



剖玄析微：搭建房地产债券跟踪评分体系

Real Estate Bond Tracking and Scoring System

王开

摘要：地产债违约风险是近年来信用债市场关注的热点问题。本文旨在从宏观、中观到微观层面分析房地产行业的信用特征，透过地产债违约案例的经验梳理，结合市场变化、政策环境，展望地产债未来发展趋势。本文构建定量视角的地产债分析框架，可用于规避信用风险并挖掘具备潜力的投资标的。

关键词：房地产企业 信用风险 评分框架

Abstract: The default risk of real estate bonds has become a hot topic. This paper seeks to analyze the credit characteristics of the real estate industry from the macro, meso and micro levels. It also examines real estate bond default cases and looks at market changes, the policy environment, and the likely future development of real estate bonds. Lastly, this paper constructs a real estate bond analysis framework from a quantitative perspective, which can be used to avoid credit risks and explore potential investment targets.

Keywords: Real Estate Companies, Credit Risk, Scoring System

引言：中长期看地产投融资两端变化

长期来看，适龄购房人口是地产需求的根本来源。从国际比较的视角出发，适龄购房人口的变化与房地产购置大体吻合。以美国为例，仅在次贷危机前的泡沫阶段，购房人口和房地产销售间才产生过较为明显的偏差。国内地产发展进程与城镇化过程紧密联系，但结构上也有分化。从国内各省市数据来看，城镇化率和居民杠杆

作者系国信证券股份有限公司宏观策略分析师。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



水平呈正相关关系，这是由于中国居民的杠杆率主要加在房地产这一资产类别上。但同时城镇化率较高的地区往往是经济发达、人口流入较多的地区，高收入下居民可以承受更高的杠杆水平。考虑到国内目前的城镇化思路倾向于都市圈思路，人口流动和集中的现象更为明显，中国地产的需求可能呈现出更清晰的结构化特征：世界级都市圈的高需求、高房价，与发展稍显滞后地区的低需求、低房价，表现为一线城市和二三四线城市的房价区分。

房地产是典型的资金密集型行业，购房者和开发商两端都要加杠杆，因而受政策调控的影响较其他行业更大。如前所述，地产链条的每一个环节都与融资密切相关，且有金融留痕。历史上政策主要通过“价”和“量”两个层面来完成周期调控，其性质本质上都是总量政策。而房住不炒长期化、制度化后，政策逻辑发生变化，未来还需依靠宏观审慎评估体系（MPA）考核等结构化政策，对地产行业进行相应调控，兴起于2020年的“三条红线”政策就是典型的代表。

本轮地产周期以来，核心特征是地产企业采取快周转策略，加快有息负债（拿地）向无息负债（预售）的转化速度。这背后的核心原因是地产企业对于政策周期的预期发生变化：如果还预期政策有波动、地产有周期，那么合理的方式应该是“捂地过冬”，这也是过去几轮中，部分

房企逆势加杠杆、弯道超车的原因。而当政策调控长期化，地产不再有明显的周期，那么地产企业合理的选择就是加快周转。这种快周转的核心假设，是需要地产相关的金融资源不能过紧。如果过紧，需求端的居民无法加杠杆，或者地产企业无法通过获得足够的开发资金，都会造成快周转的无法继续运转。

整体看，政策对于地产相关融资的政策思路是保持平稳、托而不举。一方面快周转持续下滑、房地产销售不景气对消费形成拖累，需要在地产企业融资上予以支撑。另一方面，在“房住不炒”长期、连续的政策脉络下，地产行业作为传统的周期性行业，政策整体态度以稳为主。笔者认为“三条红线”政策的核心内涵是：总量上限制了地产行业对于金融资源的占用，规定了一个上限，结构上对于地产行业微观主体的审慎经营做了限制。过去一段时间，地产行业在规模冲动下出现集中度的提升，未来在整体资源上限锁定、监管红线下，房企弯道超车的机会越来越少，行业竞争格局将越发明朗，行业集中度也可能在进入并购重组后进一步提升。

“三条红线”下的地产融资约束

2020年8月20日，央行和住建部会同相关部门召开重点房企座谈会，研究进一步落实房地产长效机制。为了控制房地产企业有息债务的过度增长，政策设置了



“三条红线”予以约束。红线一：剔除预收款后的资产负债率^①大于70%；红线二：净负债率^②大于100%；红线三：现金短债比^③小于1倍。

根据“三条红线”触线情况不同，试点房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档。即如果“三线”均超出阈值为“红色档”，有息负债规模以2019年6月底为上限，不得增加；“二线”超出阈值为“橙色档”，有息负债规模年增速不得超过5%；“一线”超出阈值为“黄色档”，有息负债规模年增速不得超过10%；“三线”均未超出阈值为“绿色档”，有息负债规模年增速不得超过15%。

笔者在2020年下半年刚颁布该政策时，对存量债发行方的房地产企业进行了统计调查，剔除数据缺失项后共包含195家房地产企业，再剔除掉尚有未到期债券的3家地产企业，以及Wind口径的城投平台后，剩余141家样本（下文未特别说明的均为该样本），其中适用于“三条红线”监管的为124家房地产开发企业^④。按照监管标准的划分结果：（1）红色档占比22%，橙色档占比13%，黄色档占38%，绿色档占27%；（2）48家国企和47家其他

类型企业（民营企业、集体企业和公众企业，不含外资）在样本量大致相同的情况下，红色档的国企，中位数口径的财务指标甚至不如民企，橙色档的国企资产负债率（分子、分母均剔除掉预收账款）和净负债率均高于同档民企。而黄色和绿色两档，国企的三项财务指标显然比民营企业更符合标准。

按照政策刚落地时，地产企业所属的类型归档：国企中红色和橙色档的样本主要为地方国企，中央国企占比分别为25%和22%；而黄绿两档中央国企占比明显要高（分别为44%和45%），这就不难解释国企和整体样本中黄色档的现金短债比甚至低于橙色档，且国企红橙两档财务指标甚至不及优质民企。此处选取样本为A股上市房地产公司，主要分析中观层面行业整体表现。债务融资收紧，房企的现金流将更多依赖销售回款，一些回款较差的中小型房企可能出现信用风险暴露。同时，几乎所有大型企业都将受到明显影响，政策影响面较广。当然，更具体的监管措施落实尚需观察。

如果根据国企和民企两个口径来区分，国有地产企业“三条红线”约束下

① 计算公式为：（负债合计－预收款项－合同负债）/（资产总额－预收账款－合同负债）×100%

② 计算公式为：（带息债务－货币资金）/所有者权益×100%

③ 计算公式为：货币资金/（短期借款+应付票据+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债）×100%

④ 物业企业有息负债率整体明显低于房地产开发企业，在下文评分框架中也是将商业地产、物业企业与房地产开发企业分别测算。



国企和民企的界限直接决定了地产公司银行和非银渠道融资的可得性、便利性，因此在模型设定权重时需将是否国企作为重要考量。

的平均状况和民企间形成了明显分化：

（1）国有地产企业无论是开发贷还是企业债、ABS融资，融资便利程度、信用资质被金融机构的认可程度相对民企更高，因此红色档和橙色档国企的净负债率甚至超出了民企；（2）国企现金流对短期债务的覆盖程度要优于民企，也体现出其债券的安全边际较民企要更高，短期内清偿风险仍在可控范围之内。因此，依照国企和民企“一刀切”的评级方法在不同层面分档中的地产企业中难免以偏概全。

实质性违约地产企业的教训和财务征兆

按照Wind统计的企业首次违约报表，2014年至2022年3月下旬共有11家违约企业属于房地产开发行业。国企和民企的界限直接决定了地产公司银行和非银渠道融资的可得性、便利性，因此在模型设定权重时需将是否国企作为重要考量。对于跨业过度多元化经营、抛弃本身地产业务的房地产企业需要保持一定警惕，尤其债务结构不合理、短期偿债压力大的主体，在监管加码的格局下更容易暴露风险。在众多

财务指标中可以发现如下规律。

（1）由于房地产是高负债经营的行业，因此资产负债率并没有办法刻画出行业或主体风险。上述11家房地产企业违约前最新一期（半）年报披露的剔除预收账款后的资产负债率均值为75.5%，超出同期全国地产企业均值约7个百分点。

（2）违约的地产企业财务指标有“共性”的特征，如违约前年化净资产收益率大幅下滑、归属母公司净利润下挫、销售毛利率进一步降低等。

（3）考虑中国期房占比远高于现房的现状，回款能力即开发商造血能力。半数违约的房企在首次暴雷之前，经营活动现金流净额占营业收入的比例出现过下降，违约前平均值约为-6.75%。对于高周转的房企而言，在外部融资条件收紧时，现金回流速度可以作为风险因子的参照。

地产企业财务指标繁多，每家企业经营战略、资负结构等各不相同，违约的根本原因也有区别。那么，能否找到单一的指标来衡量违约风险、进行预警提示？笔者以“降维”的思路，采取Z值预警的方法挖掘违约预示信息，11家违约房企中有10家违约前最新一期（半）年报中，财务指标给出了风险提示，Z值出现了不同程度的回落。2021年中报显示已违约地产企业Z值平均数跌至-0.36，该数值首次跌破零线是在2019年报的时候。值得注意的



是，1.81的Z值违约预警线和2.675的风险预警线只是国际上众多企业的一般经验，对国内地产企业而言需要特殊分析。根据百余家房地产开发企业2021年中报财务数据计算出的Z值，均值为0.98，显然不匹配1.81的预警线。历史上国内房企违约前Z值平均数为0.61，其实更适合作为国内地产企业违约预警的提示信号。

实质性违约或行业声誉风险事件会在一定程度上影响地产行业整体利差。笔者汇总了房地产行业风险事件，挑选几次重要的债券违约案例，发现历次房地产企业无论是技术性违约，还是实质性违约后，地产信用利差出现了较为明显的上行。这几次事件的共性是违约企业存续债规模较大，存续债券金额占到地产债余额比重较2%以上，对该违约券所在评级的地产债，乃至整个地产行业的信用利差都有“推波助澜”的放大效果。

2020年前地产债的违约还只是个案，2014年信用债打破刚兑到2019年，六年时间里共有4家地产开发企业出现了违约。2020年开始，地产企业违约出现节奏加快、体量增大的趋势。如果说2018、2019年违约的主要是信用债集中到期、回售压力下的部分中小房企，那么新冠疫情后开始违约的企业则主要是高杠杆率、经营回款较慢的大中房企。虽说“三条红线”、

“房地产贷款集中度管理”给开发贷、地产债上增加规范与限制，但地产企业最重

要的资金来源还是销售回款。2021年以来无论是30大中城市还是十大城市口径的房地产成交面积同比，都出现了显著的下滑，给地产企业回款造成压力。2022年2月央行发布的金融数据中，新增居民户中长期贷款首次录得负值，这项主要是居民新发生购房贷款扣减掉当期偿还贷款后的轧差，虽然有春节后季节性原因，但也反映了新冠疫情以来居民购房信贷意愿的下降。相比于外生的融资政策约束，内生的购房动力不足更是地产市场近年来雪上加霜、结构上呈现大中型房企违约特征的症结所在。

构建房地产发债主体评分框架

结合上述中观维度的评分框架，我们综合考虑数据可获得性和财务指标的健全性，在可获财务指标较充分的前提下对百余家地产主体进行标准化的财务评分。在此基础上考虑国企/民企性质和三条红线监管压力的新内涵，获得最后的排名和归类。一、二级指标的选用和计算方法如表1所示。

由于三条红线的标准是应对房地产开发企业，本文在排名时将房地产开发企业和商业物业企业分别考虑。全文的脉络和筛选评分框架、房地产开发企业和商业物业企业框架如图1所示。

根据排名，得分居于前50分位、三项指标均未触及“三条红线”的企业中，国



表 1 房地产企业评分框架

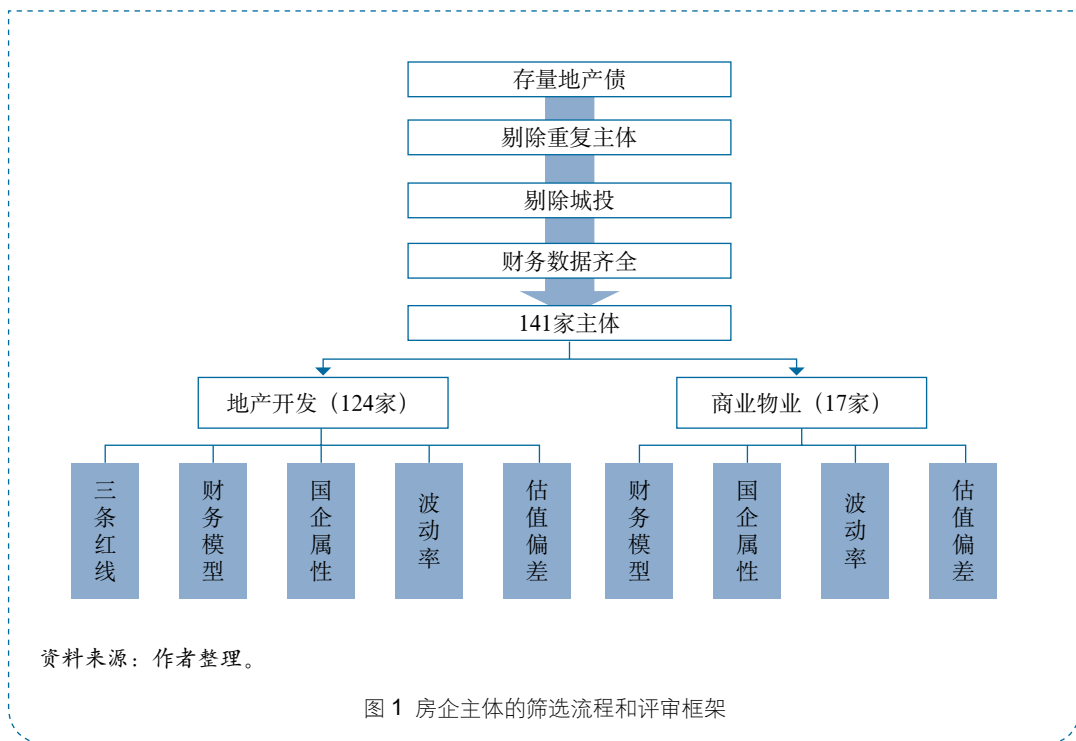
一级指标	二级指标	计算公式
盈利与收益状态	营业收入同比增速 (%)	根据报表营业收入的公布值, 计算本期相对上年同期调整数的增长百分比
	营业利润/营业收入	营业利润 / 营业总收入 × 100%
	净利润同比增长率 (%)	根据报表税后净利润的公布值, 计算本期相对上年同期调整数的增长百分比
	净利率	净利润 / 营业收入 × 100%
	ROA	净利润 (含少数股东损益) × 2 / (期初总资产 + 期末总资产) × 100%
	ROE	归属母公司股东净利润 / [(期初归属母公司股东权益 + 期末归属母公司股东权益) / 2] × 100%
现金流量	经营活动现金流净流入 (同比)	本期经营活动现金流入 - 本期经营活动现金流出
	投资活动现金流净流入 (同比)	本期投资活动现金流入 - 本期投资活动现金流出
	筹资活动现金流净流入 (同比)	本期筹资活动现金流入 - 本期筹资活动现金流出
	应收账款周转率	应收账款周转率 = 营业收入 / [(期初应收账款账面价值 + 期末应收账款账面价值) / 2]
	存货周转率	存货周转率 = 营业成本 / [(期初存货净额 + 期末存货净额) / 2]
资产负债结构	总债务与运营资金比例	总负债/营运资金
	长期债务与运营资金比例	非流动负债合计 / 营运资金
	债务权益率	股东权益/总资产
	资产负债率 (剔除预收部分)	(负债合计 - 预收款项 - 合同负债) / (资产总额 - 预收账款 - 合同负债) × 100%
	长期负债占比	(长期借款 + 应付债券 + 长期应付款合计) / 负债合计 × 100%
偿还能力	流动比率	流动资产 / 流动负债
	速动比率	(流动资产 - 存货净额) / 流动负债
	到期债务偿付比例	经营活动产生的现金流量净额 / (短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据) × 100%
	现金流量利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额 / 利息费用
	已获利息倍数	企业息税前利润/利息费用

资料来源: Wind, 作者整理。

注: 加粗四个负债类指标为反向指标, 在标准化时进行逆向处理。

企业属性的标的更为安全。剔除高波动率^① (52周波动率超过100%) 和严重偏离估值

① 波动率 = $\{[\sum(R_i - \sum R_i / N)^2] / (N - 1)\}^{\frac{1}{2}} \times M^{\frac{1}{2}}$ 计算方法为以52周为一个计算周期, 所选时间段内拆分成周度等区间(头尾包含的不完整日历周期舍去)。获取每个区间最末一个交易日*i*的收盘价*E_{Pi}*和最初一个交易日的前收盘价*B_{Pi}*。以“*E_{Pi}* / *B_{Pi}* - 1”作为区间内的收益率*R_i*。最后根据公式计算2020年三季度末的数值。无风险利率选取



（到期收益率和估值间超出100基点归为异常交易）后剩的地产企业定义为“安全型”房地产开发主体。不难发现这些主体虽然在多方权衡下违约概率很低，Z值也均高于同期全样本均值（0.99），但代表个券^①到期收益率均低于中债估值，反映出其价格有高估的可能。如大型国企的代表券均为三年期，收益率和中债口径AAA级企业债接近，“安全型”侧重的是规避“三条红线”约束的融资风险和财务指标涵盖的违约风险，同时满足企业收益率尚

可的诉求。

为了筛选出积极进取型企业以博取超额收益，笔者在筛选出满足财务评分前50%、没有触及“三条红线”企业的基础上，又设定了两个条件：一是年化波动率没有超出100%，二是代表个券到期收益率高出中债估值，价格存在低估的空间，这部分企业主要以外资和民营企业为主。考虑到债券的盈利特征，商业物业类地产企业中，财务指标得分排在前列50%、估值偏差合理、波动稳定的占47%，综合来看商

① 该主体最新一期发行的个券，如果中债估值数据欠缺即选取倒数第二只，以此类推。



业物业类企业安全性的比例要高于房地产开发型企业。

信用利差是衡量地产债流动性风险、违约风险的主要量化指标。中周期的视角来观测库存周期，经历了2021年库存周期上行后，房地产行业仍面临上游建材、工业金属价格抬升而传导至成本压力。除了下游融资端的调控以外，上游价格的抬升也反向作用于地产债券风险溢价的走高。

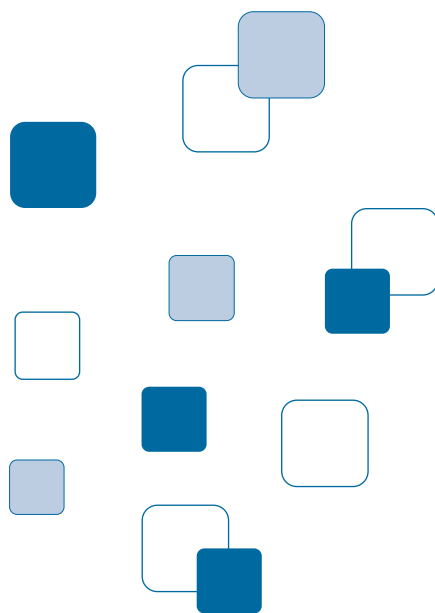
展望

2022年地产债风险来自于两方面。一是政策风险，监管趋严的态势即便在疫情期间也没有放松，足见“房住不炒”定调下政策的决心和力度，2022年虽然部分地区在企业融资、按揭贷款上有所放宽，但仍遵循着“因城施策”的规律，整体来看地产相关政策大致是“托而不举”的。二是债券行情不佳、无风险利率向上时，长久期的信用债往往面临一定的流动性风险，难以交易。

实际交易中市场会面临两难：地产信用债超额利差在历史四分位点以下时，下潜评级的操作已经很难获得超额收益，如

果采取拉长久期的策略虽然短期内容易获利，但在货币政策收紧、收益率拐头向上时难以抛售。例如，2020年下半年地产债信用利差极薄时，很多机构反而在缩短持仓债券的久期，说明相对过低的利差溢价而言，投资者更为担心流动性风险。在潜在的违约概率提升时，地产债在违约风险的同时也有流动性风险，因此在投资中要精细化选取个券，在获取合意票息时避免价格波动对净值造成的影响。^[N]

学术编辑：卢超群



参考文献：

- [1] 吕忠泽. 房地产泡沫、金融危机与中国宏观经济政策的调整[J]. 经济学家, 2010(07): 69-76.
- [2] 尹钊, 韩佳菲. 信用风险模型比较及实证研究——以房地产企业为例[J]. 中央财经大学学报, 2015(S2): 23-30.
- [3] 周霞, 陈光明. 后金融危机时代房地产企业财务风险控制分析[J]. 会计之友, 2012(01): 29-30.