



行业周期视角下房地产股债投资策略

The Industrial Cycle and Real Estate Equity and Debt Investment

— 杨兆宇 刘子钦

摘要：房地产业发展与股债投资正成为当前金融市场关注的焦点。本文从行业周期视角出发，梳理次贷危机以来房地产行业运行的规律与特征，分析房地产行业基本面、政策面与股债价格轮动之间的关系。研究发现，房地产政策导向、行业流动性、信用违约对于房地产股债价格波动具有较强的前瞻性和解释力，本文基于此提出适用于当前市场的房地产股债投资范式与投资策略。

关键词：房地产周期 房地产股票指数 房地产债券利差 房地产投资策略

Abstract: The development of the real estate sector and its links to the stock and bond markets have been a focus of financial market attention. This paper examines the characteristics of the real estate sector from the perspective of the industrial cycle since the subprime crisis. It analyzes the relationship between real estate industry fundamentals and government policies on one hand and stock and bond price rotation on the other. It also concludes that real estate policy guidance, industry liquidity, and credit defaults have strong forward-looking and explanatory power for real estate stock and bond price fluctuations. This paper proposes a real estate stock and bond investment paradigm and investment strategy applicable to the current market.

Keywords: Real Estate Cycle, Real Estate Equity Index, Real Estate Bond Spread, Real Estate Investment Strategy

研究背景与目标

我国房地产承担着保障民生和宏观经济调控的双重职能，房地产行业的健康发展不仅使百姓居有所，对于促进经济增长、吸纳居

作者单位：农银理财有限责任公司。本文系个人观点，与所在机构无关。



民就业、补充财政收入也具有重要作用^①。

2021年下半年以来，房地产行业在销售回款和外部融资两端面临的流动性压力增加，商品房销售、拿地、投资等行业景气指标均进入下行区间，与此同时，部分房地产企业发生信用风险事件。对于房地产企业而言，流动性作为企业经营的生命线，外部融资的重要性获得前所未有的提升，通过债券市场、股票市场获取稳定融资支持成为畅通现金流循环的重要渠道；对机构投资者而言，当前市场环境下的投资行为更趋审慎，房地产股票与债券的价格波动抬升，价值挖掘难度增加，信用分析与主体选择的难题对投资者的专业水准与行业洞察力提出了更高要求。因此，完善房地产股债研究框架、提出适用于当前

市场的行业投资策略，对于支持地产企业融资与行业可持续发展，提升机构投资者投资收益与控制风险具有重要意义。

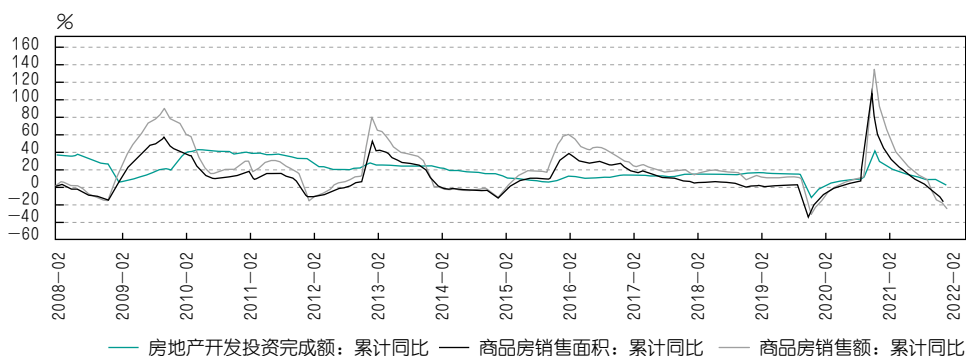
本文总结了次贷危机以来我国房地产周期性的运行特征，结合国际经验研判行业发展走向，通过房地产行业周期与资产价格周期的关联归纳一般规律，并提出房地产股票、债券的投资框架与投资策略。

我国房地产行业的周期特征

本文以政策与景气度为维度，划分次贷危机以来房地产四轮周期（图1），并对每轮房地产周期进行回顾分析。

次贷危机以来房地产行业四轮周期的主要特征

次贷危机以来，我国房地产市场同



数据来源: Wind 行业经济-房地产及建筑业-房地产开发投资完成额: 累计同比、商品房销售面积: 累计同比、商品房销售额: 累计同比, 数据时间 2008 年 2 月至 2022 年 4 月。

图 1 次贷危机以来的房地产行业周期

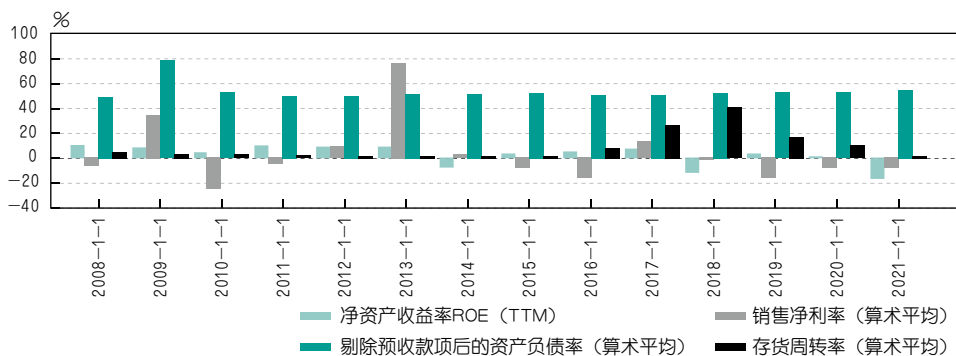
① 盛松成,宋红卫,汪恒.房地产与中国经济[M].中信出版集团,2020.



时呈现出长期性和周期性特征。一是我国房地产行业已从高速发展时代步入存量调整时代。从长周期来看,随着适龄购房人口总数下滑与城镇住房渗透率降低,叠加居民部门杠杆提升空间受限,我国商品房销售与房地产投资增速已见顶回落。二是我国房地产行业消费和投资增速呈现周期性波动特征。我国房地产行业与经济周期关联密切^①,房地产政策在稳经济与稳房价之间平衡兼顾,在宏观经济下行、房地产景气度下降阶段适度出台房地产托底政策;在宏观经济过热、房价显著上涨时期适时推出房价降温措施,叠加房地产行业供给和需求

错配的影响,商品房销售与房地产开发投资增速呈现显著的周期性特征。三是行业周期背后的房地产企业的商业模式发生转变。2008年以来,房地产企业先后经历高净利、高周转、高杠杆三类商业模式(图2),随着土地红利和金融红利的淡出,当前房地产企业净资产收益水平面临下行压力,传统的房企商业模式亟待重构与转型^②,房企市场排名可能面临重新竞争与调整。

2008年以来我国房地产行业经历了四轮政策与景气周期,每轮周期与房地产行业政策的放松与收紧,以及商品房销售、房地产开发投资等景气指标的回升与下行



数据来源: Wind 股票 - 板块数据浏览器 - SW 房地产开发 - 财务指标 (中国会计准则) - 净资产收益率 ROE(TTM)、销售净利率 (算术平均)、剔除预收账款后的资产负债率 (算术平均)、存货周转率 (算术平均), 时间 2008—2021 年。

图2 次贷危机以来的房地产企业财务指标与商业模式变化

① 何青,钱宗鑫,郭俊杰.房地产驱动了中国经济周期吗?[J].经济研究,2015,50(12):41-53.

② 高善文: 沉舟侧畔千帆过——房地产市场面临转折[EB/OL].(2021-12-16).http://news.sohu.com/a/508630182_120099890.



逐一对应。第一轮周期时间是2008年7月至2011年9月，对应次贷危机后的房地产行业。第二轮周期时间是2011年10月至2014年3月，对应欧债危机蔓延、国内经济放缓背景下的房地产行业。在两轮周期的起点，分别受到次贷危机与欧债危机影响，国外需求显著收缩，国内经济面临下行压力，此时房地产担当了重要的逆周期调节工具。

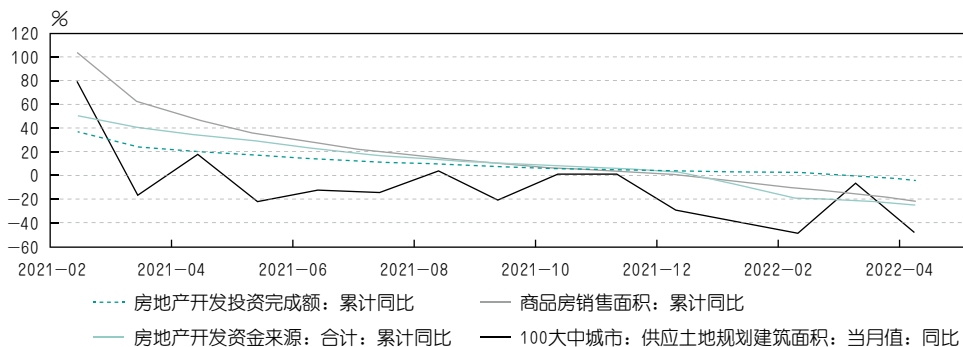
第三轮周期时间是2014年4月至2016年11月，对应去库存阶段的房地产行业。由于前期需求侧调控和供给端增量，房屋库存持续累积，“去库存”成为行业转型重点。第四轮周期时间为2016年12月至今，对应“房住不炒”、“因城施策”、“去杠杆”背景下的房地产行业。2016年12月，中央经济工作会议提出，坚持“房

子是用来住的、不是用来炒的”的定位，坚持分类调控，因城因地施策；2020年8月起，房企债务问题凸显，“去杠杆”成为行业焦点，房地产金融审慎管理制度全面铺开，代表政策包括“三条红线”、房贷集中度管理、住宅用地“两集中”出让、预售资金监管等。

当前周期中的房地产行业现状与政策

当前房地产行业处于在第四轮周期中，自2021年下半年开始，房企在销售回款和外部融资两方面面临流动性压力，当现金流恶化遭遇刚性债务集中到期，部分高杠杆、弱资质房企出现债券违约及展期。在此情形下，房企由于缺乏充足的资金支持，拿地和新开工能力走弱，房地产开发投资增速进入下行区间（图3）。

与前三轮周期相比，本轮房地产周期



数据来源：Wind 行业经济 - 房地产及建筑业 - 房地产开发投资完成额：累计同比、商品房销售面积：累计同比、房地产开发资金来源：合计：累计同比、100 大中城市：供应土地规划建筑面积：当月值：同比，时间 2021 年 2 月至 2022 年 4 月。

图 3 2021 年以来房地产基本面走势



下行存在三点不同。一是需求端走弱，在疫情冲击后，居民部门消费能力走弱、加杠杆空间降低。二是供给端收缩，民营企业违约较多，住房供给能力受损。三是政策端受限，核心城市住房销售提振与房价管控矛盾突出，政策平衡难度加大。

面对房地产行业景气下行、房企信用违约增多、个别商品房交付风险上升，2021年9月，央行提出维护房地产市场的健康发展及住房消费者的合法权益，标志着本轮房地产调控开始边际放松。2021年12月和2022年4月，中央政治局会议强调，坚持“房住不炒”的定位，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，支持各地完善房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展。针对当前房地产行业面临的现实困难，行业政策正从销售端、融

资端、风险端持续发力，促进房地产行业回归长期可持续发展（表1）。

房地产行业的国际比较与发展趋势

海外发达经济体房地产行业发展时间更长，经历过完整的周期波动，借鉴国际经验，有助于对我国房地产行业未来发展趋势进行推演。从美国、德国、日本、新加坡等主要发达国家的发展历程来看，房地产行业周期的基本特征主要包括以下方面。一是房地产行业发展的影响要素具有相似性，主要有货币发行、人口增长、城镇化进程、土地供给等。在不同社会要素与政策的组合下，房地产行业处于不同周期阶段，并呈现出不同特征。英国住房金融政策与房地产行业周期相关^①，与之类似，我国在不同货币政策调控下，房地产价格也呈现

表 1 2022 年以来的房地产政策

政策方向	政策举措
提振销售需求	房贷利率方面，2022年上半年，5年期贷款市场报价利率（LPR）累计下调25bps，首套房贷利率下限调整为不低于LPR减20bps； “四限”政策方面，部分二三线城市相继下调首付比例、放松住房限售、限购、限价、认房认贷标准要求等。
畅通融资循环	针对存续的正常类房企，优化房地产信贷、预售资金监管、房企债券发行等政策；鼓励通过境内债配套信用衍生工具（CDS、CRMW）、美元债配套备用信用证（SBLC）等方式加快债券市场融资能力修复。2022年以来，碧桂园、龙湖、美的置业、旭辉、新城控股等示范型房企在债券发行中引入信用衍生工具，绿城中国、远洋集团等房企在美元债发行中引入备用信用证，有效提升市场信心和降低融资成本。
化解行业风险	针对出险类房企，鼓励头部房企、地方国企收购并购出险房企，鼓励资产管理公司（AMC）积极参与风险资产化解与债务重组； 在风险化解中，区分集团企业风险与项目风险，探索单体出险项目委托代建，保证出险项目正常交付，切实维护住房消费者的合法权益。

① 余音.英国房地产周期与住房金融分析[J].国际金融,2019(08):70-75.



出不同走势与特征^①。二是房地产市场与金融周期、宏观经济密切相关。从西方发达经济体行业发展看,房地产行业周期与金融和经济稳定有关^②,美国的房地产周期可以对宏观经济走势进行预测^③,在我国,房地产行业发展也对国民经济增长发挥重要作用^④。三是房地产行业的长期健康发展需要住房金融、租赁、保障等制度的有效支持^⑤。四是从长周期来看,房地产行业集中度逐步提升,“开发+持有+管理”的轻资产商业模式胜出,物业管理、房地产投资信托(REITs)是长期发展方向。

结合我国宏观经济背景、房地产行业运行特点及海外经验,本文对我国房地产行业未来发展趋势推演如下。

一是房地产行业步入存量调整时代,但房地产在宏观经济调控中的重要地位仍不容忽视。我国房地产行业与金融周期同质化程度较高^⑥,并且房地产行业发展

与人口城镇化、人口增长、人口老龄化因素密切相关^⑦,土地供给也与房价之间存在一定的转化关联^⑧。近年来,伴随着金融红利、人口红利和土地红利的淡出,房地产行业投资增速与商品房销售增速中枢下移,行业已步入存量调整时代。与此同时,房地产行业的发展在撬动上下游产业链投资、吸收居民就业、补充地方财力等方面发挥的作用仍旧无可替代,在宏观经济增长中继续占据重要地位。

二是经历行业阵痛与产能出清,行业格局面临重塑,头部优质房企将迎来发展良机。尽管短期内房地产行业仍面临下行压力,但受益于销售端与融资端政策的优化调整,行业中长期必将回归健康发展的轨道,运营专业、财务稳健、品质优良的房企将享受行业转型红利,行业集中度也将进一步提升,行业内的优质企业具备长期投资价值^⑨。

三是展望未来行业增长点,房地产

① 顾海峰,张元姣.货币政策与房地产价格调控:理论与中国经验[J].经济研究,2014,49(S1):29-43.

② International Monetary Fund Ann-Margret Westin,Yi Lin Chew D,Columba F,Gullo A.Housing Finance and Financial Stability-Back to Basics[J].Global Financial Stability Report,2011,April:111-157.

③ 刘春航,王清容.美国房地产周期与经济衰退的可预测性研究[J].金融研究,2008(02):1-12.

④ 许宪春,贾海,李皎,李俊波.房地产经济对中国国民经济增长的作用研究[J].中国社会科学,2015(01):84-101+204.

⑤ 夏磊,任泽平.全球房地产[M].中信出版集团,2020.

⑥ 高惺惟.防范房地产金融风险及思考[J].中国金融,2021(18):19-20.

⑦ 郭克莎.中国房地产市场的需求和调控机制——一个处理政府与市场关系的分析框架[J].管理世界,2017(02):97-108.

⑧ 梅冬州,崔小勇,吴娱.房价变动、土地财政与中国经济波动[J].经济研究,2018,53(01):35-49.

⑨ 王文嘉,张屹山.我国房地产政策调整对上市公司股票投资价值的影响——基于DEA-DA方法的研究[J].管理世界,2014(10):174-175.



投资信托（REITs）、租售混合经营等轻资产商业模式前景广阔。近年来我国住房租赁政策加快推进，租赁住宅供给力度不断加大，租购并举的住房供应框架逐步建立，专业化、高品质的住房租赁业务将为房企提供新的转型思路与发展机遇。此外，REITs是集合投资者资金、专业机构管理、投资稳定现金流的不动产并定期派息的信托型或公司型基金，西方主要经济体的REITs市场规模占GDP的比重多数在3%~9%，近期国家发改委发布《关于进一步做好基础设施REITs试点工作的通知》，明确将保障性租赁住房纳入公募REITs项目，未来以保障性租赁住房、商业地产为基础资产的REITs发展空间巨大。

房地产行业周期与资产价格周期的关联

房地产行业周期将会对资产价格周期产生影响^①，本文以房地产股票指数与债券利差为例，对当前行业现状下的资产价格周期开展进一步分析。

房地产行业周期与股票指数

本文通过对2008年以来房地产政策周期、指数表现及基本面数据的比较分析，发现房地产行业周期与股票指数之间有如下规律和特征。

第一，房地产政策基调对股票指数涨跌具有较强的解释力，房地产政策转向宽松是股票上涨行情启动的重要信号。房地产政策调整对地产企业股票投资价值具有直接影响^②。从前三轮周期经验来看，



数据来源：Wind- 指数行情序列 - 申银万国一级行业指数 - 房地产 - 收盘价，时间 2008 年 9 月至 2022 年 5 月。

图 4 房地产股票指数与政策周期

① 徐国祥,王芳.我国房地产市场与股票市场周期波动的关联性探讨[J].经济管理,2012,34(02):133-141.

② 王文嘉,张屹山.我国房地产政策调整对上市公司股票投资价值的影响——基于DEA-DA方法的研究[J].管理世界,2014(10):174-175.



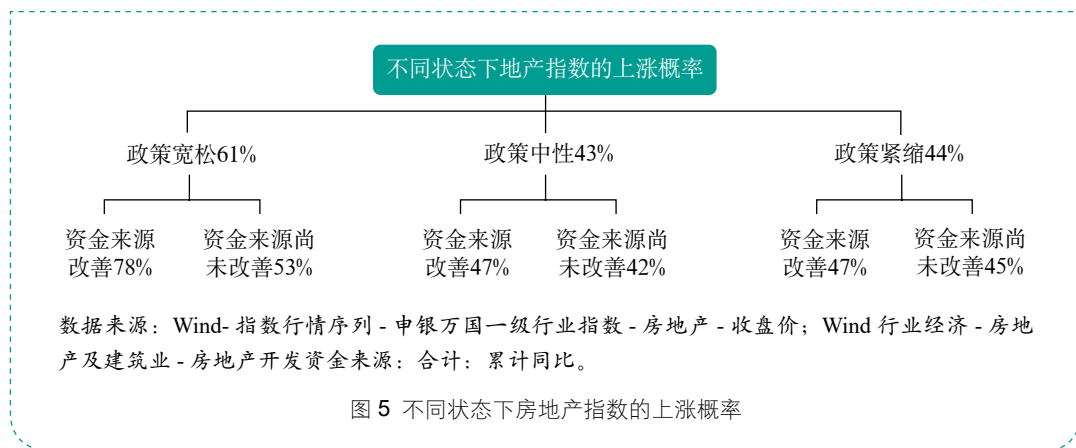
房地产政策宽松周期均对应房地产股票指数上涨，紧缩周期均对应房地产股票指数下跌，中性周期房地产股票指数呈现震荡行情（图4）。一般而言，房地产政策转松，即政策底出现，市场预期房地产上市公司业绩底部即将确认，因此增加房地产股票投资配置，地产股上涨行情启动。前三轮周期中，政策底分别领先股票市场底四个月、三个月和三个月。

第二，本文运用分类树（CART, Classification And Regression Tree）的简化统计思路，发现投资地产股上涨的概率与政策基调、开发资金来源增速的关联度较高，在政策放松阶段、叠加流动性改善，地产股的上涨概率显著增加。本文将房地产股票月度指数涨跌值、政策基调松紧、商品房销售增速差、房地产开发资金来源增速差、房地产开发投资增速差等数据进行分类统计，发现政策基调松紧、房地产

开发资金来源增速差对房地产股票指数涨跌的解释力较强。如图5所示，在政策中性或紧缩状态下，如果资金来源增速改善，地产股上涨的概率约为47%；而在政策放松阶段，房地产股票指数上涨的概率为61%，在此阶段如果叠加开发资金来源增速见底回升，地产股上涨的概率将显著提升至78%。

第三，政策确认转向宽松后，市场底、销售底、资金底、投资底相继出现。政策底出现后，市场资金一般会领先于房地产基本面“抢跑”，增加房地产股票配置力度，地产股上涨行情启动，后续伴随商品房销售的逐步企稳，房地产行业基本面利好兑现，地产股延续上涨，企业拿地、新开工、施工力度渐次增强，最终带动房地产投资见底回升（表2）。

第四，地产股涨幅与政策力度、基本面改善幅度关联性较高。相比于第二轮周





期的政策放松，第一轮及第三轮周期政策放松力度更大，行业销售投资、企业业绩改善更为显著，房地产股票指数涨幅超过两倍，更为可观。

第五，本轮房地产政策于2021年9月边际转松后，至2022年5月地产股并无显著的绝对收益，原因在于仍处于政策底向市场底传导过程。本轮房地产短期下行压力较大，商品房销售、土地出让增速均为负增长，房地产开发资金来源尚未改善，同时出现部分房企信用违约，资本市场风险偏好仍未提升，正处于政策底向市场底的过渡过程。

房地产周期与房地产债券利差

通过对房地产政策周期、房地产债券利差及债券违约数据的比较分析，本文发现以下规律和特征。考虑房地产债券利差数据的可得性，分析区间选取为2015年至今。

第一，房地产行业利差主要反映企业信用风险溢价和流动性溢价，影响因素包括房地产政策周期、信用违约事件和机构行为，在不同阶段利差波动的主导因素不同。如图6与7，2015—2017年，房地产行业尚未发生信用违约，受广义基金规模扩张、资产配置力度增强等机构行为影响，房地产行业AAA级与AA级利差均维持低位波动。2018—2019年，受点状信用风险事件影响，市场避险情绪提升，房地产AA级行业利差走阔，AAA级利差维持低位。2020年8月至2021年9月，房地产行业需求降低与融资政策收紧，房企信用事件频发，违约企业从中小型主体蔓延至头部房企，个体之间信用分化加剧，AA级行业利差系统性走阔，而由于违约房企评级已经调降，存续AAA级企业信用资质较优，AAA级行业利差仍保持稳定。2021年9月

表 2 历次周期房地产政策、股票指数、景气指标的领先滞后关系

	政策底（房地产政策边际转松）	市场底（房地产股票指数触底反弹）	销售底（商品房销售增速上行）	资金底（房地产开发资金来源增速上行）	投资底（房地产开发投资完成额增速上行）	区间最大涨幅
第一轮周期(2008年7月至2011年9月)	2008年7月	2008年11月	2008年12月	2008年12月	2009年3月	215%
第二轮周期(2011年10月至2014年3月)	2011年10月	2012年1月	2012年3月	2012年5月	2012年8月	37%
第三轮周期(2014年4月至2016年11月)	2014年4月	2014年7月	2014年10月	2015年2月	2016年2月	212%
第四轮周期(2016年12月至今)	2021年9月	未显现	未显现	未显现	未显现	—

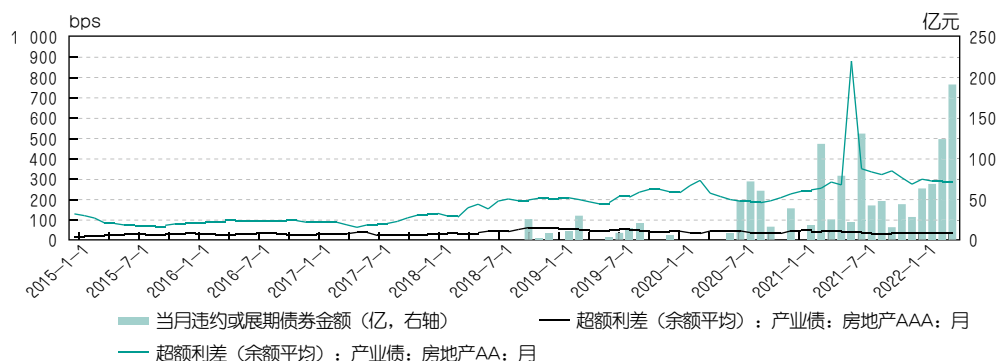
数据来源：Wind-指数行情序列-申银万国一级行业指数-房地产-收盘价；Wind 行业经济-房地产及建筑业-商品房销售额：累计同比、房地产开发资金来源：合计：累计同比、房地产开发投资完成额：累计同比，时间 2008 年 1 月至 2022 年 4 月。



起，房地产行业政策边际放松，AA级行业利差略有收窄，AAA级利差窄幅震荡。

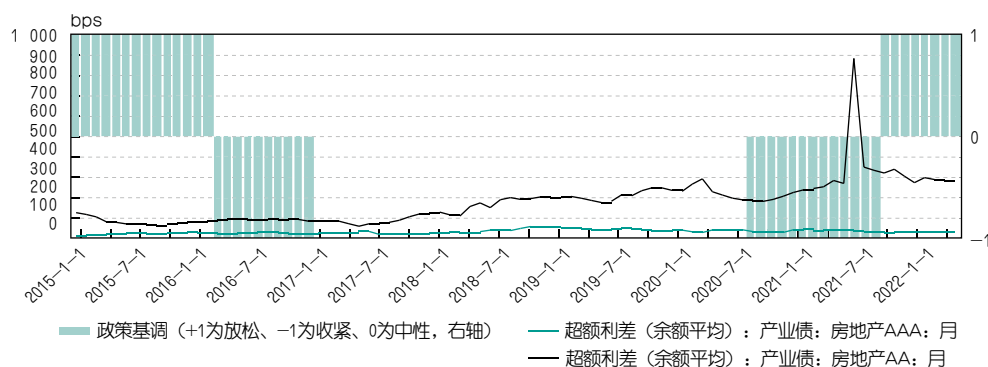
第二，分类树（CART）的简化统计结果显示，AA级房地产债利差收窄的概率与政策基调、开发资金来源增速的关联度更高，政策宽松叠加流动性改善，房地

产AA级利差大概率收窄，表明低评级地产债的投资思路与权益相近。本文将地产债AAA级和AA级利差变动、政策基调宽松程度、商品房销售增速差、房地产开发资金来源增速差、房地产投资增速差等数据进行分类统计，发现房地产AAA级利差



数据来源: Wind- 债券-利率走势分析-兴业研究利差数据 (余额平均)-超额利差 (余额平均): 产业债: 房地产: AAA&AA; Wind- 债券-信用债研究-债券违约及展期大全, 时间 2015 年 1 月至 2022 年 4 月。

图 6 房地产债券利差与违约债券金额



数据来源: Wind- 债券-利率走势分析-兴业研究利差数据 (余额平均)-超额利差 (余额平均): 产业债: 房地产: AAA&AA; 时间 2015 年 1 月至 2022 年 4 月。

图 7 房地产债券利差与政策周期



与上述指标的关联性较弱，而政策基调收紧、房地产开发资金来源增速差对AA级地产利差变动的解释力较强。如图8，在政策宽松期，房地产AA级利差收窄的概率为68%，如果叠加资金来源改善，房地产AA级利差收窄的概率显著提升至75%。

第三，房地产行业违约企业存在较多共同特征，与企业战略失误、资产负债表瑕疵、房地产行业周期等因素均存在关联。根据Wind数据，从2018年10月首家违约房企算起，至2022年5月共有21家房企

债券发生违约及展期，涉及金额共1 638亿元，其中2021年以后新增违约及展期房企14家，涉及金额1 191亿元，分别占2018年以来违约主体数量和金额的67%和73%。企业自身战略判断失误，在行业需求下行、融资政策收紧的背景下，过度运用高杠杆策略、逆势拿地扩张是信用违约的主要原因^①；疫情冲击、居民购房需求降低、房地产周期下行是信用违约的外部因素。如表3所示，出险企业在经营战略、资产布局、负债管理方面存在诸多共性。

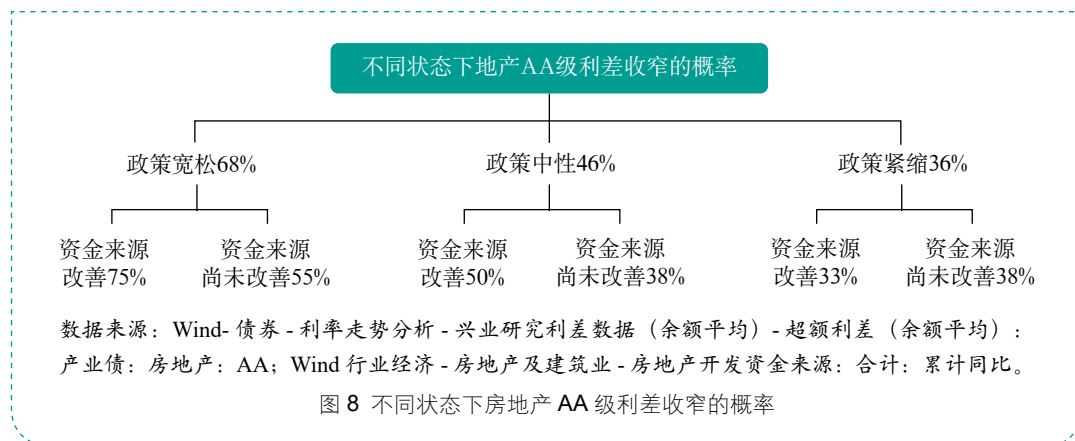


表3 房地产企业违约的共性特征

	共性特征	违约及展期典型案例
战略层面	在行业需求下行、政策收紧的背景下，逆势高成本拿地、持续收并购、多元化扩张。	恒大、泰禾、禹州、阳光城、世茂等
资产层面	项目及土地储备布局集中，区域战术判断失误，房企现金流与区域财政、区域政策、房地产环境绑定，风险分散不足。	华夏幸福、泛海、新力等
负债层面	杠杆水平持续攀升，过度依赖公开市场及非标融资，通过各类财务技巧、表外负债隐匿真实债务水平，可用现金对短期债务的覆盖程度不足。	恒大、富力、蓝光等

① 王开、刘玄析微：搭建房地产债券跟踪评分体系[J].金融市场研究,2022(05):36-43.



房地产股债投资范式与投资策略

本文基于房地产行业周期与资产价格周期的较强关联性，结合房地产当前行业现状与未来走势预判，对股票和债券分别提出如下投资范式与投资策略。

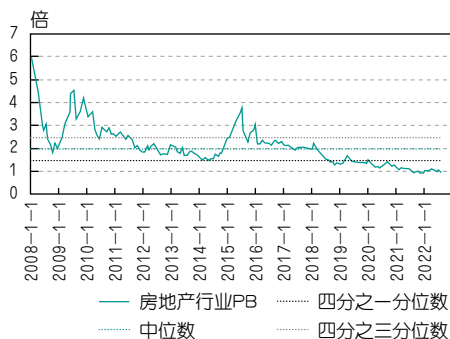
房地产股票投资范式

房地产股票策略类型包括行业BETA策略和个股ALPHA策略，未来投资范式从“BETA策略”向“BETA+ALPHA策略”转换。房地产股票BETA收益是指房地产股票指数上涨带来的投资收益，研究核心在于房地产中观行业景气研判、政策跟踪解读、行业估值分析等。房地产股票ALPHA收益是指房企个股上涨带来的投资收益，研究核心在于企业商业模式、经营战略、财务数据、个股估值分析等。

从前三轮房地产周期来看，地产股以政策驱动下的BETA行情为主，从政策底到市场底、再到景气上行兑现的链条较为顺畅。当前房地产行业已进入存量博弈时代，行业的整体成长性降低，房企个体之间的分化加剧，后续房地产股票行业将呈现BETA与ALPHA行情并重的特征，投资框架更应注重房企个体是否具备长期抗风险能力及可持续的商业模式。

房地产股票投资策略^①

房地产股票投资的行业择时参照政策周期与高频数据。投资节奏方面，在一轮完整的房地产周期中，政策底、市场底、销售底、资金底、投资底相继出现，判断当前市场所处位置对于投资择时至关重要，当前正处于政策底向市场底的过渡阶段。择时策略方面，政策宽松时期，如果叠加行业开发资金来源改善，地产股上涨的概率将显著提升。估值方面，当前房地产行业估值处于历史相对较低水平（图9），由于房地产行业成长性降低，本轮行情可能以估值修复为主，而非大幅度的估值抬升。因此，



数据来源：广发证券策略研究股票行业估值，时间 2008 年 1 月至 2022 年 7 月。

图9 房地产行业估值及相对位置

① 在个股选择上，建议关注三类题材：“强者恒强”存在估值修复机会的优质头部企业，杠杆合理、财务稳健、货值充足的房企更加具备长期竞争能力能够穿越牛熊；“困境反转”受行业底影响的头部民企，政策支持力度可观、战略调整及时的企业业绩反弹可期；保障性租赁住房REITs，基础资产供应充足、收益稳定兼具债券的稳定收益特征与权益的长期增值属性。



当前投资者应关注政策落地的实际效果，以及商品房销售、开发资金来源、土地出让等指标的变化，从而把握投资节奏、抓住配置窗口。

房地产债券投资范式

重新调整与构建房地产债券信用评级分析框架。传统的房地产债券分析框架包括经营风险评价和财务风险评价两个维度。通过对本轮违约房企的比照研究，本文发现传统的研究范式在本轮违约预警中低估了企业风险，导致以往被评价为可投资等级的企业最终发生债务违约或展期。相比于规模类评价指标，发展战略、区域策略、负债规划、周转能力等评价指标对于企业违约的预警作用更加明显，战略审慎、财务稳健的房企通常能够行稳致远（表4）。

房地产债券策略类型包括行业利差

择时、信用资质提升、事件定价偏差、违约回收等。行业利差择时策略是指在预判未来行业基本面改善时买入房地产债券，获得行业利差收窄带来的收益，在预判未来行业基本面走弱时卖出房地产债券，规避行业利差走阔造成的损失。信用资质提升策略是指在预判单一房企经营业绩提升、财务指标优化时买入该只债券，获取房企公开或隐含评级提升、信用利差收窄带来的资本利得收益^①。事件定价偏差策略是指在特定事件冲击、企业信用利差短期走阔时买入该只债券，获取事件平息、信用利差收窄带来的收益^②。违约回收策略是指在房企债券违约或展期后，合理评估企业的债务重组、破产重整或破产清算价值，以低于评估价值的价格从二级市场买入该只债券，获取潜在的回收价值。

表 4 房地产行业债券评级调整后框架

评价维度	传统指标	需重视指标
经营风险	发展战略、市场地位、公司治理、区域策略、项目运营、土储分布	发展战略、区域策略
财务风险	规模指标：销售规模、拿地规模、资产规模	负债规划、周转能力
	负债规划：剔除预收账款资产负债率、净负债率、现金短债比、表外负债、债务期限结构	
	融资成本：债券及非标利率、信用利差	
	盈利水平：毛利率、EBIT利润率、负债销售比	
	周转能力：存货周转率、项目去化率	

① 例如，2019年6月，某房地产国企评级由AA+提升至AAA，当月该只主体3年期债券估值下行约63bps，信用利差收窄约23bps。

② 例如，2018年6月，某房地产民企因楼盘负面舆情影响，二级市场估值大幅抬升，此时二级市场买入该主体1年期债券可获得6.5%的到期收益。



房企信用风险与市场风险管理并重。在行业政策收紧、景气度下行阶段，杠杆较高、项目布局较差的房企再融资能力降低、现金流恶化，此类企业信用利差走阔的概率较高，甚至出现信用风险暴露，此时应降低弱资质、低评级房企的仓位和久期，做好组合信用风险和市场风险防范。

房地产债券投资策略^①

房地产行业择时需参照政策周期、流动性及信用违约趋势。行业政策由紧转松、房地产开发资金来源改善、信用违约显著减少时，房地产行业信用利差收窄的概率更高，是布局房地产债券的较优时点。

重视房地产周期变量在宏观利率研究中的价值。疫情与房地产是2022年影响经济修复节奏和债券利率走势的关键变量，房地产托底政策见效、房地产行业景气回暖对于上下游产业链修复、经济企稳回升具有重要意义。因此，建议持续关注房企销售、开发资金来源、土地市场等经济先行指标变化，作为宏观经济、无风险利率研判的重要依据。

房地产股债投资分析结论

本文对传统房地产股债投资范式进行修正与完善，并提出行业的股债投资策略。

股票投资方面，房地产股票目前已从“BETA”主导转入“BETA+ALPHA”行情，更加注重个股选择。行业择时需注重政策周期、景气与股票指数的轮动特征，即政策底、市场底、销售底、资金底、投资底相继出现，政策底可以作为股票上涨行情启动的信号，但当前房地产行业仍处于政策底向市场底过渡的过程，市场风险偏好仍未提升，需关注高频数据的变化。在政策宽松时期如果叠加房企开发资金提升，投资房地产股票上涨的概率将显著增加。

债券投资方面，行业择时需关注房地产政策导向、流动性水平与信用违约情况，在政策收紧、开发资金来源紧张、违约增多时AA级利差走阔可能性大，反之则利差收窄的概率较高。在信用评级上，需赋予发展战略、区域策略、负债规划与周转能力更高的评分权重。

长期来看，优质房企的股票与债券均具备长期配置价值。随着托底政策的落地见效，房地产行业基本面有望在2022年下半年逐步回暖，后续受益行业长效调控机制的日臻完善，行业将重归长期可持续的发展路径。[N](#)

学术编辑：卢超群

^① 在个券选择上，应对不同资质主体分类施策。对头部优质房企，挖掘期限溢价并关注ABS品种投资机会；对被市场“错杀”的头部民企，政策宽松阶段如果叠加流动性改善，信用利差有望收窄，可关注附有信用衍生工具债券的投资机会，以及作为信用衍生工具的卖方赚取“保费”；三是针对违约或展期的房地产债券，可对资产回收率较高的困境债券进行适度与分散化投资。