

# 房地产企业需要建立长效的债券融资机制



2016/12/20

作者：夏妍妍

# 房地产企业需要建立长效的债券融资机制

作者：夏妍妍

2015 年公司债扩容以来，债券融资成为房地产企业的重要融资渠道之一，为房企的经营和扩张提供了较为稳定且具有成本优势的中长期资金来源。我国房地产市场在经历了两年的调整和政策不断放松后迎来了供需两旺的局面，房价也随之上涨。根据 Wind 统计，2016 年 9 月我国一、二、三线城市住宅平均价格分别较今年 1 月上涨了 19%、14%和 7%，增幅明显。房地产市场的繁荣加快了房企频繁拿地的步伐，而货币流动性持续宽松带来的融资成本相对低廉为房企融资提供了便利，今年以来“地王”不断涌现，而地价的飞涨又增加了房企对资金的渴求，房企债券市场融资规模迅速增长。为了防范楼市风险以及进而引发的系统性风险、降低杠杆水平，监管层一方面继续实施限购限贷政策，另一方面收紧房地产开发企业融资渠道，9 月以来房企债券融资收紧政策陆续出台，在未来楼市周期性转冷和已发债券集中到期的情况下，房企尤其是中小房企的经营风险和违约风险加大。从我国房企债券融资的历程来看，不同时期房企发债政策的“收”与“放”都与当时的经济形势和市场环境紧密相连，与世界其它国家成熟市场相比，这种政策变化更多是一种短期的市场干预行为，不利于房企持续经营和债券市场的健康发展，房地产行业在我国国民经济中的地位至关重要，需要建立房地产企业长效债券融资机制，未来我国债券发行应当减少政府干预，实行以信息披露为核心的债券发行制度。

## 一、我国房企债券融资回顾

### （一）2015 年至 2016 年 9 月，债券市场扩容使房企债券融资规模大幅上升

2014 年以前我国房企发行债券的期数和规模都较少，主要是因为当时债券市场融资门槛相对较高，对房企更加严格。2014 年开始特别是 2015 年以后房企债券融资规模大幅增长，主要归因于债券市场的发展、房企债券融资政策的放松以及房地产市场的逐步回暖。

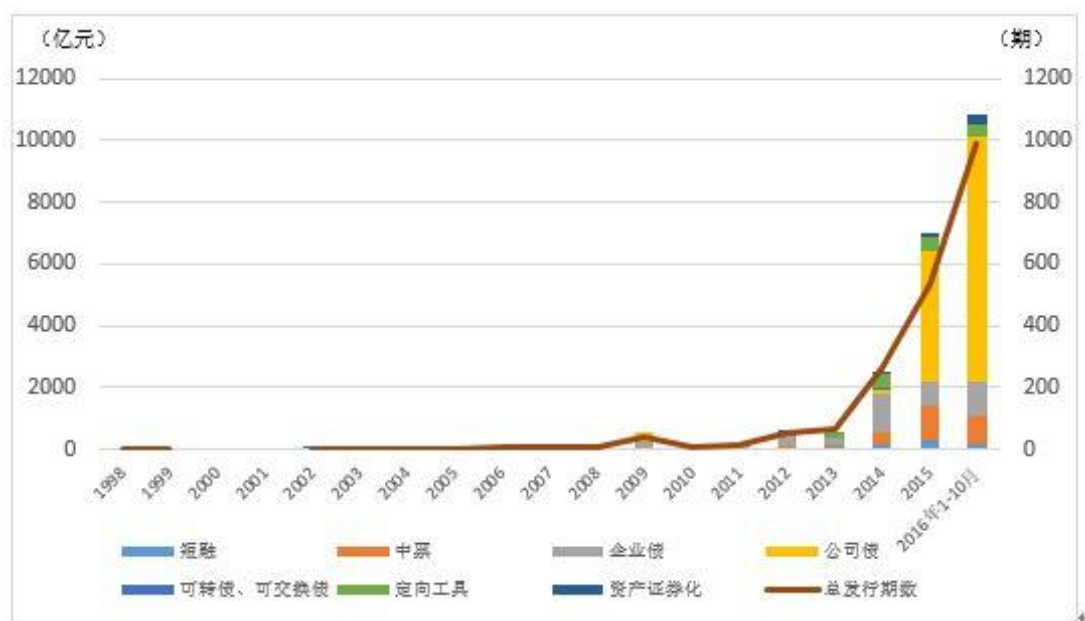
企业债方面，2004 年发改委发布《关于进一步加强企业债券管理工作的通知》，明确规定企业发行债券的募集资金“不得用于房地产买卖”。2008 年 12 月，国务院办公厅提出支持资信条件较好的企业批准发行企业债券，拓宽直接融资渠道。此后房企发行企业债进行融资的期数和规模开始出现明显增长。2011 年《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》提出“支持符合条件的地方政府投融资平台公司和其他企业，通过发行企业债券进行保障性住房项目融资”。总体而言，发改委对发行企业债的房企资质和募集资金用途规定较为严格，资金用途以棚户区改造、保障性住房和园区项目建设为主。

公司债方面，2007 年证监会发布《公司债券发行试点办法》，2008、2009 年房企分别发行了 157 亿元、345.3 亿元的公司债。2010 年房地产调控收紧了房企融资渠道，房企再融资事先必须取得国土部和住建部的批复同意，严格的监管导致 2010、2011 年没有房企公司债发行，2012、2013 年仅发行了 8 期私募债，发行规模只有 13.15 亿元。2015 年 1 月，《公司债券发行与交易管理办法》出台，公司债的发行主体由上市公司扩大到所有公司制法人，发行方式可以是公募，也可以是非公开发行，公司债发行门槛大幅降低。伴随着利率持续下行，不少房企选择通过发行公司债来置换高利息的银行贷款，2015 年房企发行公司债的期数、规模分别是 2014 年的 11 倍和 27 倍，自此成为房企债券发行的最大品种。2016 年 1-10 月房企发行公司债 7893.2 亿元，占房企债券发行总规模的 72.9%，较 2014、2015 年分别增长 66.5%、12.1%。

非金融企业债务融资工具方面，2014 年以前，通过发行短融和中票进行融资的房企很少。2014 年 9 月，交易商协会发布《关于钢铁企业、房地产企业等发行债务融资工具的具体安排》，确定优先推动符合“四公”<sup>1</sup>标准的房地产企业注册发行债务融资工具用于普通商品房建设，并建议房企优先选择公开发行中期票据的方式。当年房企发行中票的期数和规模出现大幅增长。2015 年 6 月，交易商协会进一步推进国资委下属 16 家以房地产为主业的央企集团或其下属房地产企业注册中期票据，募集资金用于符合条件的普通商品房建设相关领域，同时有序推动省级政府（包括直辖市）、省会城市、副省级城市及计划单列

<sup>1</sup> “四公”即公益惠民、公信诚实、公开透明以及公众认可。同时房企需满足“企业为公司治理结构完善的上市公司（A 股）”、“公司资产规模、经营数据良好，具有稳定偿债能力，主体评级 AA 级（含）以上”等条件。

市的地方政府所属的房地产企业注册中期票据。因此房企中期票据发行在 2015 年呈现较大幅度增长，发行规模为 2014 年的近 3 倍。2015 年 11 月，超短期融资券发行主体范围迎来第四次扩容，具有法人资格的非金融企业均可以注册发行超短融产品，为房企融资进一步提供了便利。2016 年 1-10 月房企超短融发行规模达到 142 亿，为 2015 年全年的 3 倍以上。



资料来源：Wind 资讯

图 1 1998-2016 年 10 月房企债券发行期数和发行规模情况

## (二) 2016 年 10 月开始，楼市调控背景下房企债券融资渠道受限

近两年房地产市场的回暖增加了房企对资金的需求，整体宽松的货币环境和持续下行的利率为房企融资提供了极大的便利，房企争相发债，资金的相对充裕客观上导致“地王”频现。近期国家加大了对房地产行业的调控力度，为了防范风险、引导资金“脱虚向实”，银行、证券、保险等金融监管机构频繁出台房地产融资新政，房企债券融资渠道收紧。

9 月底，上交所发布《关于房地产业公司债券分类监管方案（试行）》，调整了发债准入门槛并进行分类管理，该方案是 10 月底交易所分类监管函的试行版本。10 月底，上交所、深交所相继发布《关于实行房地产、过剩行业公司债券分类监管的函》，规定房地产业发行公司债采取“基础范围+综合指标评价”的分类监管标准，“基础范围”是房地产企业申报公司债券应当符合的基础条



件，申报公司债券的房地产企业需满足主体评级为 AA 级及以上且企业性质为境内外上市公司等四项条件<sup>2</sup>，同时明确规定，存在重大违法违规、哄抬地价、违规使用募集资金等问题的房地产企业不得发行公司债券。综合指标评价是根据整体规模和流动性管理指标将房企进一步划分为正常类、关注类和风险类<sup>3</sup>。对于关注类，发行人需要更详细的信息披露，细化偿债安排，并明确增信条款、增加投资者保护契约条款等；对于风险类，主承销商应严格风险控制措施，审慎承接相关项目。对于募集资金，要求增加募集资金规模的合理性测算，强化募集资金用途的监管，完善募集资金使用的存续期披露。同时明确规定房地产企业的公司债募集资金不得用于购置土地，用于项目的“保障性住房和普通商品住房项目最低资本金比例应不低于 20%，其他项目应不低于 25%”。

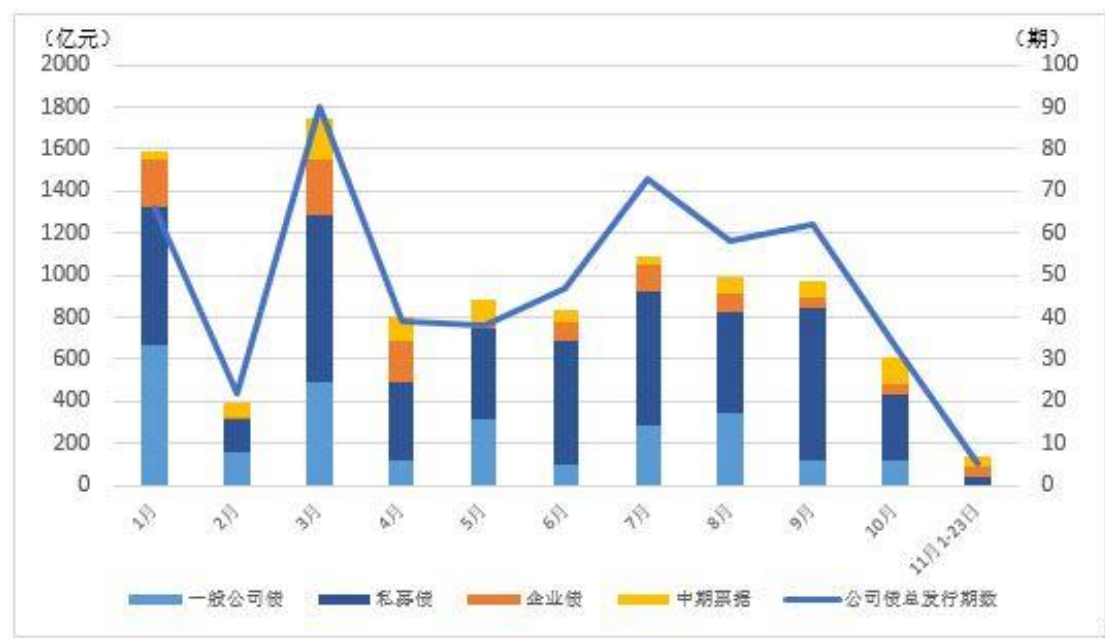
为落实房地产调控政策，11 月 11 日，国家发改委下发《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，要求严格限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目，同时继续支持各类企业发行企业债券用于保障性住房和棚户区改造项目，并对保障性住房类项目进行分类监管，对符合在高库存城市、高资产负债率（高于 65%）或资产规模较小（小于 60 亿元）等四项条件之一的企业不允许发行企业债券用于安置性住房建设。对于发债项目中同时包含保障性住房、商业性住房、安置性住房的情况，债券资金同样不能用于项目中的商业性房地产建设。

房企债券融资渠道收紧背景下，作为房企发行规模最大的公司债无疑受到的影响最大。资料显示，在目前交易所申报的发债企业中，53 家企业不符合基础范围的要求；而在 111 家符合基础范围要求的企业中，12 家房企被划入风险类，25 家被列入关注类。“基础范围+综合指标评价”的分类监管使得符合发行公司债要求的房企大为减少。自 9 月底政策开始收紧以后，10 月、11 月房企发行公司债大幅下降，10 月公司债总发行期数和发行规模均较 9 月减少近一半，而 11 月房企仅发行了 11 期私募债，发行规模 114.3 亿元，为 10 月房企发

<sup>2</sup> 四项条件：（1）境内外上市的房地产企业；（2）以房地产为主业的中央企业；（3）省级政府（含直辖市）、省会城市、副省级城市及计划单列市的地方政府所属的房地产企业；（4）中国房地产行业协会排名前 100 名的其他民营非上市房地产企业。

<sup>3</sup> 分类指标共有 5 项，分别为：（1）最近一年末总资产小于 200 亿；（2）最近一年度营业收入小于 30 亿；（3）最近一年度扣除非经常性损益后净利润为负；（4）最近一年末扣除预收款后资产负债率超过 65%；（5）房地产业务非一二线城市占比超过 50%。上述分类指标，触发两项划分为关注类，触发三项及以上（含三项）划分为风险类，其余划分为正常类。

行公司债总规模的 23.6%。企业债方面，由于发改委对发债企业的资质及募集资金用途要求一直相对严格且政策刚刚出台，在发行统计中暂未有所表现。



资料来源：Wind 资讯

图 2 2016 年 1 月-11 月 23 日房企发行公司债、企业债、中期票据情况

## 二、债券市场为房企提供了相对稳定且具成本优势的资金来源

虽然与传统融资手段相比，债券融资在房企融资中占比并不很大，但近两年债券市场的发展、发债门槛的降低以及便利化水平上升均为房企融资提供了有利条件，债券融资在房企开发资金总规模中的比重不断攀升，2016 年 1-10 月占房地产开发企业资金来源的 9.23%，2014、2015 年这一比例为 2.02% 和 5.59%。

房地产属于资金密集型行业，资金的流动主要依赖于融资，融资方式、融资成本对企业有重要影响。债券融资有利于降低房企特别是优质房企的财务成本，同时有利于房企选择与项目实施相匹配的融资期限，尤其是中长期债券融资可以为房企提供较为稳定的资金来源，改善融资结构。2012 年以前房企债券发行量较少，我们以 2012 年以后的发行来分析房企债券融资的期限和利率情况。

当前房企以发行公司债券融资为主，而公司债的发行以 5 年期为主，以中

长期资金为主的债券融资为房企提供了较为稳定的资金来源，这与房地产项目开发期限较长的特点相契合。从发行利率来看，房企通过债券融资的成本优势比较明显，2014 年以来我国货币环境相对宽松，贷款基准利率多次下调，房企的债券融资成本不断下降。总体来看，房企债券发行利率随主体、债项级别的上升而降低；房企发行一般短融的成本优势相对明显，2012 年至今 AA 级及以上主体级别的房企平均发行利率均低于同期贷款基准利率；房企 7 年期 AA+级企业债的发行利率与相同时间相同期限贷款基准利率大致相当；AA+级及以上 5 年期房企中期票据、一般公司债的平均发行利率均低于相同时间相同期限贷款基准利率；从今年的情况看，房企除发行 5 年期 AA 级一般公司债平均利率高于贷款基准利率外，所发一般短融、7 年期企业债、5 年期中票和一般公司债的发行利率均低于相同期限贷款基准利率，且整体发行成本优势较去年有所扩大。



图3 2012年-2016年10月房企发行一般短融利率



图4 2012年-2016年10月房企发行7年期企业债利率



图5 2012年-2016年10月房企发行5年期中票利率

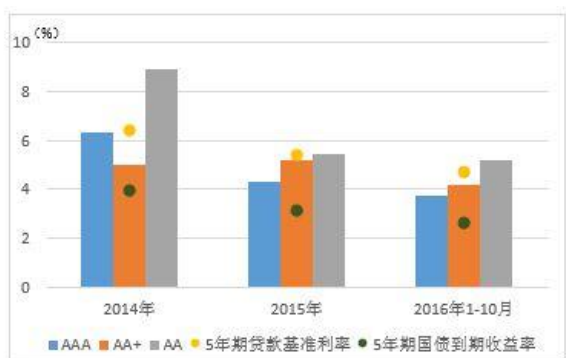
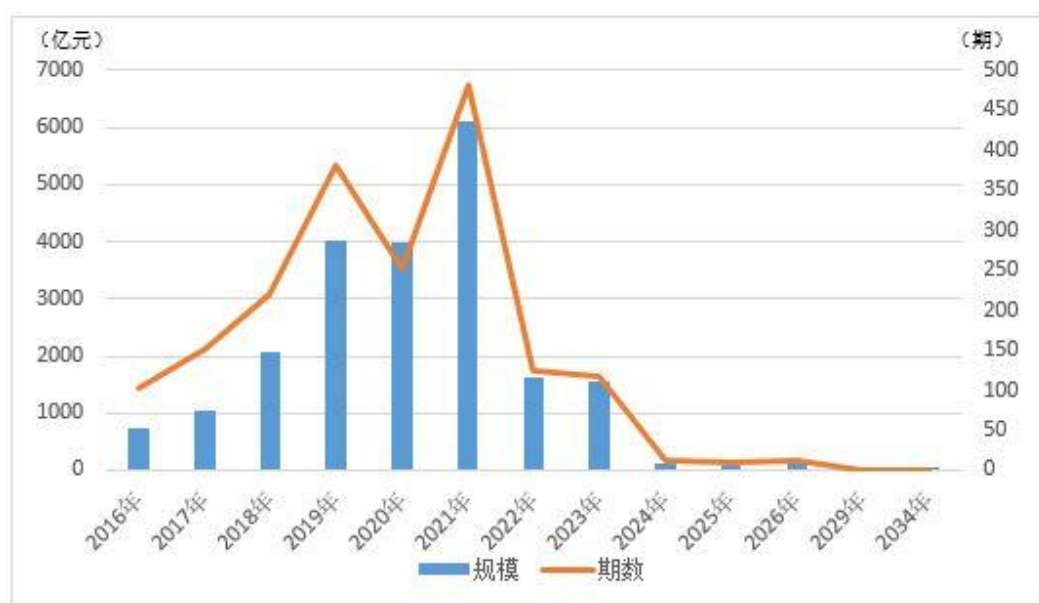


图6 2012年-2016年10月房企发行5年期一般公司债利率

### 三、债券融资渠道收紧加大了房企尤其是中小房企的经营和违约风险

此轮楼市调控加大了整个房地产行业面临的风险。房地产属于周期性较强的行业，受国家政策调控影响很大，此轮楼市调控从供给端和需求端同时发力，未来房企面临的经营压力增加，同时债券违约风险也在加大。一方面，今年以来我国债券市场违约事件明显增加，刚性兑付被打破，违约常态化趋势明显，虽然目前国内还没有房企发行的债券发生违约，但是在经济面临下行压力特别是房地产行业周期性调整的背景下，房企债券违约风险有所加大；另一方面，房企债券发行规模自 2015 年开始大幅增长，而主要债券发行品种中票、企业债、公司债的发行期限以 5 年、7 年期为主，因此近两年房企发行的债券将于 2019 年、2021 年集中到期，2021 年到期规模已经超过 6000 亿元，这还不包括未来 5 年的发行量。Wind 数据显示，今年三季度末 150 家上市房企的平均资产负债率达到 63.87%，其中有 32 家资产负债率超过 80% 的红线。资产负债率高的同时，房企净利润率却在下降，前三季度上市房企平均净利润率跌至 4.9%，较去年同期大幅下降 15.8%。杠杆水平的上升伴随着盈利能力的下降，未来房地产市场若下行，流动性差的房企偿债能力将会恶化，违约风险加大。

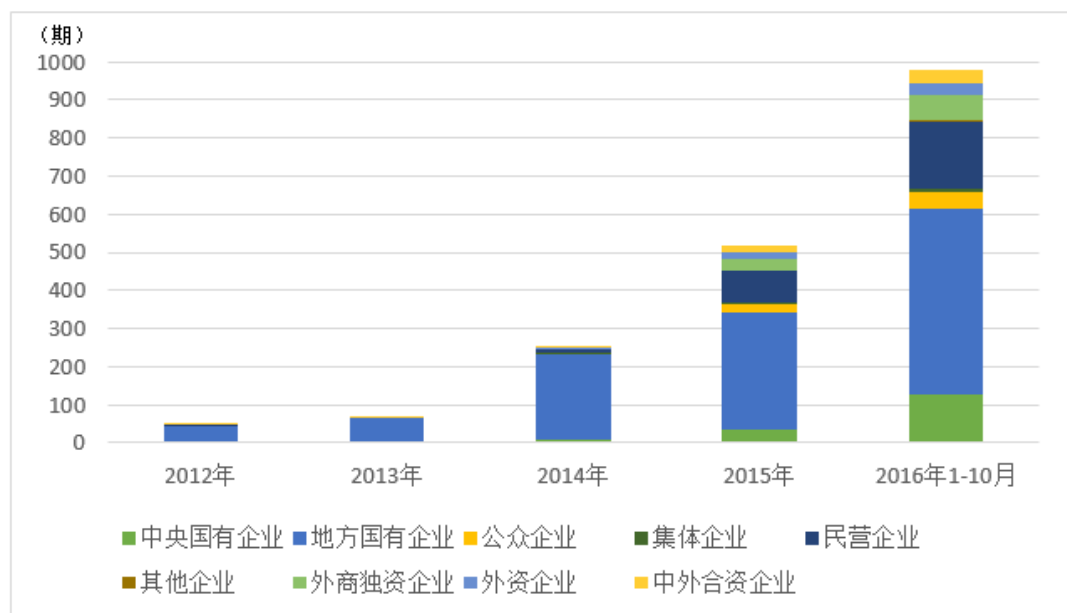


资料来源：Wind 资讯

图 7 截至 2016 年 10 月房企已发行债券到期日及到期规模



更值得关注的是，与央企、国企相比，中小民营房企整体资金实力和抗风险能力都较弱，交易所收紧房企公司债融资渠道，门槛的提高影响最大的就是在“基础范围”之外的中小民营房企。从发行主体来看，虽然国企一直是房企债券融资的主体，但随着 2015 年以来公司债券发行门槛的降低，呈现出国企占比下降、民企占比上升的情况。从发行期数来看，2015 年中央、地方房地产国企发行债券占房企总发行的 66.2%，较 2014 年大幅下降 25.1%，民营企业占比则由 2014 年的 3.5% 增加到 2015 年的 16.0%，今年 1-10 月继续提高到 18.0%。发行规模也呈现相同的变化趋势。在目前交易所申报的发债企业中，政策收紧后不符合发债要求的比例大约为 39.63%，其中主要是中小民营房企。另据报道，在 10 月楼市刚刚出台调控政策不久，杭州、合肥等此前土地高热区开始集中出现一些中小房企转让地王项目股权、引入合作者开发、摊薄风险的现象，表明中小房企面临风险时相对脆弱，尤其是在本轮楼市增长过程中，部分中小房企采取较为激进的扩张方式，不断提高杠杆水平，房地产属于资金密集型行业，一旦缺少低成本的融资渠道，在楼市下行的背景下，这些对销量下滑缓冲能力较弱的中小房企将面临巨大风险。



资料来源：Wind 资讯

图 8 2012 年-2016 年 10 月发行债券的房企主体性质分布

#### 四、完善债券发行制度，建立房企长效债券融资机制

从房企债券融资发展的历程可以看出，政策的“收”与“放”对房企的发债融资行为有非常重要的影响。2015 年以来，为了债券市场的发展和经济的增长，监管层放松了对房企发债融资的政策，房企债券融资规模大幅增长，在房企开发资金中所占比重有所上升，为房企的经营和扩张提供了较为稳定且具有成本优势的资金，对近两年房地产行业回暖和经济企稳发挥了重要的积极作用。而今年 9 月开始的房企债券融资政策收紧则是在经济企稳向好、房价增幅过快的背景下实施的，虽然初衷是为了防范杠杆风险、引导房地产行业平稳健康发展，但是客观上却可能导致房企资金链的紧张，一定程度上加大房企尤其是中小房企的经营风险和违约风险。这种随经济和行业走势而调整政策的手段看似“灵活”，短期可能达到政策目标，长期却未必有利于行业和经济的整体发展。

成熟市场的监管应当保持政策的连续性和一贯性，而不应当“出其不意”，导致市场参与主体难于应对，从而增加企业风险和行业风险。房地产行业在我国经济中的地位至关重要，从我国房企债券融资政策来看，阶段性和周期性变化非常明显，这不利于经济的持续健康发展。对特定行业企业发债“一刀切”对于防范风险短期可能有效，长期则应当建立房企长效债券融资机制，通过信息披露加强事中事后风险管控。从国际成熟债券市场监管经验来看，未来我国债券发行应当尽可能减少政府干预，统一发行标准，强化信息披露，在保证发债企业财务信息、经营等风险充分披露且保证真实可信的情况下，由市场识别风险，决定债券的投资价值，实现优胜劣汰。