

作者：申学峰 简奖平
邮箱：research@fecr.com.cn

房地产债逾期数量持续增加，城投债信用风险累积 ——2022年9月信用债市场运行报告

摘要

发行方面，9月份信用债共发行9,752.49亿元，发行规模环比下降。其中，发行量最大的为短期融资券、公司债和中期票据，分别发行3,719.09亿元、3,020.60亿元和2,366.39亿元。当月取消或推迟发行的信用债有36只，涉及金额237.25亿元。

净融资方面，9月份信用债净融资为-682.98亿元，净融资规模环比下降。10个重点行业中建筑装饰行业实现净融资最多，净融资额为444.89亿元；AAA、AA+和AA级主体净融资分别为-672.80亿元、259.32亿元和-109.65亿元；国有企业和非国有企业净融资分别为229.51亿元和-888.95亿元；城投债和非城投债净融资分别为170.90亿元和-830.34亿元。

到期压力方面，截至9月末，未来6个月将有45,634.06亿元信用债到期，到期压力迁移系数为0.88，较上月末上升0.04。分行业看，多数重点行业信用债未来到期压力环比上升。分企业性质看，国有企业信用债未来到期压力环比小幅上升。城投债与非城投债比较方面，城投债和非城投债到期压力均小幅上升。

到期收益率方面，9月份不同期限与评级的中短期票据到期收益率均在月底出现小幅上行，不同期限与评级的城投债到期收益率也在月底出现小幅上行。但与同期国债到期收益率上升幅度相比，中短期票据和城投债到期收益率上升幅度要更小。

信用利差方面，9月份商业贸易行业AA+级信用利差大幅上升76.59BP，化工行业AA+级信用利差大幅下降59.78BP，其余行业、评级信用利差变动不大。不同信用等级城投债信用利差走势分化，AAA级城投债信用利差下降2.35BP，AA+级和AA级城投债信用利差分别上升0.86BP和7.64BP。AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差所处历史百分位数分别为2%、6%和10%，都处于历史低位。

展望未来，房地产行业与城投企业的信用风险仍需要重点关注。9月份逾期信用债大部分属于房地产行业，如果商品房销售额不能有效回升，可能会有更多房企债券违约。房地产行业衰退已经对地方“土地财政”产生冲击，一些城投企业在土地市场积极拿地进行托底，未来可能会因土地项目积压出现资金链紧张。

相关研究报告：

1. 《2022年8月利率债市场运行报告》，2022.09.15
2. 《2022年8月信用债市场运行报告》，2022.09.14
3. 《2022年7月利率债市场运行报告》，2022.08.16
4. 《2022年7月信用债市场运行报告》，2022.08.10
5. 《2022年6月利率债市场运行报告》，2022.07.19
6. 《2022年6月信用债市场运行报告》，2022.07.18

Author: Shen Xuefeng, Jian Jiangping

E-mail: research@fecr.com.cn

**The number of overdue real estate bonds continued to increase,
and the credit risk of LGFV bonds have risen**

—September 2022 China's corporate bonds market operation report

Summary

In terms of the issuance of China's corporate bonds, a total of 975.249 billion yuan of corporate bonds were issued in September, and the issuance scale decreased month-on-month. Among them, the short-term financing bills, exchange corporate bonds and medium-term notes with the largest issuance volume were 371.909 billion yuan, 302.060 billion yuan and 236.639 billion yuan respectively. There were 36 corporate bonds cancelled or postponed in the month, involving an amount of 23.725 billion yuan.

In terms of net financing, the net financing of China's corporate bonds in September was -68.298 billion yuan, which decreased month-on-month. Among the 10 key industries, the building decoration industry has achieved the most net financing, with a net financing amount of 44.489 billion yuan. The net financing of AAA, AA+ and AA level entities was -67.280 billion yuan, 25.932 billion yuan and -10.965 billion yuan respectively. The net financing of state-owned enterprises and non-state-owned enterprises was 22.951 billion yuan and -88.895 billion yuan respectively. The net financing of Local Government Financing Vehicle (LGFV) bonds and non-LGFV bonds was 17.090 billion yuan and -83.034 billion yuan respectively.

In terms of maturity pressure, as of the end of September, 4,563.406 billion yuan of China's corporate bonds will mature in the next six months, and the maturity pressure migration coefficient was 0.88, up 0.04 from the end of previous month. From the perspective of industries, the maturity pressure of most key industries increased month-on-month. From the perspective of enterprise ownership, the maturity pressure of state-owned companies' bonds increased month-on-month. From the perspective of LGFV bonds and non-LGFV bonds, the maturity pressure of LGFV bonds and non-LGFV bonds both increased month-on-month.

In terms of yield to maturity, the yields to maturity of short and medium-term notes with different maturities and ratings both rose slightly at the end of August, and the yields to maturity of LGFV bonds with different maturities and ratings also rose slightly at the end of the month. However, compared with the yield to maturity of government bonds, the increase in the yield to maturity of short and medium-term notes and LGFV bonds was smaller.

In terms of credit spreads, the credit spreads of AA+ bonds in the commercial trade industry rose sharply by 76.59BP in September, and the credit spreads of AA+ bonds in the chemical industry dropped sharply by 59.78BP, and the credit spreads of the rest of industries and ratings did not change much. The trend of credit spreads of LGFV bonds with different ratings is different. Among them, the credit spreads of AAA LGFV bonds decreased by 2.35BP, and the credit spreads of AA+ and

AA grade LGFV bonds decreased by 0.86BP and 7.64BP respectively. The historical percentile of credit spreads for AAA, AA+ and AA LGFV bonds was 2%, 6% and 10% respectively, all at historically low levels.

In the future, the credit risk of the real estate industry and LGFVs still needs to be paid more attention to. Most of the overdue corporate bonds in September belonged to the real estate industry. If the sales of commercialized buildings can not pick up, more real estate companies may default on their bonds. The recession of the real estate industry has already had an impact on the local "land finance". Some LGFVs are actively acquiring land in the land market to support local land transfer income. In the future, there may be a tight capital chain due to the backlog of land projects for LGFVs.

目录

一、信用债市场运行	2
(一) 一级市场	2
1. 信用债净融资额环比下降	2
2. AAA级主体净融资明显回落，城投债净融资下降	3
3. 信用债总体到期压力环比上升	7
(二) 二级市场	9
1. 信用债成交券种以中期票据、短期融资券为主	9
2. 中短期票据和城投债到期收益率均在9月底出现小幅上行	10
3. 多数行业产业债信用利差变动不大，不同评级城投债信用利差走势分化	11
(三) 信用债市场特别关注	14
1. 有17家主体旗下20只信用债发生逾期	14
2. 发生2次主体评级下调	14
3. 有36只债券取消或推迟发行	15
二、总结与展望	15

一、信用债市场运行

(一) 一级市场

1. 信用债净融资额环比下降

2022年9月份，信用债（仅包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向工具）共计发行1,026只，募集资金9,752.49亿元，净融资为-682.98亿元（见图1），发行规模和净融资规模环比下降，净融资由正转负。尽管近期政策持续鼓励市场主体债务融资，但经济增长放缓，部分行业融资需求减少，信用债融资规模有下降趋势。未来不排除信用债融资会持续净流出。

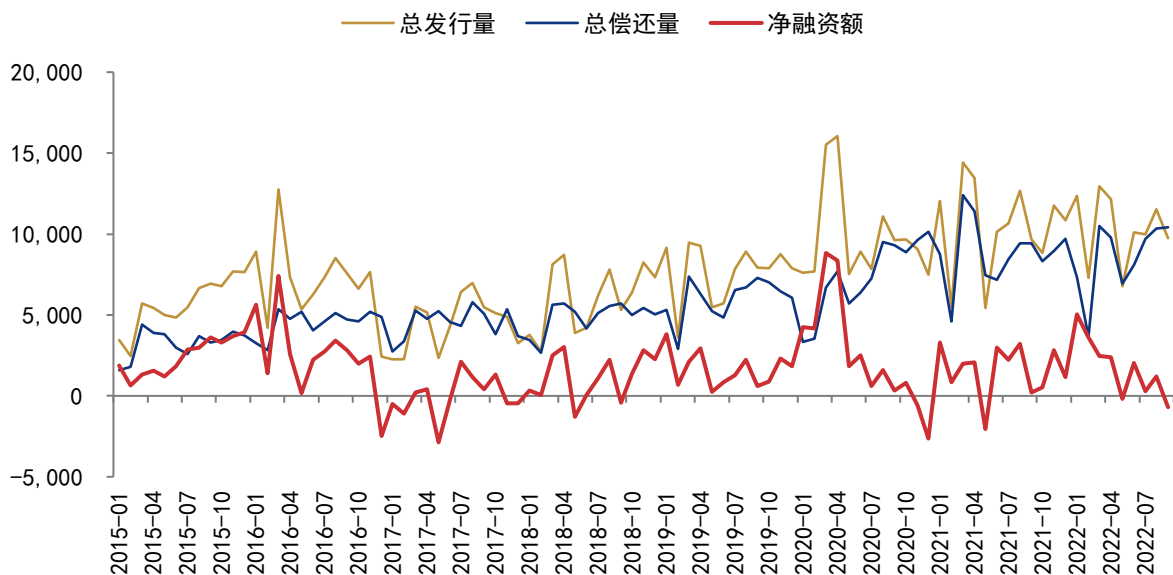


图1：信用债的发行、到期与净融资规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

分券种来看，发行量最大的为短期融资券，共计发行3,719.09亿元，实现净融资-1,230.02亿元；其次是公司债，共计发行3,020.60亿元，实现净融资144.42亿元；第三是中期票据，共计发行2,366.39亿元，实现净融资844.91亿元（见表1）。短期融资券的净融资额已经连续5个月为负，可能反映出企业在持续缩减短期债务规模。

表1：9月份信用债发行与到期量

债券类型	总发行量 (亿元)	总偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	到期偿还量 (亿元)	提前兑付量 (亿元)	回售量 (亿元)	赎回量 (亿元)
企业债	258.50	385.61	-127.11	122.20	223.71	24.70	15.00
公司债	3,020.60	2,876.18	144.42	1,428.93	20.55	1,088.30	338.40
中期票据	2,366.39	1,521.48	844.91	1,004.86	11.17	109.95	395.50

债券类型	总发行量 (亿元)	总偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	到期偿还量 (亿元)	提前兑付量 (亿元)	回售量 (亿元)	赎回量 (亿元)
短期融资券	3,719.09	4,949.11	-1,230.02	4,949.11	0.00	0.00	0.00
定向工具	387.90	703.08	-315.18	584.58	0.00	118.50	0.00
合计	9,752.49	10,435.47	-682.98	8,089.69	255.43	1,341.45	748.90

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. AAA 级主体净融资明显回落，城投债净融资下降

(1) 建筑装饰行业净融资大幅回落

分行业来看，我们从申万行业中选取 10 个重点行业统计信用债净融资情况（见图 2）。9 月份建筑装饰行业净融资仍最多，共实现净融资 444.89 亿元，但规模较上月大幅下降，降幅达到 848.48 亿元。交通运输、食品饮料行业的净融资额分别为-323.16 亿元、-302.64 亿元，资金流出规模较大，其中食品饮料行业的净融资额较上月显著下降。其余行业净融资额绝对值较小且环比变动幅度不大。

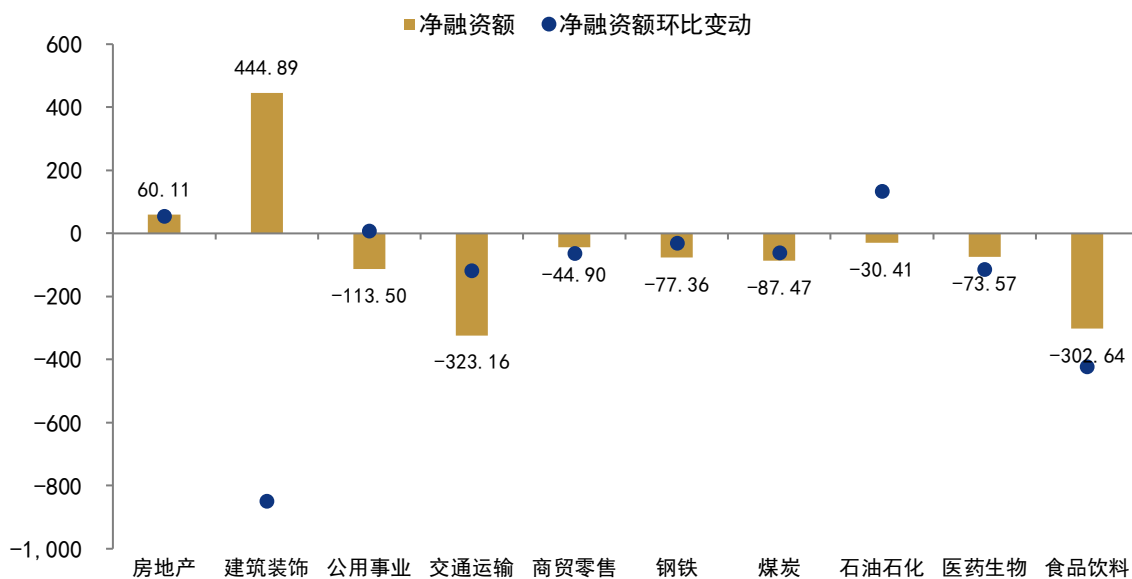


图 2：9 月份重点行业信用债净融资额及其环比变动（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) 最近 5 个月 AAA 级主体净融资明显回落

从信用债发行主体级别来看，我们统计了 AAA、AA+、AA 和 AA- 级主体的信用债净融资情况（见表 2、图 3）。9 月份，AAA 级主体信用债净融资为-672.80 亿元，较上月大幅减少 1,180.23 亿元；AA+ 级主体净融资为 259.32 亿元，较上月减少 403.69 亿元；AA 级主体信用债净融资为-109.65 亿元，较上月减少 296.02 亿元；AA- 级主体信用

债净融资持续为负。最近5个月AAA级主体净融资明显回落，可能反映出高信用级别主体的信用债融资意愿也明显降低。

表 2: 不同主体评级的发行人信用债净融资情况 (单位: 亿元)

日期	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2021年9月	-436.79	686.53	528.42	-24.66	-436.79
2021年10月	389.47	301.64	142.73	-41.07	389.47
2021年11月	1,511.28	1,219.77	520.18	-46.85	1,511.28
2021年12月	-643.30	950.30	983.55	-15.34	-643.30
2022年1月	3,037.25	1,335.33	774.46	-10.68	3,037.25
2022年2月	2,598.92	868.67	239.83	-11.22	3,696.21
2022年3月	1,486.29	886.44	491.64	-28.68	2,835.69
2022年4月	1,925.75	549.78	132.64	-30.48	2,577.69
2022年5月	-105.95	293.10	-195.86	-18.85	-27.55
2022年6月	531.74	1,134.63	516.27	-9.85	2,172.79
2022年7月	-195.21	575.44	170.42	-37.34	513.30
2022年8月	507.43	663.01	186.36	-20.86	507.43
2022年9月	-672.80	259.32	-109.65	-27.80	-672.80

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

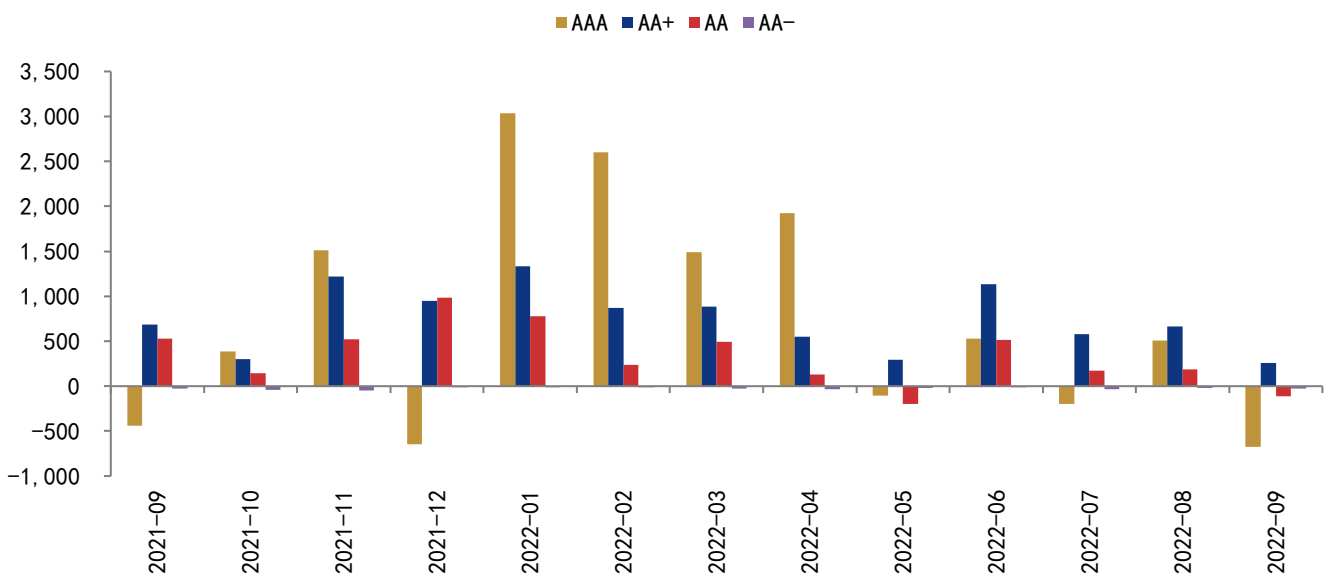


图 3: 不同主体评级的发行人信用债净融资额变化趋势 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(3) 国有企业、非国有企业净融资都在趋势性下降

从发债企业性质来看，9月份，国有企业（包括中央国有企业和地方国有企业）共实现净融资229.51亿元，规模较上月减少1,140.52亿元，但仍维持在正值；非国有企业净融资额为-888.95亿元，规模较上月大幅减少812.05亿元（见图4）。从今年以来的数据看，无论是国有企业还是非国有企业，其信用债净融资规模都在趋势性下降，可能反映出经营实体的融资意愿或能力在下降。

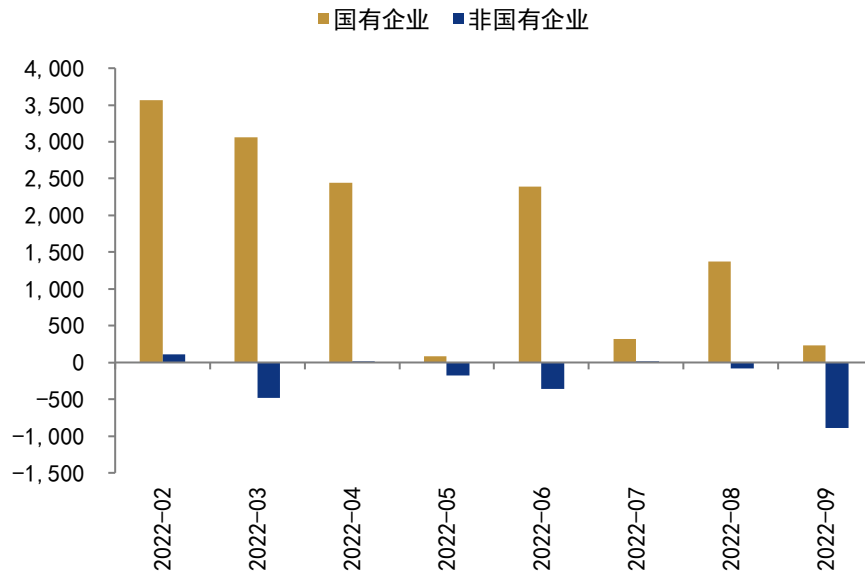


图4：国有与非国有企业信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(4) 城投债净融资保持为正，近5个月非城投债净融资明显下行

从城投债的角度来看（采用 Wind 城投债统计口径），9月份城投债发行4,089.94亿元，较上月减少1,258.51亿元；实现净融资170.90亿元，较上月减少1,317.96亿元（见图5）。城投债净融资尽管环比出现下降，但仍保持为正，其背后是地方稳增长政策在支撑。但是随着经济增速放缓，新增投资的回报逐渐降低，城投企业持续增加投资可能会导致投资亏损，需要关注潜在的偿债风险。非城投债净融资为-830.34亿元，较上月减少634.61亿元，融资出现大幅净流出（见图6）。9月份信用债净融资主要由城投企业贡献，非城投债近5个月净融资规模明显下行。

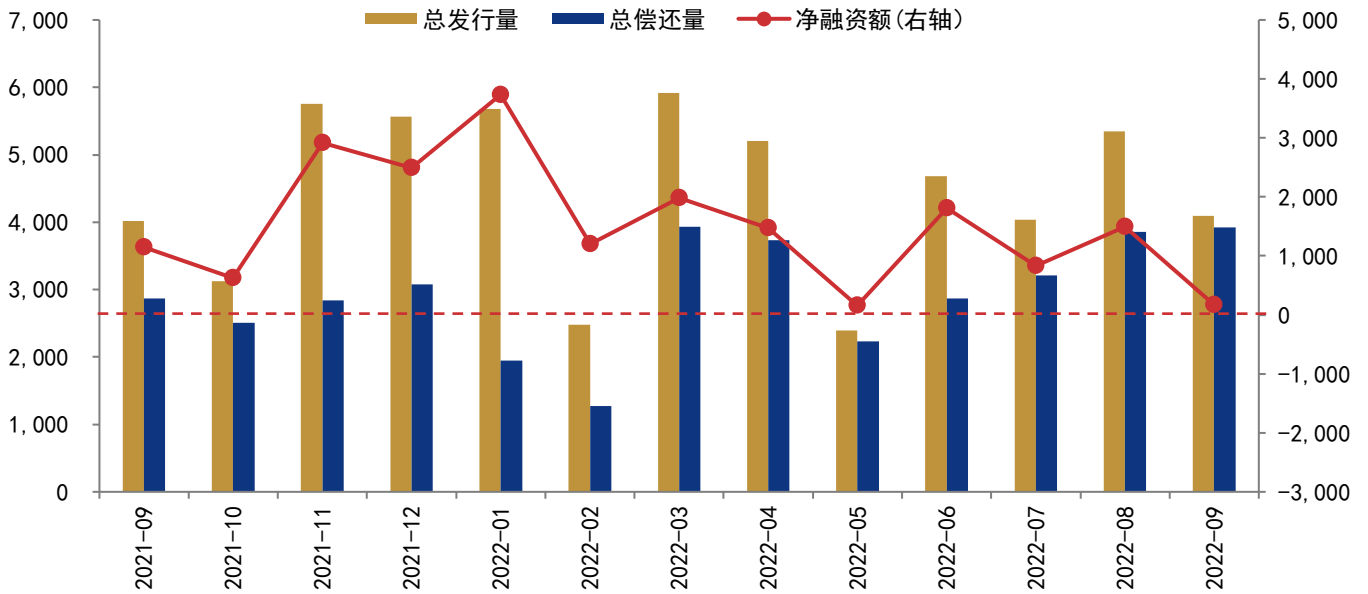


图5：城投债发行、到期与净融资变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

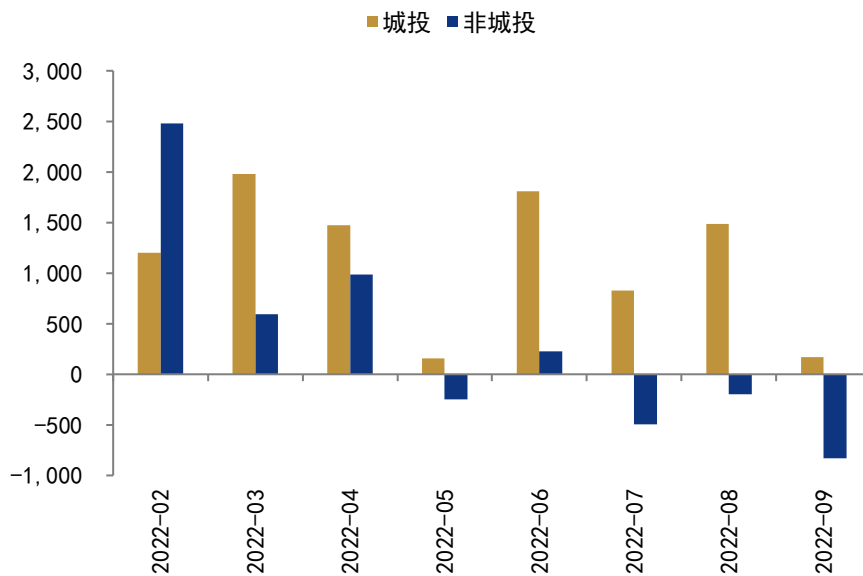


图6：城投与非城投信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.信用债总体到期压力环比上升

截至9月末的存量信用债之中，不考虑分期还本、提前赎回等特殊情形，未来6个月将共有45,634.06亿元信用债到期，过去6个月ATAE¹为51,832.86亿元（见图7）。到期压力迁移系数²为0.88，反映出未来6个月内信用债到期压力略低于过去12个月平均水平。

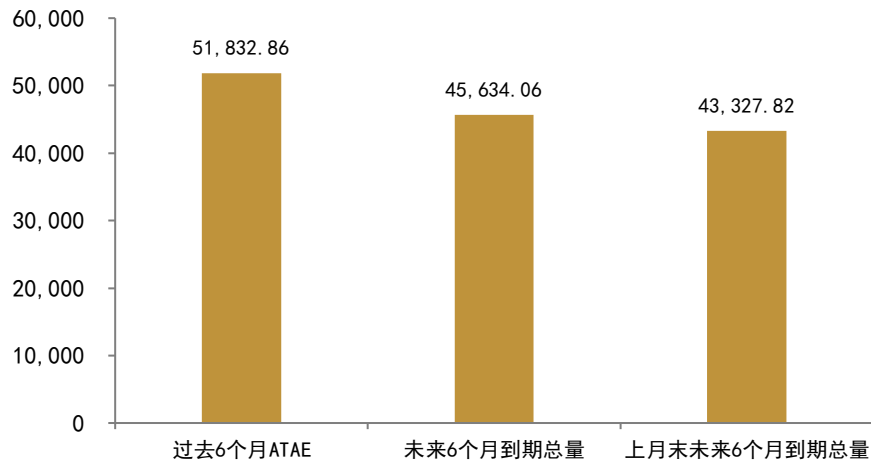


图7：9月末信用债到期压力变化情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从未来到期压力来看，9月末的未来6个月信用债到期总量较上月末水平上升2,306.24亿元，到期压力迁移系数较上月末水平上升0.04，或表明信用债未来到期压力环比小幅上升。

（1）多数重点行业信用债到期压力环比上升，石油石化行业上升幅度较大

根据申万行业分类，选取10个重点行业分析未来信用债到期压力（见图8）。

与过去12个月平均到期压力比较，9月末石油石化行业到期压力迁移系数高达1.55，或表明其未来6个月的到期压力明显高于过去12个月平均水平，可能未来偿债压力较大。交通运输、钢铁和食品饮料行业到期压力迁移系数小于或等于0.8，或表明其未来6个月的到期压力明显低于过去12个月平均水平。

与上月末未来到期压力比较，9月末大部分行业到期压力迁移系数较前值上升，其中石油石化行业到期压力迁移系数大幅上升0.13，房地产、钢铁和煤炭行业分别上升0.08、0.07和0.07，或表明其未来6个月到期压力环比有所上升。只有商贸零售、医药生物和食品饮料行业到期压力迁移系数环比下降。

¹ 即“经调整的到期总量”，对应英语表达为 Adjusted Total Amount that has Expired，其用“过去12个月月均偿还量*6”进行计算。

² 本文将其定义为“未来6个月到期总量/过去6个月ATAE”。一般来说，如果该比值显著大于1.0，或表示未来6个月的到期压力显著大于过去12个月的平均到期压力水平；该比值显著小于1.0，或表示未来6个月的到期压力显著小于过去12个月的平均到期压力水平。

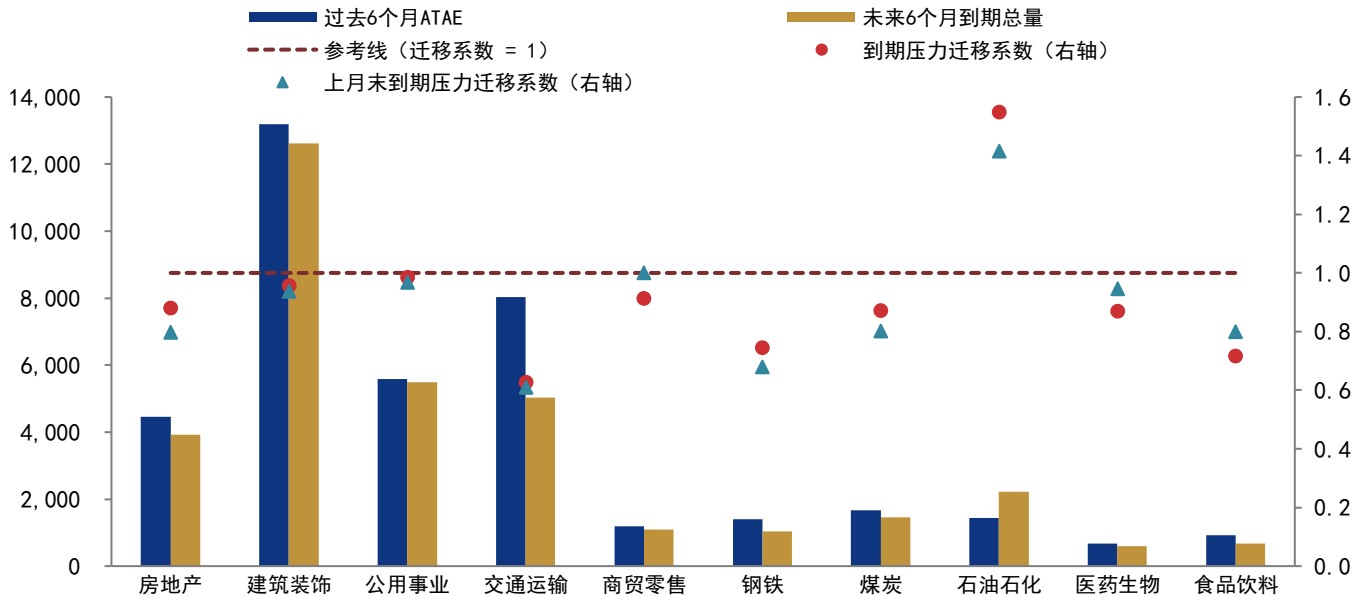


图8：9月末重点行业信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) 国有企业信用债到期压力环比小幅上升

9月末，国有企业债券到期压力迁移系数为0.89（见图9），或表明未来6个月的到期压力略低于过去12个月平均水平。非国有企业未来债券到期压力迁移系数为0.77，或表明其未来到期压力明显低于过去12个月平均水平。与上月末相比，国有企业债券到期压力迁移系数小幅上升0.04，或表明未来到期压力环比有所上升，非国有企业债券到期压力迁移系数环比基本持平。

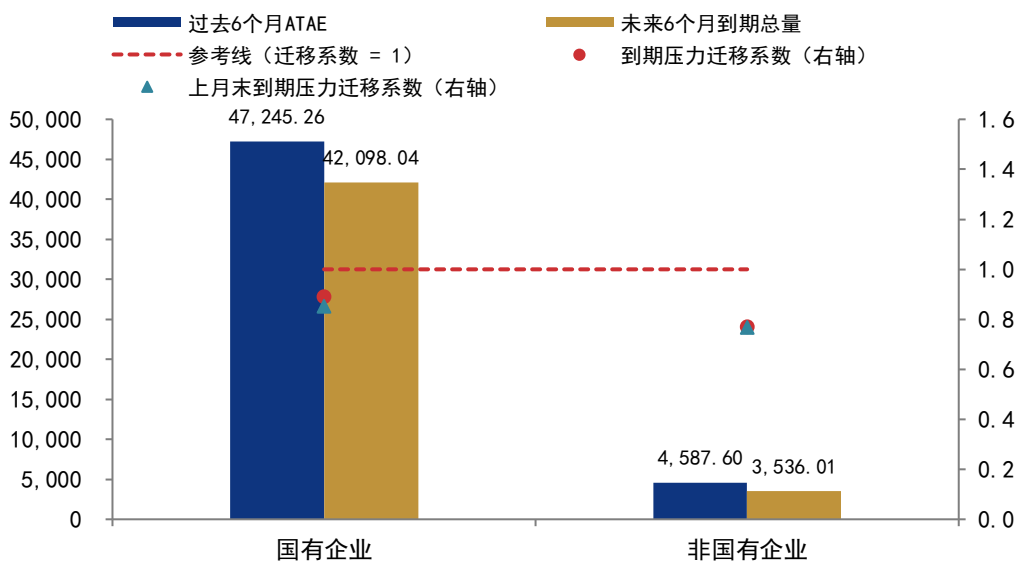


图9：9月末国有和非国有企业信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(3) 城投债与非城投债到期压力均环比小幅上升

9月末，城投债到期压力迁移系数为0.90，非城投债到期压力迁移系数为0.87（见图10），或表明城投与非城投债未来6个月到期压力低于过去12个月平均水平。与上月末相比，9月末城投债、非城投债到期压力迁移系数都小幅上升，表明未来到期压力环比有所上升。

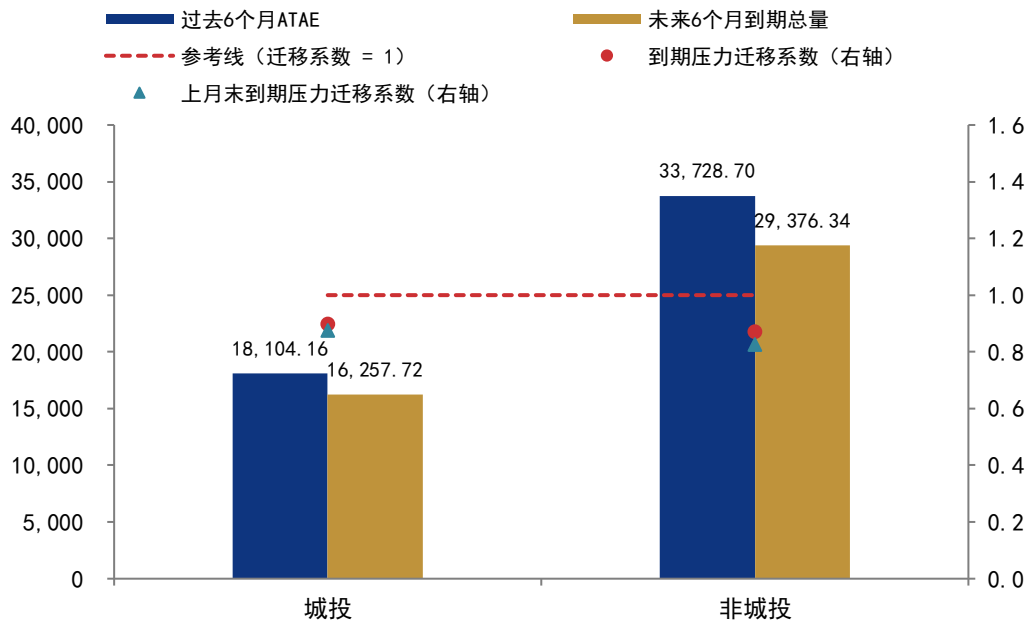


图10：9月末城投和非城投企业信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(二) 二级市场

1. 信用债成交券种以中期票据、短期融资券为主

从成交活跃度来看，9月份信用债共计成交22,271.64亿元，成交金额环比减少12.21%，同比增长5.33%（见图11）。信用债成交券种以中期票据、短期融资券为主，两者占比分别为45.76%和32.63%。公司债尽管发行规模与中期票据和短期融资券相近，但其二级市场成交量较小。

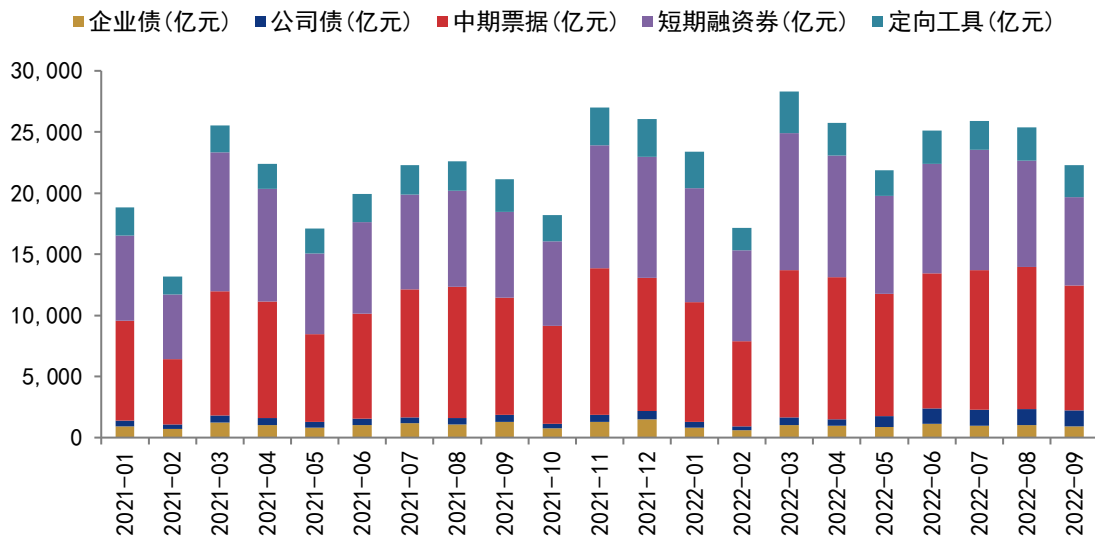


图 11: 9 月份信用债二级市场成交量 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 中短期票据和城投债到期收益率均在 9 月底出现小幅上行

从到期收益率来看，9 月份不同期限与评级的中短期票据到期收益率均在月底出现小幅上行（见图 12）。具体来看，9 月份 3 年期各评级中短期票据到期收益率上行 5.37BP 至 6.37 BP，5 年期各评级中短期票据到期收益率上行 2.07BP 至 7.05BP。而同期 3 年期、5 年期国债到期收益率分别上升 12.52BP、14.48BP，中短期票据上升幅度要小于国债上升幅度。

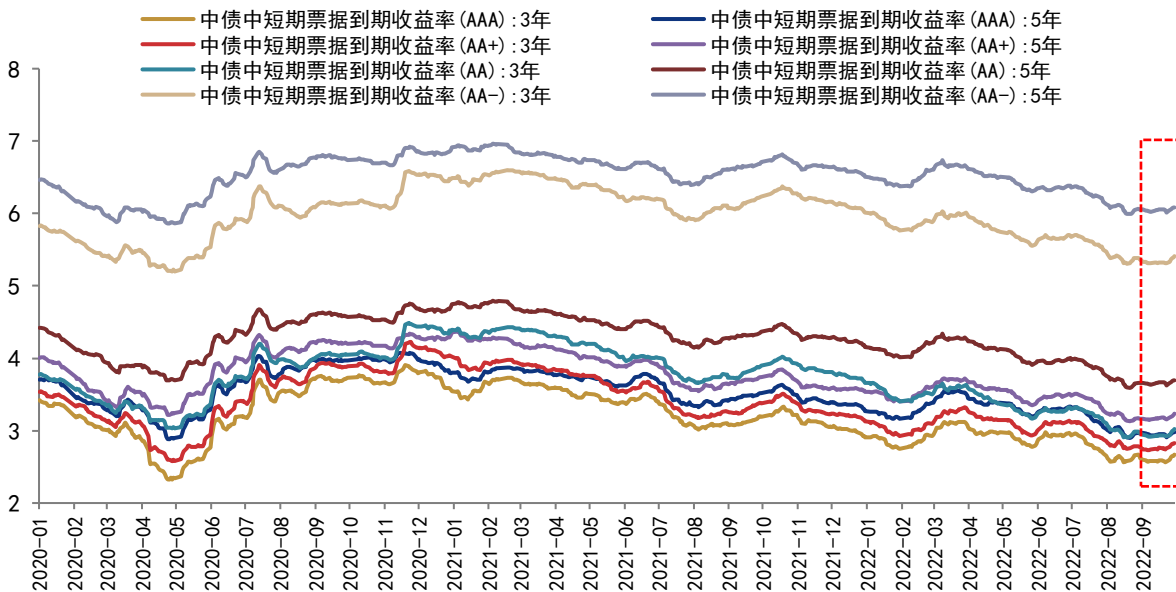


图 12: 不同期限不同评级中短票到期收益率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从城投债的角度来看，9月份不同期限与评级的城投债到期收益率均在月底出现小幅上行（见图13）。具体来看，9月份3年期各评级城投债到期收益率上行4.29BP至8.29BP，5年期各评级城投债到期收益率上行0.57BP至9.55BP。

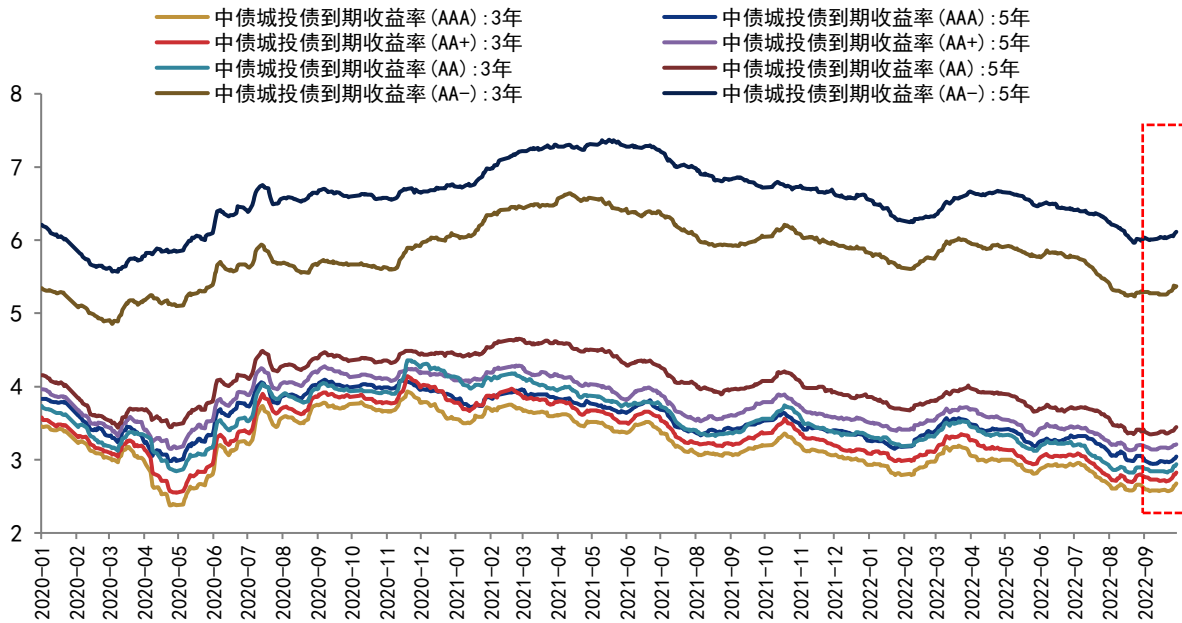


图13：不同期限不同评级城投债到期收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.多数行业产业债信用利差变动不大，不同评级城投债信用利差走势分化

(1) 商业贸易行业AA+级产业债信用利差大幅上升，化工行业AA+级产业债信用利差大幅下降

兴业研究提供的10个重点行业不同信用级别产业债信用利差显示，9月份商业贸易行业AA+级产业债信用利差大幅上升76.59BP，或与9月上旬公布的中国对外出口增速回落有关；化工行业AA+级产业债信用利差大幅下降56.78BP，可能受国际油价明显回落驱动；其余行业、评级产业债的信用利差变动幅度相对较小（见图14）。

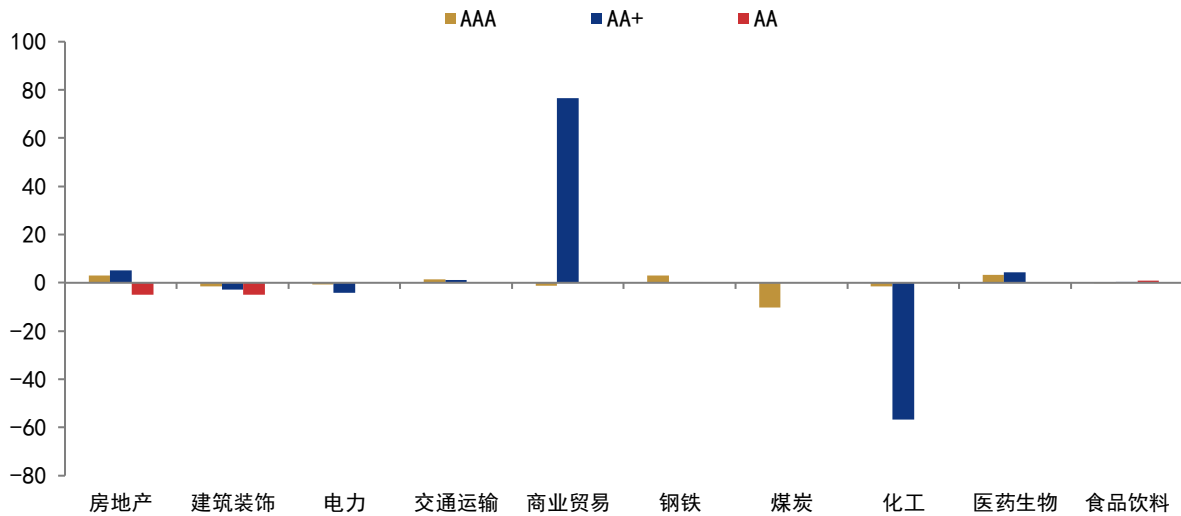


图 14: 9月份重点行业各评级产业债信用利差变动（当月末与上月末相比，单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从 2015 年以来的 10 个重点行业信用利差数据看，各行业、评级产业债信用利差均处于历史 50% 分位以下（见图 15）。其中，房地产行业 AAA 级、AA+ 级产业债信用利差所处历史百分位数分别为 32%、38%，处于历史中等偏低水平。商业贸易行业 AA+ 级、医药生物行业 AA+ 级产业债信用利差所处历史百分位数分别为 50%、43%，处于历史中等水平。其余行业、评级的信用利差处于历史较低水平。

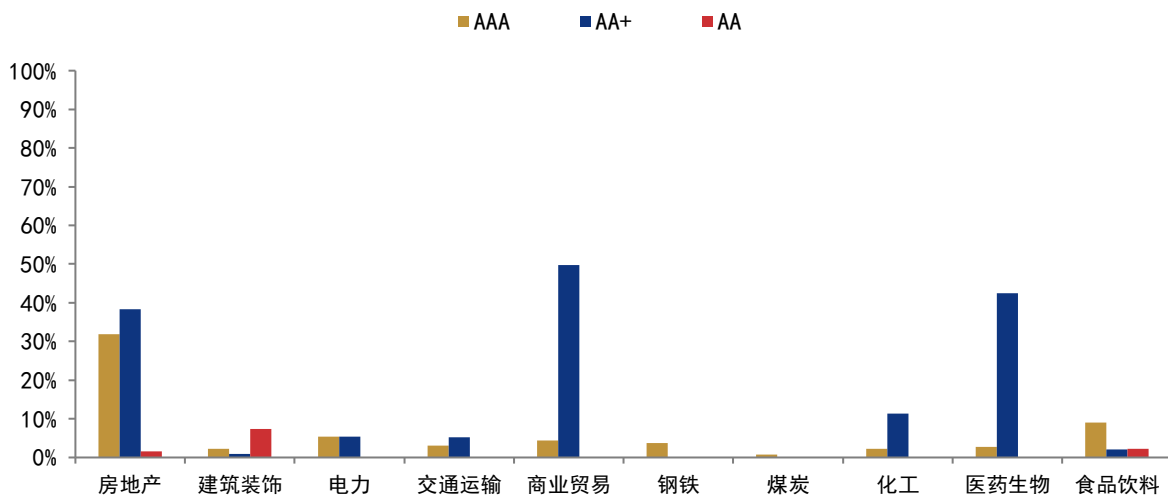


图 15: 9月末重点行业各评级产业债信用利差在 2015 年以来所处百分位数

注：以百分位数表示，分位数越大表示信用利差在近 10 年的历史水平中所处的位置越高。

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) AAA 级城投债信用利差下行而较低级别城投债信用利差上行

从兴业研究提供的城投债信用利差数据来看，9月份不同信用等级城投债表现分化，较高级别城投债信用利差下行而较低级别城投债信用利差上行。其中，AAA级城投债信用利差下降2.35BP，AA+级城投债信用利差上升0.86BP，AA级城投债信用利差上升7.64BP（见图16）。

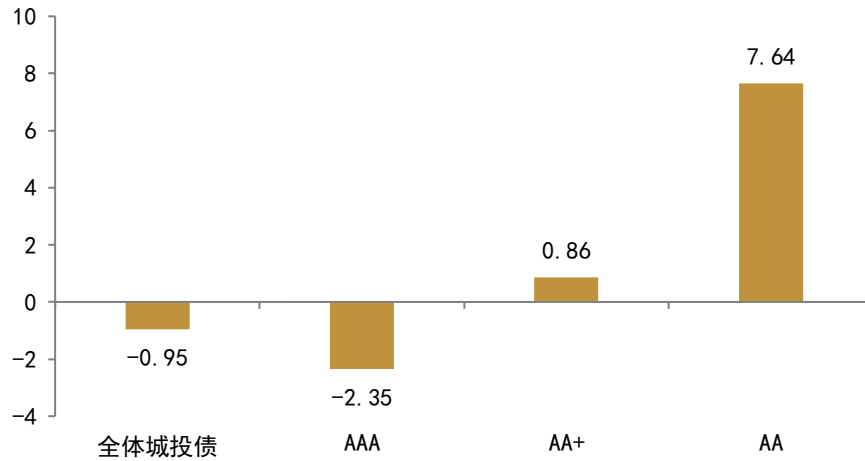


图 16：9月末各评级城投债信用利差变动（当月末与上月末相比，单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从2015年以来的城投债信用利差数据看，9月末AAA级城投债信用利差所处百分位数下降至2%，AA+级城投债信用利差所处百分位数上升至6%，AA级城投债信用利差所处百分位数上升至10%，各评级信用利差仍处于历史低位（见图17）。当前市场可能对城投债风险的预期偏低，即使是低级别债项信用利差也处于历史地位，如果后续出现风险事件，不排除AA城投债信用利差会大幅上涨。

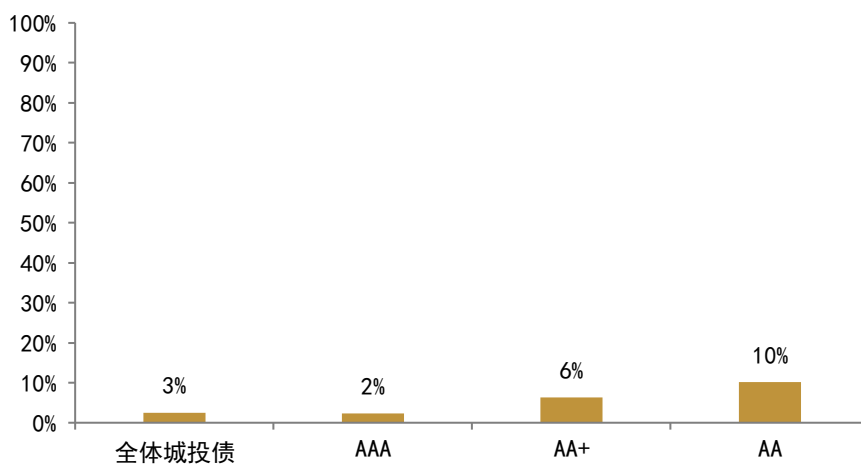


图 17：9月末各评级城投债信用利差在 2015 年以来所处百分位数

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）信用债市场特别关注

1. 有 17 家主体旗下 20 只信用债发生逾期

本文中的逾期包括未按时兑付本金和/或利息、未按时兑付回售款和/或利息、提前到期未兑付、触发交叉违约、担保违约和本息展期，相关统计参考 Wind 资讯。

2022 年 9 月份，境内债券市场上有 17 家主体的 20 只信用债券（包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具）发生逾期，逾期日债券余额合计 227.41 亿元。

从所属申万一级行业来看，逾期信用债数量最多的是房地产行业，共涉及 14 只债券，逾期日债券余额合计 190.48 亿元。此外，医药生物行业有 3 只债券，纺织服饰、建筑装饰和有色金属行业各有 1 只债券。

2. 发生 2 次主体评级下调

2022 年 9 月份，债券市场共发生 2 次主体评级下调（见图 18）。今年 1~9 月份合计发生 163 次主体评级下调，低于去年同期的 290 次。

从所属申万一级行业看，9 月份主体评级下调的 2 家企业分别属于建筑装饰、环保行业。

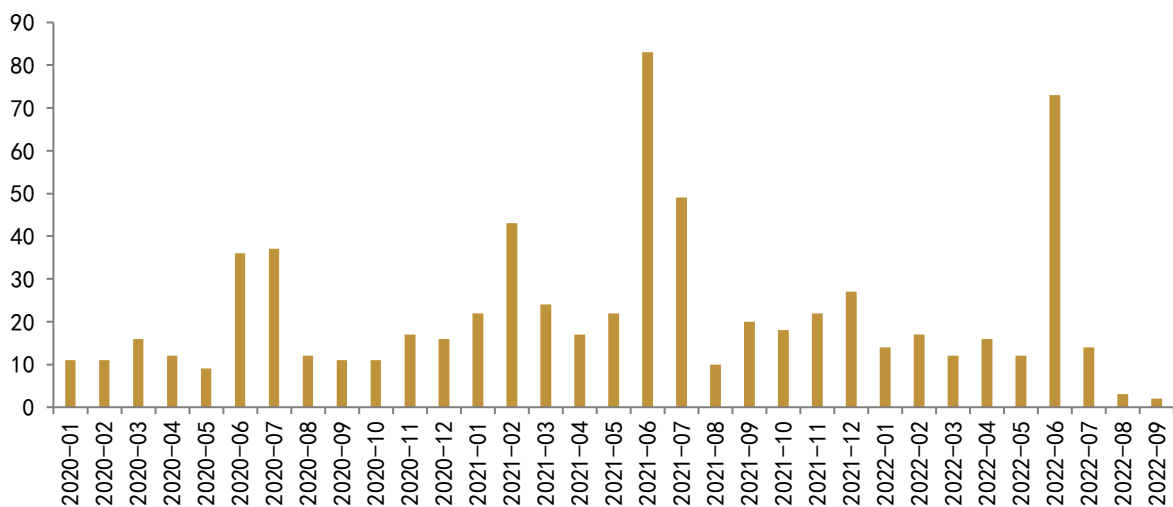


图 18: 月度主体评级下调次数 (单位: 次)

注: 不包括中债资信评级调整。

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3.有 36 只债券取消或推迟发行

2022年9月份，有36只信用债券（包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具）当月取消或推迟发行，涉及金额为237.25亿元，数量较上月减少（见图19）。今年1~9月取消或推迟发行的金额要低于去年同期水平。

从企业性质来看，推迟或取消发行债券的企业大部分是国有企业。国有企业取消或推迟发行的债券有34只，非国有企业取消或推迟发行的债券有2只。

从企业主体信用级别来看，AAA级企业推迟或取消发行债券有12只，AA+级企业取消或推迟发行的债券有10只，AA级主体取消或推迟发行的债券有14只。

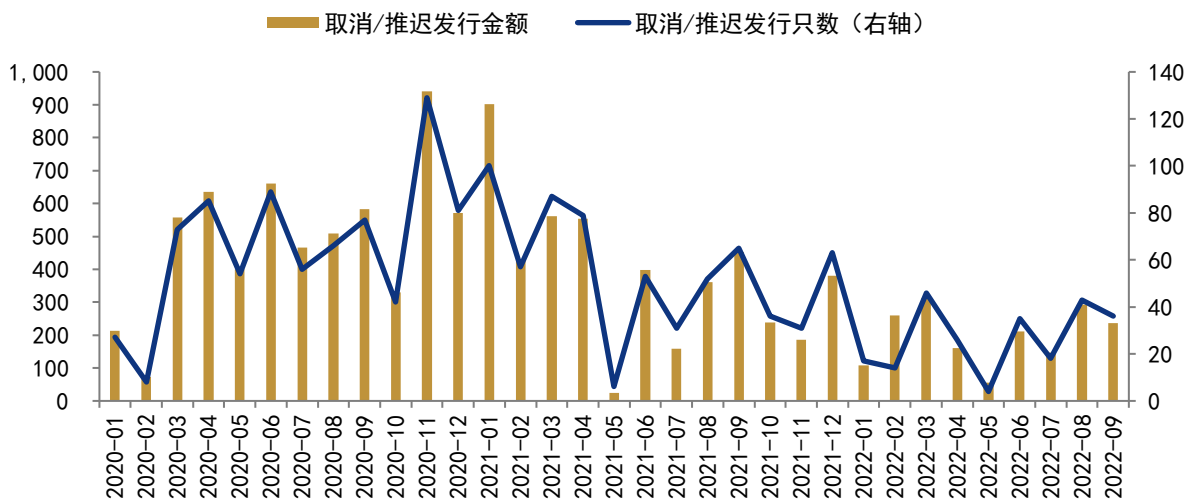


图 19：月度信用债取消发行规模（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、总结与展望

从信用债一级市场来看，发行方面，9月份信用债共发行9,752.49亿元，净融资额为-682.98亿元。具体来看，9月份净融资最多的依然行业是建筑装饰，但净融资规模环比大幅下降；AAA级主体净融资大幅流出，最近5个月其净融资额明显回落；国有企业和非国有企业净融资都在趋势性下降；城投债净融资保持为正，近5个月非城投债净融资明显回落。到期压力方面，9月末到期压力迁移系数为0.88，较上月末上升0.04。分行业来看，10个重点行业中多数行业到期压力环比上升。分企业性质来看，国有企业到期压力环比小幅上升。城投债与非城投债比较方面，城投债和非城投债到期压力均环比小幅上升。

从信用债二级市场来看，到期收益率方面，9月份不同评级的中短期票据和城投债到期收益率均在月底出现小幅上行，但上升幅度要小于同期国债到期收益率。信用利差方面，9月份商业贸易行业AA+级信用利差大幅上升

76.59BP，化工行业 AA+级信用利差大幅下降 59.78BP，其余行业、评级信用利差变动不大。房地产行业 AAA 与 AA+级、商业贸易行业 AA+级、医药生物 AA+级信用利差处于历史中等水平，其余各行业、评级信用利差处于历史低位。不同评级城投债信用利差走势分化，其中 AAA 级城投债信用利差下降 2.35BP，AA+级、AA 级城投债信用利差分别上升 0.86BP、7.64BP。各评级城投债信用利差均处于历史低位。

展望未来，房地产行业与城投企业的信用风险仍需要重点关注。9 月份逾期信用债大部分属于房地产行业，如果商品房销售额不能有效回升，可能还会有更多房企出现债券违约。房地产行业衰退已经对地方“土地财政”产生冲击，今年 1~8 月地方国有土地使用权出让收入比上年同期下降 28.46%。一些城投企业在土地市场积极拿地进行托底，未来可能会因土地项目积压出现资金链紧张，如果叠加政府支持减弱或容易出现债务危机。

【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，研究与发展部研究员；

简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究与发展部总经理、研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。