

美元债违约不断、发行量锐减，未来将何去何从？

11月以来，房地产行业迎来一波美元债违约小高峰，继上坤出现交叉违约，旭辉到期未付4.14亿美元境外债本金和利息，并暂停支付所有境外债务本息，中南建设、中梁控股也公告暂停美元债兑付。

从目前市场销售和流动性状况来看，房企在境外债券市场相继“躺平”也是无奈之举。美元债从“香饽饽”变成难填的“坑”，未来将何去何从？

表：近期房企美元债兑付情况

公告日期	房企名称	公告内容
11月18日	德信中国	无法按期兑付，拟就至少3.13亿美元或现有票据未偿还本金额的90%(最低接纳金额)开始交换要约
11月14日	亿达中国	无法于宽限期前支付2025年到期优先票据相关利息
11月13日	中梁控股	预期不会在宽限期内支付两笔明年4月到期票据的应付利息，并暂停所有美元债本息的兑付
11月7日	中南建设	暂不支付全资子公司2024年到期的美元票据利息
11月1日	旭辉控股	已暂停支付公司境外融资安排项下所有应付的本金和利息(公司预计将继续支付的若干有抵押的项目贷款除外)
11月1日	上坤地产	2023年到期之13.5%优先票据已出现交叉违约

信息来源：CRIC

一、流动性危机下美元债成重灾区，短期内兑付压力仍将持续

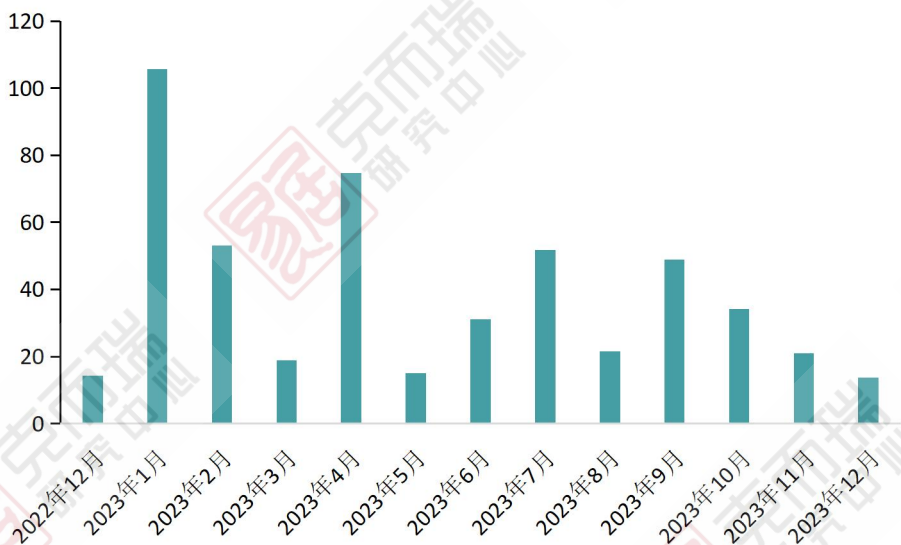
在房地产行业高速发展、境内融资持续监管的背景下，为实现规模扩张、满足资金需求，各大房企纷纷登陆境外债券市场，发行境外债。美元债曾因发行年限长（以3-5年居多）、利率较低一度成为行业“香饽饽”，是境内房企重要融资渠道之一。

近年来，像恒大、融创、碧桂园、佳兆业、禹洲、正荣等企业都是美元债发行的“常客”。恒大2019、2020年两年发行额近140亿美元，融创、碧桂园2019年以来发行规模也有百亿美元。

但美元债融资通道的拓展，在一定程度上也助推了房企“加杠杆”，进入到期高峰，企业偿债压力也是倍增。自2021年下半年以来，市场遇冷、流动性危机爆发，多数房企选择“保内弃外”，美元债违约不断。

短期来看，市场仍处于下行筑底阶段，销售恢复不确定性大，行业流动性难以得到实质性的改善。而且从100家典型房企数据来看，明年1月、2月、4月仍是美元债到期高峰期，兑付风险不容乐观，不排除会出现更多违约现象，寻求展期和重组将是房企缓解兑付压力的主要途径。

图：100家典型房企2022年12月至2023年12月美元债到期情况（亿美元）



数据来源：CRIC

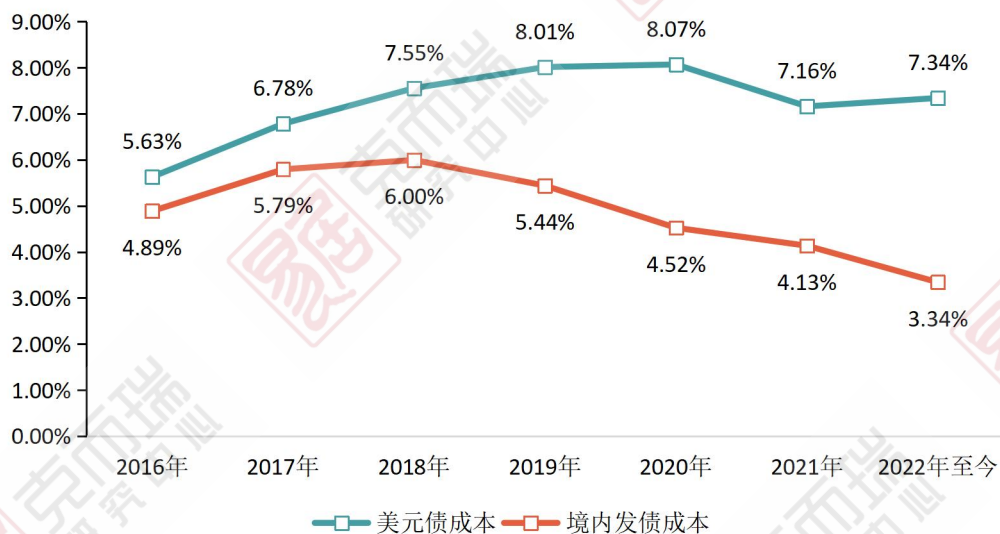
二、美元债融资功能弱化，成本压力和汇率波动风险是主要原因

与此同时不难发现，今年以来美元债整体发行量也锐减，100家典型房企发行规模不足2021年3成，与2020年600亿美元规模相比更是相去甚远。从趋势来看，融资通道的重心转向境内在行业逐步形成共识，美元债融资功能将弱化。具体分析有以下几点：

一是，“借新还旧”方式难以为继，美元债成本压力在加大。经历此轮违约潮，境内房企在境外债券市场信用崩盘，近一年时间里，房企境外评级接连被下调，并且目前仍处于偿债高峰期，风险积聚，导致美元债发行难度和成本都大大提升，以“借新还旧”进行资金融通也更加艰难。

100家典型房企融资数据显示，境内发债成本持续走低，美元债成本居高难下，压力愈加明显。今年以来美元债平均融资成本为7.34%，而境内发债成本仅为3.34%，差值拉到近年来最大。在现金流预期难以乐观的现状下，过高的成本压力势必会劝退房企发行美元债。

图：2016年至今100家典型房企美元债与境内发债成本对比



数据来源：CRIC

二是，人民币汇率波动加剧风险，房企将普遍保持谨慎态度。2022年3月以来，美元兑人民币汇率一路走高，根据国家外汇交易中心公开数据，2021年全年美元兑人民币平均汇率为6.45，今年以来美元兑人民币汇率区间为6.30-7.33，近两个月都是维持在7以上，人民币贬值幅度还是比显著的。根据估算，因汇率波动行业产生的利息成本相比2021年大约上升6%左右。

这一点从房企汇兑损失情况也能反映出来。美元债（主要为优先票据）在部分企业债务中占有相当比重，人民币贬值导致不少房企产生较大额度的汇兑损失，不仅加剧偿还压力，同时也给净利润带来冲击。如富力地产2022年上半年由于人民币兑美元汇率贬值而产生汇兑亏损21.57亿元，利息开支同比增加226%，达到52.02亿元。敏感时期，面对汇率波动风险，房企大概率会保持谨慎态度，相应降低对美元债的依赖。

表：2022年上半年部分典型房企汇兑损失（亿元）

房企名称	汇兑损失
碧桂园	44.82
富力地产	21.57
雅居乐	14.25
绿城中国	11.02
旭辉控股	9.32

数据来源：CRIC

此外，境内融资利好政策叠加，信用变现预期走高，增强房企信心，转向境内融资。房企运营主体和项目资产大多位于境内，保持经营的正常运转还是主要依赖境内债券市场和政策支持。近期救市政策不断叠加，支持力度加强，8月至今直接支持房地产资金规模超过

万亿，且“金融十六条”的出台进一步明确支持房地产融资，信用变现预期走高，融资环境明显好于境外。

三、碧桂园、龙湖保持积极态度，提前安排美元债偿还

而伴随境内融资开闸，政策支持力度加大，部分优质、稳健房企重视“稳内填外”，积极安排美元债务偿还。10月底，龙湖表示已经对其2023年上半年到期的境外到期银团以及2023年4月到期的3亿美金美元债做好了资金安排，并计划对该两笔债务进行提前偿还。11月15日，碧桂园发布公告以每股2.68港元的价格，配售14.63亿股新股，募集总额约39.2亿港元资金，所募款项净额将用于境外债项进行再融资及一般营运资金。

一方面，这类房企主要得益于自身稳健经营，成为境内融资政策的优先受益者，流动性修复向好。如龙湖不仅通过中债增担保发行15亿债券，而且在“第二支箭”政策支持下，已完成200亿元中期票据注册，流动性保障系数显著提高，支持美元债偿还。

另一方面，美元债的提前偿付有利于形成良性循环，不仅有利于规避汇率波动风险，在一定程度维护好境外融资渠道，同时也能进一步作用到境内融资以及市场信用提升上。尽管政策支持力度加大，但融资对企业资质要求并未有明显放松迹象，无论是在境内外，一旦出现展期、违约、重组，不可避免面临信用状态的重估，产生一些副作用，因此对于有条件的房企仍比较重视平衡。

未来，行业融资渠道将有所分化，美元债发行的门槛或提升，房企信用、资质都将面临重估，境外债券市场将对出现展期、违约、重组等问题的企业在较长时间保持谨慎态度，部分房企将面临该融资渠道关闭，而这些无违约、未躺平的优质房企将成为美元债发行的主体。

总结：

美元债作为境内房企重要融资渠道之一，一度成为行业“香饽饽”。但2021年下半年以来，流动性危机下，面临偿付高压，多数房企选择“保内弃外”，美元债首当其冲，违约不断、发行量锐减。

经历此轮违约潮，美元债发行难度和成本都大大提升，此外人民币贬值加剧偿债压力，未来，融资通道的重心转向境内在行业逐步形成共识，美元债融资功能将弱化。部分房企将面临美元债融资渠道关闭，一些无违约、未躺平的优质房企将成为美元债发行的主体。