

研报



撤销境外评级及时止损，境内融资利好另觅新机

房玲、易天宇

2022年11月

撤销境外评级及时止损，境内融资利好另觅新机

2022年11月9日，碧桂园公告称与惠誉友好协商，主动撤销了其信用评级。值得注意的是，碧桂园并非近期唯一主动撤销境外评级的房企，此外还有金辉集团、新城控股等房企也均申请撤销评级。内资房企急着与国际评级机构“分手”，究竟出于什么原因？未来又将会造成怎样的影响？

表：近期房企撤销境外评级情况

时间	评级机构	房企	撤销原因
11月8日	惠誉	碧桂园	主动撤销
11月4日	惠誉	时代中国	停止参与评级过程
10月27日	标普	金辉集团	主动撤销
10月21日	标普	中骏集团	主动撤销
10月20日	穆迪	富力地产	穆迪出于自身商业原因
10月17日	标普	红星美凯龙	主动撤销
10月13日	惠誉	新城发展/新城控股	主动撤销
10月12日	惠誉	旭辉控股	停止参与评级过程
10月11日	穆迪	中国恒大	因信息不足
10月11日	穆迪	佳兆业	因信息不足
10月10日	穆迪	景瑞控股	因信息不足
10月10日	穆迪	融创中国	因信息不足
10月5日	标普	旭辉控股	主动撤销
9月21日	惠誉	正荣地产	主动撤销
8月12日	惠誉	弘阳集团	主动撤销
8月9日	惠誉	合景泰富	主动撤销
7月20日	惠誉	佳源国际控股	主动撤销
7月15日	标普	首创置业	主动撤销
7月13日	穆迪	三盛控股	穆迪出于自身商业原因
7月6日	穆迪	时代中国	主动撤销
7月5日	穆迪	首创置业	穆迪出于自身商业原因
6月28日	惠誉	俊发地产	主动撤销
6月23日	惠誉	鑫苑置业	主动撤销
6月20日	穆迪	海伦堡	主动撤销
6月20日	标普	朗诗绿色地产	主动撤销

数据来源：CRIC 整理

评级机构助推放大危机，果断“分手”及时止损

2022年下半年以来，几乎每月都有房企撤销境外信用评级。据不完全统计，从2022年6月至今有多达25次房企评级撤销事件，其中10月份就多达11次，其中涉及房企包括金辉、富力、新城、恒大、旭辉等等。在涉及撤销评级的22家房企中，有过半数量的房企为主动撤出。

而房企之所以着急与评级机构“分手”，其主要导火索为自2021年起的境外评级集中下调风波。据了解，自2021年10月起较多房企被境外评级机构下调评级，其中2021年10月18日及19日短短两日，穆迪就集中下调了20家房企的信用评级或展望。而随后2021年10月21日惠誉更是将29家中国房地产开发商纳入标准观察范围。而此后至今的近一年时间内，房企遭遇的评级下调从未停止，部分房企如旭辉更是在2022年10月内被穆迪两次下调。

应对评级下调，部分房企最初寄希望于通过提前偿债的方式，提升外界对企业的偿债能力信心。以海伦堡为例，2022年6月17日，海伦堡针对2018年非公开发行公司债券，将8.63亿元连本带息偿债资金提前入账（兑付日为2022年6月22日）。但该等举措却未能打动评级机构。仅过三天，2022年6月20日，穆迪宣布就将海伦堡发行人评级从B2下调至Caa1，债项评级由B3下调至Caa2，展望负面。而穆迪给出的理由是，此次海伦堡按期还款后，由于“运营能力减弱，融资渠道受限”，“对海伦堡中国流动性的评估从充足调整为疲软”。

同样的命运也发生在中骏身上，2022年10月12日，中骏提前汇款给托管银行，以支付于2023年到期票息7.25%美元债利息（应于10月19日到期），总利息金额1812.5万美元。而此后2022年10月21日，标普基于类似的理由，将中骏的长期发行人信用评级从“B-”下调至“CCC+”；未偿高级无抵押债券的长期发行评级从“CCC+”下调至“CCC”。在此背景下，中骏“无奈”主动撤销了标普的发行人信用评级和发行评级。由此来看，在当前国内融资、销售环境不变的情况下，内资房企面临境外评级下调的“无解”局面，个体不论如何尝试，都难免遭遇评级被下调的境遇。

而更糟的是，评级下调会触发债项的提取偿还条款，短时间内会加剧房企的偿债压力，而境外评级机构的下调对象将“民营示范房企”也包括在内。以旭辉为例，2022年8月30日，旭辉控股董事局主席林中在2022年中期业绩会上表示，“到目前为止（旭辉）没有一笔负债违约，没有一笔利息延期支付”。据悉，截止2022年底旭辉境内外已不存在刚性兑付债务，而最近一笔美元债则在2023年1月到期。但在接下来的9月及10月中，旭辉接连遭到了三大评级机构的集体下调，而评级的下调不仅影响了旭辉的境外债再融资，同时也触发了部分债务的提前还款。在旭辉11月1日“暂停支付境外融资”的公告中，旭辉表述为“部分融资因评级下调触发提前兑付条款，境外兑付压力在短期内剧增”。

由此来看，在行业下行的背景下，境外评级机构非但不能给房企提供任何“正面宣传”，反而会带来诸如触发提前还款，负面舆情影响销售等风险，打乱房企原本稳健的经营轨迹。由此来看，房企果断选择与评级机构“和平分手”，有利于维护本就脆弱的市场信心。

表：近期旭辉遭遇境外评级下调情况

时间	评级机构	下调情况	下调理由
10月17日	穆迪	企业家族评级由“B3”下调至“Ca”，展望维持“负面”，并将其高级无抵押评级由“Caa1”下调至“C”。	/
10月12日	惠誉	长期发行人违约评级及其高级无抵押评级由“BB-”调低至“CC”。	惠誉认为中期内旭辉可能无法借助资本市场融资，并预期今年剩余时间和2023年，该公司将倚赖可用现金和内部现金流偿付到期债务。
10月8日	穆迪	公司家族评级(CFR)从“B1”下调至“B3”，将其高级无抵押评级从“B2”下调至“Caa1”。展望仍为负面。	评级下调反映出旭辉控股集团在未來6至12个月的再融资风险上升，原因是融资渠道减弱和合同销售弱于预期。
9月7日	标普	主体信用评级从“BB”下调到“BB-”，未偿的高级无抵押票据评级从“BB-”降至“B+”，展望维持“负面”。	公司未来12个月内可能面临流动性可能进一步收紧的风险，这是由于销售疲软，流向合资项目的资金增多。

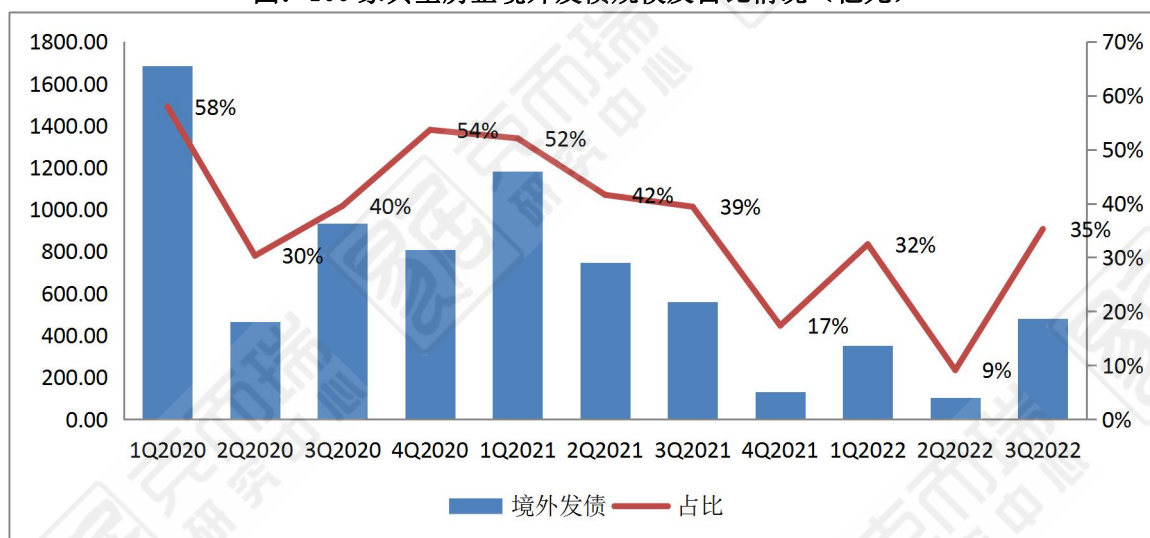
数据来源：CRIC 整理

境外融资冻结下维护评级意义不大，境内融资政策利好减轻压力

此前房企需要维护境外评级，主要是出于通过境外发债助推发展的考量；而在当前境外融资渠道冻结的背景下，维护境外评级的意义已经不大。

事实上，房企的境外融资早于2021年的四季度就逐步趋于冻结状态。据100家典型房企融资数据，2021年第四季度房企的境外发债仅为130亿，同比下滑84%，环比下滑77%。2022年一季度，房企境外发债迎来年初的小高峰，但相比2021年已有较大差距，同比下降了70%。而二季度境外发债持续低迷，仅104亿；虽然三季度境外发债规模出现增长，但主要是由于富力十批未偿还的美元优先票据（共计49亿美元）重组成3批新票据。若撇除富力境外债重组影响，三季度的境外发债仅为138亿，境外发债占比仅为13%，此外2022年10月未有监测到房企于境外发债。

图：100家典型房企境外发债规模及占比情况（亿元）

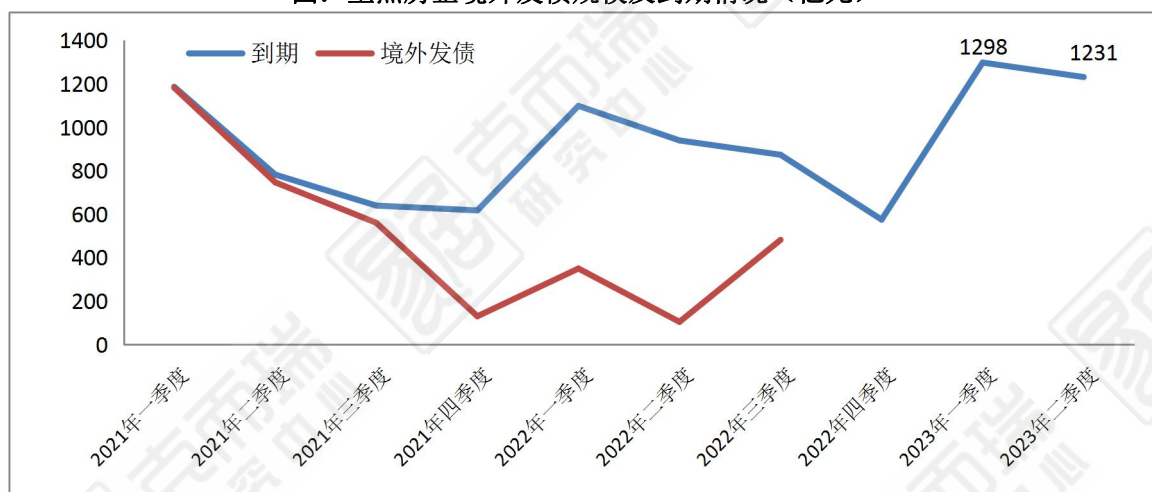


数据来源：CRIC 整理

值得注意的是，未来房企的境外债偿债压力仍在增加。由于境外发债渠道趋于冻结，房企境外债务的发债规模与到期规模之间的差距越拉越大。2022年前10月，房企的境外发债规模为935亿元，而到期规模为3198亿元，仅占到到期规模的29%。这表明房企无法通过以旧换新的方式延长境外债务的到付压力，而2023年的1月及4月仍有多多个境外债的到期高峰，分别高达691亿、686亿。预计届时房企的到期境外债务偿还压力将更大，或会出现更多的境外债违约事件。

然而好消息是，近期房企的境内融资环境已出现明显利好，房企可转向寻求境内融资机会。11月8日晚，交易商协会表示将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。次日，中债信用增进公司就跟进表示，意向民营房地产企业可提出增信需求，3个工作日内将予以邮件反馈。而11月11日，银保监会更发布十六条措施，新规从供需两端全面支持房地产市场平稳发展，从此前“救项目不救企业”转换至“救项目与救企业并存”。随着更多利好政策的出现，市场信心正逐渐修复，11月9日房地产行业更是迎来了久违的股债双涨走势。随着利好政策落地实施，房企的偿债压力或将得到缓解。

图：重点房企境外发债规模及到期情况（亿元）



数据来源：CRIC 整理

整体来看，虽然撤销评级对于房企境内企业运营影响不大，多为当前行业下“两害选其轻”的选择，如何重获评级机构的肯定及投资者的信心才为更加积极的对策。当前房企还是要以“保交付”为核心，确保企业的销售回款，管理好自身现金流健康，把握好境内融资窗口，逐步重建市场信心。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。