

# 投资者预计中国房企美元债券将损失 1300 亿美元价值

越来越多的人担心，除非政府出手进行大规模纾困，否则中国房地产市场将面临持久的危机。



债券价格反映出，投资者预计中国房地产开发商的美元债券将损失近 1300 亿美元价值，因为越来越多的人担心，除非中国政府出手进行大规模纾困，否则中国房地产市场将面临持久的危机。

根据彭博数据的分析，中国开发商发行的 500 多只未偿美元债券中，有三分之二现在的价格低于票面价值的 70%——这是表明债务处于不良状态的常用临界值。

在当前市场压力增大的一年前，全球负债最多的开发商恒大开始快速陷入违约，引发了整个行业的动荡。该行业约占中国年度经济产出的30%。

北京方面的反应仅限于采取渐进措施，包括本周下调按揭贷款利率。但分析人士表示，政策制定者拒绝推出全面纾困计划，可能只会增加拯救该行业的最终成本，并可能在中国经济增长放缓之际加剧对全球市场和贸易的影响。

“由于行业逆风和负面消息，自去年以来明显有更多开发商的离岸(美元)债券价格大幅下跌。”穆迪投资者服务(Moody's Investors Service)高级信贷分析师 Cedric Lai 表示，“我们仍然认为，违约将在 2022 年剩余时间持续，特别是拥有大量到期离岸债务、销售疲软的开发商。”

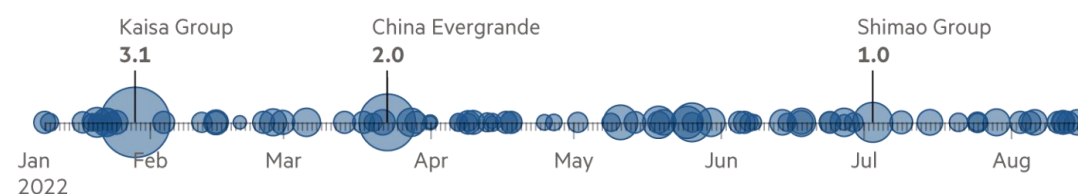
许多开发商的美元债券现在的价格水平意味着违约风险非常高。佳兆业集团(Kaisa Group)发行的一只 9 月 7 日到期的债券，价格为面值的 9%，意味着 3 亿美元本金损失约 2.72 亿美元。佳兆业是行业内去年底首批未能如期进行美元债券偿付的公司之一。总部位于上海的世茂集团(Shimao)发行的一只同样规模的债券将在一年多一点后到期，其价格略高于面值的 10%，意味着可能损失 2.68 亿美元。

总的来说，现在的价格反映出，投资者预计中国房地产企业所欠逾 2000 亿美元未偿美元债券将损失近 1300 亿美元价值，与假如所有债券成功偿付的市场推定价值相比折损近三分之二。

2022 年，中国房地产企业未能如期偿付价值 314 亿美元的美美元债券，创下了纪录。由于“到期墙” (maturity wall)——到时预计数家开发商要立即偿还本金，即他们最初借入的金额——这些公司面临着特别的压力。公司通常寻求将借款滚转为新发行的债务，以延长到期日，但市场的动荡使大多数发行人几乎不可能做到这一点。

### China developers' dollar defaults surge in 2022

Value of dollar bonds defaulted on by Chinese corporates (\$bn)



Source: Bloomberg  
© FT

一位香港资深投资银行家表示房地产开发商面临的是一场“完美风暴”，导致其接连违约。开发商必须努力进行再融资，以避免更多违约，同时还要努力平息中国购房者和北京方面高层领导人日益增长的疑虑。

“这些债券的价格处于令人担忧的水平是有理由的。” 这名银行家说，  
“许多开发商偿还债务的可能性谁也说不准。” 这名银行家是一家大型欧洲银行的亚洲债务银团负责人。

投资者最初希望最严重的压力能够仅限于恒大等负债最重的企业。近年来恒大越来越依赖未完工楼盘的预售款，来应对针对该行业过度杠杆的整顿。

但恒大和几家高风险开发商的项目停工，引发了公众对其他房企可能在期房完工之前破产的更广泛担忧。这引发了一场信心危机，抑制了房企销售收入，并使该行业的大部分企业陷入流动性危机。

摩根士丹利(Morgan Stanley)中国首席经济学家邢自强在谈到中国房地产市场迫在眉睫的危机时说：“更集中的纾困可能是必要的解决方案。”

邢自强表示，由北京方面牵头、旨在解决未完工住房项目估计高达 1 万亿元人民币（合 1460 亿美元）融资缺口的纾困行动，将需要“非常强大的政治资本”，而政策制定者在介入上犹豫的时间越长，问题就会越严重。他补充称：“如果不阻止下行螺旋，6 个月后这一缺口可能显著扩大。”

## Chinese developers' dollar bonds hit by punishing sell-off

Asian dollar high-yield corporate China issuer total return index



Sources: Bloomberg, Ice Data Services  
© FT

期房项目大面积停工, 已促使中国各地数十万购房者加入到蔓延至全国的按揭贷款停贷潮中, 分析师表示, 这进一步削弱了人们对该行业的信心。

“整个局面越来越失控。” 咨询公司龙洲经讯 (Gavekal Dragonomics) 房地产市场分析师咬丽蕾说, “去年这个时候, 没有人预料到我们今天看到的停贷潮和建筑停工。一年后, 我们可能面临更糟糕的情况。”

官方数据显示, 今年上半年, 中国商品房销售额下降近 30%, 至约

6.6 万亿元人民币。柏瑞投资(PineBridge Investments)驻香港投资组合经理、亚洲 (不包括日本) 信贷研究主管 Andy Suen 表示, “从销售数据来看, 在稳定房地产市场方面, (对该行业的政策支持) 还不够”。

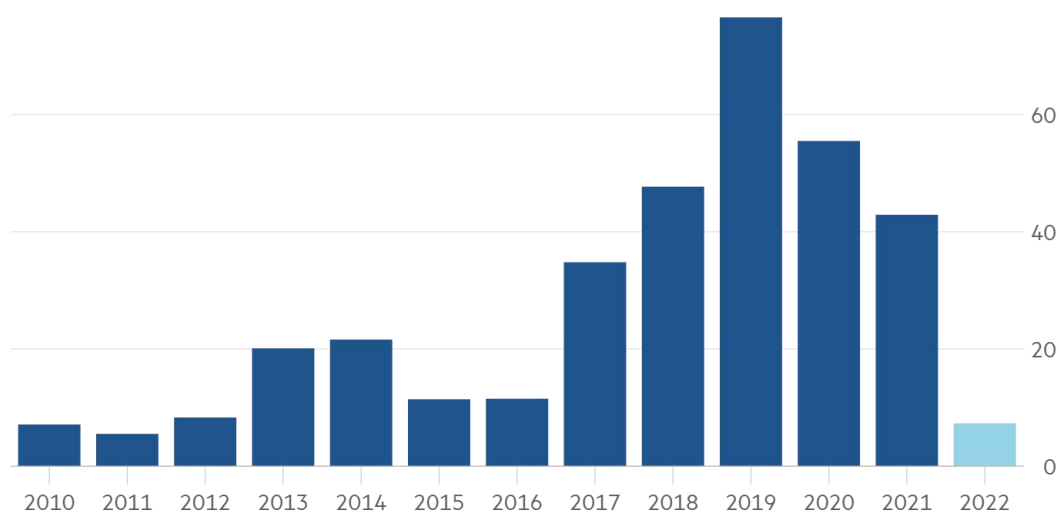
他补充说: “行业内实力最弱的已经违约了, 现在问题正在向较优质企业扩散。”

就连国有的中资投行也尝试抛售房企的美元债, 但一些银行国际部门的职员表示, 他们很难从北京方面获得出售债券的及时批准。 “每次审批下来, 债券又进一步暴跌了, 迫使我们继续持有, 直到再提交一次申请, ” 某国有银行一位常驻香港的产品经理表示。

这些债券的暴跌已导致几乎所有中国房企无从进入国际债券市场, 进一步制约它们的再融资能力, 并增加它们的违约风险。Dealogic 的数据显示, 中国房地产开发商今年迄今的美元债发行量下降了 80%, 仅为 72 亿美元。看来今年很可能成为十年来发行量最低的一年。

## China's developers are still frozen out of global bond markets

Property groups' dollar bond sales (\$bn)



2022 figure covers year to date

Source: Dealogic

© FT

今年内美元债需兑付的金额仍有 176 亿美元, 2024 年则有 470 亿美元, 因此分析师们认为今年发行量几无可能出现实质性的反弹, 从而无法使外国债券持有人免于遭受更多违约的打击。

龙洲经讯的咬丽蕾预计, 今年全年的房地产销售额将下降 15%, 开工将减少 33%。她认为, 除非政策制定者解决了围绕期房的僵局, 否则进一步萎缩将是必然的。

咬丽蕾表示: “政府必须证明, 最终所有这些家庭都能收房。如果他们不能证明这一点, 对未来的购房活动将产生非常具有破坏性的影响。”

政策制定者一直不愿公开讨论可能实施的纾困的规模和时机，尽管央行、住房监管机构和财政部已承诺通过政策性银行提供特别贷款，以确保住房能够交到购房者手中。

但投资者表示，这些措施要么实施的范围极其有限，要么无法恢复购房者对期房的信心，比如说本周中国意外下调按揭贷款利率的举动。

“我认为（政策制定者）没有意识到，这是不够的。你需要抬出一个大型的火箭筒，采取大动作，才能从整体上改善情绪。”香港一位资深固收投资者表示。