

诺亚研究

2020年9月11日

主题 | 落地！这些房企日子难了，将影响中资美元债！

郑梅玫 诺亚国际高级研究员

核心观点

我们认为中资美元债市场仍然是具有收益及风险的性价比，和具有组合配置功能的资产类别之一，相对来说，较高信贷质量的中资美元债可提供类似“安全”资产的功能。

今天我们想和大家讲一讲可能影响到房地产美元债市场的两个近期事件，一个是还未正式推行的房企融资“三条红线”新规，还有一个是北大方正确认不担保 17 亿美元债，这两件事可能暂时都不会对市场造成影响，但会对内地企业海外融资渠道和中资美元债市场带来更长期的影响。

这里我们先简单介绍一下“三条红线”融资新规，是在 8 月底的时候在央行和住建部召开的重点房地产企业座谈会上提出来，央行将根据负债率为房地产企业划定“三道红线”，即剔除预收款后的资产负债率大于 70%，净负债率大于 100%，现金短债比小于 1 倍，并根据越线情况，将房企分为“红橙黄绿”四个档分别进行监管，按照每档相差 5% 的幅度控制其年负债增速，其中触及三条红线的红档房企，以全年 6 月底为基准不得增加有息负债。新规将先纳入部分试点房企，再于明年 1 月 1 日起向全行业推行。

以前本身负债率高的房企，只要在市场上还能融到资，负债率对于企业来说就不太是一个难题，市场也是看好其业务发展或者是土地储备等因素，只不过融资成本相对可能高一些。而在新规下一些触碰到三条红线的房企，理论上接下来不能再借钱，那就只能选择加快销售回笼资金，改善负债率、融资结构。我们也看到中国疫情刚好一些的时候就有一些地产商打出“打折促销”的口号。

受影响的不在少数，据统计，目前 224 家房企中，有 51 家均踩中三条红线，其中头部企业粗略统计就有恒大、融创、富力、绿地等，45 家触及两条红线，60 家触及一条红线。政策收紧也会加速行业分化洗牌，接下来市占率相对较低的房企就更难依赖债务扩张实现加速增长。

不过疫情时期中国房地产市场向好势头不减，4 月份全国商品房销售额同比增速就率先由负转正，到 7 月份的增速已经升至 16.6%。信用评级机构穆迪 8 月底将中国房地产板块的展望由“负面”调整至“稳定”，考虑到开发商的合同销售恢复缓慢增长、库存保持稳定水平，以及融资渠道对财务状况良好的房企保持畅通等。

从资产端价格来看，目前离岸债券市场也并没有对“三条红线”的消息作出过多解读，总体上房地产美元高收益板块价格波动不明显，即使是一些杠杆很高的头部房企债券价格也是小幅回调，目前利差已收窄，我们在后面会讲一讲更长期的供给端影响。

另外一件事情是，就在前几天，北大方正发布公告，正式确认对方正集团此前提供维好协议的五只合计规模为 17 亿美元的海外债券，全数不予确认为普通债权。早前 3 月，其中一只海外美元债券构成违约，触发了集团其他美元债券的交叉违约，进入重组程序后在确认离岸债务方面，北大方正内部一直面临分歧。

维好协议通常是母公司用来支持其境外子公司发行债权的一种结构，虽然并非严格法律意义上的担保，但实际上母公司会帮助子公司维持偿债能力和财务支持，这种增信机制从 2012 年开始之后被广泛效仿，因为一般而言中国企业对外担保有额度限制，如果希望海外大量融资，以维好协议的方式发债不需要审批，募集资金也可以回流境内使用。实践中市场也验证了这种模式的可行性，历史违约事件很少。

但方正这次违约，打破了维好协议不被承认的先例，不仅可能影响到目前高达 930 亿美元规模的维好协议债，对以后以这种方式融资的信用度也造成重大影响。最直接的可以想象到的一种情况是 对于高杠杆的维好债发行人，以后假如出现一点点负面消息，可能就会引起市场的过度反应而被大幅抛售。例外是母公司信贷素质较佳，基本不受影响，或者本身提供担保的子公司资金实力就很雄厚，甚至基本面好于母公司。其实这次方正正在维好协议下的美元债存量其实是有六只，其中一只还没有拉入不被确认名单的，正是因为那家担保的子公司本身实力比较强。

以上两个事件对于市场价格的短期影响都相对有限，更多的是结构性的影响，一方面是在接下来供给端，几个高杠杆头部房企，本来就是中资美元高收益债的重要且活跃的发行人，房地产板块也是中资美元债市场的主要板块之一，融资新规可能压制到下半年到明年一级市场的供给，这个有机会比较快就在市场反映出来。另一方面从需求端，维好协议还是其他并非以母公司直接担保的增信方式的海外新债发行，对市场的吸引力可能会降低，或者融资成本上升，这种方式的法律效力也开始受到越来越多挑战和质疑的声音。

那回到当前的中资美元债市场，我们认为仍然是具有收益及风险的性价比 和具有组合配置功能的资产类别之一，相对来说，较高信贷质量的中资美元债可提供类似“安全”资产的功能。

从资产表现来看，中资美元债基本维持月度上涨走势，投资级别及高收益级别利差均收窄至历史平均的上方一点，其中高收益板块改善更明显，受到不少房地产企业近期销售数据强劲的推动。当前到期收益率较美国和境内同等级债券仍然具有溢价优势，较疫情前也还有进一步改善空间。

从基本面来看，由于投资者对高质量资产的需求，境外融资成本也受惠海外低利率环境，上半年一级市场的新发以投资级别为主，中资美元债整体信贷水平有所提升。虽然今年以来违约明显增加，上半年违约金额和数量都超过了去年全年和 2018 年违约高峰，不过目前中资美元债市场累计违约率约 3%，较海外其他地区仍然较低。

从抗跌性来看，不同板块呈现很不一样的波动，流动性较低且投资者需求相对稳定的城投板块的波动较小，金融板块也算是相对稳定，房地产仍然是比较大起大落的板块，也是因为房地产的高收益占比较高，投资者结构非常多元化，其中海外投资者在疫情初期的抛售是使得资产下跌幅度较大的主要原因之一。

以外部环境结合历史表现来看，当处于加息周期或市场风险偏好转向时，中资美元债可能出现较大的回撤，而在美元流动性宽松周期中资美元债回报率多为正。当前美联储在相当一段时间维持低利率的信号，和中国经济基本面进一步企稳的大环境，都对资产价格提供支持。考虑到今年最后几个月市场波动增加，较高评级的中资美元债会有助于增强组合抗跌性。

免责声明:本文件所有内容(包括但不限于观点、结论、建议等)仅供参考,不代表任何确定性的判断,亦不构成向任何人作出任何要约或要约邀请,亦非投资建议。

您仍应根据您的独立判断做出您的投资决策,投资涉及风险,诺亚控股(香港)有限公司(以下简称“本公司”)及其关联公司不对因使用本文件而产生的任何后果承担法律责任。本文件包含前瞻性的预测,任何非对过往历史事实的陈述均为前瞻性的预测,本公司并不保证完全准确或未来不发生变化。本报告的信息来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息及建议不会发生任何变更,本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论及建议仅供参考,不代表任何确定性的判断。

本报告相关知识产权归本公司及其关联公司所有,未经本公司及其关联公司许可,任何个人或组织,均不得将本报告内容以转载、复制、编辑、上传或发布等任何形式使用于任何场合。如引用或刊发需注明出处为“诺亚香港研究部”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。诺亚控股(香港)有限公司及其关联公司保留追究侵权者法律责任之权利。任何机构或个人使用本文件均视为同意以上声明。