

## 中资境外债违约再创新高，房地产信用风险频发

## 作者

庄承浩

852-28607124

[peter\\_chong@ccxap.com](mailto:peter_chong@ccxap.com)

冯韵

852-28607132

[olivia\\_feng@ccxap.com](mailto:olivia_feng@ccxap.com)

## 其他联系人

胡辰雯

852-28607120

[elle\\_hu@ccxap.com](mailto:elle_hu@ccxap.com)

## 报告发布日期

2022年2月14日

## ■ 违约概况

- 2021年受融资环境收紧、行业景气下行以及个体风险释放影响，中资境外债违约规模再创新高。2021年共有35只中资境外债券违约，违约金额约136亿美元，同比增长74.5%。
- 房企信用风险事件频发，导致违约主体集中于房地产行业，房地产境外债违约金额为80.4亿美元，占总违约金额59.1%。而工业、非日常消费品、能源和科技等其他行业的违约金额约为55.5亿美元，同比减少11.6%，占违约金额40.9%。
- 中资境外债违约主体仍以民营企业为主，大型国有企业违约现象有所减少。2021年，有19家民营企业涉及中资境外债券违约，金额约102亿美元，占总违约金额约75%，同比大幅增加191%。
- 投资者需要关注主体级别被多次下调或被撤销的发行人的信用风险，同时中资境外债展期明显增加。2021年16家房企的22只境外债进行交换要约。

## ■ 原因分析

- 2021年中资房地产美元债违约风险加剧，违约数量及违约金额均达到近年来高点。2021年有12家中资房地产主体违约，违约金额达80.4亿美元。此外，也有不少房地产主体对其美元票据进行展期或交换要约。房地产主体违约主要包括以下几个原因：（1）行业监管政策收紧；（2）企业盲目激进扩张；（3）行业遇冷，销售速度下降；（4）同业违约影响，投资者信心下滑；（5）评级下调。

## ■ 信用展望

- 尽管2021年第四季度以来融资政策有所回暖，但预计2022年融资政策仍将延续“保持收紧”和“边际放松”的特征，部分境外发行人的外部融资环境仍将受限，特别是高杠杆企业再融资压力或将进一步提升，加上疫情将持续影响经济复苏进程、国内经济面临市场需求与成本的双重压力，部分行业企业内生资金能力的恢复存在一定不确定性，预计2022年中资境外债市场违约风险将持续释放，违约规模或将维持高位。2022年有接近1900亿美元境外债将到期，其中房地产境外债到期规模超过500亿美元，考虑到2022年是中资境外债的到期高峰，需警惕尾部发行人和高杠杆企业的信用风险暴露以及境外债券市场风险向境内市场传导的可能。
- 在信用风险持续释放的背景下，预计弱资质主体违约风险的暴露仍难以避免。具体来看，需要重点关注以下三个方面的信用风险：（1）弱资质发行人以及高杠杆企业的信用风险上升，尤其需关注房地产企业和城投发行人未来到期债务偿付情况及违约风险；（2）地产行业融资收紧向其他行业的负面传导；（3）境外债展期使得发行人信用风险延迟暴露。

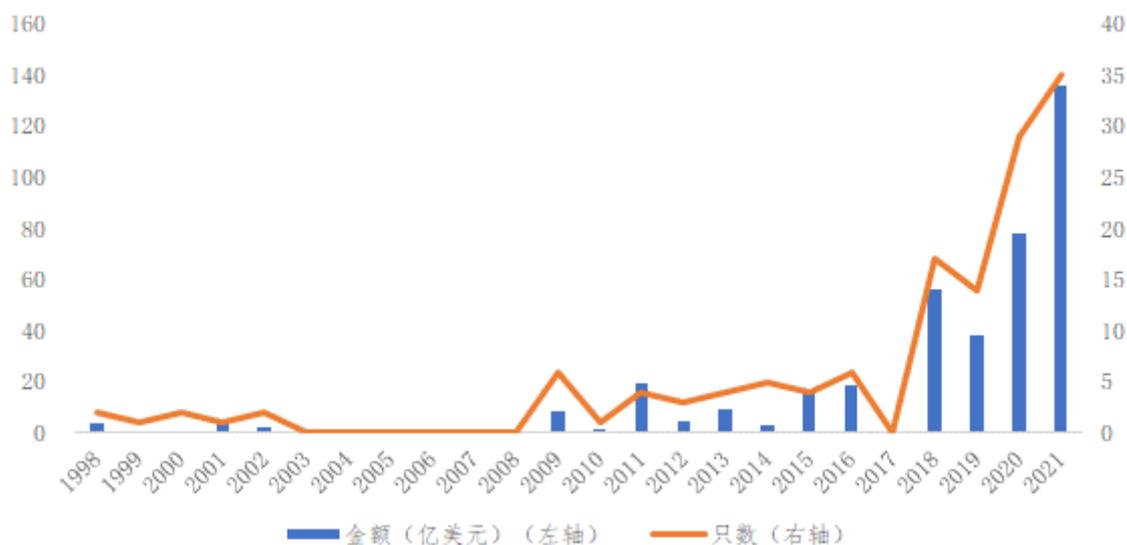
## 引言

2021年以来，在调控趋严叠加融资环境收紧的背景下，房企债务风险问题加速暴露，多家中资房企先后出现违约，中资境外债违约规模再创新高。2021年境外债违约的信用主体共有22家，涉及35只债券，违约金额达136亿美元，主要集中在民营房地产企业。预计2022年中资境外债市场违约风险将持续释放，违约规模或将维持高位。另外，在违约风险持续释放的背景下，投资者需要关注弱资质发行人以及高杠杆企业的信用风险，尤其房地产行业弱资质发行人未来到期债务偿付情况及连环违约风险、地产行业融资收紧向城投企业的负面传导、以及兑付展期发行人信用风险延迟暴露。

## 中资境外债违约概况

2021年受融资环境收紧、行业景气下行以及个体风险释放影响，中资境外债违约规模再创新高。2021年，由于房地产境外融资环境收紧、行业景气下行以及个体风险释放，多家高杠杆房地产企业境外债券违约，特别在第四季度，花样年控股集团有限公司（“花样年控股”）、当代置业有限公司（“当代置业”）、中国恒大集团（“恒大集团”）及佳兆业集团控股有限公司（“佳兆业集团”）等企业的境外债券先后出现违约，致使2021年的违约规模再创新高，全年共有35只中资境外债券违约，违约金额约136亿美元，同比增长74.5%，其中佳兆业集团的境外债违约金额达22亿元，为规模最大的违约主体。从当期违约率<sup>1</sup>来看，随着违约规模和境外债存量规模的同步攀升，中资境外债市场的违约率进一步抬升至1.5%的高位。

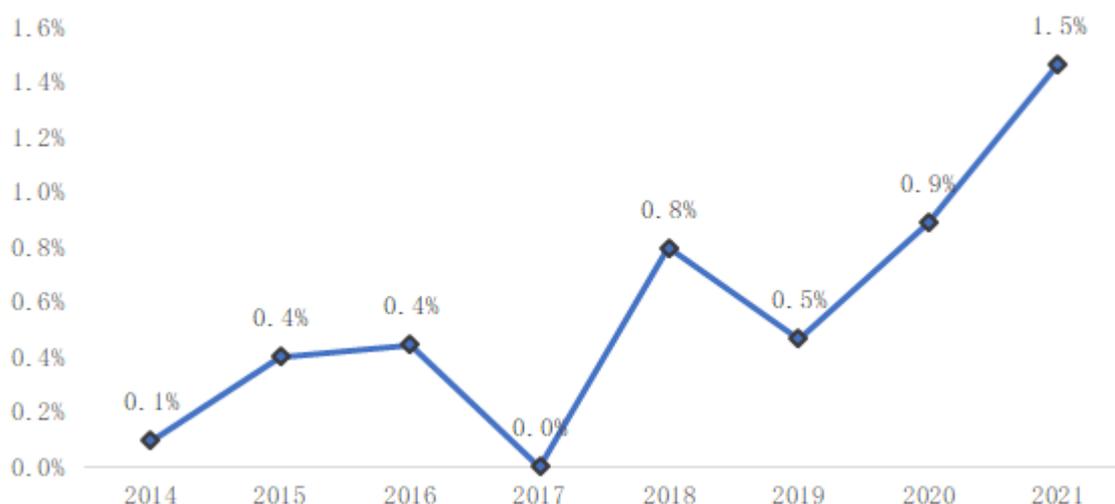
图 1：1998~2021 年中资境外债违约情况



数据来源：彭博，中诚信亚大整理

<sup>1</sup> 当期违约金额/年末存量金额

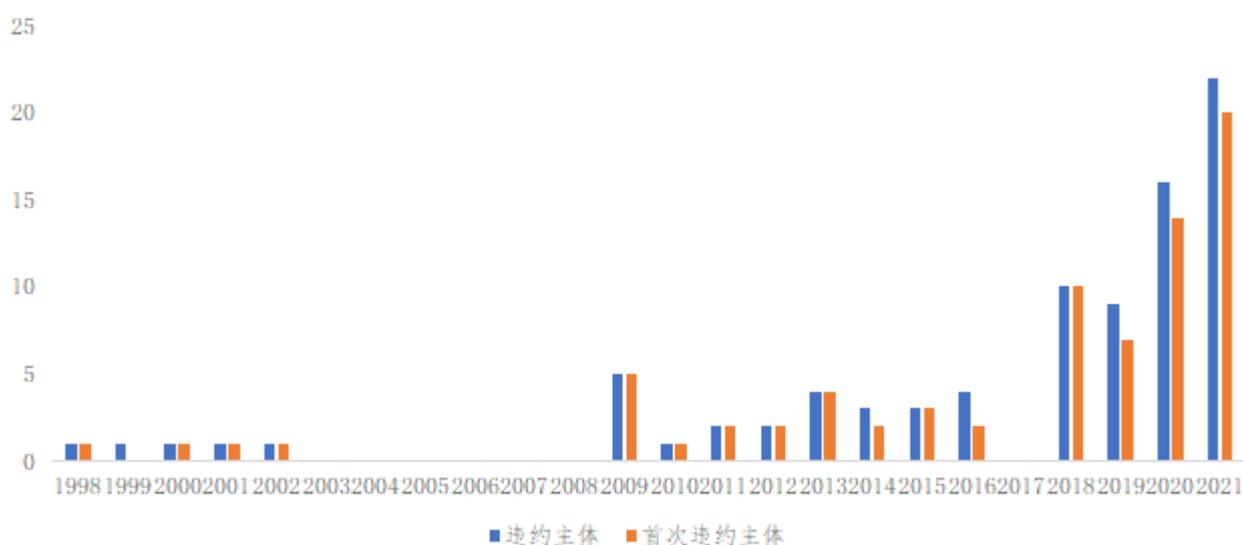
图 2：2014~2021 年中资境外债当期违约率



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

以信用主体来看，2021年，有22家中资发行人境外债违约，新增违约主体有20家，处于历史高位，同比增长43%，反映中资境外债市场信用风险进一步暴露。

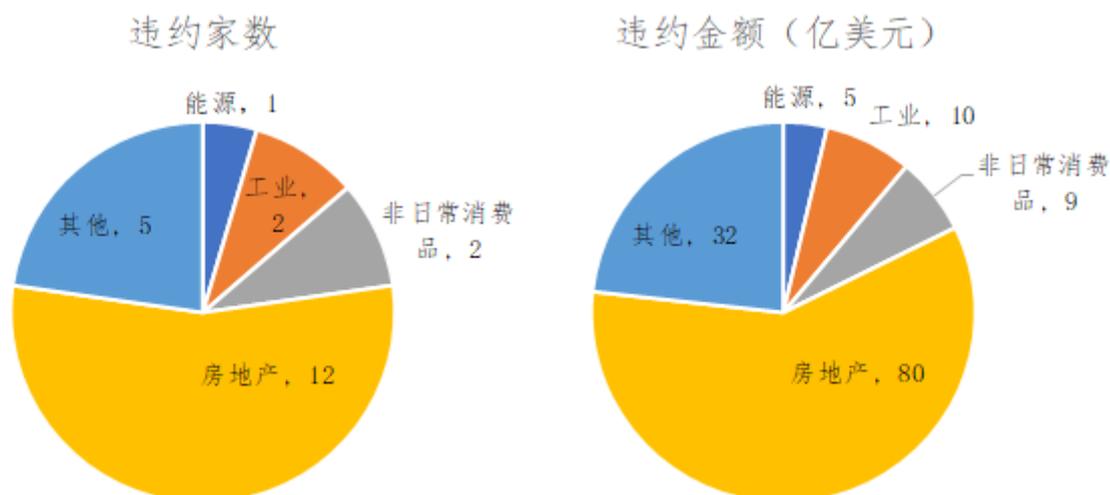
图 3：1998~2021 年中资境外债违约主体情况



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

2018年至2019年，中资境外债违约主体主要是能源、原材料和工业行业，2020年在宏观经济下滑叠加疫情影响下，违约风险蔓延到科技和房地产行业。2021年，房企信用风险事件频发，导致违约主体集中于房地产行业，房地产境外债违约金额为80.4亿美元，同比大幅增加433%，占总违约金额59.1%。而工业、非日常消费品、能源和科技等其他行业的违约金额约为55.5亿美元，同比减少11.6%，占违约金额40.9%。这些非房地产主体的违约原因比较多元化，但它们普遍面临行业经营环境或融资环境压力，导致经营业绩、融资能力受到不利影响，同时企业自身还存在经营能力弱、债务压力大、流动性紧张以及公司治理存在缺陷等问题。

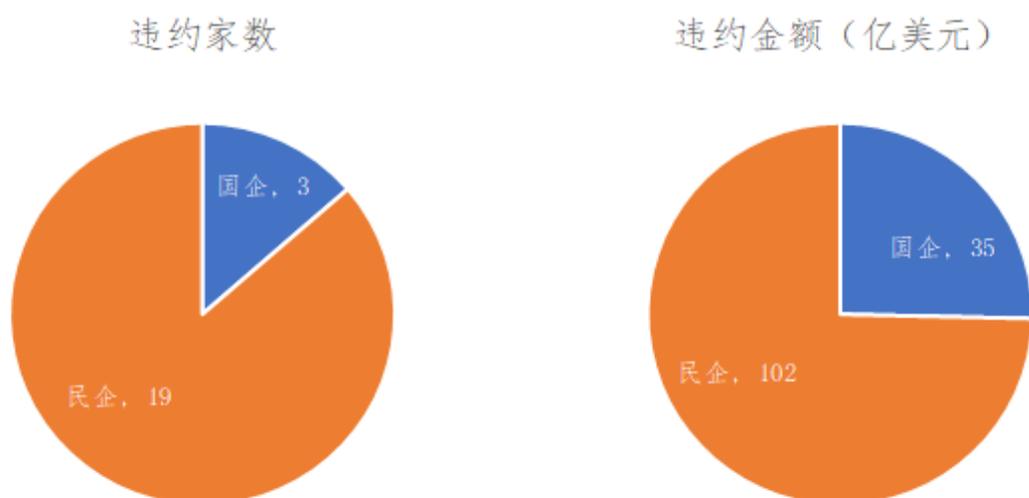
图 4：2021 年中资境外债违约情况按行业分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

中资境外债违约主体仍以民营企业为主，大型国有企业违约现象有所减少。2018年以来，流动性分层向实体经济的传导加剧了部分民营企业的资金链紧张，导致民营企业的违约风险不断暴露，境外债违约规模持续上升。2021年，有19家民营企业涉及中资境外债券违约，金额约102亿美元，占总违约金额约75%，同比大幅增加191%，这主要是因为新增境外债违约主体以民营房企为主，随着地产境外债违约数量不断增加，民营企业违约风险亦持续上升。2021年，有3家国有企业涉及境外债违约，分别为重庆市能源投资集团有限公司（“重庆能源”）、紫光集团有限公司（“紫光集团”）及启迪控股股份有限公司（“启迪控股”），违约金额为34.5亿美元，同比减少20%。

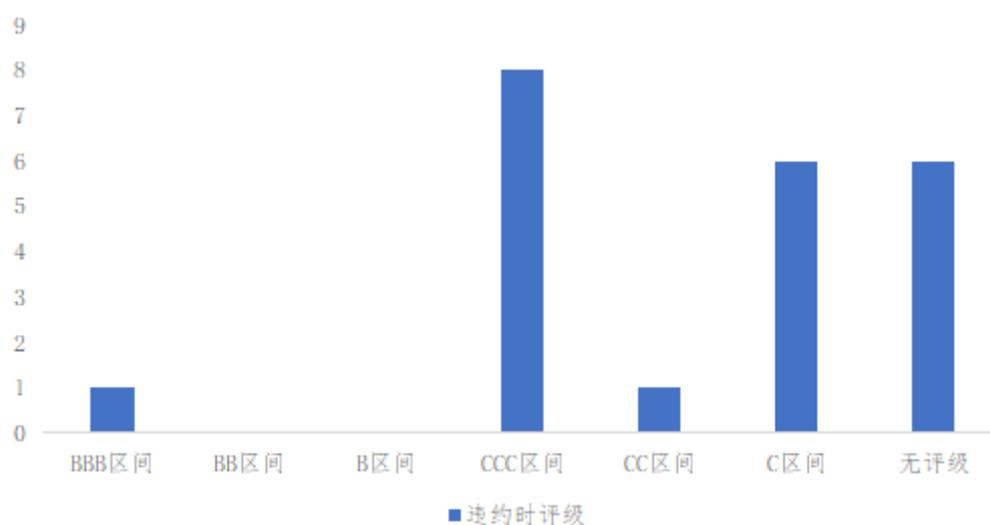
图 5：2021 年中资境外债违约情况按主体性质分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

投资者需要关注主体信用评级被多次下调或被撤销的发行人的信用风险。从违约主体的信用评级来看<sup>2</sup>，在发行人境外债券违约前12个月内，评级机构曾多次下调其信用级别，反映发行人的债务偿付能力有所下滑，信用风险加速上升。因此在境外债券违约时，发行人的主体级别大多处于CCC+或以下的级别，占当期有评级主体约94%。另外，部分发行人在评级机构下调其信用级别时，也伴随撤销评级。

图 6：2021 年中资境外债违约主体违约前评级分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

**中资境外债展期明显增加。**随着违约风险的持续暴露，为了避免债务违约，进行债务展期的境外发行人数量进一步增多，主要为房企发行人。2021年，共16家房企的22只境外债进行交换要约。但中资境外债违约处置有一定的不确定性，有房企进行展期后仍出现违约，例如当代置业在2021年10月未能按时兑付交换要约后的债券，构成实质性违约。因此需关注债券展期发行人信用风险延迟暴露的可能性。

## 中资地产债违约原因分析

2021年中资房地产美元债违约风险加剧，违约数量及违约金额均达到近年来高点。2021年全年，共有12家中资房地产主体共21只债券违约，违约金额达80.4亿美元。此外，也有不少房地产主体对其美元票据进行展期或交换要约。当前信用危机爆发是房企原有发展模式下的必然，过去房企盲目激进扩张，对高负债的依赖程度愈演愈烈，为危机的爆发埋下潜在隐患。自2020年行业监管政策收紧以来，此轮涉及多种渠道，多样举措叠加，从资金需求端到供给端的全面监管史无前例，结合企业舆情影响投资者情绪及再融资渠道，同时购房者信心下降导致销售回款放缓，目前进入恶性循环包括评级不断下调、房企陆续展期直至违约。

<sup>2</sup> 数据使用国际三大信用评级机构的信用级别，如三大的信用级别有差异，按级别较低的统计

表 1：2021 年中资房地产境外债券违约情况

违约主体	首次违约日期	违约债券数量	违约规模(亿美元)
华夏幸福基业股份有限公司	2021/2/2	3	18
泛海控股股份有限公司	2021/5/23	2	3.4
阳光 100 中国控股有限公司	2021/8/11	2	2.2
花样年控股集团有限公司	2021/10/4	1	2.1
中国地产集团有限公司	2021/10/15	1	2.3
新力控股(集团)有限公司	2021/10/18	1	2.4
当代置业(中国)有限公司	2021/10/25	1	2.5
中国奥园集团股份有限公司	2021/12/2	2	7.5
中国恒大集团	2021/12/3	1	2.6
恒大地产集团有限公司	2021/12/6	2	12.4
佳兆业集团控股有限公司	2015/4/17	4	22
阳光城集团股份有限公司	2021/12/10	1	3
<b>合计</b>	-	<b>21</b>	<b>80.4</b>

数据来源：彭博，中诚信亚太整理

图 7：2021 年中资房地产境外债券违约原因



数据来源：中诚信亚太整理

### 企业盲目激进扩张，债务高企

部分房企在过去几年过于依赖过往的成功模式，通过增加杠杆盲目激进扩张，埋下风险，在政策利好及行业环境向好的情况下有助其发展，但作为高杠杆行业，在政策趋紧下，外部融资受阻会加剧房地产企业现金流紧张，最终企业被高企的债务负担和短缺的现金流情况所“压垮”，导致债务违约。其中华夏幸福为典型例子。

2017年华夏幸福重点投资区域环京市场宣布限购，对其造成巨大打击，销售急剧下滑并影响公司现金周转，在无法回款的压力下，公司试图通过异地扩张解决周转问题，抚平风险。然而激进扩张导致公司债务不断攀升，加之2020年初新冠疫情爆发，公司经营计划中

断，2020年华夏幸福全年销售额949亿元，同比2019年下降33.7%，最终导致2021年2月华夏幸福公告其债务逾期，本息金额共52.6亿元，而公司可动用货币资金余额为8亿元，无法偿付金融机构负债。2021年年初，华夏幸福第一次宣布其境内债务违约，其三笔境外债券共计18亿美元相继于当年2月、7月违约。截止2021年底，公司未能偿还的债务本息合计超过千亿。

### 行业监管政策收紧

自2020年“三道红线、四档管理”、“贷款集中度政策”出台试点后，到2021年第三季度，中国人民银行表示房地产企业三道红线监管和房地产贷款集中度管理制度都已经进入常态化实施阶段，地产行业融资再度收紧。“三道红线”是指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。按照越线情况，房企被分为“红、橙、黄、绿”四档，红档是三个指标均越线的，有息负债在2019年的基数上不得增加；橙档是两个指标越线的，负债增幅不得超过5%；黄档是一个指标越线的，负债增幅不超10%；三个指标都未越线的是绿档，负债增幅不超15%。在此政策下，房企“高负债、高周转”发展模式难以为继，融资压力骤增，尤其是位于红档的，无法获得增信的企业。而“房地产贷款集中度管理制度”指银行业金融机构的房地产贷款余额占比及个人住房贷款余额占比不得高于人民银行、银保监会规定的相应上限，此政策加大地产企业分化，导致信贷资源进一步向优质房企倾斜，中小型房企融资渠道被进一步压缩。

此外，自2016年首次提出“房住不炒”后，十四五规划明确未来五年“房住不炒”不动摇，在此背景下，金融机构将压降房地产贷款增速，控制贷款的行业集中度，压缩违法违规的融资类信托业务。非标融资压降，前期通过非标融资方法扩张的企业将受到更大的冲击。从2021年违约情况来看，违约主体如华夏幸福、泛海控股等均处于“红档”房企，且非标融资占比较大。融资政策虽然不会直接导致房地产债务违约，但政策收紧会导致房企再融资压力较大，资金流紧张，违约风险增高。

### 行业遇冷，销售速度下降

2021年初“贷款集中度管理制度”出台，银行收紧涉房贷款额度，限制房地产贷款余额占比及个人住房贷款余额占比，导致部分城市出现按揭额度紧张，二手房停贷，新房贷款审批门槛提升、放贷周期拉长以及房贷利率上调。并且在部分房企风险暴露等因素的作用下，市场购房情绪恢复相对缓慢。叠加房地产销售周期性因素以及疫情持续扩散，受下半年以来市场整体降温的影响，房产销售业绩增速放缓，根据克而瑞发布的数据，2021年9月百强房企销售金额同比去年下降36.2%，7-9月单月业绩连续三个月同比下降。9月百强房企中逾9成企业单月业绩同比降低，其中6成企业同比降幅大于30%。2021年全年，百强房企销售额11.1万亿元，同比下降3.5%；规模房企销售增速罕见出现负增长。房企货量供应不足、项目去化表现不佳，使得销售承压，周转不畅，在手资金无法覆盖应付账款及刚性负债，使得部分房企流动性压力增大，资金链断裂，最终引发债务违约。

### 同业违约影响，投资者信心下滑

2021年初由华夏幸福宣布债务逾期开始，中资房企负面信息频传，4月中国华融宣布无法按时发布年报；5月四川蓝光非标违约；而后中国恒大负面消息甚嚣尘上，愈演愈烈；10月花样年突然宣布境外债券违约；当代置业、阳光城等宣布交换要约；年底恒大集团未能偿付宽限期内境外债券利息，构成违约。

恒大集团作为曾经跻身世界500强，资产规模排名国内前三的房企，其违约对中资房企构成深远影响，由于恒大一家企业在地产美元债存量金额中占比接近10%，个体风险迅速传

导整个地产行业，地产债发行受阻，融资情况进一步恶化。同时房地产企业信用连带受损，金融机构可能对房地产开发商授信额度进一步收缩，导致后续融资困难；民众对房地产企业信任度也随之降低，影响行业销售回款，进而导致资金链断裂等问题。

不同于恒大早在几年前就开始暴露出流动性问题，花样年突然宣布违约则是为中资房企带来更为深刻的信任危机。2021年10月4日，花样年发布公告，公司未能偿还2016年发行总额5亿美元的票据，剩余未偿还金额2.06亿美元。然而其半年报披露显示，截至2021年上半年末公司账上现金及现金等价物271.8亿元，理论上来说公司具备充足资金归还此次境外债本金，但随着融资环境恶化，现金有可能被用于偿还其他债务或无法动用。因为公司净资产中少数股东权益占比较大，可能含有大量明股实债的表外债务。在此背景下出现违约，导致投资者对整个房地产行业信心下滑，对行业财务报表的真实性和透明度产生质疑，投资者对于地产发行人偿债意愿的担忧进一步加剧，房企的债券融资或将受到影响，从而引发一系列连锁反应，最终造成更多企业违约。

### 评级下调

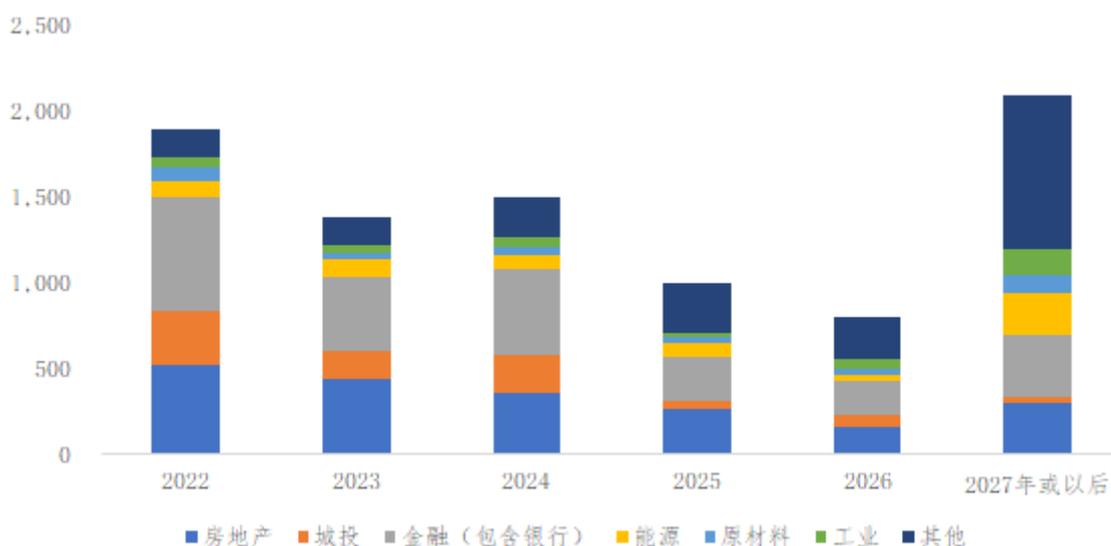
随着房地产违约事件频发，海外评级机构对房地产行业情绪悲观，2021年有52家房地产发行人遭下调评级，而上调的仅有19家，评级下调行动主要集中在第四季度，有38家房地产评级下调，其中2021年10月先后有31家房企被评级机构下调评级或列入评级观察名单。评级机构出于对房企未来销售、融资前景的不乐观，担忧流动性出现风险，从而下调房企评级，此举导致高收益债券二级市场价格大幅震荡，房企再融资和获现能力面临考验，因为评级下调，一定程度上会影响企业融资，导致行业信用风险加速暴露。

2021年10月27日，惠誉将佳兆业长期外币发行人违约评级由B下调至CCC+；10月28日，标普将佳兆业长期发行人评级由B调低至CCC+；穆迪则在更早之前也将佳兆业评级下调至B2。评级密集下调不仅触发了其债券提前偿还的条款，许多正在进行中的融资也被迫中止，最终导致佳兆业资金断裂，11月公司旗下锦恒财富延期兑付，12月20日，佳兆业发布公告称其本金4亿美元，利息为6.5%的优先票据已于12月7日到期，而公司未能支付应付本金及利息。佳兆业曾于2015年经历过债券违约，2014年，公司在深圳预售的多个楼盘房源被锁，导致现金流迅速枯竭无法偿还债券，但在当时的市场和融资环境下，佳兆业最终在多家金融机构援驰下转危为机。而此次评级下调导致其融资渠道基本断裂，想通过外部融资还款的可能性极低，截至2021年底，公司未偿还境外债券金额共计约22亿美金。

## 信用展望

尽管2021年第四季度以来融资政策有所回暖，但预计2022年融资政策仍将延续“保持收紧”和“边际放松”的特征，部分境外发行人的外部融资环境仍将受限，特别是高杠杆企业再融资压力或将进一步提升，加上疫情将持续影响经济复苏进程、国内经济面临市场需求与成本的双重压力，部分行业企业内生资金能力的恢复存在一定不确定性，**预计2022年中资境外债市场违约风险将持续释放，违约规模或将维持高位**。2022年有接近1900亿美元境外债将到期，其中房地产境外债到期规模超过500亿美元，城投境外债到期规模亦超过300亿美元，**考虑到2022年是中资境外债的到期高峰，需警惕尾部发行人和高杠杆企业的信用风险暴露以及境外债券市场风险向境内市场传导的可能**。此外，2021年已违约发行人仍有约147亿美元的存续境外债券将于2022年到期，需关注境外债市场连环违约风险进一步发酵。

图 8：截至 2021 年 12 月 31 日存量中资境外债到期分布（亿美元）



数据来源：彭博，中诚信亚大整理

在信用风险持续释放的背景下，预计弱资质主体违约风险的暴露仍难以避免。具体来看，需要重点关注以下三个方面的信用风险：

**（1）弱资质发行人以及高杠杆企业的信用风险上升，尤其需关注房地产企业和城投发行人未来到期债务偿付情况及违约风险。**随着房地产行业调控趋严常态化，偏紧的政策监管使得房地产行业外部融资受到了明显限制，加上2022年是房地产境外债的到期高峰，或有更多弱资质房地产企业因流动性问题而违约，行业集中度和违约风险未来将会进一步提升。虽然近期地产行业政策出现边际放松，但只是在“房住不炒”的基调下进行微调，旨在维护房地产市场健康稳定发展。在民营房企的信用风险持续暴露下，预期中国政府的支持政策将更多地向高资质国有房企倾斜，民营房企的信心风险出清仍需时日。另外，为化解地方政府隐性债务，2021年以来监管部门出台了一系列政策收紧城投平台的融资环境。在此背景下，弱区域、弱资质城投的融资能力明显削弱，加上2022年也是城投境外债的到期高峰，预计城投企业的流动性压力及信用风险或边际抬升。

**（2）地产行业融资收紧向其他行业的负面传导。**由于地产行业的融资环境持续收紧，制约了房企的拿地需求，对于部分依赖土地出让收入的地区来说，一旦区域经济财政发展弱化、外部资金来源贫乏，土地出让的收入波动便会直接影响到城投企业的回款，进而导致发生债务违约。需警惕房地产行业的债务风险向涉及地产相关业务的城投平台的负面传导。另外，部分金融机构的客户主要为房地产企业、或它们的房地产类型资产规模较高，需关注房企信用风险通过信贷或其他投资关联渠道向金融行业传导的可能。

**（3）境外债展期使得发行人信用风险延迟暴露。**2021年境外债发行人与债券持有人达成债券展期协议，所涉及展期的境外债规模进一步增多。另一方面，虽然部分企业通过债券置换或展期等方式避免其境外债券实质性违约或破产，阶段性缓解发行人债券兑付压力以及信用风险的爆发，但如果企业的偿债能力在短期内未有实质改善，持有人在债券到期日能否回收投资金额仍面临较大的不确定性，因此后续仍需持续关注境外债展期发行人信用风险延迟暴露的可能性，以及这些企业的信用基本面的恢复情况。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司(以下简称“中诚信亚太”)对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信亚太事先书面许可,任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售,或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息,应事先获得中诚信亚太书面许可,并在使用时注明来源,确切表达原始信息的真实含义。中诚信亚太对于任何侵犯本文件著作权的行为,都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信亚太及其业务的图形,都是中诚信亚太商标,受到中国及中国香港商标法的保护。未经中诚信亚太事先书面允许,任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信亚太对于任何侵犯中诚信亚太商标权的行为,都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信亚太从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响,上述信息以提供时状态为准。中诚信亚太对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下, a)中诚信亚太不对任何人或任何实体就中诚信亚太或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任,或 b)即使中诚信亚太事先被通知前述行为可能会造成该等损失,对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失,中诚信亚太也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察,并不能解释为中诚信亚太实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为,也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信亚太不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址: 香港中环康乐广场1号  
怡和大厦19楼1904-1909室

电话: (852)2860 7111

传真: (852)2868 0656

网址: <http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,  
1 Connaught Place, Central, Hong Kong

Tel: (852)2860 7111

Fax: (852)2868 0656

Website: <http://www.ccxap.com>