

2021 年 10 月 07 日

从离岸债，看地产债务压力

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

近期，地产债务风险引起市场广泛讨论。作为民营房企重要融资方式，离岸地产债有什么变化、面临哪些潜在风险？本文梳理，可为地产债务提供不同观察视角。

● 离岸地产债在非金融企业中规模居首，以民企和中小企业为主

离岸地产债存量规模在非金融企业债券中居首，融资近年来明显增多、屡超在岸地产债。截至 10 月初，中资房企的离岸地产债存量达 2118 亿美元、占全部离岸债券的比重达 22%，仅次于金融机构离岸债规模。离岸地产债净融资规模，自 2017 年以来逐步抬升，2019 和 2020 年在 2000 亿元以上，远高于在岸地产债的约 500 亿元规模，使得离岸地产债存量逐步攀升、占在岸地产债比重超过 70%。离岸地产债以民企和中小企业为主，部分房企离岸债规模远超在岸债。离岸地产债发行主体以民企居多，近 65% 的存量离岸地产债由民企发行，而存量在岸地产债的民企占比仅为 2 成左右；离岸地产中注册资本 10 亿元以下的中小企业占比超过 62%，而在岸债占比仅 17%。部分民企、中小企业离岸地产债发行规模甚至超过在岸地产债，碧桂园、旭辉等离岸债规模约为在岸债 2 倍，龙湖高达 50 倍。

● 地产调控下，离岸地产债融资收缩、成本抬升，对债务压力较大企业影响明显
离岸与在岸地产债存在一定“替代”关系，与地产调控、融资成本等有关。近年来，离岸与在岸地产债融资“此消彼长”，例如，2017 年离岸债发行明显放量，而在岸债持续收缩，与离岸债相对低的融资成本紧密相关；伴随离岸债发行监管趋严，2018 年离岸债融资回落，而在岸债发行加快，2019 年、2020 年亦有类似变化。但 2021 年以来，离岸和在岸地产融资双双走弱，前 9 个月融资均已转负。伴随信用风险发酵，离岸债的发行难度加大、成本上升，对债务压力较大的企业影响尤为明显。地产调控下，房企融资和销售回款等逐渐收缩，加大债务压力，离岸和在岸地产债违约频现。伴随信用风险担忧上升，5 月以来离岸地产债融发行规模同比明显回落，平均发行成本显著抬升 100BP 左右至 8% 以上、与在岸债发行成本差距扩大；其中债务压力较大的民企，融资收缩和成本抬升幅度较大。

● 2022 年上半年离岸地产债到期创新高，再融资压力下，偿付风险上升

2022 年上半年离岸地产债到期创历史同期新高，部分债务压力较大、资质偏弱的主体或面临较大再融资压力。2022 年上半年离岸地产债到期 2150 亿元、同比增长 10%，超过在岸债到期的 1716 亿元，民企、中小企业居多、占比分别超 66% 和 70%。违约担忧下，离岸地产债融资明显收缩，到期规模居前的 30 个房企，近半数近一年的离岸债融资为负，叠加负债短期化等，或进一步加大再融资压力。销售回款承压下，未来需紧密跟踪房企融资，及地产相关政策变化。不同以往，本轮地产调控更加侧重房企融资监管，三条红线、贷款集中度考核等，对房企融资的影响持续显现；债务到期、销售回落等，进一步加大房企的现金流压力。经验显示，以往房企走出债务“困境”多依靠调控放松、销售回暖等；地产定位变化下，本轮地产调控定力较强、大方向不变，后续需跟踪应对“次生风险”措施。

● 风险提示：债务风险暴露，调控政策变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-3 分钟看清国庆全球要闻》-2021.10.6

《宏观经济点评-透过 PMI 看能耗双控影响》-2021.9.30

《宏观经济点评-涨价驱动下，上游行业利润维持高景气》-2021.9.28

目 录

1、 离岸地产债规模居前，以民企和中小企业为主	3
2、 地产调控下，离岸地产债融资收缩、成本抬升	4
3、 离岸地产债到期创新高，再融资压力下、偿付风险上升	6
4、 风险提示	9

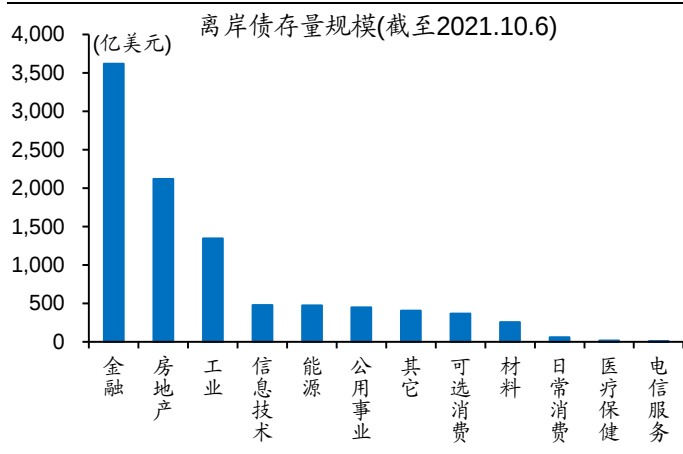
图表目录

图 1: 离岸地产债 2118 亿美元左右、规模居前	3
图 2: 2016 年后，离岸地产债发行明显增多、占比抬升	3
图 3: 2019-2020，离岸地产债融资一度超过在岸	3
图 4: 离岸地产债、在岸地产债存量规模接近	3
图 5: 离岸地产债发行主体大多是民企	4
图 6: 离岸地产债主体多为注册资本较少的中小企业	4
图 7: 恒大、佳兆业等房企离岸债券规模相对较大	4
图 8: 恒大、碧桂园等房企离岸债规模超过在岸	4
图 9: 离岸地产债与在岸地产债存在一定替代关系	5
图 10: 2020 年下半年来，民营房企多依靠离岸债发行	5
图 11: 民企离岸地产债融资明显走弱	5
图 12: 2021 年以来，离岸地产债发行利率明显更高	5
图 13: 年中以来，民企和国企离岸地产债融资走弱	6
图 14: 负债率高、离岸债融资收缩的房企压力较大	6
图 15: 部分房企离岸债和在岸债融资双双收缩	6
图 16: 2022 上半年，离岸地产债到期迎来高峰	7
图 17: 恒大、佳兆业、融创等房企到期压力相对较大	7
图 18: 2021 年 5 月后，离岸地产债信用利差大幅走阔	7
图 19: 离岸地产债发行有短期化倾向，再融资压力加大	7
图 20: 2022 年上半年，民企海外债到期维持高位	8
图 21: 中小房企的到期压力更大	8
图 22: “三条红线”约束下，房企有息债务增速回落	8
图 23: 部分银行个人住房贷款集中度超过上限	8
图 24: 地产债融资与商品房销售走势相反	9
表 1: 地产调控方向不变，部分地区执行措施微调	9

1、 离岸地产债规模居前，以民企和中小企业为主

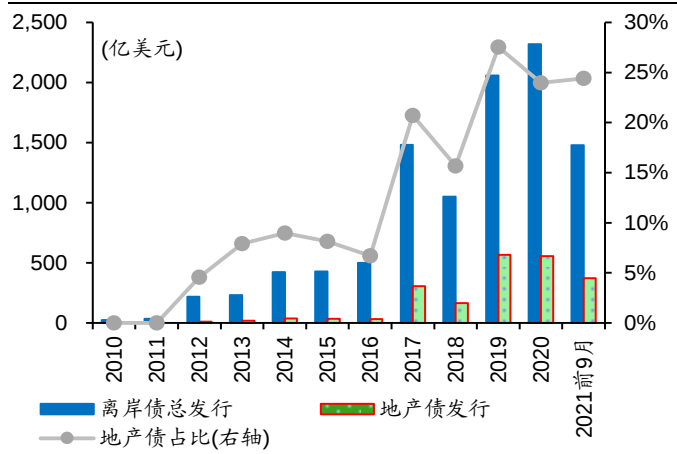
离岸地产债存量规模在非金融企业债券中居首，融资近年来明显增多。截至10月初，离岸债存量规模近1万亿美元，多为中资美元债、占比超过90%。中资房企的离岸地产债存量达2118亿美元、占全部离岸债券的比重达22%，仅次于金融机构离岸债规模。近年来，离岸地产债发行规模逐步抬升，由2016年不足35亿美元、增长至2021年前9月的373亿美元，占全部离岸债比重也由7%不到抬升至24%以上。

图1：离岸地产债2118亿美元左右、规模居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

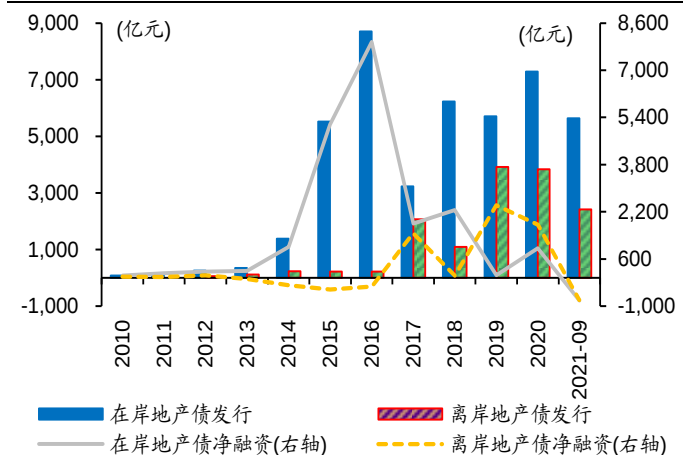
图2：2016年后，离岸地产债发行明显增多、占比抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

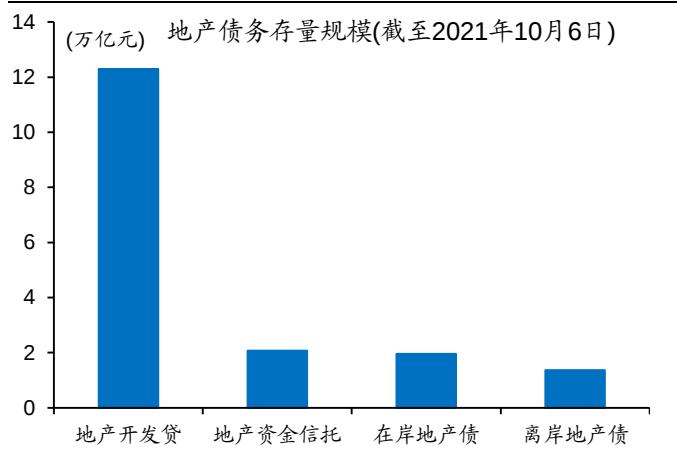
离岸地产债净融资近年来屡超在岸地产债，存量规模不断累积、占在岸比重超7成。2016年后在岸地产债融资大幅回落，离岸地产债融资规模开始攀升。仅一年时间离岸地产债净融资由2016年的-331亿元大幅增长至2017年的1472亿元，2019年和2020年年均净融资达到2000亿元以上、远高于同期在岸地产债净融资的500亿元左右。经历大幅增长后，离岸地产债存量规模占在岸地产债比重超过70%。

图3：2019-2020，离岸地产债融资一度超过在岸



数据来源：Wind、开源证券研究所

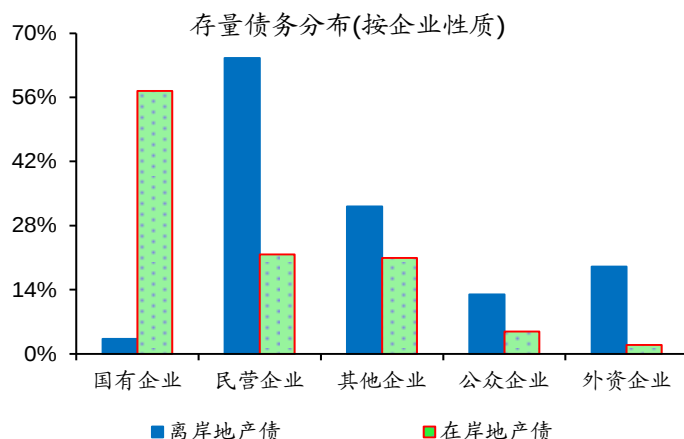
图4：离岸地产债、在岸地产债存量规模接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

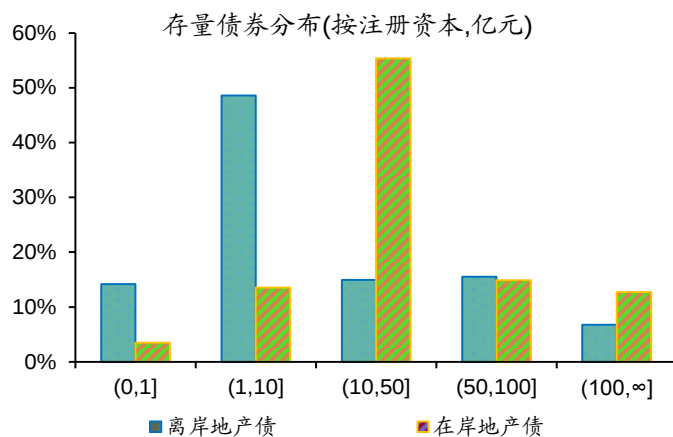
离岸地产债以民企和中小企业为主，部分房企离岸债规模远超在岸债。离岸地产债发行主体以民企居多，近 65% 的存量离岸地产债由民企发行，而存量在岸地产债的民企占比仅为 2 成左右；离岸地产中注册资本 10 亿元以下的中小企业占比超过 62%，而在岸债占比仅 17%。部分民企、中小企业离岸地产债发行规模甚至超过在岸地产债，碧桂园、旭辉等离岸债规模约为在岸债 2 倍，龙湖高达 50 倍。

图5：离岸地产债发行主体大多是民企



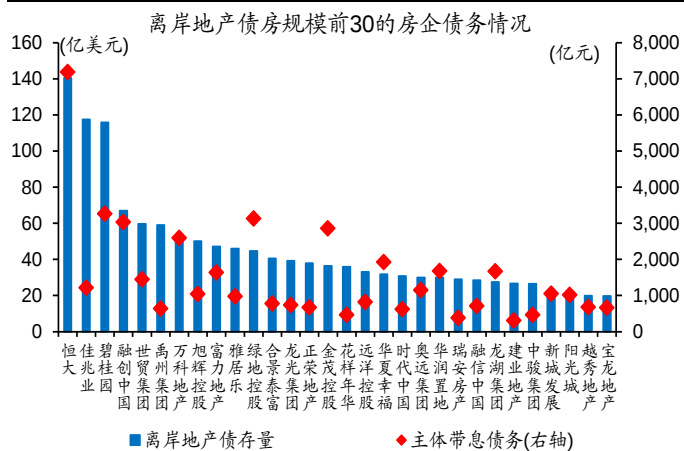
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：离岸地产债主体多为注册资本较少的中小企业



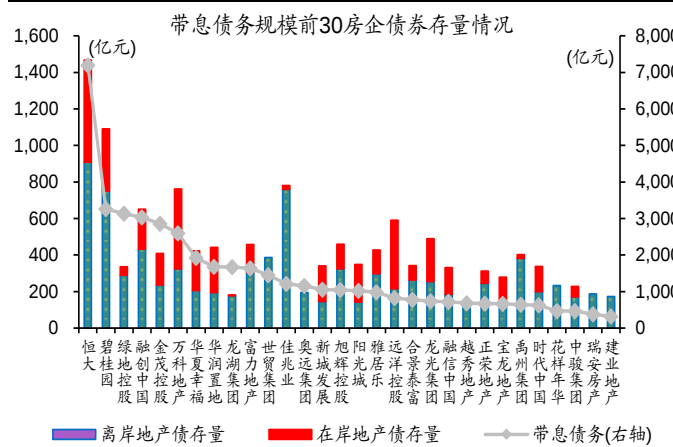
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：恒大、佳兆业等房企离岸债券规模相对较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

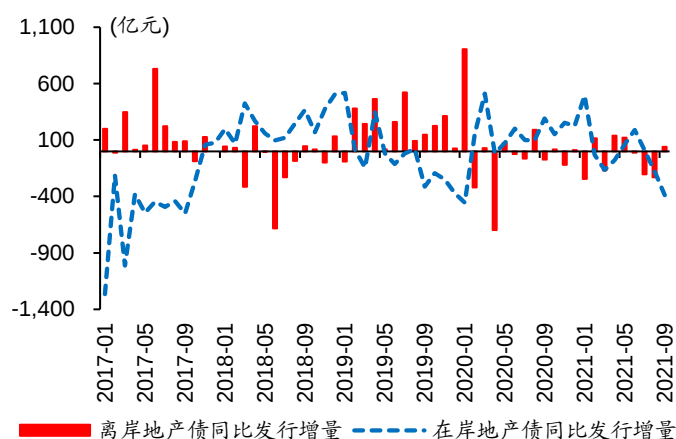
图8：恒大、碧桂园等房企离岸债规模超过在岸



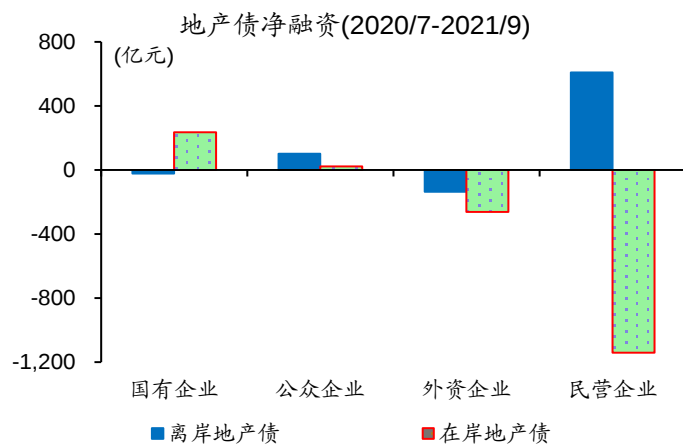
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、地产调控下，离岸地产债融资收缩、成本抬升

离岸与在岸地产债存在一定“替代”关系，与地产调控、融资成本等有关。近年来，离岸与在岸地产债融资“此消彼长”，例如，2017 年离岸债发行明显放量，而在岸债持续收缩，与离岸债相对低的融资成本紧密相关；伴随离岸债发行监管趋严，2018 年离岸债融资回落，而在岸债发行加快，2019 年、2020 年亦有类似变化。但 2021 年以来，离岸和在岸地产融资双双走弱，前三季度融资均已转负。

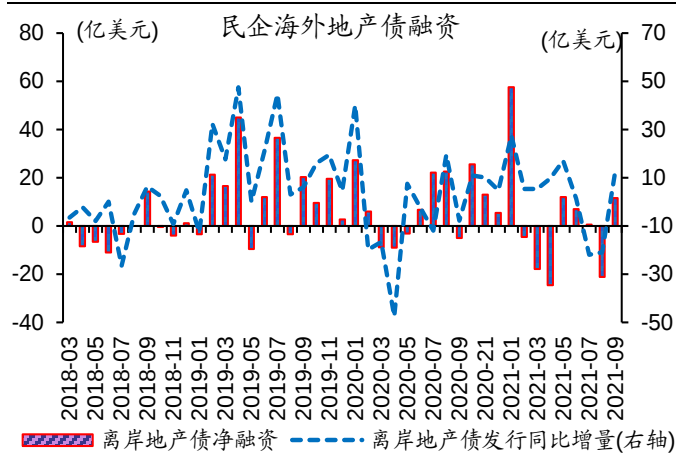
图9：离岸地产债与在岸地产债存在一定替代关系


数据来源：Wind、开源证券研究所

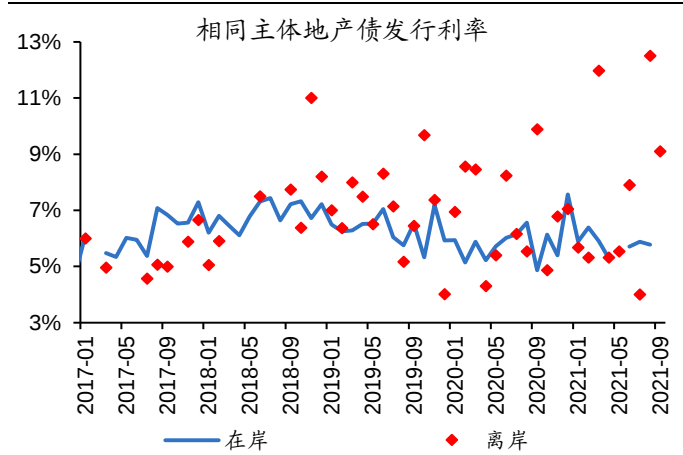
图10：2020年下半年以来，民营房企多依靠离岸债发行


数据来源：Wind、开源证券研究所

伴随信用风险发酵，离岸债的发行难度加大、成本上升。地产调控下，房企融资和销售回款等逐渐收缩，加大债务压力，离岸和在岸地产债违约频现。伴随信用风险担忧上升，5月以来民企离岸债发行回落，使得净融资一度降至8月的-21亿美元，处于近3年低点。同时，离岸债的发行成本也明显抬升、由年初的7%左右上涨至三季度8%以上，单只债券发行利率甚至达到12.5%，与在岸地产债利差进一步走阔。

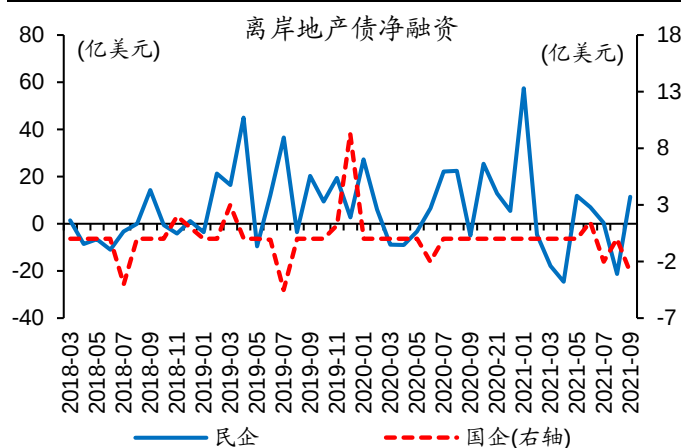
图11：民企离岸地产债融资明显走弱


数据来源：Wind、开源证券研究所

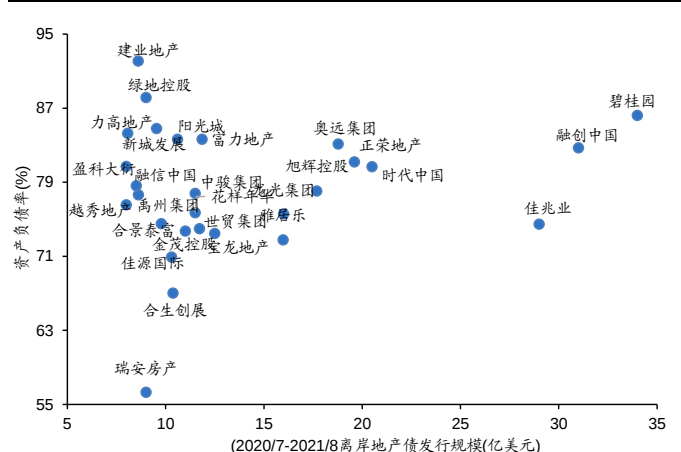
图12：2021年以来，离岸地产债发行利率明显更高


数据来源：Wind、开源证券研究所

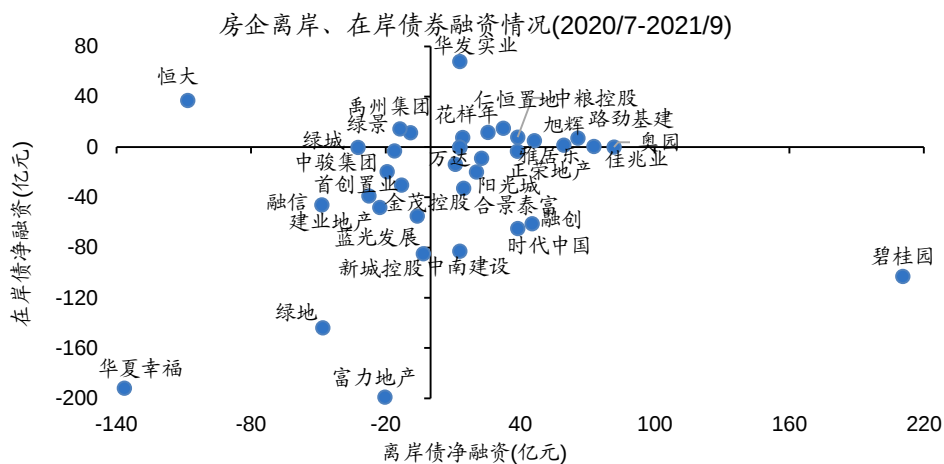
债务压力较大的企业受到的冲击尤为明显，国企和优质民企受到的影响较小。离岸债发行难度加大、成本上升下，再融资压力有所增加，尤其是债务压力较大的房企。2020年下半年以来，资产负债率相对较高的建业地产、绿地、富力地产、融创等房企离岸债发行规模较少、净融资处于负值区间，同期在岸地产债融资也相对低迷；华发实业、仁恒置业等房企离岸、在岸地产债融资双双为正。

图13: 年中以来, 民企和国企离岸地产债融资走弱


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 负债率高、离岸债融资收缩的房企压力较大


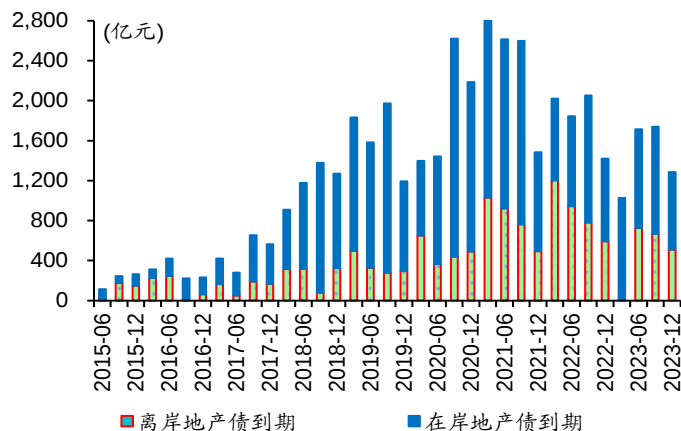
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 部分房企离岸债和在岸债融资双双收缩


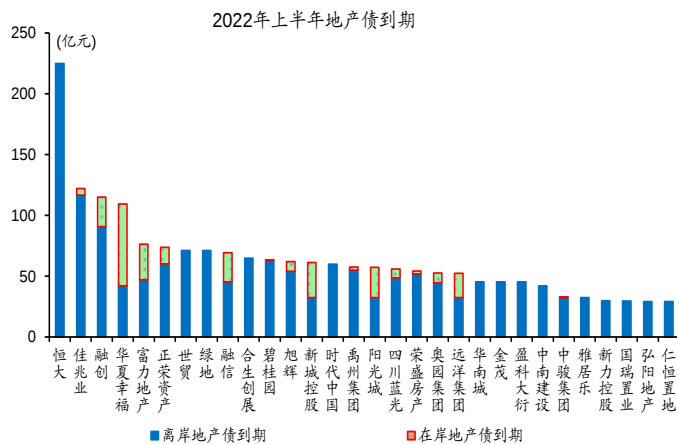
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、 离岸地产债到期创新高, 再融资压力下、偿付风险上升

离岸地产债到期偿付压力逐步上升, 偿付规模将超过在岸债。2022 年地产债到期规模达 3520 亿元、创新高, 较 2018 年增长 2.4 倍, 其中, 上半年到期规模甚至超过在岸地产债、达 2150 亿元, 同比增长 10% 以上。具体来看, 恒大、佳兆业、融创离岸地产债到期规模较大, 均在 90 亿元以上, 除离岸债外, 华夏幸福、富力地产等房企在岸地产债到期规模也相对较多。

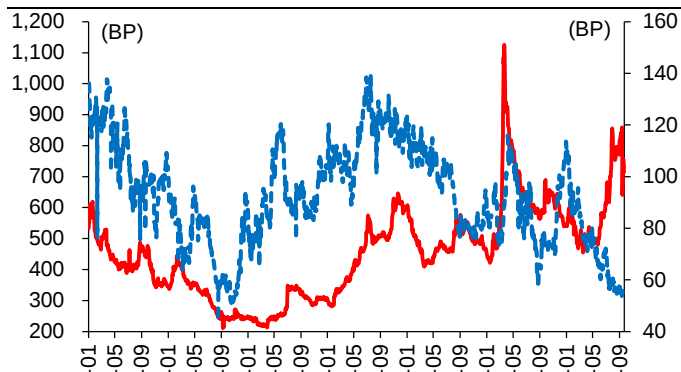
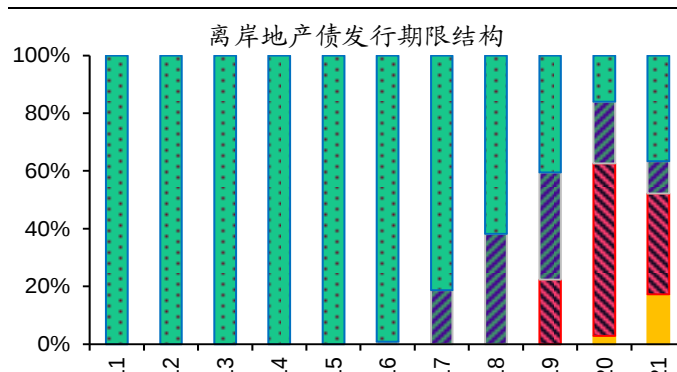
图16: 2022 上半年, 离岸地产债到期迎来高峰


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 恒大、佳兆业、融创等房企到期压力相对较大


数据来源: Wind、开源证券研究所

信用违约发酵进一步加大再融资难度, 尤其是债务压力较大、资质偏弱的主体。地产调控下, 房企融资和销售回款等逐渐收缩, 加大债务压力, 离岸和在岸地产债违约频现。伴随信用风险担忧上升, 中资美元地产债信用利差走阔超 350BP 至 800BP 左右、创近一年新高。发行成本上升、难度加大, 叠加发债短期化等, 进一步加大离岸地产债的再融资压力, 尤其是负债较大、资质偏弱的主体, 2022 年上半年离岸地产债到期以民企、中小企业居多, 占比分别超 66%和 70%。

图18: 2021 年 5 月后, 离岸地产债信用利差大幅走阔

图19: 离岸地产债发行有短期化倾向, 再融资压力加大


预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27345

