

瑞恩资本今日发表关于近期美元债重组的看点文章:

历史上中资美元债券重组，曾为部分火中取栗的投资人带来丰厚回报。时过境迁，行业逆风围困下中资房地产商这波违约潮中，债券持有人不得不放低预期。

彭博汇总信息显示，2018年以来，至少有27家中国房地产商在境内外债券市场出现违约，其中选择进行司法重整的仅2家，而包括恒大、华夏幸福在内10多家大中型开发商都倾向于庭外协议重组，包括了全面债务重组和对单期债券分别进行展期或置换等。

陷于困境房地产商的司法重整比例，远低于人民币债券市场的整体状况。根据汇丰汇总的数据，213家人民币债券违约发行人中，有89家选择进行司法重整。有市场人士指出，本轮违约的房地产公司主要面临的是流动性困局，没有出现大规模资不抵债情况，且地产企业资产负债结构复杂，庭外协议重组意味着以时间换空间，是当下各方更能接受的选择。

随着房地产行业告别金色年华，投资者需要重新审视行业和金融环境，放低对地产商债务回收率的预期，并对付出更长的时间成本有所准备。

「大家都有一个愿望在那里，所以使得大家不是马上摊底牌，都愿意再多看几张牌。」上海懋良投资合伙人沈忱称。他解释称，庭内重整大概率股东要出局，开发商通常希望避免这种情况，而债权人也希望发行人能够渡过难关，因此通过资产出售获得喘息成为首选，「没有人那么容易缴械投降。」

特殊机会投资基金管理人鼎一投资董事长郑华玲也表达了类似看法，只要债权人觉得资产大于负债，能出售部分资产「断臂求生」，或者还能找到流动性支持，大体还是希望能庭外解决。

流动性危机

中国多数大型房地产公司长期以来主要依靠高负债、高杠杆经营。自2020年下半年，恒大爆出战投危机以来，资本市场情绪急转直下，再融资通道关闭、房地产销售下滑、预售资金过度监管等一系列因素综合作用下，地产违约进入高发期。彭博统计数据显示，仅2021年就有折合逾170亿美元的中资地产债违约。

「对于多数地产企业，目前面临的主要还是一个流动性问题，」标普全球评级大中华区企业评级董事李畅称。他表示目前主要依赖政策放松解决流动性危机，因为销售短期很难明显好转。

「困境要约交换(distressed exchanges)是资金紧张房企避免违约、并撑到行业恢复那天的一种手段，」Lucror Analytics Pte驻新加坡的信用分析师Leonard Law表示。「对投资者来说，与其直接违约，不如先接受一下交换。」

据渣打分析师Xin Yi Cheng的统计，截至2月初，13家房企已经对57亿美元的票据开展了困境要约交换，这些企业的存续美元债金额高达317亿美元。去年12月，佳兆业集团的票据交换提议遭持有人拒绝，最终再次陷入违约泥潭。

为防范地产风险进一步外溢，监管层近期已开始对行业政策适度纠偏。据报导，相关部门近日下发了商品房预售资金监管意见，料将缓解房企资金压力。中国央行称保障性租赁住房有关贷款将不纳入房地产贷款集中度管理。上月，关联房贷利率的5年期贷款市场报价利率(LPR)出现21个月来首降。此外，银行在去年12月据悉亦获窗口指导，要扭转对开发商贷款的下滑趋势。

但要扭转市场信心可能还需要更多时间和措施，最新数据显示，中国房企1月销售开局惨淡，百强开发商销售额同比再降近四成。

降低预期

回收率方面，鼎一的郑华玲、标普的李畅均提到，目前地产的整体环境和前几年不一样了。「近几年如万科重组泰禾、世茂重组福晟进展也都不顺利，说明实操层面挑战比较多，特别像债券这样的无抵押债权，很难有非常乐观的回收率预期。」郑华玲称。

具体案例来看，如国购投资在法院主导下的破产重整程序已进入运行时间。公开信息显示，清偿方案包括本金部分按照5%比例以货币资金清偿，剩余95%本金部分予以留债10年分期清偿。

彭博报导的泰禾债务重组计划中，公司提出将境内债券展期5年，从第三年才开始分期偿还本金；在首只债券违约约一年之后，华夏幸福据悉仍在寻求与境内债券持有人签订债务重组协议，预计在2023年底之前以现金偿还人民币债券本金的30%。

从上述三份较为明确的全面债务重组方案来看，前期一次性支付的现金比例不高，甚至前面两三年都很难拿到多少现金清偿，而后续展期留债的时间又比较长。和上一次本金基本没有损失、大约一年半就出台的佳兆业美元债重组方案相比弱势不少。

谨慎参与

许多受访市场人士还提到，地产公司主要资产都在底下项目公司，大量债务又在母公司层面，项目公司普遍附着资产担保与受限，不仅处置困难，也意味着无担保债权人在清偿顺序和回收率上极为不利。在行业基本面面临下行风险的情况下，这些矛盾将被进一步放大，这一波违约潮中高收益债投资者参与的态度也颇为谨慎。

「困境地产债投资，还是看资金性质和价格，这类企业的风险解决肯定是两三年以上的时间，看投资者自身能否等得起，」北京泰舜资产管理有限公司投资经理助理徐加胜直言。

Triada capital的创始人Monica Hsiao提醒，如果重组拖延的时间超过市场预期，可能会对中国债券市场产生长期影响，「最后的结果是，还愿意将中国高收益债作为一个机构投资资产类别的人会越来越少。」