

端 x 华尔街日报 广场

恒大模式是其他中国房企兴盛之始，也是败落之因

在中国的房地产热潮之下，许多开发商大举借贷为超高速增长提供资金。现在随著信贷枯竭，开发商正给投资者带来前所未有的损失。



2021年10月18日，湖北武汉市恒大武汉文化旅游城，一名女性穿过广告牌上的洞。摄：Getty Images

WSJ

华尔街日报 ✓

华尔街日报记者 Quentin Webb | 2021-12-04

本文原刊于《华尔街日报》，端传媒获授权转载。目前，《华尔街日报》中文版全部内容仅向付费会员开放，我们强烈推荐您购买/升级成为“端传媒尊享会员”，以低于原价 70% 的价格，畅读端传媒和《华尔街日报》全部内容。

在中国的房地产热潮之下，许多开发商像行业巨头中国恒大集团（China Evergrande Group, 3333.HK, 简称：中国恒大）一样，大举借贷为超高速增长提供资金。

现在随著信贷逐渐枯竭，新房销售也下滑，这些开发商正给国际投资者带来前所未有的损失。投资者纷纷抛售此类开发商的债券，为这些公司的财务状况拉响警报。

到目前为止，中国恒大得以凑齐资金，在最后时刻兑付了债券利息，但自10月初以来，至少有四家开发商出现美元债券违约。另外一些开发商正出售资产以筹集现金。

由于明年年初会有大量债务到期，如果这些公司不能很快重返市场发售新债券，造成的损失可能还会加剧。在一项由洲际交易所（ICE）和美国银行（BofA）编制的债券指数中，中国房地产开发商发行的美元垃圾债券平均收益率在10月底接近30%，反映出投资者的极端悲观情绪。

从20世纪90年代末开始，中国私有住房市场快速增长，许多抱负远大的房地产开发商应运而生，这些公司通常由创始人领导，大量吸纳资本、囤积土地，押注住宅和土地价格将不断上涨。政府统计数据显示，整个行业的年收入已跃升至相当于约1.9兆美元，是2000年的26倍左右。

现在中国有成千上万家房地产开发商，其中许多较大型开发商已经上市。根据标普全球市场财智（S&P Global Market Intelligence）的数据，有100多家开发商在香港交易所上市，总市值达2420亿美元。

“恒大肯定比多数开发商更为激进，但很多开发商都采取了同样的模式，”TS Lombard的资深房地产行业分析师Andrew Lawrence说。“这是一次大繁荣，他们为了做大而过度交易。”

新力控股集团有限公司（Sinic Holdings Group, 2103.HK）的大起大落尤为引人注目。曾担任某建筑公司经理的张园林于2010年创办了新力控股。新力控股业务最初集中在内陆省份江西，然后迅速扩大到东部沿海城市和西部大都市。

新力控股2019年在香港上市，当年该公司收入达到48亿美元。不久之后，新力控股获得信用评级；截至今年1月，该公司已发售三批美元债券，总额7.1亿美元。

今年9月，新力控股陷入困境，中国政府旨在遏制开发商杠杆的“三条红线”政策给房地产行业造成压力。随

力控股，新力控股债券价格直线下跌，股价在一天内暴跌了87%。今年10月，该公司2.5亿美元债券发生违约。

一家曾购买新力控股证券的全球资管公司的投资人称，新力控股曾经属于中国比较有野心的开发商，但这样的开发商也不止它一家，新力控股也是受快速变化的形势所累。

在全球债券市场上，投资者对中国房地产行业的突然败落感受最为强烈。但开发商此前拥有众多资金来源，离岸债券只是其中一个融资渠道。野村（Nomura）经济学家估计，截至6月份，中国房地产开发商的借款总额已超过5兆美元。

最近发生债务违约的房企还包括总部位于北京的当代置业（中国）有限公司（Modern Land (china) Co., 1107.HK, 简称：当代置业）和总部位于深圳的花样年控股集团（Fantasia Holdings Group Co., 1777.HK, 简称：花样年控股）。当代置业主要开发绿色项目，花样年控股则是一家高端项目开发商，控股股东为中国一位前副主席的侄女。

压力已经积聚了一段时间，主要从事工业园区领域开发的华夏幸福基业股份有限公司（China Fortune Land Development Co., 600340.SH, 简称：华夏幸福）等公司今年早些时候就发生了违约。当时华夏幸福未偿国际债券规模约为46亿美元。

销售的骤然遇冷和信贷迅速紧缩暴露出许多房企商业模式的脆弱性，但分析人士和投资者称，这些只是更大系统的冰山一角。

惠理集团（Value Partners）驻香港的固定收益部首席投资官Gordon Ip表示，随著开发商加杠杆，银行业者急于促成交易，还有投资者也迫切希望在高利率水平放贷，导致金融风险在过去十年里不断累积上升。

与此同时，地方政府也热衷于土拍卖地。野村表示，去年中国地方政府的土地出让收入总计达到人民币8.4兆元（约合1.31兆美元），占到地方政府财政收入的近31%。

在Smartkarma研究平台上发表文章的驻香港分析师Travis Lundy说：“这是一个所有人都参与其中的生态系统。”他表示：“整个系统就好比一台非常复杂精密的机器，许许多多的操作者都给这台机器的轮轴涂上润滑油，以令其运转。开发商逃脱不了指摘，但它们也只是这台机器的一部分而已。”

总部位于深圳的佳兆业集团控股有限公司（Kaisa Group Holdings Ltd., 1638.HK, 简称：佳兆业集团）的发展情况表明，全球投资者已经准备好为企业提供新贷款，哪怕是近期爆出问题的公司。

在深圳市政府部门下令禁售佳兆业开发的部分楼盘后，这家开发商曾在2014年底陷入困境，并在次年就发生违约，而那时中国企业借款人发生海外债务违约简直是闻所未闻的大新闻。佳兆业后来接受了一项解决方案，将所持债务转换成约30亿美元的期限更长的新离岸债券。

在停牌两年后，佳兆业股票于2017年恢复交易，并迅速重返全球债券市场融资。2019年该公司成功发行了30亿美元的新美元债，次年发行了更大规模的债券。

最近佳兆业一些债券付息未按时完成，正推动投资者将12月初到期的4亿美元债务置换成18个月之后到期的新债券。

佳兆业信用评级在垃圾评级区域进一步下调，其债券价格也随之大跌。据Tradeweb数据，该公司2024年到期、息率9.375%的债券最近交易价格仅为面值的31.6%。

阳光城集团股份有限公司（Yango Group Co., 000671.SZ, 简称：阳光城集团）等其他开发商也已提出了债务置换方案，通常在全球信用评估机构看来，这种操作已经构成了某种形式的违约。

中国恒大的麻烦也远未解决。该公司9月份首次未按时付息，之后设法进行了支付，但其未来六个月到期的美元债务超过35亿美元，为其已支付金额的数倍。中国恒大总体负债在3,000亿美元左右。

标普全球评级（S&P Global Ratings）在11月18日的一份报告中说：“我们仍然认为恒大违约的可能性很大。”恒大新房销售遭遇困难，这意味著其主要商业模式“实际上已经失灵”。

英文原文：[The Evergrande Blueprint Worked for Other Chinese Developers, Until It Didn't](#)