

美元债危机下，万科的活命之策

案例使用说明

一、 教学目的与用途

1. 适用课程

本课程适合《公司金融》和《金融衍生工具》等课程的教学。

2. 适用对象

本案例适用对象包括高年级金融专业本科生、金融硕士研究生、工商管理硕士研究生等。

3. 教学目的：

近三年来，高速发展数十年的房地产行业在政策与疫情多方冲击之下，损伤惨重。又恰逢美元债到期高峰，大批房地产企业陷入困境或破产倒闭，“爆雷”事件不断。万科一向以稳健性经营著称，较早的意识到行业转折点的到来，那么在此次危机中也不负众望，在危机中得以幸存，仍然位居行业前列。本案例以房地产美元债的发展为背景，以万科为主角，具体描写了万科在发展的过程中为解决资金问题引入美元债，逐渐对美元债逐渐形成依赖，随后在集中兑付时期遭遇多方冲击，在冲击之下万科的套期保值等策略，成功逃脱爆雷的命运。

因此，本案例的教学目主要有以下几点：

- (1) 理解、掌握美元债的概念、发展的历史以及优劣。
- (2) 了解我国房地产行业大规模违约的现状、引导学生探讨这种情况背后的成因。
- (3) 掌握金融监管对房地产金融的作用机制，了解房地产行业的相关政策。
- (4) 掌握企业外汇风险的管理方式，理解金融对冲和经营对冲的差异。
- (5) 熟练掌握不同金融衍生工具的特点、作用机制、交易流程以及风险等，并且能够独立计算套期保值损益。

二、 启发思考题：

本案例的启发思考题是为了传递教学目标对应的知识点。教师应该在讲解之前让学生带着问题进行思考，从而加深学生对有关知识点的理解。

1. 万科坐稳中国房企的头部交椅之后，为什么还要进军海外市场？在发展海外业务的时候遇到了什么难题？最后又是如何解决的？

2. 什么是美元债？相比较于其他融资方式优点有哪些？发行美元债又隐藏着哪些风险？

3. 结合万科引入美元债解决资金问题的事件，思考影响企业选择融资方式的因素有哪些？

4. 造成房地产行业美元债极高违约率的原因是什么？

5. 万科采取了什么外汇风险对冲策略，这种策略有什么优缺点？是否适合所有的房地产企业？

6. 结合各种衍生工具的差异，谈谈万科为什么改变多次改变所使用的衍生工具的种类？

7. 房地产行业的接连爆雷已经引起了政府的关注，那么除了解禁各种融资方式之外，还可以从哪些方面助力整个行业度过此次难关，你还有什么好的建议给有关部门吗？

三、 分析思路

本案例以万科引入美元债的兴衰发展映射整个地产美元债的发展历程。包含万科海外发展初期遭遇困难采用美元债券进行融资并且大肆发行，而在偿还高峰时期，又遭遇疫情和政策的双重冲击，因为提前采用衍生工具交易避免了债务爆雷的命运。

案例的启发思考题之间的逻辑框架如下图：

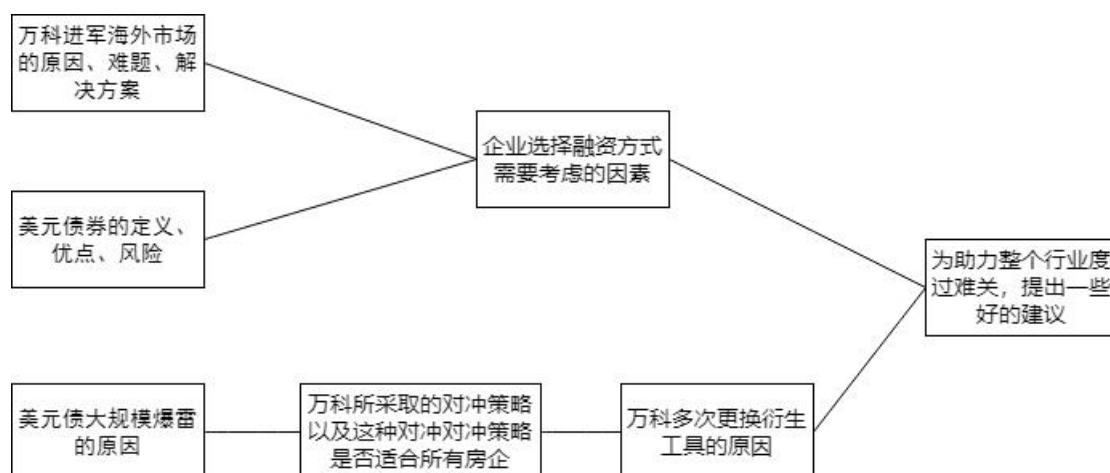


图 1.启发思考题逻辑图

1. 结合万科在进驻海外之前的发展状况行业风向，以及对未来的发展定位，总结万科进驻海外市场的原因。
2. 从万科可能因为美元债种种危机，包括但是不限于政策、收入、汇率等等因素，影响价格的因素，探究美元债的风险有哪些？
3. 结合有序融资理论和控制权理论、行业特点、宏观环境以及公司自身状况等等，从融资成本、风险、融资条件各个方面探究影响企业融资方式选择的因素。
4. 万科自身经营风格决定了万科必然考虑到美元债的风险，充分了解两种对冲方式的概念，思考万科进行套期保值避免外汇风险属于哪种对冲方式，以及从不同的企业、规模特点出发考虑这种方法的普适性。
5. 课前要充分了解金融衍生工具的基础知识，对比不同衍生工具的作用机制以及优缺点，思考万科究竟为什么改变衍生工具的种类。

四、 理论依据

1. 优序融资理论

1984年，该理论由Myers和Majluf提出，在融资的渠道中，主要有两个来源：内部来源和外部来源，内部来源的融资称为内源融资，主要来源于企业自身积累的留存收益和折旧；外源融资一般是从金融机构借款、上市融资、发债等。该理论认为，由于经营权和所有权分离，市场中存在信息不对称：企业的管理人员因为更加了解企业内部的经营和收益情况，而外部的投资者只能通过内部管理人员释放的信号来进行决策，按照自身对公司的分析结果进行价值的衡量，所以外部的投资者对公司的股票价值不一定能进行准确的估算。当企业需要融资时，性价比较高的方式是内源融资，是因为内源融资受到的各种限制最小，并且不需要向外部支付相关费用，还可以维护原股东的权益，无需支付各种费用，所受限制少，且可以维护原有股东的权益，因而是首选的融资方式。当内源融资的金额不够，企业还需要更多的资金的时候，才进行外源性融资，而当企业在股权融资和债券融资中考虑的时候，管理者认为企业发行股票的行为会导致外部投资者降低其对该企业股票的估值，就会出具比较低的价格，因此最终会影响股票的价格，使其降低。而债权融资就不会传递这种导致股价下跌的负面信号，因此选择发行与信息不对称相关性较小的债券，则对公司的价值影响较小，并且债权融资所支付的税费可以部分抵扣，进一步降低融资成本，因此相对于股权融资，企业更加

倾向于债权融资，且更倾向于短期而不是长期融资，最后在不得已的情况下才会发行股票。所以优序融资理论的主要结论是：①偏好内源融资；②若从外部获取资金，倾向先债后股，并且如果企业的现金较为充沛，会选择归还部分融资，且将主要会偿还债务融资，而不会回购股票；③企业一般不会通过减少股息进行融资，也就是说企业的净现金流的情况可以表现出外源融资的情况，债务比率也可以看出该情况。

2.控制权理论

该理论认为企业经理人出于对企业控制权本身的偏好会通过融资结构来影响控制权的分配从而影响企业的市场价值。虽然所有者（股东）及其选出来的董事会是控制企业的但实际上股东对企业的控制比正式规章所显示的要弱些而债券持有者和银行对企业的控制比正式规章所显示的要强些。股东控制力较弱是因为既存在信息不对称问题也存在动力问题。对于规模足够大可以发行债券的公司来说举债带来的控制权损失最小。而如果发行足够多的新股票新股东就有可能掌握公司的控制权。所以对于以控制权为目标函数的经理人来说最安全的办法是用内部资本进行投资。因此从一个对企业控制权有管理者来的角度来看，企业融资结构的顺序是：内部集资、发行股票、发行债券、银行贷款；但从有利于企业治理结构的建立和约束机制的完善来说，其融资结构的顺序则是相反。平衡两者，增大债券融资的比重是最优的的融资策略。

3.风险控制理论

风险控制是指企业在经营过程中采取各种措施，消灭或减少风险事件发生的可能性，或者减少风险事件发生时造成的损失。风险控制的方法包括：风险规避、风险转移、风险减轻及风险接受。风险规避是指投资者有意识地放弃风险行为，完全避免特定的损失风险。单纯的风险规避是一种最消极的风险处理办法，因为投资者在放弃风险行为的同时，往往也放弃了潜在的目标收益。

风险转移是指通过契约，将让渡人的风险转移给受让人承担的行为。通过风险转移有时可大大降低经济主体的风险水平。风险转移的主要形式是合同及保险。

风险减轻不是放弃风险，而采取措施降低损失发生的可能性或者是减少实际损失。控制包括事前、事中和事后三个阶段。事前控制的目的在于降低损失的概率，事中和事后的控制主要在于减少实际发生的损失。

风险接受是指如果损失发生，经济主体将以当时可利用的任何资金进行支付。风险接受包括无计划接受和有计划自我保险。

4. 外汇风险应对策略：经营性对冲和金融性对冲

企业可以采取的外汇风险对冲策略主要为金融性对冲和经营性对冲。

金融性对冲主要是指企业通过运用各类金融工具对其资产和负债进行风险对冲。随着金融市场的发展，外汇衍生品日益受到跨国企业的青睐，比较常见的外汇衍生品有远期外汇合约、货币掉期、外汇期货以及外汇期权等。其主要目的就是利用衍生品提前锁定企业自身成本或者收益。。金融对冲策略有助于企业尤其是中小企业拓宽避险渠道，但受限于金融市场制度约束、银行定价、企业认知水平等因素，金融对冲策略使用频率不高。

经营性对冲是指企业采取不同的经营手段，比如建立海外子公司或者构建全球销售网络等方法将外汇风险内部化，或者将外汇风险消除在源头。房地产在开展全球化业务时遇到的部分外汇风险主要来源于美元债的还本付息，以及跨国土地的购入，房产的销售、跨国并购中资金的流动。海外子公司的建立可以将产品的生产和销售引入至企业内部，以此降低成本，提高销售效率，从而有利对冲外汇风险。但是经营性对冲属于商业运作方式，企业熟悉度较高，但因不同企业在国际地位相差较大，经营对冲策略的普适性不高。为更好地解释金融性对冲和交易性对冲的机制，下图展示了两种对冲模型。

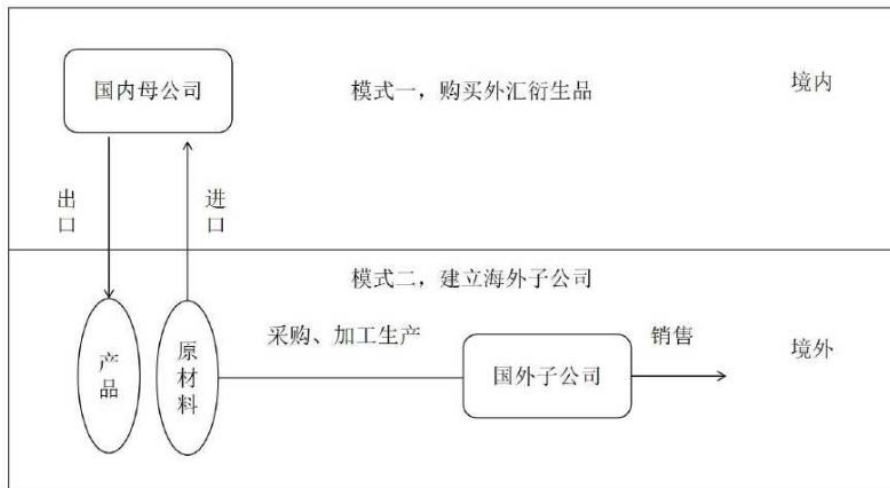


图 2. 风险对冲模式图

5. 金融衍生品

金融衍生工具（derivatives security）是在货币、债券、股票等传统金融工具的基础上衍化和派生的，以杠杆和信用交易为特征的金融工具。按照合约的交

易方法和交易特点的不同，无论是金融机构的法规还是学术界，都认为衍生品可以分成四个最基本的门类——远期、互换、期货、期权。

远期合约指合约的双方约定在未来的某一个确定的时间，以确定的价格买卖一定数量的某标的资产的一种合约。

期货合约其实就是一种标准化的，可于交易所交易的特殊远期合约（普通远期合约只能场外交易，OTC），由于期货必须在交易所交易，配套逐日盯市、保证金等制度，对买卖双方来说无需承担对方违约的风险。

期权合约指在特定时间内以特定价格买卖一定数量交易品种的权利。合约买入者或持有者以支付保证金——期权费的方式拥有权利；合约卖出者或立权者收取期权费，在买入者希望行权时，必须履行义务。

互换合约又称“掉期合约”，是一种交易双方签订的在未来某一时期相互交换某种资产的合约。掉期合约是当事人之间签订的在未来某一期间内相互交换他们认为具有相等经济价值的现金流的合约。

五、具体分析

5.1 万科坐稳中国房企的头部交椅之后，为什么还要进军海外市场？在发展海外业务的时候遇到了什么难题？最后又是如何解决的？

（1）万科为什么要进军海外市场？

首先，国内市场逐渐趋于饱和，未来房地产企业之间的竞争需要更大、更广阔的市场，尽早的海外市场布局能够平衡国内的市场风险。

其次，通过与国际发展商合作学习成熟市场经验，有助于提高万科的管理能力。

最后，国内的严厉调控给房地产开发商的增长空间造成了压力，各大房企迫切需要找到新的增长点。

（2）发展海外业务遇到的难题以及解决方式。

万科计划在美国进行投资拿地，扩张商业版图，但是在初期遇到了资金的问题，这也是后来万科发行美元债的主要原因。资金的问题主要体现在以下几个方面：

融资渠道单一：从2009年开始，随着宏观调控的深入，“国四条”“国十一条”等等政策的出台，国内资本市场的大门已经对所有的房地产企业关闭，A股市场IPO、买壳上市融资以及增发、可转债等再融资手段全部丧失。通过万科的

历史数据显示，万科自 2008 年发行 59 亿公司债之后，直至 2013 年第一笔美元债发行之前都没有在资本市场上进行任何融资。除了自有资金以外，企业的资金来源仅仅依靠信托和银行贷款。

外源性融资成本过高：万科的外源资金来源只有信托和银行贷款，其资金成本高于竞争对手。万科同时期的竞争对手保利地产、招商地产和金地集团等已经在香港资本市场通过优先票据或者债券进行大规模融资，降低了资金成本。如下表 1，保利地产、招商地产和金地集团则仅仅为 6.7%、5.4%和 6.6%，而万科年化平均借款成本则高达 9.2%，其融资成本远高于其他房企。

↵	年化平均借款成本↵
保利地产↵	6.7%↵
招商地产↵	5.4%↵
金地集团↵	6.6%↵
万科集团↵	9.2%↵

表 1. 万科年华平均借款成本对比表

资本结构不合理，资产负债率低于行业平均水平：跻身行业第一之后，万科一直秉持着谨慎经营的原则，但为了控制风险，也给万科带来很多束缚，如表所示，万科为了控制风险，并没有充分利用自身的融资能力，其负债程度是远远不够，财务杠杆低于行业平均水平。

↵	万科净负债率↵	A 股上市房企 平均净负债率↵
2008↵	33%↵	61%↵
2009↵	20%↵	34%↵
2010↵	18%↵	57%↵
2011↵	24%↵	76%↵

表 2. 万科净负债率行业对比表

基于以上万科融资的局限性，万科积极开展多元化融资方式，进驻海外资本

市场，寻求低成本融资渠道，发行美元债就是万科寻找的解决方案

5.2 什么是美元债？相比较于其他融资方式优点有哪些？发行美元债又隐藏着哪些风险？

(1) 美元债的概念

中资美元债是指中国境内企业及其控制的境外企业或者分支机构在离岸债券市场发行的、以美元计价的、按约定还本付息的债券。从发行主体看，可分为地产美元债、城投美元债、金融美元债等品种。其中地产美元债是指由国内房地产企业发行、主要用于房地产项目的开发与建设的美元债。

(2) 企业进行美元债融资的优点？

美元债融资利率低。中美两国贷款利率差异和汇率变动是影响地产美元债发债成本的重要因素，也是境内企业进行境外发债首要考虑的条件。从中美汇率走势来看，2016年美元债发行高峰正值美元汇率处于低位，如果持续保持下降趋势，资金成本会进一步降低。从中美利差的角度来看，如下图，在2016年之前中美利差较大，且美国的收益率明显高于中国收益率。

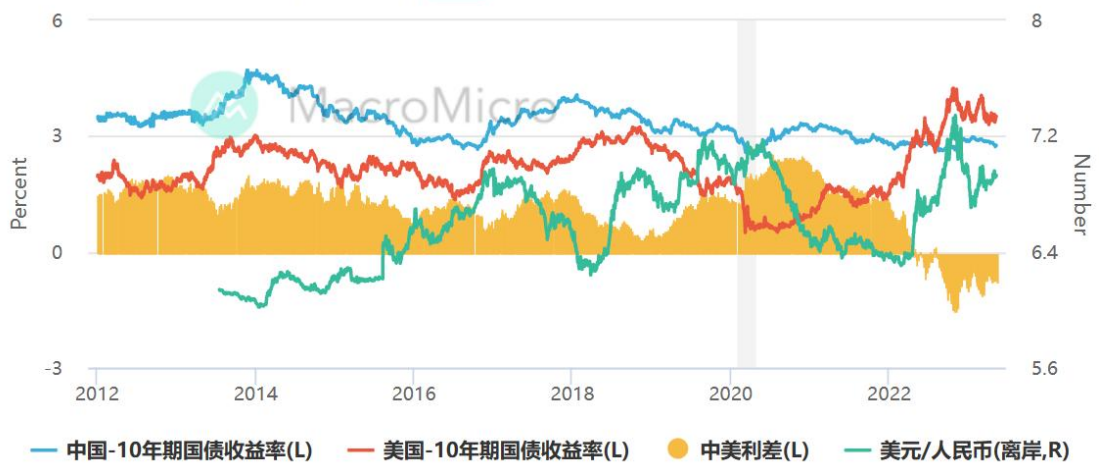


图 3. 中美利差图

境外资金灵活性大，资金使用限制少。一方面，境内资本市场监管严格。对于房地产这类高风险企业资金的用途设置诸多限制，影响企业投融资行为，掣肘企业发展。相比较之下，海外市场为房地产企业提供了缓冲监管冲击和政策变化的空间，减少了境内监管趋紧对企业发展的影响。另一方面，美元债多是无担保的信用债，违约成本更低，对公司声誉影响小，所以通过美元债融入的资金可以投资高风险、高盈利性的项目。另外，由于境外债权人地理距离较远，易造成

信息不对称，对公司的运营监管远不如内地债权人。

企业的海外债务可以视为企业对冲现金流汇率风险的工具。相比较于其他金融衍生工具的不完善，外债被认为是新兴市场国家最容易使用的外汇对冲工具，具有套期保值的功能。像万科这样的跨国房企，海外业务拓展带来外币资金流动，具有外汇风险，因此对外币存在融资需求。

企业在国际市场上的知名度，开拓海外市场。万科所发行的美元债券都是投资级债券，存在一定的发行门槛并且需要信用评级。在境外资本市场上发行投资级美元债是对企业的实力的一种认可，尤其对于万科接下来开拓海外市场，尤其重要。

(1) 发行美元债的风险

美元债的风险主要包括两个方面利率风险、汇率风险和政策风险

利率风险是指金融市场利率变动给企业带来的风险，银行贷款利率等变动会导致企业成本升高、债务负担加重，使企业整体收益水平下降等等都属于利率风险。万科所发行的美元债“VKEREHK N2305”的利率为 Libor+1.55%，属于浮动利率，这笔美元债就会受到美国市场利率的走势影响。

汇率风险是指企业的外汇产品会受到国际汇率的影响，可能会给企业带来意外的损失。汇率风险是美元债所面临的重大风险，主要体现在发债直至到期的时间段内，如果汇率发生大幅度上升，会造成美元债的资金使用成本上升，还债压力剧增。

国家政策风险。由于房地产行业经营受政策影响大，所以国家政策的影响不容忽视。国家政策风险是指国家颁布的一系列融资政策、经济体制改革、土地制度改革等会对房地产企业的融资产生一定的影响，甚至会导致房地产企业的资金链断裂、项目停工。于此同时发行美元债会涉及到外汇资金流动，一些外汇管制政策会对美元债的存续造成巨大影响。

5.3 结合万科引入美元债解决资金问题的事件，思考影响企业选择融资方式的因素有哪些？

a. 融资成本的高低

融资方式	融资成本组成	成本高低与规模大小
内源融资	(1) 机会成本、(2) 资本	低，但是规模受限于公司利

	市场所要求的税后利润	润
债券融资	(1) 债息成本; (2) 债券发行费用等中介费用; (3) 公司财务恶化或破产成本; (4) 举债人的代理成本。	较低、但是规模不受限
股权融资	(1) 股息成本; (2) 股票发行的交易成本, 主要指的是承销费; (3) 股票发行的负动力成本; (4) 发行股票的信息不对称成本	高, 规模不受限

表 3. 不同融资方式下融资成本

现代企业金融理论认为在一个成熟的市场中资金成本是决定各经济主体采取何种融资方式以及融资与否的首要因素。企业根据自身对资金的需求按成本最小化原则选择融资方式。如表, 企业的融资方式按照资金来源可以分为内源融资、债券融资、股权融资三种。万科作为一家市值高达两千亿的房地产企业, 仅仅依靠内源扩张是远远不够的, 而且如果长期依靠内部扩张, 不发放股利会传递企业经营不善的信息误导。而从债权融资和股权融资来看, 股权融资由于利息费用在税前列支, 负债融资是有税收挡板的功能, 而股息是在税后支付, 因此负债融资一般要低于与股权融资的成本, 所以万科才选择了债券融资。

b. 融资风险的高低

公司融资时必须高度重视融资风险的控制, 尽可能选择风险较小的融资方式。一般来说, 内源融资由于不存在支付风险, 因而具有低风险的特征。负债融资面临着固定的还本付息的压力, 当企业经营不好时容易引发财务危机或破产风险; 股票融资使得企业拥有一笔永不到期的可以自由支配的资金, 在经营困难时也可不必发放股利, 因此股票融资基本上不存在偿付风险。综上所述, 内源融资风险最低, 股权融资风险最高, 债权融资风险最高。

融资条件的宽严

不同融资方式有不同的限制条件，公司应尽量选择限制条件较少的融资方式。美元债由于是在境外资本市场上融入的资金，所受市场监管少。同时，债权人与企业距离地理位置远，信息不对称，所受债权人监管也较少。这一方面美元债有远高于其他融资的优势。

c. 资金使用的特点

不同行业的资金使用特点不同，应该根据企业具体的资金使用特点匹配合理的融资方式。万科属于一家典型的房地产开发企业，其资金使用特点有：

第一，融资所需资金量大。众所周知，房地产行业在项目的全过程中都需投入资金，资金的融通贯穿于整个过程，不论是前期的土地成本，还是中期及建筑安装费用、后期运营费用等，都需要大量的资金。一个房地产项目往往入数亿的资金。例如万科旗下的上海上海天空之城，不仅包含办公、住宅和青年公寓，甚至还包括有周边的公共绿地、教育等设施，耗资数十亿，在项目中的任一环节资金链断裂或者无法及时回笼资金，都将导致项目开发的失败。

第二，融资周期长。房地产项目开发时间长，一个项目从前期调研开始，从拿地、立项设计报批、安装施工、交付、竣工结算等数个流程，涉及环节多，复杂，从最开始投入资金到最后完成销售，资金全部回笼需要经历漫长的周期，运转往往比较低。因此，房地产企在进行融资时要考虑资金的周转效率、还要长期融资和短期融资相结合，防止短期内面对巨大的偿付压力。

第三，融资受政策影响大。由于房地产行业在国民经济及社会中的重要性，房地产市场稳定有序发展十分重要，但是在我国仅仅依靠市场的调节机制无法源的有效配置，为了稳定市场，这一行业往往会受到国家政策的影响，房屋销融资等都会受到政府的调控，这些调控政策会影响房地产企业的开发成本、资以及融资方式和融资成本等，一旦政策收紧，企业就会面对一定的资金压力。

第四，拥有可抵押的土地及房屋。房地产企业与其他企业融资不同，房企不融资时拥有可抵押的土地及房屋，这些资产价值大，往往可以稳定增值。房地产在进行融资时以这些资产进行抵押借款可以降低信用风险，较易获得长期、大额资金，除此之外，房地产企业还可利用购房尾款、租金或者物业费参与资产证券等创新性融资方式。

d. 对企业控制权的影响

一般来说, 股权融资尤其是增发新股将会稀释公司股权, 从而引起公司股权控制权、收益分配权和剩余财产索取权的分散。债务融资由于债权人无权参与公司的管理决策, 从而可保障股东对公司的控股权。公司选择融资方式时, 应尽量避免丧失对公司的控制权。

5.4 万科是否意识到美元债的风险, 如果意识到, 采取了什么外汇风险对冲策略, 这种策略有什么优缺点? 是否适合所有的房地产企业?

(1) 是否意识到美元债的风险?

万科的一向以稳健性经营为主, 从 2018 年秋季业绩会上就喊出“活下去”的口号, 一直被誉为“悲观的房地产企业”。从那之后万科就开始为过冬储备。一方面, 针对原有的房地产业务和物业服务进行收敛和聚焦。郁亮说“做了三年还没做成的业务, 就不要再做。”“只要回款没完成, 所有的业务都可以停。”如图, 从万科和行业的发展速度对比来看, 在 2018 年全国房企土地购置面积快速上升时期, 万科拿地规模不增反降。

另一方面运用轻资产运营模式经营发展业务。借助品牌优势, 开始大力拓展轻资产业务, 并提出要转型升级做“城乡建设与生活服务商”。公司在巩固核心业务优势的基础上, 围绕城乡建设与生活服务商的定位, 积极拓展业务版图, 已进入商业开发和运营、物流仓储服务、标准办公与产业园、冰雪度假、养老、教育等领域。如图, 从 2017 年到 2022 年公司非主营业务收入大幅度上升, 年均增长率高达 18%, 而同一期间内万科主营业务收入的年均增长率只有 12%, 非主营业务发展速度远远高于原有的房地产及其物业业务。

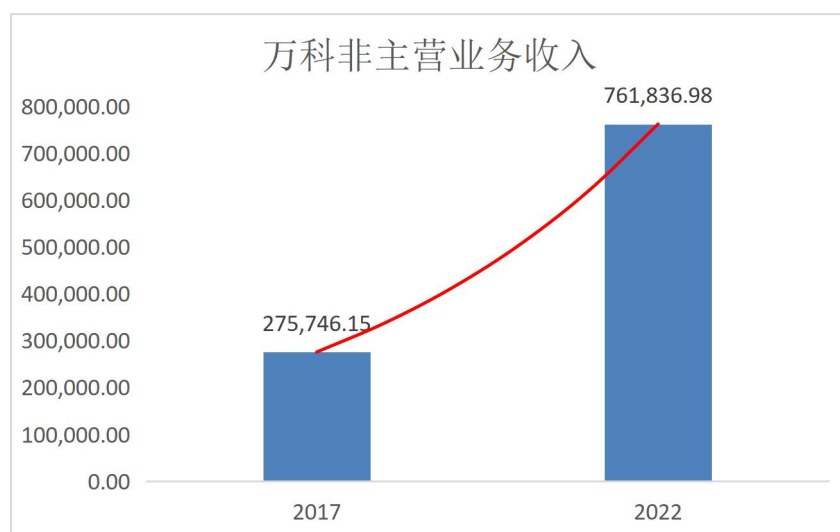


图 4. 万科非主营业务增长图

从万科做出的种种对策来看，万科早就已经预料到美元债所暗含的风险，并且快速的为之布局。

(2) 采取了什么外汇风险对冲策略

企业可以采取的外汇风险对冲策略主要为金融性对冲和经营性对冲。金融性对冲主要是指企业通过运用各类金融工具对其资产和负债进行风险对冲。经营性对冲是指企业采取不同的经营手段，比如建立海外子公司或者构建全球销售网络等方法将外汇风险内部化，或者将外汇风险消除在源头。

根据经营性对冲和金融性对冲的概念，明确得出，万科通过购买衍生工具进行外汇风险对冲的策略是金融性对冲策略。而万科通过进行海外业务，从而产生外汇资金的流动最终产生了一部分外汇资金的净流入，属于一种经营性对冲策略。

(3) 是否适合所有的房地产企业

万科所采取的对冲策略并不适合所有的房地产企业，不同的房企有不同的经营特点，适用不同的经营策略。比如面对一些小房地产企业，由于没有业务范围仅仅限于国内，没有一些跨国业务涉及，自然美也不会产生任何外汇现金流，那么这类企业就不需要针对外汇风险做对冲。同时，使用金融衍生工具进行套期保值，如果对于汇率的走势预判错误，会产生较大的亏损。

5.5 结合各种衍生工具的差异，谈谈万科为什么改变多次改变所使用的衍生工具的种类？

根据万科年报整理，万科的进行的所有衍生工具买卖流程图整理如下：

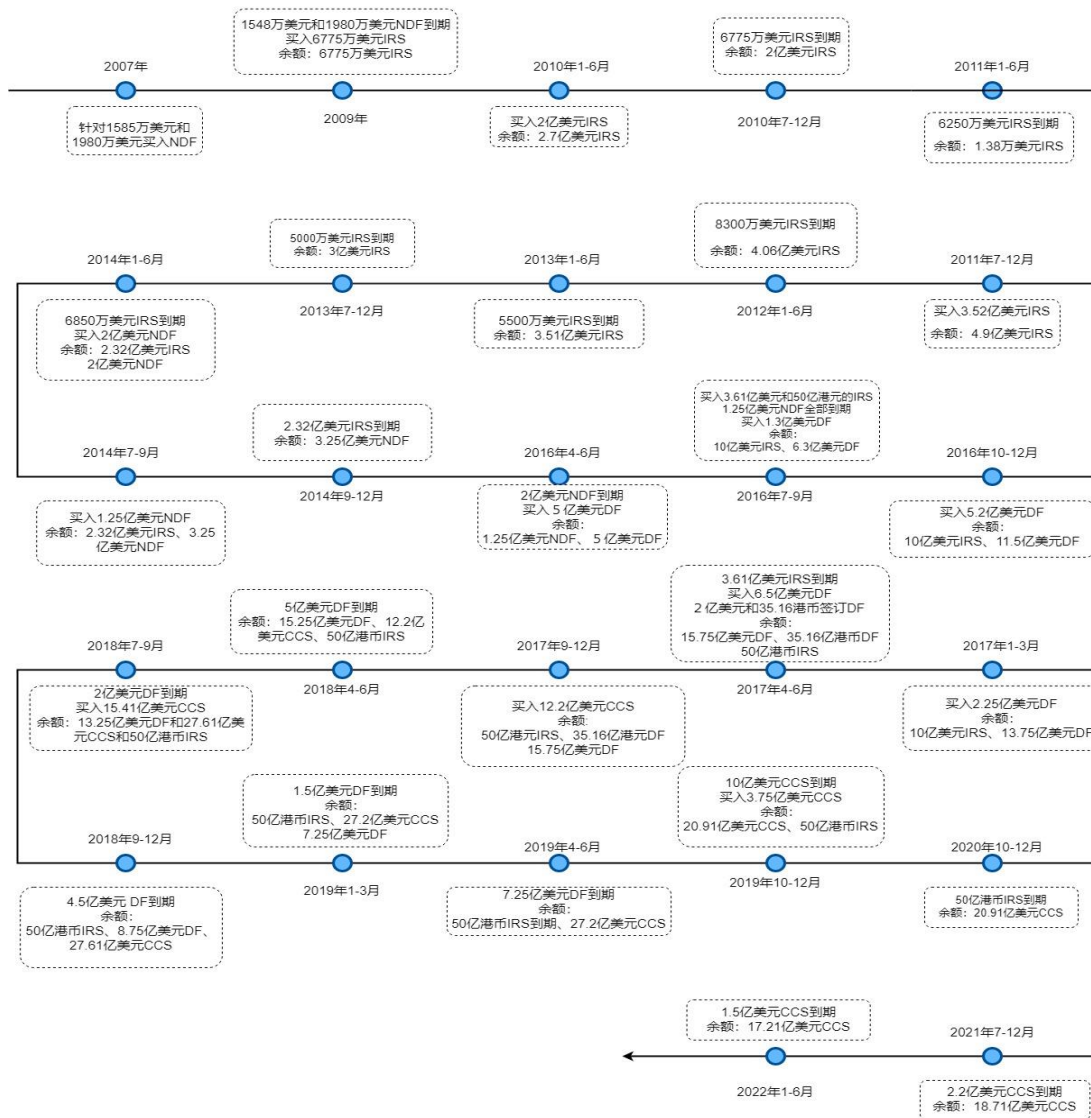


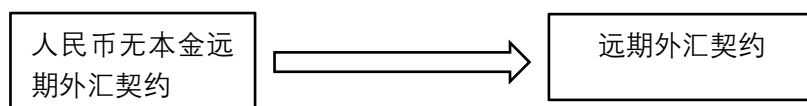
图 5. 万科衍生工具买卖流程图

单单看汇率型衍生工具，万科历史上共使用过三种衍生工具，包括人民币无本金远期外汇契约，远期外汇契约以及货币互换。

2007年-2015年期间：万科主要使用人民币无本金远期外汇契约。

2016-2017年年期间：万科主要使用远期外汇契约。

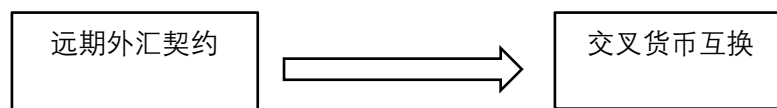
2018年-至今：一直使用的是交叉货币互换。



无本金交割远期交易是一种本金因受限于货币不能自由兑换而在到期时无法进行交割、且需以单一货币进行净额结算的远期外汇合约。与此相对，当远期外汇交易中涉及的两种对手货币均为自由可兑换情况下，对应交易类型就转变为

本金可交割远期。

因此万科在 2016 年开始转变使用远期外汇契约的原因是外汇监管放松。2017 年，中国实行了一次积极性的外汇政策调整，针对国际收支状况和外汇市场运行情况的改善和稳定，采取了一系列措施，包括取消部分对跨境资本流动和外汇兑换的限制和审批要求，放宽部分对跨境投融资和外汇使用的条件和规定，推进部分对跨境金融服务和外汇创新业务的开放和试点等，标志着中国外汇管理政策的进一步灵活和主动，为后续的外汇管制改革提供了方向。这就意味着衍生工具到期时的外汇资本流动所受限制减少，更有利于大额外汇的资本流动。另外，远期外汇交易不仅仅进行将合约汇率与当期市场实际汇率轧差后进行差值结算，而且到期之后还会交换名义本金，从而避免了万科的美元债到期后万科再去兑换本金带来的种种限制。



货币互换是指交易双方按约定汇率在期初交换不同货币的本金，然后根据预先规定的日期，按即期汇率分期交换利息，到期再按原来的汇率交换回原来货币本金。万科在 2018 年之后放弃使用远期外汇契约而改用了货币交叉互换主要原因是货币互换的种种优势：

首先，互换的产生使银行成为互换的主体，所以互换市场的流动性较强。

其次，互换定期交换利息，到期交换本金，而远期外汇契约只有到期才会交换本金。风险转移速度比远期外汇更快，而对于万科所发行的美元债券来说，需要定期支付美元利息，互换合约更能符合万科的套期保值需求。

再次，互换交易期限灵活，长短随意，最长可达几十年。

最后，互换能满足交易者对非标准化交易的要求，运用面广。

5.6 房地产行业的接连爆雷已经引起了政府的关注，那么除了解禁各种融资方式之外，还可以从哪些方面助力整个行业度过此次难关，你还有什么好的建议给有关部门吗？

第一，健全房企风险化解。化解房企信用危机，要妥善解决已经出现违约事件的房企问题，避免出现交叉传染和风险外溢，推动恒大等头部房企有序进行债

务处置，避免债务危机蔓延至整个房地产行业乃至金融系统；监管部门与各境外发债主体须及时引导市场预期，与境外投资者积极沟通，向境外投资者释放信心，避免头部房企债务违约影响市场对中资离岸债的整体信心；在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，不断完善、优化企业外债结构，积极主动做好境外债券本息兑付准备。

第二，加强房企境外发债监测预警。建立统一的数据共享监管平台。应加大发改部门、人民银行、外汇局、银行机构等各监管部门的信息互联互通，利用区块链技术设计开发信息共享平台，实时共享债务规模、偿债峰期、资金流向等全局数据，为有效开展逆周期调节提供全面的数据支持。

第三，提升房企汇率风险敞口管理能力。从房企内部看，适时采用自然对冲和现汇结算时点管理。对有境外收入的企业，加强收入现金流和债务支出现金流币种和期限的匹配，充分利用自然对冲减少错配导致的汇率风险敞口；企业可加强对现汇结算时点的管理能力，培养专业人员追踪汇率行情，研判汇率走势，选择相对合适的结售汇时点进行结汇，避免盲目结汇导致的汇兑成本增加。从房企外部看，倡导放弃合理运用金融衍生产品。从资产市场的金融衍生工具来看，房企可以充分利用远期外汇、期权、掉期、货币互换和利率互换等金融衍生工具提前锁定外汇价格，有效化解汇率波动带来的支付风险。但每种工具具有不同的风险对冲效应，企业应结合本身实际和已有经验选择金融衍生工具。