

目 录

0 引言	2
1 万科简介	3
2 万科的国际化征途	3
2.1 国际化萌芽	3
2.2 海外征程的困难	4
3 美元债救命稻草	6
3.1 政策调控，融资渠道收紧	6
3.2 美元债优势明显	7
3.3 房地产行业的趋之若鹜	8
4 风云突变	9
4.1 多重压力，收入暴跌。	10
4.1.1 疫情冲击，增速放缓	10
4.1.2 政策频出，融资受限	10
4.2 美元债到期，大规模爆雷	11
4.3 死里逃生，“活下来”	12
5 套保布局	13
5.1 工作流程和管理结构	13
5.2 套期保值的方式	14
5.2.1 NDF（2007年-2015年）	15
5.2.2 DF（2016年-2017年）	16
5.2.3 CCS（2017-至今）	17
6 结语	20

美元债危机下，万科的保命之策

案例正文：

摘要：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。本案例实现从表象出发而层层深入，引导学生探索美元债危机下房企自救的策略。

0 引言

2021年12月3日，中国恒大发布公告称，无法履行一笔2.6亿美元债的担保义务，正式违约。

2021年10月4日，花样年发布公告称，公司约2.06亿美元的未偿还票据已到期，且未于当日付款，构成实质性违约。

2022年5月12日，融创中国发布公告，因公司4月陆续到期的4笔美元债优先票据利息（约1.05亿美元），无法在相关宽限期内偿还，向债权人致歉……

这两年房地产企业的日子实在不好过，从2021年初华夏幸福宣布债务违约之后，此后的房地产市场债务爆雷屡见不鲜。截止到2022年末，此轮共有43家大型房地产企业宣布债务违约。在众多违约债券之中，美元债更是一绝骑尘。尤其在2022年下半年，美联储加息，美元汇率大幅度上升等诸多因素的影响之下，众多房企直接选择弃“外”保“内”。中资美元债市场随着国内多家房企的爆雷，整体信用评级下跌，收益率屡屡攀升，境外融资平台几近冰封。

在恶劣的行业环境之下，能够继续保持财务健康，按时还款付息的企业显得尤为瞩目。而万科作为我国房地产的头部企业，危机以来受到诸多关注，外界都在猜测，万科还能撑多久？可是，预料中的雷声一直没有落下。直到今年

楼市开始逐渐回暖，房地产行业的曙光已经来到，万科成功渡劫。那么它又是如何挺过这次美元债危机的？是否有什么制胜法宝？能否给其他房地产企业一些借鉴意义？让我们带着这些问题，揭露万科的秘密。

1 万科简介

万科企业股份有限公司（简称万科）成立于 1984 年，1988 年起正式进入房地产行业，1991 年正式登陆我国 A 股市场，1993 年，B 股上市，2014 年，B 股由深交所上市转换为联交所上市，其控股子公司万科海外和万物云分别于 2012 年和 2022 年在香港上市。2010 年万科在业内首先突破千亿销售规模，此后数年始终位于行业前三，公司实力一直位于行业内顶尖水平。截至 2022 年末，万科总资产规模已达 17571.24 亿，在 2022 年《财富》“世界 500 强”中位居第 179 位。

历经 38 年发展，万科的业务由最初的“综合商社”逐渐聚焦至城市住宅开发，目前第四个十年发展规划的战略定位是“城市配套服务商”，并且在 2018 年将这一定位进一步迭代升级为“城乡建设与生活服务商”。万科围绕此定位积极的进行探索，已形成房地产开发、物业服务、租赁住宅、商业开发与运营、酒店五大业务板块，积极为客户提供美好生活的多样化产品与服务，与城市同步发展。



图 a 万科的业务版图

2 万科的国际化征途

2.1 国际化萌芽

时间回溯到 2011 年，此时的万科刚刚在“中国房地产百强企业综合实力”评比排名第一，成功坐上了国内房地产行业的头把交椅。但是在面对中海地产、保利地产、恒大地产以及龙湖地产等房地产企业的步步紧逼，万科这艘巨舰下一步又该走向哪里？如何发展才能更进一步？恰巧这时哈佛向万科的创始人王石发出了访学的邀请，访学期间在对美国的房地产市场发展进行研究时给了他启发：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。考虑到以上种种原因，王石便开始为万科的海外发展布局。

要想进驻海外市场，就要搭建万科自己的海外投融资平台。2012 年 5 月万科通过其全资子公司万科置业（香港）有限公司以港币 10.94 亿元的价格收购南联地产控股有限公司 75% 的股份，并更名为万科置业（海外）有限公司（以下简称“万科海外”）。平台确定之后，万科刻不容缓，难掩开疆拓土之心。仅仅在两个月后，万科海外便同香港本土的房地产公司新世界发展合作，以 7.279 亿港元的价格拿下了港铁荃湾西站项目，这便是万科在境外的第一块土地。

2.2 海外征程的困难

2013 年万科正式开始了海外征程。万科在海外的第一笔投资是与美国当地的知名开发商铁狮门房地产公司合作，共同开发美国旧金山富升街 201 地块的高层豪华住宅公寓项目。本以为和当地公司合作便可以免除很多麻烦，但是事情总不会一帆风顺的。在万科准备大干一场的时候，便遇到了难题——资金。

融资方面的劣势已经成为制约万科长期增长速度的重要因素。为了控制风险，万科自 2007 年 8 月后，已超五年未在资本市场上进行融资，单单依靠信托和银行贷款维持扩张需求，融资方式极其单一，融资规模远远不足。如表 1，万科的财务杠杆显著低于行业平均水平，并没有充分利用自身的融资能力。更重要的是，万科的资金成本一直高于竞争对手。万科 2012 年年化平均借款成本为 9.2%，而保利地产、招商地产和金地集团同期则仅仅为 6.7%、5.4%和 6.6%。

万科是销售规模的行业第一，但中海地产却是利润规模的行业第一，2011 年中海地产平均借贷成本分别是 3.4%，而万科多数融资利率都超过 7%，部分信托贷款利率甚至高达 11%。

另外，单单从此次万科海外扩张来说，我国的外汇管制限制了资金的流动，多部门审批时间长，手续冗杂等。无论从长远还是短期来看，寻找新的融资方式，刻不容缓。

表 1 万科 VS 行业净负债率

	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%

意识到问题的严重性后，王石立刻召开股东大会，商讨万科接下来的融资方式。时任万科总经理的郁亮提出股权融资，通过子公司万科海外使万科在港股市场上借壳上市，获得融资机会。但很快就被否定了，因为根据香港当时的规定，在完成对南联地产收购后两年内，万科面临着重大资产重组限制。这也就意味着万科对南联地产实质性业务重组短时间内难以完成，要想发挥万科置业海外的融资作用仍需等待。

又经过一系列会议商讨之后，发现有的国内融资方式都走不通，王石最后拍板决定开辟境外融资的新道路——美元债。所谓美元债，就是指中国的企业在境外市场发行的以美元计价的债券，偿还债券时需以美元还本付息，又称为“功夫债券”。

作为首次海外发债的尝试，为了能够快速获得国际投资者的认可，万科参与了国际权威信用机构评级，全球三大顶级评级机构标普、穆迪和惠誉分别给予其“BBB+”，“Baa2”和“BBB+”的长期企业信用评级，万科由此一跃称为境内房地产行业信用最好的企业。此次发行主体则选择了万科地产（香港）有限公司（以下简称“万科地产香港”）的全资子公司 Bestgain Real Estate

Limited。不同于股权融资的坎坷，美元债的发行过程极其顺利，自3月4日公布发债消息后，就受到了大量国际投资者的关注，短短三天路演获得超过60亿的认购额，原计划6亿美元规模的债券不得不增发至8亿美元。紧接着在3月13日，万科的首支美元债券“BESTGAIN B1803”正式登陆港交所，该笔美元债票息仅为2.625%，颇为罕见。此次美元债的发行成功为不仅成功打通了万科的海外融资通道，而且融资方面的短板也因此有望得以补齐，多元化和低成本的融资模式已经基本成形。

在之后的一年多时间内，万科的海外业务在有条不紊的进行中。投资方面，万科先后进驻了新加坡、纽约、伦敦。同样采取的是与当地知名房企合作拿地，进行开发。融资方面，万科也没有放弃赴港上市，终于通过B转H股成功登陆港交所。与此同时，在首笔美元债发行之后，万科尝到美元债的甜头之后，立刻设立了20亿美元中期票据计划，并依据该计划陆续在境外市场上发行了一些新加坡债券、人民币债券。

3 美元债救命稻草

3.1 政策调控，融资渠道收紧

2016年，国内房地产市场严格调控，各地针对房企融资的政策层出不穷，房企融资难度陡然上升。央行、银监会、证监会、中基协及沪深交易所等监管部门先后密集发布30余项政策文件，银行贷款和通道业务、债券融资、股权融资、房地产信托等各种融资渠道分别受到不同程度的限制，政府力图从根本上整治房地产市场野蛮生长环境。

房地产作为资金密集型行业，投入资金量大、开发周期长、投资回收期长，现金流至关重要。从拿地到交付涉及多个环节，每个环节都要注入资金，每笔资金都到经过整个流程结束才能的得到回报，资金流一旦断裂，前期所有的资金都将会付之东流。

另外当企业急需现金时，土地这样标的金额高的不动产，无论是拍卖还是寻找对手方转让，短时间内都难以变现。另外，由于我国地产行业前期依靠高杠杆率疯狂扩张，激进拿地，现有资金难以支撑在建工程。

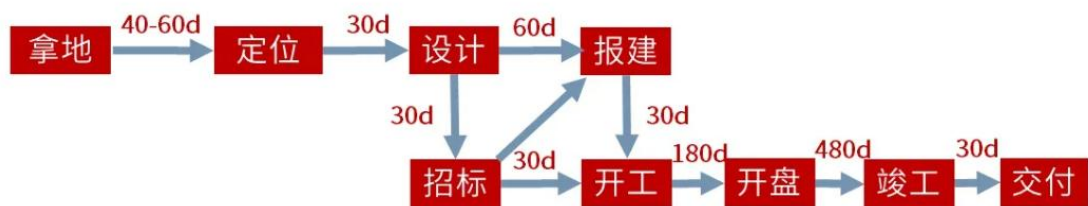


图 b 房地产开发流程图

当时包括万科在内的所有房企面临一个问题：如何在现有的融资渠道收紧的情况下，快速寻找到高质量的资金来源？

3.2 美元债优势明显

正当郁亮一筹莫展的时候，早些年的国际化布局为他打开了新的思路——美元债。

相比较其他的融资方式，美元债有着得天独厚的优势。

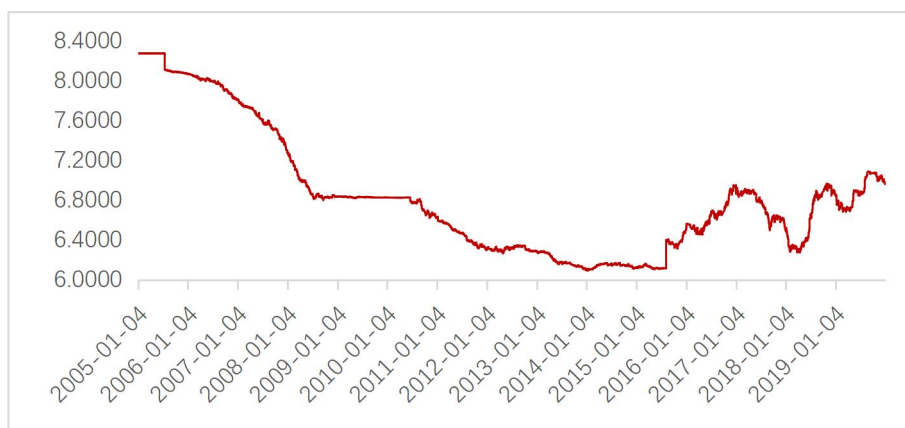


图 3 2005 年-2019 年美元兑人民币汇率走势

美元兑人民币汇率处于低位。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。如图，2016 年左右的美元汇率仅在 6.4 左右，如果持续保持下降趋势，资金成本会进一步降低。

境外资金灵活性大，资金使用限制少。一方面，境内资本市场尚未成熟，国家对于资本市场的监管严格。尤其对于房地产这类的高风险企业所融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。通过境外市场发行外债进行融资可以拓宽企业的融资渠道，使企业的债务结构更加合理，同时也提高了企业在国际市场上的知名度，有利于企业开拓海外市场。

自 2016 到 2019 年，是万科发债的高峰期。万科于 2013 年设立的 20 亿美元中期票据计划经过四次调整已经扩大到 70 亿的规模。根据此计划，万科在这四年期间通过万科地产（香港）共计发行了九笔美元债券，同时万科集团旗下商业地产板块的子公司印力集团也尝试发行了两笔美元债券。如图，短短四年时间，万科所发行的美元债规模不断扩大，截止到 2019 年末，美元债券本金存续规模达到 63.74 亿美元，折合人民币约 444 亿元，占万科所有外币负债的 74.19%。除了本金，存续债券的待偿还利息折合人民币高达 107 亿，还本付息压力与日俱增。

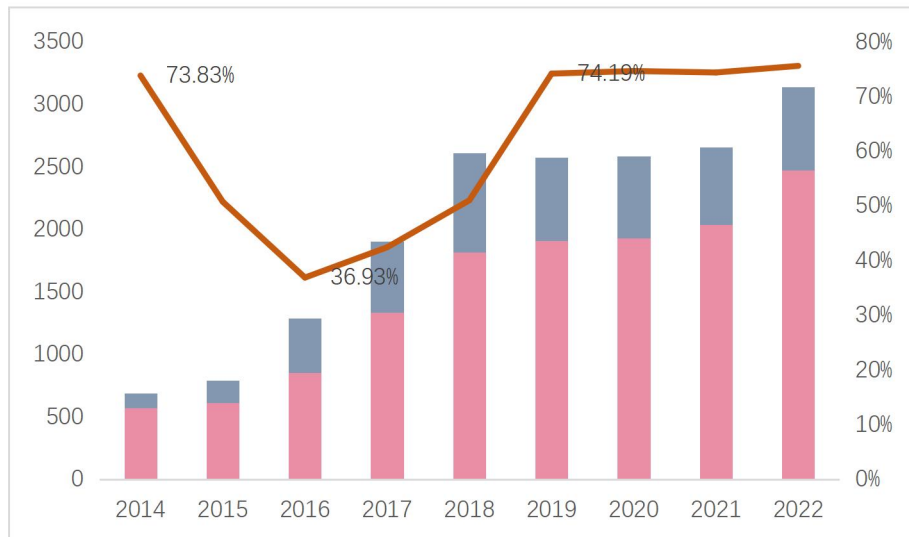


图 4 万科有息负债结构图

3.3 房地产行业的趋之若鹜

中小型房企纷纷效仿，美元债规模快速上涨。除了万科，还有恒大、绿地、碧桂园这些头部房企在 16 年都发行了美元债，这无疑给中小房企送去了融资困境的破局之策。高收益美元债的发债门槛低，所发行的债券并不要求强制评级，审批速度快等使得这种融资方式适用对于一些小型房企同样适用。于是在接下

来的时间内，大小房地产企业都紧紧抓住这棵救命稻草，以美元债解决资金缺口。

一众房企在海外发行美元债，获得了低成本的资金之后，为了扩张、抢占市场疯狂在境内圈地，开发新项目，资金不足后，继续发行美元债……表面看似如日中天的房地产行业，实则已经陷入了疯狂的恶性循环，直接导致的后果就是境内土地价格越来越高，境外地产美元债规模越来越大。据数据显示，从2016年到2019年，短短四年时间我国房地产开发企业土地购置费用直接从18778亿到41675亿，增长高达122%，而房企美元债的存量规模则达到了1657亿美元。房地产行业一跃成为中资美元债市场的第二大发行主体，在2019年以874.64亿的规模，直接跃居中资美元债市场的第一位。

对美元债的过度依赖，短时间内难以找到新的融资渠道，只能继续陷入无尽恶性循环。此时的房地产企业就如万丈高楼，岌岌可危。

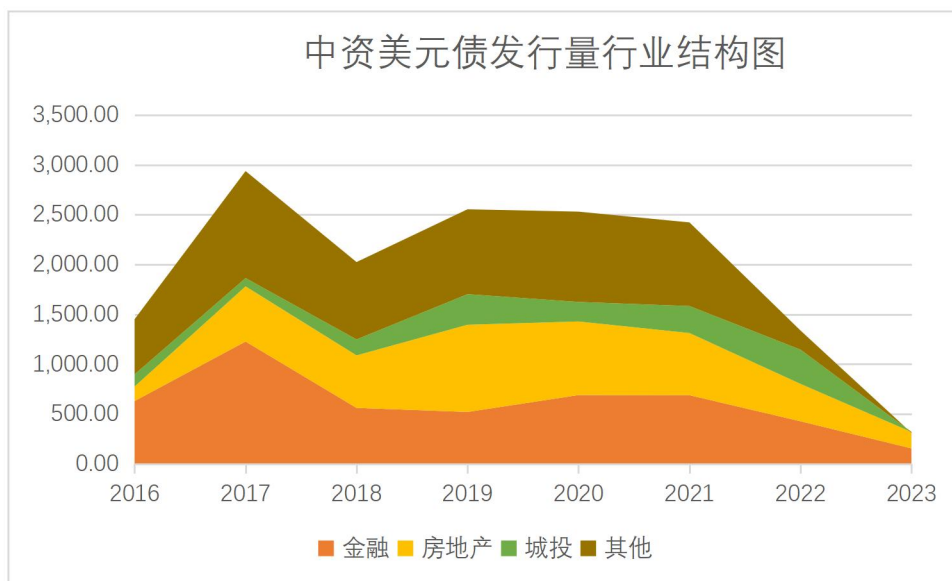


图5 中资美元债发行量行业结构图

4 风云突变

2022年3月30日是万科公布年报的日子，其董事长郁亮的一份道歉信刷爆了朋友圈。信中这样写道：2021年，对万科集团来说，是我们进入新发展阶段以来刻骨铭心的一年。这一年，净利润继1995年、2008年后，出现上市31年以来第三次下滑，交出这样的成绩单，我倍感压力，内心充满紧迫感。这样的一份道歉信使得众人不禁令人好奇，究竟发生了什么使得万科遭受如此重创？

冰冻三尺，非一日之寒。从 2020 年之初我国的房地产行业就遭受重击，万科作为国内的头部房企，首当其冲。

4.1 多重压力，收入暴跌。

4.1.1 疫情冲击，增速放缓

疫情导致反复停工停产，多方面受到影响。在房产开发方面，万科开工节奏有所放缓，全年新开工面积 3,960.4 万平方米，同比下降 6.6%，全年新增权益建筑面积自 2020 年开始接连下降。房产销售方面，全国各地明确下发禁止线下场所营业的通知，传统的“坐销”、“案场”的推销模式已无法实现，有房难以卖出。虽然万科迅速上线“线上售楼处”，但是效果不佳，房产交易涉及的资金规模大，消费者购房意愿并不强。线上售楼处的主要功能仍然是以“拓客”为目的项目推广展示和找客平台，一时间难以代替传统的线下销售模式。据数据显示，万科在疫情期到来之后主营业务收入增长率由 23.59% 下降到 13.92%，在随后几年增速继续下降。

4.1.2 政策频出，融资受限

2021 年开始，十余年来高速发展的房地产行业正式进入寒冬，整个行业的不景气程度比 2008 年次贷危机更甚。一方面早些年的快速发展带来了需求透支、房价透支、支付力透支、供应透支，无论是地产开发商还是居民都出现了严重的后劲不足。另一方面由于我国人口老龄化、少子化加速到来，购房需求大幅萎缩，地产行业的发展已经陷入瓶颈。

房地产作为国民经济的支柱性产业，行业的发展同政策的走向紧密相关。十九届五中全会再次强调“房子是住的，不是用来炒的”，随后，三道红线、贷款集中度管理、限购限贷限价等各种政策密集出台，全年累计调控 651 次，同比上涨超 33%，单月平均调控次数高达 54 次，刷新历史记录。以上的种种政策致使 2021 年房地产开发投资额出现了近 20 年首次负增长，并且在 2022 年出现进一步继续大幅度下滑至 -19.9%。另外，银行贷款余额、地方限购限价限贷政策拉高了购房的门槛，导致“有钱难买房，有房难卖钱”。



图 6 三条红线政策

4.2 美元债到期，大规模爆雷

2021 年开始面临一个最重要的问题，美元债到期。如图，21 年全年房地产行业共有 614 亿美元债到期，这只是第一波大规模到期的美元债，随后两三年之内美元债到期规模持续维持高位。房企面临“钱困”困境，现金流即将枯竭，举步维艰。当初的美元债是融资的救命稻草，现在美元债则是压死骆驼的最后一根稻草。此时，政策、收入、债务到期的多重压力之下，部分房企已经撑不住了，像华夏幸福、蓝光发展、阳光 100 等房企宣布美元债违约。

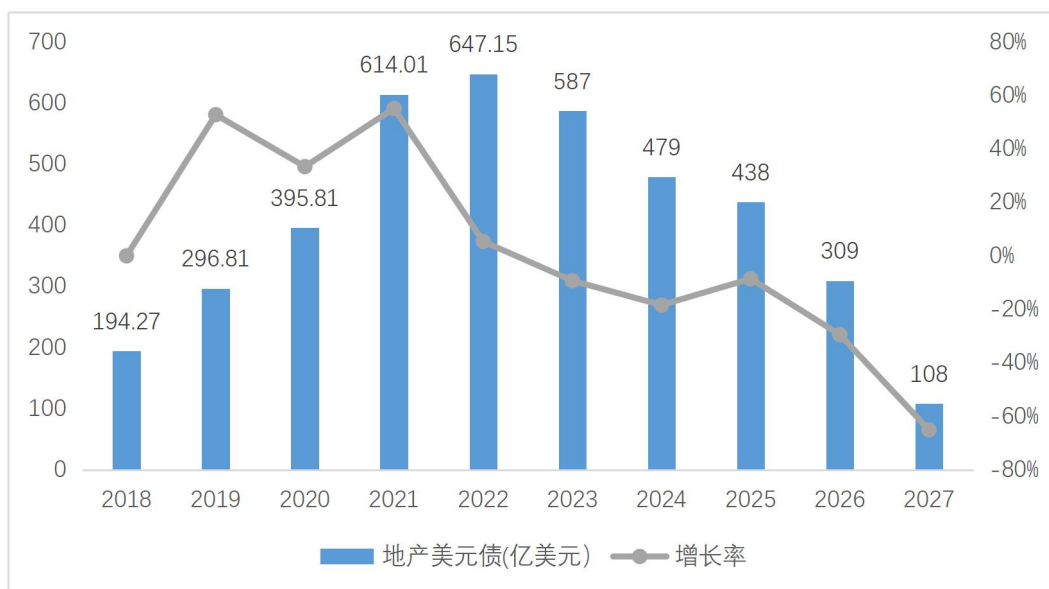


图 7 地产美元债到期分布

2022 年开始，地缘局势持续动荡，国际油价走高推动全球通胀，投资者避险情绪加剧，致使美元流动性萎缩，中资美元债票面利率大幅度上升。与此同时，美联储加快收紧货币政策，多次加息，美元进入强势升值周期，即将到期

的美元债还款成本大幅度上升。随着 647.15 亿美元债务的到期，房地产企业的美元债违约率进一步上升，全年违约达 287 亿美元，贡献了中资美元债市场上近九成的违约额。

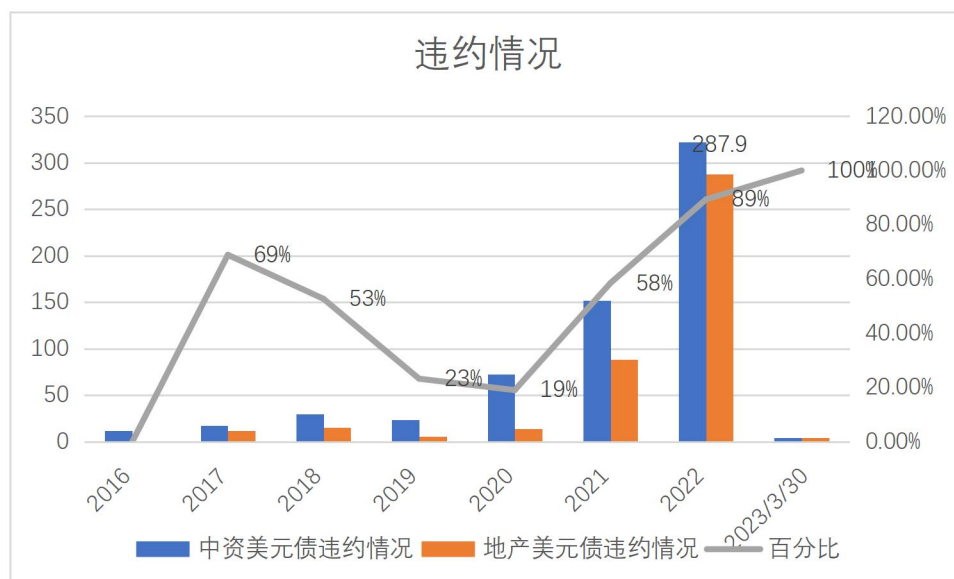


图 8 美元债违约情况

4.3 死里逃生，“活下来”

覆巢之下，安有完卵。在整个房地产行业大规模集中违约下，万科也迎来了自己的美元债到期高峰，四年间共有 33.71 亿美元债到期，占万科已发行的所有美元债券的 61%。紧随着 2021 年万科的盈利遭受到重击，净利润已经出现断崖式下滑，由 2020 年高峰期的 592 亿元锐降为 2022 年的 375 亿元，大幅度下降 36.7%，这是上市 31 年以来第三次净利润下滑。

大浪淘沙始见金，虽然代价恒大，但万科最终还是成功活了下来。昔日的四大房企，恒大、融创中国深陷万亿债务泥潭，已经实质性违约，正在变卖资产寻求债务重组。碧桂园销售收入激增后的负债总额已达 1.65 万亿，仅次于恒大，股价大跌市值蒸发近九成，评级被调成了“垃圾股”，正徘徊在暴雷边缘。相比较于其他三家，万科的情况确实要好很多。2022 年末，万科剔除预售款后的净资产负债率为 69.80%，净负债率为 29.7%，现金短债比为 1.5，全部维持在依然，继 2021 年后继续蝉联我国规模最大的“绿档”房地产公司。从这个方面来看，万科的债务结构比较健康，整体发展保持一贯的经营稳健性。

在昔日的竞争对手不堪重负，接连倒下，那么同样是房地产企业，处在同样的宏观环境，万科又是为什么能保持稳健发展？在面对大规模到期的美元债

时，又是如何还本付息的？

5 套保布局

2018 年时刚刚从“万宝之争”中抽身的万科意识到房地产行业将迎来转折后，便开始准备转型升级做“城乡建设与生活服务商”。对原有的房地产业务和物业服务进行收敛和聚焦，并且运用轻资产运营模式经营发展业务。转型争取到更多时间为“过冬”储备现金流，缓解宏观环境压力，而万科没有折戟于此次美元债危机的关键在于套期保值。

万科在发行美元债的时候就已经充分考虑到可能面临的风险，针对大部分的美元债券做了套期保值。

5.1 工作流程和管理结构

万科的套期保值历史至今已有 16 年历史，已经形成了一套规范的风控流程。首先，由首席风险官及内部的风险管理工作委员会负责万科集团公司层面的风险识别和风险评估工作，并逐步在集团总部和各分公司建立风险管理职能，同时向交易部门提出风险管理套期保值需求；其次，交易部门向董事会提交金融衍生品交易套期保值的交易方案并严格执行董事会授权；然后，公司董事会负责按照企业内部风险管理规定制度和套期保值目标，批准修改并审慎考虑独立董事对套期保值方案的独立意见；最后，在董事会批准套期保值方案后，交易部门与金融机构达成交易，由公司的财务部门对交易进行核对登记工作。除此之外，董事会下设审计委员会，负责监督风险管理委员会和交易部门进行套期保值业务的实施情况。万科集团董事会、金融机构、风险管理委员会、审计委员会、交易部门和财务部门六个部门协同合作，共同构成了万科整套的套期保值流程。

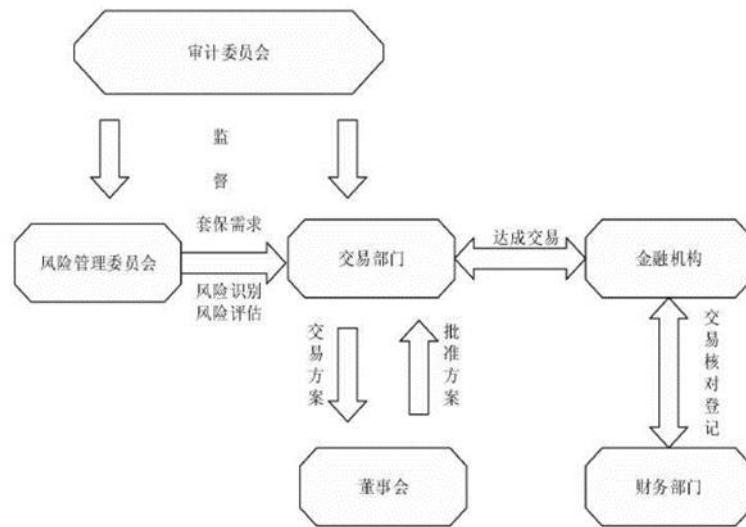


图 9 万科套期保值工作流程和管理结构

5.2 套期保值的方式

万科在套期保值方面坚持对外币资产 / 负债匹配性、合约规模、期限 结构等进行动态管理，采用跨国经营（经营对冲）及适时购买套期保值工具（金融对冲）管控外汇风险敞口，外汇风险管理颇具成效。2007 年万科针对 1584 万美元和 1980 万美元两笔外币浮息借款签署了两年期的无本金交割远期外汇 契约（NDF），2009 年交割时共产生 169.49 万元投资收益，这是万科第一次运 用金融衍生工具进行套期保值。万科对于衍生工具运用和其外币需求密切相关。 如图 7，2016 年随着万科海外业务的拓展进程加快，频繁发行美元债券，所面 临的汇率风险也在不断上升，与此而来的是衍生品投资规模的扩大和衍生工具 种类的多样化。

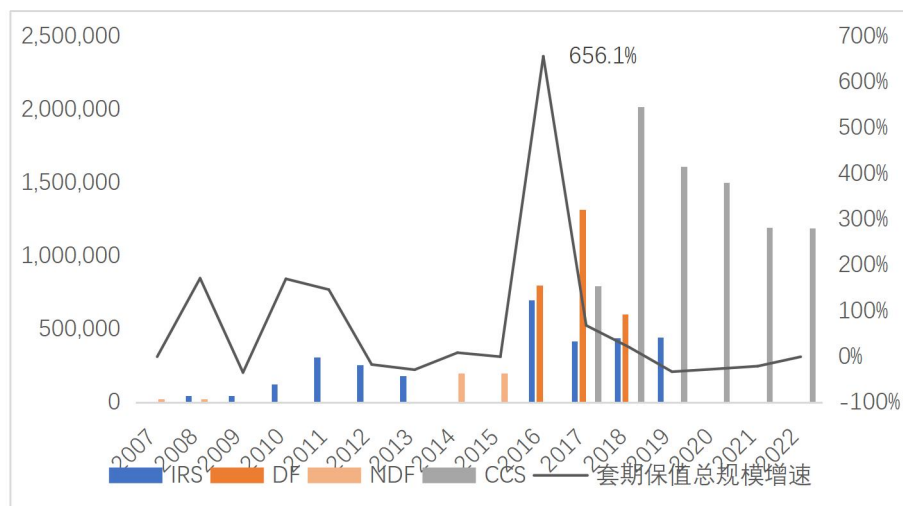


图 10 万科不同衍生工具的规模及总规模增速

纵观万科的套期保值历史，所采用的衍生工具大体上分为两种：利率型衍生工具和汇率型衍生工具。唯一的利率型衍生工具是利率互换（IRS），主要针对万科的浮动利息借款。而万科所使用的汇率型衍生工具就丰富了许多，先后采取了三种汇率型衍生工具，分别是无本金远期外汇契约（NDF）、远期外汇契约（DF）和交叉货币互换（CCS）。如图，通过梳理万科的衍生工具历史，可以将其按照衍生工具的种类分为三个阶段：2007 年-2015 年、2016-2017 年、2018 年至今。

5.2.1 NDF（2007 年-2015 年）

无本金交割远期外汇协议（Non-Deliverable Forward，简称 NDF）指交易双方签订无本金交割的远期外汇合约，确定远期汇率，名义本金，到期日等合约条款，签署时不需交付资金凭证或保证金，到期时仅需将合约汇率与当期市场实际汇率轧差后以美元进行结算，无需交割名义本金，主要用于对那些实行外汇管制国家和地区的货币进行离岸交易。是万科最早开始使用的衍生工具，呈现规模小、操作不连续的特点。

下面以“BGLYRA N1906”为例，对万科使用 NDF 对其进行套期保值所带来的损益具体分析。

2014 年 6 月 5 日，万科发行了一笔 4 亿美元的债券，随后在当月和下月分两批次买入了总规模 3.25 亿美元，执行价格均为 6.312 的两年期 NDF，以抵消未来两年汇率大幅度上升的风险，保障利息的顺利支付。

表格 2 “BGLYRA N1906 ” 2014 年-2016 年利息折算金额

时间	即期汇率	利息（万元）
2014/6/4	6.1693	——
2014/12/4	6.1411	5527
2015/6/4	6.1181	5506
2015/12/4	6.3851	5748
2016/6/4	6.5497	5895
折合年利率	4.59%	

“BGLYRA N1906”于每年的12月5日和6月4日进行付息。以每次付息当天的即期汇率进行计算，两年内总共付息约2.27亿，利率达4.59%。而使用执行价格6.312的NDF进行轧差结算共获得7713万元的收入，进而将利率拉低至3.03%。万科通过签署NDF合约，减少了公司的外汇风险敞口，产生了正的投资收益，有效对冲了交易风险。

5.2.2 DF（2016年-2017年）

外汇远期合约（DF）是外汇交易中的一种契约合同，外汇买卖双方在成交时先就交易的货币、种类、数额、汇率及交割的期限等达成协议，并用合约的形式确定下来，在规定的交割日双方再履行合约，办理实际的收付结算。境内企业DF合约的对手方选取一般是四大国有商业银行。同NDF最大的区别就是DF到期需要进行现汇交割，不仅仅只是结算差额。万科2016年的NDF到期之后，便开始尝试新的衍生工具DF。整体来看，万科的DF仅仅使用三年的时间，规模较DF的金额有所增加，其中披露期末合约金额的最高值在2017年，合约金额高达131.91亿元占该年净资产的7.07%。

下面仍以“BGLYRA N1906”为例，在针对此债券购买的两年期NDF到期之后，万科使用新的衍生工具DF继续对该笔五年期的债券进行套期保值，对所带来该笔操作所带来的损益作进行具体分析。

2016年6月6日，在对3.25亿美元的NDF进行汇率轧差结算后，紧接着又一次性购买了三年期，规模为5亿美元DF合约，以应对“BGLYRA N1906”

到期后本金及利息的支付。

表格 3 “BGLYRA N1906 ” 2016 年-2019 年利息及本金折算金额

时间	即期汇率	折合利息、本金（万元）
2016/6/4	6.5497	---
2016/12/4	6.887	5895
2017/6/4	6.7935	6114
2017/12/4	6.6105	5949
2018/6/4	6.4208	5779
2018/12/4	6.8939	6205
2019/6/4	6.8822	275907
折合年利率	7.98%	

如表，以“BGLYRA N1906”每次付息当天的即期汇率进行计算，若不进行套保操作，三年内共付息 3.61 亿，并且该笔债券于 2019 年 6 月 4 日到期，需要偿还本金，叠加汇率波动的影响，三年内折合年利率约 7.98%，远远高于票面利率 4.5%。但是针对该笔债券的买入了三年期的执行价格为 6.67 的 DF，获得 1.225 亿的收益，进而将利率拉低至 6.3%。

5.2.3 CCS（2017-至今）

交叉货币互换（又称货币掉期）是指两笔金额相同、期限相同、计算利率方法相同，但货币不同的债务资金之间的调换，同时也进行不同利息额的货币调换。简单来说，货币互换主要涉及三个步骤，在协议生效日双方按约定汇率交换两种货币本金，在合约期间双方交换以两种不同货币计算的利息，在协议到期日双方再以相同的汇率、相同的金额进行一次本金的反向交换。

进入 2017 年以来，前期签订的 DF 合约陆续到期，由于原本的 DF 合约不能及时的覆盖美元债定期支付的利息，万科在 17 年下半年开始不再买入 DF，转而使用 CCS。在若干套期保值工具中，万科使用 CCS 的规模最大，时间最长。

下面以“VKEREHK N2304”为例，根据万科年报中 CCS 头寸的调整，模拟万科为此笔债券进行套期保值的情形，对万科使用新的衍生工具 CCS 所带来的损益具体分析。

自 18 年 4 月 “VKEREHK N2304” 发行以来，美元不断升值，截止到 7 月 16 日，人民币对美元即期汇率已由发行时的 6.2817 升至 6.6758，如果接下来汇率继续居高不下，按照此时的汇率去还本付息，那么此笔美元债的资金使用成本由原先的 4.15% 升至 5.67%。而同年万科所发行高的同为五年期的人民币债券 “18 万科 01” 只有 4.05%。美元债的成本是明显高于人民币债的，而且有进一步提高的趋势。

汇率的升高引起了当时万科首席财务官孙嘉的警惕，立即召开部门会议，会上有一部分员工提出美元兑日元汇价走势有可能只是一时的，如果此时套期保值，汇率走低的红利就错失了。另一部分则认为汇率如果继续升高，则集团还本付息会面临巨大的汇兑损失。在一番激烈的争论之后，孙嘉认为外汇趋势很难观测，把握当前才是最重要的。最终决定采用总期限为 15 个月，间隔为 3 个月，固定利率对固定利率的交叉货币互换，到期后再进行调整。具体来说就是在期初双方根据即期汇率确定本金为 9.71 亿美元和 64.97 亿人民币并进行交换，每隔三个月双方交换以分别以 4.15% 计息的两种货币利息，到期再将本金交换回来，期初和期末两次本金交换方向相反，金额相同。

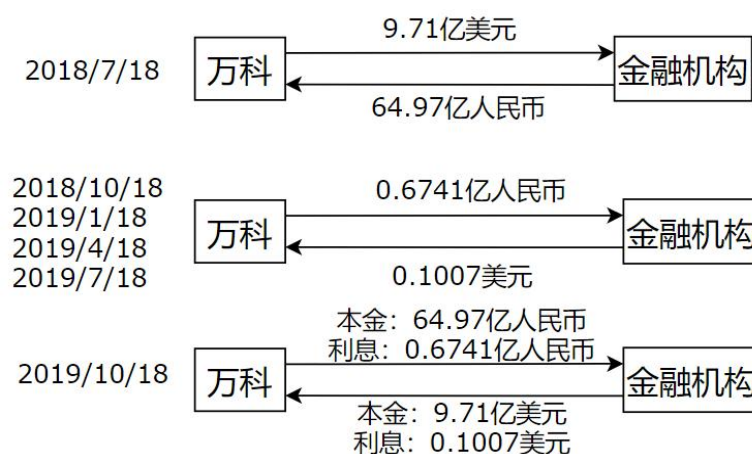


图 11 “VKEREHK N2304” 签订 CCS 的具体操作机制

N2304 每半年付息一次，合约 15 个月期间共需支付 3 次利息。如表 4，若按照付息日的即期汇率进行计算共需支付 42215 万利息，使用 CCS 后少支付 2169 万元，减少了部分汇率波动的风险。

表格 4 “VKEREHK N2304” 签订 CCS 合约前后利息对比

时间	即期汇率	不套保所需利息（单位：万元）	签订 CCS 之后支付利息（单位：万元）	盈亏状态（单位：万元）
2018/10/18	6.9725	14048	13482	566
2019/4/18	6.911	13924	13282	642
2019/10/18	7.069	14243	13282	961
总计	——	42215	40046	2169

5.3 思考与改进

丰富的套期保值经验救了万科一命，但是就目前来看，在此方面万科仍有一些不足，需要继续改进。从万科套期保值的流程来看，经过董事会授权可以在一定程度上规避风险，但是套期保值的方式与规模会受到董事的偏好限制。于此之外，万科的套期保值涉及部门众多，一旦发生突发性状况不能及时上报，企业内部套保信息沟通不足，不能及时采取措施从而放大风险；万科的套期保值规模偏小，仍然存在一定的外汇风险敞口，导致衍生品投资收益不足以完全对冲汇兑损益，尤其在 2018 年的对冲净收益亏损达 13.2 亿；衍生品种类繁多但万科仅仅使用的外汇衍生品种类仅有三种且从未组合使用，尝试更多新的衍生品或者衍生品组合来对冲外汇风险可能会有更好的效果。

表格 5 汇兑损益与外汇衍生工具对综合收益的影响
单位：万元

年份	汇兑损益	外汇衍生品投资收益	对冲净收益	现金套期储备	对综合收益的影响额
2014	6 060.48	0.00	6 060.48	4 781.71	10 842.19
2015	3 802.55	0.00	3 802.55	-3 328.99	473.56
2016	-57 316.99	8 381.88	-48 935.11	22 038.24	-26 896.87
2017	-35 876.72	106.77	-35 769.95	-16 330.40	-52 100.35
2018	-132 052.46	-70.54	-132 123.00	-22 688.85	-154 811.85
2019	32 618.67	88.74	32 707.41	24 805.95	57 513.36
2020	-66 386.55	-207.94	-66 594.49	29 450.90	-37 142.59
2021	751.85	85.04	836.89	-25 054.41	-24 217.52

2022	11 987.74	372.31	12 360.05	44 979.55	57 339.60
------	-----------	--------	-----------	--------------	-----------

6 结语

阴霾终将散去，地产行业也终于迎来了春天的曙光。面对大规模爆发的信用危机，政府出手了。2022年11月，人民银行同有关部门，分别从信贷、债券、股权三个融资渠道采取“三支箭”的政策组合，支持民营房企拓展融资渠道。

房地产融资政策利好推动下，万科加快了股债双通道融资的步伐，积极为公司发展储备“粮草”。据万科公告显示，股权方面，公司董事会制定了以新股配售方式、向非关联人士发行境外上市外资股（H股）的方案，同时万物云IPO也募集到54.9亿港元的资金；债券方面，万科已获得新增不超过500亿元的发行直接债务融资工具的授权；信贷领域，万科已获得了12家银行的意向性融资额度，授信额度超3000亿元……

（案例正文字数：10291）

启发思考题：

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. 万科是否意识到美元债的风险，如果意识到，又采取了什么对冲方式，这种对冲方式有什么优缺点？这种对冲方式是否适合所有的房地产企业？
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？

备用问题： 1. 结合房地产行业资金特点以及当时政策环境，谈谈为什么整个房地产行业都在发行美元债？发行美元债有哪些暗藏的风险？

2. 造成美元债危机的有哪些因素？

3. 案例中万科所遭受的危机同与监管政策密切相关，政策主要从哪些方面对万科的发展产生了阻碍？
4. 房地产这样高风险的企业，常常面临着发展速度和稳健经营的二选一抉择，万科选择了什么？结合不同规模企业的特点，谈谈这样的选择是否适合所有的房地产企业？
5. 恒大、融创并不缺少专业的风控部门，查阅资料，那么为什么万科成功度过危机，而其他大部分房企却折戟危机之中，对比三者之间的财报、以及美元债发行的规模、时间等等，谈谈除了万科进行套期保值，还有什么其他的原因？
6. 结合万科外汇衍生工具的损益情况，谈谈万科目前套期保值存在哪些不足？
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？

附录

表 a 万科所发行的美元债券

产品简称	发行时间	到期时间	规模	利率	债务偿还情况
BESTGAIN B1803	2013/3/14	2018/3/13	8 亿美元	2.625 %	已到期
BGLYRA N1906	2014/6/5	2019/6/4	4 亿美元	4.50% 6.23%	已到期
BGLYRA N2110	2016/10/15	2021/10/14	2.2 亿美元	2.95%	已到期
BGLYRA N1912	2016/12/24	2019/12/23	6 亿美元	3.95%	已到期
VKEREHK N2711	2017/11/10	2027/11/9	10 亿美元	3.98%	尚未到期， 按时付息
印力集团	2018/2/7	2019/2/7	3 亿美元	3.8%	已到期
VKEREHK N2304	2018/4/19	2023/4/18	9.71 亿美元	4.15%	已到期
VKEREHK N2305	2018/5/28	2023/5/25	6.5 亿美元	Libor +1.55 %	尚未到期， 按时付息
VKEREHK N2403	2018/12/12	2024/3/11	6.3 亿美元	5.35%	尚未到期， 按时付息
印力集团	2019/3/26	2020/3/25	2.8 亿美元	4.6%	已到期
VKEREHK N2406	2019/3/8	2024/6/7	6 亿美元	4.20%	尚未到期， 按时付息
G19061304	2019/6/13	2022/6/13	5.05 亿美元	3.85%	已到期
VKEREHK N2911	2019/11/13	2025/5/12	4.23 亿美元	3.15%	尚未到期， 按时付息
VKEREHK N2505	2019/11/13	2029/11/12	3 亿美元	3.50%	尚未到期， 按时付息

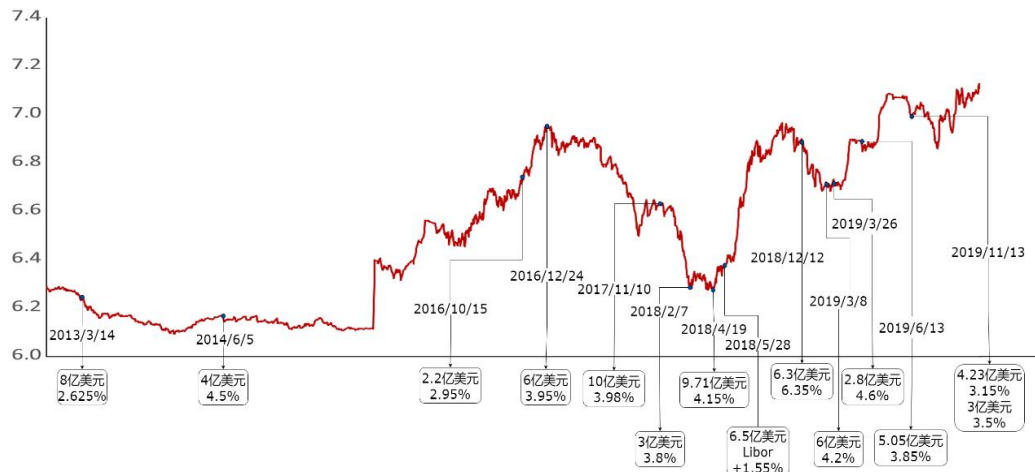


图 a 万科的美元债同汇率的走势对比



图 b 万科新增项目

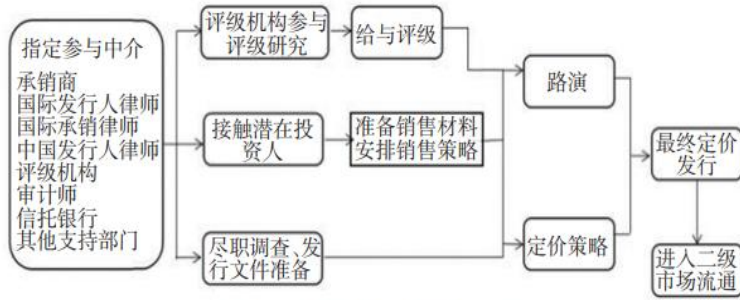


图 1 中资美元债发行流程