



張麗萍  
環球新興市場定息產品投資研究部主管



郭張德美  
大中華區定息產品投資研究部主管

9 月 22 日，中國恒大（恒大）宣布與在岸債券持有人達成協議如期支付債息<sup>1</sup>，與此同時，恒大的美元債券卻未能如期於 9 月 23 日支付利息<sup>2</sup>。整體而言，房地產發展商的流動性減弱仍將在未來為行業帶來重重挑戰。環球新興市場定息產品研究主管張麗萍及大中華區定息產品投資研究部主管郭張德美在本文探討近期市況波動對房地產信貸的影響。她們指出，審慎研究和挑選優質信貸的重要性，在於能識別房地產業和更廣泛高收益領域的潛在長線機遇。

## 中國信貸：房地產前景面臨挑戰

### 單一事件對行業的影響

中國恒大（「恒大」）是一家業務遍佈內地的房地產發展商。以銷售額計算它是國內第二大房地產商<sup>3</sup>，同時於在岸（人民幣）和離岸（美元）負債。過去數月，恒大的流動性問題日益嚴重，近期更無法如期向銀行支付利息，在撰寫本報告時仍面對潛在的違約風險<sup>4</sup>。

儘管恒大的命運仍充滿不確定性，但從目前債券價格來看，我們認為市場的基本情境預測是該公司有可能發生違約。因此，主要問題在於是發生有序違約還是無序違約。我們相信，這單一事件的潛在違約，應成

為內地房地產業展望的關鍵因素，並會隨著時間而演變。

**短期影響：**整體而言，房地產發展商的流動性將繼續偏緊。即使我們認為銀行不會追收現有貸款，但在目前情況下亦不太可能提供更多信貸。此外，不論於在岸和離岸市場，發展商均難以發行新債。

**中期影響：**更長遠來說，由於經營問題成為焦點，潛在違約的情況將至為關鍵。若違約能有序地發生，對供應鏈的干擾亦可望減至最低。相反，若出現無序違約，流動性減弱或會波及供應鏈，繼而將加劇房地產上游供應商的財務壓力，並導致開發商更加難以完成在建項目。

<sup>1</sup>日經亞洲，2021 年 9 月 22 日。協議與債券持有人達成一致，通過「場外方式」協商解決，意味著未有披露細節。

<sup>2</sup>日經亞洲，2021 年 9 月 24 日，恒大未能如期償還美元債項的利息，並有 30 日的期限補救以防止違約。

<sup>3</sup>鑑於中國內地房地產業結構非常零散，恒大的市佔率僅約為 4%，惠譽評級，2021 年 9 月 14 日。

<sup>4</sup>彭博資訊，2021 年 9 月 22 日。

不論出現何種情境，我們均預料期內行業將加速整合，而具實力的開發商可能會從財力較弱的公司手中收購發展項目，從而加深兩極化。

**長遠影響：**房地產業去槓桿的過程，應屬於對行業長遠發展有利的其中一項益處。中央政府自 2020 年 8 月推出「三條紅線<sup>5</sup>」政策以來，積極致力於降低房地產企業的債務水平。雖然房地產業其後或會經歷重要且痛苦的過渡期，但我們認為行業整體最終將變得更強，並踏入可持續增長的階段，換言之，可預見到開發商的債務水平將較低，現金流較穩定且業務模型更具可持續性。

## 更廣泛影響：緩減系統性風險及維護社會穩定仍是政策的重中之重

整體而言，我們認為對受影響的金融同業及更廣泛的經濟而言，潛在的違約情境應為可控。

中國政府過去曾處理過眾多備受關注和複雜的金融事件，包括包商銀行的破產案和海航集團的重組案。<sup>6</sup>此外，在今次的事件中，受影響的銀行和信託貸款數量並非特別多，<sup>7</sup>大部份貸款銀行（特別是國有銀行）的資本充足。中國人民銀行亦已對銀行業進行了年度全面壓力測試，包括在近期測試銀行面向開發商的特定風險敞口。<sup>8</sup>

<sup>5</sup>中國人民銀行及住房和城鄉建設部於 2020 年 8 月推出「三條紅線」政策。這三條紅線分別為：1) 資產負債率（剔除預收款項後）不得大於 70%；2) 淨負債率不得大於 100%；3) 現金短債比需大於 1 倍。倘若房地產發展商觸及任何一條紅線，其融資能力將受到限制。

<sup>6</sup>[中國綜合企業海航集團的重整已進入尾聲，將分拆為四個獨立運營的單位](#)。南華早報，2021 年 9 月 20 日。

<sup>7</sup>摩根大通估計這一陷入困境的恒大分別佔銀行體系貸款及信託貸款的 0.15%和 2.66%。

我們認為，若恒大未能按時交房，或供應鏈問題導致地方的失業人數增加，將引發進一步的影響。然而，若出現上述情況，中國人民銀行可能會介入並提供短期流動性，因中央政府曾明確表示將減緩系統性衝擊並維護社會穩定。

## 機遇：在房地產業和高收益領域進行審慎信貸挑選仍屬關鍵

誠如金融市場上周表現所見，情況仍變化不定，且市場波動性持續高企。根據 ICE 美銀美林高收益新興市場中國發行人指數，其與政府債務的最差利差於 2021 年 9 月 22 日達 1581 點子，高於 2021 年 7 月 30 日的 1436 點子，當時，市場正擔憂該地產商將可能出現違約<sup>9</sup>。

在目前的不確定環境中，我們認為，從基本面和市場的角度來說，內地房地產開發商將在 2021 年的剩餘時間裡維持波動。因此，審慎信貸挑選和擇時投資將成為優勝表現的關鍵。

事實上，信貸審選及評估早已是宏利投資管理的一部份，我們利用一系列財務指標研究有關企業的信貸狀況。近期，我們重點分析發展商的流動性水平和現金流比率，原因是流動性擔憂被視為違約的關鍵因素。

<sup>8</sup>路透社，2021 年 4 月 14 日、海峽時報，2021 年 6 月 9 日。中國人民銀行在 2009 年開始進行壓力測試，逐步擴大至 2021 年為 4,024 家銀行進行測試，對比 2020 年僅 1,550 家。

<sup>9</sup>彭博，截止 2021 年 9 月 21 日。

對房地產業感興趣的投資者，應全方位審視房地產發展商的基本面，重點關注上文所述的中期影響。一般而言，我們仍然偏好規模大、財務緩衝強，能駕馭不同市場周期的發展商。這類發展商在全國各地或經濟重地均擁有充足的土地儲備，並雄踞市場領導地位。此外，我們青睞於在岸和離岸市場擁有多元化融資渠道的房地產發展商，這對發展商的流動性狀況和長遠成功至關重要。

## 總結：房地產是結構性改革的一環

整體而言，我們認為投資者應視房地產業的潛在變革（例如去槓桿）為中國重大結構性改革中影響深遠的政策重點。

事實上，在過去數月，我們曾撰文探討內地[教育和互聯網行業出現的重大政策變動](#)，有關政策旨在降低家庭開支和改善員工薪酬待遇。相關分析角度可能同樣適用於房地產業。過往房地產業透過舉債擴張以推動經濟增長，但當局目前期望房地產市場能提高可持續性和公平性。我們認為，這對於尋求長線機遇的投資者來說屬利好消息。

## 免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市场況作出，有關市場會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

根據證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則（“證監會”），我們在此披露證監會持牌人張麗萍（中央編號：AOS346）和證監會持牌人郭張德美（證監會持牌代表）（中央編號：AQJ220），或其有聯繫者在恒大證券中沒有財務權益。報告中沒有與恒大相關的已獲或將獲的報酬或利益。此外，無論是張麗萍和郭張德美、他們的有聯繫者或宏利投資管理（香港）有限公司（“宏利投資管理（香港）”）僱用的任何個人，均不擔任恒大的職員。此外，宏利投資管理（香港）（編號：ACP555）為一家已獲證監會發牌的公司，於 2021 年 9 月 27 日並無持有恒大證券的財務權益。

543267