

中國恆大：沒有什麼是永遠偉大的

監管變化是引發廣為人知的中國恆大集團流動性緊縮的催化劑，這些變化對中國房地產開發行業產生重大影響。GAM INVESTMENTS的投資專家Andrew Dewar評估出可吸取的經驗，並提供相關展望給予此領域的債券投資者。

中國恆大集團是中國最大的房地產開發公司之一，其地庫總建築面積為2.14億平方公尺（幾乎是曼哈頓土地面積的四倍），其物業管理部門管理4億平方公尺的房地產。恆大直接僱用超過160,000名員工，而據估計它透過其供應鏈在產業經濟內創造約380萬個工作崗位。同時，恆大還在電動汽車生產、老年照護、主題公園、食品飲料、數位媒體等行業設有子公司。這種增長規模的建立得益於槓桿作用，根據Statistica的數據，該公司是全球第六大負債公司，其總負債為3,046億美元(如公司財務數據所示)，而當前市值為62億美元。儘管規模龐大，但在最近的監管壓力下，違約或重組的可能性似乎越來越大。

多年來，恆大乃至整個中國房地產開發行業過度使用槓桿一直是監管機構關注的問題。它不僅增加金融市場的風險，而且還進一步提高該國的房地產價格。為減少槓桿使用，監管部門於2020年8月出台“三條紅線”政策。該政策對三個槓桿率進行限制，並根據違反限制的數量對房地產開發公司進行分類，每個類別包括對一年內允許的債務增長量的限制。

表一：三條紅線政策

Liabilities / Assets (<70%)
Net debt / Equity (<100%)
Cash / Short-term debt (>1x)

The categories and debt growth allowed is as follows:

Colour Code	Red lines breached	Debt growth allowed in a year
Green	0	15%
Yellow	1	10%
Orange	2	5%
Red	3	0%

資料來源：中國政府政策規定 - 2020年8月公佈，Bloomberg。

該政策確實奏效，我們看到大多數開發商積極降低槓桿以達到這些“紅線”。然而，正如新政策所預期的那樣，出現一些不幸的副作用。例如，一些公司正在增加對少數股權和合資企業的使用，允許透過子公司增加槓桿作用，並在資產負債表中扣除股權價值。此最終會降低財務報表的透明度，並且不會按預期降低槓桿率。最重要的是，由於公司被限制在他們可以籌集的債務金額範圍(同時試圖降低槓桿以滿足紅線)，公司自由可用現金水平和整體流動性來源正在減少，如此可能會削弱公司抵禦任何短期危機的能力。

恆大在該行業中擁有一些最高的槓桿率，至2020年底，它是僅有的兩家仍處於紅色類別的公司之一。如表2所示，它正在積極去槓桿，在其最新結果中，它確實達到三個紅線比率之一。然而，其少數股權正在增長，而其現金/短期債務卻在下降。此意味它抵禦短期現金緊縮的能力下降，總債務風險變得較難以明確看見。

表2：恆大最新去槓桿結果

Financial Period	Three Red Line category	Liabilities/Assets	Net Debt / Equity	Cash/Short-term debt
H1 2021	Orange	81.0%	99.8%	0.4x
FY 2020	Red	83.8%	131.3%	0.5x
H1 2020	Red	93.2%	429.4%	0.4x

資料來源：恆大財報。截至2021年6月30日的數據。

今年5月，出現一篇關於監管機構審查恆大與盛京銀行關聯交易的新聞文章。此後，有消息指出中國監管機構要求銀行對其恆大風險敞口進行壓力測試。此導致利益關係人進一步擔心該公司可能違約—增加自我實現預言的風險—因為債權人停止放貸、資產被凍結、提起訴訟並停止項目。

由於其龐大的規模，恆大很可能被許多人視為具重大系統性的公司，因此大到不能倒。然而，迄今為止，政府在提振市場情緒方面幾乎沒有採取任何措施，而7月份在教育和科技領域的監管行動事實上令投資者更加恐慌。造成的結果是中國房地產面臨大規模拋售，它不僅影響二級債券市場，而且新發行的債券幾乎枯竭，而且一個高度依賴短期債券的行業，在未來6到12個月內面臨嚴重的再融資問題，那些債券到期的公司將面臨嚴重的再融資問題，短期內可能受到相當大的衝擊。

這就是我們現在所處的位置，下一步是什麼？

房地產開發商在8月份發布上半年業績，總的來說，實際結果是積極的。許多公司繼續降低槓桿，但也在透過建立現金儲備、放緩資本支出和購買土地儲備來積極為明年做準備，以確保他們能夠為即將到期的債務自籌資金。此促使債券價格從7月份的低點回升，同時一級市場對一些優質債券開放。然而，隨著更多恆大新聞的發布，9月份有所走弱。隨著恆大故事的展開，此種波動在短期內是可以預料的。

從公司確實違約的情況來看，中國高收益債券的違約率可能會從4%上升到20%。其違約還可能將中資銀行的逾期放款率推高1.2%至2.96%，對中國經濟產生連鎖反應，許多往來廠商因此而陷入困境。雖然政府不太可能不為恆大事件提供一些支持，但債券市場似乎已消化最壞的情況，公司債券交易價格低至24美元，中國房地產的高收益債券價格低於50美元的比例創歷史新高。這提供一些具吸引力的機會，但在我們看來，駕馭這些條件需要謹慎，積極管理將是最重要的。

“三條紅線”政策是恆大形勢的催化劑，總體而言，我們認為該政策對於啟動一個高風險行業的去槓桿化是必要的，並有助於減緩過熱的房地產市場。監管機構似乎很可能會確保合資企業和少數股權的能見度更高。我們認為，此將帶來一個減少未償還債券金額且更穩定的產業。考慮到這一點，我們目前正關注流動性水平、資金取得、債務到期情況和合資企業風險，以確保公司能夠承受短期波動。此與土地儲備質量、穩定和健康的保證金水平以及強勁的現金轉換率一樣，可確保持有的資產不僅能夠抵禦短期風險，而且能夠在長期內蓬勃發展。雖然我們預估短期內波動將持續，但對該行業中長期仍持樂觀態度。公司繼續去槓桿，基本面正在改善。隨著恆大令資本市場凍結，我們現在正處於流動性緊縮之中，但一旦度過此階段，我們相信該行業將全面復甦，不過信用強弱之間的區別仍是關鍵。

【台中銀投信獨立經營管理】本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至公開資訊觀測站中查詢。本基金投資涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司網站<https://www.tcbsitc.com.tw>，或公開資訊觀測站<http://mops.twse.com.tw>查詢下載。