

風口浪尖上的恆大

在中國房地產集團恆大的金融動盪中，GAM INVESTMENTS的經理人Rob Mumford研究解決公司主要議題的關鍵問題和途徑。對於可能的公司或監管機構處理不當，他提出持續地市場不確定性和風險看法。

改善房地產行業的財務健康狀況一直是中國2021年政策常態化的關鍵部分，政府的“三條紅線”政策旨在引導房地產資產負債表穩健發展，設置貸款限額和抵押貸款額度上限為增加的措施之一。恆大在今年早些時候的中期業績只遇到三條紅線中的一條，一段時間以來一直是眾所周知的麻煩點。由於恆大的高槓桿和短期融資曝險，房地產開發商的債券被海外評級機構評為非投資級。

儘管有明確的減債指令，但恆大不願盡快採取更激進的行動，這讓市場感到擔憂，並導致人們擔心更大的系統性問題，因此出現將恆大與雷曼兄弟或長期資本管理(LTCM)進行比較的戲劇性頭條新聞。儘管如此，財報內容(普華永道為審計會計師事務所)指出，該公司擁有大量的土地儲備/正在開發的房地產、已完成的投資房地產和上市附屬公司的大量股權。換句話說，恆大具有形資產，可以獲取流動性。出於這個原因，信用分析師認為，雖然該公司處於嚴重的流動性困境，但償付能力狀況仍令人鼓舞，不太可能是雷曼兄弟/LTCM的翻版。

在我們看來，關鍵問題是當前的資產與負債差距。對流動資產(可在一年內變現)的一些大略調整顯示，資金缺口估計在2,000億元人民幣(300億美元)到5,000億元人民幣(900億美元)之間，而這本應在前幾年透過國內或境外再融資補足，但當前的政策重點包括具體的負債目標，使得此方式更加困難。同時，政策常態化和房地產專項措施帶來更廣泛的放緩影響，也給恆大的經營現金流帶來壓力。2020年經營現金流僅為1,100億元人民幣(169億美元)，2021年上半年銷售額同比下降16%，經營現金流無法填補資金缺口。

對於市場而言，不僅僅是價值數十億美元的當前借款或長期借款屬於廣泛的問題，還有近1兆元人民幣(1,530億美元)的當前貿易應付帳款，已累積占公司在媒體上報導的總負債的一半。換句話說，傳染不僅限於銀行和保險公司信用曝險的金融負債，還包括違約和/或緩慢/無序重組的連鎖反應，因為這些應付款項分佈在大約7,000個合作方。如果因強

制清算已完成的樓房或未能完成現有項目而開始出現無序的房地產價格波動，也存在對更廣泛消費市場產生負面影響的風險。

我們認為，取得進展的關鍵在於恆大能夠從流動資產和非流動資產的流動領域有序籌集現金。該公司最新的中期財報，估計恆大的總資產約為2.4兆元人民幣(3,690億美元)，分析師已確定近期可從投資物業和非核心上市公司籌集約1,950億元人民幣(300億美元)。非上市資產(投資物業及物業服務業務)。中國房管部門發出近期可能錯過利息支付的警告則顯示出在時間以及更負面情景的資金缺口成為基本情況下所需的資金規模方面的挑戰。

令市場感到意外的是，在監管部門的明確指示和政策引導之下，恆大自去年以來已相當明顯的問題，到現階段仍如此不確定，並受可能的信用風險和潛在的流動性失序等負面影響而被拋售，進而影響企業及消費者情緒。對於加大力度試圖擺脫“太大而不能倒”情況，並更喜歡由市場機制為解決方案的監管機構來說，這是一次繃緊神經的考驗(儘管廣東省政府數週以來正在協調這種情況，並已聘請會計師和律師協助檢視恆大情況)。

2020年包商銀行的破產，銀行間投資者的相應扣減，以及其他允許國有企業違約的情況，都是朝著這個方向發展的。目標是恆大能獨立地採取行動徹底改變其資產負債表/結構，而不是要求快速的永久修復(和邊際資產削減)或意識到破產程序是一種風險。然而，人們意識到此情況的潛在敏感性，而正在進行重組的華融資產管理案例則顯示，在某些情況下，特定的國家指導重組是必要的。

考慮到即將到期的利息支付(以及頭條新聞所指出的違約威脅)、公開示威以及現在全球對該事件的關注，人們預估要不就是更大規模的資產出售以提供近期流動性，要不就是監管機構很快地扮演重要角色來介入管理。有關公司債利息支付的頭條新聞令人感到鼓舞，但前方依然存在重大挑戰。儘管恆大不願在經濟疲軟的情況下被迫出售資產，但似乎別無選擇，假設公司的土地儲備/未完成建案等項目與其他有形資產內沒有存在黑洞，重組的提案可能促使狀況逐漸緩和，並或將令市場感到放心。

【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.tcbisitc.com.tw>，或公開資訊觀測站<http://mops.twse.com.tw>查詢下載。