



郭張德美
大中華區定息產品投資
研究部主管



鄭錦麟
大中華區定息產品投資
研究部董事

中國房地產業在過去兩年面對前所未見的波動。業界經歷連串違約事件及信貸評級下調，觸發美元債券顯著下跌，但受惠於政府近期推出的政策，這些債券自去年 11 月以來強勁反彈。然而，投資者希望知道

市場是否尚有再上升的空間？如有，哪些板塊最具吸引力？正如大中華區定息產品投資研究部主管郭張德美及大中華區定息產品投資研究部董事鄭錦麟在本文指出，雖然前路可能崎嶇不平，但美元高收益債市仍不乏個別投資良機。在當前市場環境下，嚴謹的信貸選擇及估值評估更形重要。

中國房地產業的前景如何？

由於中國的監管格局轉變，加上經濟狀況轉弱（見附錄），內房業在過去兩年陷入困境。中國政府於 2020 年 8 月（非正式）推出「三條紅線」政策後，房地產發展商在尋求融資時面對截然不同且備受挑戰的經營環境。由於需要進行去槓桿，加上銷售及流動性前景不明朗，導致當時規模最大的發展商之一中國恒大集團在 2021 年底違約¹。

這次違約形成負面反饋循環：多家發展商無法取得融資，被迫暫停現有項目及擱置新項目，繼而局限現金流。與此同時，隨著不明朗因素日增及經濟增長放緩，房地產價格下跌，促使消費者保持觀望。

政府在過去三年採取疫情清零政策，加劇了發展商的經營壓力，因為突然宣佈封城和暫停經濟活動，進一步削弱本已脆弱的消費信心。內房業在 2022 年出現

連番違約，信貸評級遭到下調，甚至被撤銷信貸評級。

因此，在 2021 年 5 月至 2022 年 11 月期間²，摩根大通亞洲信貸指數 — 中國房地產指數（總回報）下跌 71.4%（見圖 1）。然而，中國政府在 2022 年底推出一系列支持內房業的新政策。

中國人民銀行及中國銀行保險監督管理委員會（銀保監會）於 11 月發佈「金融 16 條」，致力提高內房業的流動性，並確保未完成的房地產項目能夠竣工。這些政策有助改善流動性普遍不足的融資環境，同時降低整體違約風險。

政府明顯改變政策基調，加上結束清零措施的步伐較預期迅速，刺激大市回升。在 2022 年 11 月初至 2023 年 1 月底，摩根大通亞洲信貸指數 — 中國房地

¹ 該開發商未能在寬限期結束前兌付債券票息，結果於 2021 年 10 月 23 日正式違約。

² 彭博資訊。摩根大通亞洲信貸指數 — 中國房地產指數（總回報）。高位：2021 年 5 月 26 日；低位：2022 年 11 月 3 日。

圖 1：內房業的下跌及回升情況，2020 年至 2023 年



資料來源：彭博資訊、摩根大通亞洲信貸指數／中國／房地產／累計總回報指數，截至 2023 年 1 月 31 日。X 軸：摩根大通指數。

產指數反彈約 100%；反彈後該指數較 2021 年 5 月的跌幅收窄至約 40%，但仍遠低於危機前的水平³（見圖 1）。

升市後何去何從？

隨著大市近期強勢反彈，投資者或有疑問：這個領域是否仍然存在投資機會？如有，哪些環節具吸引力？

我們認為這個板塊不太可能重現類似 2021 年至 2022 年的跌勢，但最近公布的政策及重啟經濟的進程應可為大市帶來支持。

儘管如此，我們亦相信受最近市場行動的影響，這個領域的投資機會已經減少。事實上，優質美元高收益

債券的投資機會具高度嚴選特性，投資者需要通過嚴謹的信貸研究來區分優勝劣敗。

為探索機遇所在之處，我們必須首先審視這個板塊仍然面對的挑戰。

2023 年：經濟前景不明朗，挑戰仍在

在 2023 年，投資級別信貸的融資環境大致穩定，但實力較弱的高收益債券應會繼續面對困難。事實上，由於經濟處於復甦初期，加上房地產業持續波動，離岸違約事件依然有機會發生，但我們認為這些事件不會如 2021 年至 2022 年般為市場帶來不利影響。

³ 彭博資訊。摩根大通亞洲信貸指數 — 中國房地產指數（總回報）。2022 年 11 月 3 日至 2023 年 1 月 31 日。

或許更重要的是，除了以板塊為本的政策外，宏觀經濟復甦或會在 2023 年發揮更大作用。政府政策確實在挽救 2022 年的淡靜投資氣氛方面發揮關鍵效用，但政府可能評估市場對現有政策的反應，或許會在 3 月初舉行全國人民代表大會之後加推措施，以加強現有舉措。

政府目前的重點是預防業界出現系統性風險，一旦經濟增長疲弱，政府或會採取進一步干預行動。因此，我們認為經濟增長和消費信心好轉，應可成為 2023 年信貸環境繼續改善的主要催化因素。

房屋銷售取決於經濟持續復甦和消費信心上升

儘管在政府政策支持下，供應面略有進展，但房地產需求仍帶來挑戰。事實上，一手房屋銷售持續不穩定，並無出現連續的月度增長，反映復甦動力微弱

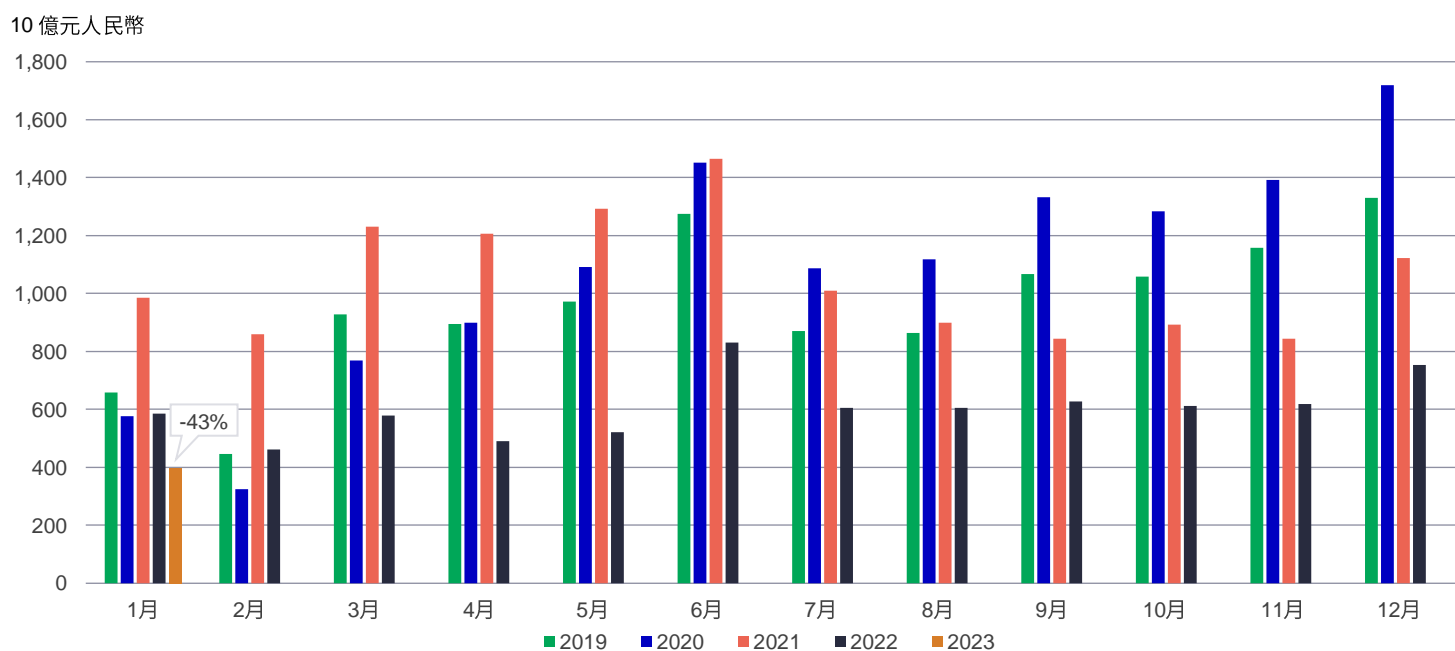
(見圖 2)。雖然二手房屋銷售出現正面發展，但這些交易主要惠及離場業主，而非發展商。

整體而言，我們認為至少要到 2023 年下半年，一手房屋銷售才可持續復甦，原因是房市氣氛普遍與消費信心有關，而後者在 2022 年底經濟開始重啟才見回升。

雖然零售銷售在 2022 年底連續三個月收縮，並維持遠低於疫情前的水平⁴，但在農曆新年期間出現一些正面跡象。此外，失業率仍高於過往平均，特別是青年勞工方面，因此復甦進程預計將會循序漸進。

隨著政府推出旨在刺激廣泛消費需求的政策，加上市場氣氛好轉，一手物業銷售應可逐漸回穩。

圖 2：中國前 100 家發展商總合約銷售額（以 10 億元人民幣計），2019 年至 2023 年。



資料來源：克而瑞(www.cricchina.com)及宏利投資管理，截止 2023 年 1 月。注：-43%代表 2023 年 1 月的合約銷售對比 2019-2022 年每年 1 月的四年平均水平。

⁴ 中國國家統計局。

整體來說，我們預計房地產的整體銷情（或特別是房屋銷售）不會回復過往水平。內房業曾經佔中國國內生產總值約 20%至 30%，但這些風光日子不再。儘管如此，受惠於行業持續復甦，表現落後的發展商債券價格應可顯著上升，因此我們認為這個板塊將在 2023 年出現具吸引力的投資機會。

表現疲弱但不致受壓的債券帶來個別信貸投資機會

整體而言，我們認為這個領域的潛在信貸投資機會可分為三部份。

1. **優質債券**以大型發展商為主，包括多項投資級別信貸，這類債券早已受惠於政府的刺激政策。經歷近期的升勢後，我們認為不少債券已達到公平價值，因為投資者普遍相信這類發展商擁有長期營運的實力。在內房業的一手房屋銷售持續回升之前，我們認為這類債券進一步上升的機會有限。
2. **受壓債券**是指一些已經違約或財政受壓，並可能在短期內違約的債券。這類債券的估值主要取決於債務重組和資產變現的特殊發展因素。由於這類投資的年期較長，而且回收結果不確定，我們認為這個領域存在其他風險與回報水平更佳的機會。
3. **表現疲弱但不致受壓的債券**是指由債務沉重的發展商所發行的高收益債券，這類發展商具有繼續營運的潛力，但由於存在明顯的不確定因素，因此其債券估值仍然吸引。在挑選這類債券時，投

資者必須進行嚴謹的信貸研究，因為當出現再融資需要時，這類發展商將高度依賴非常特殊的特定資金流。

具體來說，我們將深入分析兩項主要因素，從而逐一區分這些信貸：

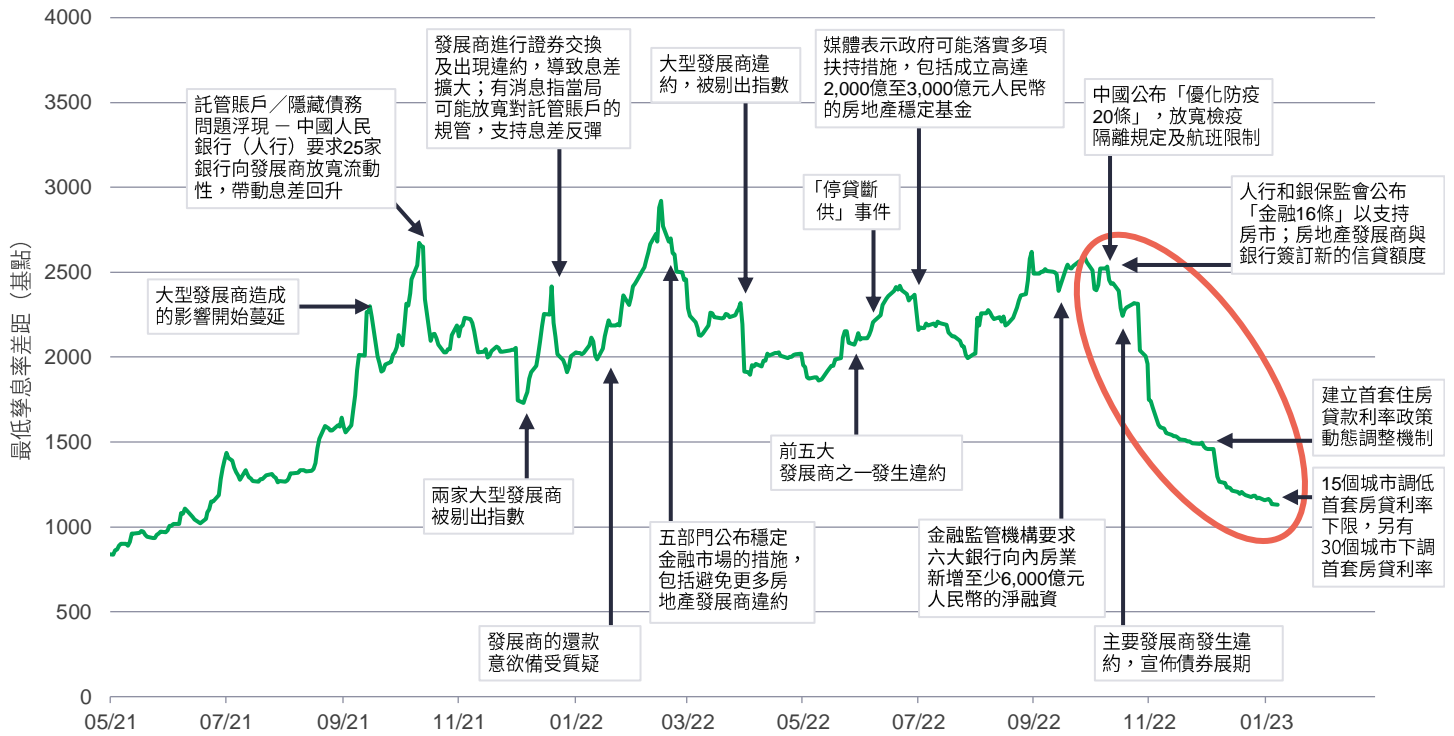
1. **合約銷售表現**可以反映發展商是否擁有充足的現金流作償債之用。
2. **第二融資來源**包括在岸信貸額度、出售資產和現有項目，以履行償債責任，但再融資選擇仍然有限。雖然中國政府近期支持銀行業向部份發展商提供內保外貸，以便取得離岸融資，但受惠者以擁有巨額資產的大型發展商為主。

我們會把這些綜合資金來源與發展商的即將到期債券進行比較；部份債券將於 2023 年到期，而其他則在未來兩至三年到期。

總結

我們預計中國房地產業將在 2023 年面對崎嶇前路，但市場在近期大幅上漲後，高收益債券領域仍不乏個別投資良機。經濟增長進一步轉強，包括一手房屋銷售持續回升，將成為支持這類信貸造好的關鍵條件。在當前的波動市況下，信貸選擇仍是非常重要的因素，有助投資者識別將會表現出色的信貸。

附錄：歷來中國高收益債券息差的變化



資料來源：宏利投資管理、洲際交易所美銀美林新興市場中國高收益債券最低孳息率差距指數，截至 2023 年 2 月 6 日。

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況作出，有關市況會出現變化，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。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。