



方君明
大中華區股票部
高級組合經理

近日備受關注的房地產開發商債務違約危機事件，觸發投資者避險及拋售房地產相關股份。然而，房地產一詞涵蓋非常廣泛的項目，包括住宅、商場、零售等；而且存在不少地域性差異。在今期投資通訊中，宏利投資管理大中華區股票部高級組合經理方君明探討內房債務危機對投資者的啟示，並評估在大灣區內的不一樣投資機遇。

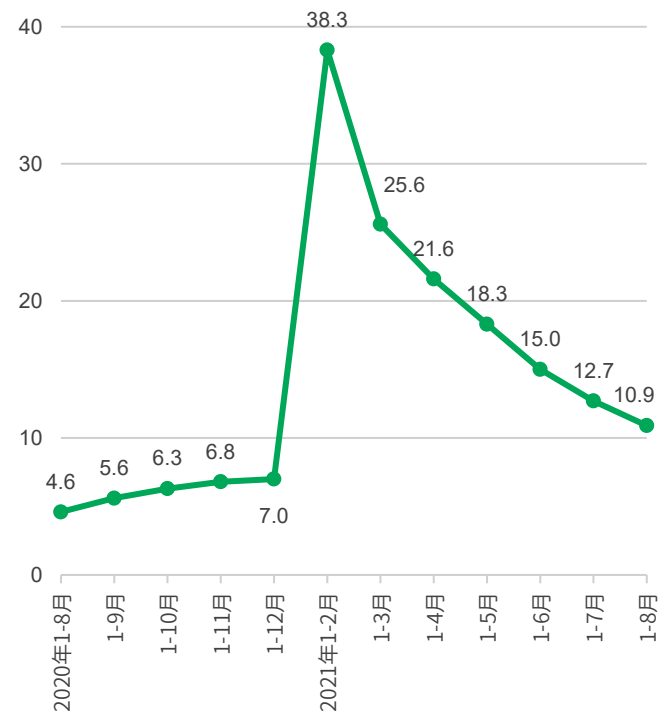
內房債務危機對大灣區的投資啟示

1. 內房債務危機，反映房地產行業的資金進一步緊縮，事件會否引發系統性風險？

首先，投資者需要了解一個重要的背景：房地產行業一直是中央高度關注的重點行業，自2016年起，中國政府多次在高層會議上重申「房子是用來住的，不是用來炒的」。其後，多項旨在遏制房地產炒作的政策相繼出台（去年為應對新冠肺炎疫情而推出的政策除外），包括2020/2021年加強執行的「三條紅線」¹，旨在防止房地產市場和開發商的透過過量借貸進行投機活動。

事實上，過去兩年，政策導向一直以去槓桿及降低與房地產相關的金融風險為主軸，房地產的投資增速亦由今年初高位徐徐回落²。

圖一：今年首八個月全國房地產開發投資增長



系統性風險方面，我們認為，個別公司的信貸事件，對國企和私人房地產企業帶來的骨牌效應可能性仍低。雖然有市場人士會以「雷曼事件」來與最近的內房債務危機相提並論，然而，前者

¹ 在2020年，中國人民銀行與住房和城鄉建設部宣布，已就房地產企業草擬新融資規則。計劃進行再融資的發展商將根據三個門檻進行評估：

資產負債率上限為70%（剔除按合約所出售項目的預收款項）；淨負債比率上限為100%；現金短債比率最少為1。

² 國家統計局，2021年9月15日。

性質屬於市場預料之外，後者則是一個持續並已啓動的過程。在現今大數據盛行和互聯網發達的時代，監管機構的預判和應變能力大大提高，中國政府亦提前部署房地產行業的去槓桿行動。另外一個非常重要的指標是，房地產開發商的市帳率一直出現較大折讓，可以判斷其估值已充分反映了去槓桿帶來的流動性緊絀的負面因素；銀行總體不良貸款撥備覆蓋率有差不多 200%³，大幅度超出銀監會法定要求的 120-150%。屬於非常穩健水平。我們認為，毋須過度憂慮與雷曼相提並論的系统性風險，相信事件對不良貸款帶來的負面影響會集中在個別銀行，而且市場價格已一定程度反映了對金融股的負面消息。

市場或投資者的擔心實屬無可避免，但我們可以在未來三至六個月內繼續觀察，整個房地產板塊或許仍會有波動，但相信可以安全過渡並朝向健康增長。在市場訊息不完全及混亂的時候，個人投資者更需要尋求專業並具備研究能力的投資專家的意見，特別是見證過不少金融危機及了解不同危機特性的專業基金經理。

2. 對於中國宏觀經濟政策展望為何？

貨幣和財政政策將會維持適度偏緊的大方向，今年底時中央將會舉行經濟工作會議，或許屆時會有適量的檢討，然而觀乎自新型冠狀病毒爆發以來、中央政府一直採取重點式的處理，把資源投

放在具戰略意義的行業之中，聚焦個別板塊及主導投資和消費方向。

值得注意的是，疫情來襲令國際市場透過量化寬鬆和印銀紙，以穩定市場信心，同樣做法未必適用於中國，首先，印銀紙會令引發熱錢及投機活動。另外，一旦疫情問題進一步惡化和延續，擴表（而非縮表）救市並等待疫情緩和的模式或許未能再重用，令外圍經濟復原能力或會受阻，屆時中國式的政策場景或許更有利，因此政府目前不會輕易改變趨緊的宏觀經濟政策。

3. 內房違約危機對相關產業鏈（與住宅相關）的供應商潛在影響為何？你看好哪些受內房債務危機/資金緊縮影響較小的行業？

與住宅相關的上、中、下游行業，一般屬於比較分散的行業，一旦需要中央政府支援，亦可參考疫情期間的一些措施，例如容許延期還款、以及一系列組合拳，幫助中小型企業維持生計及就業。

就房地產業本身而言，行業內一些具備財務實力的公司，或可伺機逆市擴充及整合，可以預計行業會出現強者愈強的情況。另外，營運穩健的物業管理公司，在早前拋售前出現沽壓，當市場平靜過來，股價亦出現明顯反彈。另外，我們察見恒生科技指數曾於第三季出現大幅度調整，近日已見止跌回穩，不排除資金因早前避險流向舊經

³根據中國人民銀行於 2021 年 9 月 3 日發布的《金融穩定報告》，不良貸款撥備覆蓋率於 2020 年底為 182.23%；根據摩根大通的預測，有關比率於 2021 年 6 月底時升至 193.2%。

濟類股份（例如金融、地產）後，於第四季轉往跌了四至五成的科技龍頭股。

4. 內房債務危機對全國性及區域性（例如大灣區）房地產股及金融股的影響會哪些不同？

值得一提的是，大灣區內的房地產發展商，大部份屬於多元化企業，業務並純粹局限於住宅項目，一般包括商業、酒店、零售等等，而且這類多元化發展商一般已開拓不同的融資渠道，基本面穩健及公司質素良好，與全國性房地產發展商比較有其另類的優勢。房地產開發商和物管公司以外，大灣區內亦有不少房地產投資信託（房托），受惠於宏觀規劃⁴、以及商業活動繁多，例如寫字樓和商場，在房地產開發商受到沽壓時，房托類股表現具復原能力，這類資產的特性是能夠為投資者帶來潛在收益和增長，波幅一般低於純股票，收益率介乎 6 厘至 7 厘的水平，可說是攻守兼備的選擇。

宏觀而言，珠三角基本因素、企業管治和本地需求偏強，整體而言具備良好的復原能力。

5. 近月內房項目銷售放緩，但內地家庭可投資金融資產持續增長。除了投資住宅物業，有哪些投資渠道和工具會受到關注？隨著大灣區跨境理財通的開通，本港有甚麼投資選擇吸納這些南下資金？

首先，我們相信政府主張國內投資者追求更多元化的機構管理投資產品，並通過互聯互通積極地

推動金融市場革新。繼股票和債券分別於 2014（滬港通）、2016 年（深港通）、2017 年（北向通）及 2021 年（南向通）於中港兩地推出後，最新的發展是醞釀兩年的大灣區「理財通」9 月 10 日正式啟動，並將於實施細則公佈後一個月生效，預料銀行業最快可於十月中推出相關服務。大方向是讓兩地投資者以人民幣開展跨境雙向直接投資，並透過提供多元化產品，讓兩地投資者分散風險。

如前所述，房托這種資產類別具攻守兼的投資特性，另外，香港房託基金具備中港兩地超級聯繫人的特質⁵，除了可以選擇以港幣或人民幣上市外，早前有關當局亦建議將內地的房托納入互聯互通機制，一旦成事，兩地投資者可通過互聯互通機制，參與兩地上市的上市房托對方。對於希望增持內地資產，特別是內地基礎設施的海外投資者而言，相關安排有望優先實施；內地投資者能藉此抓緊機遇，投資香港區域性及全球性的房地產項目。

我們預期，跨境理財通會以風險相對較低的理財產品為主，預期當股票通加入房托為可投資項目後，各類基金對房托的配置會大，市場估值重估實屬指日可待。

⁴ 前海區域由 15 平方公里擴展至 120 平方公里，利好深圳和蛇口的招商活動。

⁵ 香港金融發展局，2021 年 9 月 17 日。

6. 如何駕馭目前與本地房屋相關的政策風險，在本地地產相關股份中，捕捉被忽略的投資機會？

國際投資者在最近數年非常關心可持續發展議題，就房地產發展商而言，協助政府解決社會問題，可被視為配合「社會」議題的重要舉措，近期社會聲音亦愈來愈明顯，我們相信本港房地產發展亦注重這項社會議題，透過環境、社會及管治（ESG）這個平台，加強並更透明地與市場溝通，事實上，不少發展商的投資者關係通訊及年報，也特設可持續性的披露，相信日後有關進展會獲得市場更多關注。

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。

543457