



張麗萍
環球新興市場
固定收益研究主管

市場出現債務違約和拖欠還款的媒體報道，抵銷利好的經濟消息，因此投資者認為中國信貸環境較為黯淡，實屬無可厚非。然而，從更長遠的角度來看，我們認為這些事態發展，最終將成為一股正面的力量。中國當局視之為一個機會解決長期市場問題，並建立一個可持續發展、有利長期增長的企業債券市場。

剖析中國債市的違約情況

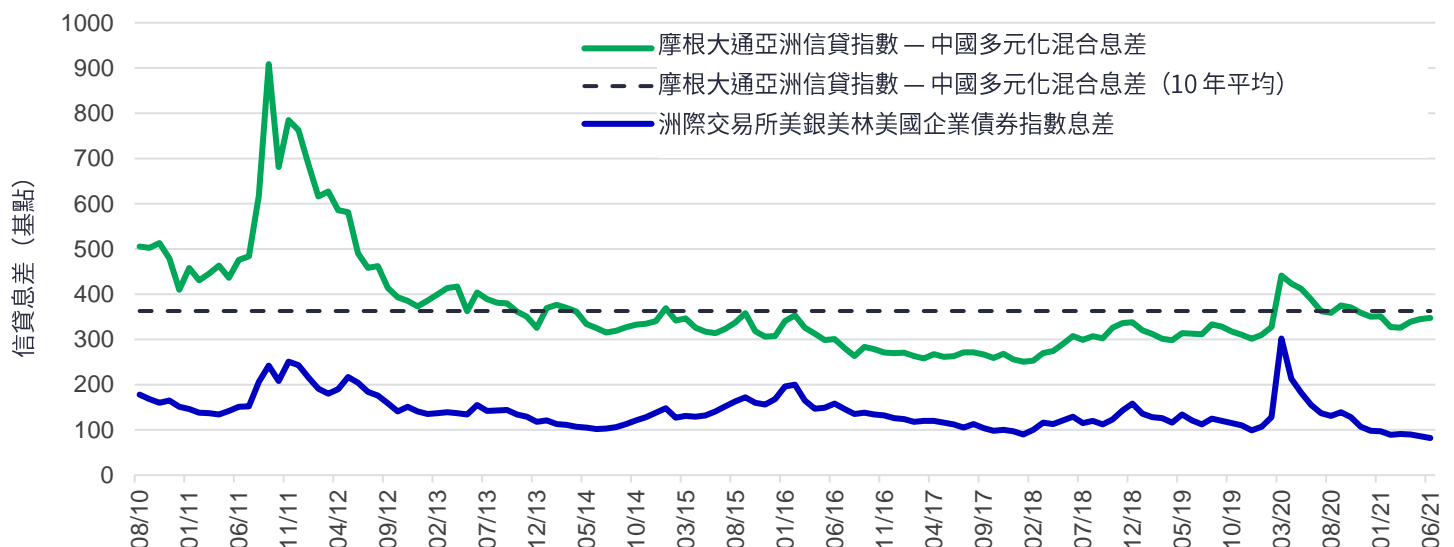
摘要

- 我們認為中國正透過可控的方式容許債務違約增加。國營企業違約事件應會主要發生在戰略重要性較低，或基本因素疲弱的企業。
- 中國以市場主導方案解決國企的債務問題。
- 國企改革三年行動方案將於在岸債券市場的發展扮演重要角色。
- 整體而言，我們認為中國離岸美元債券的違約風險受控。

- 中國近日對房地產發展商實施融資限制，旨在管理樓市風險。
- 中國的在岸和離岸債券市場持續發展，宏利投資管理的在岸或離岸信貸團隊，可彌補兩個市場之間的資訊差距，細緻地分析每家公司的信貸狀況。

儘管近日的信貸事件增加，我們認為尋求收益的主題至關重要，因此仍有充分理據投資於中國企業債券。在過程中，我們承認中國企業債券存在違約問題，並認為只要透過審慎的信貸挑選，中國信貸市場對投資者而言仍可繼續成為一個良好機遇。中國經濟和市場

圖 1：相對美國企業債券，中國美元信貸能提供息差增長機遇



穩健，相對已發展債券市場存在息差溢價，使其在全球市場獨樹一幟（見圖 1¹）。

宏觀大局：最近的信貸事件和持續整頓信貸

在 2021 年上半年，我們觀察到市場出現越來越多在岸和離岸信貸事件，年初至今的在岸債券違約數目，是 2020 年全年總數一半以上²。我們認為中國政府並無「拖延問題」，而是透過一種可控的方式，容許債務違約增加，延續過去數年一直維持的整頓信貸方針。我們相信，此舉有利於企業的財政狀況，尤其是房地產和國營企業。中國經濟自 2020 年第二季開始持續復甦，決策官員現時對違約事件的容忍度提高。此外，我們認為市場日益傾向由債權人承擔損失，扭轉以往的觀點 — 即政府會為財困金融機構的債券持有人提供救助。市場主導的有序違約事件增加，應能使信貸風險定價更能反映信貸基本因素。

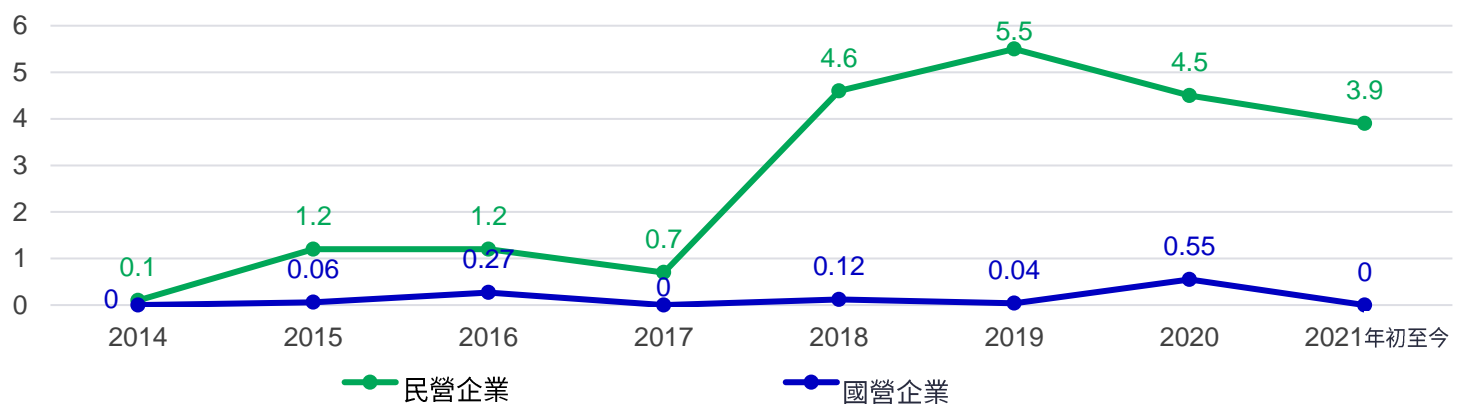
儘管上述違約事件可能導致市場波動，甚至信貸息差擴闊，但根據我們的基本情況預測，國營企業違約事

件，很可能主要發生在戰略重要性較低或基本因素疲弱的企業，不會引發系統性風險³。我們認為，最近備受矚目的大型國企出現違約趨勢，突顯信貸基本因素分析和信貸挑選的重要性，尤其是中國在岸債市的信貸質素差異不大，而且市場視政府支持為理所當然。我們的亞洲固定收益團隊透過嚴謹的信貸程序，以及遍布國內外的業務實踐理念，成功迴避所有上述中國信貸違約事件⁴。

在岸債券違約增加下的國企改革

雖然市場動力正營造更穩健和更可持續的信貸環境，但政府改革對在岸債市發展亦發揮日益重要的作用。在 2020 年 6 月，中國國家主席習近平審定國企改革三年行動方案⁵。此舉令鋼鐵和基建等行業的中央及地方國企，展開新一輪併購和資產重組。總結而言，這方案旨在協助國企提高競爭力，更以市場主導，同時鞏固中央政府對國企的影響力，繼而加強國企對若

圖 2：發行人在違約時的未償還在岸債券名義總額，佔年初未償還企業債券總額百分比⁷



¹ 彭博資訊、宏利投資管理，截至 2021 年 6 月 30 日。

² 高盛，2021 年 6 月 21 日。

³ 目前，中國國營企業的違約率仍低於 1%（佔中國未償還在岸企業債券總額），違約水平低於全球其他債券市場。中國政府過去曾表明，願意採取果斷的措施，支持並恢復市場信心，以防出現蔓延風險。

⁴ 宏利投資管理，截至 2021 年 7 月 26 日。

⁵ 《中國日報》，2020 年 6 月 5 日：「[國企改革推動經濟發展 \(SOE reforms to drive economic development\)](#)」。2020 年 5 月 22 日，中國國務院總理李克強發表《政府工作報告》，宣布將實行「國企改革三年行動方案」，完善國家資本監管體系，加強國企混合所有制改革。

干有助協助國家目標（例如 2060 年實現碳中和⁶）等戰略行業的影響力。

隨著中國新冠肺炎疫情穩定，經濟廣泛復甦，在岸債券違約率可能溫和回升。根據最新的指導意見，中央政府旨在推動國企採取更市場主導的債務解決方案，並提高對無力償債的地方政府融資平台（LGFV）違約的容忍度。我們預期，政策進程將循序漸進，同時認為「殭屍國企」和地方政府融資平台可能違約。

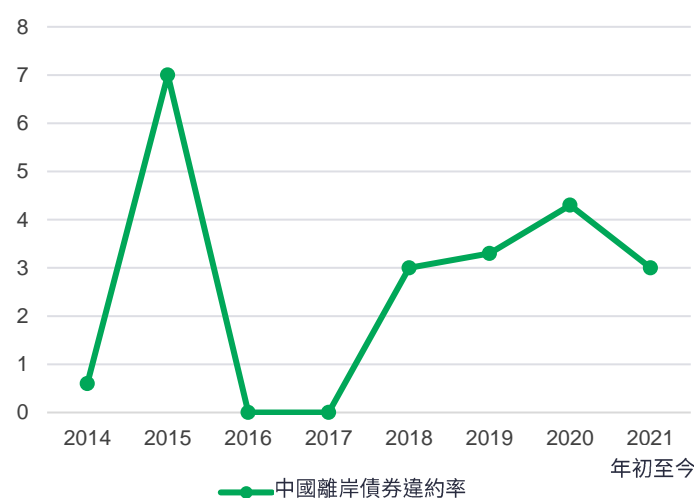
「殭屍國企」的特徵包括基本因素非常疲弱、戰略功能有限，以及投資於採煤等高污染行業。然而，在整體違約率低於 1%⁷的情況下，地方政府致力為政策進程鋪路，同時防止地方融資渠道出現系統性影響，因此國企的違約風險應維持受控。我們專注於信貸狀況良好、財務政策一致，以及能在企業被降至非投資級別風險受控的情況下、能駕馭不同市場周期的國企發行人。此外，我們相信具明確戰略重要性的發行人；這些發行人可獲政府支持，能夠抵銷政策所導致的任何基本因素弱點。

在疫後經濟復甦的情況下，我們預期，經營環境將會改善，而且商品價格廣泛回升，有望緩和民營企業的部分壓力。由於實力較弱的民營企業已出現違約，我們認為，違約率應會從 2019 年的紀錄高位回落。

離岸信貸：政策收緊或導致房地產發展商整合

整體而言，我們認為中國離岸美元債券的違約風險受控（見圖 3），因為中國離岸高收益市場由本地房地產發展商主導⁸。隨著中國政府繼續透過更積極的方式管控該行業的系統性風險，預期信貸不會嚴重惡化或廣泛違約。鑑於房地產業在經濟貢獻和居民累積財富方面舉足輕重，我們認為，促進行業穩健和可持續發展符合中國利益，而非採取可能導致價格急跌和違約率上升的突發性干預措施。事實上，信貸評級為「B」級⁹的發展商違約況正在增加。

圖 3：以美元、歐元和日圓計價的中國高收益債市違約率（按未償還金額加權）



資料來源：高盛，截至 2021 年 6 月 17 日。

中國近日對房地產發展商實施融資限制，旨在管理目前出現過熱跡象的房市風險。政策收緊勢必為實力較弱的發展商帶來挑戰，導致其融資渠道和財務靈活性受限。然而，我們預期該行業的整體違約風險應會

⁶ 金融時報 [China pledges to be “carbon neutral” by 2060](#), 2020 年 9 月 23 日。

⁷ 高盛，2021 年 6 月 25 日：在中國未償還在岸企業債券總額的佔比，水平低於全球其他債券市場。

⁸ 約佔摩根大通亞洲信貸指數 — 中國高收益指數的 46%。

⁹ 屬於投機性，較高信貸風險的債券。

受控。在「三條紅線」規則下¹⁰，槓桿比率過高的發展商將面臨壓力，需要放慢擴張步伐，專注於提高增長質素。我們認為這些公司的信貸狀況將隨著時間而改善。再者，我們認為具備財務彈性、擁有融資渠道的大型發展商，應能在未來數年的行業整合中，擔當更重要角色，我們相信，上述的發展能促使行業進一步兩極化，加速中長期的整合步伐。

我們認為，較具規模和財政狀況良好的發展商，能緩衝不同市場周期的衝擊，應能被看高一線。上述發展商在國內、甚至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，在岸和離岸市場擁有多元化融資渠道的發展商，應能佔更大的優勢，我們亦相信，融資渠道多元化對發展商的流動資金狀況和長遠成功至關重要。

在岸及離岸市場研究的重要性

中國信貸市場現已位居全球第二，並正不斷增長¹¹。中國的在岸和離岸債券市場持續發展，因此存在若干資訊差距。無論是在岸或離岸研究，宏利投資管理都對內部的「由下而上」基本因素研究實力引以為傲，在岸研究團隊包括駐上海和北京分析員。在評估地方國企或中央國企的信貸質素時，必須了解其在地方或國家政府眼中所擔當的角色，以及其擁有的在岸和離岸融資渠道。在岸市場的變動，通常亦可透過離岸市場進行驗證，以洞悉細微之處，反之亦然。因此，同時具備在岸和離岸的分析團隊，可取得實地情報，深

入了解每個發行人的質素，從而填補資訊差距。這些市場資訊，最終有助我們為投資者發掘吸引的機遇。

¹⁰ 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%；現金短債比率至少為 1。

¹¹ 國際結算銀行，2021 年 6 月 23 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。

539829