

信用答疑：

恒大集团违约之传染风险：涟漪还是巨浪？

2021年9月20日

本报告不构成评级行动。

中国恒大集团（CC/负面/--）正处在违约的边缘。若恒大集团违约，其将引发席卷各信贷市场的违约浪潮，还是仅如石子入水般溅起层层涟漪？我们认为——可能介于两者之间。

从2021年9月23日起，恒大集团将须支付数笔债券的利息。但存在违约可能。恒大集团的项目公司（其旗下子公司）在9月23日之前可能就面临银行贷款利息付款。若子公司未能按时付款，是否会构成集团层面违约将取决于母公司和子公司之间是否存在担保关系。

违约会动摇投资者对中国房地产行业乃至整个投机级市场的信心，并可能牵连无直接关系的企业，使这些企业的融资受限。

恒大集团的处境也将中国的房地产市场置于重压之下。后果所产生的负面影响可能会波及及其他开发商、供应商和承包商，由此牵连为这些企业提供信贷资源的银行和金融机构。我们预计那些实力较弱、杠杆高企的开发商的违约风险将会上升。

在中国华融资产管理股份有限公司忙于补充资本之际，恒大集团又陷入困境。这意味着中国最大的两家境外债券发行人在同时考验政府处置潜在大规模债务违约的能力和意愿。

我们预计政府不会直接向恒大集团提供支持，因此我们未将政府支持因素纳入考量。恒大集团是一家民营企业，业务高度市场化。我们认为，除非中央政府认为会出现大范围传染，牵连多家大型开发商并使经济陷入系统性风险，否则不会出面干预。但就恒大集团违约事件本身而言，应该不会导致这种后果。

常见问题

导致恒大集团陷入困境的主要原因是什么？

恒大集团的流动性正迅速恶化。近期，我们将该公司及其子公司的评级下调至“CC”，展望负面（详见2021年9月15日发布于RatingsDirect的《因流动性耗尽，恒大集团及子公司评级下调至“CC”；展望负面》）。

担保债务或结构后延偿还因素在追偿时是否存在区别？

比较复杂。恒大集团主要的两个美元高级票据发行人分别是恒大集团和天基控股有限公司（天基控股）。两者的主要区别在于天基控股仅有集团地产子公司恒大地产集团有限公司提供的维好协议，并

主分析师

邹宇轩，CFA
香港
(852) 2532 8046
matthew.chow
@spglobal.com

叶翱行
香港
(852) 2532 3593
christopher.yip
@spglobal.com

Gavin J Gunning
墨尔本
+ 61 3 9631 2092
gavin.gunning
@spglobal.com

曾怡景，CFA
香港
+ 852 2533 3532
ryan.tsang
@spglobal.com

陈俊铭，CFA
新加坡
+ 65 6216 1095
ming.tan
@spglobal.com

陈锦荣
新加坡
+ 65 6239 6350
kimeng.tan
@spglobal.com

袁杰
香港
+ 852 2533 3542
claire.yuan
@spglobal.com

朱素微
香港
(852) 2912-3055
susan.chu
@spglobal.com

没有获得恒大地产或恒大集团的担保。天基控股是集团的一家规模较小的境外业务运营和融资平台，并为一家特殊目的发债实体提供担保。

现在摆在投资者面前的基本问题是维好协议能否执行，以及若集团违约，维好协议在债务追偿阶段会起到何种作用。在之前的方正破产案中，违约人北大方正集团有限公司的破产管理人裁定不确认该集团的维好协议债权（详见 2020 年 9 月 2 日发布的《方正破产案裁定将推高 930 亿美元维好协议债之再融资风险》）。

一些人指出项目公司为恒大集团发行的部分债券提供了担保，可能利于债务追偿。但是这些担保人可能也只是中间控股公司，本身并不实际掌握任何资产。天基控股在 2018 年起独立发行境外债券之前就是一家中间控股公司。

控股公司层面的债务在结构上仍劣后于项目公司的债务。尚未有中国地产企业的违约涉及维好协议结构。出于这一原因以及其他许多因素，恒大集团一旦违约将成为具有里程碑意义的事件。

投资者理财产品亏损对于恒大乃至整个地产行业而言意味着什么？

本月，恒大集团表示其子公司仅担保了由第三方平台面向散户发售的理财产品中的人民币 9.34 亿的理财产品。恒大集团将这些担保视为或有负债。据媒体报道，其余未担保部分的规模可能是担保部分的几倍，且大部分位于表外。

理财产品投资者仍将恒大集团视为最终债务人，因为理财产品的融资均用于了恒大集团旗下项目。我们认为，其他国内开发商也将常按此种方式进行融资。

子公司未能履行担保并未直接构成恒大集团违约。但是，为了维护社会稳定，中国政府可能会通过控制散户的平均亏损来控制事态蔓延。机构基金和高净值人士可能会为他们投资失利而承担更多损失。

由此，市场也开始关注企业依赖隐性债务融资的问题。我们曾详细讨论过国内地产开发商在合联营模式中的表外债务或隐性债务的情况。发行理财产品算是隐性债务的另外一种形式。恒大集团违约或会导致开发商的这一融资渠道受限，而与此同时如发债、银行贷款等传统融资渠道持续收紧，因此开发商将面临更大的融资压力。

恒大集团的困境与其他中国地产开发商相比有何不同？

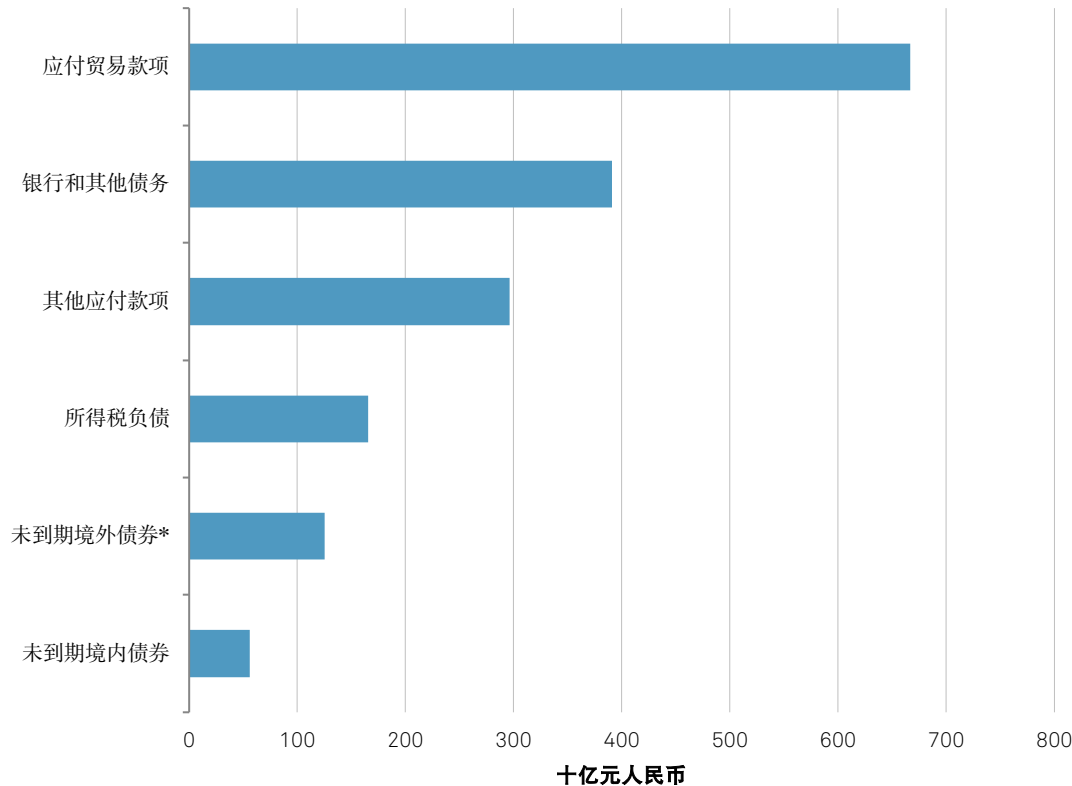
恒大集团的合约销售额比其他同处困境之中的地产开发商下滑更为严重，且我们预计其合约销售额将继续下滑。大部分国内开发商即便在违约之后也能保证项目销售和建设。但就恒大集团而言，其运营已经开始急剧减速，主要缘于该公司为了缓解营运资金和举债压力，向供应商发放了大量商业票据。

据我们了解，商业票据的到期偿还更加严格。商业票据本身可进行交易，并且可多次转手。未得到兑付的供应商和合约方已向法院提起诉讼冻结恒大集团的资产，同时拒绝继续接受新的商业票据作为付款方式。由此，恒大地产的项目建设大面积停工，影响了销售，并使项目交付面临不确定性。这一现状也动摇了购房者对项目的信心，影响项目销售。

随着有关恒大集团的负面新闻不断爆出，金融机构也在迅速叫停对该公司的融资。由于缺乏足够的项目融资，项目建设和可售资源便更加难以维持，由此导致了恒大集团最重要的现金流来源合约销售的停摆。

图1

恒大集团的非生息债务负债规模最大 截至 2021 年中期的总负债规模



注：不包括递延所得税和衍生金融负债。由于理财产品多列于资产负债表外，因此也未包括在内。*1 美元=6.5 元人民币。

资料来源：标普全球评级，彭博，Wind。

版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

若恒大集团违约，传染性风险有多大？

我们认为，过去几个月里一些实力较弱的国内开发商已经受到恒大集团事件的影响。这些开发商的债券价格出现下跌，已无法再取道境外市场进行再融资。债务到期集中度较高且流动性在恶化的开发商已暴露在风险之下。

部分开发商已相应地制定了偿债计划，但这些计划可能显得过于乐观，执行起来存在困难。如果这些开发商利用自有现金偿还到期债务，便不能将现金用于业务运营和扩张。

近期，我们对面临上述困境的开发商采取了负面评级行动，包括建业地产股份有限公司、花样年控股集团有限公司、荣盛房地产发展股份有限公司、新力控股（集团）有限公司。我们还下调了易居（中国）企业控股有限公司的评级，原因是恒大集团可能延迟还款。

市场仍项那些基本面稳固的大型开发商开放。我们观察到这一类开发商基本未受到影响。虽然发行量有所减少，但这些企业的发债活动未受到严重限制。

恒大地产事件的传染性对地产价格的影响将较为轻微。数月以来，政策收紧的作用逐步显现，国内地产销售势头不断减弱。由于恒大地产已采取大减价的手段，部分房产甚至亏本出售，因此价格进一步压低的空间已经有限。国内地产市场高度分化。虽然恒大集团为国内头部开发商之一，但其所占市场份额却一直较小。我们预计，即便恒大集团违约，事件给其他大型开发商的项目造成的负面影响也将可控。

政府是否会介入以解决传染风险？

我们预计政府不会出手援助恒大集团，除非系统稳定性遭遇风险。政府实施救助，或将损害为增强房地产行业的财务纪律所做的努力。仅有一种情形政府可能会提供支持避免债务违约发生，即传染风险导致其他大型开发商倒闭。这会威胁金融系统和经济的稳定。我们认为单恒大集团一家，其对金融系统的冲击将是可控的。

我们认为中国政府的重心将放在通过有序实施债务重组或破产程序（实现恒大集团巨量资产的最大价值）以缓解恒大集团困局。例如，恒大集团拥有国内最大土储之一。这种方式持续传递了政府希望房地产行业增强财务纪律的信息，同时将道德风险最小化。

替代直接出手援助，中国政府可能会推动谈判和方便资金筹措，以确保个人投资者和购房者尽可能多地获得保护。根据公开信息，中央政府已要求广东省政府为恒大集团提供帮助。这包括加快恒大集团的资产出售进程，以及在公司与债权人的谈判中为其提供支持。恒大集团总部位于深圳，是广东省的就业大户。

我们认为，这些措施依然大体符合中国的政策偏向——采取市场化方式解决企业困境。政府愿意提供帮助，但是也希望事件按自身规律演化发展。即便是恒大集团总部所在的广东省，公司相较全省的巨大经济体量是无足轻重的，并非“大而不能倒”。

对金融行业有何影响？

我们认为中国银行业能够消化恒大集团违约事件的影响，不会受到明显干扰，尽管我们将留意潜在的连锁反应。恒大集团 2021 年 6 月末的总债务（包含境内外债券）约为 5710 亿元，相对中国银行系统约 160 万亿元的贷款总额（0.35%）和 280 万亿元的总资产（0.2%）是很小的金额。

中国银行业对恒大集团的直接信贷敞口看起来分布均衡。银行贷款——多数为项目贷款——基本上都是抵押贷款。此外，恒大集团并非联合营项目规模最大的开发商之一。隐性债务是一个风险，但它们本身不会引发银行业发生系统性问题。

一些银行通过其发起的理财产品，间接产生对恒大集团的敞口。如果产品无法兑付，银行届时或不得不分担损失。管理这些产品的信托公司或也将受到影响。

2021 年 6 月末恒大集团有 9510 亿元贸易及其他应付账款。延迟结算此类应付款或将对恒大集团的供应商和承包商产生压力。我们预计延迟付款将导致部分供应商和承包商遭遇财务压力，进而弱化银行业的资产质量。但是，很多供应商和承包商已采取行动保护其利益并限制相关敞口。银行系统可能能够管理任何此类二阶效应。

银行业应对房地产行业压力的能力如何，其评级将受到何种影响？

中国银行业有适当的缓冲空间以吸收恒大集团事件的任何后果，假设该事件不会席卷至其它几家大型开发商。银行业的不良贷款率（1.76%）和关注类贷款比率（2.36%）稳定。2021年6月末银行的拨备覆盖率较2020年末的77%小幅升至82%。整个行业对房地产开发商的信贷敞口占2020年末贷款总额的约8%。银行所发放的这些贷款，大部分在发起时的贷款价值比最低为70%。按揭贷款约占贷款组合的23%，质量依然稳健。

恒大集团破产本身不会导致银行系统不稳定。但是，如果该事件之后，另有几家高杠杆的大型开发商出现违约，就可能演变成一种较为棘手的情况。央行近期举行了一场情形测试，调查了解银行对房地产业的信贷敞口。在“最严重”的情形下，监管机构表示开发商贷款的不良率可能上升15个百分点，住房不良贷款率可能上升10个百分点，这或将导致银行业的总资本充足率下降2.1个百分点至12.3%。

这不是一个小冲击。一些实力较弱的银行受到的影响可能更严重，其资本充足率水平可能下降至远低于12.3%的水平。

2021年6月末银行对恒大集团的敞口（直接和间接）约为4000亿元。过去两年银行及其他债权人一直在压减对该公司的敞口。恒大集团2020年末的银行及其他借款从2019年末的6040亿元下降至5070亿元。在违约情形下，少数几家银行或将受到大的冲击，可能不得不处理大量收回的房产。

盛京银行股份有限公司（盛京银行，未评级），恒大集团持有其股份。该行对恒大集团的敞口较大。如果恒大集团违约，这家运行已较为紧张的银行可能将遭遇更大压力。

中国民生银行股份有限公司（民生银行）是恒大集团的主要往来银行之一，但是该行过去1年也一直在降低对公司的敞口。我们对民生银行的评级展望正面，缘于我们预期其资本充足水平将改善。随着民生银行对恒大集团敞口的更多细节披露，我们将继续监测保持展望正面是否适当。我们将考量房地产信贷敞口相关资产质量，来评估民生银行资本水平改善的前景。

恒大集团违约对受评建筑工程公司意味着什么？

我们认为，恒大集团违约的任何后果应基本都是可控的。我们授评的建筑工程公司普遍都拥有多元化终端市场敞口，业务涵盖铁路、高速、市政工程、住房和电力工程。

这些公司通常会将住房建设的业务敞口控制在最低水平，该领域高度竞争且利润率低。

即便那些主要偏向住房建设业务的公司，对恒大集团的敞口亦有限。例如，中国建筑股份有限公司逾60%的销售收入源自住房建设业务，但是其对恒大集团的应收账款余额微乎其微（按我们估算约占1%）。

上海建工集团股份有限公司（上海建工）的大部分收入也来自住房建设业务。我们假设上海建工对恒大集团的应收账款敞口约为5%-10%。但是，我们预计该公司有充足缓冲空间来吸收潜在应收账款或存货减值损失。

中铝国际工程股份有限公司（中铝国际）有1%-2%的应收账款余额来自恒大集团。作为我们授评的一家小型实体，鉴于其财务缓冲空间已较小，额外减值或加大公司的评级压力。

我们认为江苏南通三建集团股份有限公司（未评级）对恒大集团的敞口最大。该公司截至2021年6月的来自恒大集团的应收账款及票据余额为12亿元，公司资产负债表上合计应收账款余额为47亿元。此外，该公司为恒大集团的31亿元商业票据背书或贴现，可能会产生追偿风险。

江苏中南建设集团股份有限公司（中南建设）是标普授评房地产开发商，旗下设有工程建设部门，也对恒大集团有部分敞口。相关敞口占比不大，但是如果投资者开始将该发行人与恒大集团紧密关联到一起，或仍将面临下行空间。

我们认为，恒大集团困境给小型非上市建筑公司带来的风险更大。这些公司通常更加侧重住房建设业务，并且严重依赖少数几个大客户。

对于接收可能出现问题的商业票据，建筑工程公司总体上一直在加强管控。但是，他们要求现金付款的议价权存在差别。

下行情形会是什么样子？

尽管我们预计，即便恒大集团违约，也不会出现大型系统性事件，但是，如果集团破产程序混乱又适逢房地产市场进一步下行，情况就可能恶化。这或许会引发恶性循环。由于政府对房地产行业实施调控措施，我们认为8月以来该行业在销售和定价方面已显露出一些疲态，且可能会进一步下降。政策调控力度过猛的风险已上升。

一个主要的考虑因素是，投资者能否接受破产重组决议或提案。这包括小型个人投资者、作为终端用户的购房者，以及雇员。政府基本不允许这些群体受到冲击或遭遇损失，影响社会稳定。此外，如果机构债权人和机构投资人的损失巨大，可能会导致他们比预期更快速收回对投资在房地产业的敞口。

房地产行业依然是中国经济增长的最大贡献者之一。该行业与住房、就业、中产家庭财富，以及其它相关行业的健康息息相关。房地产行业急速下行或将对整体经济稳定产生显著影响。如何平衡仰赖政策的松紧。

相关研究

- 因流动性耗尽，恒大集团及子公司评级下调至“CC”；展望负面，2021年9月15日
- 因无法偿付风险上升，恒大集团及其子公司评级下调至“CCC”；展望负面，2021年8月5日
- 下调恒大集团及其子公司评级至“B-”，因其融资通道收紧；展望负面，2021年7月26日
- 中国开发商迎战流动性和利润双压力，2021年9月6日
- 继续穿透中国开发商合联营迷雾，2021年6月15日
- 方正破产案裁定将推高930亿美元维好协议债之再融资风险，2020年9月2日

中文版本系根据英文版本翻译，若与原英文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：
<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?ArtObjectId=12114813&ArtRevId=1>

版权© 2021，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称“标普”）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com（收费网站），及 www.spcapitaliq.com（收费网站），及可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。