

信用答疑：

## 中国软着陆或带来意外违约风险

2022 年 3 月 11 日

标普全球评级主持了 2022 年亚太区企业和基建展望会议，本报告为参会者观点系列报告之一。

中国开发商前所未有的违约正在打击住房销售，也给地方政府融资平台（城投）带来压力。标普全球评级认为 2022 年中国企业违约风险将保持在高位。我们的基本假设是政府将实现房地产的软着陆，与刚刚闭幕的全国人大着力稳定的会议精神一致。

在房地产软着陆的基本假设中，我们为意料之外的违约风险预留了较大空间。中央将继续优先关注市场纪律和高效增长。在追求这些目的时，政府已表示可以让大型企业违约。

投资者对于中国地产债的避险情绪或将存在。自 2021 年 8 月以来，中国住房销售每个月同比下滑 20%，而受开发商违约加速的影响，中国国际债券违约率倍增至 3.5%。我们预计今年住房销售将下滑 10%，土地出让下滑 20%。鉴于以上数据，2022 年迄今国际投资者对于中国地产债的认购量减少了 92%。而国内投资者不止避开地产债，也避免购买较弱的城投债。

我们以信用答疑形式深入探讨楼市下行趋势。我们结合了市场参与者的观点，包括安本标准（AS）、联博（AB）、汇丰、嘉沃投资、中金公司和富达国际。所引用观点源于 2022 年 1 月 25 日我们主持的亚洲企业和基建展望会议。

### 亚太区企业和基建展望会议专家组

#### 相比 2021 年，更好或更糟？

主持人	行业专家	标普全球评级专家
李国宜，董事总经理兼主管分析经理，标普全球评级企业评级	Sean Henderson 联席主管，汇丰亚太区债务资本市场	Gregg Lemos-Stein 董事总经理，首席分析官，标普全球评级企业评级
	Paul Lukaszewski 主管，安本标准亚太区企业债务	

#### 中国房地产业：迎接漫漫寒冬？

主持人	行业专家	标普全球评级专家
张积豪，资深董事，标普全球评级大中华区企业信用研究首席分析师	Jenny Zeng 联席主管，联博亚太区固定收益	邹宇轩，董事，标普全球评级中国地产组首席分析师
	Avery Colcord 董事总经理，嘉沃投资不良贷款	

#### 不断变化的中国城投和地方政府风险

主持人	行业专家	标普全球评级专家
叶翱行，资深董事兼分析经理，标普全球评级基建和公用事业评级	成皓，投资经理，富达基金管理（中国）	李春燕，资深董事，标普全球评级基建和公用事业评级
	裴琳，执行董事，中金公司投资银行	朱素微，资深董事，标普全球评级公共融资评级

### 大中华区企业信用研究首席分析师

#### 张积豪

香港  
+852 2533 3543  
charles.chang  
@spglobal.com

#### 主分析师

#### 叶翱行

香港  
+852 2533 3593  
christopher.yip  
@spglobal.com

#### 邹宇轩，CFA

香港  
+852 2532 8046  
matthew.chow  
@spglobal.com

#### 李春燕，CFA

香港  
+852 2533 3583  
laura.li  
@spglobal.com

#### 朱素微

香港  
+852 2912 3055  
susan.chu  
@spglobal.com

## 信用答疑

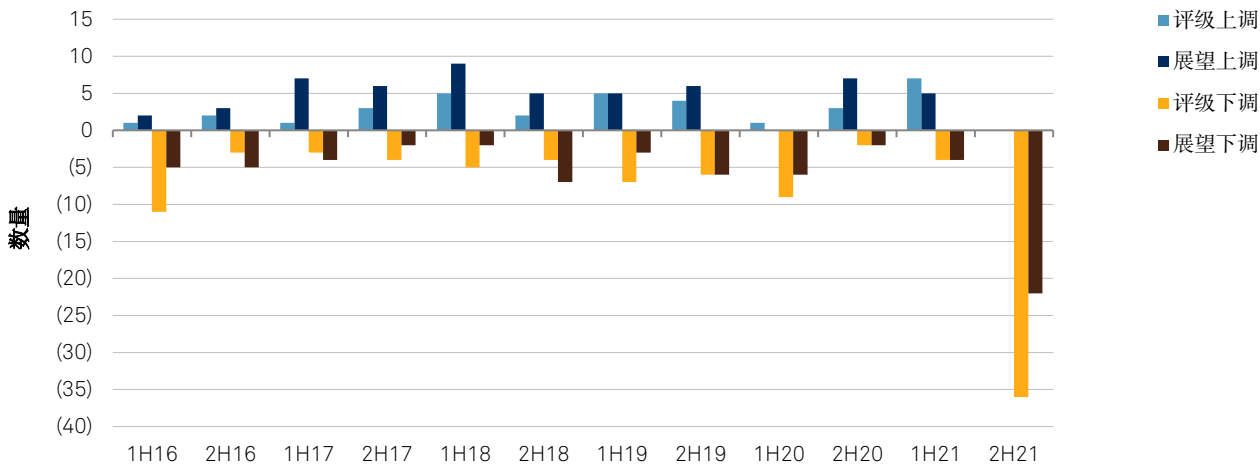
### 今年投资者最关注哪些中国风险？

**张积豪（标普全球评级）：** 房地产硬着陆的风险。去年下半年，我们在房地产业采取的负面评级行动次数达到历史新高，包括 36 次评级下调和 22 次展望下调。违约事件不停带来传染风险。虽然房市已受不少打击，但若参照过往下行期，地产行业仍未触底。

**Lukaszewski（安本标准）：** 房地产危机溢出至中国经济的可能或是亚洲最被投资人低估的风险。分析开发商的资产负债表能见端倪。例如，恒大集团违约时，背负 700 亿美元债券和银行贷款，以及 2400 亿美元其他债务。这些其他债务是其他企业的应收账款和资产，其回款时间和相关未来收入将因此面临不确定性。

图 1

### 2022年中国开发商的负面评级行动应会继续 展望或评级的调整数量，以半年计



1H--上半年。2H--下半年。资料来源：标普全球评级。

版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

### 着力稳定是否意味着政府将救助企业？

**Zeng（联博）：** 不同时期，稳定的含义不同。去年，稳定意味着减少会带来长期金融、社会和环境不稳定性的活动。这些政策的成功执行给经济增长带来不少压力。今年，关注点切换至避免经济不稳定，但政策制定者希望在追求此目标时避免引发长期的不稳定风险，因为他们意识到牺牲长期利益来追求短期增长将会产生矛盾。

**Henderson（汇丰）：** 今年政府着力稳定，意味着将积极处理系统性风险和新冠疫情的相关事宜。政府将确保今年是稳定巩固的一年，很多事情将从中受益。

## 中国能否实现软着陆？

**Lemos-Stein (标普全球评级)**：投资者通常对自己的政府机构有足够的信心。显然，他们认为各央行具有前瞻性，而不会出现严重通胀。同样地，对于中国，他们的基本假设是监管机构有足够的经验和意志力来抵御房地产下行带来的冲击。

**Lukaszewski (安本标准)**：随着开发商违约增加，其风险和不确定性将上升。鉴于房地产对于整体经济的重要性，全面小看其意外后果或潜在传导风险似乎过于乐观。这并非我们的基本假设，但市场似乎对下行风险过于正面。

## 政府有什么措施，是否会改变游戏规则？

**邹宇轩 (标普全球评级)**：政府开始政策微调，包括在下行初期放宽流动性。如果持续放宽流动性且有效，这在一定程度上能缓解进一步下行的风险，我们对住房销售下滑 10% 的预测目前应仍有效。以往行业下行表明住房销售可能下滑多达 20%。我们仍认为这次楼市低迷不会重现之前最糟糕的情形。

**Colcord (嘉沃)**：放松预售现金管控将在项目层面产生边际效应。强劲开发商享受到地方政府的优惠待遇，或将受益更多。而地方政府对薄弱开发商保持警惕，特别是部分开发商面临项目停摆的危险。

## 土地出让下滑是否意味着城投将陷入困境？

**裴琳 (中金公司)**：监管机构已关注控制城投风险，对城投发债进行“红黄绿”档管理。今年，中央政府稳增长的决心很大。城投仍可在发债限额下进行再融资，境内有大量流动性。鉴于此，我们预计不会出现真正的城投违约，但薄弱城投可能面临再融资困难和债务管理问题，如置换要约。这对于境外债券较为普遍，但境内债券极少。

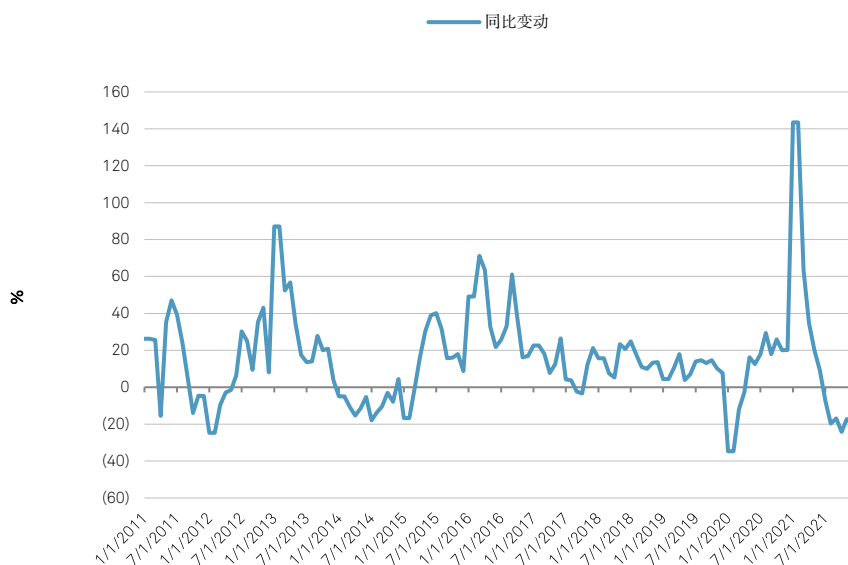
**成皓 (富达)**：发达地区拥有良好的再融资环境，而出现风险事件的省份在发行新债时将面临困难。即使是薄弱地区的城投，我认为也不会出现大量违约。我们认为地方政府支持城投的意愿仍然较高，包括注入国有资产、以其债券置换城投债、或增加支付以扩大城投的现金流。

**朱素徽 (标普全球评级)**：我们的基本假设是今年大多数地方政府的财政赤字将与 2021 年水平持平。地方政府的控股资源逐渐减少，且中央政府要求其加强对地方国企的管理。因此，支持将越来越具有选择性，只有非常重要的国企才能享受资源。高度依赖于土地出让或房地产开发的地方国企将面临最大压力，而这约占所有地方国企的 1/3。

图 2

### 住房销售下滑...

住房销售的同比变动，按价值计算



资料来源：WIND，标普全球评级。

版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图 3

### ...价格下跌

住房价格的环比变动



资料来源：WIND，标普全球评级。

版权 © 2022 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

## 很多城投逐渐转向市场化运营。它们是否会得不到政府支持而违约？

**李春燕（标普全球评级）：**在市场化运营中，很多低层级地方政府城投不具有足够的竞争力。由于缺乏运营或管理风险的能力，导致投资亏损的情况比比皆是。它们向市场化运营转型的过程将会颇为艰难。

**成皓（富达）：**在安徽、上海和广东，都有城投成功转型至投资控股公司的市场化案例。城投数量在减少，小规模城投被大规模城投兼并。这有助于政府集中精力于大规模城投。整合后，大规模城投的重要性上升，更有可能获得支持。

## 投资者投资时应关注中国开发商或城投的哪些方面？

**Zeng（联博）：**我们投资时不仅考虑我们的基本假设，也考虑最坏可能，以帮助我们了解各种状况的可能性。隐性债务并不表示数据分析没有用。它能帮助我们比较风险，决定投资大小，和减少投资项目遭遇困境的概率。开发商筹集现金的渠道屈指可数。部分地产债的交易价格非常低，但有些我们认为其选择多于市场认为。

**Colcord（嘉沃）：**对于债券，我们关注开发商的收入面，因此我们倾向于能持续经营而不会重组的房企。他们的利润表比较能够核实。大多城市的国土局和预售登记几乎每天都会公布数据，我们可据此核实和分析开发商的销售额和成本数据。另外，土地购买数据也会发布，可通过第三方核实。资产负债表则不同，它们比较难以依赖。

**成皓（富达）：**很多城投无法以本力对债券进行再融资，甚至无力以自产现金流支付利息，因此识别其支持来源以及了解这些来源的改变很重要。我们需确认城投是否仍从事其核心业务，以及它与政府股东的关系是否仍然密切。我们还分析债务结构。非标债务如信托或租赁的比例上升，可表示其银行支持下降。很多较强的城投用银行贷款代替债券，可表示其银行支持上升。另一方面，城投频繁发行短期债券，可表示其银行支持弱化。

## 如果宽松或支持未见效，投资者面对企业违约，他们对中国的破产程序该有何期待？

**Colcord（嘉沃）：**中国有完善的法治系统，并尊重索赔的偿付顺序。中国法院在近年大有进步，法官执法时更为专业。他们在判决中会考量社会因素，但这些考量并不是任意为之。国内法律系统有足够的可预见性，允许我们采取一些法律需求高的投资方式，如投资不良贷款。这些进步对境外债券持有人无大帮助，因为他们的债权通常排在最后。他们虽然常常不满案件的结果，但这是因为后偿债权的法律现实，而非运作不佳的法院系统。

## 如果出现债券违约，境外投资者如何提高其债务追偿率？

**Colcord（嘉沃）：**境外债券持有人的处境不利。他们可指定临时清算人来控制境内公司，但这会花很长的时间，而且期间会有很多现金漏出。在中国法律下，承包商、员工和购房者都是受保护的优先债权人。另外，陷入困境的开发商常在获得预售证之前非法销售房屋。因为购房者是普通百姓，他们也可能成为优先债权人。这些非法的现金漏出之外，还有很多合法的现金漏出，因为国内有大量优先债权人。

## 相关研究

- 信用答疑：为何恒大集团遭遇困境，中国房企普感寒意，2021年11月18日
- 楼市寒流将绕开地方政府侵袭地方国企，2021年11月11日
- 中国房地产观察：“B”类评级压力积聚，2021年10月27日
- 融资环境成为弱势房企的“紧箍咒”，2021年6月15日
- 中国企业债券违约冲击虽大，仍敢放手，2021年6月23日
- 中国企业违约后何时该期待何事，2020年12月1日

本报告不构成评级行动。

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=12259622&ArtRevId=1>

版权© 2022, 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](http://www.standardandpoors.com)（免费网站），及[www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com)和[www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com)（收费网站），及[www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com)（收费网站），及并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](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees)。

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