

恆大地產可能的發展及對金融市場影響評估

今年以來中國官方除了對網路科技業、電商平台、補教業、遊戲業、娛樂影視業等祭出監管措施外，對於房地產業的調控始終沒有間斷過，今年起更積極落實『三道紅線』政策，此舉造成中國第二大房地產開發商恆大出現面臨流動性與破產危機。國泰投顧認為恆大總資產佔中國 GDP 比重約 2%，對中國金融市場衝擊不容小覷，考量中國官方將力求化解系統性危機，預估基本情境下，恆大應會朝向有序破產重組；此外，中國官方可能協助其它地產商對恆大部分預售屋蓋完並交屋，或要求金融機構延長利息支付期限、減記恆大資產損失，降低對金融市場的衝擊。¹

■ 恆大地產的流動性危機對中國金融市場衝擊不容小覷

過去幾年中國為了整治過熱的房市，中央及地方政府陸續推出房市相關調控措施，其中又以今年 1 月 1 日開始落實之『三道紅線』對房地產產業的衝擊最大，所謂『三道紅線』乃指中國政府要求房地產企業嚴格控制財務指標，包含：(1)總負債佔總資產比率不得大於 70%，(2)淨負債比(總債務佔股東權益總額)不得大於 100%，(3)現金佔短期債務比率需大於 1。如果踩了其中一條紅線，年負債成長率不得超過 10%，如果踩了兩條紅線，年負債成長率不得超過 5%，如果三條紅線全踩，不得發行新的付息債務，而中國第二大房地產開發商恆大地產屬於三道紅線全踩之企業，因此今年以來無法再借新還舊，流動性因而出現危機。²

截至今年 6 月底，恆大地產負債中包含 5,717 億人民幣的借款(包含銀行及信託貸款)及 6,669 億人民幣的貿易應付款項，總資產約 1.9 兆人民幣，佔中國 GDP 比重約 2%，其負債涉及逾 128 家銀行與 121 家非銀行機構，對中國金融市場衝擊不容小覷。³

2021 年 6 月底恆大地產資產負債表

總資產(單位：10 億人民幣)		總負債(單位：10 億人民幣)	
流動資產		流動負債	
已開發房地產	1,107.3	銀行貸款與信託貸款	571.7
完工待售	109.9	貿易應付款	666.9
應收及其他流動資產	341.4	其它	54.4
限制性現金	71.0		
現金	55.4		
總流動性資產	1,685.0	總流動性負債	1,293.0
非流動資產	220.6	非流動性負債	274.3
總資產	1,905.6	總負債	1,567.3
		股東權益	338.3
		總負債及股東權益	1,905.6

資料來源：^{1、2、3} Bloomberg · 2021/9/22 · 國泰投顧整理



■ 預估基本情境下恆大地產朝有序破產重組 中國官方將力求化解系統性危機

考量中國政府對於房地產調控政策將著眼於長期目標，包含維持房價穩定、防範金融風險等，因此國泰投顧預估恆大地產接下來可能之發展情境有三種，其中以情境二機率較高 4 以下所述資料來源

1. 情境一：失序違約並破產，預估發生機率低

恆大若失序破產，恐對房地產市場和金融穩定造成劇烈連鎖反應，房市將產生恐慌性收縮，並引發大量房企倒閉，從 8 月中中國官方約談了恆大高層，要求他們管理好債務問題，及恆大已提供現金分期兌付、實物資產兌付及對沖抵購房尾款兌付等 3 種方案供投資人選擇來看，中國官方應會力求化解此系統性風險發生的可能，預估恆大地產失序違約並破產機率低。

2. 情境二：有序破產重組，預估發生機率高

由政府主導讓恆大朝向有序的債務重組，是最有利的結果，此舉既可讓恆大履行償債義務，也可最大限度挽回債權人相關損失，過去的北大方正、海航的債務處理結果顯示，有序的破產重組是防止系統性風險的有效模式，因此預估恆大地產有序破產重組機率較高；此外，中國官方可能協助其它地產商對恆大部分預售屋蓋完並交屋，或要求金融機構延長利息支付期限、減記恆大資產損失，降低對金融市場的衝擊。

3. 情境三：中國政府紓困援助，預估發生機率低

考量中國政府近幾年致力於推動房地產行業去槓桿化，且恆大是民營企業並非國營企業，預估官方不太可能直接對恆大進行紓困。

預估恆大地產可能的發展與金融市場影響情境分析

情境與機率	可能機率	金融市場影響
情境一 (機率25%)	失序違約並破產	全球股市衝擊較大
情境二 (機率50%)	有序破產重組 中國房地產商和金融機構進行部分協助	全球股市短線衝擊 中長期延續多頭
情境三 (機率25%)	政府紓困援助	全球股市衝擊較小

資料來源：⁴ Bloomberg · 2021/9/21 · 國泰投顧整理

新聞聯絡人：

國泰投顧 郭淑玲

電話：(02)7710-9699#9672 / 信箱：kraudia22@cathayconsult.com.tw

國泰金控公關發展部 吳姿儀

電話：(02)2708-7698#7742 / 信箱：ziyi@cathayholdings.com.tw



重要聲明：

1. 由本公司代理之境外基金係經金管會核准或申報生效在國內募集及銷售，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益；有關基金應負擔之費用(含分銷費用)，投資風險等已揭露於基金公開說明書及投資人須知(可至國泰投顧網站 <https://www.cathayconsult.com.tw> 或基金資訊觀測站 www.fundclear.com.tw 進行查閱)，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。
2. 本文提及之經濟走勢預測不必然代表相關基金之績效，各基金投資風險請詳閱基金公開說明書。本文僅為本公司提供客戶之一般參考資料，並非針對客戶之特定需求所作的投資建議，且在本文撰寫過程中，並未考量讀者個別的財務狀況與需求，故本文所提供的資訊無法適用於所有客戶或投資人，讀者應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。
3. 基金投資涉及新興市場，因其波動性與風險程度可能較高，且其政經情勢及匯率走勢亦可能使資產價值受不同程度影響。
4. 基金若投資於大陸地區證券市場以掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資總金額不得超過本基金淨資產價值 20%。
5. 投資人應注意債券型基金投資之風險包括利率風險、債券交易市場流動性不足之風險及投資無擔保公司債之風險；債券型基金或有因利率變動、債券交易市場流動性不足及定期存單提前解約而影響基金淨值下跌之風險，同時或有受益人大量贖回時，致延遲給付贖回價款之可能；基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率，基金淨值可能因市場因素而上下波動；部份基金配息前未先扣除應負擔之相關費用，基金之配息可能由基金的收益或本金中支付，任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。部份基金每月/每季/每半年配息金額之決定是由境外基金機構根據已取得之資本利得及股息收益狀況，並考量基金經理人對於未來市場看法，評估預定之目標配息金額是否需調整，若本基金因為市場因素造成資本利得及股息收益狀況不佳，將可能調降目標配息金額。基金配息組成項目表已揭露於國泰投顧網站，投資人可至網站上查詢。
6. 由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故以高收益債為訴求之基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。以高收益債為訴求之基金不適合無法承擔相關風險之投資人，投資人投資相關基金不宜占其投資組合過高之比重。高收益債券基金主要係投資於非投資等級債券，適合能承受高風險之非保守型投資人。
7. 本文提及個股僅為說明之用，不代表本基金之必然持股，亦不代表任何金融商品之推介或建議。
8. 定期定額投資人因不同時間進場，將有不同投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。
9. 各基金風險報酬等級係依投信投顧公會基金風險報酬等級分類標準及各基金之基金類型、投資區域或主要投資標的/產業，區分為「RR1、RR2、RR3、RR4、RR5」五個風險報酬等。各基金風險報酬等級係基於一般市場狀況反映市場價格波動風險，無法涵蓋所有風險，不宜作為投資唯一依據，投資人仍應注意基金個別風險，斟酌個人之風險承擔能力及資金可運用期間之長短後辦理投資。各基金之主要風險包括信用風險及市場風險等，請詳閱基金公開說明書及投資人須知。
10. 過往績效並不保證未來報酬。投資具有本金虧損風險，不保證必然有正報酬或達成投資人之目標。投資不必然獲利。本文內容不得視為投資建議。以上僅為歷史資料模擬投資組合之結果，不代表本投資組合之實際報酬率及未來績效保證，不同時間進行模擬操作，其結果亦可能不同。
11. 國泰金融集團所屬各關係企業，係基於特定目的且針對特定人士出具研究報告。鑑於出具研究報告之單位、時間、對象及目的有所不同，本研究報告與國泰金融集團其他相關單位所出具之研究報告之內容，可能有不一致或相牴觸之情事。投資人應審慎考量本身之投資風險，自行決定投資方針，不應以本文與其他國泰金融集團成員所出具報告之內容有不一致或相牴觸為由，而主張本公司或其他國泰金融集團有侵害投資人權益之情事。



12. 本文中未特別載明資料來源處，資料皆來自於國泰投顧。
13. 本文內容僅供參考，投資人應審慎考量自身投資之需求與風險。本公司恕不負任何法律責任，亦不做任何保證。

國泰證券投資顧問股份有限公司為首源投資、摩根士丹利等系列基金在台灣之總代理。

【國泰投顧獨立經營管理】

國泰投顧營業執照字號：(110)金管投顧新字第 011 號

地址：台北市信義路 5 段 108 號 6 樓

客服專線：(02)7710-9696