

债券日思录

个别企业美元债违约对地产债投资的影响

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号
S1060519060001
LIULU979@pingan.com.cn

研究助理

郑子辰 投资咨询资格编号
S1060521090001
zhengzichen160@pingan.com.cn



事项：

12 月 3 日晚，中国恒大在港交所发布公告称：公司未能履行一项金额为 2.6 亿美元担保义务，可能导致自身债务加速到期；公司会统筹考虑其整体财务状况，尊重全体利益相关方，为所有利益相关方制定可行的境外重组方案。恒大公告后，广东省政府立即约谈了实控人许家印并派出工作组，一行两会也纷纷就此表态。

平安观点：

- **现在的政策和市场定价处于什么位置？**我们在 10 月中资美元债月报中提到地产债演绎的节奏是顺着政策的第一个政策拐点、情绪拐点和政策的第二个政策拐点。我们认为当前政策已经可以看做第二个政策拐点，但本轮难有强力政策刺激，投资者对此可能难以如以往一样迅速达成一致预期。行业利差定价最好的时期已经到了，但距离一致性的预期改善仍然需要时间。
- **风险偏好修复以后，地产债的定价会稳定在什么水平？**与永煤违约后的剧本不同，地产难以看到长期的基本面利好，因此即便市场风险偏好修复，新的稳态利差也会高于本轮风波以前的利差。但本轮活下来的企业经历过极端的压力测试，优质地产债的利差修复新稳态有可能突破前低。
- **短期内还会有开发商违约吗？**政策对恒大违约的定性为“个案”，一方面经济下行压力增大，另一方面大型房企违约后地方政府处置成本较高，全国性开发商继续爆发直接违约的可能性较低。但是，区域性的，排名靠后的、杠杆偏高、未来半年短债到期仍然非常集中的开发商，可能会进一步出清。
- **地产的事情如何解决？**（1）政策放松推动市场预期修复到一个中性偏空的稳态；（2）支持大型央企国企并购，协助解决不良资产问题；（3）一部分债权人和投资人不可避免需要接受债务减记。
- **机会在哪里？**（1）住房抵押贷款 ABS 风险相对较小，且受地产板块拖累估值便宜，可以关注；（2）脉冲式超跌时常发生在中资美元债市场，适合特殊账户参与，但对于维好协议美元债需要关注增信资产的质量。
- **风险提示：**1）政策放松力度不及预期；2）市场风险偏好修复速度较慢；3）行业信用利差中枢长期抬升。

事件：12月3日晚，中国恒大在港交所发布公告称：公司未能履行一项金额为2.6亿美元担保义务，可能导致自身债务加速到期；公司会统筹考虑其整体财务状况，尊重全体利益相关方，为所有利益相关方制定可行的境外重组方案。恒大公告后，广东省政府立即约谈了实控人许家印并派出工作组，一行两会也纷纷就此表态。

■ 现在的政策和市场定价处于什么位置？

11月8日，我们在10月中资美元债月报中提到地产债演绎的节奏是顺着政策的第一个政策拐点、情绪拐点和政策的第二个政策拐点。第一个政策拐点在10月已经到来，9月末以来央行证监会定调“两个维护”、央行窗口指导大型银行加快按揭投放、发改委同外汇局召开外债座谈会、交易商协会召开房企座谈会支持房企融资等，政策态度逐渐明确，说明未来地产政策的边际变化只能放松，不会进一步收紧。但是市场普遍认为当时的放松程度不足以解决市场对于地产风险偏好急速恶化的问题，因此伴随着房企违约案例出现，债券价格大幅波动，10月-11月形成了悲观情绪的拐点，这个时候由于价格已经跌到位，至少债券投资而言不用进一步悲观了，此时往往是债券价格最好的时点，特殊账户投资者已经下场收集筹码，但主流投资者则在观望第二个政策拐点，即政策明确放松，希望选择右侧进场。

本轮我们倾向于认为，第二个拐点可能不会特别明确，投资者也很难形成一致性预期。长期房住不炒和房贷两个集中度限制会极大地限制政策放松的空间，政策用“喊话”等预期管理的方式渐进式放松，总会有些投资者选择不相信，并持续追踪究竟是否有银行的增量资金到位，所以风险偏好的修复会是渐进的。参照永煤违约，市场风险偏好修复经历4-5个月，在确认了冀中能源安全及目睹了史诗级大通胀以后，进一步增加了投资者入场的信心。我们预计地产债的投资，很难看到强力的政策刺激，因此风险偏好的修复相对比较缓慢，预计行业利差见顶回落，发生在22年上半年的某个时刻。

总结一下，我们认为当前政策已经可以看做第二个政策拐点，但本轮难有强力政策刺激，投资者对此可能难以如以往一样迅速达成一致预期。行业利差定价最好的时期已经到了，但距离一致性的预期改善仍然需要时间。

■ 风险偏好修复以后，地产债的定价会稳定在什么水平？

与永煤违约后的剧本不同，地产难以看到长期的基本面利好，因此即便市场风险偏好修复，新的稳态利差也会高于本轮风波以前的利差，而煤钢等上游周期性行业的整体利差是很可能低于违约前的水平。

当然，行业的分化会进一步加剧，本轮活下来的企业经历过极端的压力测试，一定会让投资者高看一眼，这部分优质地产债的利差修复新稳态，是有可能突破前低的。

■ 短期内还会有开发商违约吗？

政策对恒大违约的定性为“个案”，这与9月末央行对恒大事件的定调一致，说明政策层面并不希望大型全国性开发商进一步释放信用风险。一方面，经济下行的压力开始增大，稳定市场预期非常重要；另一方面，为了维护社会稳定，地方政府需要付出相当多的资源接盘开发到一半的楼盘，关注地产理财产品风险发酵。政策可以考虑更灵活的、代价更小的处理方式，例如支持有余力的央企国企开发商介入，全国性开发商直接违约并不算最好的选择。

但是，区域性的，排名靠后的、杠杆偏高、未来半年短债到期仍然非常集中的开发商（未来半年一般开发商的债务到期压力应该偏小），有可能会进一步出清。

■ 地产的事情如何解决？

政策放松推动市场预期修复到一个中性偏空的稳态：例如允许发债借新还旧；或者按揭贷与开发贷占比，短期是否有可能突破集中度限制，只要 2-4 年过渡期内达成目标即可，即中间允许鼓肚子。这个管理口径在央行和银保监会手中。目前看来，两个贷款集中度限制超标的银行数量并不算多，全行业总体的集中度下降速度很快。

图表1 上半年上市银行多数满足房贷集中度新规要求

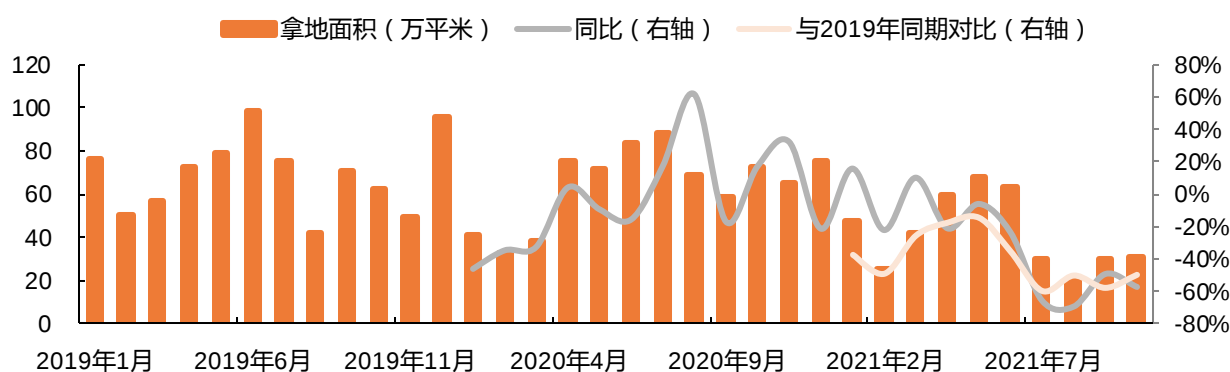
监管标准	银行	房地产贷款占比	房地产贷款占比上限	房地产贷款占比较年初变化(pct)	房地产贷款过渡期	个人住房贷款占比	个人住房贷款占比上限	个人住房贷款占比较年初变化(pct)	个人按揭贷款过渡期
第一档	工商银行	35.2%	40.0%	-0.75		30.2%	32.5%	-0.59	
	建设银行	38.5%	40.0%	-1.33		33.8%	32.5%	-1.34	2年
	农业银行	35.1%	40.0%	-0.97		29.9%	32.5%	-0.91	
	中国银行	37.8%	40.0%	-1.34		29.9%	32.5%	-1.21	
	交通银行	27.9%	40.0%	-0.19		21.9%	32.5%	-0.26	
	邮储银行	35.1%	40.0%	-0.18		33.0%	32.5%	-0.65	2年
第二档	招商银行	32.2%	27.5%	-0.90	4年	24.7%	20%	-0.64	4年
	兴业银行	34.6%	27.5%	0.05	4年	25.9%	20%	-0.61	4年
	浦发银行	26.2%	27.5%	-0.20		18.9%	20%	0.16	
	中信银行	26.6%	27.5%	-0.36		20.3%	20%	-0.23	2年
	民生银行	24.1%	27.5%	-0.67		13.7%	20%	0.38	
	光大银行	23.5%	27.5%	-0.31		16.6%	20%	0.20	
	平安银行	19.1%	27.5%	-0.04		9.0%	20%	0.02	
	华夏银行	20.9%	27.5%	0.72		13.9%	20%	1.06	
	浙商银行	20.5%	27.5%	0.38		7.0%	20%	0.68	
	北京银行	29.8%	27.5%	-0.88	4年	20.7%	20%	-0.21	2年
	江苏银行	25.4%	27.5%	-0.63		17.8%	20%	-0.83	
	上海银行	26.7%	27.5%	1.19		12.2%	20%	0.89	
第三档	南京银行	14.8%	20%-25%	0.54		10.5%	15%-20%	-0.30	
	宁波银行	8.8%	20%-25%	0.13		4.3%	15%-20%	0.89	
	杭州银行	22.0%	20%-25%	-2.37		14.3%	15%-20%	-0.59	
	长沙银行	20.6%	20%-25%	0.17		16.6%	15%-20%	0.19	
	成都银行	29.4%	20%-25%	-5.20	4年	22.2%	15%-20%	-3.60	4年
	郑州银行	27.5%	20%-25%	-0.41	4年	14.6%	15%-20%	-0.50	
	贵阳银行	14.2%	20%-25%	-0.06		6.9%	15%-20%	-0.39	
	青岛银行	28.3%	20%-25%	-1.48	4年	18.7%	15%-20%	-0.93	2年
	苏州银行	36.3%	20%-25%	0.73	4年	14.9%	15%-20%	0.70	
	西安银行	20.6%	20%-25%	-0.77		14.2%	15%-20%	0.30	
	厦门银行	24.9%	20%-25%	-1.98	4年	18.7%	15%-20%	-0.82	2年
	重庆银行	18.1%	20%-25%	0.26		13.9%	15%-20%	1.25	
	渝农商行	18.6%	20%-25%	-0.47		17.7%	15%-20%	-0.33	2年
	青农商行	27.8%	20%-25%	-1.26	4年	13.7%	15%-20%	0.64	
	无锡银行	15.1%	20%-25%	2.71		14.3%	15%-20%	2.94	
第四档	苏农银行	11.5%	20%-25%	-0.36		9.6%	15%-20%	0.17	
	常熟银行	9.2%	15%-20%	0.44		8.4%	10%-15%	0.67	
	张家港行	10.9%	15%-20%	0.02		10.1%	10%-15%	0.11	
	江阴银行	11.2%	15%-20%	0.57		11.0%	10%-15%	0.73	
合计		32.3%		-0.72		26.0%		-0.59	

资料来源：公司公告，平安证券研究所银行团队

支持大型央企国企并购，协助解决不良资产问题：目前优质头部开发商拿地和兼并购意愿都比较低，因此压力在地方政府身上。如果允许并支持专业的人做专业的事情，应该支持央企国企开发商或者一些主题产业基金收购整合不良资产与债务，避免硬着陆。

一部分债权人和投资人不可避免需要接受债务减记：如同当前中资美元债市场的状态。

图表2 21年下半年以来，50强房企拿地面积中位数和中位数同比明显偏低

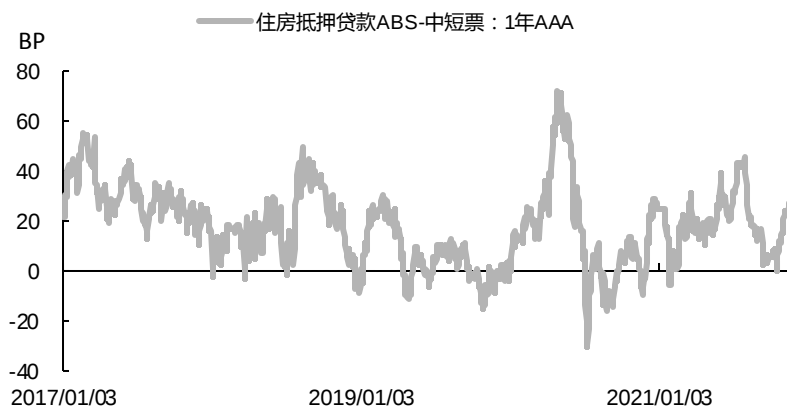


资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

■ 机会在哪里？

住房抵押贷款 ABS 估值处于 17 年以来的 62%分位数，即便发生房价大幅下跌的极端风险，居民轻易也不会断贷（参照亚洲金融危机时期中国香港和日本）。当前住建部对预收款的监管尤其重视，各方也积极推动保交房，相对而言，住房抵押贷款 ABS 的风险是比较小的，且受地产板块拖累估值非常便宜。

图表3 当前住房抵押贷款 ABS 估值位于 17 年以来的 62%分位数



资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

脉冲式超跌时常发生在中资美元债市场，适合特殊账户参与。目前美元债投资者极度担心维好协议发行无法绑定债权人与境内集团的关系，最终进入法律程序后无法被认可为普通债务，无法抄底和定价。我们认为大的原则是首先要在法律层面无瑕疵地掌握资产，资产是否有流动性能以好的价格卖出去或者卖出以后偿付顺序是否是次级债是后续考虑的问题。

图表4 脉冲式超跌机会时常发生在中资美元债市场(%)



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

从掌握资产的层面，红筹架构发行和境内集团跨境担保发行不大存在这类障碍，因此可以优先考虑。通过维好协议发行，通常搭配 SPV100%持股境内某项目公司来增信，境内集团有权买入这个项目公司，从而推动其遵守维好协议，因此这部分资产的质量相对重要。即便境内母公司无力回购，也可以出让给其他主体，提供一定的回收。

资产流动性的问题在政策回暖以后终会解决，跟“保交房”比起来，境内债和美元债都有一定的次级属性，但投资者也有一定的博弈空间。

整体而言，美元债抄底需要把博弈各方的底线和法律问题捋顺，清算价值才能成为重要的参考。

- **风险提示：**1) 政策放松力度不及预期；2) 市场风险偏好修复速度较慢；3) 行业信用利差中枢长期抬升。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033