



違約後的世界：為什麼繼續持有不良債券(有時)是合理決定

Leong Wai Mei，固定收益投資組合經理

我們將特別指出成功的債務重組及債務交換背後的三個因素，並認為在過度避險的情況下，投資者可於部分不良債券中找到潛在投資機遇。

「充滿挑戰」並不足以形容中國房地產發展商在2021年面對的困境。根據彭博報道，2021年中國借款人的離岸債券違約金額達創紀錄的102億美元，房地產公司佔總金額的36%¹。摩根大通估計，59%的中國高收益債券價格每一美元面值低於70美分(代表陷入財困的水平)，該行業的估值反映之違約率為40%²。

摩根大通的研究所亦顯示，約42%的中國高收益債券價格低於50美分，當中有一半的價格低於30美分。這些數字背後的宏觀情況是，截至2021年11月止的五年內，優先無擔保債券的全球違約債券平均滾動12個月回收率約為43%³。

我們認為，目前市場環境的避險情緒似乎過高，對擁有多元化債券投資組合並能忍受整個債務重組過程的投資者而言，可能出現吸引的不良債券投資機遇。在本文中，我們將分析近年兩個債務重組及不良債務交換的成功個案，並指出最終債券持有人回收的主要推動因素。我們認為投資者應視乎個別情況評估此類事件，而有時候以大幅折讓價保留違約或不良債券是合理決定。

佳兆業集團控股有限公司

2015年，佳兆業成為中國首間美元債券違約的房地產發展商。圍繞該公司的負面焦點新聞於2014年12月開始出現，當時政府官員拒絕批准其在主要營運城市深圳的房地產銷售及新項目發展。同月，該公司創辦人兼主席郭英成辭任，觸發滙豐銀行要求該公司提前償還一筆4億港元的

¹資料來源：彭博。截至2021年12月7日。

²截至2021年12月3日。

³資料來源：穆迪。違約趨勢 — 2021年11月全球違約報告Excel試算表數據。

已延期定期貸款。雖然不久之後佳兆業接獲滙豐銀行的豁免通知，無需即時償還貸款，但集團的流動性狀況仍然緊拙。

值得注意的是，佳兆業無法支付與5億美元優先無擔保債券相關的2,300萬美元利息，相關利息於2015年1月8日到期。該公司的離岸債券價格隨即暴跌至每一美元面值低於35美分。見圖1。該集團在多間金融機構的銀行結餘被凍結及調查，相關機構亦對其採取其他債權人行動。佳兆業未能在30日寬限期內兌現上述票息付款，意味著其於2015年2月正式違約。

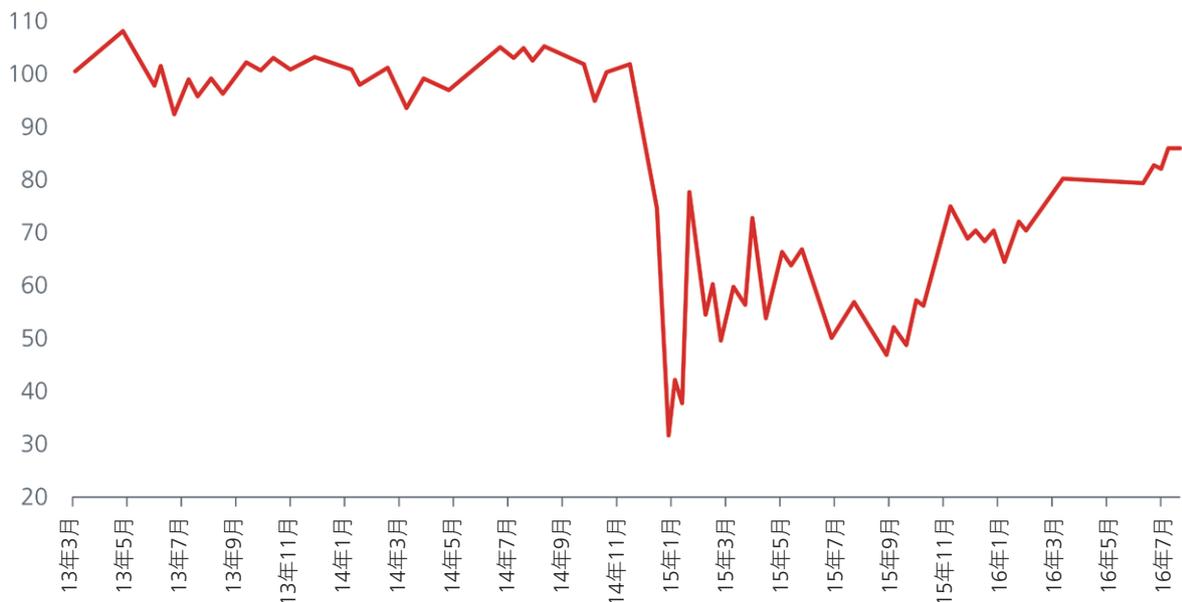
事件在2015年4月取得進展，當時佳兆業宣佈相關當局已解除深圳八個項目中大部分未出售單位的禁售令。此外，富德生命人壽保險股份有限公司的

子公司向佳兆業在深圳的營運實體提供13.37億人民幣貸款，年利率為12%。同月，郭英成意外地復任主席。

與此同時，佳兆業繼續與離岸債券持有人督導委員會合作，以制訂各方同意的重組決議案。佳兆業仍能繼續營運部分業務是令人鼓舞的跡象，因此該集團在2015年首十個月內錄得52億人民幣的合約銷售額，雖然該金額僅佔前一年同期銷售額的約22%。

在利息付款違約九個月後，佳兆業於2015年11月公佈擬訂的離岸債務重組條款，條款獲得債券持有人督導委員會支持。佳兆業的重組協議條款在過程中經過多次反覆修改，直到2016年1月獲得53%離岸債券持有人(按其持有量的本金金額計算)的

圖1：佳兆業債券價格表現（2018年3月到期的8.875%債券）



資料來源：彭博數據，於2021年12月13日擷取。



同意。同年三月，佳兆業提出更優厚的條件，將同意費用倍增至1%及提高票息率，其後獲超過80%離岸債券持有人支持重組議案。

當時，該集團的離岸債務包括來自滙豐銀行及中國工商銀行的約1.27億美元貸款、22.2億美元直接債券及2.32億美元可換股債券。總括而言，離岸債權人被匯集成單一組別，並獲提供將其部分或全部申索交換成以下任何一種債務的選擇：

- ▶ 按申索的1倍，加上相當於所獲新債券名義價值的7%之或有價值權，交換成不同年期的新債券。
- ▶ 按申索的1.02598倍交換成新債券，不包括或有價值權。
- ▶ 在總規模的規限下，按申索的1倍交換成新的強制可交換債券。一旦佳兆業的股票恢復交易，該等債券可自動交換成新的可換股債券。

佳兆業完成債務重組的首兩年，已交換債券的票息付款多數為額外債券(以實物支付)而非現金，但三年後，票息付款的現金比例有所增加。現有離岸債券持有人獲得額外保障，例如限制發行未來債務的所得款項用途，以及限制未來次級債務或股權的發行。

2016年2月底，佳兆業成功協商重組330億人民幣在岸負債，其中半數由中信銀行持有。佳兆業在一個月後宣佈，其90%在岸負債已完成重組或不再需要重組。最後，離岸債券持有人於2016年5月同意佳兆業提議的安排計劃，計劃於2016年6月獲香港及開曼群島法院通過。

在集團首次出現違約後近一年半，佳兆業於2016年7月宣佈完成計劃。在債務重組生效日期(2016年7月21日)前，佳兆業債券的參考價格反映的回收率高達約86%。見圖1。

PT ALAM SUTERA REALTY TBK

Alam Sutera是印尼一間綜合房地產發展商。該集團於1993年11月成立，並於2007年12月在印尼證券交易所上市，主要在印尼根據城鎮規劃需求銷售土地，並從事住宅及商業領域的房地產發展。

2020年，由於房地產銷售受新冠病毒疫情打擊，加上向華夏幸福基業股份有限公司的土地銷售放緩，Alam Sutera的信貸指標及流動性顯著減弱。印尼盾兌美元於2020年大幅貶值亦加劇Alam Sutera的再融資風險。由於風險情緒在全球疫情的背景下惡化，加上公司的再融資選項減少，Alam Sutera的美元債券價格於2020年7月暴跌至每一美元面值約35美分的低位。

2020年年初，三大主要信用評級機構全部對Alam Sutera採取負面評級行動，理由是再融資風險增加等因素。此舉進一步打擊投資者情緒。儘管該公司於2020年4月提早贖回在2021年到期的1.75億美元債券中的6,000萬美元，但其債務證券的定價在年中大部分時間持續徘徊在大幅折讓的水平。雖然Alam Sutera持續與融資人就再融資計劃進行商討，但由於印尼疫情不斷惡化並採取病毒相關的限制措施，有關討論的突破性進展有限。

2020年9月29日，Alam Sutera宣佈就其於2021年4月到期，票息為11.5%的1.15億美元債券及於2022年4月到期，票息為6.625%的3.70億美元債券按面值提出交換要約。Alam Sutera的提議是將所有2021年到期的債券交換成2024年到期的新債券。同時，25%的2022年到期債券將交換成2024年到期的新債券，剩餘的75%債券則交換成2025年到期的新債券。該交易提供50個基點的前期提早同意費，並只有在至少85%全體債券持有人選擇參與的情況下才會通過。

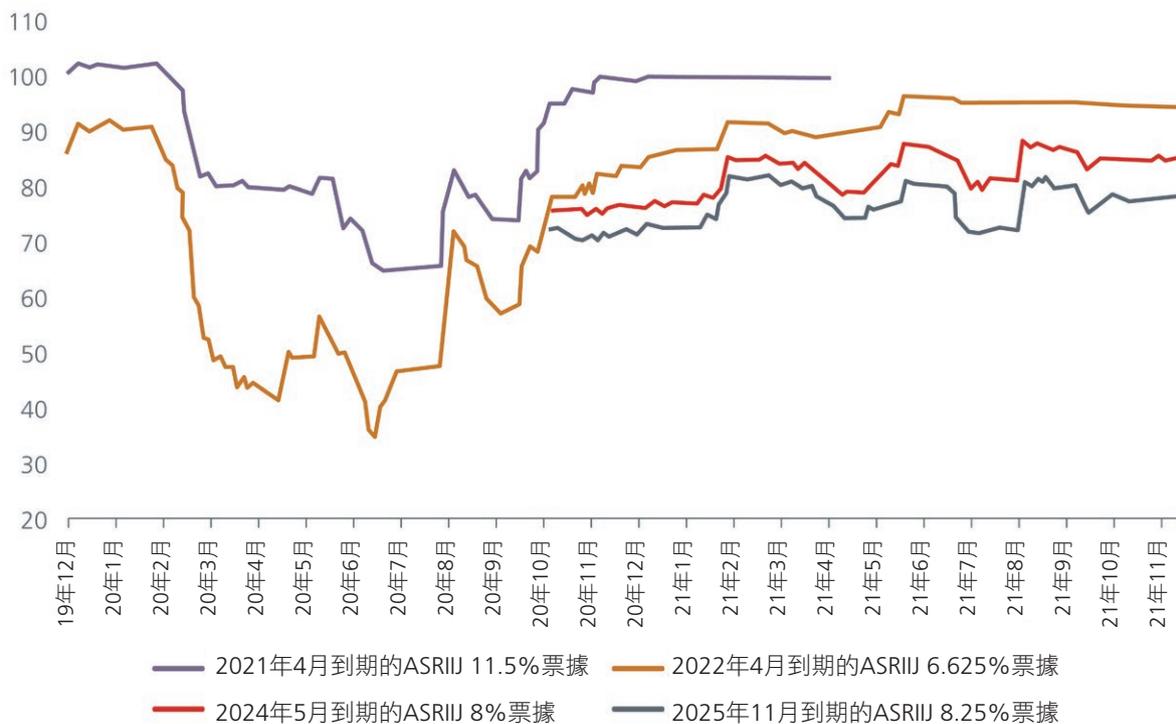
於2024年及2025年到期的新債券將以Mall@Alam Sutera(估計價值2.5萬億印尼盾)及位於Alam Sutera城鎮宜家傢俬旁邊的一塊商業地皮(估計價值2.4萬億印尼盾)，按第一優先順序作為土地抵押擔保。若該等抵押品被出售，將會出現強制贖回事件，2024年到期的新債券將獲得優先權。若位於雅加達中央商務區的The Tower辦公大樓(估計

價值1.8萬億印尼盾)被出售，2024年到期的債券將從強制贖回事件中進一步受益。

2020年10月27日，Alam Sutera宣佈交換要約成功。86.1%的2021年到期債券持有人以及87.4%的2022年到期債券持有人同意將其持有的債券交換成2024年及2025年到期的新債券。完成交換要約後，Alam Sutera的未贖回美元債券總額包括2021年4月到期的1,599萬美元債券、2022年4月到期的4,658萬美元債券、2024年11月到期的1.714億美元債券及2025年5月到期的2.51億美元債券。

2021年4月，Alam Sutera在到期日贖回剩餘的少量2021年到期債券。同時，2022年到期債券的參考定價為約94美分⁴，但因有少量未贖回金額(2,410萬美元)，債券的流動性變得非常不濟。自此，2024年及2025年到期的新債券價格分別最高達79美分及85美分。見圖2。

圖2：再融資風險緩解，Alam Sutera債券價格反彈



資料來源：彭博數據，截至2021年12月13日。

⁴截至2021年12月13日。

債務重組成功的三個因素

這兩個個案說明了債務重組及債務交換成功背後的三個因素。首先，流動性緊絀的公司必須能夠盡量維持正常業務營運。債權人的最終回收率及受困公司恢復財務可行性的機會很大程度上取決於其營運資產的表現。

其次，債權人需要與陷入財困的債務人合作，以避免混亂的重組情況甚至清盤。研究⁵顯示，2019年違約而最終清盤的中國在岸優先無擔保企業債券回收率低於0.2%，2018年則為1.1%。相反，自願債務重組情況下的回收率遠遠較高，約有50至85%。

第三，維持資本市場參與或亞洲美元債務發行人的離岸債券融資的重要性亦影響最終的重組結果。持有美元計價中國房地產債券的投資者可鬆一口氣，因為離岸資金是中國發展商的一個重要資本來源。更有效參與離岸債務市場的公司可能被視為擁有更強的財務靈活性，或能從而降低相對融資成本。在境內財政狀況緊張的時候，能夠獲得離岸資本的公司亦可利用海外市場融資。

我們認為，上述因素至少適用於部分已違約或其定價已反映違約因素的中國房地產信貸。例如，以中

國恒大集團而言，廣東省政府最近表示將派遣工作小組到恒大，以確保其「正常」營運。恒大亦宣布成立風險管理委員會，由廣東省政府及內地國有企業的高級管理層組成。政府親自參與，意味著中國政府決意避免陷入財困的恒大以失控的方式倒閉。

悲觀氣氛的限度

面對持續出現的負面焦點新聞及債券價格急跌，投資者可能極難退一步考慮價格是否已經見底。2021年12月，恒大正式被標籤為違約公司，當時金融市場的反應有限，意味著大多數負面假設可能已經在中國高收益房地產債券的價格中折現。

流動性緊絀不一定會導致公司清盤。以上佳兆業及Alam Sutera的例子說明，在情況看似最嚴峻時，在相對價格低位出售債券的投資者可能無法享受後續的反彈，反彈幅度以年化價格回報計甚至達雙位數。此外，如果出現更多成功而有合理反彈的債務重組或信貸回收個案，其影響可能蔓延至目前價格處於不良債券水平的其他債券。這些債券可能從而回升，因為其發行人看到市場的技術因素顯著改善以及有更佳的融資渠道。

本文提及的個別發行人、證券、行業、地區或國家僅供說明用途，並非買入或賣出任何特定證券或金融工具的建議。

⁵資料來源：摩根士丹利。2021年8月。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的 M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk)由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



英國保誠集團成員 