



徐小庆：恒大事件风险不在金融而在实体



【财新网】(专栏作家 徐小庆)中秋节期间恒大债务危机进一步发酵，外媒甚至称之为中国版的“雷曼时刻”。恐慌情绪升温，地产行业带动港股大幅下跌，恒生和国企指数一度创出新低。但是 A 股节后低开高走，风险偏好似乎未受冲击。是海外高估了恒大事件的冲击，还是国内市场警惕性不够？

用“雷曼时刻”来类比恒大事件，肯定言过其实。本质上，次贷危机是房地产市场泡沫叠加“影子银行”无序扩张持续正反馈造成的，是涉及整个居民部门和金融部门的系统性危机，而非个体危机。

相较之下，恒大及其他几家企业的债务危机，更多是这些房企自身经营和投融资策略导致的流动性困境，属于个体风险而非系统性风险。从大背景看，过去几年的严监管政策避免了中国房地产市场出现明显泡沫化的特征，表现为房价上涨速度趋缓。银行对房地产企业的信用扩张受到严格限制，房地产开发贷款占比从 2019 年初的 9.6% 回落至目前的 7.7%。个人住房贷款规模虽增长较快，但居民债务与 GDP 比例明显低于美国次贷危机前的高峰以及日本 20 世纪 90 年代初的水平。更重要的是，2018 年以来居民购房首付比例持续上升，居民贷款增量与房地产销售额的比值从 2017 年至 2018 年的接近 70% 回落至目前的 45% 左右，这意味着即使房价出现下跌，居民贷款出现违约、弃房的风险也不高。

从规模看，恒大债务违约对金融体系的直接冲击有限。恒大 2021 年中报披露的对金融机构的借款总额为 5718 亿元。表外负债缺乏准确数字，

但综合各方分析，基本不会超过 1 万亿元的量级，这样表内外债务合并不超过 2 万亿元，仅相当于 300 万亿元的社融余额的 0.6%。此外，雷曼倒闭时持有的大量金融衍生品难以估值、变现，甚至价值清零，但恒大的债务背后有土地、在建项目和在售项目为抵押，最终的损失将比上述数字更低。

恒大事件真正的风险在于实体层面，其影响将比此前的安邦、包商、海航等事件都更大且更复杂。安邦和包商银行事件基本不涉及实体层面，在金融体系内的影响链条相对清晰，因此在监管机构介入下可相对较快地化解风险。海航虽部分涉及实体层面，但其负债结构以带息债务为主，应付及预收占比不高，同时其总体负债规模也明显小于恒大，因此对关联方的影响和恒大也不在一个量级。

笔者认为，至少需要关注恒大事件对几个方面的影响。首先是对下游的预售交付。恒大销售额近年来一直排在全国前三名，2021 年上半年末账面合同负债约 2158 亿元，若按照过去几年销售均价约 9000 元/平方米计，对应预售尚未交付的房屋总面积约为 2400 万平方米；假设户均约 100 平方米，对应着 24 万户居民。此外还有间接影响：恒大交房的不确定性会导致居民购房时更谨慎，对开发商筛选更严格，导致整体地产销售降温。现在是“金九银十”的旺季，但从高频数据看近期销售明显弱于季节性，单周销量已处于 2015 年以来的同期最低位。

其次是恒大对上游的应付款项。恒大半年报披露的应付贸易款达到近

6700 亿元，甚至超过了其对金融机构的借款。这些贸易款的应付对象多为供应商和建筑承包商，资金周转和对违约损失的承受能力不如金融机构，若不能及时获得回款，自身也很可能陷入流动性危机。上游贸易款处置不及时将影响对下游的交房进度。由于恒大的上游企业相对分散，每家企业的财务状况各不相同，合理处置欠款的难度将明显高于此前几家重组的企业。

第三是对其他房企的影响。下游购房需求或继续下滑；供应商和建筑商的信任度下降，对流动性要求更高；金融机构风险偏好下降，融资更加困难——这些因素对其他信用资质较弱的房企无异于雪上加霜，可能引发更多的房企信用事件。

作者为敦和资产管理有限公司宏观策略总监，刘明曦对此文亦有贡献

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27243

