

2021 年 09 月 26 日

恒大不会成为中国的“雷曼时刻”

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

恒大债务问题持续发酵，引发市场担忧，会否触发雷曼时刻？本文梳理，供参考。

● 伴随资金压力上升，部分房企信用风险暴露，引发市场关注

资金压力下，部分房企信用风险暴露，使得市场对房企信用风险的关注度不断升温。三条红线、贷款集中度考核等调控政策层层加码下，房企融资紧张；融资紧张、叠加销售下滑，房企资金承压，8月两年复合增长5.1%，增速较5月已大幅回落6.8个百分点；随着资金压力攀升，部分房企出现信用违约事件；截止9月，首次违约的房企数量达5家，相关债券余额规模达576.8亿元，均已创历史新高。

近期恒大债务问题发酵，进一步推升市场的担忧情绪；部分观点甚至认为，恒大债务风险，可能触发中国的“雷曼时刻”。房企信用风险上升背景下，2021年6月以来，恒大的负面舆情明显增加；6月，公司被穆迪下调评级；随后，陆续出现与公司业务关联的上市公司，公告称恒大的商业票据出现逾期；7月，金融稳定与发展委员会、央行、银保监会先后约谈恒大，敦促公司积极解决债务问题。

● 恒大债务风险更多为流动性冲击，对经济金融市场的直接冲击或相对有限

资金压力上升下，恒大债务或面临流动性冲击。从半年报数据来看，假设无再融资、未来销售保持8月水平，恒大要偿还短期负债，有超过1100亿元资金缺口。考虑到恒大的资产中，土地储备项目价值4568亿元，其中一二线土地储备价值1392亿元；旧改项目，价值约1000亿元左右；此外，还有恒大物业、恒大汽车的股权，合计价值229亿元；恒大总体的资产质量较好，能够覆盖有息负债。

恒大债务风险，对市场直接冲击或有限。恒大贷款在银行贷款余额中的占比仅0.1%、信托贷款占比1.1%、国内债券占比0.04%、海外债券占比1.8%。相比于对金融市场的影响，恒大债务所引发的社会问题或更值得关注。恒大的应付账款和票据高达6669亿元，涉及到上下游产业链众多公司；此外，恒大合同负债高达1700亿，对应超过200个城市的已售待交付商品房，未来或有竣工压力。

● 恒大债务风险与雷曼有本质不同

恒大债务风险，与雷曼的本质不同在于资产质量，进而影响到偿债能力及对金融市场的传染性。雷曼兄弟破产前，其资产以衍生品、抵押债券、回购等金融资产为主，占总资产的82.3%；遭遇流动性冲击后，雷曼抛售金融资产，造成市场恐慌，引发金融危机，且市场下跌导致其资产大幅缩水，偿债能力弱化；相比而言，恒大的资产以土地储备、棚改项目等资产为主，资产证券化率低、质量相对更高。

中美监管的应对措施，也是恒大债务风险与雷曼时刻的重要区别。回顾雷曼风险暴露全过程，在2008年9月雷曼兄弟披露重大亏损并可能破产后，美联储并未及时采取救助措施，是导致后续信用风险迅速传染至整个金融市场的重要原因。相比而言，从7月以来，金融稳定与发展委员会、央行、银保监会密集约谈恒大集团，显示出监管层密切关注恒大债务风险，并督促公司积极化解债务风险。

● 风险提示：政策调整等。

相关研究报告

《宏观经济专题-坚定债牛不动摇》-2021.9.22

《宏观经济专题-当“水泥旺季”遇上“产能受限”》-2021.9.21

《宏观经济专题-海外电价飙升，“添火”全球大通胀》-2021.9.21

目 录

1、 周度专题：恒大不会是中国“雷曼时刻”	4
1.1、 伴随资金压力上升，房企信用风险暴露，引发市场关注	4
1.2、 恒大债务风险更多为流动性冲击，对市场的直接冲击或相对有限	6
1.3、 恒大债务风险与雷曼有本质不同	8
2、 高频数据跟踪	11
2.1、 通胀观察：蔬菜价格回升、猪肉价格持续回落	11
2.2、 汇率表现：美元指数上涨，人民币对美元升值	11
2.3、 大宗商品：商品价格多数上涨，贵金属指数下跌	12
3、 中观行业跟踪	12
3.1、 下游：商品房成交上涨，土地市场量价齐升	13
3.2、 中游：钢铁价格上涨，水泥价格上升、玻璃价格下跌	14
3.3、 上游：国际原油、动力煤价格上涨	16
4、 风险提示	17

图表目录

图 1： 2021 年年中以来，地产销售持续下行	4
图 2： 2021 年，房企资金增速持续下滑	4
图 3： 2021 年，房企信托融资同比大幅下降	4
图 4： 2021 年，房企开发贷款余额同比大幅下降	4
图 5： 2021 年，房企债务违约数量创历史新高	5
图 6： 6 月以来，恒大商品房销售增速快速回落	6
图 7： 雷曼兄弟 2008 年一季度资产以金融资产为主	8
图 8： 雷曼兄弟 2007 年末持有大量高收益债券	8
图 9： 美国抵押债券市场在 2007 年前快速发展	8
图 10： 雷曼破产后，美国房贷违约率大幅上升	8
图 11： 包商信用风险三周后，存单市场融资恢复	9
图 12： 永煤信用风险三个月后，河南城投净融资恢复	9
图 13： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回升	11
图 14： 农业部猪肉平均批发价回落	11
图 15： 人民币对美元贬值，美元指数上涨	11
图 16： 人民币对欧元、日元升值	11
图 17： 美元兑人民币即期-中间日均价差-2 基点	12
图 18： 离岸、在岸人民币日均价差 53 基点	12
图 19： 30 大中城商品房成交面积上涨	13
图 20： 30 大中城商品房一线城市成交面积上涨	13
图 21： 30 大中城商品房二线城市成交面积上涨	13
图 22： 30 大中城商品房三线城市成交面积上涨	13
图 23： 100 城供应土地占地面积上涨	14
图 24： 100 城供应土地挂牌均价上涨	14
图 25： 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降	14
图 26： 三线城市住宅类用地成交土地溢价率下跌	14
图 27： 线材、长材价格指数均上涨	15

图 28: 上周全国高炉开工率下跌	15
图 29: 水泥价格指数上升	15
图 30: 玻璃期货价格回落	15
图 31: 长江有色市场铜价下跌、铝价上涨	16
图 32: 长江有色市场铅、锌价格走势分化	16
图 33: 上期所铜库存减少、铝库存增加	16
图 34: 上期所铅库存减少、锌库存增加	16
图 35: 焦煤、动力煤价格上涨	17
图 36: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升	17
图 37: 国际原油期货结算价格上涨	17
图 38: LME3 个月铜、铝价格均上涨	17
表 1: 2021 年以来, 房企信用风险频发	5
表 2: 2021 年 6 月以来, 恒大债务问题持续发酵	5
表 3: 2020 年年报数据测算, 恒大三条红线指标较弱	6
表 4: 恒大短期债务存在资金缺口	7
表 5: 恒大资产能覆盖有息负债	7
表 6: 恒大在整体债务中占比较小	7
表 7: 多家建筑建材公司恒大应收款出现逾期	7
表 8: 恒大债务风险上升后, 监管迅速介入	9
表 9: 商品期货市场核心品种多数上涨	12
表 10: 商品期货市场细分品种中, 动力煤上涨、玻璃下跌	12

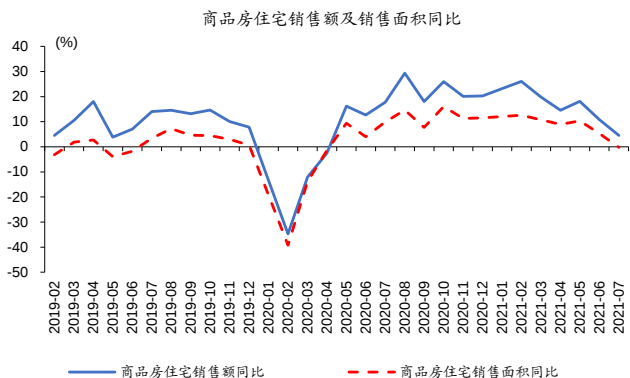
1、周度专题：恒大不会是中国的“雷曼时刻”

恒大债务问题持续发酵，引发市场担忧，会否触发雷曼时刻？本文梳理，供参考。

1.1、伴随资金压力上升，房企信用风险暴露，引发市场关注

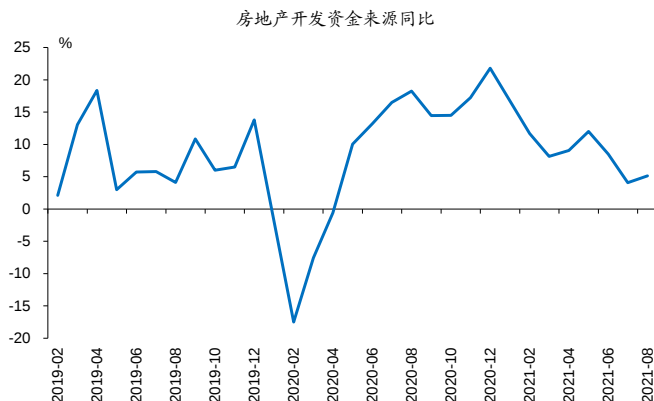
2021 年以来，地产调控政策加码下，房企资金压力持续上升。伴随三条红线、贷款集中度考核等调控政策层层加码，房企融资紧张；前 8 月，房地产开发资金来源中，国内贷款同比增长-6.1%，增速创疫情以来新低；融资趋紧的同时，销售增速从年中开始迅速降温，导致房企资金进一步紧张；8 月，房企资金来源，两年复合增长 5.1%，增速较 5 月高点已大幅回落 6.8 个百分点。

图1：2021 年年中以来，地产销售持续下行



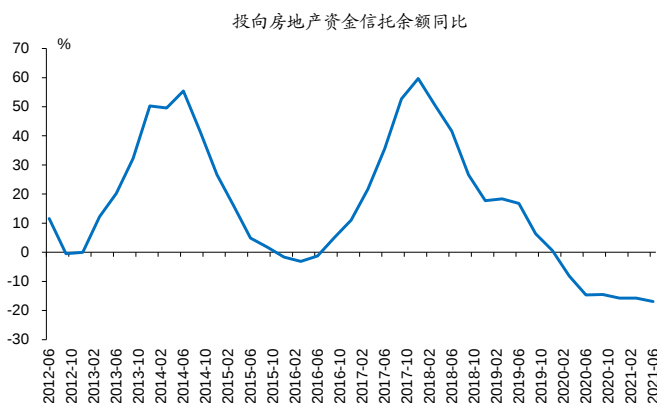
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-8 月用两年复合）

图2：2021 年，房企资金增速持续下滑



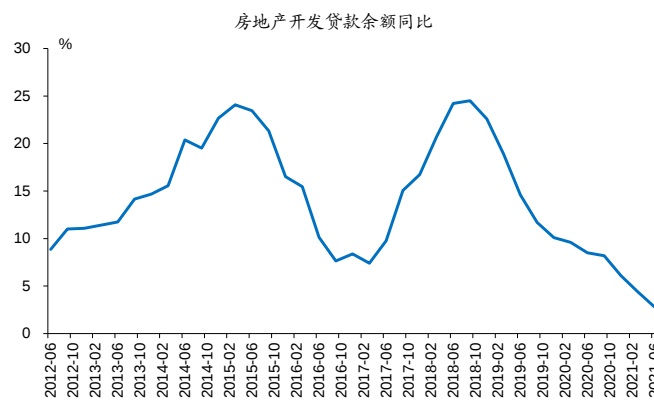
数据来源：Wind、开源证券研究所（2021 年 1-8 月用两年复合）

图3：2021 年，房企信托融资同比大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021 年，房企开发贷款余额同比大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

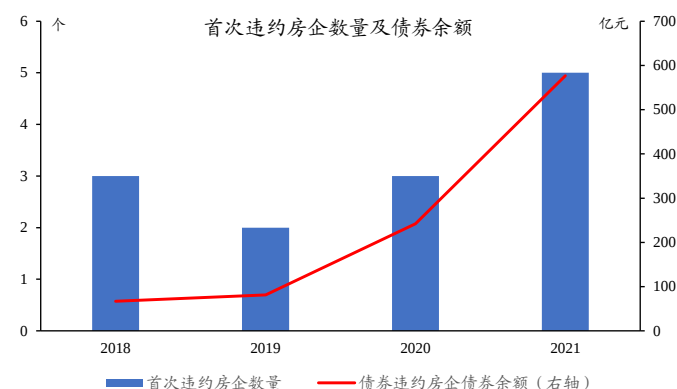
随着房企资金压力不断抬升，部分房企信用风险暴露，使得市场对房地产企业信用风险的关注度不断升温。2021 年以来，房企资金压力持续抬升下，部分房企陆续出现信用违约事件；截止 9 月，首次违约的房企数量达 5 家，相关债券余额规模达 576.8 亿元，均已创历史新高；华夏幸福、泛海、蓝光、河南建业等知名房企债务违约下，市场对于房企的信用风险关注度不断上升。

表1: 2021 年以来，房企信用风险频发

时间	涉及地产公司	相关信用事件
2021-3-23	华夏幸福基业股份有限公司	20华夏幸福MTN001出现违约
2021-6-15	华夏幸福基业控股股份有限公司	20华EB02出现违约
2021-7-12	四川蓝光发展股份有限公司	19蓝光MTN001出现违约
2021-8-2	中国恒大集团	垒知集团公告称恒大集团及其成员企业开具的 3317.4 万元商票逾期
2021-8-30	泛海控股股份有限公司	18泛海MTN001出现违约
2021-9-9	建业地产股份有限公司	向政府提交《关于企业出现重大风险和危机并请求帮扶救援的报告》，称希望有关县区偿还拖欠款项合计 50 亿元，并分类减免和缓交增值税、所得税、延期交付部分在建工程

资料来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021 年，房企债务违约数量创历史新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

近期恒大债务问题的发酵，进一步推升市场的担忧情绪；由于恒大债务体量较大，市场担忧可能触发中国“雷曼时刻”。房企信用风险趋暴露的环境下，恒大作为行业龙头企业，其高杠杆运营模式受到市场关注。2021 年 6 月以来，恒大的负面舆情明显增加；2021 年 6 月 30 日，公司被穆迪下调评级；随后，陆续公司业务关联的上市公司公告称与恒大的商业票据出现逾期；金融稳定与发展委员会、央行、银保监会先后约谈恒大，敦促公司积极解决债务问题。由于恒大的债务体量相对较大，其信用负面舆情下，市场对于房企信用风险的担忧情绪持续升温。

表2: 2021 年 6 月以来，恒大债务问题持续发酵

时间	重要事件
2021-6-30	穆迪下调恒大的企业家族评级从 B1 下调至 B2; 高级无抵押评级从 B2 下调至 B3，展望负面。
2021-7-12	金融稳定与发展委员会在六月的会议上敦促恒大尽快解决债务问题，方案可包括引入战略投资者来避免违约情况带给中国经济造成的重大冲击。
2021-7-30	廊坊发展公告恒大集团所持公司股份被司法冻结，冻结股份为 7603 万股，展期股总数 100%，占公司总股本 20%。
2021-8-2	垒知集团公告已于恒大集团及其成员企业开局的 3317.42 万元商票逾期，双方正在沟通商业承兑汇票的总付事宜
2021-8-10	恒大公告称公司正计划出售部分资产，包括港股上市公司恒大汽车和恒大物业的部分权益
2021-8-18	恒大子公司将盛京银行 1.667 亿股出售给两家沈阳国企，该交易总价值为 10 亿人民币
2021-8-19	央行、银保监会约谈恒大集团，要求努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定
2021-8-30	万科企业股份有限公司召开 2021 年中期业绩推介会。针对中国恒大考虑将旗下恒大物业部分股权出售予万科的传闻，万科总裁及首席执行官祝九胜称，最近几个月和恒大确实有接触和探讨，但是没有实质

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

时间	重要事件
	性的更多的合作
2021-9-8	恒大财富被曝逾期
2021-9-15	中诚信国际发布公告，决定将恒大地产主体信用等级由 AA 调降至 A

资料来源：彭博、财新网、开源证券研究所

1.2、恒大债务风险更多为流动性冲击，对市场的直接冲击或相对有限

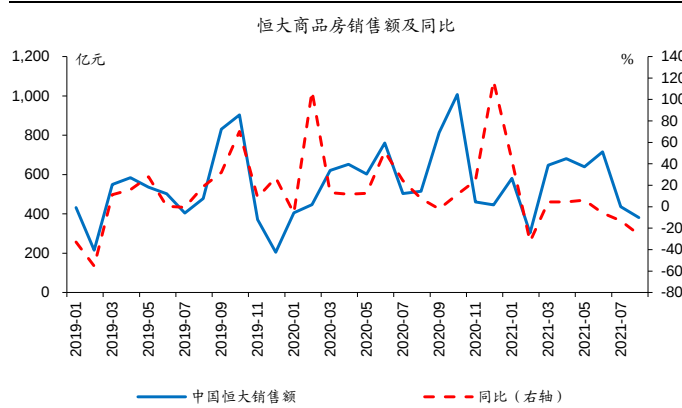
伴随外部融资枯竭、销售回款下降等，恒大短期资金压力骤升。从 2020 年年报来看，恒大的各项指标均处于三条红线的红档，其中扣除预收账款的资产负债率为 83.4%，仅次于泰禾、建业和绿地，净负债率 153.6%，位于上市房企前列，现金短债比仅 47%，仅好于泰禾、华夏幸福、富力、格力地产。债务问题严重的情况下，前期公司的商票逾期、评级遭下调，进一步导致公司的外部融资渠道枯竭；与此同时，6 月开始，公司销售情况快速恶化，同比增速由 6.1% 下降为 -5.8%，8 月增速进一步回落到 -25.9%，导致销售对公司偿债资金的支持力度明显下降。

表3：2020 年年报数据测算，恒大三条红线指标较弱

公司简称	公司属性	扣除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比	分档
保利地产	央企	69.9%	69.4%	225.0%	绿
中国海外	央企	66.0%	28.0%	217.0%	绿
华润置地	央企	59.7%	29.5%	246.3%	绿
碧桂园	民企	80.5%	55.6%	173.7%	黄
华侨城	央企	70.0%	74.6%	221.2%	黄
融创中国	民企	78.7%	96.0%	107.8%	黄
万科	公众	71.7%	18.1%	223.7%	黄
新城发展	民企	76.2%	50.7%	188.8%	黄
中梁控股	民企	79.9%	65.8%	108.9%	黄
阳光城	民企	79.1%	109.0%	124.5%	橙
绿地控股	公众	84.1%	140.6%	79.3%	红
中国恒大	民企	83.4%	153.6%	47.0%	红

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6 月以来，恒大商品房销售增速快速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

资金压力上升下，恒大债务存在短期资金缺口，或存在流动性冲击的风险。从半年报的数据来测算，在假设无再融资、未来销售保持 8 月水平的前提下，恒大未来一年内的销售回款、加上货币资金后，要偿还短期有息负债 2400 亿元，仍有超过 1100 亿元的资金缺口。考虑到恒大的资产中，土地储备项目 778 个，总建筑面积 2.14 亿方，价值 4568 亿元，其中一二线土地储备价值 1392 亿元；146 个旧改项目，价值约 1000 亿元左右；此外，还有恒大物业、恒大汽车的股权，合计价值 229 亿元；恒大总体的资产质量较好，能够覆盖有息负债，因此其化债需要时间换空间。

表4: 恒大短期债务存在资金缺口

恒大短期有息负债	货币资金	未来一年净利润预测	短期资金缺口
2400 亿元	868 亿元	338 亿元	1194 亿元

数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 恒大资产能覆盖有息负债

有息负债		资产	
合计	5717.8 亿元	合计	7491 亿元
贷款	1834 亿元	货币资金	868 亿元
信托	2224 亿元	交易性金融资产	16 亿元
国内债券	558.6 亿元	土地储备	4568 亿元
海外债券	1101 亿元	上市子公司股权	229 亿元
		旧改项目	1000 亿元
		固定资产净值	810 亿元

数据来源: Wind、开源证券研究所

恒大债务风险，对市场的直接影响或相对有限，间接影响涉及范围广、仍需紧密跟踪。恒大各项债务占整体市场比例较低；公司贷款在银行贷款中的占比仅 0.1%、信托贷款占比 1.1%、国内债券占比仅 0.04%、海外债券占比 1.8%。相比于对金融市场的影响，恒大债务所引发的社会问题或更显著。恒大应付账款和票据高达 6669 亿，涉及到上下游产业链众多公司；应付款和票据逾期，会增大上下游相关公司的经营压力；此外，恒大合同负债高达 1700 亿，对应其在超过 200 个城市的已售待交付商品房；伴随债务风险，预售房施工面临压力。

表6: 恒大在整体债务中占比较小

	债务规模	房地产企业债务规模	占比	恒大债务规模	占整体市场比例	占房地产市场比例
贷款	1877961 亿元	123000 亿元	6.5%	1834 亿元	0.10%	1.5%
信托	206373 亿元	20772 亿元	10.1%	2224 亿元	1.08%	10.7%
国内债券	1244391 亿元	19035 亿元	1.5%	558.6 亿元	0.04%	2.9%
海外债券	9516.3 亿元	2079.6 亿元	21.9%	169.7 亿元	1.78%	8.2%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表7: 多家建筑建材公司恒大应收款出现逾期

公司名称	恒大应收款情况
三棵树	截止 2021 年 8 月 31 日，应收票据 3.34 亿元，应收账款 2.28 亿元
永高股份	截止 2021 年 8 月 25 日，应收账款 4.78 亿元，已经逾期未兑付承兑汇票 1.95 亿元
垒知集团	截止 2021 年 7 月 31 日，商业承兑汇票逾期未兑付 3317 万元
金螳螂	截止 2021 年 6 月 30 日，应收商业承兑汇票 41.09 亿元
广田集团	截止 2021 年 6 月 30 日，应收商业承兑汇票 27.2 亿元
全筑股份	截止 2021 年 6 月 30 日，应收款项 25.3 亿元

公司名称

恒大应收账款情况

宝鹰股份

截止 2021 年 6 月 30 日，应收票据逾期 1.42 亿元

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、恒大债务风险与雷曼有本质不同

恒大债务风险与雷曼相比，本质区别在于资产质量。雷曼兄弟破产前，其资产以金融资产为主，包含抵押债券、公司债券、衍生品、回购资产等。2008 年一季度，雷曼兄弟财务报告显示，总资产 7860 亿美元中，抵押债券 1072 亿美元、公司债券 595 亿美元、股权资产 561 亿美元、衍生品 556 亿美元、回购资产 3687 亿美元，合计占总资产的 82.3%；随着公司出现信用风险，MBS 等资产遭抛售，公司所持有的金融资产迅速缩水、流动性枯竭。相比而言，恒大的资产以土地储备、棚改项目为主，资产质量较高。

图7：雷曼兄弟 2008 年一季度资产以金融资产为主

ASSETS	Q4 '03	Q1 '08	% Δ
Cash and Cash equivalents	7,922	7,564	-5%
Cash and securities segregated and on deposit for regulatory and other purposes	3,100	16,569	434%
Government & Agencies	31,666	44,574	41%
Commercial Paper & Other Money Mkt Instruments	4,287	3,433	-20%
Physical Commodities	-	169	N/A
Mortgage and Asset-Backed Securities & Real Estate	38,957	107,171	175%
Corporate debt and other	20,069	59,581	197%
Corporate equities	22,889	56,118	145%
Derivatives and other contractual agreements	15,766	55,612	253%
Inventory Subtotal	133,634	326,658	144%
Securities received as collateral	3,406	-	N/A
Securities purchased under agreements to resell	87,416	210,166	140%
Securities borrowed	51,396	158,515	208%
Collateralized Lendings Subtotal	138,812	368,681	166%
Receivables Subtotal	15,310	52,399	242%
Other	9,877	14,164	43%
TOTAL ASSETS	312,061	786,035	152%

资料来源：雷曼兄弟公司财报

图8：雷曼兄弟 2007 年末持有大量高收益债券

	2007
Bonds and loans in established trading markets	31,457
Bonds and loans held awaiting securitization and syndication	157
Bonds and loans with little or no pricing transparency	1,118
High yield instruments	32,732
Credit risk hedges	-2,337
High yield position, net	30,395
Residential subprime mortgages	2,755

资料来源：雷曼兄弟公司财报

资产质量差异下，恒大债务风险传染性或显著弱于雷曼。雷曼发生流动性危机后，抛售其所持有的衍生品，造成市场恐慌，进而加剧风险传染。相比而言，恒大的资产以土地储备、棚改项目为主，证券化率低，因此其风险传染能力明显弱于雷曼。此外，从过去债券违约经验来看，债券违约一般会造成局部信用紧缩，但随着监管介入、央行维稳流动性等，市场会较快消化冲击的影响。

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_27064

