如何看待恒大事件

【财新网】(专栏作家 陈曦）2021 年 12 月 3 日，恒大公告可能无法履行担保责任。同日，央行、银保监会、证监会、住建部均对此进行表态；广东省人民政府同意向恒大地产集团有限公司派出工作组。

雷曼背后是居民加杠杆，而恒大背后是地产企业加杠杆，影响完全不同。2008 年美国房价下跌，居民被迫去杠杆，进而导致大量居民的资产负债表崩溃，消费能力急剧下降，是地产危机转为经济危机的根源；恒大背后是房地产企业加杠杆，中国的居民加杠杆并不严重。

雷曼时刻之后的关键是房价崩盘式下跌，导致抵押品快速贬值，继而出现危机；中国看不到房价断崖式下行的可能。对于房价上涨压力大的地区，确实政策非常严格，而对于房价存在下跌压力的地区，则已经开始出台限制房价下跌政策。中国因城施策的背景下，房价未来大概率进入涨跌均有限的波动状态，甚至是冻结状态。不会触发抵押品贬值危机，这是与美国 2008 年的另一大关键区别。

中国有成熟的企业债务问题处置经验。包商、华融、明天、安邦、海航等体量都与恒大可比，甚至有的比恒大更大，处置方式基本都是国家接管、业务拆分、切断传染。

中国的银行大多数具有国企背景，或者对监管、对政府的响应比较积极。银行是缓冲债务危机的关键环节，如果按照市场化主体的行为逻辑，则很容易出现挤兑，而中国的银行不存在这个问题。

https://www.yunbaogao.cn

综上所述，我们认为，恒大并不是中国版雷曼，两者差异非常大，更类似之前的个别大型企业的定点爆破，不会出现类似美国 2008 年的风险传染。

以往的房地产调控，主要逻辑是：当房价上涨时，政府进行调控，其目的是打压地产价格本身；当经济下行压力加大时，政府转而放松调控，甚至刺激地产，其目标又转为通过地产稳增长。

这也是为何此次房地产冲击之后，市场预期政府放松调控，乃至预期刺激地产的原因。

但我们认为，本轮房地产调控与以往有本质不同，出发点有两个：

出发点一：房地产行业的“去杠杆”。我们观察本轮房地产调控，主要抓手是三道红线+房贷占比，政策名称为“房地产金融审慎管理制度”，政策逻辑与 2016-2017 年的 MPA（宏观审慎评估体系）类似，MPA 针对的是银行体系的加杠杆问题，房地产金融审慎管理制度针对的是房地产企业加杠杆问题。

进一步讲，2016-2017 年进行的是金融去杠杆，2018 年进行的是实体去杠杆，2021 年则进行的是地产去杠杆，其目的都是为了防风险。

在高质量发展阶段，防风险关系到能否保持平稳健康增长，地产风险化解是重要一环。

出发点二：共同富裕的要求。贫富分化的一个重要体现是在房地产领

https://www.yunbaogao.cn

域，过去很长时间，房地产价格涨幅远远高于居民收入，是否早投资房地产，成为贫富差距的主要来源。

建立房地产长效调控机制，通过房地产金融审慎管理制度、集中供地、房产税等方式，遏制房地产价格的不合理上涨，是实现共同富裕的重要要求。

房地产价格太高，房价收入比太高，已经成为中国居民的沉重负担，制约消费、生育，而消费和生育都是“内循环”的关键。

总而言之，房地产去杠杆、共同富裕的要求均表明，房地产调控不存在大转向的可能，这与以往看到房价下跌、经济下行就放松有本质不同。

从房地产政策来看，政策底已经出现。9 月以来，央行、银保监会召开房地产金融工作座谈会，之后多次发布房地产相关信息，均表明政策已经触底。

房地产“政策底”的核心是两个维护：

1、维护房地产市场的平稳健康发展，这表明政府并不是为了打压房地产而打压，而是规范其发展，特别是针对过去几年的不规范行为。

2、维护住房消费者合法权益，这决定了房地产政策以“保房”为主，为了保障居民权益，资金监管可以微调，但大方向不会变化。

如前所述，政策底出现，但不代表政策转向，更不存在政策刺激。

https://www.yunbaogao.cn

对于民营房企而言，应当考虑的是在当前规则下能否适应和生存，而不能指望政策救市。

在维护住房消费者合法权益下，通过资金监管模式已经事实上对民营房企进行某种程度的拆分，银行发放贷款要看项目资质而不仅仅是企业资质，民营房企公司层面的债券事实上类似“劣后级”，要考虑的是清算价值，这决定了价值评估的方法发生变化，而这种变化短期难以逆转。

部分激进民营房企在过去这些年的发展，主要靠“房价上涨+加杠杆”，而这两个条件未来大概率都不存在，因此我们认为民营房企仍需进一步出清。

在史无前例的房地产调控之后，房地产肯定不可能重现过去五年每年10%左右甚至更高的增速，但我们预期房地产对 GDP 的拖累并不一定很大，主要有以下几方面：

1、保交房，施工可能加速而不是减速。现在民营房企要摆脱困局，一个重要方面是通过加快现有项目的施工、交付，从而回笼资金。施工情况

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_30621