



李宗光：恒大违约是靴子落地吗？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李宗光



靴子落地：违约早在意料之中

今天，中国恒大发布公告，宣布债券实质性违约。实际上，自恒大出事以来，市场一直在等待恒大债务违约的时点。但之前几次，许老板疑似变卖资产 70 亿元，在最后时点偿还了美元债利息，展现了惊人的求生欲。但实事求是讲，在“通过大幅降价快速回笼资金，以降低杠杆”的策略被喊停后，恒大“5 个锅盖 10 个锅”的游戏就已经玩不下去了，违约只是迟早的事，只是对恒大困境的一个“追加确认”。从这个意义上讲，恒大违约就是一个“靴子落地”，这件事本身大概率不会对市场造成大的冲击。

恒大违约的更大意义在于，标志着处置的大幕拉开。作为第一大房地

产开发商，恒大无论从规模、所有制性质，都极具指标意义。其处理方案的选择，处理细节的涵义，都会被市场放大检视。

风险处置：关键在于平衡

我们在之前文章《恒大救助：有无最佳方案》中提到，一个好的处理方案，必须在两个方向上进行平衡：

1) 防范道德风险：按照市场规则，过度冒险者必须承担代价，绝不允许“大而不能倒”绑架政府。恒大过度冒险主要体现在两个方面：一是加杠杆严重超出了“底线”。尽管“高杠杆-高周转”是目前房地产开发的主流模式，但恒大杠杆程度之高，加杠杆手法之多，还是令人瞠目结舌。尽管银行贷款“只有”2100亿元，但其通过信托贷款（存量约3700亿元）、上下游供应商欠款（存量约5800亿元）、其他短期借款（存量约8000亿元）以及恒大财富高息产品揽储等手段，绕开监管限制，将杠杆水平做到了极致。二是盲目、激进多元化。这些年来，恒大多元化从来没有停过，也从来没有成功过，比如恒大冰泉、恒大粮油等。近年来，恒大转向造车，通过举债大肆买买买，其手法之粗糙、土豪、疯狂，令人刷新三观。但到目前为止，500多亿元砸下去，仍未造出一辆车来，成为压垮恒大的最后稻草。

如果仅因为恒大太大而有可能引发系统风险，就无原则地拿纳税人的钱去救助，那么就会激励其他“野心家”们All in加杠杆：赚了是自己的，赔了有政府兜底，甚至活过来之后财富再次实现十倍、百倍增长。此例一

开，后果不堪设想。因此，过度承担风险的人，必须按市场原则承担损失。作为股东，许老板或者卖股权偿债，或者股权被大幅压缩，甚至清零出局。

2) 防范系统性风险：一方面避免恒大本身无序违约、打击面过大，造成利益相关方出现传染风险；另一方面，作为示范效应，避免风险向整个房地产行业扩散。恒大本身拥有 2.2 万亿元的债务，涉及到几乎所有重要性的金融机构，涉及到上下游各种供应商，涉及到上下游几十万甚至上百万的就业，处理不当，会引发“寒蝉”效应。尽管恒大暴雷更多地是其自身经营管理不善、盲目多元化扩张导致，属于个别现象，多数房地产企业坚守主业、经营稳健，但我们也得承认，“高杠杆-高周转”是过去十年房地产行业的标准商业模式，比恒大资质差的也不在少数，打击面过大或将引发信用环境进一步收紧，不排除有更多资质较差的开发商倒下，从而引发系统性风险。

处置地产风险事件，

应自觉抵制“运动式”手段诱惑

房地产是“周期之母”，在任何国家都是体量最大的支柱性行业。即使在美国这种早已完成工业化、城市化和房价极低（以房价收入比指标衡量）的国家，房地产都是第一大行业。在我国，房地产无论是在经济增长中的贡献，还是在财政收入、就业方面，贡献甚大，同时又是银行信贷的主要内容，牵一发而动全身（具体见我们之前文章）。因此，处置地产风险事件，应该秉承“市场化、法治化、专业化、系统思维”的精神，避免

使用“运动式”手段，充分与市场沟通，将其负面影响降至最低，具体做到在：

1) 应避免被“完全否定房地产”的部分极端社会舆论所裹挟。目前社会上出现了一种完全否定房地产的极端倾向，把房地产比喻成“泡沫游戏”、“虚拟经济”，甚至“吸毒上瘾”，主张通过休克疗法，用猛药，与房地产脱钩。高房价导致的房地产问题确实十分严重，但这并不能否定房地产行业本身的作用。实际上，我国房地产大发展的二十年，是人们居住条件和环境大幅改善的二十年，目前已经赶上发达国家，而居住条件又是提升人们幸福指数的核心条件。此外，房地产上下游涉及钢铁、工程机械制造、家电等，都是实体经济，甚至还属于“大国重器”。一旦房地产崩溃，这些所谓的“实体经济”、“大国重器”、“民族品牌”最后非死即残。这种把房地产和实体经济二元对立起来的极端舆论，违反了马克思主义辩证唯物主义，违反了基本经济规律，是十分幼稚和危险的。处置恒大等房地产风险事件，应该避免被这种极端、不负责任的舆论左右，避免因迎合这种舆论，用力过猛，把“拆弹”变成“引爆”。

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_30525

