

恒大的困境与中国房地产业的良性发展

文/李伟

恒大¹已经没有什么新闻能震惊市场了。

8月28日上午9时，在停牌525天之后，中国恒大在港交所正式复牌交易。经过一天的交易，恒大的股价收于0.35港元，跌幅高达79%。按0.35港元计算，恒大的市值为46亿港元，而其市值最高时（2017年10月24日）曾达4144亿港元。

写这篇文章不是要痛打落水狗，相反，笔者对恒大没有好恶偏见。在过去很长一段时间内，房地产都是中国经济和中国社会中最重要的一個行业，这里没有之一，但现在房地产出了问题，许多房地产开发商遭遇了严重的危机，恒大就是其中的典型之一。关于房地产的问题整个社会长期以来都是吵吵闹闹，房价大涨、行业迅速发展的时候，大家辩论的是资产泡沫和老百姓是否买得起房的问题，现在大家谈的则是房地产萧条带动中国经济下行以及使用按揭贷款买房者断贷停供的问题。

房价涨也不是，跌也不是。面对这种尴尬的局面，或许我们应该远离房地产的诸多喧嚣，静下心来仔细想一想，中国的房地产到底出了什么问题？我们到底应该如何去走出目前的困境？从这个角度来说，分析恒大的问题也许可以给我们带来一些宝贵的启示。

三个盖子十个瓶子

冰冻三尺非一日之寒这句话用到恒大身上可以说是再合适不过了。

恒大今天的危机本质上是其经营模式导致的，我们甚至可以说这是恒大与生俱来的基因所导致的。恒大早期的发展就是一个接一个的成功，这与它的经营模式密切相关。

经营企业和发展业务需要资金，对任何一个小公司来说，资金瓶颈都是其发展的关键阻碍，那么如何克服这些阻碍呢？方法有两种，一是依靠自身发展逐渐积累资金，我们姑且称这种增长模式为内生性增长模式；一是依靠外部融资来积累发展所需的资金，我们姑且称这种增长模式为外生性增长模式。这两种经营模式各有优劣，不存在谁好谁不好，采用何种模式需要看公司的具体状况。一般来说，内生性增长模式的发展速度较慢，但公司的经营风险较小；外生性增长模式的发展速度较快，但公司的经营风险较大。

对于业务模式成熟，经营状况稳定，现金流充沛，但发展速度缓慢的公司来说，内生性增长模式更适合。对于业务模式尚未定型，经营状况波动较大，现金流不足，但发展速度很高的公司来说，外生性增长模式更适合。换句话说，成熟的公司更适合依靠自身的资金去慢慢发展，而新兴的公司更适合对外融资去获得快速的生长。下一个紧接着的问题就是：内生性增长模式和外生性增长模式，哪一个更适合恒大？

笔者对这个问题的回答是：在早期发展阶段，外生性发展模式更适合恒大，但当整个行业逐

¹ 此文中，除非特别说明，恒大是“中国恒大集团”（03333.HK）的简称。

渐成熟的时候，内生性增长模式更适合恒大。房地产在任何一个国家都是重要的产业，但不一定是一个快速增长的行业。

改革开放之后，计划经济下的住房制度越来越无法适应新的经济形势，于是商品房开始逐渐兴起了。另外，1990年代末期，按揭贷款开始出现，这极大的提高了人们的购买力。经济高速增长，民众的收入水平迅速提高，又有按揭贷款的加持，人们改善居住条件的呼声越来越高涨，在这样的局面下，商品房需求出现了爆发式的增长。恒大诞生在这样的时代中，真可谓是生逢其时。

在商品房大发展的时代中，中国出现了一大批快速发展的房地产开发商，但即使在这些高速发展的开发商中，恒大的发展速度也是其中的佼佼者。市场上对恒大的经营模式有很多描述，例如大量购入土地，快速开发，快速销售回款等等，但笔者认为其经营模式最核心的特点就是高杠杆。恒大在经营中从几乎所有可能的渠道融资，然后在开发过程中尽一切力量压缩资金支出，以小博大，例如恒大会让建筑方在建房过程中先行垫资。这样的操作手法将恒大所能使用的杠杆放大到了极致，这使得恒大可以获得更高的规模增速，更高的收入增速和更快的周转率。在这个快速的开发节奏下，恒大仅用了不到30年的时间就从一个地方性的开发商成为了全国范围内的头部开发商。

恒大高杠杆的经营模式带来了公司高速的增长，但这样的运作方式有两个必要条件，一是房地产整个行业的发展，最好是快速发展，而恒大在早期遇到的就是这样一个市场。在一个高速增长的市场中，房子只要造出来就不愁卖，房价在不断上涨。房屋不但是一个消费品，而且还是一个投资品，这进一步增大了市场对房屋的需求；二是开发商的运作效率高，在建房过程中产生的投资回报率高于其融资成本。恒大的执行力强，动作迅速，这使得恒大可以同时开发多个项目，快进快去的运作模式产生了足够的回报来覆盖公司的各项成本。这两个条件在恒大的经营模式中缺一不可，一旦缺乏任何一个条件，恒大的游戏就无法持续下去，高杠杆就会从高收益的关键要素变为公司衰败的核心原因。

中国的企业，尤其是民营企业，在发展的过程中，尤其是早期的发展过程中，一般都会采用高杠杆的发展模式，这就是所谓的七个盖子十个瓶子。但随着企业的发展壮大和业务模式的成熟，更重要的是出于控制风险的考虑，其杠杆率大体上都会逐渐下降，慢慢变为九个盖子十个瓶子，甚至是十个盖子十个瓶子。然而，恒大在这方面有两个不一样，一是恒大在使用杠杆经营时非常激进，别人是七个盖子十个瓶子，恒大则是三个盖子十个瓶子；二是恒大在出事前始终没有大幅降低杠杆率以控制风险，这意味着恒大长期处于一个高风险的运作模式中。一旦上文所述的两个必要条件中有一个出问题，那么这对恒大来说都可能意味着极大的打击。事实证明，当风向改变的时候，恒大没法扛住这样打击。

四万亿与恒大的死里逃生

上文已经分析了恒大的运作模式及其命门之所在，但我们还有一个问题没有回答，即为什么恒大会现在出问题？

实际上，这已经不是恒大第一次身陷险境了。在不长的发展史中，恒大曾不止一次面临困境，其中最惊险的一次不是2021年的这次，而是2008年的那次。

恒大²在 2008 年的那次危机以及后来的反转，可谓是惊心动魄。2008 年 3 月，恒大冲刺香港上市。当时香港资本市场对房地产开发商的估值模式流行的是净资产价值估值法（Net Asset Value，简称 NAV）。NAV 的内涵较为复杂，但这种估值方法导致了一个后果，就是开发商的土地储备越多，其公司估值也会倾向于越高。

为了获得更高的估值，本来经营就非常激进的恒大选择了火上浇油的做法。根据当时媒体的报道，2007 年，恒大地产土地储备较 2006 年增长了九倍，2008 年 3 月冲刺上市时高达 4580 万平方米。这一土地储备，仅次于碧桂园，是万科的近两倍。

与此同时，2008 年 1 月，在大多数地产公司收缩战线，退出土地“招拍挂”之际，恒大仍逆市而上，以 41 亿人民币拍得广州天河区员村地块，折合楼面地价 13016 元/平方米，成为广州新“地王”。

然而，当时恒大的运气不好，受美国次贷危机、内地信贷紧缩和房地产调控等因素的综合影响，其最终于 2008 年 3 月 20 日终止了上市计划。大量购入土地使得恒大积累下了巨额债务，本来恒大是希望通过上市来改变这一局面，但上市失败一下子将恒大逼入了绝境，资金链岌岌可危。

就在许家印和恒大苦撑的时候，形势发生了根本性的转变，“四万亿”投资计划（以下简称四万亿）在 2008 年 11 月出台了。本来在房地产调控和反通胀政策下开发商只能苦苦煎熬，但四万亿开启了近年来最大规模的经济刺激计划，而且房地产调控政策同时出现了 180 度的逆转，开发商终于迎来了自己的“白衣骑士”。在这样的局面下，前期扩张激进、风险高度积累的恒大成为了政策转变的最大赢家之一。可以说，这样的政策转变在一定程度上是鼓励了恒大的冒险行为。

回到本节一开始的那个问题，为什么恒大会现在出问题？实际上，从 2008 年恒大的经历可以清楚的看到，恒大早就遭遇过危机。恒大之所以可以涉险过关，并非自己有什么高超的经营技能，而是宏观经济政策转向给的东风。或许我们应该问的不是为什么恒大会现在出问题，而是恒大为什么直到今天才出问题？

亡羊补牢，犹未为晚

从上文对恒大的分析中，我们可以清楚的看到，卓尔不群的经营能力或许不是恒大成功的充分条件，但其取得日后快速发展的必要条件一定包括来自政府的宏观政策、房地产业的快速发展以及自身愿意承受更大的风险。每次房地产陷入低迷的时候，开发商都会指望政府来救市，而这往往会从预期变为现实，这样的轮回奖励了那些激进扩张的开发商，恒大就是其中的典型。经济学的基本原理告诉我们，人会对激励做出反应。在这样的激励机制下，恒大的冒险行为，尤其是那种拿着别人的钱去冒险的行为一而再，再而三的被奖励。次数多了，谁还会去在乎那些经营中积累的风险呢？所以我们看到，这次出事的房地产开发商不是只有恒大一家，而是有一大批，甚至包括最近股债双杀的碧桂园。

² 此时的恒大指的是恒大地产集团。2016 年 6 月，恒大地产集团正式更名为中国恒大集团。

恒大曾是中国房地产开发商中的一个明星，其发展速度足以傲视全国，但最后呢？根据恒大的公告，截至 2023 年 6 月末，其资产总值、负债总额分别为 1.74 万亿元、2.39 万亿元，公司处于严重的资不抵债的状况中。

往者不可谏，来者犹可追。在房地产大发展的春天，我们对一些激进冒险的开发商太过宽纵，以至于其屡屡能够富贵险中求。但需要注意的是，笔者并不主张因此而刻意打压房地产开发商，尤其是民营的房地产开发商。假如是这样，我们岂不是从一个极端走向了另外一个极端？过犹不及。

从恒大的例子中可以明显看到，我们需要的是建立一个长效的房地产调控机制，一个稳定的发展环境。在这样的环境中，开发商可以凭借能力来互相竞争，并决出最后的胜利者，而不是一味的比谁的胆子大，谁更敢冒险。

这里要强调一句，恒大的困境并非因为它是民企，而是因为它过度冒险。我们反对开发商过度冒险不能以所有制为划分标准。不管国企还是民企，大家应该一视同仁。谁过度冒险，谁就应该受到市场规律的惩罚。

2008 年要是我们坚守住立场，让恒大破产倒闭，那么今天其就不会有这么大的体量了，也不会对经济造成这么大的威胁了。更重要的是，要是当年恒大倒闭的话，其他开发商看到恒大的结局，也会对一味扩张的经营策略有所反思，房地产对整体宏观经济的风险也会比今天小很多。

亡羊补牢，犹未为晚。或许现在是我们从恒大的困境切入，去建设一个能促进中国房地产业良性发展的游戏规则的好时机。假如真的可以实现这样的转变，那真是行业幸事，国家幸事，人民幸事。

（作者系长江商学院副院长、经济学教授）