

房地产染指金融 恒大如何踏上不归路

当长期的资金饥渴症患者控制了金融机构用以自融，烈火烹油的同时也加速了覆亡的倒计时。

在 2021 年夏天陷入危机的恒大，布局金融板块始于 2015 年。那时的恒大看似如日中天，其实是业内知名的资金饥渴症患者，正在疯狂地寻找更有效的融资工具。这一年，恒大集团搭上了行业快车，以近 40 亿元的价格，如愿以偿地从重庆国资手中收购了中新大东方人寿 50% 的股权，后更名为恒大人寿。

2016 年，恒大人寿大手笔连续入股盛京银行（02066.HK），并搞定盛京银行当时的主事人和沈阳地方政府，顺利成为其第一大股东。由此，恒大完成其金融产业的核心布局，拿到了保险和银行两张最为关键的金融牌照。

也是在 2015 年，彼时 P2P 行业盛极一时，恒大集团成立恒大金服发行 P2P 产品，后在 2018 年 P2P 行业“爆雷”又遭整顿后，于 2019 年更名为恒大财富。

这看上去是恒大的“高光”时刻，多台“印钞机”在手一起开动，但

就此点燃加速加杠杆、穷奢极欲、违法违规而导致资不抵债、难逃倾覆命运的导火索。

2021年年中，恒大集团陷入流动性危机。到2023年6月，负债超过2万亿元的恒大集团曝出净亏损超过8000亿元，预计资不抵债达到6000亿元。被恒大控制的相关金融机构也早就遍体鳞伤：恒大人寿从2021年四季度起停止对外更新偿付能力报告，也未发布2021年年报，后被发现严重资不抵债，问题主要出在投资端，涉及地产业务，“窟窿”规模达数百亿元。而盛京银行在2023年的不良贷款也远远超过了恒大入股时，不得不向沈阳市国资AMC剥离了1837亿元的不良资产，占到总资产的近两成。

I. 突破监管防线拿下恒大人寿

恒大的保险牌照是从重庆获得，即便当时监管高层并不认同这一交易，却依然不敌当时重庆主事者的权势，不得不妥协。

恒大人寿的前身是中新大东方人寿保险公司，成立于2006年，是一家总部设于重庆的全国性寿险公司，最初由新加坡大东方人寿与重庆市地产集团合资组建，双方各持股50%。

中新大东方人寿成立较早，却并未逃脱合资保险公司在中国的发展困

境，业务发展缓慢。年报显示，2012年—2014年，该公司分别亏损2588万元、6054万元、4820万元；重庆联合产权交易所的挂牌信息显示，2015年上半年中新大东方人寿的净利润仅为270.31万元。

2013年8月，中新大东方人寿经历过一次重大股权结构变动。公司当时引入两家来自重庆的新投资者，改变了原股东各占50%的持股格局。变动后的股权结构为：重庆地产集团、重庆市城市建设投资（集团）有限公司、大东方人寿、重庆财信企业集团分别持有中新大东方人寿25%股权。

2015年，恒大集团开始进入金融领域，正式宣布进军保险产业，以39.39亿元的对价，从两大国资股东重庆地产集团和重庆城市建设投资公司手中，竞得中新大东方人寿保险公司50%的股权。由此，恒大人寿三家股东的持股比例分别为：恒大集团50%、大东方人寿和重庆财信企业集团各持有25%股权。不过由于外方股东严重缺位，加之重庆财信企业集团彼时将所持股权质押给恒大集团，“恒大系”在恒大人寿中等于拥有100%的发言权。

据了解，恒大能拿下这张保险牌照，主要是由重庆的时任领导介绍推荐，其人也是政治局委员；金融监管部门原保监会方面高层对此抱有疑虑，但不得不放行。“不想批，但实在压力太大。”有关当事人曾

这样表示。

2015年，以中短期产品滚动发行为主的万能险成为融资利器，保险牌照“一照难求”，被众多民企追捧。接近恒大的人士表示，在竞购过程中，有其他竞购者推高了收购价格。原本重庆财信企业集团有意将其持有的25%股权一并转让于恒大，但因监管层方面的原因，此举未能成行。

当时一些民企以保险公司为工具，于资本市场掀起举牌大战，其中也包括恒大人寿，举牌对象有国民技术、栋梁新材、中元股份等；后在舆论和监管压力下，这种做法渐渐被纠正。原保监会曾向恒大人寿派驻检查组，开出限制股票投资一年的罚单，并整改万能险。

公开信息显示，重庆财信企业集团所持有的恒大人寿股权在2021年8月出质给了深圳市越众（集团）股份有限公司；恒大集团所持的股权也在2021年7月全部质押给了彼时同为恒大集团旗下的盛京银行。从2016年至今，恒大人寿披露的资金运用关联交易项目仅12项，合计金额约135亿元，但恒大人寿与恒大集团产生的资金关联规模远不止于此。

数据显示，截至2020年末，恒大人寿总资产规模逾2400亿元，2020年保险业务收入约600亿元，当期归母净利润3.3亿元。截至2021

年三季度，该公司净亏损已达 11.14 亿元，是寿险公司已披露净利润亏损金额最高的一家，核心/综合偿付能力也降至 104.55%；2020 年同期，其净利润为 13.38 亿元，核心/综合偿付能力为 142.65%。

有接近恒大人寿的人士分析称，净利亏损或因其做了较大规模的计提减值。他同时表示，部分保险公司会通过信托通道嵌套、与其他非关联的第三方互投资产等手段，以规避监管对于险资集中度和关联度的要求。恒大人寿的挪用手法之一，正是通过投资底层资产包装成应收账款的信托计划，造成应收账款的进度假象，实际上资金流入关联公司。

除此之外，还有市场人士指称，恒大人寿与其他“地产系”寿险公司通过“互投”，来规避监管对于关联交易的规定。而“地产系”险企之间的互投早已是公开的秘密，尤其在 2020 年关于房企融资的“三道红线”新规压顶后，房企对于资金的渴求比以往更甚。比如，恒大人寿与合众人寿的互投，以及万达集团控股的百年人寿与合众人寿、珠江人寿的互投。

近两年来，监管部门进行了多轮针对保险资金运用的风险排查，尤其是“金控系”和“地产系”险企成为重点监管对象；其违规关联交易的手段，如通过关联关系、股权代持、资产代持、抽屉协议、阴阳合同、拆分交易、互投大股东等隐蔽方式，也在监管部门的检查水平和

险资流向勘察技术升级后变得更为有迹可循。

自 2021 年年中，恒大集团危机爆发，恒大人寿作为旗下子公司，成为大股东“提款机”的内情暴露，风险化解由地方政府牵头处理，总部位于香港的央企太平保险在前期就派出工作组参与恒大人寿的风险处置和化解工作。2023 年 9 月 15 日，国家金监总局同意海港人寿整体受让恒大人寿保险业务及相应的资产、负债，承接机构网点及人员，全面履行保险合同义务，切实保护保险消费者及各有关方面合法权益。公开信息显示，海港人寿的 5 名股东分别来自于保险保障基金、太平人寿、深圳市、广东省和重庆市的国资企业（深圳市鹏联投资有限公司、广东粤财投资控股有限公司和重庆市渝新投资有限公司），其中深圳绝对控股占比达到 51%，保险保障基金 25%，广东、重庆和太平人寿各持 8%。

II. 进军东北最大城商行

2016 年，恒大步步为营，拿下了全国第九大、东北地区最大的城商行盛京银行的控股权，控制了这家银行。

盛京银行的前身是 1997 年 9 月设立的沈阳城市合作银行，1998 年更名为沈阳市商业银行，2007 年更为现名，并实现跨区域经营。2014 年 12 月，该行在香港联合交易所主板上市。

东北地区近二十年来经济增速和产业转型较慢，整体不良率提升，一定程度上影响了盛京银行的风险水平；尤其是 2014 年以来，辽宁省信用债违约事件频发，盛京银行的不良贷款率在 2016 年大幅跃升，从 2015 年的 0.42% 提升至 2016 年的 1.74%，实际情况则更差。一位银行业资深人士介绍，监管部门当时即要求盛京银行及时处置风险，地方政府也要承担属地责任。

恒大入股盛京银行的首笔交易发生在盛京银行首任董事长张玉坤任内。据了解，张玉坤决定开门迎接恒大，并帮助疏通了与各级领导的渠道。2016 年 8 月，张玉坤因涉辽宁贿选案后被取消全国人大代表资格，同时辞去该行董事长一职。现有消息称她已不在国内。

根据恒大披露，2016 年 2 月至 4 月，恒大通过在港股二级市场、市场外大宗交易以及收购 5 名内资股东的方式累计耗资约 139 亿元，购得盛京银行 15.79 亿股，持股比例 17.28%，成为该行第一大股东。2019 年 6 月，恒大斥资 132 亿元，认购盛京银行 22 亿股内资股，持股比例增至 36.4%，此后向盛京银行派驻了一众高管，基本控制了盛京银行。

2016 年，沈阳市政府跟恒大达成了一揽子战略协议：除了恒大出资入股盛京银行，恒大还获得了沈阳多个优质项目的开发权，包括房地

产、商业、健康、金融和新能源汽车等，最多的还是房地产。沈阳市内恒大的楼盘林立，“新市府”板块是沈阳十年来的优质地块，位于沈阳中心城区以南，是沈阳“一主三副”结构中浑南主城的核心区。2013年全运会在此成功举办，2015年市政府正式从老城区迁入。板块涵盖沈阳市委市政府、辽宁省自贸区、综合保税区、四大馆等沈阳市重要的功能项目与职能片区。在“新市府”板块内，就有恒大御湖郡、恒大珺睿府等知名楼盘，此外还有恒大城盛京珺庭、恒大城盛京世家、恒大西江天悦、恒大中央广场、恒大国际新城、恒大四季上东、恒大世界城、恒大悦龙台、恒大天鹅湾、恒大生态小镇等项目分布全市。其中有多处楼盘均在沈阳“保交楼”名单上，今年以来这些小区陆续复工，部分楼盘有不同比例的房屋交付，但交付质量不一，也引发一些舆论关注。

此外，恒大商业集团东北公司在沈阳开设了多家购物中心，包括恒大·嘉凯影城沈阳店等。投资的恒大文旅城项目“预计年游客接待量达到2000万人次，间接带动就业8万人以上”，然而2021年9月项目一度停工，后在沈阳政府成立专班介入后，2023年3月复工。恒大健康集团（沈阳）公司在沈阳推出了多项健康产业投资计划，包括恒大·养生谷等健康养老项目。恒大新能源汽车集团东北公司在沈阳投资建设了新能源汽车研发中心和生产基地。

2019年恒大入主盛京银行后，逐渐拿到了控制权的恒大已然脱缰。

两年之后，据监管部门查实，盛京银行通过直接或间接渠道输血恒大集团的资金规模逾千亿元，有关风险敞口有波动，一度约在 1300 亿元左右，其中包括盛京银行集中持有大量的恒大债券等。

2021 年中，恒大债务危机爆发后，联合资信随即将盛京银行评级从 AAA 下调至 AA+。2021 年 8 月和 9 月，恒大分两次减持了盛京银行的股份，变现共计约 110 亿元。其中，3 家沈阳市国企和 4 家民企参与了接盘。交易后，沈阳国资委下属企业沈阳盛京金控投资集团有限公司（下称“沈阳盛京”）成为第一大股东，持股比例达 20.79%；沈阳国资委的持股比例合计达到 26.24%。

国资入主后，盛京银行管理层全面洗牌，多位高层、前高层被要求协助调查。

盛京银行的风险处置在重回沈阳市政府一年后落地。据 2023 年 9 月 27 日盛京银行发布的公告，辽宁资产管理有限公司（下称“辽宁资产”）买下了盛京银行 1837 亿元的潜在风险资产，占到盛京银行总资产的 16.77%，以辽宁资产向盛京银行定向发行专项票据的方式支付，按 2.25% 的年利率向盛京银行付息。

恒大收购盛京银行后的一地鸡毛，仍不得不由沈阳当地国资来收拾。

III. 资金饥渴症

在进军保险业的 2015 年以及入股盛京银行的 2016 年上半年，恒大面临多重压力，与其他相对健康的房地产企业相比，恒大始终处于资金尤为饥渴的状态。

一方面，恒大的房地产销售规模在 2015 年之后急速扩大。彼时，中国房企的发展由高周转、高毛利、高杠杆“三驾马车”驱动，恒大更是此间激进发展的典型代表，规模扩张加上穷奢极欲的作风，倒逼该公司必须撬动更多杠杆资金。

另一方面，恒大为解决资金饥渴，自 2013 年起陆续发行永续债，一度成为该公司重要融资手段之一。财报显示，截至 2016 年上半年，恒大永续债规模高达 1160 亿元。但永续债在降低负债率的同时亦带来高额利息，并消耗大量利润。恒大迫切需要庞大资金来甩掉永续债这个大包袱。在 2016 年底至 2017 年底，恒大先后引入 1300 亿元战投资金用于偿还此前发行的永续债，但实际绝大部分是明股实债。恒大选择想方设法通过控制金融机构获得融资机器，将保险和银行两张金融牌照收入囊中，对恒大而言是关键一步棋。

但恒大并非房地产商染指金融的孤例。房企联姻金融的态势从 2009 年就开始显现；尤其是 2013 年以后，房地产融资曾短暂受到监管严

控，不少房企密集入股需要补充本金的银行。据不完全统计，过去十多年，万科、恒大、碧桂园、保利、绿地控股、新城控股、华夏幸福、阳光城、中国奥园、中天系等近 20 家房企均曾参股或控股持牌金融机构。其中，银行、保险公司、证券公司这三类金融机构最受开发商青睐。截至目前，包括前海人寿、珠江人寿、富德生命人寿、长城人寿在内的 38 家险资，背后参股或控股股东均出现地产企业的身影，不少保险公司的地产股东不止一家，但全面控制了金融机构用以自融的，以恒大、中天等为典型。

过往，开发商通常利用杠杆资金拿地，开工销售获得回款，继而再加杠杆“跑马圈地”。这意味着，开发商无需投入过多自有资金，只需借助各类融资手段让现金流滚动起来即可完成开发，恒大尤擅此法。一名投资界资深人士分析称，此前恒大是在房地产市场持续上升的大背景下，利用高杠杆获得策略性发展机会，维持危险的平衡。

“诸如恒大之类的高杠杆房企，控制金融机构主要是为了方便自融。”一位出险房企融资负责人坦言，虽然监管部门屡屡要求各类金融机构不得利用各种嵌套交易拉长融资链条，模糊业务实质，不得为股东及其关联方违规融资，但过往实操中，部分金融机构的高管在利益的引诱之下，会配合控股股东，绕过监管为其“输血”，早就越过了法律法规的边界。

他举例称，泛海控股实控人卢志强此前拿下的金融牌照包括民生信托，参股的上市公司包括民生银行，早年对于泛海控股旗下在建项目发起的信托计划，民生信托往往会优先安排募集资金。再如贵州房产商“中天系”，控制规模相对较小的中融人寿后，自融规模也达到数百亿，为掩人耳目，还与恒大互投来掩盖自融的实质。

所谓“自融”，即企业为了筹资设立融资平台，资金最终投入到自己公司或关联公司的项目中。