

西南证券研发中心 王德勇

最近一段时间，地产行业政策不断，特别是6月份，央行121号文件、高院对房地产合同的司法解释、土地资源部规范土地出让、国务院物业管理条例等相继出台或实施，这些政策直指地产行业所有软肋——土地、资金、销售、物业管理，我们将此称为地产新政，新政下整个产业运作、盈利模式将发生重大变化，业内开发商及有关人士大呼，地产冬天到了。的确，对那些实力不强、运作不规范、靠吃银行政府购房者生存的开发商来说，冬天确实是到了，但对整个产业来说，冬天是否到来并不以开发商的命运为判断标准，而要看整个产业本身有没有发展空间，有没有健康、持续发展的经济政策环境，基于对以下几点的判断，本人认为地产新政不仅不会把地产行业带入冬天，恰恰会使地产行业进入发展的春天，以规范运作、快速增长、持续发展为特征的春天。

第一，中国地产行业处于产业的成长期，长期发展趋势乐观，这是地产行业春天的前提与基础；

第二，地产新政从根本上改变行业的运作模式，小企业全部退出，形成只有大型企业（包括现有的和新进入）参与、运作规范的格局。这保证整个行业的健康持续发展，是地产行业进入春天的保证；

第三，刺穿房地产泡沫论，对泡沫论的正确认识，才可能使政府政策、企业的融资及消费者的态度保持合理。

一、住房消费快速增长长期到来，具有中长期快速增长潜力

从长期来看，我国房地产行业是一个增长性的行业。这主要是由于以下几点：

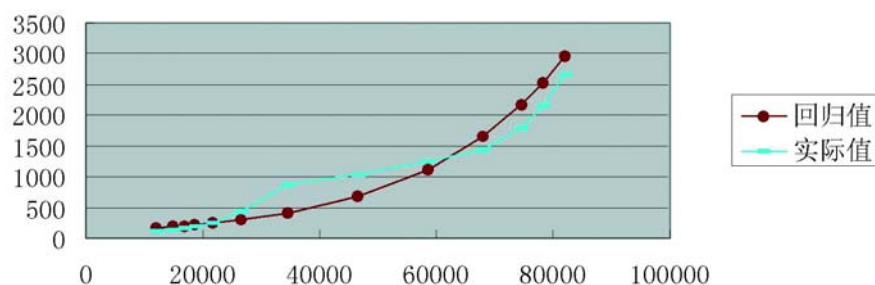
（一）宏观经济年均7.3%的快速增长拉动房地产年均12.05%的增长

房地产与宏观经济密切相关，是宏观经济的晴雨表，二者的关系十分密切。对我国房地产销售额（S）及GDP（G）进行指数回归分析，得到如下回归方程：

指数回归方程： $S=101.46499*1.000041G$

相关系数 $R=0.955122$

回归曲线如下图所示：



这充分表明了房地产销售额与GDP属正相关关系。

对该回归方程分析表明：我国国内生产总值每增加一个百分点，房地产销售额就会增加1.65个百分点，这表明我国房地产业增长速度将大大快于GDP的增长速度。到2010年，我国的GDP要比现在翻一番，这就意味着未来10年，GDP将保持年7.3%的增长速度，依此计算，我国房地产销售额年均增长速度为12.05%。

（二）城市化进程加快对房地产产生巨大需求

按照世界各国城市化发展的一般规律，一国的城市化水平在达到30%后，城市化进程便会加快。1999年我国城市化达到30.89%，进入城市化加速阶段，据权威预测，我国城市化水平每年将增加1.5个百分点。目前我国总人口为13亿，城市化水平每年增加1.5个百分点计算，每年我国将新增城市人口1950万，人均建筑面积按建设部“十五”规划25平方米计算，每年将新增住宅需求4.875亿平方米，而2002年我国竣工的商品住宅仅2.66亿平方米，由此可见，

城市化水平的提高极大带动了对房地产的需求，成为促进房地产行业快速发展的主要动力。

（三）房地产金融的快速发展是房地产行业发展的主要动力

金融支持是房地产快速发展的重要动力。央行121号文件收紧了对地产行业的信贷，但其主要是针对违规信贷，正常的开发贷款及消费贷款仍然是银行的优质贷款，是各家银行争夺的焦点之一。从国

外来看, 房地产是金融半壁江山, 银行贷款余额中一半左右是用于房地产行业的, 而我国截至2003年4月, 房地产贷款余额为18357亿元, 占商业银行各项贷款余额的17.6%, 但呈现快速增长的势头, 可以预见, 房地产金融仍有巨大的发展空间。特别是对住房消费的支持, 1998年个人住房贷款在银行贷款余额中所占的比例为0.49%, 最近几年平均100%以上速度增长, 到2003年4月, 个人住房贷款余额为9246亿元, 占商业银行各项贷款余额的8.9%, 而美国同期这一比例为19.47%。这些数据表明我国银行对个人住房消费的支持力度仍然有较大的发展空间。再次, 房地产金融创新将快速发展。随着房地产金融规模的扩大, 为了防范金融风险及扩大市场份额, 的需要未来一段时间, 房地产金融产品也会日渐多元化, 产业投资基金、抵押贷款证券化、地产券、房地产投资券、房地产信托、房地产典当等会逐渐发展壮大, 这些都会对房地产行业的快速发展起到重要的支持作用。

(四) 家庭住宅消费的持续增长是房地产行业快速发展的重要因素

我国城镇家庭收入的快速增长, 同时住宅消费支出在家庭支出中所占比例的快速提高, 使我国城镇家庭用于住宅消费支出的金额不断加大。

1990年, 我国住宅消费占家庭总消费的比例仅为4.8%, 到2002年已经达到了10.35%, 而国际上这一数字为15%, 未来几年仍将保持较快的增长速度。我国的城镇人均可支配收入也呈快速增长态

势, 有1980年的人均343.4元提高到2002年的7702.8元。这些都成为影响未来房地产行业发展的重要因素。

(五) 住宅需求量预测

未来9年(2002至2010年), 我国住宅需求量取决于以下四个因素:

1. 以旧城改造为主的住宅更新

2001年我国城镇住宅面积95.52亿平方米, 由于这些住宅建造时间较早, 建筑质量普通不高, 成套率不足60%。同时我国城市处于快速发展之中, 北京、上海、天津等大中城市均处于大规模旧城改造之中。综合以上考虑, 我国城镇住宅年淘汰率为3.33%, 保守3%计算, 今后9年需要28.37亿平方米更新量。

2. 住房条件改善带来的住宅需求

我国城镇住宅条件很差, 2001年共有住宅95.52亿平方米, 城镇人口4.89亿, 人均住房建筑面积19.53平方米, 按建设部规划, 到2010年, 城镇人均住房建筑面积将提高到25平方米。由此计算, 今后9年需要住宅26.75亿平方米。

3. 城市化水平提高带来的住宅需求

我国目前城市化水平已经超过30%, 进入快速发展时期, 估计今后每年将增加1.5个百分点, 新增城市人口1950万, 按人均25平方米计算, 今后10年每年需住宅4.87亿平方米, 9年共需43.83亿平方米。

4. 住宅商品化率的提高

2001年我国城镇住宅商品化率为46.46%, 随着住房商品化与货币化改革, 住宅商品化率会快速增高, 按建设部

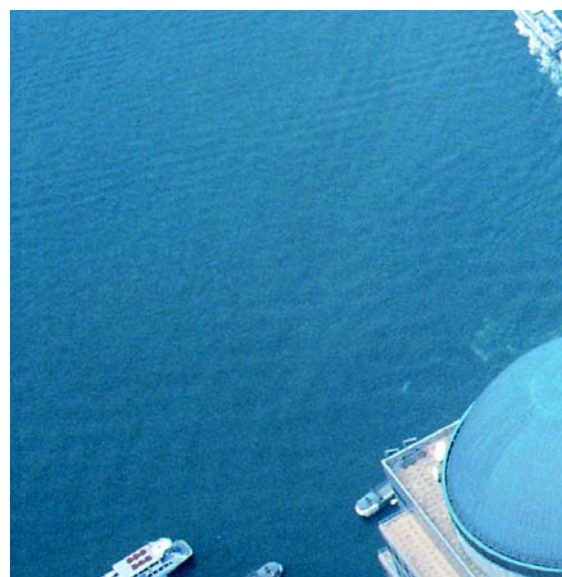
规划, 2010年我国城镇住宅商品化率将提高到80%, 10年间平均商品化率约为65%。由此计算, 今后9年我国对商品住宅的需要量是54.39亿平方米, 今后9年复合增长率可达到13.1%, 这与前面与GDP回归得出的12.05%基本一致。

二、地产新政带来规范运作、持续发展的地产春天

地产新政主要包含了土地政策、信贷政策、商品房买卖政策等, 这些政策的实施将使中国房地产行业进入规范运作的春天。

(一) 土地革命—土地市场透明化医治中国地产行业万疾之根

开发商通过出让获得土地使用权, 出让方式有协议、招标、拍卖三种, 目前以协议为主, 招标、拍卖方式所占比例很低, 1992年不足1%, 2002年仅为15%。协议出让透明度很低, 只要有关系即可



获得低成本土地，然后转手，获得巨额收益。地产行业所有的问题几乎都源于此：大批企业靠炒地为生；空手套白狼，通过欺骗政府、银行、消费者谋取暴利；国家土地资产大量流失，导致基础设施建设资金短缺，不得不向开发商乱收费；并由此导致了不公平竞争，企业无法做大做强，小企业过多导致缺乏诚信，欺骗银行、消费者的行为非常普遍，在这种环境中，企业无法做到完全规范运作。

2002年全国立案查处土地违法案件11万多件，涉及土地面积2万多公顷，给予责任人行政处分452人，党纪处分771人，刑事处罚168人。未经批准非法占地案件数量、涉及土地面积在各类土地违法案件中居第一位。

土地革命的主要内容是将土地出让方式由原来的协议方式改为招标采购方式。

国土资源部6月5日出台《协议出让国有土地使用权规定》，该规定8月1日执行。指出商业、旅游、娱乐和商品住宅等四类经营性用地，不得以协议方式出让；明确了协议出让最低价的确定标准；明确了国有土地出让的程序。

其实土地革命从2002年就开始了，2002年4

月3日，国土资源部出台《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》，指出：商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以招标、拍卖或者挂牌方式出让；出让国有土地使用权应当遵循公开、公平、公正和诚实信用的原则。02年规定出台后效果显著，拍卖招标比例由02年的15%迅速提高到03年上半年的33.81%。但02年规定出台后，很多地方并未严格执行，特别是北京、上海两地，房地产市场规模最大，但拍卖招标方式却很少，从北京来看，至少有十种渠道的开发用地可以通过协议方式获得，上海周正毅事件后，国家对土地市场的重视程度再次提高，因此，国土部才出台了03年的规定，规定对协议出让土地做出了严格限制。

02年规定及03年规定将使土地市场迅速透明化，拍卖招标方式比例快速提高，估计在今后一年内，这一比例有望由03年上半年的33.81%提高到50%以上，那时半数以上土地实现公开、公平、公正出让，靠关系炒地为生的企业将被淘汰，那些市场化程度高、专业化能力强的大型企业将获得竞争优势，并不断发展壮大。



通知涉及方面	对应的相关规定	会计科目	金额	开发投资额的比例
开发贷款	规范	长期借款	1.64	13.28%
个人住房贷款	提高门槛	预收帐款	2.34	18.95%
流动资金贷款	全部禁止	短期借款	5.08	41.13%
施工企业垫资	全部禁止	应付帐款	1.63	13.20%
合计			10.69	86.56%

（二）银行信贷收紧—房地产企业优胜劣汰

房地产是金融的半壁江山，在国外银行贷款余额的一半是用于房地产行业的，因此房地产行业的风吹草动都会影响到金融业。在我国银行房地产贷款业务发展迅速，1998年至2002年，房地产开发贷款余额年均增长25.3%，1997年至2002年，个人住房贷款余额年均增长一倍以上。截至2003年4月，房地产贷款余额达到18357亿元，占商业银行各项贷款余额的17.6%，其中个人住房贷款余额为9246亿元，占商业银行各项贷款余额的8.9%。

房地产金融快速发展及地产行业的不规范使金融行业感觉到风险的存在，于是出现了信贷收贷。2001年7月央行出台了《关于规范房地产信贷业务的通知》，通知提高了房地产贷款的条件，但上有政策，下有对策，在开发商的攻关及银行的纵容下，出现了许多违规贷款，主要表现为：对“四证”不全或自有资金未达到30%的项目发放开发贷款；以流动资金贷款替代房地产开发贷款，导致流动资金贷款规模超过开发贷款；假按揭骗取银行资金；多次销售与重复抵押骗取银行资金；违规发放个人住房贷款；施工企业垫资开发等。

在房地产行业“泡沫论”出现后，银行对这些问题的重视程度空前提高，于今

年6月13日发布了《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（121号文件），主要内容包

括：禁止房地产企业流动资金贷款；禁止施工企业贷款垫资房地产开发；人住房贷款必须结构封顶；严格控制土地储备贷款的发放；取消对对高档商品房、别墅及一套以上的住房贷款利率优惠；禁止开发贷款异地使用。该通知全面收紧了房地产信贷，上表是以房地产上市公司2002年报数据（均为平均值）为对象，分析通知的具体影响。单位（亿元）

表中数据显示，与通知对应的相关科目金额合计达到了10.69亿元，占全部投资额的86.56%，其中全部禁止的科目金额为6.71亿元，占全部投资额的54.33%，提高门槛的科目金额为2.34亿元，占全部投资额的18.95%。由此可见，本次通知对房地产行业的影响非常之大。

因此，信贷政策的收紧必然使中小企业因资金紧张而纷纷退出，将现有项目转让套现，大量项目将停建缓建，由此形成的市场空白会吸引实力派外行及外资进入，同时，银行资金必然会更多的流向那些真正有实力的企业，大企业（现有及新进入者）会不失时机的收购中小企业及优质地产项目，从而实现规模的快速扩张。

（三）高院解释保护消费者—根除开发商对消费者的肆意欺骗行为

房地产领域已经是消费者投诉最多的领域，这主要源于开发商对消费者的

肆意欺骗，而且绝大多数属故意行为，包括虚假广告、面积缩水、建筑质量问题、单方面更改规划方案、一房多售，一房多次抵押等问题，这些问题严重制约了房地产行业的健康持续发展。

为此，最高人民法院于2003年4月28日公布了《最高人民法院关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》，该解释于6月1日起施行。主要对商品房预售合同的效力，商品房销售广告、拆迁补偿安置、房屋面积缩水、商品房的交付使用及风险承担、商品房质量、商品房包销、商品房担保贷款（按揭）等方面如何具体适用法律作出了明确的规定。并力求保护消费者权益，规定了11种经买受人申请法院应予支持的合同无效，其中5种情形可要求双倍赔偿：商品房买卖合同订立后，出卖人未告知买受人又将该房屋抵押给第三人；商品房买卖合同订立后，出卖人又将该房屋出卖给第三人；故意隐瞒没有取得商品房预售许可证明的事实或者提供虚假商品房预售许可证明；故意隐瞒所售房屋已经抵押的事实；故意隐瞒所售房屋已经出卖给第三人或者为拆迁补偿安置房屋的事实；出卖人与第三人恶意串通，另行订立商品房买卖合同并将房屋交付使用，导致购房人其无法取得房屋；房屋主体结构质量不合格不能交付使用，或者房屋交付使用后，房屋主体结构质量经核验确属不合格；因房屋质量问题严重影响正常居住使用；出卖人交付使用的房屋套内建筑面积或者建筑面积与商品房买卖合同约定误差比绝对值超出3%；出卖人迟延交付房屋，经催告后在三个月的合理

期限内仍未履行；商品房买卖合同约定或者《城市房地产开发经营管理条例》第三十三条规定的办理房屋所有权登记的期限届满后超过一年，由于出卖人的原因，导致买受人无法办理房屋所有权登记。

解释充分考虑了对购房人合法权益的保护，而且该解释可追溯至95年，凡95年后签订商品房（经济适用房、集资房除外）购房合同的，均适用于该解释，因此，该解释将极大改变开发商对购房者的态度，其欺骗成本变得非常高（11种情况可退房，5种可要求双倍赔偿）。

（四）地产新政带来房地产行业的春天

土地革命、信贷收紧、高院司法解释

是地产新政的主要内容，三项政策分别直指房地产行业的三大问题：骗政府（土地问题）、骗银行（信贷问题）、骗消费者，而且在房地产泡沫、周正毅事件影响下，政府的行动十分坚决，这三项政策的规定十分严厉，将从根本上改变中国房地产行业的格局，在新格局下，中小企业基本被淘汰出局；众多实力派外行、外资涌入，填补中小企业退出的空白；土地市场公开、公平、公正，政府从土地出让中获得巨额资金，用于基础设施建设，从而促进房地产的发展，形成二者的良性发展；开发商平等竞争，规模大、专业化能力强、市场化程度高的企业处于竞争优势

而不断得以壮大；行业内均为大型企业，其违规成本加大，从而带来整个行业规范化运作。因此，地产新政将带来房地产行业规范运作、持续发展的春天。

另外，从地产新政来看，很多规定是原有规定的强调，特别是土地革命（02年规定）与收紧信贷（01年通知）两方面的政策，政府选择目前时机再次强调原来的规定，而且加入了新的更为严格的规定，除了受地产泡沫及周正毅事件的影响外，我认为这是与目前的时机相配合的：今年宏观经济形势较好，地产行业即使有所调整，也不会影响到经济大局；目前社会资金面较宽松，现在地产公司退出后形成的



空白，会被社会资金弥补，如新希望、联想集团、海尔集团等巨头均提出了进军地产的计划，从而不会影响住房建设进程，即不会影响居民居住条件的改善；人民币面临较大升值压力，外资会通过各种途径进入国内，房地产将是外资进入后重点投资领域之一，从而在一定程度上缓解地产新政对行业的冲击。

三、刺穿“泡沫论”之泡沫，国际标准制造中国地产泡沫

对目前的房地产“泡沫论”加以总结可以得出，支撑这一观点的主要论据有三条：一是我国的房价过高，房价与家庭年收入比超过10，远高于国际3-6倍标准；

二是目前我国的商品房19%空置率太高，超过了10-15%的国际警戒线；三是目前我国的建设规模太大，速度太快，年增长率达到了近30%；其实仔细分析会发现，这三条理由中都存在很大的问题，计算方法与统计口径与国外差异很大，可以说国际标准制造了中国地产泡沫。

（一）房价收入比与国际计算口径严重不统一，按国际标准计算，房价收入比不会高于6倍

2002年全国房价收入比为7.8，35个大中城市大部分超过6，其中北京、沈阳、贵阳、南京、广州、大连和西安的比率都超过了10。国际合理房价收入比为3-6，因此很多人认为中国房价过高。其实仔细

分析，我国的房地产收入比与国外计算标准存在很大差异，并不具有可比性，如果按国际标准计算，我国房价收入比绝不会高于6倍。

1. 房价计算标准不一致

国外房价是包括全部销售住宅在内的平均价格，而我国只包括了新建商品住宅价格，而二级市场住宅价格、房改房价格这两部分低价房均未包括在内。

如果把住宅二级市场房价考虑在内，我国房价将大大下降。一方面二手房本身价格远低于商品住宅价格，约为同地段商品房价的50%-70%，另一方面随着我国住宅二级市场的快速发展，二手房大量上市，将意味着住宅供给量的快速上升，供给的上升必然带来价格的下降，商品房价格也将受到影响。

如果把房改房价格考虑在内，我国房价将大大下降，目前我国城镇住宅自有率已经超过80%，其中绝大多数是通过购买房改房实现，我国房改房价格如果按成



本仅 1400 多元，如果把这部分住宅计入房价里，房价将至少下降 20% 以上。

2. 收入计算标准不一致

国外对家庭收入有比较全面的统计，而且是用税前收入作为计算标准，而我国家庭收入中灰色收入比重很大，很多工资外收入均没有计入，而且是按价税后收入计算的。如果按国际标准计算，我国家庭收入会有较大上升。

因此，在计算我国房价收入时，房价高于国际标准，而收入低于国际标准，这使我国这一指标偏高，如果按国际标准来计算，我国房价收入比绝不会高于 6 倍。

(二) 空置率计算与国际标准不一致，按照国际通行标准，我国的商品房空置率不超过 5%

现在我国流行的空置率计算方法是累计的商品房空置面积除以近三年来商品房竣工面积之和。按照这一算法，截止到 2002 年 10 月，我国的商品房空置面积达到了 1.25 亿平方米，空置率达到了 19%，超过了国际 10%—15% 的警戒线。其实这与国际空置率计算方式存在很大差异。国外空置率是某一时间无人居住的房屋面积除以全部的房屋面积。而且在按我国方法计算空置率时，许多与住宅配套的面积，如会所、车库、物业用房及其它配套面积均计入了空置面积，而这些面积本来就不是用于销售的部分，空置面积被人为放大。目前我国城镇住宅面积 100 亿平方米，商品房部分空置面积为 1.25 亿平方米，由于我国住宅比较

紧张，存量房中的空置面积较少，估计不会超过商品房空置面积的 3 倍，如果按 3 倍计算，我国总空置面积为 5 亿平方米，因此如果用国外的计算方法计算我

国的空置率，我国住宅空置率不会超过 5%，远低于国际公认的 10% 的警戒线。

(三) 与其它国家相比，我国的住宅建设速度并不快

1. 世界各国住宅建设高峰期每千人年竣工住宅套数远大于我国

从各国经济发展与住宅建设进程来看，各国均有一个住宅建设快速发展时期，国际上通用的衡量建设规模和速度的指标是千人年竣工住宅套数。从美国、前苏联、法国、日本、新加坡等各国来看，住宅建设快速发展时期该指标均在 10 以上，而且维持时间在 6 至 8 年，具体情况如下表所示，现在我国房地产行业进入了一个快速发展的时期，这已经是公认的事实，而 2000 年我国该指标仅为 5.4，显然不是高了，而是低了。

右上表为住宅建设快速发展时期各国千人竣工住宅套数表

2. 无论在相对量上还是在绝对量上，均明显低于美国同期水平

我国现有城镇人均居住面积仅为 10.3 平方米，不足美国人均居住面积的 1/4，在这种情况下，我国住宅建设无论在相对量上还是在绝对量上，均明显低于美国同期水平。从相对量来看，2000 年，美国千人竣工住宅套数为 7.4 套，而我国仅为 5.4 套，比我国高出 37.

国家	时期	千人竣工住宅套数	保持时间
美国	50 年代	10	10
前苏联	1958—1963	11	6
法国	1970—1975	10	6
日本	1965—1972	10 以上，最高 17.6	8
新加坡	1973—1983	10 以上，最高 17	10

04%。从绝对量来看，2001 年美国商品房竣工面积为 3.01 亿平方米，我国 2001 年竣工面积仅为 2.25 亿平方米，而且我国城镇人口 3.89 亿，比美国人总量还多 1.2 亿。从住宅市场占 GDP 的比例来看，我国也远落后于美国，2000 年美国住宅市场占 GDP 的比重为 14%，而 2001 年我国这一数字仅为 4.82%。所以，与发达国家目前建设速度相比，我国的建设规模并不大，速度并不快。

(四) 房价上涨速度并不快

房价上涨速度过快，是泡沫论的一个论据。从全国 35 城市房地产价格指数及中房指数走势来看，近几年我国房地产价格的增长速度其实并不快。全国 35 城市房地产价格指数自 98 年至今 5 年内增长 30%，中房指数波动幅度更小，中国处于经济快速发展、城市化进程加快及住宅设计水平、建设水平快速提高的情况下，房价保持一定的涨是正常的。但我们发现在 1998 年到 2002 年这段时间，美国的房地产价格增长了 51%，这也说明我国房价上涨速度并不是非常可怕。

综上所述，目前房地产“泡沫论”中存在很大的泡沫，而我国房地产行业虽然存在一定的问题，但断言整个行业存在很大的泡沫是不科学的。^[4]