

2012年民间资本与房地 产业研究总报告

Gohighfund reports

2012年民间资本与房地产业研究总报告

2012年9月

民间资本研究联合课题组

研究主持：

住房和城乡建设部政策研究中心
高和资本

课题组组长：

秦虹 住房和城乡建设部政策研究中心主任
苏鑫 高和资本董事长

课题组主要成员：

住房和城乡建设部政策研究中心：

周江 浦湛 钟庭军

高和资本：

陈国雄 张祖邦 李慧忠

研究单位介绍：

住房和城乡建设部政策研究中心是住房和城乡建设部直属的软科学研究机构；其主要职能是为住房和城乡建设部领导提供决策咨询和政策建议；接受地方政府和企业委托，提供政策咨询及市场调研服务；承担研究生培养和建设领域人才培训工作。

高和资本于2009年10月正式成立，是一家专业的房地产资产配置和资产管理机构。高和资本建立中国首支人民币商业地产私募股权基金，专注于投资一线城市和核心二线城市的核心区域商业不动产，在北京核心区域收购资产规模逾50亿，其中金澳国际为2010年北京最大的商业地产并购案。

目录

| | |
|--|----|
| 一、民间资本新动态..... | 3 |
| (一) 民间资本总量增速减缓，借贷规模缩小..... | 3 |
| (二) 民间投资增速下降，新的投资方向各有偏好..... | 5 |
| (三) 民间借贷利率冲高回落，放贷更趋谨慎..... | 7 |
| 1、借贷利率冲高回落..... | 7 |
| 2、民间借贷更加谨慎，趋于规范..... | 7 |
| (四) 传统的民间信用关系受损，短时间难以恢复..... | 8 |
| (五) 民间借贷危机尚未结束，殃及银行贷款不良率上升..... | 8 |
| 二、房地产市场的新变化..... | 11 |
| (一) 房地产市场成交量下降，价格增速得到控制..... | 11 |
| (二) 新增投资性需求被挤出，市场回归刚需..... | 13 |
| (三) 受市场影响，房地产开发投资增速放缓..... | 15 |
| (四) 住宅投机和投资受限，商业地产成为投资热点..... | 16 |
| (五) 未来房地产市场空间仍大，但分化趋势加剧..... | 17 |
| 三、民间资本投资房地产的新变化和新趋势..... | 19 |
| (一) 民间资本投资房地产的新变化..... | 19 |
| 1、民间资本对房地产市场的“输血”效应减弱，局部地区从“输血”变为“抽血”..... | 19 |
| 2、民间资本仍高度关注房地产，目前主要以机会性投资为主..... | 21 |
| 3、资金链断裂导致民间资本被“固化”，一部分投资投机者从短期炒房变为长期保值性投资..... | 21 |
| 4、房地产私募股权基金稳步发展，投资规模同比快速增加..... | 22 |
| (二) 民间资本投资房地产的新趋势..... | 23 |
| 1、民间资本投资房地产的外流趋势加剧..... | 23 |
| 2、民间资本更加关注商业地产..... | 25 |
| 3、房地产的证券化投资仍是大势所趋..... | 26 |
| 附件1：再访鄂尔多斯危机后的民间金融生态..... | 28 |
| 附件2：没人能看懂鄂尔多斯..... | 31 |

我国民间资本与房地产业发展研究报告 (2012)

去年,由住房和城乡建设部政策研究中心和高和资本共同组建的课题组对我国民间资本相对集中的四个区域(温州、鄂尔多斯、山西和陕北)的民间资本和房地产业发展情况开展调研,与有关投资者进行了大量访谈,在此基础上,课题组发布了《我国民间资本与房地产业发展研究报告(2011)》,产生了较大反响。

今年,课题组再次对以上四个区域进行了访谈和调研。课题组发现,2011年报告中的许多分析和结论在今年都得到印证;同时,受国内外宏观经济形势和房地产调控政策影响,今年民间资本和房地产市场也出现许多新动态和新变化。作为去年报告的延续,课题组在调研和分析基础上形成新的报告——《我国民间资本与房地产业发展研究报告(2012)》。在2012年报告中,课题组力图重点体现三个“新”,即民间资本的新动态、房地产投资的新变化、民间资本与房地产结合的新趋势。

一、民间资本新动态

我国民间资本的规模和走向,伴随着经济形势而变动,其具体运行特点也随着经济形势变化而变化。2012年,我国民间资本和民间借贷出现如下新动态。

(一) 民间资本总量增速减缓,借贷规模缩小

2012年上半年,我国国内生产总值(GDP)同比增长7.8%,其中第二季度仅为7.6%,连续10个季度下降。1-6月份,全国规模以上工业企业实现利润2.3万亿元,同比下降2.2%。1-6月全国城镇居民可支配收入增速同比只提高了0.11%,而消费性支出增速同比提高了0.59%。国民经济运行这一变化直接影响到民间资本规模增速以及民间借贷规模。虽然不同的地区对各地民间资本影响程度可能有所不同,但整体趋势表现为民间资本规模增速减缓,借贷规模缩小。

以温州为例,实业经济是民间资本的源头,实体经济困难也直接体现在对民间资本的影响上。温州传统的四大支柱产业

皮鞋、服装、眼镜、家电,均属于劳动密集型产业,受各种成本上升影响,低端制造业利润一再被压缩。温州多数行业本身毛利率较低,通常在7%-8%,且以出口加工为主,60%依赖外需且短期内难以升级。当出口和外需疲软时,温州受到的影响首当其冲。2012年上半年温州市地区生产总值(GDP)为1573.98亿元,按可比价格计算,同比增长5.0%,低于全省7.4%的增速。温州市3998家规模以上工业企业中,今年已停产企业有140家,产值同比下降企业有2776家,下降面积达57%,60.43%的规模以上工业企业出现减产停产¹。实业经济作为民间资金的主要源头出现困难,对温州民间资本带来较大影响:一是居民可支配收入增幅趋缓,收入预期增长不乐观。2012年上半年城镇居民人均可支配收入18184元,同比增长10.7%,增幅比去年同期和一季度分别回落2.4和1.3个百分点。二是重储蓄轻投资的趋势日益明显。2012年上半年,温州城镇居民人均借贷性支出7707元,同比增长49.3%,其中人均存入储蓄款7072元,增长50.9%;城镇居民借贷性收入人均4297元,同比下降19.0%,其中提取存款下降18.0%²。由于民间借贷风险加大,居民对投资及民间借贷趋于谨慎,面对不确定的投资风险宁可把钱存入银行。

山西和鄂尔多斯煤炭行业整合以及今年以来的煤炭供求关系变化对民间资本和民间借贷也有较大影响。其一,煤炭行业整合使得民间财富进一步集中,被挤出的民间资本失去未来继续从煤炭资源中获取源源不断收益的机会。2009年4月《山西省煤炭产业调整和振兴规划》全力推进山西煤矿产业整合。山西全省煤炭矿井总数由2598座减少到1000座,到2015年减到800座。根据鄂尔多斯“十二五”规划,到“十二五”末期全区原煤产量控制在10亿吨,2013年底生产规模在120万吨以下的煤炭生产企业全部退出市场。其二,煤炭价格下跌导致直接投入和通过民间借贷方式间接投入煤炭行业的民间资本获利空间大大减小。今年4月份以来,由于煤炭市场的不景气,导致价格下降、成交量急剧下滑,煤炭企业面临严重的滞销。如2012年1-6月,山西省炼焦洗精煤累计产量为3411.24万吨,同比下降5.17%,其中,地方煤矿产量降幅更达59.43%。资源性行业是山西和鄂尔多斯民间资本的源头,随着煤炭行业整合以及煤炭价格走低,反映在民间资本和民间借贷上也出现新的变化。其一、民间资本增速下降。以民间投资为例,鄂尔多斯2011年1-5月民间投资为393.11亿元,同比增长27.7%,而2012年1-5月为481.92亿元,同比增长22.6%,增速同比回

¹ 2012年上半年浙江省经济运行情况调研。

² 2012年上半年温州统计局对全市1260户城镇居民抽样调查数据。

落了5.1%。山西民间资本2011年上半年完成投资905.3亿元，同比增长44.9%，2012年1-7月完成1589.7亿元，同比增长仅30.4%。其二、民间借贷也随之萎缩，甚至停滞。截至2012年3月，山西省企业参与民间融资余额约为180.39亿元，较2011年9月下降了约60亿元³。鄂尔多斯民间借贷甚至停滞，据课题组实地调研，现在已经很难从他人借到钱了。另外从城乡储蓄存款余额的增长同样可以看出居民惜贷的趋势，鄂尔多斯2011年1-5月为546.7亿元，同比为26.7%；而2012年1-5月则为907.9亿元，同比高达34.8%。

(二) 民间投资增速下降，新的投资方向各有偏好

受民间资本增速下降的影响，民间资本投资的增速也呈现下降趋势。根据国家统计局数据，2012年1-8月，全国民间固定资产投资13.5万亿元，同比名义增长25.1%，增速同比回落10个百分点。在民间资本和固定资产投资增速下滑的情况下，民间投资方向出现了一些新变化。

从产业角度看，第一产业已成为民间资本固定资产投资的重点领域，尽管所占比例仍然较小，但增速很快。2012年上半年，全国民间固定资产投资中第一产业2515亿元，比去年同期增长31.2%；第二产业49489亿元，增长28.9%；第三产业41654亿元，增长22%。显然，民间固定资产投资第一产业增长最快、第二产业次之、第三产业殿尾。而温州和山西民间固定资产投资第一产业增幅还超过了全国平均水平。温州市2012年上半年第一产业民间固定资产投资11.44亿元，仅占民间固定资产投资的2.33%，但是去年同期的10.7倍，增长势头强劲。山西省第一产业完成民间固定资产投资94.7亿元，占民间固定资产投资的5.96%，同比增长75.9%。

从单个区域看，温州民间资本固定资产投资呈现“重三轻二”的特点，与山西区别较大。温州市民间资本固定资产投资投向第二产业相对滞后。2012年上半年温州民间投资第二产业同比增长只有3.6%，占民间总投资的比重亦由上年同期的31.9%下降到24.3%，其中工业民间投资111.55亿元，同比下降2.3%。说明温州工业空心化的趋势仍然在延续。与此同时，温州市民间投资第三产业358.21亿元，增长44.9%，占民间总投资比重73.1%，其中房地产民间投资281.47亿元，增长33.9%，占民间总投资比重57.4%。由于2011年房地产投资规模较大，

³ 根据人民银行太原中心支行2012年3月对山西省民间融资状况的专项调查。

受投资惯性的影响，房地产仍然在温州民间固定资产投资中占较大比重。

表1：2012年上半年全国、温州与山西民间资本固定资产投资比较

| 项目 | | 全国 | 温州 | 山西 |
|------|--------|--------|----------|--------|
| 第一产业 | 数额(亿元) | 2515 | 11.44 | 94.7 |
| | 占比 | 2.69% | 2.33% | 5.96% |
| | 同比 | 31.2% | 1070.00% | 75.9% |
| 第二产业 | 数额(亿元) | 49489 | 120.66 | 825 |
| | 占比 | 52.84% | 24.61% | 51.90% |
| | 同比 | 28.9% | 3.6% | 27.6% |
| 第三产业 | 数额(亿元) | 41654 | 358.21 | 669.9 |
| | 占比 | 44.47% | 73.06% | 42.14% |
| | 同比 | 22% | 44.9% | 29.1% |

数据来源：来源于国家统计局、山西统计局和温州统计局2012年上半年民间资本固定资产投资报告。

鄂尔多斯没有公布2012年上半年的民间资本固定资产投资状况。但是根据2012年5月鄂尔多斯统计月报，可以发现其民间资本投资的新端倪。鄂尔多斯固定资产分国有控股和民间资本投资两块，两者投资比例约为3:7。因此在一定程度上可以从全社会固定资产投资数据中分析民间资本固定资产投资的新动态。从全社会2012年1-5月固定资产状况看，除了制造业、交通运输仓储和邮政业、住宿和餐饮业为正，且增长较快，其他七大行业的固定资产投资同比下降得较大。

表2：鄂尔多斯2012年1—5月固定资产投资状况

| 固定资产投资（万元） | 1-5月 | 同比±% |
|-------------------|---------|-------|
| (一)农、林、牧、渔业 | 135919 | -9.3 |
| (二)采矿业 | 828314 | -17.7 |
| (三)制造业 | 3269577 | 91.8 |
| (四)电力、燃气及水的生产和供应业 | 320424 | -21.1 |
| (五)建筑业 | 14896 | -80.7 |
| (六)批发和零售业 | 24228 | -17.3 |
| (七)交通运输、仓储和邮政业 | 761217 | 7.2 |
| (八)住宿和餐饮业 | 61527 | 171.7 |
| (九)信息传输、计算机服务和软件业 | 25128 | -56.6 |
| (十)金融业 | | |

资料来源：鄂尔多斯统计月报（2012年5月）

（三）民间借贷利率冲高回落，放贷更趋谨慎

1、借贷利率冲高回落

根据调研结果，温州借贷利率呈先扬后落趋势。2011年8月份民间借贷综合利率高达25.4%，为近三年来的最高值。2012年4月温州民间借贷综合利率平均水平为21.58%。

山西2012年3月企业民间融资年平均利率为15.13%，高于2011年9月的12.2%，但二季度利率水平下降。借贷利率水平总体上呈现信用融资利率高、抵押担保利率低；短期利率高、长期利率低的特征。

2、民间借贷更加谨慎，趋于规范

温州民间借贷出现危机之后，浙江省民间借贷手续日益规范。借贷双方在借款时往往手续齐全，一些专门从事放贷业务的担保公司或个人，都已将借款协议或借条格式化。从形式上

看，不仅有借款金额、期限、利率等明确约定，而且对违约责任，甚至对引发诉讼所需的诉讼费、律师费都作了详尽约定⁴。

受温州和鄂尔多斯民间融资风险爆发的影响，山西民间融资的避险意识明显提高，借贷方式更趋规范：一是采用正式合同和借据的占比达到86.96%；二是采用财产担保和第三方保证的占比接近50%；三是民间借贷双方对借款期限、金额、利率、还款方式和违约责任等均做出明确的约定。

（四）传统的民间信用关系受损，短时间难以恢复

早期民间借贷是依附在“地缘、血缘、亲缘”之上的一种人格化交换关系，是建立在个人之间相互了解基础上的交换。在温州，各种各样的“会”实际就是民间利用“三缘”关系纽带自发地将各个分散投资者集合起来进行投资的组织形式。温州金融危机后，传统的民间信用关系受到严重损害，直接表现为民间借贷纠纷案件的上升。今年上半年，浙江省法院共受理民间借贷纠纷案件58037件，涉案标的额283.9亿元，同比分别上升26.98%和129.61%。温州、舟山以及湖州地区上升最为明显，增幅分别达96.42%、87.37%和57.61%⁵。在鄂尔多斯，大部分民间融资多为信用贷款，签订借据是其主要的操作形式，有的还是口头协议。由于借贷手续简单，约束力较弱，借贷危机发生后即使是熟人关系，也遭遇有钱不还、恶意逃债的现象。这使得传统民间借贷信任机制遭到严重破坏。

民间信用关系破坏同时导致了民间借贷更加保守，实际民间融资活动接近冰冻状态。出于避险考虑，许多担保公司、小额贷款公司等机构只是在有限的、较为了解的老客户中开展一些保守型的业务。从温州的调研中，接触到的个人和企业都表示目前已经很难借到钱，也几乎没有意愿向外借钱。这与金融危机爆发前，一个电话、一张纸条便能借到钱形成鲜明对比。保守估计，受到破坏的民间信用体系需几年以上时间才能恢复。

另一方面，民间以“会”为主要方式的传统投资形式受到挑战，也给新的更加规范的投资方式（如合伙制私募基金）留出了发展空间。

（五）民间借贷危机尚未结束，殃及银行贷款不良率上升

⁴ 浙江高院《浙江民间借贷审判报告2008.1—2012.6》。

⁵ 浙江高院《浙江民间借贷审判报告2008.1—2012.6》。

部分企业杠杆率过高可能导致借贷危机扩散。在经济上行时期，高杠杆对经济扩张和收入增长可以产生显著的放大效应，加剧债务人的风险偏好，债务规模可能会进一步扩大，债务扩张的正向循环发挥主导作用；相反，在经济下行期间，经济增长的回落和收入的下降，特别是房地产价格的下降、抵押担保价值的下降，将导致债务自我收缩的负向循环。如温州市2011年GDP总规模在3350亿元，各项贷款余额为6195亿元，贷款余额占GDP的比重接近200%，明显高于全国平均水平。

此外，企业互保行为可能会导致民间借贷危机传导给银行。在温州现有的产业结构中，企业之间的联保、互保对于杠杆率的放大起到了重要作用，而信贷的紧缩往往导致单个事件冲击产生显著的连锁反应。根据温州市金融机构放贷的一般做法，每家企业向银行申请贷款时，将自身所拥有的厂房作为抵押物评估后，以评估金额的50%取得贷款金额，对于不足部分银行要求企业提供1至5家企业进行保证担保。随着2011年信贷紧缩导致的企业融资困难，特别是房地产价格从高位回落，在联保机制的作用下，一家企业出现困难或一个老板跑路往往导致担保企业出现问题，因为担保链条较长，其连带性的负面冲击就更大、更广。温州银行不良贷款率上升在某种程度上说明了这一问题：2011年6月，温州银行业不良贷款率为0.37%，系全国银行业不良贷款率最低的地级市；到今年2月末，温州银行业不良贷款率又快速升到1.74%，3月末为1.99%，4月末为2.27%，5月末为2.43%，6月末为2.69%，而7月份达到2.85%，再次攀上不良贷款率的历史高位。

鄂尔多斯也存在民间借贷危机扩散机制。准金融机构公开吸收公众存款属违法行为，但一些准金融机构如小额贷款公司通过以下手段违规“倒账”，可能扩散借贷危机。一是准金融机构经营者（或股东）以个人名义吸收民间资金，以“股东参股”的方式参股准金融机构，再由准金融机构运营。资金使用路径为：个人→经营者（股东）→典当行等准金融机构→资金使用者。二是第三方公司吸收公众或员工资金，以“公司参股”准金融机构的方式提供资金。资金使用路径为：个人→第三方公司→典当行等准金融机构→资金使用者。三是专门以从事民间融资中介“牟利”的个人。在鄂尔多斯、包头等地区，这类群体不断扩大，已逐步形成一定规模，成为民间借贷的主要“中介”力量。这部分中介主要依靠“熟人”关系进行交易，融资链条长。例如，A以2分月息把钱借给B，B再以3分月

息借给C，C再以4分月息借给D，初始投资人很难掌握资金的最终投向。这些融资方式的应用都为鄂尔多斯民间借贷危机的扩散乃至传导给银行埋下了伏笔。

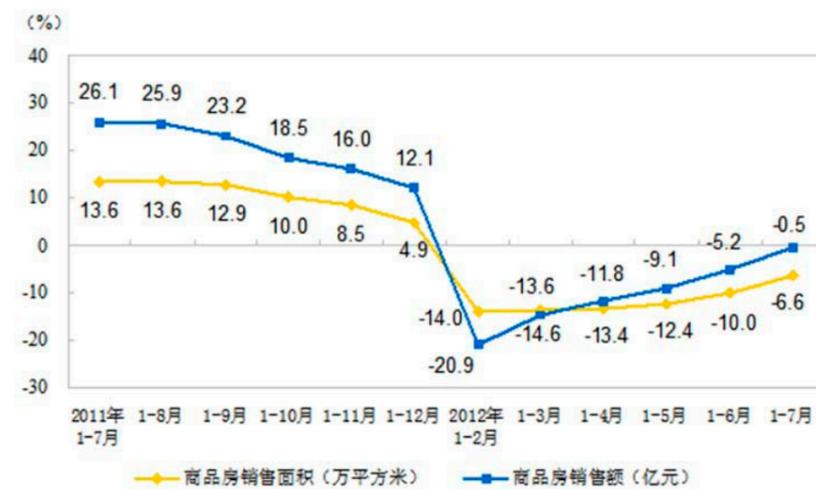
二、房地产市场的新变化

受调控政策影响，近一年来，全国房地产市场普遍出现量价调整，总体上表现为成交量下降、价格增速得到控制，投资投机性需求受到抑制，市场向刚性需求回归。房地产市场的量价变化传导到上游投资，出现投资增速放缓的态势。在住宅限购和限贷政策下，商业地产成为市场投资的热点。伴随着调控和市场的进一步调整，城市分化和企业分化加剧态势更为明显。

(一) 房地产市场成交量下降，价格增速得到控制

从总体看，全国房地产市场交易进入量价调整阶段。一是市场成交量下降。国家统计局数据显示，商品房销售增速自2011年8月以来逐步下降，到2012年2月达到最低点，其后开始逐月上升，2012年1-7月全国商品房销售面积仍未恢复到去年同期水平。二是价格增速得到控制。从国家统计局公布的七十个大中城市新建商品住宅分类价格指数来看，自2011年8月到2012年6月，同比价格指数持续下滑，特别是2012年3-6月，价格指数同比低于100，说明价格有所下降。

图1：全国商品房销售面积和销售额增速



数据来源：国家统计局。

图2：七十个大中城市新建商品住宅分类价格指数



数据来源：国家统计局。

从温州、太原、鄂尔多斯等区域房地产市场交易量价走势来看，大体上分为两类情况：

一是温州和鄂尔多斯市场深度调整，温州房价大幅下降，但成交量仍不理想；鄂尔多斯除房屋“抵债”式出售外，基本无市场成交量。2012年5月温州市新建商品住房价格指数同比为84.9，二手房价格指数同比为82.9，为全国70个大中城市中房价下降幅度最大的城市。以鹿城广场为例，在2011年价格最高峰时，二手房价曾达到8万元/平方米，而2012年6月二手房价每平方米只有4万元左右，下降了50%，基本又回归到2010年开盘时的价格。但总体上看，即使开盘价下降40%-50%后，成交量也不理想。据统计，2011年温州市区一手住房成交量为11.715万²、956套、成交金额为38.998亿元，成交套数同比下降了54.39%，而当年市区共批准预售商品房76.181万²，同比增加了71.85%。截至2011年底，市区可销售商品住房共有45.083万²，3500套，比2010年同期的819套增加了2681套，是2010年的4倍。此外，2011年温州市区二手住房成交量为81.662万²、7693套、成交金额为88.03亿元，同比也分别下降了44.56%、47.15%和29.15%⁶。鄂尔多斯目前房地产“抵债”现象较为普遍，一部分房地产用于抵债，以最高点的房价抵债交易，这类抵债住房成交量占比较大，因此，从统计

⁶ 温州市房屋交易产权登记管理中心《2011年温州市区房产交易分析白皮书》。

的平均房价来看并未有大幅下降。

二是相对温州和鄂尔多斯，太原房地产市场调整较为平稳。2011年，太原市商品住房均价6000元/平方米左右，比2010年下降16.8%，剔除价格跌幅较大的高端项目星河湾后，价格下降3.4%。2011年，商品房成交290万平方米，同比下降14%，回到2009年水平。今年以来，太原市房地产项目多采取以价换量的策略，打折销售的情况较为普遍，折扣最低的项目达到75折，其他项目多为一次性付款打9折。2012年上半年，在1-2月季节性的销售低谷后成交量开始迅速回升。2012年1-6月，商品房成交面积143.82万平方米，同比增加5.91%，商品住房成交面积131.96万平方米，同比增长18.81%。商品住房交易价格6039.46元/平方米，同比上升6.34%⁷。太原市场相对高端的住房供应更多是满足省内煤炭企业主等高收入群体的自住需求，规模有限；支付能力和住房消费能力较低的普通收入阶层大量购买“133工程”⁸的住房，商品住房供应规模实际上相对较小，调控政策带来的需求波动对普通商品住房成交量影响也小，因此太原普通商品住房市场相对其他地区一直以来较为平稳。

进一步分析上述两类地区市场调整幅度存在差异的原因：一是民间资金本地积累型地区，民间借贷资金链断裂后难以支撑虚高的房价。以温州和鄂尔多斯为代表，这类城市经历了此前的投资投机需求旺盛，房价已出现虚高的情况，在民间借贷资金链断裂后，需求支撑不住高企的价格，价格跌幅较大；二是民间资金外流型地区，本地房地产投资性需求相对较少，因此市场调整有限。以太原为代表，由于本地房地产市场不成熟或市场容量较小，民间资本大量外流投资，本地市场以刚需为主，因此本轮调控价格总体趋势虽然下行，但幅度不大。在陕北神木县，本地的城市建设、经济发展、市场容量等不足以吸纳当地的民间资本，因此也存在民间资本外流现象，如多以民间借贷形式流入鄂尔多斯。

（二）新增投资性需求被挤出，市场回归刚需

坚持房地产调控不动摇的政策，对市场行为和市场预期产生明显影响，“住宅去投资化”已形成共识。从全国范围来看，投资投机性需求被大量挤出，市场向自住性需求回归的特征明显。从对温州、太原、鄂尔多斯、陕北四区域看，各城市

⁷ 太原房地产网签数据。

⁸ 太原市为推进城中村改造从2004年开始实施“城中村改造建设项目”，即所谓“133工程”。

（县）的投资性需求明显被挤出，市场销售以中小户型、中低价位住房为主。

例如，温州部分开发企业此前为规避“90/70”政策，设计了“打通式”户型，即将2-4套90平方米以下户型打通成大户型销售，这些户型目前都处于滞销状态，而低总价的小户型相对需求稳定。太原市场从成交户型来看，刚性需求户型以80-90平方米的两居为主，改善性需求户型面积一般在130平方米以内。2012年上半年太原市新建商品住房中4000-7000元/平方米价位区间的占总购房的53.38%，10000元/平方米以上价位的仅占成交量的6.95%。鄂尔多斯目前大户型住宅退房比例比较高，销售受阻。

限购和限贷政策有效挤出了投资性需求：一是限购导致投资投机者没有资格购房。在温州、太原、鄂尔多斯、陕北四区域中，温州和太原实行了限购政策，挤出了大部分投资投机性需求。二是限贷政策降低了投资投机者炒房的杠杆作用。由于购房贷款的限制，过去利用银行贷款炒房的获利模式不可能再延续。温州和鄂尔多斯这两个民间资本富集地一直善用金融杠杆投资房地产，限贷政策对温州和鄂尔多斯影响较大。此外，温州和鄂尔多斯民间借贷资金链断裂也是导致投资性需求减少的重要因素。

表3：温州、鄂尔多斯、太原限购和限贷政策

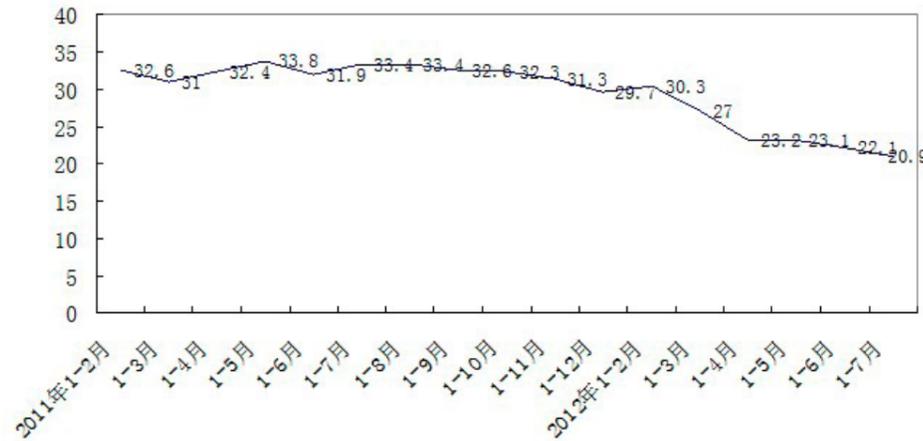
| 城市 | 范围 | 本市户籍 | 外地户籍 | 限贷政策 |
|------|-----|-----------|---------------|--|
| 温州 | 全市 | 两套以下可新增一套 | 一年纳税证明，最多一套 | 二套首付比例不低于60%，贷款利率不低于基准利率的1.1倍 |
| 鄂尔多斯 | 无 | | | 二套住房首付至60% 三套房不予贷款 商业首付提到60% |
| 太原 | 市辖区 | 只能新增一套 | 只能新增一套，不需纳税证明 | 需本地户籍或一年纳税证明 首套首付不低于30%；二套首付不低于50%，利率不低于1.1倍；三套不予贷款 |

资料来源：根据相关政策整理。

(三) 受市场影响，房地产开发投资增速放缓

受前期房地产市场成交量下滑和价格上涨停滞影响，2012年3月以来，房地产开发投资增速明显放缓，2011年全年房地产开发投资同比增长率全部在30%以上，2012年4-7月的月度指标下探至20%左右，增幅回落了十个百分点左右。

图3：房地产开发投资同比增长率



数据来源：国家统计局。

课题组调研的民间资本集中区域也呈现同样特征。2012年1-6月，太原市房地产开发投资114.10亿元，同比增长23.8%，而2011年1-7月，太原房地产开发完成投资126.66亿元，增长37.8%。2012年1-7月，温州市房地产开发投资366.51亿元，同比增长27%，而2011年同期的增长率为169.6%。在鄂尔多斯，2012年上半年新开工面积仅为50-60万平方米，而2010和2011年全年新开工面积都在1000万平方米以上。

图4：2011年温州、太原、榆林、鄂尔多斯房地产开发投资情况



数据来源：各城市统计公报。

(四) 住宅投机和投资受限，商业地产成为投资热点

住房限购和限贷政策执行后，部分房地产投资需求转向商业地产。由于需求增加和新增供给相对不足，多个大城市的写字楼和商铺等商业地产出现租金上涨和空置率下降的局面。

2012年第一季度，北京写字楼市场增长强劲，租金增长达到10.6%，空置率降至5%；深圳市由于企业办公用房需求升级，写字楼租金有明显的上涨；优质写字楼面积在西安供不应求，平均租金上涨5.0%。长三角地区优质商铺市场表现活跃，国际零售商进驻长三角地区大城市设立新店，由于市场可租面积有限导致租金的攀升；广州和深圳优质商铺市场由于缺乏新增供应，市场空置率下降，租金上涨⁹。

本次调研的太原商业地产市场近期也呈现活跃态势，从2011年开始出现较快增长，商业用房价格区间在7000-13000元/平方米之间，写字楼价格在7500-8500元/平方米之间，成交量有较大增长。

⁹ 据世邦魏理仕分析报告。

而鄂尔多斯商业地产由于供给量过大导致市场难以消化。2006-2010年鄂尔多斯房地产投资中住宅投资比例逐年减少，非住宅投资比例不断加大。到2010年，住宅投资比例为56.53%，比2008年的70.26%低了13.73个百分点，商业地产投资在2010年接近占据半壁江山。由于供给量过大，远远超出了当地市场需求，去年下半年以来鄂尔多斯商业地产也出现销售困难。

（五）未来房地产市场空间仍大，但分化趋势加剧

受我国当前发展阶段的影响，包括初次置业和改善性需求在内的住房总需求量仍大，但今后，房地产市场的发展将呈现增速下降、分化加剧的态势。具体表现为如下两个分化：

第一，城市分化。根据六普人口数据分析，我国人口迁移流动趋势对房地产市场的影响日益显现。特别是中小城市人口向大城市的集聚，导致了不同规模城市发展的不均衡，这种人口集聚带来的不均衡势必影响到房地产市场需求，加剧不同城市房地产市场的分化。特大城市和区域中心城市，是承接人口转移（包括乡-城迁移和城-城迁移人口）的重要输入地，其房地产市场有着强劲的需求支撑。另一方面，一些中小城市，由于人口数量下降或增长缓慢，可能导致出现房地产市场需求支撑不足的情况。如中部地区湖北省，从“五普”和“六普”数据对比来看，十年间，省会武汉市人口净增长17.72%，而周边的部分地级市则为人口净流出，如常住人口在150万以上规模的地级市中，黄石市人口下降1.94%，宜昌市下降2.16%，襄阳市下降2.80%，荆门市下降3.27%。又如东部地区山东省，省会城市济南市和副省级城市青岛市的人口增速远快于其他城市，从2000年到2010年十年间，人口分别增长15.07%和16.29%，而其他城市增长大多集中在2-5%左右。由于一二线城市实施限购，部分投资可能投向这类人口增长缓慢或负增长城市的房地产市场，如果市场新增供给量过大，而人口集聚乏力，可能会产生一定的市场风险。

第二，企业分化。房地产开发企业“大者越大、强者恒强”的趋势将更加明显。在市场资金偏紧的环境下，大型房地产开发企业的市场优势明显：一是能够获得更多融资支持，可利用的融资渠道较多，如证券市场融资、信托融资、银行信贷等，特别是在信贷紧缩时，由于商业银行对其资信评级要优于

中小房地产开发企业，其受到的影响相对较小；二是品牌知名度会帮助其更好地开拓和占领市场；三是大型房地产开发企业可以通过实施多元化，如物业类型的多元化和地区的多元化，来规避和分散风险。相对而言，一些中小企业可能会由于从紧的政策环境和残酷的竞争面临生存危机。

三、民间资本投资房地产的新变化和新趋势

在2011年报告中，课题组曾提出未来民间资本投资房地产若干趋势，包括资本外流、转向商业地产、发展房地产新型金融业态等。从过去一年看，这些趋势都得到印证，同时民间资本投资房地产也出现若干新变化。从未来发展看，这些趋势更加明确，也有新的特点。

(一) 民间资本投资房地产的新变化

1、民间资本对房地产市场的“输血”效应减弱，局部地区从“输血”变为“抽血”

民间资本对房地产业市场的“输血”效应减弱，主要是指民间资本对房地产市场投资的新增部分规模萎缩或增速趋缓。具体表现为以下几个方面：

一是从民间资本的源头看，由于今年以来煤炭行业不景气和实体企业状况不佳，民间资本规模相对萎缩，难以提供新的资金注入房地产业，导致民间资本对房地产业的“输血”效用减弱。

二是从投资需求端看，受限购政策坚决执行和房价上涨趋缓影响，目前住房投资投机行为已得到有效遏制，住宅的去投资化基本实现，新增民间资本没有条件也没有动力再投入限购城市的住房市场，而这是过去民间资本投资房地产市场最主要的对象。

三是从投资供给端看，投资房地产开发的民间资本也出现萎缩趋势。从2011年和2012年上半年房地产企业资金来源看，自筹资金增速出现明显下降，从去年的28%下降到今年上半年的10.3%。而自筹资金中除开发企业自有资金外，主要是开发企业直接融资部分，自筹资金增速下降说明直接投向房地产开发的钱少了，开发商直接融资更难了。

表4： 房地产开发企业资金来源对比

| 项目 | 2011 | | 2012上半年 | |
|-------------------|-------|---------|---------|---------|
| | 绝对量 | 同比增长(%) | 绝对量 | 同比增长(%) |
| 房地产开发企业本年资金来源(亿元) | 83246 | 14.1 | 50832 | 6.2 |
| 其中：国内贷款 | 12564 | 0.0 | 8723 | 8.8 |
| 利用外资 | 814 | 2.9 | 228 | -54.3 |
| 自筹资金 | 34093 | 28.0 | 21284 | 10.3 |
| 其他资金 | 35775 | 8.6 | 20596 | 2.8 |
| 其中：定金及预收款 | 21610 | 12.1 | 12750 | 5.5 |
| 个人按揭贷款 | 8360 | -12.2 | 5094 | 4.6 |

资料来源：根据国家统计局数据整理。

房地产信托规模萎缩也说明“输血效应”减弱。根据信托业协会公布的数据，2012年上半年房地产信托新增规模下降非常明显。2012年上半年房地产信托新增1213亿元，相比去年下半年的1627亿元，环比减少25%；相比去年上半年的2078亿元，同比减少42%，刷新了2010年以来的最低水平。同时，房地产信托新增规模占比也在大幅下降，2012年上半年房地产信托新增规模占比为6%，同样刷新了2010年以来的最低水平。

图5： 房地产信托新增规模和占比变化（单位：亿元）



数据来源：信托业协会。

另一方面，在民间资本对房地产业整体“输血”效应减弱的同时，局部地区甚至从“输血”变为“抽血”。在温州，部分实业经营困难的企业家为了回笼资金，被迫折价转让所投资的房地产项目，折价幅度最多达到五折至六折，且很难找到买主。在鄂尔多斯，由于整体资金紧缺和房地产市场“有价无市”，债务人无法将投资的房地产项目变现，只能通过“抵债”这种特殊方式交易。

2、民间资本仍高度关注房地产，目前主要以机会性投资为主

与去年相比，房地产仍是民间资本投资的重点关注领域。其原因是：目前我国投资渠道狭窄的外围环境并没有大的改变；已对民间投资放开的领域由于收益率有限、经营风险同样较大，暂时还不具有吸引力；中长期看，我国仍处于城镇化快速发展阶段，特大和大城市人口聚集导致的住房供需关系紧张状况不会很快改变。因此，相对通货膨胀和其他投资来说，房地产投资仍是实现资产保值增值的较安全的投资方式。

今年以来，民间资本投资房地产更趋谨慎。这主要是受宏观经济增速放缓和房地产调控等因素影响。在坚持房地产调控不动摇的政策背景下，由于住宅限购和限贷等调控政策继续执行，房价总体趋于稳定，不可能出现大跌或大涨，再加上资金紧张导致融资成本提高，因此，房地产市场在短期内对投资投机资金的吸引力呈减弱趋势，民间资本表现为观望氛围更浓厚、投资更趋谨慎。

民间资本投资房地产短期内主要进行机会性投资。未来预计大规模资金投放时期已经过去，即使今年下半年或者明年货币政策继续放松，但房地产业整体信贷收紧可能性依然很大。在这种背景下，民间资本投资房地产必然更加谨慎，主要进行机会性投资，如商业地产、城市综合体和二三线城市满足刚性需求和改善性需求的住宅等。

3、资金链断裂导致民间资本被“固化”，一部分投资投机者从短期炒房变为长期保值性投资

不管是鄂尔多斯还是温州，煤炭（或实业）、银行信贷、民间高利贷、房地产投资都是关联紧密的四个行业，它们之间

形成交错复杂的资金链条，并在此基础上形成资金循环。其中，煤炭（或实业）是房地产与民间高利贷重要的初始资金来源，银行信贷和民间借贷的杠杆作用又进一步放大资金规模，投入房地产之后通过房价的上涨获利，由此形成资金使用循环，继续推动房价上涨。而在银行信贷规模快速放大又急剧收紧后，民间资本源头（煤炭和实业）也相继出现困难，再加上房地产调控对投资投机购房行为的严格遏制，房价失去继续上涨的推力和拉力，需求萎缩进一步使房价下行。没有高房价支持，无法维系民间借贷的高利率，原有资金链条必然断裂。许多高利贷的最后一环都是房地产，房价下行使得大量民间资本短期内难以变现，被“固化”在所投资房地产项目上。

从目前情况看，在温州和鄂尔多斯被套牢的投资者主要有如下几类：一是2010年底、2011年房价最高峰期进入房地产市场的投资者，买进价格处于高点，在目前低迷市场中进退不得，而早期进入或提前退出的投资者受影响并不大。二是不懂房地产开发规律，不懂分析房地产形势和判断政策走向，在前期房地产高利润刺激下贸然拿地介入房地产开发的投资者。三是高比例利用民间借贷炒房的投资者，炒房资金多来自民间借贷，背负高额利息和融资成本炒房，在巨大融资压力下，风险难以控制。调研发现，在本轮周期中被深度套牢的投资者基本都与“高利贷”有关。

未来房地产仍是民间资本投资的一个重要领域，这是由房地产的天然属性决定的。不同的是，我国房地产市场正在走向常态化，这意味着原有房地产市场依靠恐慌性、过度占有资源的需求，即“为卖而买”的时代将结束，也意味着房地产行业无风险投资、无风险运营和拿地就赚钱的暴利时代将结束。

在这种情况下，一部分民间资本投资房地产将从短期炒房变为长期保值性投资。例如，部分温州人的投资理念，已从快钱转变为追求较长期稳定的回报。即从短期炒卖获取房价差价，逐步变为从长期持有的角度，寻找能够稳定获得租金收益的项目，如酒店式公寓、商铺和写字楼等。

4、房地产私募股权基金稳步发展，投资规模同比快速增加

自去年发布报告以来，房地产私募股权基金也出现一些新

的变化和特点。

一是尽管房地产私募基金募集总额下降，但在全部完成募集的私募股权基金中所占比例上升。根据清科研究中心统计，2012年上半年新募私募股权基金中，完成募集的房地产基金共计到位5.71亿美元，占全部到位私募股权基金总金额的11%。而2011年上半年新募私募股权基金中，完成募集的房地产基金共计到位11.33亿美元，占全部到位私募股权基金总金额的7.8%。房地产私募基金难度加大与整体经济形势不乐观和投资人对市场持谨慎观望态度有关；另一方面，也与目前我国房地产私募基金处于刚刚起步阶段有关。由于大量资金刚刚在去年完成募集，还未完成一个完整的投资周期，因此还未形成良性的资金循环。相对之下，尽管房地产私募基金募资难度也加大，但比起其他行业股权私募基金来说仍然较易融资，因此在募集金额所占比例上升。

二是房地产私募基金投资规模同比快速增加，在行业排位中的位次快速上升。2012年上半年，中国私募股权投资市场按一级行业投资分布中，投资金额方面来看，金融行业凭借13.63亿美元的投资规模拔得头筹，房地产行业以总额10.77亿美元位列投资榜第二位，排在第三位的是能源及矿产行业，投资金额7.83亿美元。而在2011年上半年，私募股权投资市场中房地产行业投资规模仅0.20亿美元，排在第20位。其原因是相比房地产业来说，其他行业在当前经济环境下更难找到投资机会。

三是房地产私募基金的投资方式由“明股暗债”、“假股真债”等债权投资逐步转向债权、股权等多种方式投资。同时，由于房地产企业资金状况依然紧张，尽管今年以来房地产私募基金预期收益率相比去年降低，但相对其他投资来说仍是较高回报。

（二）民间资本投资房地产的新趋势

1、民间资本投资房地产的外流趋势加剧

课题组在2011年的民间资本报告中已经指出，温州和山西民间投资者在外地投资房地产的现象一直存在；与山西等地不同，鄂尔多斯的民间资本更多表现为一个封闭的循环系统。从

未来发展趋势看，在温州和山西等地民间资本继续外流同时，以鄂尔多斯为代表的民间资本也将打破封闭循环，更多投向外地房地产。其原因如下：

一是，传统的民间信用体系崩溃，今后民间借贷将更加谨慎，更注重程序的规范性以及担保物。没有本地民间借贷市场吸纳资金，温州和鄂尔多斯等地民间资本只能外流寻求投资回报。

二是，外地房地产投资获利的示范效应。部分投资者在北京等一线城市投资住宅及商铺，这些城市投资价值获得肯定后，会产生一定的示范效应。

三是，本地房地产市场低迷迫使资本外流。过去除少数大资产客户在外地投资房地产外，鄂尔多斯大部分人在获得财富后，更愿意将财富投入到当地房地产、煤矿和民间借贷等高回报行业。而现在鄂尔多斯房地产市场供给远远大于需求，因此未来房价预计将在较长阶段内继续保持低迷。在这种情况下，资本为了寻求更高投资回报率，必然要打破目前这种相对封闭的资金循环系统，呈现逐步外流趋势。

资本外流的另一趋势是继续流向境外房地产。

一是，从整体上看，我国逐步从境外资本单向流入阶段转向境外资本流入和境内资本留出并行阶段。2012年上半年，资本和金融项目由上年同期顺差1959亿美元转为逆差203亿美元。资本跨境流动已经从单边顺差转成“双向流动”；与此同时，上半年我国跨境收入同比增长12%，支出增长24%，由于流入增速慢于流出，导致跨境收付顺差减少53%；从银行代客结售汇的数据看，上半年境内企业和个人结售汇顺差295亿美元，远小于同期跨境收付顺差，境内企业和个人“资产外币化，负债本币化”的倾向日益明显。

二是，现有政策逐步从限制民间资本流出转向引导民间资本规范发展。2012年3月，国务院决定设立温州市金融综合改革试验区，提出研究开展个人境外直接投资试点，探索建立规范便捷的直接投资渠道。

三是，境外房地产对国内资本吸引力增大。在目前股市和

楼市双双不景气的情况下，国内实体经济尚未完全复苏，物价上涨加大了通胀预期，迫使民间资本寻找新的投资渠道，而境外房地产价格在世界金融危机后陷于低谷，极大的吸引了民间投资流向境外房地产。

在这种情况下，需高度注意投资境外房地产风险，包括当地的税收政策、房价下跌、汇率变动和政治风险等。此外，对于境外置业宣传中移民、就业、上学等方面的承诺也要仔细甄别。

2、民间资本更加关注商业地产

课题组在2011年的民间报告中指出，过去几年住宅价格上涨较大而商业地产的价格相对偏低，再加上商业地产不受限贷限购政策影响，因此成为民间资本青睐的投资对象。我们认为，未来民间资本将比以往更加关注商业地产投资。其原因如下：

一是坚持住宅去投资化的调控政策。根据第六次人口普查的结果，我国城镇居民家庭户中，有38%的家庭住在2001-2010年竣工的住房中，城镇住房的成新率很高。当前中国住房市场上的主要矛盾将由过去总量不足转为住房资源占有的不平衡。因此，我们认为在住房市场上差别化的信贷和税收政策将会长期坚持。那么在信贷杠杆的支持下，投机炒房赚钱的条件基本不具备，住房投机将会持续受到控制，投机投资机会将大大减少。而商业地产本身投资属性更强，政策多年来长期稳定。目前民间投资依然没有有效的出口和路径，在住宅市场投资受到抑制的情形下，商业地产成为投资的重要出口。

二是优质的商业地产仍具较好的成长空间。与住宅不同，我国商业地产起步期较晚、发展水平整体不高。目前一线城市和部分二三线城市的商铺和写字楼租金呈快速上涨趋势，而租金上涨会进一步推进成交价格的上漲。特别是北京、上海等一线城市表现尤为明显。国际经验表明，人均GDP3000美元至8000美元是商业地产的起步期，8000美元之后进入加速发展期，直至2万美元后才进入成熟发展期。而我国显然整体仍处于起步阶段，少数特大城市已步入加速发展期。未来商业地产的发展将不仅体现在“量”上，更多地将是“质”的竞争。

在商业地产不断升温同时，也要警惕和提示其可能蕴含的风险。商业地产对专业性和运营能力要求比住宅更高，投资风险也更大，更加需要专业化机构的指导和运作。

3、房地产的证券化投资仍是大势所趋

课题组在2011年的报告中曾提出，房地产调控为新的房地产金融业态提供良好的发展机遇。现在，我们仍坚持，未来房地产的证券化投资仍是大势所趋，除上市房地产企业的股票投资外，信托和房地产私募股权投资将是关注的投资焦点领域。

一是，目前暴露的民间借贷危机要求用现代金融投资工具取代原始的民间借贷。旧有以血缘关系、亲友关系为纽带的民间借贷，一旦发展为陌生人之间的融投资关系，朴素的信用体系就显得薄弱而经不起冲击。以信托和基金等规范化方式投资、参与房地产业是规避传统高利贷模式投资风险的客观要求。

二是，房地产调控政策要求改变投资房地产的形式。在住宅去投资化的情况下，未来民间资本分享中国城镇化带来房地产增值收益，比直接购房更好的投资出路在于以基金和信托为代表的证券化金融产品。同时，新型金融业态的投资方式更符合民间资本追求安全性和高收益的特点。

三是，商业地产的发展导致持有型物业比例提高，为房地产新型金融业态发展奠定了基础。商业地产发展最终要靠持有型物业经营，持有型物业比例提高一定会对长期资金产生需求，在这种情况下，新型金融业态才会生存、发展。从客观来讲，这是新型金融业态发展的基础。

具体来说，不同资金量级可对应不同的新型房地产金融业态和投资品：一是资金量级比较大的，如1000万以上，有两种选择：直接购买实体商业地产，或是投资房地产基金。二者的收益高，但风险点略有不同。直接投资商铺或写字楼的风险在于后期的运营，只要后期运营管理得当，租金收益和资产溢价都很丰厚。投资不动产基金风险点在于对基金管理人的选择，具有较好专业性并且注重信用建立的基金管理人值得投资。二是资金量级中等的，如在100-1000万之间，可投资房地产信托。信托公司有较为完备的风险控制体系，收益相对比银行存

款明显高。三是资金量级较小的，如在100万以下，从投资门槛看更适合REITs。随着资本市场发展和有关法律法规逐步完善，在条件和环境成熟的前提下，REITs将成为普通投资者的重要投资渠道。

附件1：
再访鄂尔多斯危机后的民间金融生态
高和资本董事长 苏鑫

(文章发表于《地产》杂志 观察家栏目 2012年8月号)
更多民间资本的文章参见<http://blog.soufun.com/suxinblog>

时隔一年，再去鄂尔多斯。据当地人介绍，由于今年雨水充沛，鄂尔多斯的植被是近十年来最繁茂的。草原因为雨露之水而滋养，而楼宇却因为投资泛滥之水而被浸泡！同一座城市，去年热火朝天、随处可见的造城热潮，今年再次漫步在鄂尔多斯的大街，却发现70%的房地产项目都处于停工状态；同一条大街，去年随处可见的路虎等高档越野车。今年依然可见，只不过车的主人已几经易手，几百万的车只能抵账几十万；同一家酒店，去年的入住率高达120%，需要提前几天预订。今年再去，与酒店前台人员攀谈得知，酒店的入住率只有20%左右。一年的时间里，鄂尔多斯到底发生了什么？问题的症结或许需要追溯到更长的时间维度。

如果把“四万亿”和鄂尔多斯造城狂潮相关联，或许有人觉得不相搭。其实不然，这背后的推演逻辑却是出奇的一致。去年的文章就曾提到“对鄂尔多斯而言，煤炭业是财富的发动机，不动产是财富的储蓄罐”。过去几年由于煤炭市场的热销，地方政府累计了相当的财力。再加上“四万亿”刺激方案的大背景下，以地方政府为主导的投资狂潮便不断被放大。从一个小点便可见一斑，从鄂尔多斯机场到东胜市区约35分钟车程，特别引人注意的高速路两侧的路灯。除了路灯是太阳能和风能双动力供电外，路灯排列的密度远超一线城市。历史总是充满巧合与戏剧性，鄂尔多斯危机或许只是政府主导型投资模式的一个夸张放大版。

此次危机很重要的一个原因是土地市场的短期过度供应。鄂尔多斯的房地产用地指标占据了全内蒙指标的一半以上。基础设施的大力度投资带动了地价的快速上涨，地价的不断攀升又引发了房地产开发投资热潮。2010年鄂尔多斯的开复工量近2600万平米，而同期北京的开复工量也就3600万平米。2011年鄂尔多斯的新建住房面积超过2000万平米。鄂尔多斯城区包含外地人口也就60万，而今年有近15万的外地人口离开鄂尔多斯。仅仅45万的人流支撑如此庞大的市场供应，而北京却有近

2000万人口。外地人口的离场，使得鄂尔多斯的租赁市场愈发低迷。此外，据当地开发商介绍，之前鄂尔多斯的开发企业不足百家，而过去两年猛增至500家。这其中的许多开发商对房地产市场完全陌生，由于手头有占地款、拆迁款等资金，几个人结伙也加入了开发商的队列。

同为煤炭能源型城市，榆林神木与鄂尔多斯相比日子好过多了。一方面是神木处于“二山一川”的地理位置，神木县两侧都是山，使其可供应的土地非常有限，再加上土地指标有限，即使发生市场泡沫也属于可控范围。另一方面神木没有严格执行国家预售政策，许多开发商在房子没有取得预售证时已经卖出去了房子。当房价下行时，其实是让所有购买人分担了风险。

从需求的角度而言，有两个因素严重冲击了鄂尔多斯市场。第一、银行按揭的收紧。鄂尔多斯房地产市场95%的购房人是外地人，90%的购房人是按揭贷款。随着房地产调控政策的打压，尤其是泡沫的不断膨胀，银行突然收紧按揭贷款。许多开发商即使卖出去了房子，也拿不到按揭资金。第二、煤炭市场的低迷。煤炭业一直是当地财富的发动机，随着实体经济的下滑以及国外煤炭的冲击，鄂尔多斯的煤炭销售不畅。许多煤厂处于停产、半停产状态。

供给的过度膨胀与需求的萎缩，使得房价开始一路下滑。某郊区高端楼盘房价从峰值每平米超过3万的价格跌至1万元左右，上千亿的大楼盘冷清到只有10个人看场子的境况。康巴什300万平米的公务员小区，在市场价格8000元/平米的时候许多公务员按照4000元/平米的价格购入，现在市价已经接近4000元甚至跌破4000元，退房事件不断上演。

房价下行严重冲击了民间借贷市场，政府的钱、银行的钱、民间的钱，似乎所有的钱都被固化了，都被冻结了！甚至大量榆林的钱也被固化在鄂尔多斯楼市狂潮中。追根溯源，许多高利贷的最后一环都是房地产。有趣的是，个别借了高利贷的开发商为避免形势不可控，甚至把债权人明细在公安局备案。危机开始时，开发商持续把项目工程进度照片等信息给债主发送，希望稳定债主的情绪。到了危机完全爆发后，债主反而担心开发商会跳楼自杀，鼓励其坚持不放弃。如此大规模的民间借贷风波，却没有爆发大规模的群体性事件！原因有两方

面，一者是民族性格的原因，相对于陕北民间资本投资的谨慎，鄂尔多斯人虽然投资冒进，但危机爆发后更多的是宽容和忍耐；二者是高利贷前期支付的利息已经使相当部分债主收回了本金，这或许是更重要的原因。

目前，鄂尔多斯政府正在积极寻求危机化解之道，也进行了许多实实在在的努力。一方面大批量回购开发商的现房项目，改作公租房等保障房项目；另一方面，积极化解民间债务危机，尤其是三角债问题。但纵观日本泡沫十年，最难的就是梳理企业的资产负债表，从悲观角度看也许鄂尔多斯的危机解决需要5年甚至更长时间吧。

梳理这些天的思考，针对鄂尔多斯的危机解决，提出如下不成熟的建议：

第一、政府在未来五年内严格控制土地供应，给市场充足的时间来消化现有过剩的存量房。

第二、增加鄂尔多斯危机严重性的透明度，让外界真正了解这场危机及其带来的严重影响，以寻求外部力量的支持。尤其要梳理清楚民间借贷的真实情况，努力化解民间债务危机。

第三、通过产业政策的扶持，打造产业园区，以此吸引人流。人流和资金流才是房地产市场发展的可持续支撑力量。而产业园区的方向并非现有的汽车制造业，更合适的方向或许是煤炭深加工产业链。

附件2:

没人能看懂鄂尔多斯

高和资本董事长 苏鑫

(文章发表于《地产》杂志 观察家栏目 2011年5月号)

4月11日，是鄂尔多斯的植树节，因为严重缺水，树木的成活率可能只有一半。但是，从东胜通向康巴什道路两旁的茫茫戈壁，已种满树苗，据说，自从鄂尔多斯开始大规模绿化后，河北树苗价格上涨了30%。

在鄂尔多斯，一颗树苗抽出新枝，需要一年的时间，这证明它熬过漫长的严冬，活了下来，但是，一座新盖的高楼拔地而起，却只需要很短的时间。2011年，鄂尔多斯预计新建住房面积超过2000万平米，这意味着每天都有近6万平米住房推向市场，而鄂尔多斯市区人口仅有40多万，下辖各旗县全部人口，也只有160多万。

1994年，当潘石屹得知海南每个人必须购买20平米的房屋，才能消化掉当年数量巨大的新建住房之时，决定逃离海南，从而躲过中国第一场房市泡沫破裂引发的经济危机。

尽管，从各种统计数据上看，鄂尔多斯与当年的海南如此相似，但是，大部分当地人依然相信，鄂尔多斯的房地产市场没有泡沫，房价仍会持续上涨。

2010年，当中国大部分城市房地产市场因调控陷入低迷之时，鄂尔多斯住房成交面积超过了1000万平米，很多高端住宅项目，刚一推向市场，便迅速售罄。许多项目售价成功1.3万，个别项目甚至超过两万元/平米。尽管，在这1000万平米之中，二手房成交面积仅有17万平米，因为，既没有人愿意把新购买的房屋转让出去，也没有人愿意买旧房子。

甚至，没有什么人愿意把空置的房屋出租，因为，与一年几万块钱的租金回报相比，鄂尔多斯人更看重资产增值，出租既有可能令房屋品质降低，又需要花费精力打理。这造成来鄂尔多斯打工的外地人几乎很难租到装修完善、家电齐全的房子，而且往往租金不匪。

房地产是鄂尔多斯，这一新兴能源城市源源不断汇聚的滚滚钱流的终点，在这里，没有人炒房，当金钱变成房子，便几乎失去了流动性，而钱流的源头，自然是煤矿。

鄂尔多斯政府从未公布过煤炭储量，但其民间普遍流传的一个说法是，按照现在的开采速度，鄂尔多斯的煤可以再挖700年。这仅仅是煤，鄂尔多斯还有亚洲储量第一的天然气和世界储量第二的稀土。鄂尔多斯人把这称作“扬煤土气”。如果按照中国人迷信的说法，雄伟的成吉思汗陵证明鄂尔多斯注定是一块风水宝地，因媒体报道的“鬼城”而闻名于世的鄂尔多斯新建核心区——康巴什，恰恰坐落在老城区东胜和成陵中心位置，鄂尔多斯政府迁往那里的一个重要原因，是因为那里是鄂尔多斯境内唯一一条河流格伦木格河的发源地，有水。在康巴什，鄂尔多斯政府斥资上亿元开凿出一条以自来水为主要水源的人工运河，运河北岸，则预计建造1000座100米以上高楼，构成康巴什新区的CBD，如今，已有100座写字楼规划在建。

运河南岸，康巴什市政府周边，则已经建成形态酷似鸟巢的体育馆，以及宏伟的大剧院和图书馆。尽管，大多数时候，这些建筑都空无一人。但鄂尔多斯人相信康巴什的未来，鄂尔多斯的GDP仍在以每年超过30%的速度上涨，2009年，其人均GDP已经超过香港，排名中国第一。更重要的是，中国恐怕没有一个地方，像鄂尔多斯人一样如此信赖政府，率先搬进康巴什的政府，已经在修建总面积超过300万平米的公务员小区，按照政府规划，鄂尔多斯市区人口将在五年内达到150万，如果，真能实现，康巴什就不会再是一座空城，而鄂尔多斯的房地产仍将有大幅上涨的空间。这一切，都是鄂尔多斯人相信的。

鄂尔多斯人如此盛赞政府的一个主要原因是，政府令大部分人，而不仅是一小部分“有特殊关系”的人富裕起来。一个鄂尔多斯人告诉我，在鄂尔多斯不要小看任何人，甚至连清洁工都拥有多套住房，开着私家车上班，工作对很多人而言，只是为了打发时间。

鄂尔多斯实现财富广泛分配的途径有两个，一是大规模高补偿的拆迁和城市改造，二是异常发达且信用很高的民间借贷。这令煤矿暴利分配给了更多的人。

鄂尔多斯的财富分配链条维持着一种“体内循环”。即由煤炭产生财富，支持政府城市改造，通过拆迁，分配给更多的人，再通过民间借贷聚集资金，贷给房地产和新的煤炭，令更多的人分享到高收益。而由于缺乏更多可供投资的产业，大多数鄂尔多斯人选择将闲置资金变成资产。

用一句话概括这一过程，即是将地下的煤转变为财富，然后存入地上的存钱罐——那些永远不开灯的房子。

鄂尔多斯人像祖先喜欢好马一样，喜欢越野车，鄂尔多斯陆虎销量占全国近三分之二。他们喜爱聚在一起畅饮，一醉方休，然后睡在酒店，而不是回家，这令鄂尔多斯为数不多的几家高档酒店，常年保持120%的入住率。如今在东胜，喜来登、香格里拉、丽思卡尔顿等多个五星级酒店正在同时兴建。全民皆富令鄂尔多斯酷似阿联酋的迪拜，这据说也是鄂尔多斯政府最喜爱考察的一个外国城市。

也许，和迪拜一样，只要能源价格依然上涨，并有巨大需求，源源不断注入的财富，便能支撑这一体系不断运转下去，从而诞生出一个沙漠中的奇迹，然而，一旦外部宏观经济出现任何波动，鄂尔多斯是否也存在像迪拜金融危机一样的风险呢？

不管怎么说，用常理很难判断鄂尔多斯，据官方保守估计，这里有6000个以上资产过亿的超级富豪，有数万资产上千万的富人，而这些富人的投资渠道几乎只有一个——房地产，房地产对他们而言，并不是一种赚钱之道，更多的只是一种储存财富的手段。

无论是外来专家、学者、还是商人、官员，甚至连鄂尔多斯人也不懂，为什么所有的房子都空着，房价仍在上涨，这确实是一个神奇的城市，没人能看懂鄂尔多斯。



联合发布

住房和城乡建设部政策研究中心
高和资本

