

Economics



Selections

经济活页文选

理论版

中国房地产市场外资 问题研究

中国财政经济出版社

2006.8
总第142期

《新理财》公司理财版 2006 年第 8 期(总第 44 期)要目

- 封面专题 多角度审视平衡计分卡
平衡计分卡框架下绩效评价非财务指标的导入
——来自中国企业界的声音
基于战略的预算与计划
- 经济观察 应对外资并购风潮
税收新政为企业自主创新大开绿灯
统一企业所得税法：各方达成共识
- CFO 访谈 CFO 要有决策权——访浙大网新(CFO)潘丽春
- 会计政策 新公司法引发的相关会计问题(一)
- 小舟讲坛 目标设定、战略与企业风险偏好
- 财务与管理 企业资金链管控目标模式探索
- 业 界 国际结算业务中的航索与电索
- MA 观点 关系资本
- IT 视界 大力推进财务信息集中管理系统建设
- 论 剑 加强营销信用管理 防范财务风险
- 新书推荐 竞争的智慧
- 深呼吸 并非能力

《新理财》2006 年全年定价 120 元，2007 年全年定价 240 元。订阅热线：
010-88190601、88190606；传真：010-88190947。

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.com>

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 1 印张 26 900 字

2006 年 8 月第 1 版 2006 年 8 月涿州第 1 次印刷

定价：5.00 元

45005·0266

(图书出现印装问题，本社负责调换)

《经济活页文选(理论版)》

2006 年第 8 期 (总第 142 期)

目
录

外资进入境内房地产市场自有其积极意义，然而，在中国房地产市场运作高度不透明、市场操纵行为盛行、价格泡沫日益膨胀、房地产空置面积与日俱增的背景下，外资持续大规模流入境内房地产市场，助长了房地产价格泡沫，加大了我国国际收支失衡和人民币升值的压力，并提高了国内金融体系的潜在风险。

重要启事

本刊办公地址已迁至新知大厦602室,从2006年7月1日起,本刊订阅热线变更为:010-88190601、88190606;杂志社电话变更为:010-88190678;编辑部电话变更为:010-88190671、传真电话不变,仍为010-88190947 杂志社通信地址及邮政编码不变 敬请周知

新理财杂志社

特邀顾问(按姓氏笔画排列):

王一鸣 王传纶 厉以宁 刘 怡
刘世锦 刘鸿儒 米建国 余永定
吴敬琏 陈宝森 张维迎 张曙光
盛 洪 林毅夫 胡代光 贾 康
高培勇 茅于軾 裘元伦 蔡 昉
樊 纲

主 编: 贾 杰

副主编: 郭兆旭 郑宁军

编辑部成员: 郑宁军 洪 钢 王芝文 褚爱军

编 辑: 经济活页文选 编辑部

出 版: 中国财政经济出版社

总发行: 新理财杂志社

编辑部地址: 北京市海淀区阜成路甲28号新知大厦602室

邮 编: 100036

电 话: (010)88190601 88190678

传 真: (010)88190947

E-mail: xle@xinlicai.com.cn

中国房地产市场外资问题研究

——梅新育

近年，通过各种渠道进入中国房地产市场的外资，其规模及影响与日俱增，引起了广泛的关注。本文旨在分析外资涌入中国房地产市场的原因和影响，并就如何应对外资流入的冲击提出政策性建议

外资流入中国房地产市场的原因

房地产市场成为来华 外资，特别是投机性 国际游资偏好的选择

在西方各国，房地产价格上涨几乎贯穿了整个 20 世纪 90 年代，以至于斯蒂格里茨将那个年代称作“喧嚣的 90 年代”。2000 年下半年西方经济步入萧条，直至 2004 年才全面复苏，房地产是在此期间西方各国惟一持续上涨的资产市场。其上涨行情之普遍，连日本房地产市场也于 2004 年出现了上世纪 90 年代初泡沫经济破灭以来的第一次上涨。1997—2004 年，爱尔兰房价涨幅高达 181%，英国超过 130%，澳大利亚达 110%，荷兰为 74%。美国房地产价格上涨相对温和，但在此期间房价涨幅也达到了 57%，涨幅为历史之最。据美国联邦住房企业和观察办公室统计，仅 2004 年一年，美国房价平均涨幅就高达 11%，为 1979 年以来最高纪录。

2005 年以来，主要西方国家房地产市场涨势依然没有止步，但这一轮房地产大牛市毕竟已经临近尾声，主要房地产市场都出现了

房价涨幅缩小的趋势。经合组织资深经济学家保罗·诺尔德 2006 年 6 月提交报告指出,未来利率如果提高 1~2 个百分点,美国、法国、丹麦、爱尔兰、新西兰、西班牙房价暴跌的概率将上升至 50% 以上^[5]。

在这种背景下,从西方国家房地产泡沫中受益的群体都存在转移资金的客观需要。由于以下两方面特点,房地产市场又成为来华外资、特别是投机性国际游资(hot money, 又称“热钱”)偏好的选择:一方面是中国房地产业的暴利、规模和流动性对外资产生了强烈的吸引力,中国房地产权益集团强大的政治游说能力更令国内外投资者相信他们有能力维持对自己有利的政策环境;另一方面是房地产业和房地产市场的某些特点给予外资进入的便利与机会,这种便利和机会首先表现在房地产开发行业对外资的需求上升,其次表现为对外资进入房地产市场的市场准入政策宽松,甚至不乏激励

1. 中国房地产业的暴利吸引外资:

4 (1) 中国房地产业的暴利及其表现、估算 房地产业号称中国大陆最后一个暴利行业,北京和长三角、珠三角地区房地产市场尤其火爆,利润丰厚。中国房地产市场的高投资、高回报是中国经济生活中最引人注目的现象之一,即使在近两年世界性的房地产牛市中,中国房地产市场的表现也极为引人注目。

在中国大陆的各类富豪榜上,房地产富豪们始终占居着显赫的地位

在境外基金直接参与最多的房地产租赁市场,中国市场收益率比欧美市场收益率普遍高 50% 以上。在 2006 上海国际地产大会上,花旗集团房地产投资部首席策划师斯蒂芬·柯利(Stephen M. Coyle)称,伦敦、美国、日本的房地产租赁市场收益率分别只有 4%、4.5% 和 3.5%,但上海可达 7%^[6]。而香港知名财经专栏作家曹仁超则声称投资欧美房地产收益率为 6%~7%,投资中国大陆房地产收益率则可达 12%~14%。如果境外投资者采用融资杠杆,在当前中国利率低于美国利率的情况下,还可以获得额外的收益。

中国的房地产开发行业更是暴利惊人,成为造就中国大陆亿万

富翁的最大温床。在中国大陆的各类富豪榜上，房地产富豪们始终占居着显赫的地位。有报道称，在“福布斯 2004 年中国富豪榜”上，前 200 人中有 64 人来自房地产行业；在前 20 名中，有 11 位涉足房地产行业。笔者作了一个简单的统计，在 2005 年 11 月发布的“福布斯 2005 中国富豪榜”上，前 50 人中有 15 人以房地产为主业或主业之一，其 2005 年财产按照该排行榜合计 556.79 亿元，另外至少有 3 人也涉足了房地产投资。在房地产市场的暴利吸引下，许多其他行业的企业（包括联想等高科技企业）也纷纷投身这个市场：联想集团设立了房地产子公司融科置地，为此投入 30 亿元资金，在北京、重庆、武汉、长沙等城市取得 200 多万平方米土地开发权，柳传志还在联想 20 周年庆典上声称要将融科置地当作主营产业来经营。

由于中国房地产开发行业黑幕重重，号称“夜有多黑，房地产市场就有多黑”（落马前“上海首富”周正毅语），仲量联行《2006 房地产透明指数》（2006 年 7 月 28 日发布）也将中国大陆划入第三档“房地产市场低透明度”行列，且房地产利益集团极力阻扰政府有关部门对此作出全面、真实的统计核算，房地产开发企业信息高度不透明，该行业企业对外宣称的利润数据几乎没有任何参考价值，只能通过一些迹象间接估算和推测

2005 年 8 月，福州市物价局在全国率先公布了该市商品房的社会平均成本。该局核算了 101 块合计 2632 亩地块的地价、建安成本以及附属公共配套设施费、公共基础设施费等项成本。这些地块是福州市区从 2002 年至 2005 年 3 月通过招标拍卖、挂牌交易取得土地使用权的所有土地。核算结果，福州市商品房社会平均开发成本为 2019 元~2305 元/平方米。在福州市物价局测算的一个当地典型的商品房小区中，销售均价 3900 元/平方米左右，而开发商运营成本（开发商的管理费用、工资支出、广告投入、贷款利息、纳税等）一般不超过商品房销售价格的 10%，计算结果开发商利润率为 60% 左右。在福州市物价局测算的各个地块中，开发商利润率平均约 50%，最低约 20%，最高超过 90%。其中利润率超过 50% 的楼盘有

10 个, 呈现出楼盘越高档、利润率越高的特点。

根据国家统计局海南调查总队的数据, 2006 年 5 月海口房产均价为 3137 元/平方米; 而根据海南中海银投资有限公司负责人 2006 年 7 月初向媒体公布的海口房地产成本构成, 将土地成本、土建和安装成本、配套建设费用 (包括勘察费、设计费、项目可行性研究费等)、开发商运营成本等项目纳入, 海口高层房产项目综合成本理论测算为 1810 元~1900 多元/平方米。低层项目综合成本更低, 实际上一般开发商会将成本控制在 1800 元/平方米之下。这样, 即使按房地产单位成本上限 1900 元/平方米计算, 3137 元/平方米的均价也足以让开发商的利润率达到 65%。

国税总局将房地产业列为点名要重点清查的头号行业

(2) 房地产企业涉税问题提高实际利润。房地产企业普遍存在的涉税问题进一步提高了他们的实际利润率。尽管房地产业的暴利有目共睹, 但在“2004 年度中国纳税 500 强企业排行榜”上, 前 300 名内竟然没有一家房地产企业。2004 年, 南京市地税部门对全市 10 家大型房地产开发公司进行税务检查, 结果被查的 10 家开发商均存在偷漏税款行为^①。2005 年以来, 上海、广州、北京等主要城市纷纷发布公告, 称房地产业欠税问题严重。2005 年, 北京市地税局公布的欠税企业为 80 家左右, 其中房地产类企业占一半左右。2006 年 1 月 1 日至 7 月 7 日, 北京市地税局已经分两次公布了 45 家欠税企业, 其中以“房地产”、“置业”、“建设”等为名的企业达 14 家, 占近一半。就欠税金额而言, 初步估计房地产类企业欠税金额占全部企业欠税金额的 80% 以上, 且房地产业欠税大户特多, 2006 年北京市房地产企业欠税金额最高近 1.2 亿元。而根据上海市地税局发布的 2005 年第 4 季度欠税公告, 上海 1200 多家欠税企业当期共计涉及税金 2.5 亿元, 其中 19 家上榜房地产企业欠税总额就占了 1 亿元。根据有关专家的介绍, 房地产企业欠税在各个城市都是普遍现象, 最多的地区有近 90% 的法人房地产企业存在涉税问题^②。在有税务问题之嫌的房地产企业

中,不乏知名企业,如在2004年启动的北京红石实业有限责任公司小股东诉潘石屹案(号称“中国股东代表诉讼第一案”)中,原告及其律师发现SOHO中国公司在英属维尔京群岛(BVI)设立了7家离岸公司,并于2004年11月25日追递《补充诉状》,起诉SOHO中国公司(BVI-1)及其法人代表。由于房地产业涉税问题严重,在2006年初的全国税务工作会议上,国税总局将房地产业列为点名要重点清查的头号行业。

在避税手法方面,内资房地产企业多采用虚假成本方式,外资房地产企业则擅长运用转移定价手法,前者是虚增成本以减少房地产开发项目账面利润,后者是海外采购(包括货物和设计、宣传策划、咨询等服务),高进低出,两头在外,把绝大部分利润留在海外。业界流传着一个关于开发商避税的“经典”版本:广州某房地产公司想转移利润到国外,对其会计说弄个“海外业务接待费2000万元”。另一家房地产企业则将设计工作交给海外关联公司,将设计费用定得很高,以此转移利润。此外,税务局检查税收情况时,一般都以年度为单位,而不少房地产企业都是跨年度、跨地域滚动开发,同时开发几个项目,且项目决算要等到整个项目工程通过验收之后才能进行。这样,在通过验收之前(亦即项目算出利润并据此纳税之前),很多房地产企业会把前一项目的利润投入下一个项目。

(3) 中国房地产市场涨势失控延续暴利。虽然在近年的宏观调控中房地产行业被列为调控重点,但由于各种原因,

房地产价格上涨幅度更明显超过整个消费价格涨幅

调控效果不佳,房地产投资和房地产价格增长速度仍然过快。在投资方面,2006年上半年全国完成房地产开发投资7695亿元,同比增长24.2%;商品住宅完成投资5318亿元,同比增长28.2%。

在价格方面,房地产价格上涨幅度更明显超过整个消费价格涨幅,一些重点城市房地产价格涨幅更为惊人。2006年4月,以上年同月为100,则全国居民消费价格指数、城市居民消费价格指数均为101.2,全国居住价格指数为104.3,城市居住价格指数为104.2^③。

国家发改委和国家统计局监测的 70 个大中城市房价上涨更为显著。2005 年 12 月，这 70 个城市中房屋销售价格同比下降的只有 4 个城市，另外 66 个城市房屋销售价格涨幅在 0.2%（锦州）和 15.8%（大连）之间^①。

2006 年 4 月，70 个大中城市新建商品房销售价格同比上涨 6.4%，涨幅比上月高 0.5 个百分点，同比涨幅最高的城市为呼和浩特（14.9%）、深圳（13.6%）、大连（11.1%）、福州（9.9%）和徐州（9.2%）；环比上涨 0.7%，涨幅比上月高 0.2 个百分点，有 22 个城市环比涨幅超过 1%，涨幅最大的为广州（2.4%）、成都（2.1%）、大连（1.8%）、沈阳（1.6%）、北京（1.3%）。其中，经济适用房、普通住房和高档住房价格同比分别上涨 5.8%、5.5% 和 8.0%，环比分别上涨 0.2%、0.8% 和 0.5%^②。

8 6 月，70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 5.8%，环比上涨 0.7%，其中同比下降的只有上海（同比下降 5.4%）和锦州（同比下降 0.5%），其余 68 个城市房价都在上涨，其中深圳涨幅为 14.6%，北京涨幅为 11.2%，厦门、呼和浩特、包头、广州、大连 5 个城市房价涨幅也超过或接近 10%。

而这一切都是在空置房面积不断增长的同时发生的。根据国家统计局统计，截至 2006 年 6 月末，全国商品房空置面积达 1.21 亿平方米，同比增长 17.2%；其中，商品住宅空置 6715 万平方米，同比增长 14.1%。

尤其突出的是，出于各种目的，不少地方政府还竭力推高、维持本地房地产市场的高价。甚至直到 2006 年 6 月初，在中央政府已经发布了力度前所未有的措施力图抑制房价上涨失控之后，苏北一个县级市领导仍然把当地房价 4 年涨 3 倍作为政绩对记者津津乐道（《新华每日电讯》2006 年 6 月 4 日）。这个苏北县级市领导的思路和行为是许多地方政府及其领导的缩影。

2. 中国房地产市场规模和流动性优于其他主要资产市场。当国际游资进入一国市场时，需要在该国资产市场寻找安全性、收益

房地产资产的证券化发展势头迅猛，前景可观

性、流动性较佳的投放场所，特别是对流动性要求较高。在金融市场开放度较高的国家，游资选择的通常是东道国的证券、期货等金融市场；但中国大陆金融服务业市场开放度不高，截至2006年6月30日，仅批准36家合格境外机构投资者（QFII）投资额度，总计71.45亿美元，且资本项目管制较为严格，投放证券、期货市场流动性一般。相反，房地产市场在实践中对外资基本上全面开放，外资购买房地产纳入经常项目交易，而不是如同全世界绝大多数国家和地区那样纳入资本和金融项目；加之中国大陆房地产市场容量足够庞大，超过证券、期货等其他金融市场，仅2005年商品房销售额就达18080亿元¹³，2006年3月末房地产贷款余额3.2万亿元（2006年一季度《中国货币政策执行报告》），还有庞大的房地产存量可供交易（买卖、租赁），且房地产交易日益便捷，房地产资产的证券化（即房地产投资信托基金的出现与发展）发展势头迅猛，前景可观，市场流动性在未来相当长一段时期内将日趋上升。论收益性，近几年房地产市场表现更是远远超过极度萧条的证券市场。

9

3. 中国房地产开发行业存在对外资的需求 就房地产开发行业对外资的需求而言，我国房地产开发企业普遍负债率较高。根据中国人民银行房地产金融分析小组2005年8月5日发布的《2004中国房地产金融报告》，我国房地产开发商通过各种渠道获得的银行资金占其资产的比率在70%以上；在房地产市场多年独领中国内地之风骚的北京，2000—2002年房地产开发企业平均资产负债率竟然高达81.2%。由于自有资本严重不足，多年来中国房地产开发企业高度依赖各类银行融资。2004年前后，政府通过紧缩信贷来抑制房地产投资过热，中国房地产企业普遍面临资金紧张局面，这给深受人民币升值预期和中国境内房地产投资高回报率双重吸引的境外资本创造了切入中国房地产市场的机会。双方一拍即合，以至于境外资金进入热点地区房地产市场成为2004年以来中国房地产行业的热门话题。某些房地产开发商盲目追求高速扩张，资金极度紧张，一旦

遇到宏观调控，不寻求引进外资，就只有死路一条。浙江绿城集团之所以走上海外融资道路，根据有关媒体报道，重要原因就是该集团同时运作的项目超过 40 个，其房地产主业横跨开发、景观、材料等各个环节，资金紧张，为此，除了在国内寻求各种融资方式外，该公司不得不设法海外融资^①。2006 年 5 月以来，中央政府发布了力度空前的政策措施遏制房地产市场泡沫，限制房地产信贷渠道，并依法从高征收土地闲置费，房地产开发商资金紧张，引进外资解困的动机更加强烈。事实上，也是在新一轮房地产市场调控开始之后，外资反而加快了进入中国房地产市场的步伐（下文将进一步论述），一些楼盘也加大了海外推销的力度。

4. 外资进入房地产市场政策环境适宜。在市场准入政策方面，外资归根结底是通过投资房地产开发行业

对房地产领域外商直接投资的限制几乎全部沦为具文

和购买房地产两种方式进入中国房地产市场的，而截至 2006 年 7 月，这两种方式在中国实际上都不会遇到政策障碍。

在外资进入房地产开发行业方面，无论是 2002 年 3 月发布的《外商投资产业指导目录》，还是 2004 年 11 月发布的新《外商投资产业指导目录》，其指导思想无疑都是正确的，就是对外商在房地产领域的投资鼓励与限制并举：一方面，新、旧《外商投资产业指导目录》中鼓励外商投资产业的第八类都是房地产业（普通住宅的开发建设）；另一方面，2002 年版《外商投资产业指导目录》限制外商投资产业中，纳入了房地产业的两种项目：土地成片开发（限于合资、合作），高档宾馆、别墅、高档写字楼和国际会展中心的建设、经营；2004 年版《外商投资产业指导目录》限制类别又增加了“大型主题公园的建设、经营”一项。然而，在实践中，由于以下原因，上述合理限制外商投资的指导思想遭到了严重削弱：首先，不同主管部门政策目标不尽一致，在中央层次就难以形成有效的政策合力。其次，在地方层次，许多地方政府“引资冲动”极为强烈，将招商引资作为工作的头号重点，将招商引资指标作为政府部

门考核的主要指标，层层分解落实，即使司法、妇联、教育、武装之类部门也不能免，有些地方甚至要求未完成招商引资指标的部门领导在当地电视台检讨。在这种走火入魔的氛围下，以地价、税收优惠之类措施不分青红皂白地鼓励外资进入本地的做法成风，投资规模大、对GDP拉动作用强的房地产业自然不会逃脱招商引资者的法眼，结果是对房地产领域外商直接投资的限制几乎全部沦为具文。

在外资购买房地产方面，从2002年政府取消内销房、外销房区别至2006年7月，无论是在交易、登记、转让还是汇兑环节，外资都不会遇到什么实质性障碍，甚至可以享受鼓励政策。在交易、登记、转让等环节，非居民购买房地产与居民无明显区别，非居民凭护照等证件就可以购买境内商品房，可以个人名义购买，也可以企业、机构和基金的名义购房，政府对购买目的、面积、套数无特别限制。相反，出于吸引外商投资等目的，一些地方政府还鼓励外资购买本地房地产。

在汇兑环节，虽然针对房地产购买和转让制定了一系列汇兑管理措施，但实施效果不理想。以非居民和居民个人从境外调入资金购买境内房地产为例。在长期以来外汇收支“宽进严出”的指导思想下，在2004年4月1日国家外汇管理局《关于规范居民个人外汇结汇管理有关问题的通知》实施之前，监管部门对居民个人外汇结汇几乎没有任何限制。即使按照《关于规范居民个人外汇结汇管理有关问题的通知》规定，居民个人一次性结汇金额在等值1万美元（含1万美元）以下的，凭真实身份证明直接到银行办理；一次性结汇金额在等值1万美元以上、5万美元（含5万美元）以下的，由银行审核有关收入合法性的证明材料后办理；一次性结汇金额在等值5万美元以上的，居民个人向所在地外汇局申请，经外汇局审核真实性后到银行办理；上述真实性审核也很难防止投机性跨境资本通过这条渠道进入中国房地产市场。而对于非居民个人的结汇，目前还没有什么具体的监管措施。在我国对经常项目进行真实性审核和对资本项目进行严格管理的情况下，外汇资金以购买境内商品房的形

式进行跨境流动相当便利，成为“热钱”流入的一种渠道。

境外资本流入国内房地产行业的影响

无需否认，外资进入境内房地产市场自有其积极意义，他们不仅为房地产开发提供了大量资金，增加了房地产市场的供给，也为国内市场引进了相对先进、成熟的房地产经营开发模式和产品，促进了国内房地产市场的跨跃式发展和竞争。然而，在中国房地产市场运作高度不透明、市场操纵行为盛行、价格泡沫日益膨胀、房地产空置面积与日俱增的背景下，外资持续大规模流入境内房地产市场，助长了房地产价格泡沫，加大了我国国际收支失衡和人民币升值的压力，并提高了国内金融体系的潜在风险。

12 外资大规模进入，又进一步推高了房价

1. 加剧国内房地产市场价格泡沫。无论是按照绝对水平还是相对水平（如收入房价比）衡量，中国房地产市场目前的价格水平都已经太高；外资大规模进入，又从两个方向进一步推高了房价：首先，外资进入增加了房地产市场上的资金供给，直接有助于推高房价。在某些地方、某些时期，外资直接推高房价的效果相当明显。上海2006年2月、3月房贷分别减少36亿元、38亿元，表明内资购买趋向减少，但同期平均房价却上升了5.5%，销售面积也逐月增长：2月份日均销售面积2.8万平方米，3月份日均销售面积5.9万平方米，表明外资的购买行为不仅抵消了内资购买减少对房价的抑制作用，而且把房价持续推向高位。其次，境外机构和个人的购房行为在国内房地产市场上产生了明显的“标杆效应”，很多境内民间资金受其影响纷纷跟风入市，间接推动了国内房地产价格持续上涨。

2. 加剧国内住宅市场供求结构失衡。目前，我国房地产市场供求关系存在结构性失衡，高档住宅、商业物业过多，经济适用房较少，这种现象在北京、上海等大城市尤其严重。以北京为例，“北

京典型住宅指数”（中房指数）显示，2006年上半年，外资企业与个人、外地企事业单位及中央机关单位等共成交单价万元以上住宅1926套，其中外资购买比例高达87.69%，成交均价13744元/平方米；中央单位和外地企事业单位购买的比例仅有1.51%^①。中原地产公司的统计显示，2005年港澳台地区居民在京购房总面积近70万平方米，占当年北京销售总量的2.88%；购买金额89.89亿元，所占比例为5.14%。换言之，2005年港澳台地区居民在京所购房屋单价是当年北京房屋销售均价的178%。2006年上半年，港澳台地区居民在京购买房产总面积18.4万平方米，其中住宅524套，销售均价12937元/平方米；公寓165套，均价27254元/平方米；别墅54套，销售均价11901元/平方米^②。出于追求收益、流动性和管理便利等动机，也由于我国实施多年的外销房制度人为地将境外机构、个人购买房地产对象限制在高档次项目，境外机构、个人的投资通常集中于中高挡住宅和商业物业，投资于经济适用房的比例较少，进一步加剧了中低档住宅市场供求失衡的状况。

13

3. 加大了国际收支失衡和人民币升值压力。国际收支失衡、人民币升值压力已经成为我国当前宏观经济管理面临的最大挑战之一。1995年以来，中国历年贸易顺

外资在人民币升值和房地产涨价双重收益驱动下流入境内房地产市场

差均超过100亿美元，2005年高达1019亿美元，2006年1—6月达614亿美元。与此同时，中国包括外汇储备在内的对外资产规模迅速膨胀，中国从对外净负债国跃居对外净资产国。2006年5月末，我国外汇储备已达9210亿美元，2005年末对外净资产2875亿美元。在全球贸易体系的背景下考察，一国单方面的顺差积累不可能无休止持续；在国内，庞大的国际收支顺差不仅削弱了我们的货币政策自主权，而且通过膨胀基础货币供给导致我国国内流动性过剩，国内资产市场价格泡沫增多。外资在人民币升值和房地产涨价双重收益预期驱动下流入境内房地产市场，加剧了我国面临的上述问题。

尤其突出的是，外资内流房地产市场与房地产等资产市场价格

上涨之间存在一种自我实现的关系：除了直接从国际市场传递过来的价格上涨（如大宗商品期货）之外，资产市场价格普遍上涨系流动性过剩所致，而流动性过剩的重要原因又是经常项目和资本项目的庞大双顺差，使得我们的基础货币供给膨胀；而资本项目的顺差（包括一部分伪装成经常项目顺差的资本内流）在相当程度上又是在中国资产市场价格上涨的预期驱动之下造成的；……如此反复不已，若无其他干预，这个螺旋进程最后将以价格泡沫急剧破灭告终。

4. 加大金融体系的潜在风险。如上文所述，目前我国房地产开发企业自有资金很少，高度依赖银行信贷；一些外资房地产企业还存在注册资本到位率低、虚假投资、自有资金严重不足和负债比例偏高等问题。而在个人（含非居民个人）按揭贷款中，从银行获得的住房按揭贷款最高可达八成。根据 2006 年一季度《中国货币政策执行报告》，截至 3 月末，房地产贷款余额已达 3.2 万亿元，占全部人民币贷款余额的 15.7%，其中房地产开发贷款和个人住房贷款分别为 1.2 万亿元和 1.9 万亿元。在这种情况下，房地产市场价格泡沫一旦急剧破灭，势必危及整个金融体系。20 世纪 80 年代末日本房地产泡沫破灭，1997 年金融危机中东亚经济体房地产泡沫破灭，别国的这些教训离现在并不久远。作为中国人，我们更不可忘记 20 世纪 30 年代我国遭遇的毁灭性金融危机：当时出现了世界性的白银向中国流动趋势，中国的贸易逆差也多数就地转化为白银资本内流，内流资本又高度集中地投向上海租界的短期房地产投机，资产价格泡沫日益膨胀。1934 年 6 月，美国参议院通过《购银法案》（*The Silver Purchase Act*），以高于国际市场的价格大量收购白银，立竿见影地彻底扭转了白银资本的国际流动方向，实施银本位的中国随之迅速陷入严酷的通货紧缩，房地产业首当其冲，上海房地产市值几乎转瞬之间就跌落一半左右，从流动性最强的资产沦为无流动性的呆账；由于房地产在上海金融市场的重要地位，房地产市场的呆滞又进一步阻滞了上海金融市场的流转，危机进而从上海这个金融中心扩散到全国，中国财政金融体系蒙受了毁灭性打击，并产生

了深远的政治、经济影响。

尤其令人担忧的是，外资，尤其是投机性热钱行为具有突出的“羊群行为”特征，一旦预期收益恶化（在房价高位持续上涨难以为继的时候出现这种情况的概率很高），或是投机者资金链断裂，或是其他新兴市场发生资本流动方向逆转，他们就会争先恐后退出。仅仅外资自身退出并不足以导致我国房地产市场崩盘，但他们退出可能引起国内投资者（或曰投机者）跟风抛售，那样结果就难以预测了。而在当前情况下，投机者资金链断裂和其他新兴市场资本流动方向逆转都未必没有可能发生。前几年，主要国家中央银行全面实行低利率，2001年3月，日本银行恢复零利率政策，直到今年7月14日才解除零利率政策；从2001年1月到2003年6月，美联储连续降息13次，联邦基金利率从6.5%一路下跌到1%，是1958年以来的最低水平；欧洲中央银行也长期维持超低利率；海外投资者（或者说投机者）有充裕的廉价资金可以使用。特别是日本2001年3月恢复零利率政策后，廉价日本资金大量流向海外市场，从两个方面激励了投资：一方面，来自日本和其他东亚经济体的大规模资本流入抑制了美国长期利率，以至于美国近两年出现了长期利率没有随短期利率同步上升的“长期利率之谜”，降低了美国投资者的融资成本；另一方面，日本的超低利率也为美国对冲基金等机构投资者创造了实施结转交易策略的机会，他们从日本借入低息资金，然后投向其他高回报市场。然而，从2004年6月到2006年6月2日，美联储已经17次加息，联邦基金利率上升到了5.25%。世界性加息风潮方兴未艾，特别是日本银行已于3月9日取消了“定量宽松”货币政策，7月14日又正式解除零利率政策，将隔夜基准利率从接近于零提高到0.25%^①。长期低迷的美日长期利率已经开始上升，海外收购者的廉价资金供给已经发生了根本性变化，某些海外投资者未必不存在资金链断裂的风险。而5月以来，印度等其他新兴市场股市在连续数年大幅度上涨之后普遍大幅度下跌，外资基金纷纷抽回资金。如果上述趋势传染开来，一些重仓投资新兴市场的基金有