

# 人民币汇价“跳水” 房地产再吹“冷风”

□本报记者 张敏

## 记者观察 贬值不是刺破 地产泡沫最后一根针

□本报记者 卢铮

近期人民币汇率出现贬值走势,楼市也纷纷传降价销售、贷款违约的消息。一时间,不少观点将两者关联起来,认为是贬值导致资本大量外逃,从而刺破房地产泡沫。仔细分析发达经济体以及国内历史可以发现,汇率与房价之间无恒定规律。本币升值并不必然伴随房价上升,本币贬值也并非意味房价下跌。决定房价走势的主要因素是货币供应、住房制度、房地产供求水平、城镇化水平等。

先看看美日的例子。美国住房价格指数在1995-2002年平稳上升,美元指数保持小幅升值态势,两者呈现正相关。2002-2006年,受美国低利率政策和次级贷款市场快速发展的影响,美国住房价格指数大幅上升,较2000年增长一倍有余;同期美元指数持续贬值,从120点跌至83点左右,两者呈现显著负相关。上世纪80-90年代,伴随日元升值,大量跨境资本涌入日本房地产市场,日本房价指数不断攀升,房地产泡沫越吹越大,日元与房价之间呈现正相关。伴随日本货币和财政政策突然收紧,1990年开始日本楼市出现断崖式下跌,至1995年已经跌回1985年“广场协议”签订时的水平;日元对美元的升值幅度却接近100%,两者呈现显著负相关。

从国内情况看,自2005年汇改以来,2006-2013年人民币对美元的历年升值幅度分别为6.8%、6.9%、3.4%、0.1%、3.1%、5.1%、0.3%和2.9%,八年累计升值35%。尽管总体来看人民币升值伴随的是国内房价上涨,但具体到各年份情况却不尽相同。2006-2012年商品房平均销售价格同比增幅分别为6.2%、14.8%、-1.7%、23.2%、7.5%、6.5%和7.0%。2008年房价负增长,人民币汇率仍出现升值,二者负相关;2009年、2012年人民币几乎锚定美元,房价却大幅上涨,二者也出现背离。

发达经济体资本项目可自由兑换,尚会出现汇率与房价走势背离的情形,更何况我国资本项目还存在管制,跨境资本难以低成本随意流动。尤其近两年楼市限购以来,外资和热钱直接购买物业的成本高、规模小,即便大量抛售,也不会扰动整个房地产市场。从融资渠道看,尽管近几年越来越多的国内房企绕道海外融资,但绝对规模较小,且部分融资用于借新还旧,海外融资规模远低于国内贷款占比。

当然,汇率变动可带来资本流动的变化,进而影响外汇占款,直接导致央行基础货币的投放,从而影响流动性的整体水位,但央行货币政策是不可忽视的中间变量。央行可以通过正逆回购、贷款规模的收紧与放松、升降存准率等货币工具,回收或释放流动性。因此,广义流动性才是影响房地产价格的主要诱因。流动性闸门松一松,包括楼市、股市在内的资产价格就会高涨;反之,流动性闸门拧紧,则会对楼市、股市带来明显的收缩效应。

还应看到,随着矿产、土地、资金、技术等资源和要素的持续货币化,房地产价格也同步出现快速上行的特征。

房地产作为一种高度依赖信贷的产业,其波动与银行信贷的紧与松有直接关联。房地产价格涨幅出现疲态,很大程度上是因为年初开始国内金融机构收紧对地产企业的贷款,限制甚至停放对购房者的贷款。今年以来,部分银行暂缓办理部分房地产新增授信业务,停办房地产夹层融资业务,一些流动性紧张的房企不得不“以价换量”,甚至面临资金链断裂的风险。美日的情况也表明,经过一段时间上涨后,一旦货币政策和财税政策转向紧缩,楼市价格将面临下行风险。

此外,土地供应也是影响房价走势的重要因素。当前出现房价下跌的区域,很大程度上是因为此前土地供应量过高,导致短期库存积压。

应看到,中国正处在改革发展转型时期,房地产需求呈现多样化特点。目前我国常住人口城镇化率为53.7%,户籍人口城镇化率只有36%左右,不仅低于发达国家80%的平均水平,也低于人均收入与我国相近的发展中国家60%的平均水平。国际经验表明,在城镇化率达到70%之前,一国房地产很难崩盘。因此,总体上看我国房地产还有发展空间。当然,部分城市房地产市场前期涨幅过大,已经积累了一定泡沫,在信贷紧缩、供应过大的情况下,还会出现资金链断裂、房价快速跳水的情况,需要加以防范与警惕。



CFP图片 制图/尹建

## 海外融资环境生变

对于春节前后在海外市场融资的房地产企业而言,早已预料到了人民币贬值的必然性。从去年年中开始,QE退出的大幕拉开,人民币进入贬值通道只是时间问题。从去年年底开始,绿地、万科、恒大、万达、招商等大型房企纷纷加快融资步伐,颇有“偏向虎山行”的架势。

来自中原地产研究中心统计数据显示,截至3月15日,今年房企海外融资总额达到150.32亿美元,约合人民币917亿元。比去年同期的104.5亿美元上涨了43%,相当于去年全年海外融资额的27%。

中原地产市场研究部总监张大伟分析认为,房企空前重视资金安全,意图通过融资来增强在一二线城市土地市场的竞争力。同时,年初国内传出各银行收紧房地产信贷、局部市场降价现象,也对资金链的安全提出警示。由此使得房企越来越未雨绸缪,储备“过冬”资金。

“即使人民币有所贬值,海外融资的成本仍然低于国内融资。”一家在港上市房企负责人向中国证券报记者表示,房企海外融资的平均成本在4%-8%的区间内,资质较好的房企海外发债成本通常在4%左右,与国内其他渠道融资相比,成本要降低一半,甚至更多。

## 外资炒楼热情消退

人民币的贬值,还可能影响外资介入楼市的热情。由于看好人民币资产带来的汇率升值和资产升值的双重红利,大量外资进入中国。房产是外资进入比较便利的投资品种,所以成为外资扎堆的领域。一旦人民币升值预期减弱,外资撤出,房地产的价格也可能受到一些影响。

据了解,尽管以“去投资化”为目的的房地产调控已持续多年,甚至“限外令”也一度推出,但海外资本仍然通过各种渠道进入国内楼市。据统计,海外资本主要以基金的形式进入国内楼市,一二线城市的商业地产是其青睐的对象。多家机构的统计显示,2008年国际金融危机后,外资在写字楼市场的主流地位曾一度让位于内资,但从2010年底开始,外资又有回流之势。

中国社科院金融研究所研究员易宪容认为,房地产市场作为一个由投机炒作为主导的资金密集型的行业。如果人民币贬值并导致预期逆转,那么投资者或退出市场,或再也不轻易地进入住房市场。他表示,人民币持续贬值不仅会导致早些时候从海外涌入国内的资金流出中国,或不敢再轻易地进入中国市场,也会导致中国住房资产的价格下跌。

从去年下半年开始,李嘉诚就挂牌出售位于上海、广州等地的物业,并将目光投向欧洲。分析人士认为,李嘉诚此次举动,就在美联储宣布退出QE后不久。除了出于对内地经济形势不看好之外,也蕴含了其对楼市走向及汇率变化的看法。

与此同时,易宪容还强调,人民币持续升值的预期一旦打破,国内居民也会减持人民币资产。具体而言,国内居民或是不再愿意进入房地产市场,或是会减持手中持有的以人民币计价的住房资产。

因此,从资产价值的角度,人民币贬值无疑将对房地产带来影响。克尔瑞的分析认为,冲击范围将包括以工业品为代表的大宗商品、房地产市场乃至股票市场等人民币计价的资产价格。该机构还强调,热钱投资房地产市场的收益将缩小,再加上房地产市场本身的调整,追逐高收益的“热钱”可能由此撤退,进而抑制房价的上漲。

## 一线城市房价承压

自1998年我国启动房地产市场化改革以来,楼市经历过数次人民币贬值的冲击。但结合房地产市场走势来看,楼市的冷热与汇率波动并无直接相关性。在2011年的人民币贬值通道中,房地产市场便大幅上涨,丝毫不受影响。

分析人士认为,影响房地产市场走势的因素较多,最主要的诱因在于货币投放量和市场供需关系。其中,前者与楼市的走势有着正相关性,后者则决定市场的波动幅度。此外,房地产调控政策也在很大程度上影响市场走向。相比之下,汇率波动只是影响楼市的次要因素。

但值得注意的是,作为一项利空因素,人民币贬值在楼市向好时的影响微乎其微;但在房地产市场处于下行周期之时,人民币贬值的影响则不容忽视。且市场预期,此次人民币贬值或维持一段时间。

张大伟表示,当前的房地产市场正处在下行周期中。2014年以来的数据显示,主要城市市场销售数据涨幅都有所放缓。总体来看,2014年及之后中国房地

上述负责人称,企业从去年年末启动海外融资,很大程度上是在追赶时间差。一方面,经过2013年的旺盛销售,2014年市场遇冷已成共识;另一方面,在美国QE逐步退出之后,人民币尚未迅速进入贬值通道。因此,2013年末是启动融资相对理想的时点。而进入2014年以来,国内楼市风险凸显,部分在港上市的房企遭遇较低认购,即说明融资环境已变。

但即便如此,人民币贬值仍将增加房企的偿债压力,尤其是在近年来房地产企业赴港上市增多,海外融资比例提高的情况下。根据克尔瑞发布的报告,具有代表性的30家香港内房股借款结构中,在2012年底,美元、港元借债比例达到34%。其中,中海达到86%;超过一半的房企这一比例超过三分之一。

该机构的报告还显示,从2013年至今,国内上市房企共海外融资2500亿人民币,占对外公告总融资的60%。国内房企的融资成本和还款将受到人民币贬值的实质性影响。根据计算,人民币每贬值3%,房企的总借款(以人民币计算)将上升1%。

有分析人士认为,当前房地产企业资金状况整体良好,人民币的小幅贬值难以形成实质性影响。但如果人民币长期贬值,将会持续增加企业的资金成本,并可能给部分项目的定价带来压力。

## RET睿意德高级董事王玉珂: 贬值难阻房企海外融资步伐



□本报记者 张敏

RET睿意德高级董事王玉珂日前在接受中国证券报记者专访时表示,受外资回流的影响,国内房屋等人民币计价资产可能会有所贬值。部分房企的海外融资成本也会有所提高,但由于成本较低,除非国内的金融政策有较大调整,否则人民币贬值不会影响到房企海外融资的步伐。

### 外资有回流冲动

**中国证券报:**万科等房企借道进入香港资本市场,意在谋求海外融资。与国内融资渠道相比,海外融资的优势体现在哪些方面?

**王玉珂:**主要的优势在成本。对于资质相对较好的房地产企业来说,海外融资的平均成本在3%-5%的水平,个别企业的成本更低,甚至达到2%。相比之下,从国内银行获得贷款,成本通常要在基准利率上有一定上浮,成本明显高出海外融资。如果通过比较流行的信托方式获得贷款,最低成本也要12%。打个比方,为什么很多港资企业敢于囤地多年而不开发?主要原因就是它的资金成本低。

**中国证券报:**外资主要是以什么形式进入国内楼市?其更青睐哪些物业类型?对区域有何选择?

**王玉珂:**外资投入国内楼市主要分两类。一是开发类,以房地产开发资金的形式进入。就像早期进入的新昌、凯德,以及一些港资开发商,如恒隆、新鸿基等等。二是基金类,以房地产基金的形式进入国内,如华平、摩根斯坦利等股权投资基金。

从物业类型上看,外资更加青睐商业地产项目,尤其是具有保值功能的核心地段商业。从区域选择上看,主要集中在一线城市和东部省会城市,成都、重庆等西部城市也

## 房企“出海”料增更多变数

□本报记者 张昊

中国开发商进军海外市场已经渐成风潮。就在此时,保持长期升值势头的人民币近期出现了大幅贬值。这一新变化,为中国房地产公司的海外拓展平添了更多变数。不过,有业内人士指出,即使考虑到未来人民币汇率波动的因素,与已经处于较高位置的国内楼市相比,海外市场依然值得国内开发商开拓。

### “出海”渐成风潮

如果说2013年中国开发商对于海外房地产市场的拓展是初步尝试,那么进军海外市场就成为2014年中国开发商的集体决策。越来越多的开发商发现海外房地产市场充满商机,而国内房地产市场连续多年的快速发展,也令中国开发商具备了参与海外房地产市场竞争的能力。

碧桂园是第一批进军海外市场的中国房地产企业之一,其在马来西亚的柔佛州新山市的金海湾项目更是成为2013年碧桂园单盘的销售冠军。碧桂园位于吉隆坡的钻石城项目2013年底开售,认购金额接近5亿元。公司总裁莫斌介绍,今年碧桂园另外一个位于吉隆坡的项目也将销售。

碧桂园随后又宣布进入澳大利亚市场。仲量联行的数据显示,碧桂园今年2月购入一宗位于澳大利亚新南威尔士州占地面积近1.8万平方米的地块,该地块距离悉尼市中心15公里。该地块是迄今为止新南威尔士州最大的城区改造项目之一。

仲量联行国际投资部总监 Ben Hunter表示:“在碧桂园的此次收购交易前,亚洲的其它大型房地产开发公司已在澳大利亚房地产市场进行了大量投资。在过去的12个月里,随着这些企业寻求多元化发展,投资转向国外市场,我们已在悉尼和墨尔本市场完成了数个项目的交易。我们预计,这一趋势在可预见的未来仍将持续。”

无独有偶,万科也进一步加大了境外投资力度。同样是2月,万科联合美国知名地产商 RFR、Hines开发的纽约曼哈顿列克星敦大道

有外资的身影。

**中国证券报:**当前外资在国内楼市的规模比较大,如果人民币持续贬值,会不会造成资金的回流?

**王玉珂:**若人民币持续贬值,外资对国内楼市的兴趣肯定会减弱,资本倾向于回流。整体而言,会造成人民币资产的贬值,包括房地产、股市。

从房企海外融资的角度来说,人民币贬值会造成融资成本提高、融资难度加大。但海外融资的比例是否减少,主要还将取决于国内的金融政策。如果国内融资的难度大,房企仍然会倾向于海外融资,毕竟成本仍然相对较低。

### 今年房价涨幅趋缓

**中国证券报:**亚太、欧洲和美国楼市目前正处在什么阶段?很多国内企业在海外投资,人民币贬值会不会对房企“出海”带来影响?

**王玉珂:**亚太受美国QE退出的影响,房地产市场处于下滑阶段;欧洲一直低迷;美国房地产市场则从金融危机中逐渐复苏。人民币贬值会刺激海外资金回流,会对这些市场注入比较多的资本,有助于其复苏。

值得注意的是,房地产企业开发海外项目,主要目标客群就是国内人群。而人民币的贬值,还会导致国内人民币资产外流,如通过购房等形式向海外流出。因此对房地产企业“出海”,反而能起到一定的促进作用。

**中国证券报:**对今年国内楼市走向怎么看?

**王玉珂:**今年国内房地产市场基本维持平稳,不会有太大的波动。因为从政策上来看,不会再有比较大的调整。即使有一些税费政策的微调,也属于非行政手段,有助于市场的健康发展。但重要的一点是,分类调控的思路可能会越来越明确。对于京沪等热点城市,行政手段还会存在一段时间;而一些供应量充足、空置率高、房价偏低的三四线城市,更多受市场自发调整的影响,市场会有一些波动,但并不会影响全局。总体而言,今年国内房价的整体涨幅会趋缓。

**中国证券报:**最近一些区域房地产市场出现楼盘降价现象,个别房地产企业也出现债务违约现象。这种情况会不会扩大化?

**王玉珂:**对于三四线城市来说,市场出现波动,乃至个别企业出现债务违约,都是很正常的现象。因为这属于市场自我调整的一部分。当一个行业处于全面繁荣、任何一个企业都能在其中赚钱时,市场反而是不正常的。就像手机行业,即使诺基亚不行了,也不意味着这个行业的衰落。

610号项目举行了动工典礼。万科总裁郁亮表示,国际化是万科的长期发展方向。公司拓展海外业务的目的在于增进对海外市场和商业模式的理解,学习和借鉴国外优秀同行的经验。除此之外,光耀、顺和、绿地、万通、中建、中铁、中坤实业等房企也都将触角伸向海外。

### 汇率波动有利有弊

就在房企出海渐成风潮之时,人民币持续升值节奏出现了新变化。对于那些进军海外楼市的中国开发商而言,如果人民币贬值的趋势形成,其在海外拿地的成本将会升高。人民币的贬值预期,已经成为中国开发商拓展海外楼市的不确定因素之一。

“也许还不能从近期的走势断定人民币下跌通道已经打开,但人民币未来缓慢贬值也是大概率事件。”香港粤海证券投资银行董事黄立冲预测到。黄立冲认为,对于那些进入新兴国家的中国开发商而言,未来的开发成本可能会增加。“诸如马来西亚、泰国、印尼等经济相对较弱的国家,这些国家的货币可能同人民币一同进入贬值通道。”不仅如此,经济发展的不确定性也会影响当地人的购房预期。当经济出现悲观预期时,人们买房的意愿也会下降。事实上,很多开发商目前主要目标客户还是国内购房者。在当地产房意愿下降之后,海外项目对国内购房者的依赖会加强,这对于出海的开发商而言并不是好事。

而对货币强势国家的项目,人民币走弱可能意味着中国开发商已经拿下的项目价值会随同当地货币升值。“对于美国这样的国家而言,当地货币的升值预期对中国开发商而言构成利好。”黄立冲说。

除了汇率的不确定因素之外,中国开发商还需要熟悉当地的市场环境,那些独立拿地的开发商可能要面临一些考验。因此,万科这样联合当地开发商拿地的模式可能更加稳妥。

尽管面临着不确定因素,但黄立冲还是认为目前进军海外市场有利可图:“仅从税负的角度考虑,国外房地产开发的税负要远低于国内,因此即使未来人民币缓慢贬值,开发国外项目的利润率依然可能高于国内项目。”