

中国最大的地产企业恒大，依然身处危机之中——债券未能兑付，股票遭到停牌，变卖优质资产，投资者抗议，买楼者彷徨。

这场危机的烈度、广度，乃至戏剧性之强，很容易让人忽视，危机并非仅限于这一家房企。

像恒大一样，多个头部房企面临流动性困难，更有一批中小房企已经倒下，整个房地产在面临一场深度震荡。有从业者认为，“地产行业的‘大时代’结束了，至于未来是一个什么时代，很多人还没工夫想，先活下来再说。”

如果梳理中国房地产行业发展的历史，不难发现，这场震荡与危机背后，既是房企们长期高杠杆运行使然，也是中国政府严厉“去杠杆”政策使然，而究其原因是中国正在试图避免一场更大的危机。

“90年代末，有一部港剧《创世纪》，关于房地产的发展，上大学时看了这部剧，心潮澎湃，毕业后就加入了地产行业。”一位武汉的地产人士向BBC中文表示，“我感觉，1998到2018，这20年是中国内地房地产业的‘创世纪’。”

1998年，在亚洲金融风暴的压力下，中国还坚持人民币不贬值，导致外贸不振，连续多年以两位数增长的中国经济，突然降速到8.8%，中国急需新引擎提振经济。

当时刚刚接任总理职务不久的朱镕基将房地产改革提上日程。

在朱镕基看来，拉动内需最好的方法就是激活房地产市场，房地产产业链很长，涉及行业多，建材、化工、钢铁等都会受益。“转正”四个月后，朱镕基领导下的国务院正式宣布，福利分房年代结束，住宅商品化时代开启。

土地财政

”等顽疾，甚至产生“强拆”等严重的次生问题，但房地产市场一举“放活”，狂飙突进的发展成为中国经济的重要动力。

这一过程中，中国不少房地产企业都沿袭香港卖“楼花

”的模式（预售制）——向银行借贷数以亿计的资金买地，之后几个月内就开盘售楼，收回数倍资金，接着再把这笔钱投入买更多的地，借更多的债，开更多的盘。

地方政府也在这一过程中大举卖地，充实财政；居民买房“上车”，在不断上涨的房价下实现资产增值，似乎实现了一个难得的多赢局面。

10年过去，房地产市场的好日子并没有结束。一如1998年的亚洲金融危机，另一场危机为中

国房地产的一个高光时

刻埋下伏笔——2008年，美国爆发次贷危机

，金融海啸波及全球，当年11月中国进出口数据突然跳崖，出口增速从上月的19.2%下降到-2.2%，进口增速从上月的15.7%下降到-17.9%。

为了刺激房地产提振经济，2008年财政部宣布个人首次购买住房的契税税率下调到1%，并对个人买卖商品房暂免印花税和土地增值税。中国央行

宣布，首次置业和普通改善型置

业贷款利率下限为基准利率的0.7倍，最低首付款比例调整为20%。

这两剂猛药，使房地产的拉动效应十分耀眼。2009年刚过完一季度，30个重点城市中有24个城市的住宅成交面积环比上升，有10个城市环比增幅甚至超过50%。

到2016年，中国开启一轮棚改货币化，简而言之就是将城市中难以配套的“老破小”的区域进行拆除，给予拆迁户现金补贴，鼓励他们再拿这笔钱去购房。

棚改货币化的加入，像是备齐了柴火，点着了火苗，再浇上一盆油——中国的房地产市场的火势“腾”的一下窜了起来。

中国楼市“量价齐升”，恒大通过激进的高杠杆操作，搭上政策的“东风”，瞬间膨胀，当年就成为中国第一大房企，也将许家印推上了中国首富的宝座。

香港中文大学商学院

房地产助理教授杨扬向BBC中文表示，1998年房改释放了中国房地产市场化的洪荒之力，创造了大规模城市化、经济高速增长、民生大幅改善的成就，所以房地产拉动国家的经济增长做出了很大贡献。

不仅如此，高速发展，让中国的资产价格不断上涨，无论企业还是居民，都在大举借贷，风险不断累积。

虽然2014年到2017年，中国政府通过房地产去库存，让整个房地产产业链的债务转化了城镇居民的住房贷款，化解了地产商和银行的债务压力。债务压力虽然转嫁，但并未消除，整个金融和地产体系都在集聚风险。

一旦资产带来的收入不足以支付利息，结果只能进行借新还旧的“庞氏骗局”式融资。

这时的金融体系变成一个内部翻滚的压力锅，随时可能顶开盖子，全面爆发危机，然后进入漫长的金融去杠杆时期。30年前发生在日本的恰恰是这一幕。

198

0年代，

美国和日本间也打起了贸易战，最终，日本自愿限制出口，并签订广场协议（The Plaza

Accord），干预外汇市场，诱导美元对日元贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题。

广场协议后，为了应对

日元升值带来的出口压力，日本采取宽松的货币政策和积极的财政政策，最终造成疯狂的地产泡沫。

红火的地产，使居民储蓄

减少，背负巨额债务，一旦泡沫破裂，人们的消费力大打折扣，经济陷入停滞，也就是发生在日本的“失落的20年”。

美国经济学家海曼·明斯基（Hyman

Minsky) 对此有精妙分析，因此崩溃发生刹那被称为“明斯基时刻”。

在2017年，“警惕明斯基时刻”第一次出现在时任中国央行行长周小川的讲话中，似乎预示着地产盛筵的终结。

今年三月，中国银保监会主席郭树清的表述甚至更直白——“上世纪以来，世界上130多次金融危机中，100多次与房地产有关。2008年次贷危机前，美国房地产抵押贷款超过当年GDP的32%。目前，我国房地产相关贷款占银行业贷款的39%，还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业。可以说，房地产是现阶段我国金融风险方面最大的‘灰犀牛’。”

一个时代的结束

回望2017年的恒大，正是风光无限之时。中国媒体财新援引一名恒大高管称，许家印在一次内部大会上回忆，2017年是恒大最辉煌的一年，“荷包满满”。那一年恒大选择了大肆扩张，追求规模和速度，大搞多元化。公司加大杠杆，此后每年支出的利息就超过了1000亿元。

“老板（许家印）承认了2017年的战略失误。” 这名高管说，“在过去几年里，国家开始新一轮楼市调控，2019年中国恒大又回A失败，2020年遭遇做空，诸多因素（导致恒大走到今天）。老板（许家印）回忆了这些情况，也是比较伤感。”

在恒大所走的这条路上，他并不孤独，大量的中国房企采取类似的高负债、高周转的风险模式。区别在于恒大负债更高、周转更快、拿地更多、风险更大。

上述武汉的地产人士认为，杠杆本身并不邪恶，抓住趋势，利用杠杆，不仅企业快速成功，而且对整个经济也有利；邪恶的是，加的杠杆过多，绑了很多人上船，还对趋势的变化不管不顾，船翻之时，连累他人。

事实上，在中国压制房地产行业，防止“明斯基时刻”的政策信号，已经闪烁多年。

香港中文大学商学院房地产助理教授杨扬介绍，从2010年起，政府开始了房地产市

场调控，稳定房价、地价、以及市场预期。为避免金融系统性风险，从2016年开始坚持“房住不炒”定位，采取限购限贷限售、严格价格管理以及规范市场秩序等措施。而从去年（2020年）开始，政府陆续出台了一系列政策对房地产行业都有非常深远的影响，比如房屋成交指导价打击炒房投机心态稳定楼市价格等。

此外，2020年8月中国对重点房企融资提出“三道红线”，2020年底又提出金融机构房地产贷款集中度上限，两项深刻改变房地产金融格局。

上述地产人士表示，以前感觉对地产的监管是“关上一扇门，打开一扇窗”，而且如果经济不好，“门和窗会一下子全部打开”，2018年之后，业内感受越来越强，就是“门窗紧闭”，信贷资金越来越紧，“透不过气”。

严格的政策压力下，2020年房地产贷款增速八年来首次低于各项贷款增速。

身处
其中的房
地产企业开始感受

“门窗紧闭”的窒息感——2020年7
月以来，泰禾集团、天房集团、三盛宏业、福晟集团、华夏幸福、
正源地产、协信远创、蓝光发展、阳光100等多家房地产企业相继出现债券违约。

“在一系列政策调控的推动下，对于房地产企业来说，凭借高杠杆高周转进行快速扩张的资本红利时代已经结束了。”杨扬认为，未来房地产行业将不再是中国的经济支柱，中国经济将向先进制造业及战略性新兴产业转型。

万科
表示，过去几个月
一直在与恒大就项目合作进行谈判，
并收购了四川蓝光发展的三个项目，蓝光发展
是一家规模较小的开发商，在7月份发生违约。

开发商碧桂园
旗下物业管
理部门碧桂园服务周一
表示，已同意以100亿元人民币收购广州富力地产旗下的富良环球。

“在目前紧缩的信贷环境下，整合肯定会加速，”路透社援引华东一家开发商的高管表示，并称该公司目前正在考察几个项目。

“如果一家面临流动性紧缩的公司在问题刚发生时不赶快出售资产，就有可能像恒大一样面临倒闭，”他表示。

除了“优胜劣汰，以大吃小”的行业整合外，杨扬则认为，未来房地产企业可以在以下两个方面寻求转型机会来适应新环境：

一，
低碳可持续发展。在中国碳达峰、碳中和的发展路径下以及对数字经济的核心定位下，
房地产企业可以进行数字化转型，比如智慧社区的数字化运营，绿色建筑的房屋能源监控及智能家居等等都是未来房地产行业的价值产出。

二，专注物业管理及运营。老旧小区改造、基础物业服务及高端物业服务有巨大的市场等待开拓。开发智慧物业和建造智慧社区的建设在房地产数字化转型中都是发展机遇。