

Focus

# 单月直投量骤降八成 “热钱”遇冷无奈曲线炒楼

对于在中国浸淫已久的海外投资者来说,商务部自上个月起下放房地产备案权的消息,并未带来多少欣慰。

“‘限外’还在加强落实。最近这两个月,房地产项目投资的操作愈发困难。”不止一个外资房地产基金经理这样抱怨。而据商务部最新数据,6月份,完成备案的外商投资房地产企业共153家,7月份该数字却大幅缩水:截至7月底,完成备案的外商投资房地产企业仅为35家,同比大降77%。将近八成的锐减量说明,由于“热钱”的问题,外资直线进入中国楼市炒作的“门缝”越关越小。

然而,事情并非如此简单。尽管遭遇政策掣肘,外资对于中国房地产市场的兴趣并未减退。相反,面对苦无资金来源的中国内地房企的渴求,外资入市的更多通道正在开启。

◎本报记者 唐文祺

## “热钱”变冷

### 直线投资愈发困难

事实上,海外资金在一线城市直接、快速完成房地产收购的大门,早在数月前便已缓缓关闭。

对于喜好收购中国内地商业物业的某房地产投资基金来说,自第一季度在上海完成一笔收购之后,已经连续多月未能再有建树了。今年以来,从境内企业手里直接购买物业的操作难度越来越大。”该投资基金负责人坦承。在此之前,该基金曾试图收购一栋内地房企名下的写字楼物业,但在长时间等待相关部门审批无果之后,终告放弃。

一名美资开发企业负责人向上海证券报记者透露,如果外资企业介入土地拍卖,可以在“特别允许”的情况下,直接从境外把外币汇入土地招拍挂的保证金账户。如果竟地成功并通过审批的话,这笔资金就可以直接结汇。”他表示。

然而,今年的情况尤其不同,据他介绍,该外资企业早在年初时,便已在青岛成功竞得一幅土地。可是,在项目审批通过之后,外汇却一直迟迟未能予以结算。都说外资投资中国是冲着人民币升值来的,但现在是在美元被困在账户里不停贬值,光汇率方面就损失了不少。就算是热的钱,也变得冷了。”该负责人无奈表示。

商务部自7月1日起开始下放备案权至地方商务主管部门,在正式执行之

前,该消息一度被外资投资者们视为利好,但事与愿违。在商务部出台的“外商投资项目核准和设立审批程度”中规定,投资总额在5000万美元以下的限制类外商投资项目由地方自行审批。从实际的操作情况来看,虽然审批权限有所下放,总额限制却并未放开,5000万美元的额度在现在的市场中是无法做项目的。”一位外资开发商表示。

公开数据显示,6月份完成备案的外商投资房地产企业共153家,但在7月份的数量大幅缩水,截至7月底,完成备案的外商投资房地产企业仅为35家,且“项目情况”一项标注为“新设”的住宅项目几乎没有。根据现在的操作情况来看,一线城市的商业项目无法做,二、三线城市住宅也只能通过招拍挂的方式获取,困难也不少。”该开发商无奈地说道。

有基金因此改变投资策略。在2006年底,海外核心基金——养老金、保险公司等稳健型投资机构开始迈入上海市场。对他们来说,一线城市的楼市价格虽然已经高企不下,但随着市场成熟度的提高,风险也在相应减弱。然而在今年,讲究规避风险的核心基金却开始驻足不前。“一方面是由于一线城市的投资难度加大;另一方面是由于对市场及政策保持观望。”一名欧洲养老基金的负责人表示。

## “外外”循环

### 离岸交易渐成风潮

即便如此,变换方法后,仍有大批外资投资者急切地想要进入中国房地产市场。

全球资本巨头黑石集团将从卓越金融手中购得的上海长寿路商业广场,作为其进军中国房地产市场的首枚棋子,价格为11亿元人民币。就在黑石集团正式出手之前,今年1月,高富诺购买了长宁区的华山夏都苑C幢,这栋总面积为29280平方米的住宅物业,作价为12亿元人民币,此前由摩根士丹利在2006年6月以7.6亿元购得;2月,韩国未来资产从美资背景的基汇资本手中,购得了翠湖天地御苑18号楼,价格为9.63亿元。

5月,上海房地产市场出现了写字楼物业单栋收购最新纪录。李嘉诚旗下的香港上市公司和记港陆发布公告称,与美国投资基金亚太置地旗下公司霍金斯投资有限公司签订协议,以44.38亿元出售位于上海长寿路的世纪商贸广场。但在2005年,和记港陆收购该栋写字楼的价格只是3亿美元。该则交易让李嘉诚三年间收益21亿港元。

基本都是“外外循环”的离岸交易。在目前的市场情况下,只有上述离岸交易才是理想的操作模式。因此,即使有卖家开价

很高也有买家乐意接受。”世邦魏理仕策略顾问部中国区执行董事陈志强表示,因为可以免去外汇结算的问题,关键是可以节省时间。”

业内人士分析,外资投资者们虽然依旧钟情于中国房地产市场,但日趋严格的控制政策让他们感到棘手。Y71号文中明确规定,境外机构和个人通过股权转让及其他方式并购境内房地产企业,或收购合资企业中股权,未能以自有资金一次性支付全部转让款的,外汇局不予办理转股收汇及外汇登记。”

为了规避类似风险,今年离岸交易的增长便是显而易见的趋势。当然,对于意图进入中国房地产市场的投资机构来说,离岸交易便只能“局限”于原本便由外资控股的项目。根据高力国际提供的报告,2008年上半年在上海成交11个物业,总体成交金额已逾17.2亿美元,已达到2007年全年成交总额的61%。其中,境外机构成交项目达8个,投资金额占总体成交金额的88%。回顾这些外资收购案例时不难发现,离岸交易在今年上半年,已成为外资投资中国房地产市场采取的最主要方式。

## 兴趣转变

### “热钱”也搞股权投资

另一方面,直接投资项目上的难以运作,也使得部分海外房地产基金另辟蹊径。”

中国社科院世界经济与政治研究所博士张明认为,尽管在“热钱”的定义、规模估算方面存在很大争议,但当前“热钱”加速流入中国却是不争的事实。他表示,除了大量“热钱”以人民币存款形式存在之外,已有“热钱”为大量不能获得贷款的中小企业,尤其是中小房地产开发商,提供生产运营资金。高力国际投资服务与特别项目助理董事张小龙告诉上海证券报,早在2003年、2004年间,外资投资成熟物业项目的一般毛收益率在11%左右,净收益率在7%-8%左右。但如今这种投资行为的毛收益率已下降到7.3%,净收益率仅6%左右。

虽然收购成熟物业使得风险降至较低,但早期进入中国市场的一些中长期投资基金,在已经适应中国的投资环境之后,

开始转向原本被他们认为是“风险太大”的股权投资和项目开发方式。张小龙认为,由于目前投资市场的竞争令投资收益不断收窄,因此境外投资者通过参与到项目的前期开发中,项目开发阶段回报率便可扩大至20%。另一方面,国内开发商由于受到宏观调控以及信贷紧缩政策的影响,也急需境外的资金支持。

一位业内人士向记者透露,外资参与开发通常会采取两种方式:一种是直接入股项目公司;另一种是先期借予资金,待发展至一定程度,再以股份的形式进行“抵债”。从前借债方式的回报很低,因此很多投资机构更愿意入股参与开发形式,因为利润回报很高。但现在情况明显不同,入股的投资回报率已达到20%已经不错了,而借债的回报率却能够高达25%-30%,因此这种投资方式已成潮流。”该业内人士说道。



位于上海长寿路的世纪商贸广场,曾创下上海写字楼物业单栋出售价格的最高纪录 资料图

## ■相关新闻

### 欲借道退出

## 外资豪赌明后两年房企上市潮

◎本报记者 唐文祺

由于股市疲弱等因素,今年内地房企希冀从资本市场开拓融资渠道的愿望,无疑受到很大冲击。然而,不少业内人士告诉上海证券报记者,已冷清约半年的房企境外IPO,近期却有暗潮涌动的趋势,不少投行纷纷开始为明后两年的IPO承销业务做准备。仅6、7月份,就收到了5-6个房地产企业IPO承销业务的计划书。”一位海外投行人士透露。

据香港罗兵咸永道会计师事务所的预测,香港股市在2008年全年的新股集资总额为1300亿港元,而内地IPO集资总额将为2500亿元人民币。与其早前预测的2800亿港元及4800亿元人民币相比,降幅分别达到了53.6%及47.9%。投资者信心不足,市场层面资金量少,新股发行很难达到理想状况。”香港地区一位券商告诉记者。

然而,近两个月来,各家投行并没有完全闲着,正在悄悄展开IPO承销业务的准备工作。与之前5个月毫无音讯的情况迥然不同,一些预热的项目开始启动。”据该人士介绍,境外IPO通常需要1-2年的准备时间,从各家投行的反应来看,实际上普遍看好明年以及后年的资本市场走向。

据罗兵咸永道会计师事务所合伙人孙宝源公布的数据,截至6月30日,中国内地和香港地区的股市IPO金额,分别为898亿元人民币和503亿港元,

集资总额位列全球排名第二。孙宝源指出,港交所已经批准28家内地企业来港上市,预计下半年赴港上市的公司集资额不会明显下跌,但企业的上市市盈率,将降至大约18-22倍。

对投行来说,IPO承销业务其实是很简单的一种获利方式。”上海逸儒商务咨询有限公司总经理傅宇鹏说道。由于熟悉并购交易、杠杆收购等多种金融方式,因此傅宇鹏并不难理解在如今的外资管理环境下,传统IPO承销业务仍然凸显出来的重要性。外资投行通过IPO承销业务的操作,一般从中获取1.5%-3%的佣金。”傅宇鹏表示。

建业地产是今年迄今为止惟一完成IPO上市的内地房企,摩根士丹利是其惟一保荐人。虽然上市规模缩水不少,加上挂牌首日便跌破发行价,损失可谓不小。但在如今低迷的市场情况下,该项IPO业务的完成,仍然被业内认同为成功之作。有市场消息人士称,对于占据中国企业海外IPO交易近一半份额的摩根士丹利而言,建业地产的保荐发行意在“投石问路”,其后摩根士丹利将会展开一系列IPO承销业务。

傅宇鹏认为,对于先期介入的机构投资者来说,IPO的完成有助于第一批投资者“套现”离场,而最近市场波动,使得许多机构投资者无法经由IPO方式顺利退出。从这两个月的市场反应来看,对于IPO业务及资本市场的信心正在恢复之中。”他表示。

## ■把脉“热钱”

### 【原因】

## 中国楼市为何成为“热钱”避风港

◎本报记者 唐文祺

毋庸讳言,市场对于“热钱”流入中国楼市的担心从未停止。现在的所谓热钱并不热,其实是以正规投资方式进来的。”一位美资基金投资人并不认同市场对其带有贬义的看法。花旗银行中国区首席经济学家沈明高曾表示,判断“热钱”的一个重要标准是“快进快出”。但由于中国外汇管制较严,许多钱进来之后再要出去会有相当大的困难,从而转变成为中期或长期投资,这便是沈明高所称的“热钱冷却”的意义。

以上海世纪商贸广场的转手为例,虽然从表面上看,以高价接手世纪商贸广场的买家,投资回报的空间可能被压缩了。但投资基金的真实意图并不会这么简单。世邦魏理仕策略顾问部中国区执行董事陈志强认为,交易结果可以反映出接手买家的“决心”。越是能够接受高额价格的买家,越说明他的长期投资意图。”他说道。

有媒体引用研究咨询机构Real Capital Analytics的数据称,今年第一季度,全球新兴市场的房地产交易数量猛增43%。RAC数据显示,从去年3月份截至今年3月底的一年中,流入中国的资金达1020亿美元,占发展中国家接受外资总额的近三分之二。期内,无论是按价值还是按地皮数量计算,全球近一半的土地转让交易发生在中国。

究其原因,其实不难解释。RAC提供的另一个数据展示了截然不同的情况:2008年第一季度,工业化国家的房地产交易量较去年同期减少了54%。美国信贷危机更是对这种投资意图起到了推动作用,大批投资基金赶往其他市场寻找投资房地产获利的机会,同时在决定目的地时比过去更为挑剔。

对于境外资金而言,在一些亚洲国家的金融危机初露端倪之后,中国就成为最好的“避风港”。”第一上海证券策略员叶尚志表示。就在近期,大量资金正在陆续从亚洲各地慢慢汇集到中国。

### 【对策】

## 严堵“热钱”不可放松

◎本报记者 唐文祺

央行公布的数据显示,今年第一季度,商业性房地产贷款增速放缓。商业性房地产贷款和购房贷款余额增幅自2007年12月末开始逐步下降,分别由2007年12月末的30.6%和33.6%下降至2008年3月末的25.7%和29.8%。戴德梁行预计,2008年全年银行系统对于房地产业的信贷规模仅为8800亿元,较2007年减少约3000亿元,同比下降四成。

中国社科院世界经济与政治研究所博士张明指出,在人民币对美元汇率将会持续升值的单边预期下,“热钱”大规模流入中国,且停留时间可能超过1年。而在房地产调控和信贷紧缩的双重压力下,一些开发商遇到了困难,“热钱”趁机向这些开发商伸出了援手。他指出,建立在高回报基础上的融资方式,既包括直接的信贷方式,也包括建立在回购协议基础上的假股权真债方式。

数据显示,今年一季度,我国外汇各项贷款增加488亿美元,同比多增462亿美元。4月份,外汇储备余额增长744.6亿美元,创单月外汇储备增长历史新高。其中,贸易顺差为166.8亿美元,单月外商直接投资只有76亿美元,“不可解释性外汇流入”高达501.8亿美元。

德意志银行在一份研究报告中认为,今年4个月间实际流入中国的热钱可能达到3700亿美元。报告指出,外汇储备增幅的很大一部分可能来自于游资涌入,也正是大规模游资的进入,致使官方无法对资金进行有效回笼,导致商品和资产的价格迅猛上涨。

银河证券发布的报告称,从2005年到今年上半年,流入中国的热钱约为4793亿美元,约占同期新增外汇储备的41.4%。由于受到人民币升值和资产收益预期不断增强的影响,2005年以来“热钱”流入中国的速度开始加快。

分析师郝大明指出,2005年-2007年间,“热钱”占当年新增外汇储备的比重分别达到30.7%、33.9%、44.5%。仅在今年上半年,假定通过直接投资、外债、投资收益与非官方经常转移渠道等4种方式,流入中国的“热钱”之和为850亿美元。加上进料加工贸易流入的“热钱”546亿美元,合计1396亿美元,占今年上半年新增外汇储备的49.8%。

央行此前发布的《2008年第一季度货币政策执行报告》认为,外汇资金大量净流入主要是因为国内经济基本面总体较好,贸易顺差规模较大,外商直接投资持续流入。在报告中,针对外汇大量净流入的局面,采取的一系列措施便包括“限制外商流入房地产市场”,同时严格资本项目和个人结汇管理,以及开展外汇资金流入与结汇检查等。

发改委日前下发的《关于进一步加强和规范外商投资项目管理的通知》提出,要与其他七部委加强联动,其实质便是为了防止“热钱”的无限制流入。央行最新公布的数据称,6月份国家外汇储备余额增至1.81万亿美元,当月仅增加119亿美元,远低于4月份的755亿美元和5月份的403亿美元。外汇储备增速创下两年多以来的最低水平。

有专家认为,在目前的国际经济形势下,中国适当地保持人民币和外汇的流动性过剩是有好处的。但在人民币升值速度较年初有所放缓的形势下,可能更需防范“热钱”流向的逆转。

