

房地产行业

以史为师，90年代海南市场周期带来的启示

✍️：杨凡 执业证书编号：S1230521120001
✉️：yangfan02@stocke.com.cn

投资要点

□ 海南优惠政策促使房地产市场过热，紧急调控市场迅速降温

1988年改革开放十周年之际，海南被选中作为深化改革开放试验点，脱粤建省。建省之初海南省经济水平起点低，为促进海南省经济发展，国家给予海南省高度灵活开放的自主权以及减免税收的优惠政策以吸引众多投资者。1992年邓小平南巡发表讲话，要求加快住房制度改革步伐，海南建省和特区的效应全面释放，炒房热推向高潮。海南房地产业发展过于迅速，市场漏洞层出不穷。1993年国务院发布《关于当前经济情况和加强宏观调控意见》，出台了16条措施全面严格管控信贷规模、存贷利率、基建投资等方面，从根本上紧缩银根，限制房地产行业的投资。以杠杆资金支撑起来的楼市迅速坍塌，开发商纷纷逃窜，海南省1.3万家房地产公司倒闭了95%，累计积压1631万平的烂尾楼，闲置土地18834万平，以及沉淀资金800亿元，众多金融机构因坏账增加受损严重。至此，海南房产泡沫彻底破灭，商品房价格及成交金额迅速下跌。

□ 八年积压房处置长路漫漫，三步走盘活积压房

为解决房地产泡沫破灭带来的经济问题，1995年海南政府成立海南发展银行，试图用金融手段挽救房地产衰败局势。但因高息揽储后坏账增加，银行无力支付储户足够利息而降低存储利息，失去民众信任，因而遭遇挤兑风波。金融手段尝试失败后，海南政府开始从行业本身找问题，将工作重心放到了如何处置积压房产上。1999年海南政府成立了处置积压房地产工作小组，并联合四部委出台《处置海南省积压房地产试点方案》，提出处理积压房地产的三个步骤：确定产权，处理金融资产，处置积压房地产：

1) **确定产权**：债权债务混乱、产权不明确是海南省积压房的普遍问题，省政府规范房地产登记发证的操作规定及流程，以规范登记行为保障权益人合法权益，为后续房地产积压处置工作排除权属障碍。

2) **处理金融资产**：海南省政府成立海南联合资产管理公司专门承接、管理和处置国有银行及资产管理公司协议移交的积压房地产，以此避免金融机构对政府代处置方式的不认同。

3) **处置积压房地产**：海南将积压房地产、闲置土地、停工项目分门别类分开处理，通过回收土地调节供应、将积压商品房转为经济适用房、放松限购限贷刺激需求等方式多管齐下，对城市规划和土地供应做了更严格的调整，逐步化解不同类型资产的积压问题。截止2007年，海南省98.13%的闲置土地，97.6%的积压商品房已被妥善处置。

□ 以史为鉴，历史处置方法可借鉴

海南2000年处置停工项目面临的问题和目前市场的停工问题有类似之处，例如1) 开发商购地、建造成本高，业主购房成本高导致的降价难；2) 市场供大于求引起的盘活难。由于海南当时项目经过多次交易，所以还有项目确权难的问题，导致项目纾困前确权花费时间较长；3) 市场供过于求，收缩供给和促进需求需要同时发力。对比现在部分地方市场出现的停工问题，我们认为具体盘活方面可借鉴海南的处理方法，包括按需改建房屋用途、改造空置房、加强建设用地管理、设立地方专业处置机构并注入流动资金，以及需求刺激、政策同时推进等方法。

行业评级

房地产行业

看好

报告撰写人：杨凡

正文目录

1. 改革春风吹海南，独立成省引淘金	3
2. 90 年代宏观政策收紧，房产泡沫破灭	5
3. 解困海南经济，耗时八年迎房产新春天	7
4. 回顾海南房产跌宕起伏过程中的重要指标	11
5. 以史为镜，反思当下	13

图表目录

图 1: 1990-2000 年海南省商品房销售额	4
图 2: 1988-1993 年海南商品房平均价格 (单位: 元/平)	4
图 3: 1990-2000 年海南省房地产开发投资	4
图 4: 1990-1997 年海南省新增固定资产 (亿元)	4
图 5: 1988-2000 年海南省地方财政收入	4
图 6: 1989-2000 年海南省 GDP 走势	4
图 7: 1988-2000 年海南省第三行业 GDP 走势	4
图 8: 1989-2000 年海南省年末常住人口	4
图 9: 1987-1995 年海南省商品房平均价格 (元/平方米)	6
图 10: 海南省房产泡沫破灭后留置的烂尾楼	6
图 11: 海南省房产泡沫破灭后留置的烂尾楼	6
表 1: 海南省积压房地产详细处置方法步骤梳理	8
图 12: 海南处置积压房地产解决方案总结	10
图 13: 1992-2000 年海南省房屋竣工率变化 (%)	11
图 14: 1990-2007 年竣工面积和增速变化	11
图 15: 1990-2007 年海南省房屋空置率 (单位: %)	11
图 16: 1990-2010 年海南省商品房平均销售价格走势	12
图 17: 1990-2007 年海南省房地产销售面积和增长率 (单位: 万平和%)	12
图 18: 2000-2010 年海南省土地购置费用 (亿元)	12

1. 改革春风吹海南，独立成省引淘金

进入中央视野，正式独立成省。曾隶属于广东省，人均 GDP 远落后于全国平均水平的海南在改革开放十周年（1988 年）之际喜迎重大转机。为促进经济发展，扩大改革开放范围，国家在成立深圳、珠海、厦门和汕头四个经济特区后，将海南选作深化改革开放的试点城市，并对其寄予厚望，希望建立成全国最大的新特区。1988 年 4 月 13 日第七届全国人民代表大会第一次会议通过了《关于设立海南省的决定》和《关于建立海南经济特区的决议》。海南于同年 8 月 23 日脱离广东省管辖，随后海南省人民政府挂牌于海口市，海南正式成为中国第 31 个省级行政区。

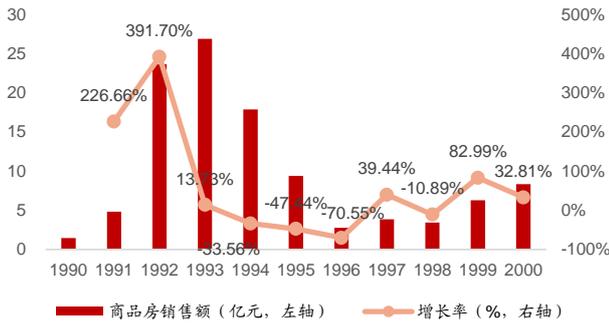
国家政策积极鼓励，海南房产热潮拉开序幕。1988 年建省之初，海南省经济水平起点较低：农村人口占比 80%，工业产出水平低，人均 GDP 仅有全国平均水平的 80%，17%左右的人口尚处在温饱水平。为更好地促进海南省经济发展，1988 年 5 月 4 日，国务院发布了《关于鼓励投资开发海南岛的规定》，给予海南省高度灵活开放的经济政策及人民政府自主权，鼓励境内外企业投资开发，并根据不同企业类型给予一定年限的税务免征优惠。1990 年 5 月出台了《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》，为土地使用权有偿出让提供了具体依据，为建立可流转的房地产奠定了基础。1992 年，改革开放总设计师邓小平发表南巡讲话，提出加快住房制度改革步伐，至此海南建省和特区效应得到全面释放，逐步形成一套完整的生产和经营体系，商品房市场初步形成，建设规模及经营实力持续增强，房地产成为海南省重要支柱产业之一。

海内外投资者蜂拥而至，千亿资金四面涌入。在国家相关政策层出不穷和国家领导人积极鼓励的背景下，数以万计的海内外投资者涌入海南，包括中远集团、中粮集团、核工业总公司在内的中央企业，以及全国各地知名企业纷纷加入海南房地产开发队列。一夜间海南的房地产公司如雨后春笋般涌现，1992-1993 年炒房热潮高峰时期有两万多家房产公司。以四大商业银行为首，银行资金、国企、乡镇及民营企业的资本通过各类渠道源源不断涌入海南，大量资金被投入到房地产行业，货币供应量空前。

截止 1992 年底，海南省可用于房地产开发的资金总计 83.95 亿元，房地产开发投资总额达 30.22 亿元，同比增长 178.27%；全省开发土地面积 2486.5 万平方米，商品房新开工面积 294 万平方米，增长 1.3 倍；建筑竣工面积 256.6 万平方米，其中竣工房屋面积为 106.1 万平方米，同比增长 111.78%。1992 年海南省商品房销售额 23.64 亿元，其中住宅销售额 20.10 亿元，1993 年以 28.89 亿元销售额成为 90 年代全国省级商品房销售额第一名。随着资金的不断涌入及强大的开发力度，海南省房价飞涨：据《中国房地产市场年鉴（1996）》显示，海南省商品房平均价格由 1991 年 1400 元/平方米猛增至 1992 年 5000 元/平方米，同比增长 257%，后于 1993 年以 7500 元/平方米达到顶峰。

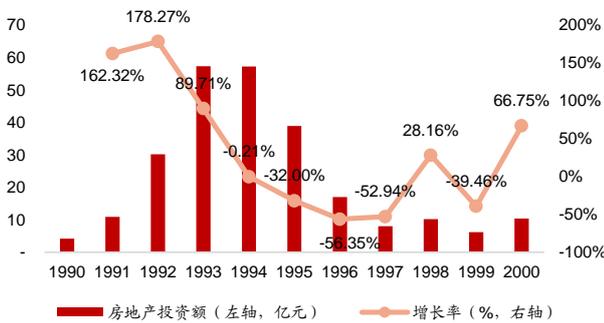
财政收入可观，省内 GDP 飞速提升。海南省房地产的迅猛发展为地方财政提供了大量积累，建省 5 年以来房地产企业经营总收入达 73.1 亿元，实现利润 11.3 亿元。1992 年海南省地方财政收入大幅增长至 14.97 亿元，同比增长 60.79%，五年 CAGR 达 25.44%。海南省 GDP 方面提升也非常迅速，1992 年海南省 GDP 达 184.9 亿元，同比增长 71.31%，1989-1993 年 CAGR 达 24.55%。其中，房地产行业所属第三行业表现尤为亮眼，1992 年海南省第三行业 GDP 达 93.1 亿元，同比增长 103.99%，1989-1993 年五年达 31.14%。在人口增长缓慢的海南省，建省 5 年来如此大幅的 GDP 增长，特别是房地产行业所属的第三行业，更凸显了房地产行业彼时在海南省的强劲发展势头。

图 1: 1990-2000 年海南省商品房销售额



资料来源:《中国金融年鉴》, 浙商证券研究所

图 3: 1990-2000 年海南省房地产开发投资



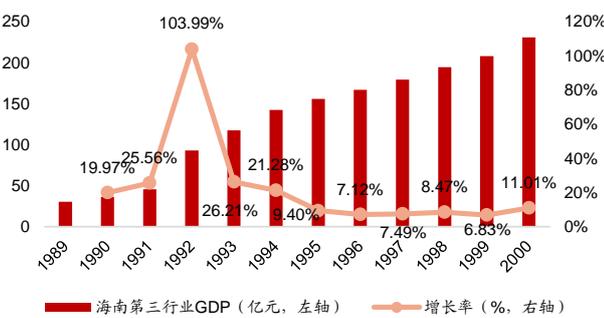
资料来源:《中国房地产市场年鉴(1996)》, 浙商证券研究所

图 5: 1988-2000 年海南省地方财政收入



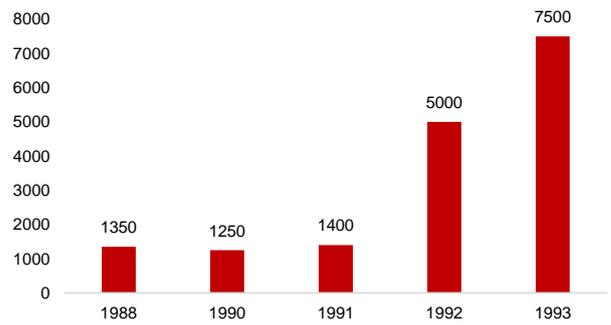
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 7: 1988-2000 年海南省第三行业 GDP 走势



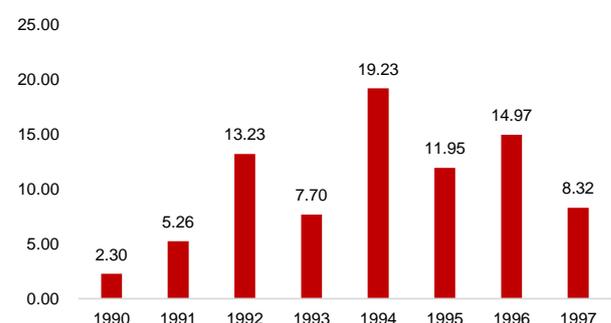
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 2: 1988-1993 年海南商品房平均价格 (单位: 元/平)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 4: 1990-1997 年海南省新增固定资产 (亿元)



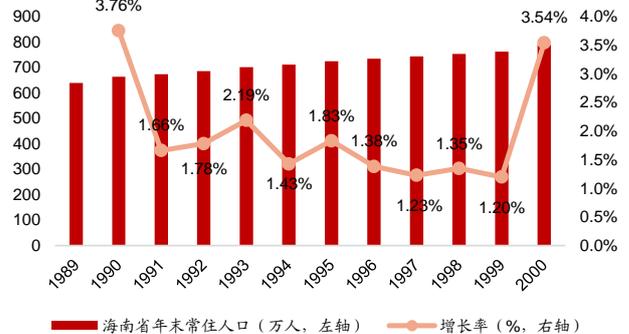
资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 6: 1989-2000 年海南省 GDP 走势



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 8: 1989-2000 年海南省年末常住人口



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

2. 90 年代宏观政策收紧，房产泡沫破灭

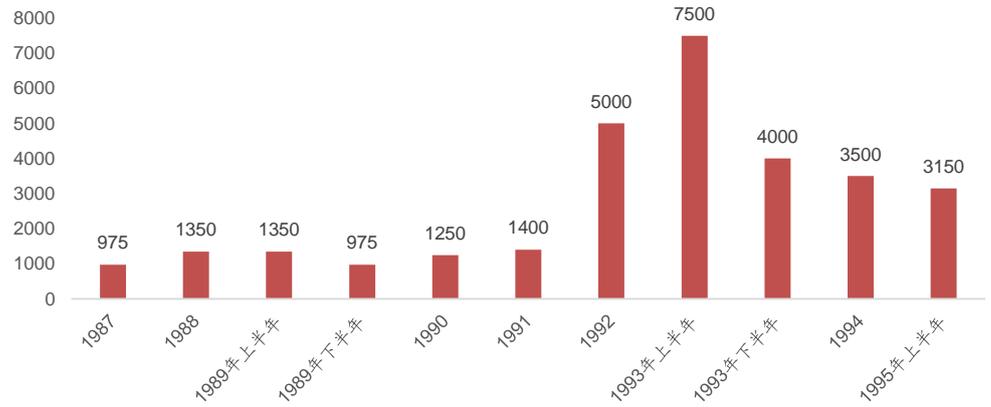
股权债券频繁交易，房地产市场漏洞百出。无数房地产公司“击鼓传花”式炒卖及倒卖海南省的地皮及房产，因此海南省房地产股权和债券交易异常活跃，价格随行就市。在此情形下，海南省房地产市场积累了以下问题：

- 1) 房地产市场调节能力弱，业态开发比例不合理；
- 2) 供需市场由最初的卖方市场逐渐转为买方市场，地产商和买房客户双方均较为盲目，市场总供给短期内超出市场总需求，房屋空置率较高；
- 3) 城市布局及宏观规划不够明确，因而对开发的引导和调控较为困难；
- 4) 行业投机性需求过强，开发土地面积过大，后续资金投入不足，开发进度受阻；
- 5) 部分房地产交易属于私下交易，不受正规监管且手续不完善，导致出现产权、房价、付款等问题纠纷。

银根收紧，国家加强宏观调控。面对剧烈增长的泡沫及层出不穷的问题，中央首次出面干预。1993 年 6 月 23 日，国务院副总理讲话宣布终止房地产公司上市，并全面控制银行资金进入房地产行业；翌日，国务院发布《关于当前经济情况和加强宏观调控意见》，出台 16 条强力调控措施，包括严格控制信贷总规模、提高存贷利率和国债利率、限期收回违章拆借资金、削减基建投资、清理所有在建项目等。国家对投资资本进行严格管控，使海南房产泡沫在急剧膨胀后瞬间破灭。因缺少资金来源及国家加强管控，开发商于 1993 年开始纷纷撤离，全省 1.3 万家房地产公司倒闭了 95%，曾经风光一时的海南岛彼时仅剩下占全国 10% 的积压商品房，高达 1631 万平的烂尾楼，18834 万平的闲置土地，以及 800 亿元的沉淀资金。

房价地价一夜猛跌，众多金融机构受损严重。房地产热潮瞬间退却后，海南省房价急速下跌，1993 年就由上半年的 7500 元/平方米跌至下半年的 4000 元/平方米，随后的几年仍逐年下跌。烂尾楼的留置、商品房的积压以及投资资金的沉淀导致海南省的经济金融陷入困境。大量信贷资金被套牢，流动性迅速减慢，筹资成本增高，银行背负巨额坏账压力，据银监会统计银行不良贷款率一度高达 60% 以上。省内众多金融机构同样因大量投资房地产行业出现资金困难：海南省内 34 家城市信用社被处置，9 家信托投资公司被停业整顿。

图 9: 1987-1995 年海南省商品房平均价格 (元/平方米)



资料来源:《中国房地产市场年鉴(1996)》, 浙商证券研究所

图 10: 海南省房产泡沫破灭后留置的烂尾楼



资料来源: 摄影师黄一鸣, 纪实影社, 浙商证券研究所

图 11: 海南省房产泡沫破灭后留置的烂尾楼



资料来源: 摄影师黄一鸣, 纪实影社, 浙商证券研究所

3. 解困海南经济，耗时八年迎房产新春天

海南发展银行成立，减缓经济压力初尝试。为解决金融机构的资金困难问题及拯救房地产行业衰败之势，1995年8月18日海南省政府在改组合并五家信托投资公司的基础上以16.77亿元的注册资本成立了海南发展银行（以下简称海发行）。海发行起步艰难，诞生之初就背负着44亿元的沉重债务，但其不负众望，于1996年资产达86.3亿元，偿还了26.7亿元的负债，占总负债的59%。从1996年数据上看，海发行发展形势一片大好，但其背后隐患重重。海发行因政府背书而高息揽储，成本之高以至于难以覆盖投资项目回报，而众多当地小型信用社存款利息甚至远高于海发行。1997年亚洲金融危机来袭，本地小型信用社几乎全军覆没，海发行又背负起救活濒临破产的信用社的使命。1997年12月，28家本地信用社并入海发行，兼并后海发行看似获得了不错的账面价值，实则带来了更多被套牢的土地和房产这类空壳资产，至此海发行无力担负高额存款利息。1998年初海发行出台控息政策，宣布只保证给付原信用社储户的本金及合法利息。海发行因降息行为逐渐不受人民信任，储户纷纷将资金取出后转而投奔其他银行，出现挤兑风波。1998年6月21日，海南发展银行正式被中央宣布关闭，成为建国后第一家因支付危机关闭的省级商业银行。海南政府首次自救尝试以失败告终。

处置积压房地产工作小组成立，相关政策出台，烂尾楼处置计划正式打响。在通过金融手段挽救危机的尝试失败后，海南省开始从房地产行业自身出发解决问题，把处置积压房地产作为重点突破的工作目标。1999年初，海南省成立处置积压房地产工作小组，同年6月海南省人民政府联合国家四部委（建设部、财务部、国土资源部、人民银行）制定了《处置海南省积压房地产试点方案》（细则详见表1）。2002年为了加快处置海南积压房，海南省政府联合建设部、财政部、国土资源部、人民银行印发《处置海南省积压房地产补充方案》，成立具有独立法人资格的海南省资产管理公司，专门用于承接和处理积压房地产项目。1999年和2002年两份文件在推进海南积压房地产项目上起到了核心作用，具体处理要点我们总结为以下三点：

1) 针对确权难的问题，各部门落实相关政策，扫除处置工程路上的权益障碍。因1992-1993年房产热潮期间倒卖现象严重，私下交易猖獗，诸多房产债权债务关系复杂，产权不明确。针对以上问题，省人大作出《关于加快积压房地产产权确认工作的决定》，省政府制定《处置办法》以加快确权工作的加速开展，建设行政主管部门规定了积压房地产登记发证的操作规定，共同规范登记行为以保障权益人的合法权益。经过各单位努力，1999年年底，全省经房产管理部门审定确权的积压商品房建筑面积448.9万平方米，占符合行政确权总数的98.6%；除司法查封的部分，闲置土地的确权工作已全部完成。行政确权工作的完成是省政府实际解决房产问题迈出的第一步，为后期顺利开展积压商品房销售以及处理烂尾楼工程处置工作排除了权属障碍。

2) 针对资产处置和注入流动性问题，设立组建联合资产管理公司。积压房地产中金融资产占绝大部分，且部分金融机构并不认同政府代为处置的方式，为此省政府于2003年8月斥资1亿元组建海南联合资产管理公司，专门承接、管理和处置国有商业银行和资产管理公司协议移交的积压房地产，并向金融机构偿还外置回笼的资金。海南联合资产管理公司的资本由海南省地方财政注入，工作由海南省人民政府负责监管。国有独资商业银行追索债务取得并已确权的积压房地产（包括闲置土地、积压商品房和停缓建工程），以及1998年12月31日前国有独资商业银行在海南省发放的房地产贷款和直接投资所形成的积压房地产，均协议移交给省资产公司处置。

首先海南联合资产管理公司（下称为“省资产公司”）委托具有一定资质的评估公司，对划拨资产进行价值评估，确权和未确权的积压房地产，按海口、三亚、琼山及其他市

县四个地区，并按积压商品房、停缓建工程、闲置土地三种类型分别确定协议移交价值比例，积压房地产的协议移交价值以当时可销售市场价值乘以协议移交价值比例确定。由划拨方式提供土地的积压房地产，在处置后应当上缴土地收益的，原则上按土地评估价格的 40%收取，并实行收支两条线管理，专款用于积压房地产项目的市政配套建设。

关于处置期限问题，积压房地产处置期限从协议移交之日起计算，原则为 5 年。处置期限内，国有独资商业银行协议移交给省资产公司的资产不计利息。偿还采取逐年结算、次年支付的方式。对未能按协议移交价值拍卖处置的积压房地产，经省鉴定委员会重新评估，确定新的评估价值后再进行处置，处置成交价值扣除有关处置成本的余额为偿还价值。已处置的积压房地产，省资产公司按期将当年处置积压房地产所得收益中应偿还给有关债权人的部分进行偿还。未偿还的部分，由海南省地方财政注入资金偿还或者由中央财政扣减海南省税收返还的方式偿还，保证每年还款及时到位。

省资产公司在处置积压房地产项目期间享有国家政策支持，例如积压房地产所占用的贷款实行停息挂账、和四大 AMC 一样享有税费减免政策、获得资不抵债资产所产生的账面损失可按处置坏账规定程序予以核销。此外，中央财政给予 4 亿元专项补助，用于退还积压普通住宅按经济适用房政策销售后的土地出让金。¹

表 1：海南省积压房地产详细处置方法步骤梳理

处置步骤	详细方法	后续相关政策
追索债务，明确产权	1. 债务由债权人追索，在政府有关部门予以协助下，债务纠纷原则通过仲裁或司法程序解决。 2. 明确积压商品房、停缓建工程和闲置土地的权属关系。	《关于加快积压房地产权确认工作的决定》
集中处置金融资产	1. 剥离各国有独资商业银行在海南省发放的房地产贷款及直接贷款形成的不良资产与和正常信贷业务资金，分别设帐，单独管理。 2. 各国有独资商业银行以自办企业和其它形式直接投资于海南省房地产的，其损失计入损益，由各国有独资银行按国家有关规定处理，从 1999 年起逐年予以核销贷款呆账。	
分类处置积压房地产	1. 确权后属国有独资商业银行和房地产开发企业的普通住宅，经评估后按经济适用住房政策向中低收入居民、拆迁居民销售；其他积压商品房，采取积极措施促销。 2. 按照法律、法规规定应无偿收回的闲置土地，要依法收回。但如果项目符合国家产业政策，用地符合土地利用规划和城市规划，占地企业又确有投资能力，愿意继续投资的，在依法办理有关用地手续后，可允许其在规定期限内继续投资开发。其他闲置土地，向占地单位核发“换地权益书”，收回土地使用权。 3. 经追债和确权后，停缓建工程根据产权人个人意愿分别按积压商品或闲置土地办法处理。	《海南省加快处置停缓工程实施办法》

国家给予政策支持：

1. 中央财政给予 4 亿元专项补助，用于退还积压普通住宅按经济适用房政策销售后的土地出让金。具体办法由财政部另行制定。
2. 国务院有关部门和国有独资商业银行对海口、三亚、琼山等城市改善基础设施、进行旧城改造和完善小区配套等，在资金方面给予支持。
3. 在政府供地时，相应收回等值“换地权益书”的，免交应上缴中央财政的土地有偿使用费；收取土地出让金等土地有偿使用费的，应依法向中央财政上缴，具体办法由财政部商海南省、国土资源部制定。
4. 允许全国各地有能力的单位购买海南省积压的房地产。鼓励有条件的科研院所和高等院校购买海南省积压商品房，或对基本完工的停缓建项目进行改造后，在海南省设立分支机构或作为有突出贡献的科研、教学人员的度假疗养、学术研究基地。
5. 人民银行对单位、个人在海南省购房，可在增加贷款比例、延长贷款期限、贷款与保险相结合等方面，制定更灵活地抵押贷款政策。

资料来源：1999 年《处置海南省积压房地产试点方案》，浙商证券研究所

¹ 国务院办公厅，2002 年 10 月 28 日，国办发〔2002〕60 号《国务院办公厅关于印发处置海南省积压房地产补充方案的通知》，http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-10/12/content_5118023.htm

3) 针对供给失衡问题, 积极调节供给结构, 因项目施策, 适销对路。由于海南在 90 年代过度开发导致短期供过于求, 而且在 1993 年国家实施宏观调控后, 海南经济特区政策支持力度减缓, 企业、资金、人员的大量流失更是激化了供过于求的问题。此外, 海南的商品房结构严重不合理, 积压的房地产以别墅、高档公寓、写字楼、宾馆酒店和商业营业用房为主, 所占比例高达 70%+, 但当地购房者的需求则是以普通住宅为主, 因此供需结构上出现显著脱节。关于调节供给方面, 海南省政府处理的方式主要有以下几点:

- **部分积压商品房根据需要转为经济适用房 (针对已建成未销售资产):** 政府鼓励国有独资商业银行和房地产开发企业的普通商品房经过评估后按经济适用房政策向中低收入居民、拆迁居民销售。其他积压商品房采取促销措施, 国家用返还土地出让金的方式给予补贴。与此同时在一定时期内暂停一切新项目的审批, 包括福利分房和职工集资建房, 限制私人建房等, 以上需求均从积压房地产中得到满足。此外为了促进海南房地产销售, 需求端刺激政策持续推进, 例如普通住宅按经济适用房政策向中低收入居民和拆迁居民销售, 可按有关规定减免有关税费, 再例如海南允许全国各地有能力的单位购买海南房产、鼓励有条件的科研院所和高等院校购买。部分基本完工的停缓建项目进行改造后, 可作为在海南省设立分支机构或作为有突出贡献的科研、教学人员的度假疗养、学术研究基地。人民银行对单位和个人在海南省购房, 在增加贷款比例、延长贷款期限、贷款与保险相结合等方面, 制定更灵活的抵押贷款政策。

- **用“换地权益书”收回闲置土地 (针对未开发土地):** 海南政府按照限期开发、改变土地用途、置换土地、核发“换地权益书”等方式分批处理闲置土地。符合国家产业政策、用地符合城市规划、占地企业又有投资能力和投资意愿的土地可以由原开发单位继续开发。其他闲置土地则会通过向占地单位核发“换地权益书”的方式, 回收土地使用权 (无偿回收)。“换地权益书”由国家国土资源部统一制定, 由海南省各市县报省核准后按土地现值向土地使用权持有者签发, 不和原来的土地相连, 是一个可以换名转让、可以用于银行抵押和偿债、可以在政府出让土地时在全省范围内换回等值土地的“地票”。程序对经司法判作抵债物清偿给国有独资商业银行的闲置土地, 由国有独资商业银行向当地市政府换取等值的“换地权益书”。“换地权益书”未全部收回前, 政府在出让土地时, 原则上只收回“换地权益书”。国土资源部对“换地权益书”的签发和回收进行备案管理。据统计, 海南省用核发“换地权益书”的方式收回闲置建设用地 4362.82 公顷, 共核发“换地权益书”总面值 28.64 亿元。²

- **停工项目处理方式多样 (针对停工项目):** 停工项目原因复杂, 包括开发商破产、项目违规抽取资金、经济纠纷等问题。在处置过程中, 海南省采取限期建设、现状竣工或利用、权益置换和代为处置四种方式进行盘活。一些项目经过追债和确权后, 根据产权人意愿, 分别按照积压商品房或者限制土地办法处理。产权人可以根据城市规划和市场需求重新提出用地申请, 也可以交还用地换得“换地权益书”。针对产权人没有能力在规定的期限内自行处置停工项目, 可由县政府制定处置机构评估价值, 以拍卖招商的形式代为处置。由于债务纠纷而被法院长期查封又不能在一定期限内结案的停缓建工程, 经商请法院批准, 先由处置机构处置, 所得款项存入专门账户保管, 待结案后进行现金分割。对于具有地段优势、竣工率高于 70%以上、投资少回报相对高的项目, 此类项目可以继续注入适量资金继续开发。

²海南史志网《海南处置积压房地产的成效及经验》, <http://www.hnszw.org.cn/xiangqing.php?ID=86784&Deep=3&Class=23472>

图 12: 海南处置积压房地产解决方案总结

积压商品房	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 暂定新项目审批, 减少市场新增供应 ➤ 根据市场需求再分配, 福利分房、职工房、拆迁居民、科研奖励住房 ➤ 鼓励各地单位买房, 放松限购限贷政策
闲置土地	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 符合规定项目限期开发 ➤ 限制土地可根据所在区位开发需求申请更改土地用途 ➤ “地票”回收土地
停工项目	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 可根据情况积压商品房或者限制土地办法处理 ➤ 产权人可以重新提出用地申请, 或交还用地 ➤ 产权人没有开发能力的, 可拍卖处理 ➤ 产权移交海南联合资产管理公司

资料来源: 海南史志网《海南处置积压房地产的成效及经验》, 浙商证券研究所

历经八年艰辛, 处置结果较为理想。在各部门积极推动作用下, 海南处置积压房地产取得阶段性成果, 耗时八年。截止 2007 年底, 全省累计处理闲置建设用地 23353.87 公顷, 占闲置总量的 98.13%; 销售或出租积压商品房 444.63 万平方米, 占积压总量的 97.6%; 全省共批准复工建设的工程项目面积 1608.17%, 占原规划报建面积的 98.6%。至此, 海南省闲置建设用地绝大部分被收回或盘活, 积压商品房基本处置完毕, 处置积压房地产工作小组就此解散, 海南省房地产泡沫“八年抗战”宣告结束。

4. 回顾海南房产跌宕起伏过程中的重要指标

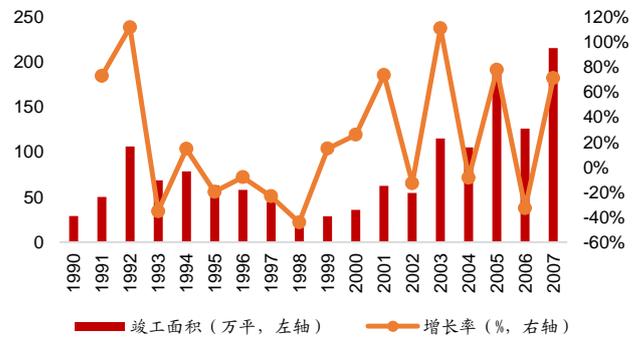
2000 年纾困政策积极推进，促进海南房地产市场逐步恢复正常。90 年代海南房地产泡沫破裂后大量的积压商品房、闲置土地和停工项目亟待解决，而 1998 年亚洲金融危机加大，中途纾困难度（海南房屋空置率在 1998 年暴增）。尽管如此，在中央给的指导下，海南省政府牵头联合建设部、财务部、国土资源部、人民银行对海南房地产进行了全面纾困——在项目权属明确上立定了行之有效的解决方案、对房地产市场供给进行了积极调节、加大海南购房支持力度帮助市场去化。1996 年开始海南房地产市场竣工率出现显著攀升，竣工面积在 2002 年之后出现明显回暖，竣工面积总量登上新台阶。与此同时，海南房屋空置率在 2002 年之后从高位显著回落。

图 13: 1992-2000 年海南省房屋竣工率变化 (%)



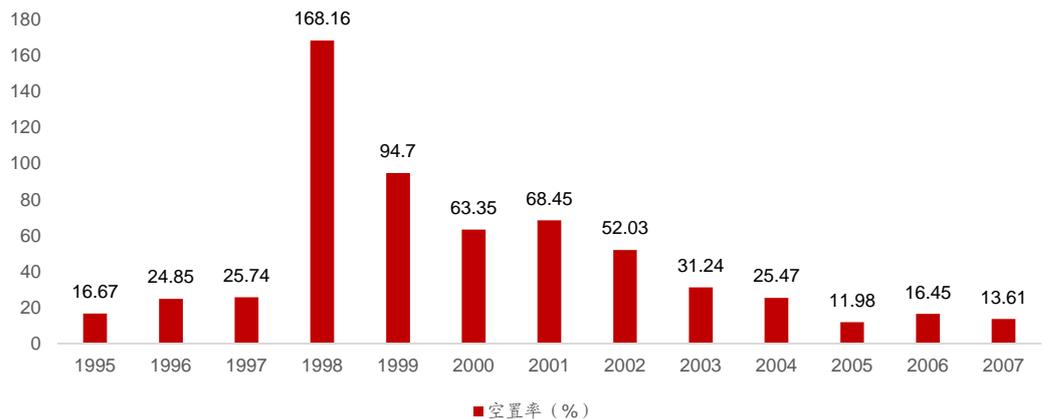
资料来源：海南史志网，浙商证券研究所

图 14: 1990-2007 年竣工面积和增速变化



资料来源：海南史志网，浙商证券研究所

图 15: 1990-2007 年海南省房屋空置率 (单位: %)

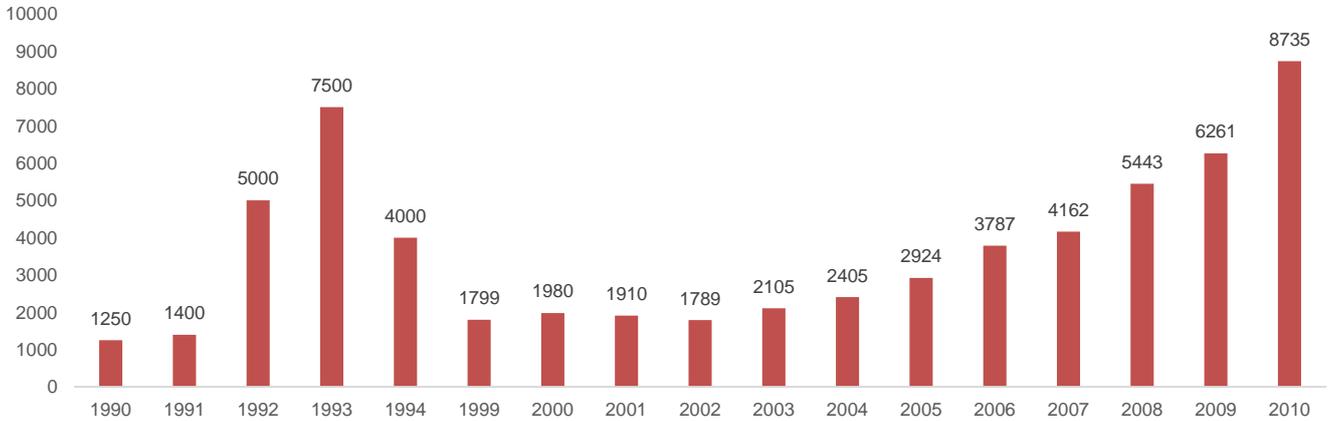


资料来源：海南史志网《海南处置积压房地产的成效及经验》，浙商证券研究所

泡沫结束后海南房价地价皆回暖。回顾房地产泡沫始末期间，海南省商品房平均价格在 1992-1993 年房地产热高潮期间登顶，最高价格为 7500 元/平方米。1993 年下半年，因宏观调控房地产泡沫彻底破灭后，房价开始迅速跌落，1999 年商品房平均价格仅 1799 元/平方米。1999-2000 年国家开始正式踏入处置积压商品房的征途后，商品房平均价格回暖，与 2002 年开始逐年稳定增长，于 2010 年以 8735 元/平方米创新高，同时也象征了海南省房地产行业逐渐复苏。土地购置费用方面，2000 年海南省土地购置费金额仅

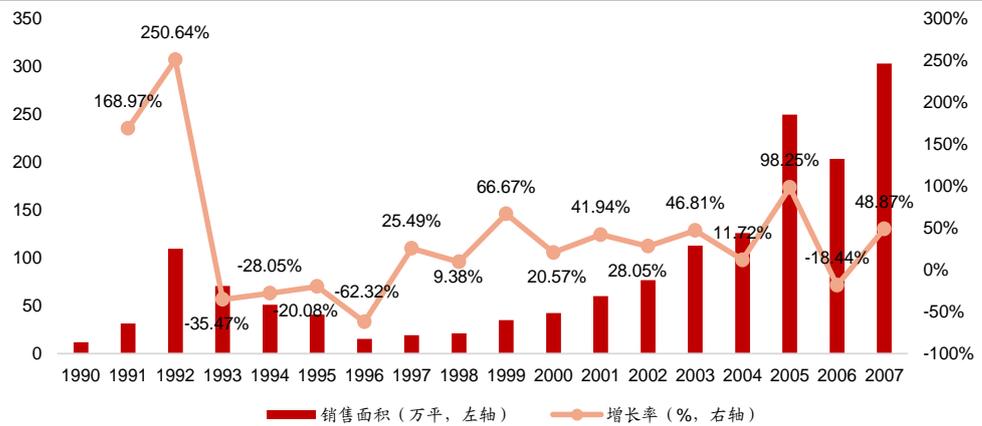
1.36 亿元，在政府长达八年的处置房地产积压问题期间，土地购置费逐年回升，于 2006 年大幅上涨至 28.28 亿元，较 2015 年的 9.18 亿元增长 207.98%。2001-2010 年海南土地购置金额的 CAGR 达 43.08%。

图 16: 1990-2010 年海南省商品房平均销售价格走势



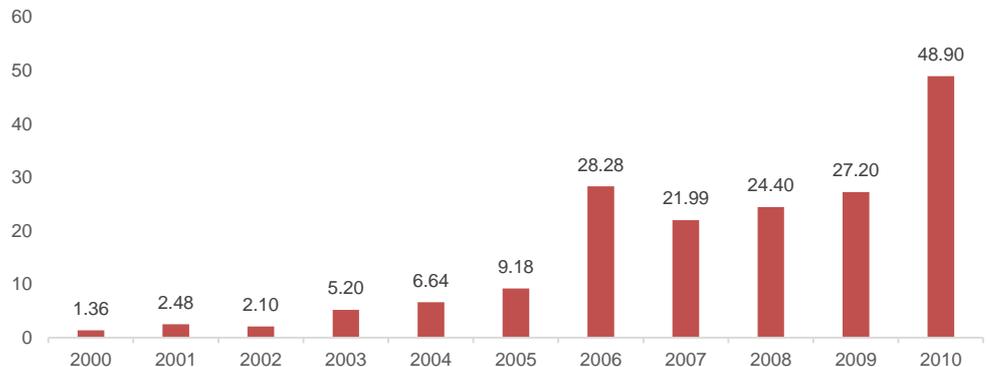
资料来源:《中国房地产市场年鉴(1996)》, 国家统计局, 浙商证券研究所

图 17: 1990-2007 年海南省房地产销售面积和增长率 (单位: 万平和%)



资料来源: 海南史志网《海南处置积压房地产的成效及经验》, 浙商证券研究所

图 18: 2000-2010 年海南省土地购置费用 (亿元)



资料来源:《中国房地产市场年鉴(1996)》, 国家统计局, 浙商证券研究所

5. 以史为镜，反思当下

海南房产泡沫始末回顾。上世纪海南房地产泡沫制造了大量的积压空置房与烂尾楼，这些积压房产成为了海南最出名的风景之一，也见证了海南房地产泡沫这场灾难。如何处理这些积压房产更是成为了一个非常棘手的问题：在市场极度悲观，人心涣散的大环境下，中央政府没有袖手旁观，及时伸出援手帮助海南政府度过难关。时至今日，基于中央政府的制定新规划和地方政府的积极响应，海南恢复了活力，眼界不再局限于短期的利益，而是以更长远的眼光发展。从结果上看，政府对海南房产泡沫的处理是成功的。我们认为，了解当年海南房地产行业存在的问题，学习海南政府解决措施可以使我们以史为师，更好的避免重蹈覆辙和解决当下问题。

积压房处置难点总结及解决方法复盘。回顾前文，我们发现海南处置积压房的过程中主要问题集中表现为三个：确权难、降价难以及盘活难。确权难题源于市场的狂热与监管不力，大量的投机者涌入、银行发放贷款盲目、审核不严格、政策法规不完善，以上这些原因导致海南的停工烂尾项目产权复杂，复工复产责任方难确定。其次是降价难问题，由于前期市场过热，房产商购地、建造成本大幅上升，同时业主购房成本高，盲目限价降价会对房产商和业主造成难以接受的损失，因此降价去化矛盾重重。盘活难的主要制约因素是市场供大于求，有效需求不够且供应结构不符合需求使得房产流动性差造成大量积压。

针对以上三大难点，海南停工烂尾楼的处理过程中，政策先就产权确认方面做了明确规定，为后续推动资产盘活奠定了基础。其次，降价难的解决根源在于调节供需结构，海南省政府联合国土资源部对闲置土地进行了回收，并且限制短期土地供应，而与此同时省政府放开外地购房限制、降低贷款难度，推进了当地房地产市场需求端的回暖，进而促进市场达到供需平衡的状态。对于有复杂原因的停工项目，海南主要通过省资产公司以资产划拨移交的方式进行分门别类的管理，借助央行注入的专项补助对资产进行盘活，每年收益支付给债权人以偿还资金。

以史为鉴观现状。回顾海南积压房产问题的产生和后续处置，我们认为其很多方法值得借鉴。结合本文以上分析，我们认为对应现阶段市场停工问题可以史为鉴的措施包括以下几点：

- 1) 地方政府应本着“宜商则商，宜住则住，宜绿则绿，宜拆则拆”的原则，针对不同停缓建工程特性因地制宜，加速处置进程；
- 2) 尽快设立专项资产处置平台或者公司，由专业不良资产处置团队管理，以股权或者债券方式给项目注入流动性，盘活资产现金流，助力项目保交付；
- 3) 加强对闲置建设用地的管理，对违反规定及未完成开发的闲置建设用地进行处置，对于闲置土地过量的地区实行短期土地谨慎供给；
- 4) 对于已建成且符合标准但不符合市场结构需求的空置房，政府可自己改造为福利房或引导开发商改造为经济适用房/保障性租赁住房以满足更多消费者需求；
- 5) 在推进停工楼复工的同时，加强市场活跃度（产业引入给予宽松支持政策）和放松调控政策对于修复期房地产市场信心、注入更多市场需求有着重要作用，供给消化和需求刺激同时推进才能够更好更快的化解市场供过于求的问题。

参考文献:

- [1] 1988 年,《国务院关于鼓励投资开发海南岛的规定》, http://www.gov.cn/zhengce/2020-12/25/content_5573955.htm
- [2] 1999 年,《处置海南省积压房地产试点方案》, <https://www.66law.cn/tiaoli/125920.aspx>
- [3] 2002 年,《处置海南省积压房地产补充方案的通知》 http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-10/12/content_5118023.htm
- [4] 2004 年,《海南省加快处置停缓工程实施办法》,
<https://www.hainan.gov.cn/hainan/xxyxzfzg/202111/b0dd03d2e78841e2b68d5abc81fbbe5c.shtml>
- [5] 费鹏, 屠梅曾, 2001 年,《海南处理烂尾楼对上海的启示》
- [6] 甘远至, 2000 年,《海南处理烂尾楼对上海的启示》
- [7] 1996 年,《中国房地产市场年鉴》
- [8] 中国房地产报, 2018 年,《回望 1993|海南房地产泡沫破灭调控史开启》, https://mp.weixin.qq.com/s/WQKOJlym6H3Qrlv_z5vJzQ

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>