

房地产周期

任泽平 夏磊 熊柴◎著

Real Estate Cycle



人民出版社

房地产周期

任泽平 夏磊 熊柴◎著

Real Estate Cycle



人民出版社

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

房地产周期/任泽平,夏磊,熊柴著. —北京:人民出版社,2017.8(2017.9
重印)

ISBN 978-7-01-017989-6

I. ①房… II. ①任…②夏…③熊… III. ①房地产业-经济周期波动-
中国 IV. ①F299.23

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 184886 号

房地产周期

FANGDICHAN ZHOUQI

任泽平 夏磊 熊柴 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京汇林印务有限公司印刷 新华书店经销

2017 年 8 月第 1 版 2017 年 9 月北京第 2 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:26.75

字数:348 千字 印数:5,001-15,000 册

ISBN 978-7-01-017989-6 定价:68.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

目 录

导 论	1
-----------	---

第一篇 房地产周期的基本规律与国际经验： 一线房价只涨不跌的神话

第一章 中国房地产周期研究	47
第一节 房地产周期的决定因素：长期看人口、中 期看土地、短期看金融	48
第二节 房地产长周期的阶段性特点：理论逻辑与 国际经验	54
第三节 中国房地产周期：过去、现在与未来	67
第四节 房地产政策工具的影响机制分析与国际 比较	80
第五节 增速换挡期德日台韩的房市走势及启示	82
第二章 人口迁移的国际规律与中国展望：城市的胜利	91
第一节 人口迁移的主要理论逻辑	92
第二节 国际上人口迁移规律：城市的胜利	94
第三节 中国人口迁移趋势：步入第二阶段，向大 都市圈集聚	101



第四节 中国人口迁移展望:集聚与分化 109

第三章 从国际经验看北京、上海等超大城市人口发展趋

势:人口控制 VS 城市规划 111

第一节 城市人口集聚的基本逻辑与国际经验 112

第二节 北京、上海人口增长仍有较大潜力 118

第三节 交通拥堵、环境污染、资源约束与人口规模 ... 124

第四节 北京、上海人口发展存在的突出问题 131

第五节 完善北京、上海人口调控政策和城市规划 136

第二篇 房地产市场风险:十次危机九次地产

第四章 全球历次房地产大泡沫:催生、疯狂、崩溃及启示 139

第一节 美国 1923—1926 年佛罗里达州房地产
泡沫 140

第二节 日本 1986—1991 年房地产泡沫 145

第三节 中国 1992—1993 年海南房地产泡沫 158

第四节 东南亚 1991—1996 年房地产泡沫与 1997
年亚洲金融风暴 163

第五节 美国 2001—2007 年房地产泡沫与 2008 年
次贷危机 170

第六节 历次房地产泡沫的启示 177

第五章 中国房地产泡沫风险有多大? 183

第一节 什么造就了中国一二线城市房价只涨不跌
的不败神话:城镇化、居民收入和货币超发 ... 185

第二节 绝对房价:居于世界前列 188

第三节	房价收入比:一二线城市偏高,三四线城市基本合理	189
第四节	库存:去化压力比较大的是三四线中小城市	193
第五节	租金回报率:整体偏低	198
第六节	空置率:三四线城市高于一二线城市	200
第七节	房地产杠杆:居民杠杆快速上升但总体不高,开发商资产负债率快速上升	203
第六章	这次不一样? ——2015—2016年中国房市泡沫与1991年日本、2015年中国股市比较	212
第一节	中国一线城市房地产泡沫程度很高:与日本和香港比较	213
第二节	与过去比:此轮一线城市房价上涨的新特点	213
第三节	与日本1986—1991年房地产大泡沫比	220
第四节	与2015年中国股市大泡沫比	223
第五节	一线城市房价泡沫的影响与风险	225
第七章	保汇率还是保房价:来自俄罗斯、东南亚和日本的启示	229
第一节	房价和汇率的理论关系	230
第二节	“俄罗斯模式”:弃汇率、保房价	233
第三节	“日本模式”:保汇率、弃房价	240
第四节	“东南亚模式”:弃汇率、弃房价	244
第五节	来自三种模式的启示	248



第三篇 房地产政策与制度:短期调控和长效机制

第八章	德国房价为什么长期稳定、在全球独善其身?	253
第一节	德国房价长期稳定、在全球独善其身	254
第二节	德国住房供给:居住导向的制度设计,总量充足、市场多元	258
第三节	德国住房需求:货币政策盯住通胀,住房金融政策长期保持中性,城市体系均衡	267
第四节	启示	274
第九章	中国房地产调控二十年:问题、反思和抉择	277
第一节	1998—2001年:房改启动市场	278
第二节	2002—2004年:抑制房地产市场过热	283
第三节	2005—2007年:稳定住房价格	286
第四节	2008—2009年:刺激住房消费	289
第五节	2010—2013年:遏制房价上涨	294
第六节	2014—2016年9月:借稳增长和去库存,再度刺激	297
第七节	2016年9月至今:长短结合,促进健康发展	299
第八节	历次房地产调控的反思	301
第十章	谁是房地产盛宴的最大受益者:房价构成分析	310
第一节	从宏观来看,土地出让金和税收占房价的八成	311
第二节	从中观城市来看,土地出让金和税收占房价的六成左右	315

第三节	从微观企业来看,土地出让金和税收约占 房价的六成左右	322
第十一章	地王之谜:来自地方土地财政视角的解释	327
第一节	地王频出和高房价背后的制度因素:土地 财政	328
第二节	土地财政的历史和成因	331
第三节	土地财政是地方政府的核心	335
第四节	客观认识土地财政的积极作用	340
第五节	正视土地财政带来的待解问题	342
第六节	改革完善土地财政	347
第十二章	供需错配、人地分离:一线城市高房价、三四线城 市高库存的根源	349
第一节	人口迁移趋势:大都市圈化	351
第二节	人口城镇化与土地城镇化背离	352
第三节	解决之道:从短期调控到长效机制,从限 制需求转向供给侧改革	359
第十三章	房产税会推出吗:从历史和国际视角推断	363
第一节	房地产税改革的国际经验与国内必要性	364
第二节	个人住房房产税推出需要具备六大前提条件 ...	373
第三节	房产税的历史和效果	386
第四节	其他国家和地区房产税实践经验	395
参考文献	411
后 记	419

导 论

房地产是如此的重要,而又如此的广受争议。它是财富的象征、经济周期之母、金融危机的策源地、大类资产配置的核心,同时它关系民生福祉、社会稳定、实体经济竞争力。对于如此重要的问题,长期以来社会各界对于房价、泡沫风险、人口流动、城市规划、大城市病、长效机制等存在广泛的争论、分歧乃至误解。

本书是我们长期研究的一个总结,对关于房地产的一系列重要问题进行了长期认真的跟踪、研究和推敲,以期能够经得起时代的检验。我们采用广泛的国际视野、丰富的历史资料、扎实的数据逻辑,试图寻找那些争论和误解背后的真相以及事实,并建立分析房地产周期的逻辑框架,以期既能很好地解释过去,又能可靠地推演未来。本书以探索真相为出发点,以致良知、为民生为最终目的。

一、为什么研究房地产周期? 房地产是周期之母,十次危机九次地产

为什么要研究房地产周期? 答案显而易见,因为它太重要了!

1. 房地产是财富的象征、经济周期之母、金融危机的策源地、大类资产配置的核心

房地产是财富的象征。从财富效应看,根据拉斯·特维德在《逃

不开的经济周期》中的测算,在典型国家,房地产市值一般是年度 GDP 的 2—3 倍,是可变价格财富总量的 50%,这是股市、债市、商品市场、收藏品市场等其他资产市场远远不能比拟的。以日本为例,1990 年日本全部房地产市值是美国的 5 倍,是全球股市总市值的 2 倍,仅东京都的地价就相当于美国全国的土地价格。我们估算 2017 年中国全国房地产市值约 300 万亿元左右,是 GDP 的 4 倍左右,是股市市值的 6 倍。美国总统特朗普是房地产商,香港家族财阀多是房地产商,一度中国首富是房地产商,房地产领域长期以来超级富豪扎堆,居民家庭的主要资产之一是房子。

房地产是周期之母。商品房兼具投资品和消费品属性,且产业链条长,房地产市场的销量、土地购置和新开工面积是重要的经济先行指标。从对经济增长的带动看,无论在发展中国家,还是在发达国家,房地产业在宏观经济中都起到了至关重要的作用。每次经济繁荣多与房地产带动的消费投资有关,而每次经济衰退则多与房地产去泡沫有关,比如 1991 年前后的日本、1998 年前后的东南亚、2008 年前后的美国。以中国为例,2016 年资本形成总额占 GDP 比重约为 44%,对经济增长贡献率高达 42.2%,考虑到消费波动性小,经济波动主要看投资。在全社会固定资产投资的构成中,2016 年房地产业投资占 22.3%、房地产开发投资占 16.9%,考虑到制造业投资一半左右跟房地产链相关、地方基建投资很大程度上受土地财政支撑、服务业部分领域投资跟房地产相关,我们测算房地产链上带动的相关投资占全社会固定资产投资的 50%左右,房地产带动了家电、家具、装修、银行、建筑、建材、玻璃、水泥等一系列后周期行业。

房地产泡沫经常是金融危机的策源地。由于房地产是周期之母,对经济增长和财富效应有巨大的影响,而且又是典型的高杠杆部门,因此全球历史上大的经济危机多与房地产有关,十次危机九次地产。比如,1929 年大萧条跟房地产泡沫破裂及随后的银行业危机有关,

1991年日本房地产崩盘后陷入失落的二十年,1998年东南亚房地产泡沫破裂后许多经济体落入中等收入陷阱,2008年美国次贷危机至今全球仍未完全走出阴影。反观美国1987年股灾、中国2015年股灾,对经济的影响则相对要小很多。

房地产是大类资产配置的核心。美林投资时钟研究了经济周期不同阶段股票、债券、商品、现金等的收益率表现,是大类资产配置的一个基本方法。房地产具有非常典型的顺周期特征,而且由于无论购地还是购房环节可以加杠杆,因此可以放大财富效应。但是由于房地产在萧条时期流动性差,不适合进行短期投资。长期来看全球货币超发是普遍现象,能够跑赢印钞机的资产不多,在多数国家大都市圈的房地产是其中之一,具有抗通胀属性。

2. 那些年关于房地产的争论和误解

房地产如此重要,但是长期以来却充满广泛的争议、分歧和误解。作者有一次参加一个座谈,与在座的政府官员、企业家、学者讨论“什么决定房价?”,竟然得到了十多种答案!比如,货币松紧、土地财政、人口流入流出、学校医院优劣、就业机会、生活质量、空气、交通拥挤、是否处于交通干线,等等。房地产的相关问题,始终是社会大众、金融投资和公共政策领域的热点话题,比如,什么决定房地产投资、什么决定人口流动、城市规划战略应是发展中小城市还是大都市圈、中国房地产是否有泡沫、如何建立长效机制,等等。

让我们来看看过去二十年社会上各种流行的对房地产的争论和误解:

自1998年房改以来,在社会舆论的巨大争议和此起彼伏的看空声浪中,一线房价出现了持续、猛烈而巨大的涨幅,北京、上海、深圳等一线城市房价10年6倍以上的涨幅即使放在全球房地产历史上也是相当惊人的。据说那些早期提出泡沫破裂、崩盘论的经济学家已经没

有了听众。那些一度流行的看空逻辑,比如人口老龄化、房地产调控、城市化放缓、商品房存量高、空置率高、房价过高、房产税试点等,都没有阻止房价的上涨,房地产成为中国最坚硬的“泡沫”。究竟什么决定房价?什么造就了过去二十年一线房价只涨不跌、涨冠全球的神话?未来一二线房价会脱离地心引力一直涨上去吗?理性思考中国房地产市场有哪些潜在风险?如何促进房地产持续健康发展?

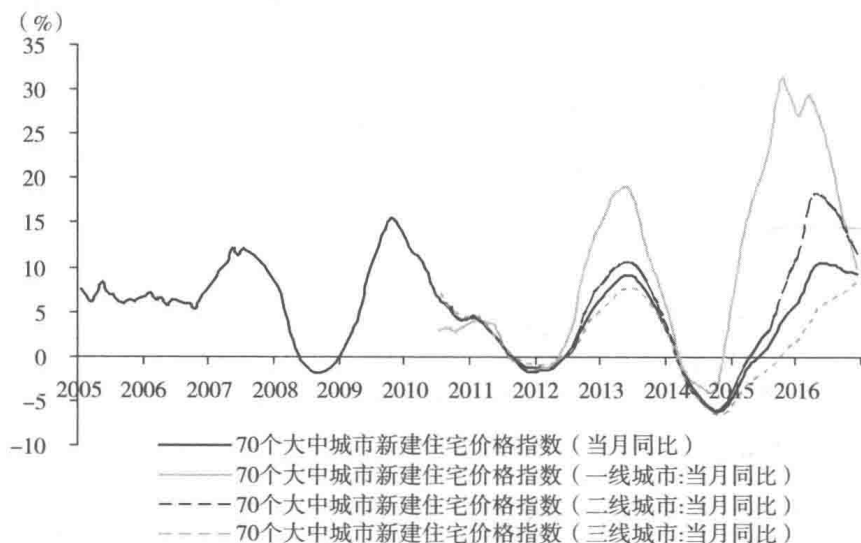


图 0-1 中国一线城市房价快速上涨

资料来源:Wind,方正证券。

长期以来,中国城市规划政策的指导思想是“控制大城市人口、积极发展中小城市和小城镇、区域均衡发展”,因此,政策经常通过减少土地供应来控制大城市规模,同时,增加中小城市土地供应。但事与愿违,过去几十年,人口不断往大都市圈迁移,而土地供给错配,人地分离,造成了一二线城市高房价、三四线城市高库存。什么是驱动人口迁移的基本因素?国际上人口迁移的基本规律是什么?中国未来城市化的合理形态是什么?

长期以来,一些舆论和政策出于对“大城市病”的担忧,以交通拥堵、环境污染、资源约束为由,强调控制大城市特别是特大和超大城市

人口规模。但是,当前北京、上海的轨道交通路网密度不超过 0.10 公里/平方公里,远低于纽约都市区、东京圈、首尔圈,这是造成北京轨道交通出行比例较低、较为拥堵的重要原因。国际经验表明,大城市比中小城市和城镇具有更大的集聚效应和规模效应,更节约土地和资源,更有活力和效率,这是几百年来城市文明的胜利,是城市化的基本规律。因不尊重人口集聚客观规律所造成的城市规划不足,才是导致一些“大城市病”的重要原因。强行控制人口的做法,一方面与尊重市场在资源配置中的决定性作用相违背,另一方面也不利于广大人民分享大城市发展的好处。未来中国应该如何治理“大城市病”?如何解决职住分离带来的交通压力和“睡城”现象?如何优化城市规划、人口空间分布和公共轨道交通?

社会各界经常把当前中国房地产泡沫风险与 1991 年日本相比,日本在那次巨大的泡沫破裂以后陷入失去的二十年。事实上,日本在 1974 年和 1991 年分别出现了两次房地产大泡沫,泡沫程度旗鼓相当,但是 1974 年前后的第一次调整幅度小、恢复力强,原因在于经济中速增长、城市化空间、适龄购房人口数量维持高位等提供了基本面支撑。但是,1991 年前后的第二次调整幅度大、持续时间长,原因在于经济长期低速增长、城市化进程接近尾声、适龄购房人口数量接近见顶等。从人均 GDP、城镇化率、增速换挡进程等指标特征来看,当前中国房地产市场具备 1974 年前后日本的很多特征,如经济有望中速增长、城镇化还有一定空间等基本面有利因素,如果调控得当,尚有转机。但许多因素也和日本 1991 年前后相似,如一线城市房价过高、置业人群到达峰值等。当前中国房地产市场风险有多大?是否会重蹈日本泡沫破裂的覆辙?如何避免寄希望于刺激房地产重回经济高增长的风险?中国城市化和经济增长对于消化高房价还有多大空间?

3. 本书试图建立分析房地产周期的逻辑框架

理论是随时代发展应运而生的,理论以解释、解决所处时代的重



大关键问题为使命。作者曾研究了 17 年宏观经济、10 年房地产,先后供职于高校、公共政策部门和金融机构,从学术研究、公共政策研究和商业研究等不同角度系统研究了房地产周期相关的一系列重要问题,在本书中我和我的团队采用广泛的国际视野、丰富的历史资料、扎实的数据逻辑,试图寻找那些争论和误解背后的真相以及事实。学术研究侧重是什么,公共政策研究侧重怎么办,商业研究侧重未来预测。经过长期专注的探索,我和我的团队先后推出了数十期《房地产周期研究》系列专题报告,对每篇报告我们均进行了长期认真的研究和推敲,以期能够经得起时代的检验。

在一系列研究的基础上,我们试图建立分析房地产周期的逻辑框架,以期既能很好地解释过去,又能可靠地推演未来,提出了“长期看人口、中期看土地、短期看金融”的分析框架。在此框架基础上,近些年我们进行了商业实战,在 2015 年市场流行“卖房炒股”时,提出“一线房价翻一倍”,事实证明当时正处于房价暴涨前夜,随后深圳、北京、上海、杭州、南京、合肥等城市房价出现了大幅上涨,这一预测被评为年度十大经典商业预测;2016 年底当市场对房地产投资悲观时,我们发布报告《为什么我们对 2017 年房地产投资不悲观?》,随后 2017 年房地产投资超预期,房地产后周期的相关行业实现了高景气并牛股辈出,成就了漂亮 50。本书是长期以来我们对房地产周期系列研究的一个总结。

二、什么决定房地产周期? 长期看人口,中期看土地,短期看金融

经济总是从复苏、繁荣、衰退到萧条周而复始地轮回,经济周期在客观世界是市场经济中由个人或企业自主行为引发的商业律动,在主观世界则是亘古不变的人性。经济周期研究是进行经济形势分析、制定公共政策以及实施反周期宏观调控的基础。现实中的经济运行由

多股商业周期力量叠加而成:短波的农业周期(又称蛛网周期)揭示的是农业对价格的生产反馈周期,1年左右;中短波的库存周期(又称基钦周期)揭示的是工商业部门的存货调整周期,2—4年左右;中长波的设备投资周期(又称朱格拉周期)揭示的是产业对生产设备和基础设施的循环投资活动,6—11年左右;长波的建筑周期(又称库兹涅茨周期)主要是住房建设活动导致的,20—40年左右;超长波的创新周期(又称康德拉耶夫周期)是由创新活动的集聚发生所致,60年左右。

表 0-1 周期类型

类型	常用名称	学术名称	长度	原因
商业周期	农业生产周期	蛛网周期	1—12月	生产对价格的反应时滞
	工商存货周期	基钦周期	2—4年	增长与通胀预期
	设备投资周期	朱格拉周期	6—11年	经济景气、设备寿命
	住房建设周期	库兹涅茨周期	20—40年	人口、移民
	创新周期	康德拉耶夫周期	50—70年	创新的集聚发生及退潮
政治周期			4—5年	选举、政府换届
社会周期				社会历史循环

资料来源:方正证券。

研究房地产周期,我们首先要对关键词进行准确定义(参见本书第一章《中国房地产周期研究》,任泽平)。房地产包括住宅和商业地产,其中以住宅为主。房地产兼具消费品属性(居住需求,包括首次置业的刚需和第二次置业的改善性需求)和金融属性(投资或投机性需求,在价格的博弈中获得价差,并且可以加杠杆)。影响房地产周期的因素包括经济增长、收入水平、人口流动、城市化进程、人口数量和结构等长期变量,也包括土地政策等中期变量,还包括利率、抵押贷首付比、税收等短期变量。因此,房地产周期可以分为长中短周期,长期看人口、中期看土地、短期看金融。从房地产的供需角度看,人口、金融均属需求侧因素,土地则属于供给侧因素,人口、金融、土地综合决定

房地产周期。衡量房地产周期的指标包括销量、价格、开发商资金来源、土地购置、新开工、投资、库存等，衡量房地产市场泡沫化程度的指标包括房价收入比、租金回报率、空置率等。

1. 长期看人口：人口迁移的趋势、超大城市的未来、人地分离的解决之道、大都市圈战略的确立

房地产周期在长期是人口周期的一部分。人口影响房地产市场的逻辑是：初期，在房地产周期的左侧，人口红利和城乡人口转移提升经济潜在增长率，居民收入快速增长，消费升级带动住房需求；20—50岁置业人群增加（20—35岁首次置业为主，35—50岁改善型置业为主），带来购房需求和投资高增长；高储蓄率和不断扩大的外汇占款，流动性过剩，推升房地产资产价格。随后，步入房地产周期的右侧，随着人口红利消失和刘易斯拐点出现，经济增速换挡，居民收入放缓；随着城镇住房饱和度上升，置业人群达到峰值，房地产投资长周期拐点到来。随着房地产黄金时代的结束，后房地产时代的典型特点是“总量放缓、结构分化”，人口迁移边际上决定不同区域房市。

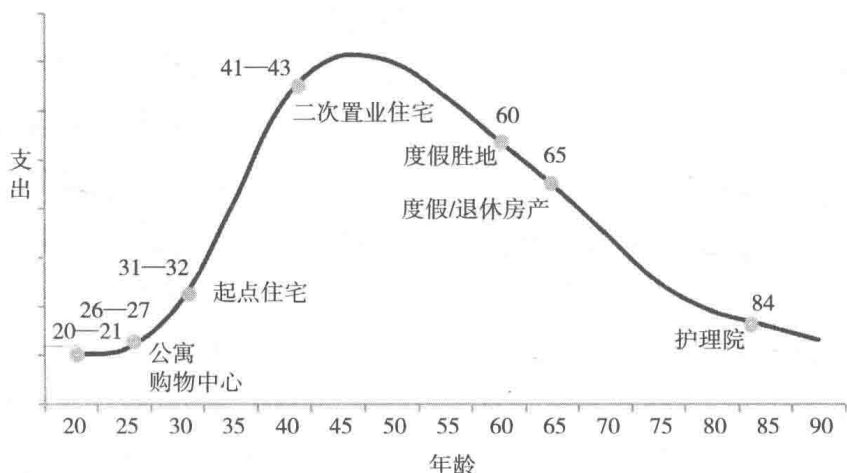


图 0-2 美国不同年龄段购房需求曲线

资料来源：U.S.Census Bureau, 方正证券。

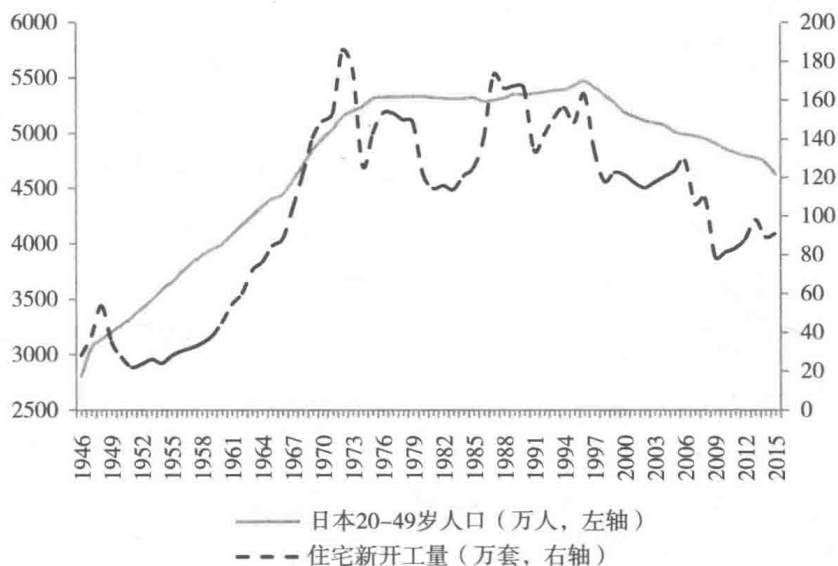


图 0-3 日本置业人群和住房开工量

资料来源:许伟(2013),日本总务省统计局,方正证券。

根据典型工业化经济体房地产发展的经验,其发展过程中具有明显的阶段性特征:(1)从高速增长期到平稳或下降期。在经济高速增长、居民收入水平快速提高、城镇化率快速上升的阶段,房地产销量和投资处于高速增长期,房价上涨有长期基本面支撑。当进入经济增速换挡、城镇化率放缓阶段,大部分人群的住房需求基本得到满足,大规模住宅建设高潮过去并转入平稳或者下降状态。住房开工量与经济增速以及城镇化水平的关联度下降,而与每年出生人口数量以及有能力、有意愿购买住房的适龄人口数量的关联性更强,房价受居民收入和利率政策影响较大。比如,20世纪五六十年代西方国家出现的婴儿潮,以及成功实现追赶之后日本社会的低生育率和老龄化,都对各自的房地产市场发展产生了显著的影响。(2)从数量扩张期到质量提升期。初期,住房饱和度不高,住宅开工高速增长,以满足居民快速增长的最基本的首次置业居住需求;随着住房趋于饱和(比如城镇户均一套),居民对住宅质量、成套率、人居环境等改善性需求的要求提高。