

中国的

赵李南

/ 著 /

房地产业 向何处去

中产阶级会不会被房地产套牢？

如何拯救我们的财富？

一书在手，让你读懂房地产，
读懂中国经济。



GUANGXI NORMAL UNIVERSITY PRESS

广西师范大学出版社

中国的

赵李南

/ 著 /

房地产业 向何处去

ZhongGuo De
FangDiChanYe
Xiang HeChu Qu

常州大学图书馆
藏书章



GUANGXI NORMAL UNIVERSITY PRESS

广西师范大学出版社

· 桂林 ·

图书在版编目(CIP)数据

中国的房地产业向何处去 / 赵李南著. —桂林: 广西师范大学出版社, 2018.1

ISBN 978-7-5495-8606-6

I. ①中… II. ①赵… III. ①房地产业—经济发展—研究—中国 IV. ①F299.233

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 027288 号

广西师范大学出版社出版发行

(广西桂林市五里店路 9 号 邮政编码: 541004)
网址: <http://www.bbtpress.com>

出版人: 张艺兵

全国新华书店经销

济南继东彩艺印刷有限公司印刷

(山东省济南市市中区段店南路 264 号 邮政编码: 250022)

开本: 720 mm × 1 020 mm 1/16

印张: 16.5 字数: 160 千字

2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

印数: 0 001~6 080 册 定价: 65.00 元

如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与印刷厂联系调换。



目 录

序幕 与泡沫共舞

第一章 房市泡沫很大	003
第一节 所有人都在赚钱	003
第二节 是不是泡沫	006
第三节 中产阶级究竟会不会被套牢	013
第四节 如何拯救我们的财富	014
第五节 非泡沫理论的批判	017
第二章 探究房价本质的逻辑	047
第一节 认识这个世界	047
第二节 房地产二重性	048
第三节 人的冲动与约束	050
第四节 从现象到本质的证据	051

第一部分 影响房地产价格的因素实证分析

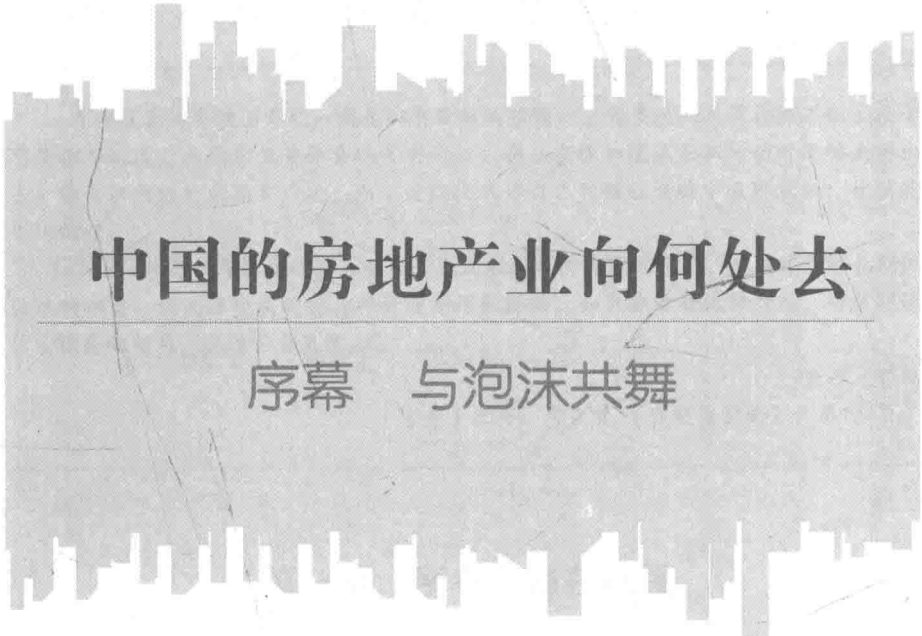
第三章 背景——不同的20世纪	057
第一节 工业革命与人口爆炸	058
第二节 农业效率进步与城镇的吸引力	059
第三节 两次世界大战	067

第四节 本章小结	070
第四章 美国房地产百年史	073
第一节 概 述	073
第二节 二战后的暴涨	074
第三节 世纪之交的暴涨	077
第四节 明斯基时刻	083
第五节 影响因素总结	085
第五章 日本战后房地产史	087
第一节 概 述	088
第二节 1945 ~ 1955年	092
第三节 1955 ~ 1970年前后	093
第四节 1970年前后 ~ 1991年	095
第五节 明斯基时刻	104
第六章 不同的德国	109
第一节 概 述	110
第二节 德国为什么不同	112
第三节 14 ~ 65岁人口占比之谜	120
第四节 本章小结	123
第七章 新世纪各国的一致性	125
第一节 利率下行	127
第二节 全球性泡沫破灭	133

第二部分 中国房地产业发展趋势

第八章 背景：20世纪三大因素在中国	137
第一节 二战后的重建	137
第二节 人口增长导致产能的过剩	146

第三节	存在隐忧的城市化	152
第四节	小 结	171
第九章	总供求、货币和投机	173
第一节	吊诡的深圳	175
第二节	基本面因素无法解释房价	176
第三节	货币现象只能解释一部分的房价	179
第四节	投机是一切的根源	184
第五节	再论深圳房地产的总供求	186
第六节	为何住房拥有率在下降	190
第十章	房价的未来	195
第一节	货币及汇率	195
第二节	投机因素	222
第三节	泡沫的随机性	222
第四节	未来的不可预测性	224
第五节	集体行为改变的猜测	225
第六节	房价的未来	227
后 记		233
附一：美国房地产数据概要		237
附二：日本房地产数据概要		241
附三：德国房地产数据概要		246
附四：中国主要城市房地产数据		250
参考文献		253



中国的房地产业向何处去

序幕 与泡沫共舞

第一章 | 房市泡沫很大

成功投资的关键因素之一就是拥有良好的性格——大多数人总是按捺不住，或者总是担心过度。成功意味着你要非常有耐心，而且在你知道该采取行动时能够主动出击。你吸取教训的来源要广泛，而不是仅仅从你自己的糟糕经验中吸取教训，你就能变得越好。

“你必须要有浓厚的兴趣去弄明白正在发生的事情背后的原因。如果你能够长期保持这种心态，你关注现实的能力将会逐渐得到提高。如果你没有这种心态，那么即使你有很高的智商，也注定会失败。”

——查理·芒格

（【美】彼得·考夫曼《穷查理宝典》，第124页）

第一节 所有人都在赚钱

当所有人都在做一件事，且做这件事都非常赚钱时，聪明的投资者就会警惕。从长期看，绝大多数的投资在剔除通胀之后都是零和博弈，故而当一种投资品让大多数人都赚钱的时候，都是不正常的。聪明的投资者总是在大家尚未看清楚未来时提前做好决定。这种决定并非冲动、迷信和一厢情愿，而是经过严密的逻辑推理和实际的论证之后得出的。

笔者在酝酿拙作的过程中，正值美国电影《大空头》上映。在《大空头》中，一小撮聪明的投资者在美国房地产泡沫破灭之前买入了大量的信用违约互换。但是，问题发生了，这些聪明的投资者虽然看清了房地产泡沫即将破灭，次级贷款的市场价格却一直在走高，即便是在出现了比较严重的违约之后，次级贷款资产的价格还是强势上涨。这对空头来讲，必

须缴纳保证金，否则互换合约会被强制平仓。这个过程是煎熬的。聪明的投资者永远是孤独的。

房地产是中国经济近20年来最热门的话题。1998年住房制度改革后，中国住房由单位分配改为市场化运行。从2000年开始，国内关于房价的泡沫之争一直不断。其中，最负盛名的是谢国忠先生。谢国忠先生因预测了东南亚金融危机而声名大振。他曾是摩根士丹利的亚太区首席经济学家，毕业于美国麻省理工学院。但是这样一个人物在预测中国的房地产市场走势上折戟，不少读者对他嗤之以鼻。

相反，任志强先生的豪言壮语，在全国读者面前引起了极大的反响。任志强先生是房地产的多头。不少专家、学者、业界人士对房地产市场的走势众说纷纭。但只有少数人有严谨的逻辑分析框架，能够在充足的证据和严密的逻辑下进行分析，认清事实的本来面目，而这些少数人就是格雷厄姆所提及的“聪明的投资者”。查理·芒格是笔者十分钦佩的一位富有智慧的人。芒格言语不多，大多数时间是在读书和思考问题。据说一个投资项目放在芒格面前，他5分钟内就能做出决定。沃伦·巴菲特与芒格搭档了几十年。虽然芒格的财富并没有巴菲特多，但是巴菲特在做决策时，基本上是芒格具有决定权。在每年的股东大会上，芒格补充巴菲特发言时，所有与会者都要竖起耳朵，生怕遗漏了这位富有智慧的老头说出的任何一字。芒格为什么能够迅速地判断出一个投资标的的价值和严重风险所在？答案就在本章开头芒格精悍的两段话里。

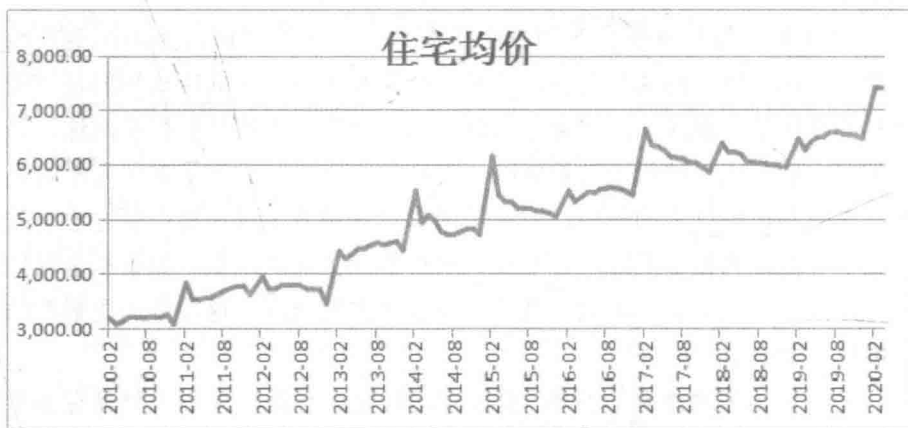
炒房究竟赚了多少钱？我们可以将国家统计局公布的住宅销售数额除以住宅销售面积数据，得出全国住宅的均价（读者可能质疑数据偏差，但这个数据的偏差并不影响我们的结论）。全国住宅均价从2006年的3000元左右上涨至2016年的7500元左右，10年间累计实现了133%的收益。同期，沪深300指数的收益率大概为270%左右。乍一看，买房并未赚多少，但是房地产大概有3倍左右的杠杆，而股市的杠杆则比较晚，且股市的杠杆并非像房地产应用那样广泛和常态。如此算来，炒房的实际收益为 $133\% \times 3 = 399\%$ ，折合年复合收益率^①为17.46%（第一，笔者也同意统计局数

^①本书所指的所有的收益率和增长率都按照复合增长计算。例如，10年时间，某一投资标的从100元上涨至1000元，则复合增长率R的计算公式为 $100 \times (1+R)^{10} = 1000$ 。

据的确有偏差；第二，专业投资房地产的投资者可以通过不断抵押继续放大杠杆；第三，该数据的估计未将房屋产生的租金计算在内，估计每年的最低租金收益率在2%左右。故在此可将该数据理解为炒房最低收益率）。

17.46%是个什么概念呢？让我们计算中国A股所有的上市公司在2006~2015年这10年间的年化复核ROE^①。我们的样本总计有2755家公司，得出的均值ROE是10.5%，中位数是11%。其中有84%的上市公司在过去10年里年化复核ROE没有达到17.46%。也就是说，只要在2006年买房，截至2015年底，你的资本回报率在这10年间可以超过84%的上市公司。上市公司是中国企业最精锐的一个群体，目前84%的上市公司不断地调研市场需求、研发新技术、生产满足市场需求的产品、制定市场营销方案，但是到头来，仍然不如啥事不做只在2006年买房然后收租来得划算。

图1 全国住宅均价



数据来源：wind

这是违背常理的，因为真正的经济产出应该是在企业部门生产的，而不是房地产。一栋房子自从建成之后就不会为经济产出再产生贡献，但是名义GDP却因为房地产的价格走高而高估。

^①ROE，即权益资本回报率=净利润/所有者权益，是企业财务分析的核心指标，代表着股东投入的资本能够带来多少回报。如果ROE=20%，意味着股东投入1块钱，年回报的利润为0.2元。

第二节 是不是泡沫

我们有必要搞清楚这么赚钱的现象究竟是不是泡沫。长久以来，经济学界并未有权威的定义来界定何种程度的资产价格上涨才能算是泡沫。虽然我们无法精确度量泡沫，但是对泡沫至少有两点共识：第一，脱离了实际需求的价格上涨是泡沫；第二，泡沫之后的市场在接下来会跌回到原来的水平，只要有泡沫就一定跌。如果价格处于永远上涨的阶段，不会跌，即便是涨幅再大也不是泡沫^①（具体可详见美国二战之后的房地产价格暴涨就是这样的情况）。

中国的房地产市场存在泡沫，最主要的证据有四个。

第一个证据就是2000年以后租金的涨幅十分平稳。

房价上涨与租金平稳之间产生了裂口（同样的裂口在美国房地产泡沫期、日本房地产泡沫期都有，但是在德国却没有——众所周知的是德国没发生过房地产泡沫）。租金之所以可以度量房屋价格是否存在泡沫，是因为租金的形成受纯供求关系影响，而房价本身除了受到供求关系影响之外，还受到投机行为的影响，即在美国和日本都发生过房地产供过于求的情况下（表现为租金上涨十分平稳）房价继续上涨的现象。如果租金保持平稳，而房价发生大幅上涨，基本上可以认定为泡沫。这部分历史数据的分析详见本书第一部分。

中国官方发布的租金指数^②覆盖时间较短，且数据并不十分具有参考意义。我们通过方正apabi报纸资源数据库在旧报纸中检索关于久远历史的一些片段，以此尽量还原租金的路径。

在住房市场化改革之前，出租房屋是个暴利的事情。由于经济改革，大量的农民涌入城市产生了住房需求。1994年9月27日的《杭州日报》有

^①在专业投资领域还有正泡沫和负泡沫之分。正泡沫是指投机标的物的价格远远高于其内涵价值（即现金流折现而得到的现值），相反，负泡沫是指投机标的物的价格远远低于其内涵价值。正泡沫是因为集体性乐观导致的，负泡沫是因为集体性悲观导致的。本书所讨论的泡沫一律指正泡沫。

^②国家统计局公布的CPI指数细项中可以查询到居民租金支出的涨幅，但是覆盖的时间范围较短。

篇题名为“农居出租房价格高，住户不堪负担”的文章，全文如下：

日前，金华来杭打工的黄小飞向本报反映，本市城乡结合部农居出租房房租相当高，七八个平方米月租金七八十元，十个平方米的租金高达150元，打工仔不堪负担。这是本报受理众多反映城乡结合部农居出租房租金高的一个普通实例。

在房地产被炒得颇为红火的今天，本市城乡结合部的村民也看准了出租空房这一生财之道。他们依靠外地民工涌入、城市拆迁户增多之“天时”，凭借地处城乡结合部、拥有闲置空房之“地利”，纷纷将房屋出租。这在一定程度上减轻了市区房源的压力，也解决了一部分拆迁户、外来无房户的困难。但那里房租高、价格乱的现状，却使租房者难以忍受。

城乡结合部的房屋租赁，不外乎以下三种情况：一是外地打工仔打工妹要在异乡寻找一个落脚地；二是城市拆迁户的过渡用房；三是外地单位的在杭办事处、经营部。

一般说来，外地打工仔打工妹的收入不高，昂贵的房租成了他们一个不小的负担。龙游来杭的傅雪英等两人还没有找到固定工作，便在定海村租了一间十四五平方米的房间，房租每月150元，不包括水电费。然而这还是相当便宜的。普遍的情况是，平均每平方米月租费10到15元。由于房租昂贵，打工仔打工妹常常两三人甚至五六人挤在一起。在荣达食品有限公司工作的安徽打工妹沈爱芳、陈晓花等五人租了一间面积约为13平方米的小间，月租180元，加上水电费，每月花费在200元以上。这对月工资只有300元左右的打工妹来说，是一个可观的数字。

城市拆迁户到城乡结合部租用过渡用房，也是一种较为普遍的现象。由于城头巷住宅小区改造，曹兆根师傅一家三口半年前在定海村租了一间17平方米的房间，月租费高达250元，还不包括水电费，而拆迁户拿到的住房补贴每人每月只有30元。这样按过渡三年计算，他们就要多支出5000多元。

至于外地公司厂家驻杭办事处、杭州经营部，由于其带有经营性质，房租更高。一间20平方米的房间，月租费竟高达1000元。

笔者从定海村治保委吴副主任那里了解到，该村总人口只有3000人，而外来打工、经商人员却达1000多人，城市拆迁户也有200人左右。因此，可出租的住房便奇货可居，房租高也就不足为奇了。

住房作为一种商品，其价格自然要受到市场供求决定。房源紧张，价格适当高一点，消费者是可以接受的，但总不能高得离谱。据定海村

楼副村长介绍,该地区农民建造一幢居住面积为80平方米的普通楼房只需六七万元,平均每平方米800元左右。如果以每平方米每月13元出租计算,则5年即可收回建房成本。这是不是太高了?

在市区外来人口日益增加,城区道路、住宅建设快速发展的情况下,城乡结合部出租私房的现象将越来越普遍。如何加强对农民出租房的管理,使之有法可依,已是大势所趋。笔者从市房地产管理局市场处俞国强副处长处了解到,现有的城市房地产法适用范围太狭窄,忽略了城市近郊的房地产管理。看来,法规不健全,是城乡结合部房屋租赁价格高而混乱的一大原因,值得引起有关部门重视。(杭大实习生 袁明宠)

相比之下,我们可查到的1996年杭州公有住宅的租金^①为0.9元/平方米(详见曹洁军:《我市调整公有住房租金》,载《杭州日报》1996年11月30日,第002版)。一个是市场化行为的租金为10元/平方米,一个是公有住宅租金为0.9元/平方米。两者相差了10倍。袁明宠的文章还提及了一点,就是“5年即可收回建房成本”。由此可知,在1994年的杭州,按照市场价格计算的租金回报率大概在20%左右。在1994~2015年这21年间,租金回报率从20%下降至2%左右。目前的租金回报率已经低于长期国债利率。

在巨大的租金增长的背景下,房价上涨是合理的,不足为怪。但从2001年以来,房价的涨幅却远远超过了租金涨幅。2001年7月5日的《杭州日报》第009版“消费时代”有一则标题为《租金:普通房跌,高档房涨》的广告,公布了杭州五个楼盘的租金价格(见表1)。我们在赶集网和百度乐居上进行检索,也整理了这五个楼盘2016年5月的租金价格(见表2)。

表1 2001年《杭州日报》广告公布租金价格

位置	楼盘名称	大小	标准	租金(元)
市中心	军督司巷	三室一厅	简装	1250
城东	景芳五区	一室一厅	简装	550
城南	滨江家园	两室一厅	无装修	900
城北	德胜新村	两室一厅	中档,设施全	2100
城西	花园南村	两室一厅	一般,设施齐	2000

数据来源:方正apabi报纸资源数据库《杭州日报》

^①我国在1998年之前实行的是福利分房制度,公有住房就是单位建房之后出租给单位员工的住房,员工只享受使用权,但无房屋的产权。当时的公有住房租金由地方政府统一制定。

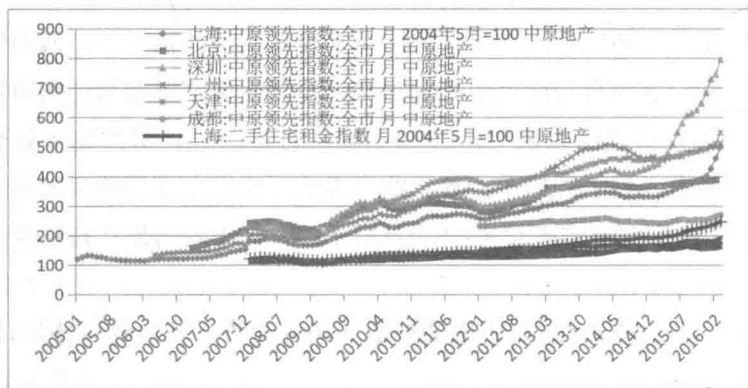
表2 2016年5月赶集网、百度乐居同样房源价格

位置	楼盘名称	大小	标准	租金(元)	售价(均价,元)
市中心	军督司巷	—	—	—	26542
城东	景芳五区	一室一厅	家电齐全	2100	17637
城南	滨江家园	两室一厅	精装修	3600	22988
城北	德胜新村	两室一厅	精装修	2600	14961
城西	花园南村	两室两厅	精装修	2900	30800

数据来源: 赶集网、百度乐居

名义上看, 租金的涨幅并不是很大。但是, 我们需要调整两个因素: 一个是房屋折旧, 一个是货币购买力。伴随着房屋的老化, 房屋的租金呈现自然下降的趋势。目前, 我国的房屋使用年限在40年左右, 故每年的折旧率为 $1/40=2.5\%$, 2001~2016年累计折旧37.5%。另外一个因素是通胀, 按照GDP平减指数^①计算的结果, 2001年1元钱的购买力大概相当于今天的1.72元。假设租房者不是很厌恶旧房子(这个假设与事实也较为接近, 杭州2016年4月的样本住宅均价为16504元, 上述楼盘虽然老旧, 但售价并未明显低于均价)。我们看到的是这几个样本住宅的房租在2001~2016年长达15年间几乎没动。

图2 北京、上海、广州、深圳、天津、成都的房地产价格指数与租金指数



数据来源: wind

①GDP平减指数=名义GDP/实际GDP, 用来衡量经济体内的加权物价涨幅, 即可理解为货币贬值程度。相比之下CPI仅衡量了消费者日常主要的消费品价格, GDP平减指数的口径更宽, 也更为准确。

通过中原地产统计的租金价格指数和房价指数，我们也可以明显地观察到，在北京、上海、广州、深圳、天津和成都六个城市租金的涨幅远远低于房价的涨幅。而在图2中我们没有用GDP平减指数对名义价格指数进行处理，如果考虑到通胀因素，实际租金的水平会更为稳定，在2008~2016年几乎没有发生上涨。

通过上述分析，我们至少能够得出如下结论：1. 2001年以后住宅租金涨幅相对于住宅价格的涨幅几乎微不足道；2. 有证据表明，1998年住房制度改革之前市场被压抑的需求十分强烈，表象就是市场形成的租金特别高，远远高于当时的公共住房租赁价格。

回到泡沫问题上。租金代表着房地产纯粹的需求与供给的结果，而排除了投机因素，因为对租金投机的行为在整个市场相对较少（投机的前提是投资品可以不断换手，住宅可以不断换手，但是租金换手不多，即现实中转租房屋的行为不多）。所以，在租金价格不涨的情况下，房价持续上涨不是由于需求推动的，而是投机因素驱动的。

第二个能够支持房地产有泡沫的证据是首次购房比例在下降。

我们在提及租金证据时，刻意强调了能够产生泡沫的投资标的一定是可换手的，投机标的换手率^①越高，就代表着泡沫的成分越大。租金不容易换手，所以租金基本上仅有商品属性，租金价格的涨跌反应了供求关系。我们还可以通过首次购买住房比率来衡量买房的换手率。西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心发布的《城镇住房空置率与住房市场发展趋势》的调查研究结果表明，2000年以后首次购买住房的比率处于不断下降的趋势中。到了2014年，首次购房者的比率在全部的购房者中只占了20%。这意味着80%的购房者都是买过房子的，代表着房地产市场换手率在不断放大。

所以，房价收入比^②在中国能够达到30~40倍不足为奇^③。因为我们的

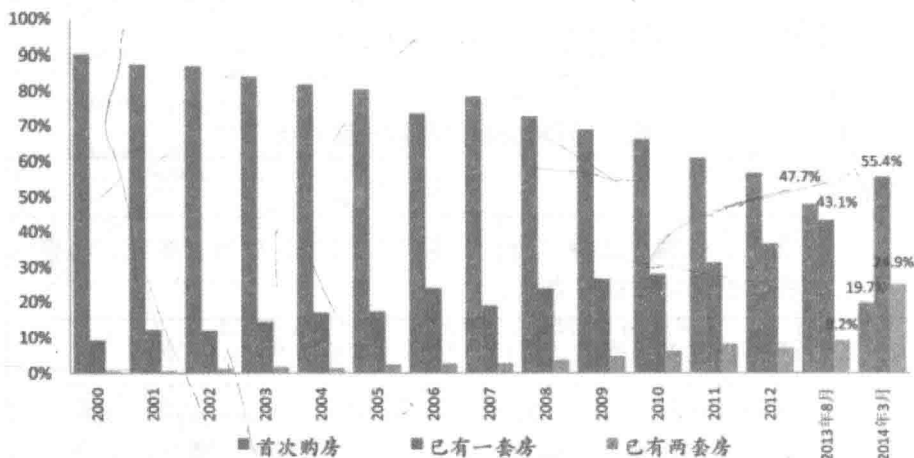
① 换手率=成交量/总市值，代表着投机者之间互相买卖某一投机标的的频率。该指标越高，代表投机氛围越重。

② 房价收入比有很多种计算口径，如本书没有特别提及计算方式皆指的是房价收入比=单位整套住宅价格/单位劳动力年收入。

③ 美国在2005年房地产市场崩盘时的全国平均房价收入比为12倍左右，1991年日本房地产崩盘时的房价收入比也是12倍左右，东京地区的房价收入比为18倍左右。

房价不是靠工资支撑的，而是靠投资性需求支撑的。即2014年80%的购房者是有一套或一套以上房产的，购房者可以将已有的房产拿去抵押，再购买新的住房。因为，房价不靠工资支撑，所以房价收入比如此之高不足为奇。

图3 中国家庭首次购买住房比率



数据来源：西南财经大学 中国家庭金融调查研究中心

第三个证据是中国的套户比^①已经不低。

万科在2015年的年报中有如下表述：

在2013年，我们对房地产行业进入白银时代已深信不疑。2014年的市场调整，让更多人接受了这个观点。但2015年市场的回暖意味着什么呢？我们需要修正自己的判断吗？

不！我们依然坚持自己的看法。确实，在2015年我们看到了主要城市的交易金额普遍回升，看到了个别城市的房价快速上涨，甚至看到了个别城市地价攀升到令人惊讶的水平。但我们也应该看到，更多城市依然处在去库存的过程中。

①按照万科的解释口径，套户比=厨卫浴齐全的成套住宅套数/常住家庭户数。