

巴曙松◎著

金融市场有一句谚语说，

历史给人们的最大教训是：人们很少从历史中汲取教训。

在房地产金融特性日益显著的环境下，

巴曙松研究员以一名金融学者的视角来跟踪考察房地产行业的历史波动。

中国房地产行业真正意义上的一次大调整正在演进之中，

产业外资本进入房地产业趋势出现逆转；房地产金融日趋活跃。

房地产将从居民财富配置的“超配资产”变成“标配资产”，

房地产行业将一改过去10多年高成长趋势性增长格局，

企业的成长将主要来自行业内的分化与整合所产生的经营效率的提高，

从依赖地价与房价的上涨获得高毛利转向依赖综合开发能力的提高，

完成从地产到房产的转变，

最终成为以房产开发为核心的加工制造业。

房地产大周期的 金融视角

A FINANCIAL

PERSPECTIVE ON

REAL ESTATE

CYCLES



厦门大学出版社 国家一级出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全国百佳图书出版单位

房地产大周期的金融视角

巴曙松◎著



厦门大学出版社 国家一级出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

房地产大周期的金融视角/巴曙松著. —厦门:厦门大学出版社,2012.3
ISBN 978-7-5615-4123-4

I. ①房… II. ①巴… III. ①房地产经济-研究-中国 IV. ①F299.233

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 244724 号

厦门大学出版社出版发行

(地址:厦门市软件园二期望海路 39 号 邮编:361008)

<http://www.xmupress.com>

xmup @ public. xm. fj. cn

厦门集大印刷厂印刷

2012 年 3 月第 1 版 2012 年 3 月第 1 次印刷

开本:787×1092 1/16 印张:16.75 插页:3

字数:200 千字 印数:1~5 000 册

定价:35.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换

自序

金融市场有一句谚语说，历史给人们的最大教训是：人们很少从历史中汲取教训。

反思日本

从房地产周期的角度看，日本在 20 世纪 60 年代后期—70 年代前期和 80 年代后期分别经历了两次周期性波动。虽然两次周期波动中，房价均经历了快速的上涨，但从后期的调整来看，无论是房价调整的幅度，还是调整持续的周期都存在明显差异。20 世纪 70 年代前期，房地产价格在 1973 年达到阶段性顶点后，受第一次石油危机的影响，曾在 1974 年出现小幅回落，但此后不久便重回上涨路线。然而 20 世纪 80 年代后期的那一次，房地产价格急剧上涨，于 1990 年冲到顶点后便开始一路下滑，此后整个 20 世纪 90 年代一直处于长期大幅下跌的

局面。

进一步分析，日本第一次周期性调整幅度较小，原因在于城市化与收入增长为真实住房需求提供了稳定的基本面支撑，房价在短暂的下调后，重返上升周期。

第二次周期性调整幅度较大，持续的时间也较长，原因在于城市化已经接近尾声，真实需求基本释放完毕，投资性需求主导的房地产市场极易随着流动性和利率的变化而出现大起大落。

镜射中国

从大致的需求结构看，目前中国所处的发展阶段与日本 20 世纪 70 年代的情形大致可比。城市化速度开始放缓，一线城市的发展空间收窄，人口结构步入老龄化阶段，这使得中国房地产业经过十多年的高速成长之后，在 2010 年以来严厉调整政策的叠加之下，趋势因素与周期因素的相互作用使之进入真正意义上的大调整。2011 年以来，当针对房地产市场的紧缩调控政策与抑制通胀为核心的宏观紧缩环境相叠加，加息、信贷控制与影子银行体系监管相叠加，针对开发商供给端的抑制与针对购房者需求端的抑制相叠加，市场化间接调控手段与行政化限购令的直接干预措施相叠加，房地产开发企业正面临中国房地产市场起步以来最为严峻的市场与政策环境，中国房

地产行业目前正逐步进入行业洗牌与结构调整阶段，即将面临第一次真正意义上的大调整。

当前民间融资利率拉高的主要力量之一，就是房地产企业基于高盈利预期以及调控会短期结束的政策预期进行的高成本融资，在货币政策不可能大幅放松之时，这些房地产企业的洗牌不可避免。

首先，短期来看，行业和企业层面供给相对过剩的格局已经逐步形成，中国房地产行业正进入“库存消化”阶段：（1）目前的周转期即从拿地到销售回款的周期约为40个月，与2008年房地产行业低谷时45个月的周转期相比已经相差无几。（2）2012年约计有近800万套保障房竣工，这将在短期内改变房地产市场的供给结构，对定位中低端的商品房供给形成直接冲击。

其次，中国房地产行业真正意义上的大调整正在发生，而调整的方式和开发商的应对策略则可能是：（1）降价，从城市居民收入能力测算，一线城市的平均房价超出家庭住房可承受能力的水平约20%~30%，二线城市则在10%~20%之间，三线城市基本合理，降价空间不大；（2）布局三四线城市；（3）产业外资本进入房地产业的趋势将逆转；（4）金融资本与产业资本的互动将可能激发部分上市企业退市或私有化倾向，房地产金融会日趋活跃；（5）定位高端的开发商将以品牌和效率而非扩张土地储备来实现价值的提升。

再次，从这轮调整的宏观冲击看，房地产销量增速已经开始明显下滑。保障房全面开工之后，对冲效应减弱，2011年四季度房地产新开工也将出现明显减速。进一步考虑到2012年一季度限购、库存明显加大和季节性因素的影响，如果房地产销售同比增速从当前10%左右大幅回落甚至负增长，且信贷条件以及限购约束等未能有所松动，则2012年二季度房地产投资变成个位数甚至负增长的概率变大，房地产市场出现明显行业洗牌的可能性加大。

最后，尽管市场广泛预期随着房地产投资出现显著回落，进而对地方政府土地出让金收入、经济增长产生明显冲击，由此带来房地产调控政策如限购令的放松，但是考虑到未来房地产在整个经济中的地位趋于弱化趋势，针对房地产的调控政策难以重现2009年的“旱涝急转”，即使是政策阶段性的局部放松也难以改变行业调整的总方向以及分化与整合的行业洗牌趋势。

总体上，基于短期内房地产行业基本面供给相对过剩的格局，即使考虑到2012年对需求抑制最直接的限购政策不再续期，或者限购政策的局部放松，然而未来一年或较长时间内房地产市场的供求结构已经发生重要变化，在一系列约束政策的推动下，房地产将从居民财富配置的“超配资产”变成“标配资产”，房地产行业将一改过去十多年高成长的趋势性增长格局，企业的成长将主要来自于行业内的分化与整合所产生的经

营效率的提高，从依赖地价与房价的上涨获得高毛利转向依赖综合开发能力的提高，完成从地产到房产的转变，最终成为以房产开发为核心的加工制造业。

在本书起草和修订、出版过程中，刘孝红博士、华中炜博士、杨现领博士提供了大量的资料整理和分析讨论等多个方面的支持和帮助，因为出版过程偏长，杨现领博士在出版前还专门系统阅读了全书并且帮助更新了文中的数据，在此表示感谢。任志强先生和顾云昌先生是地产界十分有影响的业内人士，因为角度的差异，本书中的不少看法和结论可能与他们的判断并不一致，但是他们依然热心地推荐，展现了他们的宽容和支持独立研究的态度。当然，文中错误在所难免，也欢迎读者指正，以便在后续研究中继续跟进。

巴曙松：研究员，博士生导师
国务院发展研究中心金融研究所副所长
2012年1月于国务院发展研究中心

目录

第一章 无法回避的房地产周期 / 1

第一节 区分周期与趋势 / 3

无法左右的趋势 / 4

无法回避的周期 / 6

第二节 房地产周期缘何重要? / 10

房地产周期的三个经验性特征 / 11

美国房地产是否正陷入“失落的十年”? / 14

第二章 日本仍在“失落” / 21

第一节 泡沫是如何炼成的? / 23

土地不足——泡沫的种子 / 23

一个大致图景：日本房地产市场的“四个十年” / 26

第二节 第一次泡沫 / 30

石油危机爆发前国内外经济环境 / 30

石油危机时期宏观经济环境的转变 / 32

房地产大周期的金融视角

第一次泡沫的形成和破灭 / 34

第三节 第一次泡沫之后,基本面失去支撑 / 39

支撑房价上涨的宏观基本面趋于消失 / 39

支持房价上涨的金融政策条件由松到紧 / 41

第二次泡沫的形成和破灭 / 45

第二次房地产泡沫的特征 / 56

两次泡沫,两个结果 / 59

第四节 从泡沫走向“失落的十年” / 62

日本房地产泡沫膨胀期间的调控政策 / 63

日本房地产泡沫破灭的直接与间接原因 / 66

房地产泡沫破灭的代价及政府应对政策 / 69

政府应对政策的得失评估 / 79

日本“失落的十年”在多大程度上是泡沫造成的? / 82

第三章 十年之痒:中国会重蹈日本覆辙吗? / 89

第一节 十年之痒:从1998年到2008年 / 91

房地产的金融资产属性 / 92

房地产的顺周期波动 / 98

第二节 中国会重蹈日本覆辙吗? / 105

中日房地产市场发展不同阶段对比 / 106

日本房地产市场不同阶段的突出特征 / 109

对比日本:中国房地产市场处在什么样的发展阶段 / 112

日本经验为中国的房地产市场预设了一定的风险 / 114

日本经验为中国应对泡沫提供了政策操作窗口 / 119

目前中国房地产是否存在全国性泡沫 / 123

第四章 调控进行时 / 133

第一节 当调控成为常态 / 135

弱化房地产的增长功能是一个渐进过程 / 136

房地产行业周期性回调:谁将承受最大的冲击? / 144

房地产角色转移决定投资价值的变化 / 149

新一轮业绩驱动因素将逐步切换到消费层面 / 156

房地产行业角色转移将决定未来投资价值的变化 / 158

第二节 未来调控政策的备选项 / 161

稳定房价与地价预期 / 161

沪、渝房产税试点:一个宽松的开始 / 163

降低开发商杠杆率:预售制度正常化 / 167

扩大土地供给 / 176

第三节 中国房地产行业正进入第一次大调整 / 183

中国房地产行业正进入显著调整的起点阶段 / 185

中国房地产行业将迎来显著的行业洗牌 / 190

房地产调整的短期宏观冲击:是否导致投资增长显著
回落 / 194

第五章 保障性住房大幕已拉开,剧本待完善 / 201

第一节 保障性住房:大幕已拉开 / 203

保障性住房政策的历史轨迹:从弱化到回归 / 203

保障性住房:大幕已开,缺少剧本 / 207

第二节 保障性住房:国际经验 / 224

国际经验:建设模式的选择 / 224

国际教训:问题总是难以避免 / 233

第三节 美国住房保障政策:试错与校正的经验 / 238

公房建设计划及其效果评估 / 239

低收入家庭住房建设税收抵免计划及其效果评估 / 242

租房券计划及其效果评估 / 247

低收入家庭住房建设税收抵免和租房券方案的比较 / 250

参考文献 / 253

第一章

无法回避的房地产周期

导读

◇ 区分周期与趋势是理解房地产周期性波动的出发点。房地产的周期性衰退意味着衰退阶段被抑制的需求叠加货币政策的放大效应，房地产消费与投资均将恢复甚至走出危机前的水平。相反，房地产的结构性衰退意味着人口结构的变化、家庭的裂变速度所驱动的房地产需求自然增长率的趋势性下行，从而使房地产投资难以恢复甚至长期低于危机的水平，日本所谓“失落二十年”即属于后一种情况。

◇ 从一个周期内观察，房地产投资见顶回落是最早的经济衰退预警指标，而房地产投资触底反弹则是经济复苏的先导性指标，房地产一旦实现复苏，则将带动汽车耐用品消费走出低谷，因此，从发达国家的情况看，经济周期往往是房地产与汽车的消费周期，而不是设备投资周期。

第一节 区分周期与趋势

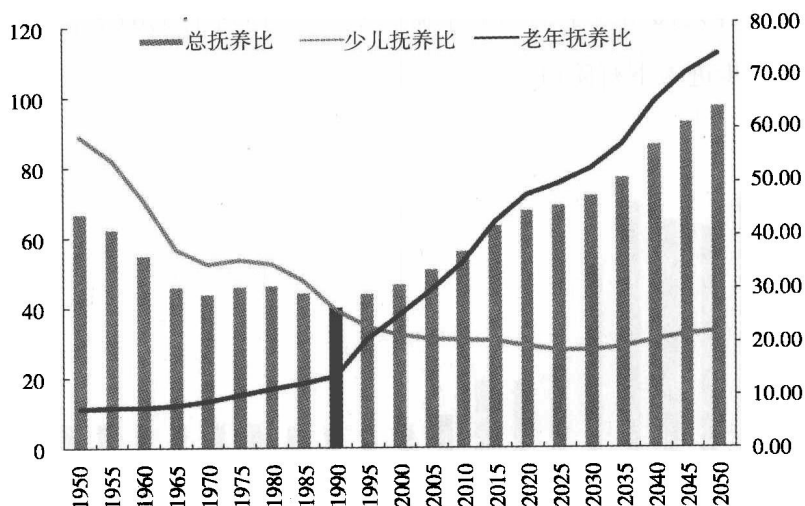
从一般意义上说，周期是对趋势的偏离。房地产作为一种具有居住属性的商品和具有投资属性的资产，理论上应当存在一个稳定的定价中枢，中枢的变化方向形成向上或向下的主导性趋势。无论是某一时点的均衡定价中枢，还是跨时间的变化趋势，其内在的核心驱动力均来自于房地产需求的“基本面”——人口总量、人口结构及家庭的裂变速度。周期则是围绕趋势线的上下波动，而这种波动之所以会发生，则是源于经济学最朴素的理念，即价值中枢确定的商品和资产，其价格不能长期偏离基本面，因此，终究会产生一种内生或外生的力量驱使房地产价格向长期趋势线回归。无论是向上的繁荣周期，还是向下的衰退周期，这种背离都直接或间接地产生于一些具有放大或收缩效应的因素——收入波动、利率和金融杠杆。房

地产周期的轮回演变历史和国际经验表明：政策可以放大或收缩周期，但难以在长期内改变趋势。

无法左右的趋势

一个国家的住宅需求总量是由人口数量、年龄结构及家庭的裂变速度决定的，商业房地产的需求则是由产业结构变迁过程中第一、二产业的就业人数向第三产业即服务业的转移速度决定的。一个国家在城市化和工业化的初始阶段，往往存在大量的农村人口向城市的转移，人口的城乡分布结构也会对房地产需求产生明显的影响。通常，理论和实证分析均表明一国20~40岁的人口往往是推动新增需求的主导力量，这一年龄结构占比较高的阶段往往是房地产需求迅速上升和房价高涨的时期。

日本战后10年出现的“婴儿潮”为20年后即20世纪七八十年代日本房地产市场的繁荣提供了核心的驱动力，而20世纪70年代之后，出生率的下降，表现为少儿抚养比的下降和老年抚养比的上升（见图1-1），使得20世纪90年代之后，房地产增量需求的持续低迷，这是日本房地产市场陷入“失落二十年”的根本原因。



数据来源：联合国人口署。

图 1-1 日本人口结构的变化

中国从 1955—1975 年经历了第一次人口出生高峰，1980—1990 年则经历了第二次人口出生高峰。1995 年中国妇女的总和生育率低于 2（国际警戒标准），中国正式进入低生育时代（见图 1-2）。事后来看，第一次人口出生高峰所催生的庞大的住房需求成为倒逼中国住房福利分配改革的原动力，1998 年之后的住房市场化和私有化使得这部分人群的住房需求通过市场新建商品房和房改私房等形式得到一定程度的解决。第二次人口出生高峰则形成了过去 10 年中国房地产市场的增量需求来源，在住房供给总量不足的阶段，这是中国房价居高不下的主要原因。基于同样的原因，可以大致预期，由于