

房价会暴跌 50% 吗
房价还要跌多久
房价跌了怎么办



房市大衰退

33 年房市变迁大推演

艾经纬 著

从中国房市供需大剪刀、33 年房市价格与周期、
房地产泡沫之上的十根稻草，三个维度推演房市大趋势



机械工业出版社
China Machine Press



房市大衰退

33年房市变迁大推演

艾经纬 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

房市大衰退: 33 年房市变迁大推演 / 艾经纬著. —北京: 机械工业出版社, 2014.10

ISBN 978-7-111-48210-9

I. 房… II. 艾… III. 房地产市场—研究—中国 IV. F299.233.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 228073 号

本书从房价决定的基本面市场供需出发, 分析出当前房地产市场供需已转向, 而且供给已严重过剩; 继而分析中国房地产市场 33 年来表象的房价走势以及所呈现出的房地产周期, 创新性地运用艾略特波浪理论推演中国房地产周期, 预期 2014 年起的房地产市场将进入大衰退周期; 最后, 从当前房地产市场的泡沫形态出发, 从解释被误读的格林斯潘的泡沫观谈起, 进而分析泡沫破裂的演化路径, 哪些是压倒骆驼最后的稻草, 并结合周期推演出泡沫破裂最有可能的时点。



房市大衰退: 33 年房市变迁大推演

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 程 琨

责任校对: 董纪丽

印 刷: 三河市宏图印务有限公司印刷

版 次: 2014 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 170mm × 242mm 1/16

印 张: 17

书 号: ISBN 978-7-111-48210-9

定 价: 39.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿邮箱: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东



序言

怪圈·庸俗·谬误·动物精神

——我们该如何分析房地产市场？

只有经验这位人民最好的老师，最终会揭示出我们的错误。

——〔法〕古斯塔夫·勒庞（1841—1931），群体心理学创始人

一只蚂蚁，爬上一个圆环，无休止地爬行，发现怎么也爬不出这个圆环。这是为什么？因为这只圆环只有一面，而且起点也是终点。

这怎么可能？无论自然界还是人类社会，都存在两面性，为什么这个圆环只有一面，难道不在地球上？

它在地球，在自然界，也在人类社会，更不是魔术。来，我们动手试一试，把一张窄纸条扭转 180° ，再把两头粘接起来，是不是只有一面？如果看不出，就想象出一只虫子或者用手指沿着纸条面爬行，是不是可以爬遍整个曲面而不必跨过它的边缘？

初始看似很神奇，但动手又发现很简单，这是 150 多年前德国数学家莫比乌斯绞尽脑汁苦无果，却在玉米地中灵光一闪的发现，因而被称为“莫比乌斯怪圈”，如图 0-1 所示。

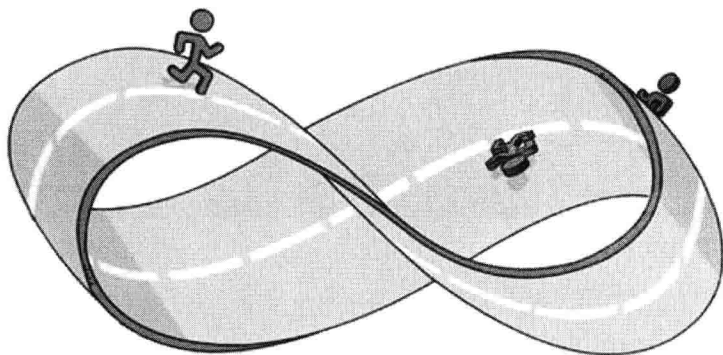


图 0-1 莫比乌斯怪圈

房价的莫比乌斯怪圈

中国的房地产泡沫就犹如一个莫比乌斯怪圈，当我从房价上涨这一点去探究中国房地产市场 35 年来的运行轨迹，以及试图研判未来趋势之时，惊讶地发现终点在于房价上涨。

房价上涨的原因在于房价上涨，这就好比拔着自己的头发离开地面一样荒诞，但无论从现实中观察，还是从模型检验中推论，这个结论并不算离经叛道。资产价格的轨迹，既类似于布朗运动，也犹如在混沌世界中，但中国的房价起点和终点竟是如此的心心相印。

从 1978 年理论启蒙，到试点改革，到转轨市场，再到全盘改革，中国房地产市场用 35 年时间跨越了西方上百年的历史，最终演变成张五常先生所言的“中国房地产市场是一个钢做的泡沫”。

在这个钢一般的泡沫之后，掩藏着一个莫比乌斯怪圈。烧饼没有出锅，不会有人买；买者没有钱，摊主可以不卖；烧饼没人买，价格就不会涨；烧饼几日卖不掉就会变坏……这些在房地产市场都不存在。

作为兼具商品、资产二重属性的房地产，房价的形成机制是复杂的，在所谓的刚需推动之下，房价一路上涨，完全无视所谓的刚需是否满足有效需求的前提条件，而投资和投机性的需求又推波助澜，只要房价涨得越

快，投资和投机性需要就会产生一个乐观的预期，进而进一步拉升房价。

也就是说，在房价上涨和投资以及投机性需求之间存在一个莫比乌斯怪圈：房价上涨——预期房价上涨——房价涨得越快——投机需求增加——房价上涨。在这个循环之中，房价上涨既是自身上涨的原因，又是自身上涨的结果，起点也是终点，好比电影《盗梦空间》中那个加速的陀螺，进入一层又一层梦境。

这个自我加速的房价上涨陀螺，还受到外部的冲击进而加速，随着房价的上涨，地产商加速拿地，土地招拍挂让地方政府尝到了甜头，继而膨胀成土地财政，因而有意控制供地，于是地价开始上涨，而当上涨的地价建成商品住宅，又推动了房价上涨。于是，房价上涨——地产商抢地——预期土地升值——地价上涨——房价上涨，外部的冲击加速了房价上涨这一陀螺。

当内部和外部相结合之时，这个房价上涨的陀螺就成为：房价上涨——预期房价上涨——房价涨得越快——投机需求增加——地产商抢地——预期土地升值——地价上涨——房价上涨。而这一陀螺加速运动的结果就是房地产泡沫最终形成，如图 0-2 所示。

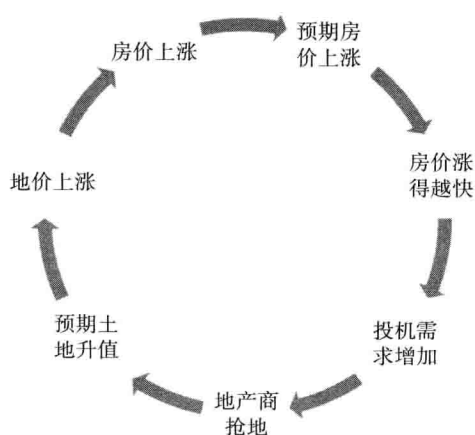


图 0-2 中国房价的莫比乌斯怪圈

庸俗与框架

在房价的莫比乌斯怪圈形成过程中，舆论上多空萌生。初期，市场上的群众未经泡沫的启蒙，多空双方势均力敌，甚至空头更占优势。但这个钢一般的泡沫异乎寻常的坚硬，于是在一次次空头舆论领袖撞得头破血流之时，空方的群众纷纷缴械，转向多方的阵营。

虽然经历过 2008 年金融危机期间 15 个月的下跌，空头得到一丝喘息的机会，但是 2009 年的绝地反弹，空方再度陷入尴尬乃至被不屑的氛围之中。作为中国房地产市场的空方领袖谢国忠先生，锲而不舍地呐喊泡沫论，但群众已给其冠以“信国忠，住窝棚”。与之相反的是，任志强先生从曾经的群众最想扔皮鞋的“全民公敌”转身变成微博上那个“可爱”的心灵鸡汤先生。

此时，我想起曾经一位领导说过“谈论房价是件很庸俗的事”，开始不理解，后来猛然意识到，用道德、利益诉求去揣摩市场，满屏幕地哗众取宠，确实是件很无聊的事，而实际上房价的运动轨迹并不会理会这些。

那么，我们该如何去分析房地产市场呢？

我以为分析房地产市场，好比建房子，数据是基石，框架是房梁结构，逻辑则是黏合建筑材料之间的水泥，能被读懂的话语则是房子的外观装饰。之所以这么说，是因为在浩如烟海的房地产评论中，用数据说话的已然不多见，至于框架更是鲜见，而逻辑又多是基于自身的利益诉求与道德评价。但当在我埋头上海图书馆，发现很多关于房地产的学术研究成果时，我又感慨为何这些满足了上述条件的研究却并不能得到市场的认可。实质上我又很清楚，因为这些研究从数据模型中来，也终结于数据模型，而这些话语大众是无法读懂的，用个通俗的词汇，即是不接地气。

我并非说具备上述条件的分析就一定是正确的，因为数据有统计口径之差异，框架也有结构之区分，逻辑也有正伪之立场。而市场又永远只有胜负之分，无对错之分。那么，既然房地产市场分析是见仁见智，又何必纠缠呢？

非也，市场固然混沌，但市场毕竟给出了检验结果，我们仍需怀有敬畏之心。在一个动态演化的市场中，调整的只能是你的心、你的分析，尤其是你的框架。

8年来，从读书到思考再到实践的循环中，我努力试图构建自己的思维分析框架，如今比较完整地运用在房地产市场上了。我曾搜索过，发现无人如此运用，那么，我就狂妄地将此命名为艾氏立体动态分析框架吧（见图 0-3）。

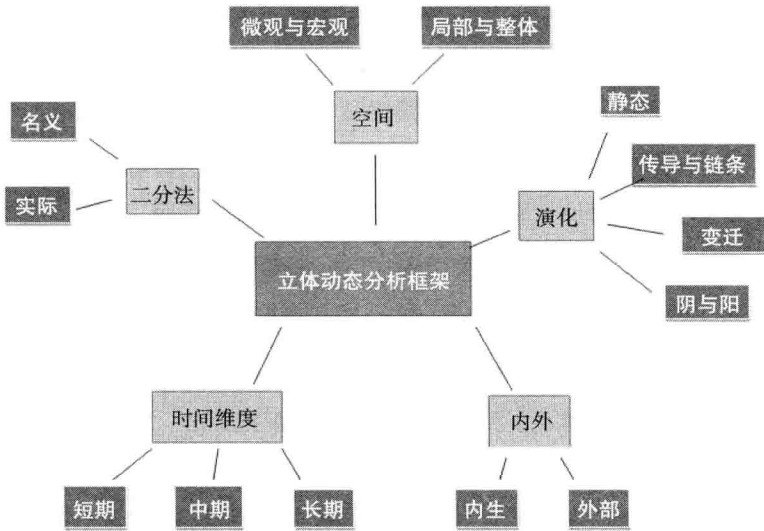


图 0-3 艾氏立体动态分析框架

艾氏框架如下。

第一层：时间的维度，分为短期、中期、长期，在不同的时间维度谈论问题，得出的结果也自然难以相同，对错也就难以判定；

第二层：空间维度，分为微观和宏观，以及局部和整体，井底之蛙和展翅大鹏的视野自然是天地之分；

第三层：内外维度，分为内生和外部冲击，就好比人的性格，由内在基因决定，也由后天的环境影响所致；

第四层：二分法，分为名义和实际、价格和价值，房地产兼具二重属

性，可以说，房地产价格是最为迷幻的，一面是钢筋水泥的混合物的价值，另一方面却又是混凝土黄金的价格；

第五层：进化论，前述是基于事物静止状态下的立体分析框架，但万事万物无不在演化之中，同时相互影响，故而分析市场也需从静止到运动，有运动就有传导和链条，有变迁就会至两极，就有阴和阳。

基于这个分析框架，本书立足于房地产的市场属性，从市场平衡的基础供需分析出发，继而分析表象的价格以及价格运动的轨迹所体现的周期性，进而就房地产市场当前的泡沫形态展开分析。

供需关系是分析市场的基础，我分解了供需中若干变量，从存货到保障房供给冲击，从人口结构到政策扰动。其中有短期因素，也有中长期因素，而人口结构又是其中最为重要的中长期因素，同时进行了一些国别经验比较，譬如抚养比这样的指标的领先作用就颇为明显。

无论是商品市场还是资产市场，价格是最引人关注的，但价格也是最表象的，价格变动的轨迹是迷幻的，因而周期也如一团理不清的毛线球。我很讶异，近百年来，关于房地产周期的经典研究只有那么几个。

我的研究中，界定了房地产周期划分的前提标准，尝试用波浪理论划分 1998 年以来的中国房地产周期，结合哈里森模型等对本轮房地产的衰退周期进行测算，得出的结论是，本轮衰退将至少持续 18 个月，但更多的测算指向 48 个月乃至更多，是所谓房市大衰退。

虽然全国性房地产尚未成为泡沫经济，但大部分地区已是明显，而温州、鄂尔多斯等地区泡沫业已破裂。

关于泡沫，舆论界深受美联储前主席格林斯潘那句“只有破裂了才知道是泡沫”的误导，但我梳理了格林斯潘的泡沫言论，以为这是一个误读，并且格老的泡沫观非常具有系统性和层次感。在此基础上，测算中国的房地产泡沫程度，进而指出泡沫之上的十座大山，泡沫破裂可能的演化路径。

谬误与常识

庸俗的对立面不是高尚，而是严谨或者说是靠谱。立体动态的框架可以得出完整的画面，但结论也需接受市场的检验。

既然不屑于庸俗，那么就批判一下房地产舆论市场上经典的谬误。这些谬误的涵盖范围从词义错用，到统计口径，再到分析框架。

第一个是刚需，不知从何时起，刚需成为地产商口中的中国房价的助燃剂。刚需全称是刚性需求，在经济学话语中，是指对商品的价格变动不敏感，是相对于弹性需求而言的，你觉得房子是吗？

虽然国人的传统观念使得兴家置业乃至丈母娘催买房子，貌似刚需，但实质上这只是需要，而且谈不上有效需要（即有支付能力），又何谈刚性呢？此外，多少人在买房时不是硬着头皮拿出积蓄甚至七大姑八大姨地借钱，你能说硬着头皮是不敏感吗？

第二个是拐点，经常听到“房地产市场出现拐点了”，被描述成价格在持续上升一段时间后开始下降，但从拐点的数学定义来讲，这个描述是错误的，这种点应该叫极值点，或者叫驻点。真正的拐点是凸曲线与凹曲线的连接点，从经济周期图上看，衰退与萧条、复苏与繁荣之间的连接点才叫拐点。

第三个是城镇化率，按照官方的统计数据，2013年城镇化率为53.7%，中国达到发达国家中上等水准还有20个百分点的空间。但中国的城镇化率很可能被低估了，比如海通证券首席经济学家李迅雷等人认为，若按照以“城镇非就业人口”加上“全国非农就业人口”来估算城镇化率，则2011年中国城镇化率已超过60%。

第四个是城镇化效应，按照主流的观点，城镇化将推动房价上涨，确实进城人口增加，对住房需求增加，但同期保障房也在加码建设，为何一定是房价上涨呢？不同的结论，源自分析要素的多寡，传导链条的分歧，乃至分析框架的差异。

类似可推敲的还有很多，不再一一列举。

但我也承认，有数据、有逻辑、有模型的研究也并非就能保证结论的正确。不少学术研究得出的结论也让人忍俊不禁，如果经过复杂的数据检验与回归之后，只得出房价要下跌，需要增加供给以及适当提高容积率这样的结论，还有降低房价短期需要控制房、地价格，而在长期需要抑制地价这样的政策建议，是不是累而无功呢？

还有模型检验中也存在诸多问题，一是相关性很强，但并不是因果关系；二是同一相关性检验，但结论多样。以房价和地价的关系为例，有的人研究后称没有关系，有的人说前者决定了后者，有的人说后者决定前者。

总之，在遇到不同的结论时，我的选择是，一看逻辑、分析路径，二看历史、数据检验，倘若再有分歧，那么只能相信常识了。

泡沫与动物精神

星星在混乱的人群头顶闪耀，
袜带在粗汉鄙夫间缠绕。
人们买呀卖呀，瞧呀闹呀，
连犹太人和新教徒的吵嘴也被人喜闻乐道。
最高贵的夫人们也从四面八方来到，
天天坐车一溜烟奔忙，
为了股票不惜赌博冒险，
就算押上珠宝也心甘情愿。

——《南海泡沫之歌》

这首叫《南海泡沫之歌》的民谣，在 18 世纪 20 年代的英国广为流传。被 19 世纪苏格兰学者查尔斯·麦基收录在作品《大癫狂：非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》中。

数百年来，从郁金香狂潮，到密西西比风潮，再到南海泡沫，乃至到十字军东征，间歇性的群体性癫狂一次次演化为泡沫。美国经济学家查尔

斯·金德伯格在《狂躁、恐慌与崩溃：金融危机的历史》中描述了金融盛衰轮回的模式：先是现实世界里发生某一根本变化，譬如战争或新技术，在若干领域内创造出新的赚钱机会；投资出现上升，轻易到手的银行信贷对此推波助澜；不久后，投资就转为投机，并开始变得疯狂；最终，一切以崩盘和投资者逃离告终，留下当局来设法稳定局面，整顿金融体系。

对于中国的房地产市场，一直存在泡沫的不可知论，根据则是美联储前主席格林斯潘的一句名言“泡沫只有等破裂了才知道是泡沫”。然而，当我整理格老关于泡沫的言论，以及阅读其《动荡的世界》发现，这句广为传诵的名言不过是句误读。

相反，在我看来，格老的泡沫观系统而有层次感。在格老看来，泡沫是无法避免的，而且人性是根源。其实 2013 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·希勒在《动物精神》中也是将泡沫产生的根源归结到动物精神，亦即人性。

有生就有死，泡沫无可避免，那么崩溃也就无可避免，比起乐观，恐惧在人类的本性占据统治地位。有好就有坏，泡沫也有好的泡沫与坏的泡沫之分，好的泡沫会对技术创新带来正面影响，这就好比熊彼特所言的破坏性创新，而坏的泡沫崩溃之后则具有毁灭性，可以说全球迄今都未走出次贷危机的阴影。

格老还颇以发展的眼光看问题，认为泡沫是存在演化和变迁的，曾经的泡沫中并无有毒资产，杠杆率也并不高，而如今衍生品之复杂已让人瞠目结舌。再如风险价值（VaR）曾经是美国信孚银行出的绝佳点子，现在却成为贻害国际金融市场的毒瘤。

好几个夜深人静之际，当我翻阅《大而不倒》时内心都会有些震颤，次贷危机从萌芽到演进，与中国大地上正发生的事多有相似之处。只不过在海量的信息中，我们习惯于选择性忽视，习惯于遗忘，习惯于中国不一样，但《这次不一样：八百年金融危机史》告诉你，800 年来太阳底下没有新鲜事。

只要人类的动物精神不变，市场中依旧噪声弥漫，那么系统性偏差就无可避免，继而参与者做出遵从正反馈的交易策略，进而市场产生自我强化的循环，最终导致泡沫。

也许对泡沫的细究，还应再分脆弱的泡沫和坚硬的泡沫，中国的房地产泡沫显然属于后者，从2002年经济学家魏杰第一个喊出房地产泡沫以来，无数空军为猛涨的房价而折腰。而2013年10月，当罗伯特·希勒获得诺奖后评论中国房地产是个巨大的泡沫时，国人皆已麻木，甚至不乏嘲笑。

虽然2014年1月起，房价开始出现下行迹象，崩盘的声音也趁势涌出，但更多的群众仍然处在热情之中，并不觉得眼下站在高高的山岗上。

在混沌的市场中，预测多是徒劳，2013年10月我曾一时兴起，结合几大周期共振后判断2015年会是一个关键的时点，说是关键，只是出于隐晦而已，毕竟当时市场仍处疯涨形势。但未曾想到市场转向这一天比预料的快一些。

房价上涨是房价上涨的原因，那么反之也可成立。在我看来，衰退的陀螺应该是这样：房价下跌——房地产商资金链紧张——促销、甩卖——政府救市、砸售楼处——土地市场冷却——银行抵押物跌价——资金链再紧张——房价下跌，如图0-4所示。

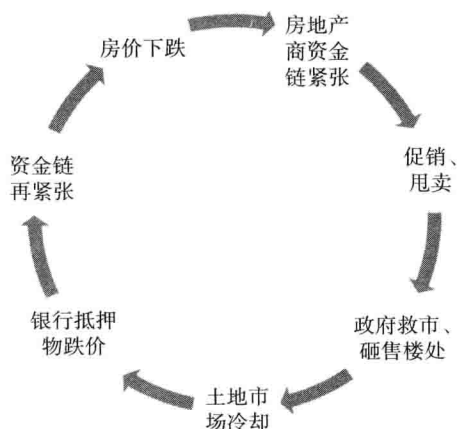


图 0-4 房价下跌的陀螺

曾经美国底特律破产，一双鞋能换两套房，鄂尔多斯沦为“鬼城”……既然泡沫产生与崩溃是市场的规律，那么我们就静待泡沫轮回的洗礼吧，就如 2008 年的 A 股市场。

写作本书是项比较繁杂的工程，2014 年春节之后近乎废寝忘食，几回回梦中推演。强大的 Wind 资讯和同花顺数据库，使我得以系统地把握中国房地产市场的大数据；而 2009 年起在第一财经日报《财商》策划 200 多个封面专题的经历使得我能够快速搜集大量资料，消化并建立框架；同时过去 5 年中，我曾经项目化地研究了人口结构、保障房变迁、经济周期、泡沫病理学等，这些无疑使得我可以较快地完成这项研究。

本书运用了大量的数据，有相对完整的分析框架，也有不少自以为独到的研究结论，也基于可读的原则用很多图表来说话，更是亲手整理了迄今为止最全的中国房地产市场 35 年运行轨迹。因而在哗众取宠的舆论市场上，本书至少可以做一个技术性的注脚。

全书基调在于市场，现在亦准备在混沌的市场中接受检验。写作期间曾发表数篇做测试，连续三周占据门户财经频道的头条或点击第一，现在全书接受读者的检验，等待马克思所言的“惊险一跃”。

艾经纬

2014 年 6 月 11 日



阅读提示

一、全书分为三个部分，分别是供需大剪刀、价格与周期，以及泡沫与轮回。

二、本书试图回答三个问题：房价为什么会跌？房价还会跌多久？房价跌了，怎么办？

三、本书基于两大数据库，呈现出系统的数据，第一部分数据较多，有数据恐惧症的读者可直接忽略，关注图表中的趋势变化即可。

四、本书数据更多是全国宏观角度的，具体城市情况需具体分析。

五、本书整理了目前最全的房地产市场大事记，部分文章中亦有提及市场演变历程，建议读者参考着大事记阅读。

六、本书公开了完整的分析框架，尽量用逻辑说话，呈现了推导过程。

七、本书相对专业，但语言上力求接地气，多以案例解释配合，普通读者可省略部分专业性较强的章节。

八、本书参考了大量学术论文，引用了一些结论，有志于进一步深入研究的读者，可以来信索取，笔者愿意贡献所搜集的相关资料。



目录

序言

阅读提示

第一篇 供需大剪刀

第一章 逆天的供给 / 2

- 第一节 中国到底有多少房子 / 2
- 第二节 房子真的不用再抢啦! / 7
- 第三节 中国在建住宅至少够卖 5 年 / 11
- 第四节 待开发面积可卖 3 个月 / 13
- 第五节 3 600 万套保障房已实际执行 82% / 14
- 第六节 北京自住房: 冲击 50% 的供应 / 18

第二章 转折的需求 / 19

- 第一节 “刚需”: 一个经典的谬误 / 19
- 第二节 被错误比较的住房自有率 / 23
- 第三节 从人口金字塔看房地产需求 / 27
- 第四节 “90 后”到底要不要买房 / 30
- 第五节 危险的信号: 2015 年购房适龄人口达峰值 / 32
- 第六节 验证美日房地产泡沫的神器 / 36

第七节 大争锋：正在减速与透支的城镇化 / 38

第八节 房价与收入：“对不起，拖后腿了” / 42

第三章 供需大碰撞 / 48

第一节 供需的剪刀：咔嚓一下要7年 / 48

第二节 旧变量：那些年被拆掉的房子 / 50

第三节 新变量：单独二胎效应要等10年 / 52

第四节 破坏量：房屋倒塌序幕拉开 / 53

第五节 暗物质：空置率的5个调查数据 / 53

第六节 稳定量：哪些城市的房子更抗跌 / 58

第七节 剪刀之销竣比：房市供需假象指标 / 59

第八节 批售比：万科的绝密武器，楼市的风向标 / 62

第二篇 价格与周期

第四章 表象的价格 / 68

第一节 房价谁决定？ / 68

第二节 房价的统计，百姓的疑惑 / 72

第三节 1998年之前的中国房价 / 73

第四节 1998年之后的中国房价 / 76

第五节 中国商品房始祖的33年房价变迁 / 78

第六节 错位：房价是建安成本的5~14倍 / 80

第七节 走高的地价：土地招拍挂制度下的蛋 / 83

第八节 房价公式中的地价，平均25% / 87

第五章 混沌的周期 / 92

第一节 房地产周期：一个理不清的毛线球 / 92

第二节 三个经典的房地产周期理论 / 95

第三节 18年魔咒：为什么？ / 98

第四节 日本、美国、英国的房地产周期 / 99