

房地产投资原理

FANGDICHAN TOUZI YUANLI

贾祖国 孟 群 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

房地产投资原理

贾祖国 孟 群/著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资原理/贾祖国, 孟群著. —北京: 经济科学出版社, 2010. 9

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9918 - 6

I. ①房… II. ①贾…②孟… III. ①房地产 - 投资 IV. ①F293. 35

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 183128 号

责任编辑: 杜 鹏

责任校对: 郑淑艳 杨晓莹

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亨

房地产投资原理

贾祖国 孟 群 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 16. 75 印张 300000 字

2010 年 9 月第 1 版 2010 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9918 - 6 定价: 32. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

城市化就是人口不断向城市尤其是向大中城市聚集的过程。我们认为，中国未来城市化进程以及一线城市的发展变化可以从发达国家的历史和现状看得很清楚。对于第二次世界大战后取得政治独立的亚非拉国家，其城市化进程往往不超过 50 年——城市化进程往往更为剧烈。中国严格意义上的城市化只能从改革开放后开始算起。过往的 30 年里，中国的城市化进程风起云涌。在城市化中期，人口流动主要表现为从二、三线城市进入一线城市。未来 10 年中国的城市化仍将剧烈。13 亿人口中，更高素质、更富有财富创造力和活力的人群将不断向北京和上海聚集。

以北京为例，北京目前正在投入巨资打造“世界城市”。不久的将来，北京将完全成为世界的顶级城市。那时，中国人再次拥有了像 1 000 多年前盛唐时代的长安城那样地位的城市。10 年前北京 3 环之外还是农田，这 10 年北京飞速发展，未来 10 年北京城的发展将更加灿烂和绚丽。

一线商业地产的前景更加广阔。众所周知，在城市化加速的时候，住宅市场供不应求，尤其是一线城市的住宅更是炙手可热，住宅价格上涨得更快。城市化也对应了工业化或重工业化。当城市化率达到 70% 时，城市化进程就进入了尾声。此时，第二产业占国民经济的比重也相应下降，第三产业占国民经济的比重开始显著上升。此时，对商业地产的需求才会日益旺盛，相应地，商业地产价格才会明显地更快增长。例如，金融行业等高收入第三产业也加速在北京和上海的核心地区落户。而城市的空间是有限的，按照人类目前的技术条件，一个城市很难容纳超过 3 000 万的人口，这都将更促使住宅尤其是写字

楼价格的上涨。目前，北京写字楼价格约是同区住宅价格的1/2左右。以国贸为例，国贸写字楼的市场价格约在2万~3万元/平方米，而同区域住宅价格约在4万~6万元/平方米，甚至更高。我们从不怀疑北京住宅价格还有相当的空间，同时，我们也认为写字楼的价格会上涨得更快。换句话说，我们认为北京写字楼价格的空间更大，在未来，北京写字楼价格将是住宅的2倍，这个时间可能不超过10年。这是一个最好的时代，也是一个最坏的时代。快速城市化的过程往往也是重工业快速发展、经济高速增长的过程，此时人均收入增长较快。而且，本币基本上是一个“对外升值、对内贬值的过程”。但当城市逐渐进入尾声后，经济增速会每几年下一个台阶，就如当年的日本。同时，城市化导致了房价的快速上涨，从而也带来了一系列问题，如腐败、贫富分化加剧、社会道德衰退、社会冲突等。目前一线城市的房价居高不下，普通的老百姓根本买不起，而且房价会越来越高。那些有幸早就在一线城市的工薪阶层，已经有房不用当房奴。但这些人也不会洋洋自得太久，当不久的将来物业税开始征收时，他们突然间会发现，他们已经住不起自己的房子了；普通水泥钢筋建筑的物理寿命大约是100年，中国大多数商品房的质量都比较低，有效使用寿命不会超过30年。30年后，这些建筑大多就会显著衰败。现在感觉斗转星移的城市那时就会破烂不堪。

招商证券在国内率先对房地产行业做出了较全面而深刻的研究。我们撰写了一系列房地产专题研究报告，这些报告从每一个视角来深入研究了房地产行业。本书正是在这些专题报告的基础上整合而成的。由于作者水平有限，书中不尽正确之处难免，还请大家多多批评指正。

我在招商证券工作了5年多，这些年来，我在公司学会了很多做人、做事的道理，感谢公司领导对我的栽培和各位同事对我的帮助。同时，我也感谢地产公司和投资界朋友们对我的帮助和支持。感谢多年来父母对我含辛茹苦的养育，感谢妻子对我工作的默默支持。最后将此书献给我刚出生的女儿，愿她一生幸福平安。

贾祖国

2010年7月4日于金融街

目 录

第一章 房地产通史	1
第一节 工业革命前人口分布形态为散居	2
第二节 第一次工业革命导致了人口的快速集中	4
第三节 第二次工业革命延缓了人口快速集中的趋势	14
第四节 第三次工业革命对人口空间分布的影响 才刚刚开始	22
第二章 城市化与人口流动	25
第一节 城市化通论	25
第二节 人口流动	27
第三节 特大城市	32
第四节 中国的城市化进程与人口流动分析	35
第三章 国家间房地产走势差异研究	42
第一节 人口增长与房价	42
第二节 住房政策与房价	54
第三节 长期通胀水平与房价	58
第四节 中国房地产价格前景	59
第四章 城市间房地产走势差异研究	71
第一节 城市间房地产价格差异决定因素通论	71

第二节	城市间房地产价格差异决定因素例证	77
第三节	北京和上海的房价或将是全球最高的	90
第五章	国际核心城市发展通论	94
第一节	纽约	94
第二节	东京	99
第三节	伦敦	102
第四节	核心城市房价	105
第五节	核心城市发展趋势	107
第六节	核心城市与都市圈	109
第六章	保障住房的国际比较	113
第一节	国际住房政策及其演进通论	113
第二节	英国的住房政策及其演进	117
第三节	美国的住房政策及其演进	121
第四节	新加坡的住房政策及其演进	124
第五节	日本的住房政策及其演进	129
第六节	中国住房政策趋势及保障性住房的影响	132
第七章	房地产周期	138
第一节	房地产周期概览	138
第二节	芝加哥的房地产周期	142
第三节	房地产下跌判断	161
第四节	房地产复苏判断	169
第八章	房地产周期与经济周期	177
第一节	房地产周期与经济周期通论	177
第二节	美国房地产周期与经济周期的实证分析	182
第三节	中国房地产与经济波动	184

第九章 房地产企业商业模式	194
第一节 来自国际龙头公司的考察	194
第二节 中国核心城市商业地产的前景	199
第三节 当前房地产企业商业模式转变的必要性	202
第四节 中国房地产上市公司商业模式评价	205
第五节 金融街——绝对的战略筹码	207
第六节 世联地产——中国的世邦魏理仕	213
 第十章 房地产估值	 220
第一节 房地产估值	220
第二节 房地产股票估值	237
 第十一章 中国土地制度研究	 247

第一章 房地产通史

房地产发展历史也是一部人类进步史。

我们认为，在整个人类历史中：

(1) 经济机会是决定人口迁移与分布的最主要因素。人口的住处在很大程度上是由人们能否在哪里更好地谋生决定的，也就是说，由经济机会决定。相应地，人口居住地的变动主要是由居住地经济机会的变动决定的。

(2) 经济机会是由企业家（包含地主、商人）追求利润的动机决定的。利润是企业家不懈追求的目标，总体上，即企业家选择在哪里落户以获得最佳的利润。一旦企业家选择了落户，经济机会便相应地确立了。

(3) 利润取决于人类供给和需求条件的变动。从供给方面来看，主要是技术条件的变化，包括原料、能源、运输、通讯等；从需求方面来看，主要是随着人均收入的增长，因不同产品的需求收入弹性不同，而导致需求不同。供给条件和需求条件共同决定了特定地域经济机会的大小。供给条件的变化与工业革命息息相关。

不同时期的供给条件和需求条件是不同的，这导致了各区域间经济机会的相对变化，从而导致了人口的迁移与分布，进而形成了房地产发展史。具体而言：

(1) 牧业时代。在牧业时代，人类的流动是“逐水草而居”。那时，人类的迁移与分布主要取决于牧业生产的经济机会。

(2) 农业时代。当农业和牧业分离后，地主和农民根据可耕地的分布而逐渐聚集到一起，也即人口是根据农业生产的经济机会来分布的。除了商业，已有的少量城市并没有什么特别的优势，因而人口总体都居住在农村。

(3) 工业革命开始后。城市化的主要推动力是开始于 18 世纪以来的三次工业革命。新的生产技术伴随着现代经济增长从供给和需求方面极大地改变了经济机会的地区分布，从而改变了人口的迁移与分布。要特别指出的是，随着人类的进步、人们收入的提高，人类对于闲暇、自然的需求越来越大，后者对人口迁移与分布的影响正日益显著。

经济机会与人口迁移和分布的总结如表 1-1 所示。

表 1-1 经济机会与人口迁移和分布总结

决定因素		18 世纪 60 年代以前	18 世纪 60 年代 ~ 19 世纪 70 年代	19 世纪 70 年代 ~ 20 世纪 70 年代	20 世纪 70 年代以后
		工业革命前	第一次工业革命	第二次工业革命	计算机及网络技术
供给	能源	人力、畜力、风力、水力	以煤炭为主的蒸汽动力	内燃机、电力	内燃机、电力、核能、太阳能
	原料	木材、农产品	煤、铁、钢	石油、天然气、钢、铁、化工产品	石油、天然气、钢、铁、有色金属、化工产品
	交通	步行、马车水运	运河、汽船、铁路	机动车、飞机、地铁	机动车、飞机、地铁、城铁
	通讯	邮递	邮递、电报	固定电话、收音机、电视	收音机、电视、手机、网络
需求		低收入导致高比例的食物消费	收入提高使需求转向工业品	收入提高使需求转向服务	收入提高使需求转向闲暇和自然
企业选址		农村	靠近煤矿、铁矿和交通枢纽的城市	城市及郊区	城市及郊区、农村
人口迁移与空间分布		人口大都居住在农村	人口向城市快速聚集，城市集中	人口进一步向城市聚集，但城市分散化、城市郊区化	城市进一步分散化、城市郊区化，人口向农村回流

第一节 工业革命前人口分布形态为散居

工业革命前人口分布的形态为散居。牧业时代，人类的流动是“逐水草而居”。当农业和牧业分离后，地主和农民根据可耕地的分布而逐渐聚集在一起，也即人口是根据农业生产的机会来分布的。除了商业，已有的少量城市基本没有什么特别的居住优势。人口基本上都是散居在乡村地区。

在牧业时代，人类的流动是“逐水草而居”，那时，人口的迁移与分布根据牧业生产的机会来分布的。

一、农业时代经济机会分析及人口分布

当农业和牧业分离后，地主和农民根据可耕地的分布而逐渐聚集在一起，也就是根据农业生产的机会来分布的。

1. 从供给条件看。能源为人力、畜力、风力、水力，原料为木材、农产品，交通为步行、马车、水运，通讯为手工代传以及邮递。

制造业（例如铁匠等）也只是为当地有限的市场工作。丹尼尔笛福在《大不列颠各地漫游记》中描写了18世纪中叶的英国：“那是一个田园加牧场和手工工场的社会。数量微小的工匠使用着手工工具，进行着初级的、以手工劳动为基础的分工。这里还没有近代工业，除去农业外，尚没有真正意义上的主导产业。”

2. 从需求条件看。低收入导致人类高比例的食物消费。人类还处在追求生命安全和温饱的阶段。

3. 企业选址。除了商业，已有的少量城市基本没有什么特别的居住优势，农场主选择在农村进行生产活动。

二、农业时代人口的迁移与分布

人口分布基本上都是散居在乡村地区。人口较为聚集的城市很少，这些早期的城市数量少、规模小。早期城市的产生主要有以下的原因：

1. 经济起源。三次社会大分工使人类改变了居住方式，农业与牧业分离后便产生了定居方式，而手工业与农业的分离使一部分人开始从事手工业、建筑业和服务业活动，这样生产剩余逐步扩大，贸易活动增多，所有这些因素导致一部分人聚集起来，随着聚集规模的扩大，便出现了城市。正是所谓的先有市（市场交易）后有城，城是市的实现场所，城市缘于市场交易。在中国古代，常在井旁兴市，因而有市井的概念。

2. 军队驻防。在边关重镇，因为军队的住防，形成了人口的聚集，最终又形成城市。

3. 其他原因，如宗教等。

因此，“在一位来自大陆的旅客看来，（19世纪）二十年代的英格兰基本上是一个有园圃式农业的一个有篱笆和栅栏圈围起来的地方。”^①

在牧业时代和农业时代，强悍的民族往往占据了较好的水草（牧业时代）和粮食产出较高的地区（农业时代）。截至今天来看，过往的这一痕迹仍无法抹去。目前少数民族大多居住在深山大川之中，而更多的少数民族则只是仅在历史书籍中留下了他们的名称。

^① 《现代英国经济史》（上卷，第一分册），第36页。

三、农业时代人口的居住情况

1810年代的苏格兰地区，“那些泥草或草皮建成的简陋庐舍，这类庐舍在某些地区消灭得很快，在另一些地区却消灭得很缓慢。”^①

在中苏格兰和东北部一带，大多数小农场主的房屋是“十二英尺宽、二十四至三十六英尺长的一种房屋，有两个整洁的房间，内、外室各一。每间有一个壁炉。每间有一张或几张床。房屋照例每一面有一个窗户。土地、草顶，有时有天花板”。^②

至于农场主的工人则更惨：“令人难以置信的是，工人的牛和猪仍是在太多的场合下和他本人同住在一个屋顶之下……牛栏只是用一层薄薄的隔壁同供全家人居住的单个房间分隔开来。”^③

公元476年，西罗马灭亡，罗马文明的湮灭导致了西欧长期被天主教控制和禁锢，形成了长期封建割据的战乱局面。那是一个长达1 000年的中世纪，史称“黑暗的时代”。

在这1 000年里，中国却经历了唐、宋、明初的灿烂、繁荣与强盛。

历史似乎是公平的。15世纪，文艺复兴开始后，历经几代人的努力，在进入18世纪中期以后，在世界一隅的西欧，在物质生产领域诞生了重大的技术变革，工业生产方式对农业生产方式的突破引起了人类生活的巨大变化。人口迅速增长、人力的物质积累呈几何级增长、人口迁移波澜壮阔。相应地，人口的分布也发生了巨大的变化。

第二节 第一次工业革命导致了人口的快速集中

第一次工业革命导致了人口的快速集中。以纺织机械为起点，以蒸汽机为核心的第一次工业革命创造了以棉纺工业为核心，包括纺织工业、冶金工业、采煤工业、早期制造业和运输业等五大部门的主导产业群。企业的选址主要靠近煤矿、铁矿和交通枢纽城市。人类对于收入弹性较高的工业品需求迅速增长，不但人口快速聚集到城市，而且城市也比较集中。城市人口非常密集，居住条件极为恶劣。农村地区的人口相应地不断下降。

①②③ 《现代英国经济史》（上卷，第一分册），第49、51、53页。

一、第一次工业革命与“供给”条件的变化

引发第一次工业革命的是 1733 年约翰凯发明的飞梭：它不仅能织更宽的织物，而且还能织得更好、更快。

这项发明产生了巨大的后续波动。一个工业中的各个工序，像若干相互依赖并服从同一节奏行动的链环。某项技术改进一旦打破这一节奏，整个工艺系统就会出现不平衡，这种失衡将产生巨大的压力去寻求新的平衡——新的发明与革新。

18 世纪英国纺织业重要技术发明时间如表 1-2 所示。

表 1-2

18 世纪英国纺织业重要技术发明时间表

时间	技术发明
1708 年	Abraham Darby 在鼓风炉中使用焦炭
1712 年	Thomas Newcomen 发明蒸汽推动的水泵
1733 年	John Kay 发明飞梭
1764 年	James Hargreaves 发明珍妮纺纱机
1769 年	Richard Arkwright 发明水力纺纱机
1769 年	James Watt 改进蒸汽机
1776 年	James Watt 创造实用的蒸汽机
1779 年	Samuel Crompton 发明骡机
1784 年	Claude Berthollet 在漂白工序使用氯气
1793 年	Eli Whitney 发明轧棉机

在短短几十年中引发的一系列的谋求纺与织的不平衡，却又带来了新的不平衡。“工作规模的扩大和工作机上同时作业的数量增加，需要较大的动力机构”。这一矛盾导致瓦特蒸汽机的出现。

随后又带动了煤、机器制造部门等能源和冶金工业的扩张。

这样，以纺织机械为起点，以蒸汽机为核心的第一次工业革命创造了以棉纺工业为核心，包括纺织工业、冶金工业、采煤工业、早期制造业和运输业等五大部门的主导产业群。瓦特的蒸汽机如图 1-1 所示。19 世纪英国的棉纺工厂如图 1-2 所示。

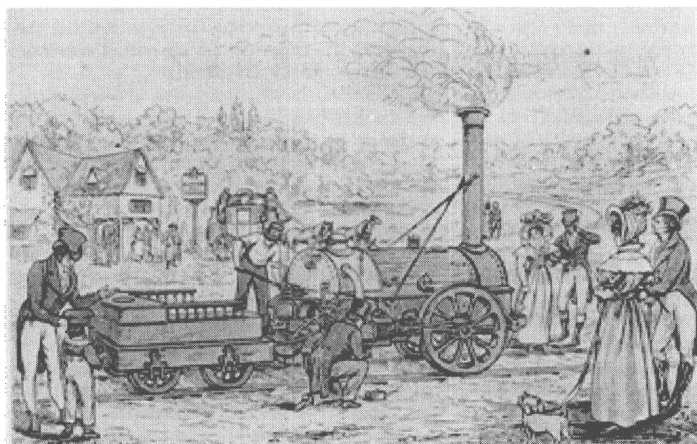


图 1-1 瓦特的蒸汽机和火车

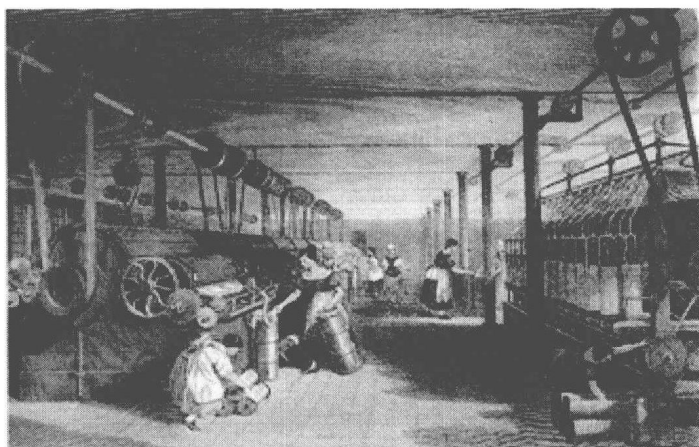


图 1-2 19 世纪英国的棉纺工厂

专栏 I:

铁 路 时 代

铁路狂潮是从 19 世纪中叶开始的。铁路这条黑色巨龙吞食着无数的钢材、木材、机车、货车、建材等，推动着冶金、采煤、机器制造等部门的迅速发展，开创了重工业时代。铁路修建、冶金和采煤业等重工业群代替纺织工业成为新的

主导部门。

英国 1848 年的铁路里程为 4 646 英里, 1870 年达到 13 562 英里, 增长了 1.9 倍。原煤产量由 1850 年 5 000 万吨增为 1870 年的 11 200 万吨。生铁产量由 1850 年的 2.9 万吨, 增长为 1870 年的 597 万吨。在 1870 年以前, 钢铁工业的三大基本创新: 贝塞麦法 (转炉炼钢, 1856 年)、西门子—马丁法 (平炉炼钢, 1867 年) 和托马斯炼钢法 (1869 年) 全部完成。

1850 年, 美国铁路通车里程为 9 021 哩, 1860 年达到 30 626 哩, 增长 2.93 倍。在迅速扩张的铁路需求的推动下, 美国钢铁生产增长迅速, 生铁从 1850 年的 52 万吨, 增长到 1873 年的 260 万吨, 增长了 4 倍。煤炭从 1850 年 758 万吨, 增加到 1873 年的 5 192 万吨, 增长 5.8 倍。

从 1848 年到 1869 年法国煤和生铁的产量都增长了 2 倍。

德国的铁路修建开始于 1830 年, 大规模修建开始于 1850 年, 从 1850 年到 1870 年铁路长度从 5 822 公里增加到了 21 471 公里。

即使是今天, 不管以怎样的眼光看, 那都是一段令人感怀剧烈变迁的岁月。以美国的农业工具使用为例, 从南北战争到 19 世纪末 20 世纪初, 美国实现了以畜力为主要动力的农业半机械化过程, 并开始了以蒸汽机、内燃机为基本动力的机械化过程。1860 年左右, 由于钢犁、收割机和打谷机的发明, 铁锹、锄头、长把镰等手持农具已基本上换成了马拉犁或牛拉犁、割草器、收割器、谷物播种器等较粗制的农业机械; 南北战争后, 这些农业机械进一步改良。到了 19 世纪 80 年代, 各个农场广泛使用了各种新型的播种机、脱粒机、收割机、谷物收割机。这些农业机械的使用大大提高了农业生产力。19 世纪 40 年代, 麦考密克收割机每天可收割五至六英亩小麦, 1890 年的联合收割机则每天可收割七八十英亩水田。

=====

二、经济机会分析及企业选址

1. 从供给条件看。第一次工业革命带来了蒸汽机动力的发明和工业原料 (主要为铁和钢) 的革新。新的技术急剧改变了平衡, 导致了产业的成长, 工厂代替了作坊, 机械化代替了手工生产。企业的选址主要靠近煤矿、铁矿和交通枢纽。

从能源投入看, 新技术革命所依赖的蒸汽动力需要以煤作为燃料, 企业的选址要靠近煤炭产地。

从原料上看, 煤炭和铁是最重要的原料, 企业的选址要靠近煤矿和铁矿。

“在大部分地区的许多制造业企业中，蒸汽动力逐渐取代了水力和人力。新英格兰比其他地区更多地保留了水力……蒸汽动力的使用使得工业进入到中西部地区，该地区水力资源非常有限（但该地区煤炭资源比较丰富）。因为煤比水力更容易运输，因此城市的选址就比以前有了更大的灵活性，建立起来更容易……动力的改变对制造业的生产潜力产生了重要影响。使用水力的企业在夏季枯水期和冬季的结冰期通常受影响。动力的改变使得工厂一年四季都能生产，从而使工作时间延长，产量得以提高。”^①

从通讯看，电报的出现使人们远距离沟通更为便捷。

从交通看，运河大规模修建，铁路也已经诞生，企业的选址需要靠近运河和铁路才能降低运输成本。历史上出现的所谓的“运河时代”、“汽船时代”、“铁路时代”都使人类的交通得到了长足的发展。开始时，马车和运河是最主要的运输方式，这使企业间的交往受到空间距离的限制，企业选址配置要大都限制于沿河一隅。铁路的出现，使企业间联系空间大大地扩展了，导致了运河的衰落，并带来了企业沿“铁路”布局。伊利诺伊中心铁路如图 1-3 所示。

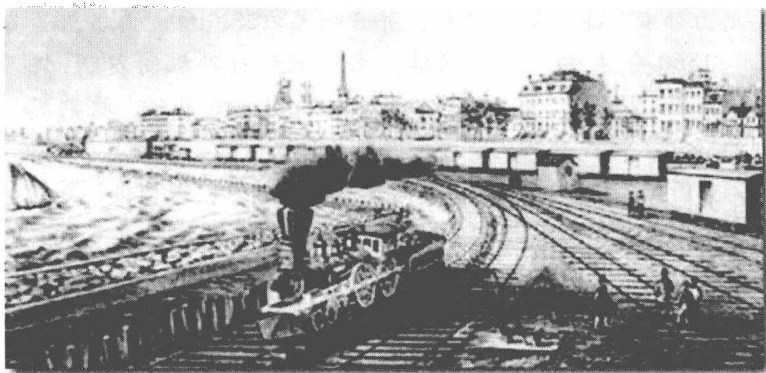


图 1-3 伊利诺伊中心铁路

专栏 II：

交通运输方式的变革

“所以当时将近完成的运河网工程的主要目标之一，始终就是为了改善煤的

^① 《剑桥美国经济史》（第二卷），第 130 页。

分配。”^①

“煤炭运输自始就是修筑运河的主导因素……由于运河之故，曼彻斯特的煤价已经降低了一半……使居民摆脱掉他们用牲畜粪作燃料的古老方法。”^②

“英国得之于运河系的经济利益是无法衡量的。就所能计算的来说，由运河运输的费用仅及由公路运输的费用的一半至四分之一。”^③

在19世纪20年代，“但是，在机车仍然不完善并且不为一般公众所熟知的情形下，铁路充其量也不过是被公众看做是‘一个大的、复合的、脉络相通的内地航运系统’的一个从属部分而已。”^④

但稍后，直接竞争的铁路形成了规模并开始通车，运河就不得不削减它的运费了。

铁路一开始是作为运河货运竞争者的地位出现的。但到19世纪40年代中期，很多铁路的客运收入已经超过了货运收入。

这一时期的交通运输网主要是由运河及汽船水上运输系统和陆地铁路系统组成。在美国，1815~1854年间是修建运河的高潮期。人们根据美国东北部河流众多的特点，因地制宜修建运河，连接主要河流与城市。到1840年，已有运河3000英里。汽船的优势是它可以逆流航行而且速度较快。普通船只原需几周的航程，采用汽船仅需几天甚至几个小时。汽船与运河互补，提高了运输效率，降低了运费，货运费用减少了90%以上。其中纽约州的伊利运河最为成功。从布法罗到纽约市平均吨英里货运价格由1817年的19美分降至几年后的2美分，甚至一度低至1美分。

“大多数的运河都是由州政府建造或出资的，1839年后由于融资问题影响了这些项目，运河修建热才告结束。19世纪50年代，铁路运输作为一项更有利的运输革新方式取代了航运，尽管铁路运输的吨英里收费通常高于运河，但由于其快速高效及可全年运输的特点使铁路运输具有极大的优势，因此两种运输方式无论在何处展开竞争，铁路运输总能获得更多的运载量。”^⑤

2. 从需求条件看。收入提高使人类需求转向工业品。新技术产生了史无前例的生产力以及实际人均收入的增长。随着收入的增长，消费者对于收入弹性高的工业品的需求迅速增长，远远超过对收入弹性低的产品需求。因为工业品更大幅度地集中在城市地区，结果进一步提高了城市地区的吸引力。

当企业家对这些做出反应的时候，相应发生了对劳动力需求地域分布的转

①②③④ 《现代英国经济史》（上卷，第一分册），第66、109~110、109~112、124页。

⑤ 《剑桥美国经济史》（第二卷），第302页。