

解读中国房地产市场-王烁

01

希望没有那么一天，翻出这篇文章说：“我跟你们说过的。”

看到@硅谷那些破事 发了一条微博：

“湾区房子中位价格约100万美元，个人收入的中位值约9万美元，相当于11年薪水=1套房。北京房子的中位价格约300万RMB，个人收入中位值约15万RMB，相当于20年薪水=1套房。是湾区群众收入高？还是湾区房子太便宜？”

解释一下湾区房价的概念。湾区指旧金山湾四周，加州最大的城市带，因为经济发达以及硅谷码农收入增长强劲，全美房价数这里最高。

不知道@硅谷那些破事 从哪里找的数据。我找到的是Business Insider网站（下称BI）根据全美房产经纪人协会（NAR）数据做的一组测算：在全美房价最高的各大都会区，你或者你们家两口子需要多少收入才买得起房。

除了第四名夏威夷乱入之外，最贵的前五名都在加州，湾区一举夺下前两名：硅谷第一，旧金山及附近第二。

有多高呢？

以硅谷为例，中位房价是100.5万美元，很贵，是全美住房中位价格的4倍以上。

收入多少才能在硅谷买房呢？

你的收入是18.73万美元的话，才买得起。这在美国也是很高水平的收入。总统川普年工资也不过40万美元整，18.73万美元比白宫办公厅主任的年薪还要高出一点点。白宫办公厅主任泼天权势，收入也不过是能在硅谷买中不溜的房子，说明两点：第一，码农真的是站起来了；第二，清华北大毕业生在北京买不起房，对比之下也很正常。

但是，买得起就三个字，背后的内容完全不一样。

中国人说买得起房，指把两代人至少三个家庭（你家，你父母家，你配偶父母家）的积蓄全拿出来，如果付得起首付，就叫作买得起房，至于房贷怎么还，慢慢再想办法。

BI说买得起的意思完全不同：首付两成，30年按揭，利率3.9%，每月还本付息不赶过收入的1 / 4。就是说，不影响生活质量。

对了，美国房价最贵的不是纽约吗？

的确是。BI是给都会区（metro）排名，理解为城市带就好。如果按单个城市算的话，含曼哈顿、昆西

区、斯台顿岛在内，全纽约市挂牌在售住房的中位数价格是72.9万美元，能排到第5名；如果只算曼哈顿，则挂牌在售住房的中位数价格是175万美元，第一无疑。

这么说吧，如果纽约市相当于北京市，那么曼哈顿相当于二环内。按1：6.9汇率折算，二环内房价逼近曼哈顿，北京市房价逼近纽约市。合理不合理？人人心里有杆秤，自己衡量。

纽约这样的特大城市在美国不是居住主流，BI给都会区排名是有道理的。跟中国人相反，美国人主要住在郊区，更宜居，教育、医疗、商业样样不少。

我这段在加州大学圣地亚哥分校访学，租住学校附近公寓。这间公寓在当地很典型，按中国标准应该算叠拼，两居室，学区不错，距海滩几站地，购物中心步行可及。我刚查了一下价格，大概是北京四五环之间相似面积两居室价格的2/3。

我住的地方位于圣地亚哥往北至卡尔斯巴德之间，在BI都市带房价榜单上排名全美第5，但还是明显低于北京；价格之外的因素更没法比，这里是美国气候最好的地方，好到什么地步呢？永远蓝天白云，不冷也不热，“天气偶尔不好时我们觉得应该向客人道歉。”当地朋友跟我说。

想起霾锁中国，说多了都是泪。

02

传奇基金经理彼得·林奇说过，对年轻人来说，买房可能是一辈子最好的投资。

首先，房子有居住价值。买了房子，你就不必再付房租；

其次，房子有投资价值。站在他的视角往回看——他当时是1980年代一房价的长期涨幅扣除维护费用后大约是略微战胜通胀水平。为什么房子能战胜通胀呢，因为看长期的基本面因素，房子的成本是地价、建筑材料、工资，未来的收入是租金，这些都是按市场价格随时变动的，本身对冲掉了通胀因素。

再次，买房这件事有额外的金融价值。买房有杠杆。用房子作抵押从银行贷款，如果首付两成的话，就是五倍杠杆。美国房地产和房贷市场很成熟，杠杆率更高，2000年左右的杠杆率是14倍左右，到金融危机之前更升至30倍以上。对于普通人，房贷可能是他一辈子中以较低利率从银行获取最多贷款的最好机会。所以，虽然房价涨幅战胜通胀不多，但加上杠杆放大，长期中的收益令人满意。

最后，买房等于年轻人加诸自身的强制储蓄。你投下首付，每月还贷，他们没有变成即期消费，而是变成你身处其中的砖瓦水泥土地硬资产，伴随你一生。当你还完房贷，年届退休，房子又成为养老的依托。用逆向房贷将房子的价值抽取变现，维持退休后的生活水平，直到人生谢幕，房子价值也消耗完毕。人生第二大痛苦是人死了，钱还没花完。第一大痛苦是人还没死，钱已经花完了。如果年轻时买了房子，你免于这两大痛苦、赤条条来去的机会增加很多。

林奇这个故事很美，但少了点什么？

从全国范围看，直到金融危机之前，美国上百年来房价在扣除通胀以后的涨幅极为有限。房子主要是用来住的，而美国地广人稀，土地私有，供地完全市场化，以至于美国多年来很少出现全国房价普涨普跌的情

形，特别是普跌，因为美国影响房价涨跌的主要是人口流动，流入多的地方就涨，流出多的地方就跌，人来来往往，房价此伏彼起。金融危机之所以发生，有个原因就是所有人都知道美国房价从来没有过普遍下跌，以为现在也一样。当然，这些人后来都受到教育：房价涨跌参差是因为主要由人口流动推动，房价普涨普跌则主要是货币因素驱动：房子不仅用来住，还用来储值投资。

居住价值驱动，货币因素驱动，这些是美国的房价逻辑。

03

这些逻辑中国同样有。

中国房地产市场只有20年历史。回头看很清楚，过去20年的爆发性增长有三个主要动力。

首先是房改。政府不再负责居住这件事，每个家庭得自己操心。人们被赶向市场，向市场要房子。居者有其屋，自己负责。需求就这样被政府生生造出来了。

其次是城市化。人们从农村涌入乡镇，从乡镇涌入县城，从县城涌入省城，从省城涌入北上广。这是经济增长自然催生的人口流动大潮，是过去几十年来最大的社会流动，伴随着人们自身处境的绝对改善以及相对于同侪的相对改善。

再次但同样重要的，是货币政策长期处于宽松状态，为所有这一切提供了润滑油和助推剂。贷款易于获得，利率颇多优惠，通胀压力长存，房地产市场无法期待比这更好的货币环境。

中国过去20年出现了长期、普遍、大范围的房价上涨，所有城市所有地段，房价都在涨，因为上面这三大力量都是普遍性的。货币宽松天然是大水漫灌；房改驱动所有人，不管他们在哪里；城市化使城市的住房需求增加。所以，房价是水涨船高，尽管有些船涨得比另外一些船更高。

现在的问题是，这些动力现在还健在吗？

一个一个看。

显然，房改的动力已经耗竭，从国家负责分配住房转到每个家庭购买住房，释放出来的市场动力是一次性的，也已释放完毕。

显然，城市化还在中途。不过，既然是社会流动，那就必然是有能力有资源者先流动起来。长三角、珠三角、成都平原，不用看什么数字，开车走马观花，你会看到城市化几乎已经完成。而在那些农村腹地，人们看到乡村凋蔽。不凋蔽是不可能的，因为青壮年都已离开。指望用进一步的城市化来维持房价，逐渐有缘木求鱼的色彩，因为与其说城市化能维持经济动力，不如说得经济保持增长，城市化才有更进一步的可能。到底是谁指着谁呢？

如果什么地方还有明显空间，那就是货币政策。你也许会想，货币宽松了这么久，还能宽松到哪里去？那我告诉你，看欧洲，看日本，逼急了的话，不得已的话，可以搞量化宽松，可以搞负利率。哪怕像日本这样，量宽和负利率都不太管用了，还有直升飞机撒钱这个选项，日本说不用，但许多人如伯南克觉得日本该用就得用。

你以为已大水漫灌，其实那是因为还没见过洪水滔滔。

04

在居住驱动、货币驱动之外，中国的房地产还有许多不一样的逻辑：

——政府垄断供地；

——户口制度限制人口流动，社保、医疗、教育、工作机会、买房资格乃至买车资格，都与户口有关；

——金融抑制实行多年，至今仍有残留，储户被盘剥已久，买硬资产对抗货币放水深入人心，一呼百应；

——房地产几乎成为惟一最重要行业，经济与之俱荣俱损；

——资本流动并未放开，全球配置资产仅属于少数人的特权，让肉烂在锅里仍是管制思维主流；

有人说中国房地产是个大庄，我并不相信这种阴谋论，好像有一只神秘大手在背后把一切安排妥贴，其实哪里有这么容易！只不过，房地产客观上把各种关键利益组合成了现在这个样子：它看起来像庄，走起来像庄，叫起来也像庄，刮起地皮来也像庄，那它就是个庄。

好比说，阿尔法下围棋思路跟人完全不同，它借用了图像识别的神经网络算法，不懂什么叫作棋理，但你不能因此能说它下的不是围棋，它没有棋理，胜似棋理。

房地产庄比股票庄厉害得太多，每个城市家庭，每个城市扩展中所影响到的周边地区每个家庭，愿不愿意，都裹挟在里面。从居住的角度看，房子已经太贵了；从投资的角度看，房子远非理想的投资品：门槛太高，首付越来越是笔巨款；交易周期太长，二手房交易需要几个月以上的时间；摩擦成本太重，中介费、政府税费名目繁多，陆续有来。

说到底，人们之所以还在买房，不再是因为房子是最好的投资，而是因为在所有坏的投资当中，还有许多人认为它相对不坏。股灾惊魂未定；海外市场陌生，况且你也出不去；如果肉必须烂在锅里，那就让它烂在房子里。这是当下最重要的社会契约：买房，免于房价继续飞涨的焦虑，免于货币洪水的担忧。有恒产则有恒心，在今天的中国，获得了完全不同的内涵：跟庄。

05

次贷危机爆发以前，约翰·保尔逊（John Paulson）看空次贷资产已久，但是，什么时候拐点到来呢？美国房价涨得不合逻辑的时间已经太长，但市场疯狂的时间可以比你坚持的时间更长。光看对没什么用，还得在正确的时点看对，否则，在被证明正确之前，你就已经死掉了。

保尔逊发现了临界点：都用不着房价下跌，只要房价不再涨，次贷就会开始多米诺骨牌式的崩塌。

为什么？

大量次贷的基础资产是零首付房贷，许多买房者其实连还房贷的能力都没有，必须靠房价继续上涨，做再按揭把上涨部分套现，才能还贷。如果房价停止上涨，这条路一断，很快就断供。

确信次贷的第一张骨牌即将倒下，保尔逊投下重注，他的基金成为这场金融危机最大赢家，获利超过200亿美元。

中国房价的临界点什么时候到来？

我建议，未来看两个路标。

第一，房贷负担达到居民收入所能承受的极限。前面BI用来衡量美国买房收入要求，房贷只占收入的1 / 4，中国人是不用想了。现在一般人的情况是还完房贷后只顾得上温饱。房价涨到什么地步这两者才不能兼顾？房贷总量 / 居民可支配收入这个指标，要盯住。

第二，中国人购房名义上的杠杆率还不高。美国次贷危机前购房首付平均是3%，稍微一跌就负资产，然后就断供。中国人购房至少是首付两成，实际往往更高，而且每次调控首当其冲就是上调首付比例。说一千万，本金多更安全，决策者清楚得很。如果未来连购房的名义杠杆率都显著上升，那么，即使房价还在上涨，那也无非是进入最后疯狂期。

中国今天的事情是这样：政府需要减杠杆，企业需要减杠杆，金融机构需要减杠杆，因为都已经很高，还没加足杠杆的只剩家庭，许多人因此认为该轮到家庭加杠杆刺激经济了，而效果最好的利器便是房地产。

真加上去的话，游戏就要结束了。

06

每次资产泡沫胀起来破下去，都有三个因素：

第一是有坏人。金融家太坏，内部人太黑，官员太腐败。

第二是监管没跟上。监管者不知道市场在干什么，哪怕知道一点也管不了，哪怕能管一点也没管好。

都是事实。每次都有许多坏人，每次都有监管不力，too soft too little too late，太弱太少太晚。甚至监管与坏人合谋的情形也不是没有过。

如果你跟着本专栏一路看下来，就知道这两个因素以前讲过不少，人们特别愿意谈这些因素，除了它们确实存在之外，还因为人们不愿意审视自己。

第三个因素就是买家自己。

虽然讲人，我却不是要介绍罗伯特·希勒的行为金融，人确实有非理性一面，但是，哪怕从微观主体的角度解释房价剧烈上涨，也并不一定需要假设人的非理性，比如下面这个极简模型。

假设潜在买房者有两种，一种看多，一种看空；房价只有一个价，不可能说看多者买房是一个价而看空者

买房是另一个价。总之就是一个价格水平，谁来决定？

先说一堆如果：

如果允许信贷，如果无法做空房价，如果监管放任.....

那么，房价由看多者决定；如果进一步聚焦，还可以说，在看多者中，房价由最看多的那些人决定。

这些人可以是极少数。相对于社会整体来说的一小撮人就可决定房价。

结论很惊悚，道理却很简单。

看空的人把钱放在哪里？

银行里。

银行把钱贷给谁？

看多房价的买家。

你看空房价，就等于通过银行向看多者提供融资，全社会的房地产购买力并没有因为许多人看空房价而减少。你的购买力没有消失，只是被人借走了。

看多阵营内部当然也是程度不一。房价涨涨，温和看多者也许就停下来了；猛涨以后，强烈看多者多半也停下来了；但同样地，他们也不能决定价格，决定价格的是那些疯狂看多者——同样逻辑，停下来的人实质是向继续做多的人提供融资。

虽然很简单，这个模型是不是很贴近中国今天的房市？

最疯狂看多也借钱最多的那些买家决定房价，而不是基本面决定房价，不管基本面指向哪个方向。

这个模型出自希勒的同事、耶鲁大学经济学教授John Geanakoplos（约翰·吉那科普诺斯）。吉那科普诺斯是耶鲁经济学系重镇，提出了杠杆周期（leverage cycle）理论。友人王永钦教授既在耶鲁也在哈佛和MIT经济系访过学，阅人杰多矣，认为最聪明的就数吉那科普诺斯。听说我参加耶鲁世界学人项目，嘱我一定要见见他，可惜没见成。我在的那个学期他没开课，也没联系上，估计休学术假云游去了。我只好去看他的耶鲁公开课视频，管中窥豹。

杠杆周期理论从前面的极简模型中可见一斑，我接着展开：

吉那科普诺斯说，资产价格不是基本面决定的，不存在基本面价格这件事，只存在不同人的不同看法，源自风险容忍度不同，源自人跟人不同比如有人就是比另一些人天生乐观，源自有些人更偏好某些特定资产，也源自有些人更知情。等等。

人与人不同，决定价格的是边际买家（marginal buyer），其杠杆也用得最大。

利率很重要，人人都重视；杠杆率同样重要，但长期被监管者忽视。哪怕利率不变，杠杆越高，资产价格就越高，反之亦然。标准金融理论认为资金的供需决定利率，但杠杆周期理论认为供需同时决定杠杆率和利率。抵押品如房地产内置了正反馈机制，市况好时，房地产价格上涨，作为抵押品更值钱，而且杠杆倍数也会变大，钱多，利率低；市况坏时反过来，钱少，利率高，抵押品不值钱，杠杆倍数低。

吉那科普诺斯发现，杠杆的变动总是先于价格的变动。杠杆变大，资产价格上涨；杠杆变小，资产价格下跌；美国房市2000年以后的繁荣和泡沫破灭，不必用非理性因素来解释，用杠杆变动就足够了。

杠杆周期的后果是用最大杠杆的极少数买家实际上控制了价格，成为边际价格决定者；高杠杆推动劣质资产也受到追捧；一旦杠杆周期逆转，损失外部化，也就是说，全社会承担损失；危机如蔓延到实体经济，影响“真实”信贷需求，从金融危机变成经济危机；大量资产成为僵尸，买家无动力维护资产，比如已成负资产的房地产，谁愿意为负资产还贷呢？

2008年结束的这轮杠杆周期后果如此惨，原因一是此前的平稳期太长积累太多泡沫，二是资产证券化打包太多表面优质其实劣质的资产，三是房地产的杠杆和证券化资产的杠杆都太高，恰逢双重的周期下行，四是CDS兴起提供了做空工具。

监管者必须监控房地产市场和证券市场的杠杆率，必须问这个问题，“正确”的杠杆率水平是什么？这跟“正确”的利率水平是什么同样重要，但后者美联储做了80年，前者却几乎是空白：管理杠杆的第一步是掌握数据，但2008年以前，美联储没有金融市场杠杆率变动的数据，到现在也并不完整。

为什么？

因为过去几十年，影子银行占据了美国金融业的半壁江山。影子银行要多复杂有多复杂，原理却很极简单，就是金融机构做许多新业务，实际上还是但表面上不是信贷业务，不体现在资产负债表上。何必这么麻烦？因为不想让监管者知道和限制自己的杠杆率水平：移出表外，好把杠杆加上去。这是监管者与业界的猫鼠游戏。

中国金融监管者也面临相似处境。影子银行过去几年火山爆发，占据了中国金融业小半壁河山。还记得2015年股灾吗？实质就是高估值的股票加高杠杆，突然逆转，杀到不可收拾。高杠杆怎么加上去的？影子银行也是主力。以场外配资为例，高到1:10的杠杆当时很常见。不过，在股灾之前，证监会、银监会、央行，没人掌握这部分数据，后果大家都看到了。

中国金融监管改革势在必行，无论未来采取什么形式，要不要成立一个超级机构统合多个监管部门，最关键的第一步，是必须有人能看到整体信息，要了解金融杠杆的总体水平，更要了解最激进玩家的真实杠杆水平，这里也恰是金融体系的最弱环节，多米诺骨牌总是从这里倒下的。

最后回扣主题，讲人。巴菲特讲过一个笑话：

天堂很挤，聪明人想出一招，大喊：“地狱发现了金矿！”于是人们都奔向地狱，天堂空了。聪明人想想也准备下地狱。朋友问：“这消息不是你自己放的吗？”聪明人答：“说不定是真的呢？”

同样地，杠杆驱使人们奔向自我实现的预期，竞赛谁更疯狂，逼迫冷静者承认自认愚蠢，引诱疯狂者向更

疯狂进化，直到一切到头，蝴蝶扇动翅膀，系统重启。

这一切都可以是理性的。