

# 是不是越来越多的年轻人开始厌恶房地产了，为什么？

作者：佐伊 23

链接：<https://www.zhihu.com/question/319102406/answer/1445619514>

来源：知乎

著作权归作者所有。商业转载请联系作者获得授权，非商业转载请注明出处。

之前写过一个房地产的综述性文章，感觉放在这个题目下也是合适的。现在在之前的文章上加上一些理论阐述，希望更多人能反思这个问题。

首先说一下，我并不打算直接回答是不是越来越多的人厌恶房地产这个问题，而是尝试回顾和展示房地产的整个发展历史，读者可以在这个基础上自行得出结论。

这篇综述分成六个部分来回顾房地产或者说地产资本复兴和发展的历史，并大致描述其现状。通过对地产资产历史的整个描述，我想我们能够大致得出结论，年轻人为什么厌恶房地产。为了让大家更清晰理解房地产价格的本质，在第六部分，我大致解释房价定价模型和土地出让金的本质。

这篇文章的结构是这样的：**一、地产资本的复兴。二、泡沫形成。三、泡沫成熟。四、当前泡沫的情况。五、泡沫破灭后的影响。六、附录：从住宅到虚拟资本。**

【本篇文章主要涉及住宅地产，商业地产基本不涉及】

## 第一部分、地产资本的复兴：1980-1998

### 一、80 年代的尝试和房地产第一次停滞

#### （一）80 年代的试点

计划经济时代，住宅不是商品，我国城镇职工享受福利分房，因此并无房地产市场。1980 年，我党十三大提出：“社会主义的市场体系不仅包括消费品和生产资料等商品市场，而且应当包括资金、劳务、技术、信息和房地产等生产要素市场。”这是**中国地产资本复兴的准生证**。

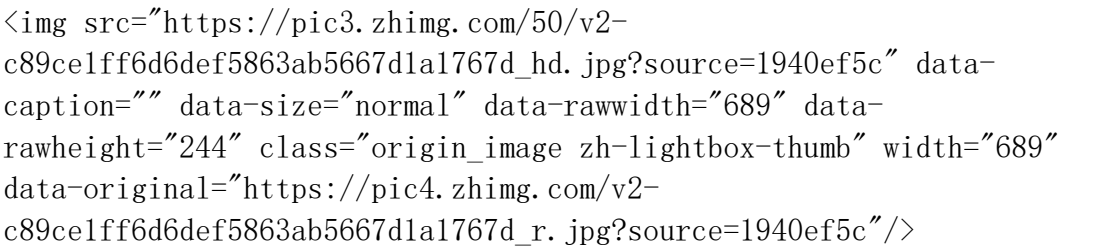
其实早在 1979 年，国家就在南宁、柳州、桂林、梧州、西安等五地试点，以**建设成本价（土建价格）向干部、侨胞和统战对象出售房屋**。按当时的房价，一个职工大致需要花五年的工资就能买一套房（房价/年收入=5）。现在看来，这是一个很低的价格。比如现在北京一个工厂的工人，工资大致也就 6-8 万/年，如果按当时的房价，那么只需要花 30-40 万就能在北京买套房。然而，当时的

职工是福利分房，只需要缴纳很少的租金就能使用。因此很少有人买房，这次试点到 1982 年无疾而终。

全价房没人买，国家就出台补贴售房政策。1982 年，国家开始在常州、郑州、沙市、四平四个城市试点。房屋价格还是参照土建成本价，但是个人只需承担房价的 1/3，余下部分由政府 and 单位分担。如此一来，职工只需要花两年的工资就能买一套房。补贴后效果比之前显著，但是大量补贴又导致财政入不敷出，无法形成资金的有效循环。这次试点在 1985 年取消。

两次试点均不成功，怎么办？国家认为症结在于福利分房制度下的低租金。当时福利分房制度下，职工每月仅需要象征性缴纳少量租金（大致相当于月工资的 2%）。为了促进职工买房，中央决定提高租金，同时，为了缓解职工的反抗，国家决定适度增加职工待遇，这个政策被称为提租补贴。1986 年开始，提租补贴在烟台、蚌埠、常州、沈阳四城市试点。以烟台为例，该市以前的房租大致占职工家庭月收入的 2%，试点后房租提高到职工家庭月收入的 21%。国家认为这样一来，职工与其租房，还不如买房。然而事与愿违，这次试点仍然不算成功。为什么呢？因为当时中国工人的力量仍然很大，厂里面的职工一听说要加房租，马上跑去找领导要求加工资。厂里面迫于压力不得加工资，而且加薪幅度往往超过预期。本希望把房价压到工人肩上，但最终却又落到了国家财政上面。

到了 1987 年，虽然商品房的合法性得到法律的承认，但是在福利分房制度没有废除的前提下，住宅在中国仍然仅仅是一个微不足道的商品。1987 年底，商品房仅占全社会竣工房屋的 1.85%，而销竣比只有 18.78%，大量商品房根本卖不出去。



单位：万平方米

商品房销售	商品房竣工	销竣比
2697	14359	18.78%

单位：万平方米

商品房销售	全社会竣工住宅	全社会竣工房屋	销售商品房占总竣工房屋比
2697	110641	145425	1.85%

在这个阶段，日后叱咤风云的房地产公司已然出现。1984 年，各地相应国务院会议精神，组建房地产综合开发公司。1987 年，工行总行成立房地产开发公

司，直接从事房地产经营。与此前后，建行系统也建立了房地产开发公司，这是银行资本和地产资本结合的初期。

也就在这个阶段，日后土地财政的萌芽在中国已经出现。1987年12月，深圳市在我国首次以拍卖方式转让土地使用权，揭开了土地财政序幕。

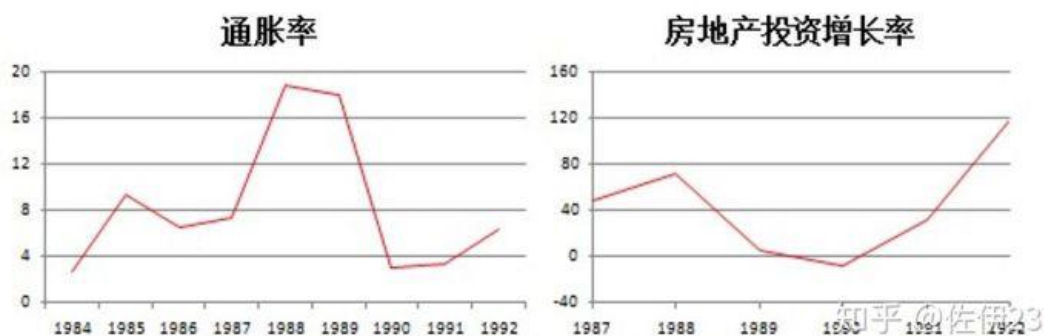
## （二）第一次停滞

到了1988年，提租补贴已经两年了，土地出让已经有了先例，各方面条件似乎都已经具备，于是国家开始了第一次全面铺开的尝试。当年2月国务院颁发通知，决定用三至五年时间，在全国城镇把住房制度改革分批推开。

正当他们抡起胳膊准备大干一场的时候，中国经济却遭遇了改开以来最严重的一次过热。一时间物价飞涨，职工纷纷提储变现。银行出现挤兑，国家财政快速恶化。为了缓解财政危机，政府被迫低价出售公房回笼资金，提租补贴就此全面夭折。

1989年后，市场经济的风向更是发生重大改变，不大的房地产业一片萧条。停滞持续了两年，1989-1990年期间，房地产投资增长大幅下跌，1990甚至出现了负增长。大量楼盘由于资金不济形成烂尾，中国房地产业迎来了第一次烂尾潮。

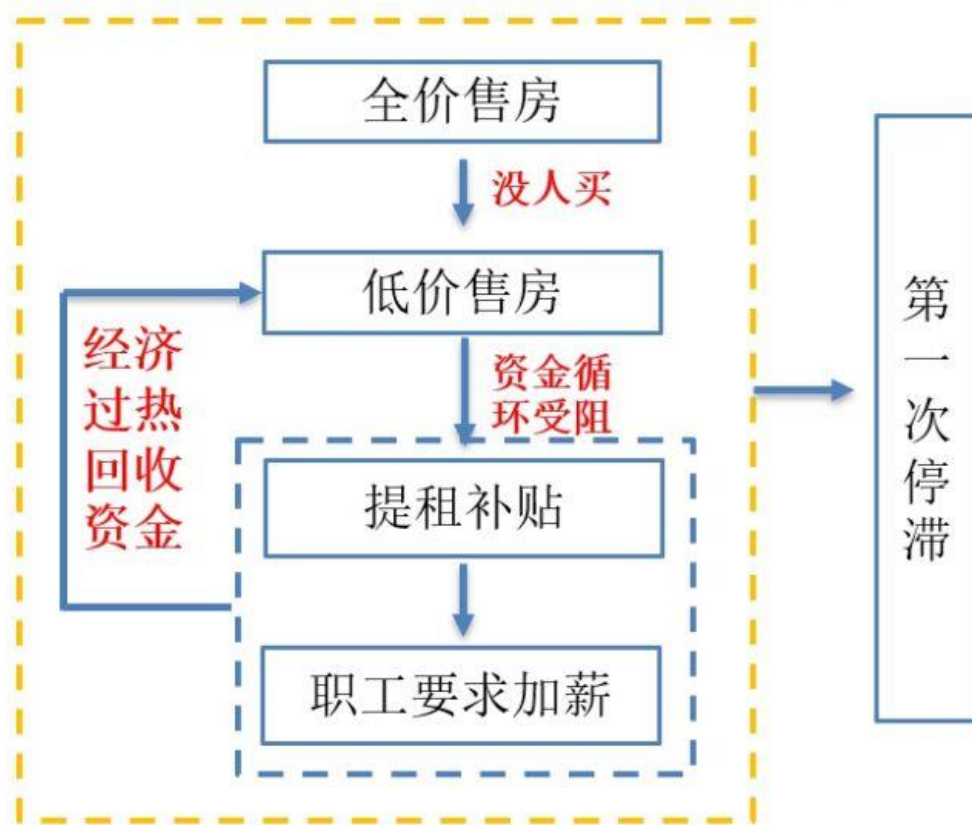




这是中国房地产的第一个时期，是在城镇居民几乎全民分房的时候复活地产资本的尝试。很显然，这样的尝试并不成功。



## 福利分房下的第一轮尝试



知乎 @佐伊23

## 二、90 年代的大跃进和第一次房地产泡沫破灭

在挣扎了三年之后，以南巡为标志，中国资本的发展方向最终定调。

1992 年起，我国出台了大量政策扶植私营企业，并且以更快的速度完成市场经济的最后转型。在这个过程中，之前被压制的资本再次抬头，资本的触角向四周无限蔓延，它所触及到的一切事物都被异化为投机的载体，钢铁、股票、地皮，无一例外。而房地产更是成了投机的主体。

1992 年 11 月国务院发通知明确指出：“房地产业在我国是一个新兴产业，是第三产业的重要组成部分，随着城镇国有土地有偿使用和房屋商品化的推进，将成为国民经济发展的支柱产业之一。”这份通知确定了房地产在我国经济中的支柱地位，是地产资本正式崛起的宣言书。

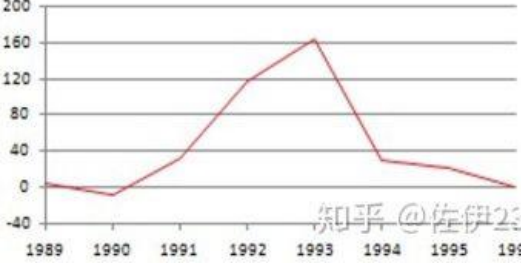
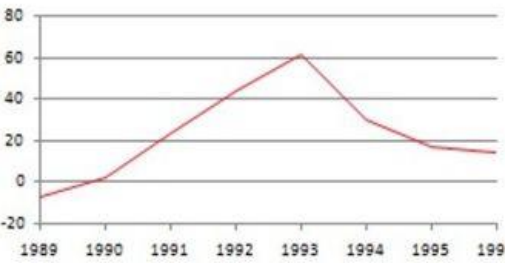
房地产的第一次大跃进，就是在此背景下诞生的。这一次大跃进背靠南巡的东风，在城镇职工仍然享受福利分房的背景下，依靠银行信贷而发展起来，这就注定了它只能是投资推进的、没有真实需求的大跃进，最终只能演化为投机和泡沫。

## （一）房地产概况

1992年，房地产公司开始大规模涌现。1988年全国房地产公司为3124家，在第一次停滞时期，全国房地产公司基本上维持在这个数量；1992年年底，房地产公司猛增到1.2万家，到1993年又变成了3万多家。

同期，各银行开始大规模进入住房金融领域。1992年末，中国工商银行、中国建设银行系统先后成立了房地产信贷部，制定了职工住房抵押贷款管理办法。各种金融机构开始大量向房地产开发企业贷款，甚至直接开办房地产开发公司。

各行各业大搞房地产开发，房地产投资远远高于经济的增长。1992年经济增长14.2%，房地产开发投资增长117.6%，比值8.3；1993年经济增长13.5%，房地产开发投资增长165%，比值12.2。



房地产投资过热，是整体经济投资过热的一个体现，房地产泡沫兴起是前期被压制的资本反弹的一个畸形体现。而海南的泡沫，是这次泡沫里面最绚烂的那一朵浪花。理解了海南房地产的泡沫，就理解了当时中国房地产的泡沫。

## （二）海南的泡沫

### （1）基本情况



海南在当时的中国非常特殊，1988 年才建省的海南，是全国惟一的省级经济特区。一大堆“不甘平庸”的“时代俊杰”揣着发家致富的梦想涌入海南。一时之间，海南人才之盛，各省望尘莫及。多年之后潘石屹回忆说，1989 年他坐船来到海南时，天色已晚，黑蒙蒙一片，第二天醒来，发现一夜之间，岛上已经涌进了 15 万人。

当时的人回忆，滨海公园一带是荒滩，龙昆北路两边是很深的荒草，滨海新村是一排破旧的楼房。大片大片的荒地加几排小楼房，就号称是这个天涯海角的省会市中心，连红绿灯都没有，交警看到有人违章，顺手捡起路上的石头或树枝就扔过去。海南的基础设施建设很差，这些追梦人的住房和办公场所问题，就形成了海南房地产的基础需求。

## （2）泡沫兴起

人口大量涌入导致地租上涨，进而导致房地产价格上涨。很多人带着资金怀揣实业的梦想来到海南，一觉醒来看见房价一路上扬，相继抛弃实业拥抱房地产。就这样，资金不断涌向房地产开发市场。房价开始疯狂上涨。1988 年底的海南房价仅为 1350 元 / 平米，到 1993 年上半年，海南房地产价格飚至 7500 元 / 平米。短短四年时间房价连翻数倍，导致越来越多的资本涌入房地产市场。1989 年海南省房地产投资仅为 3.2 亿元，至 1993 年房地产投资超过 90 亿元，四年时间翻了将近 30 倍。狭小的海岛上冒出两万多家房地产公司，这些公司的大部分并不真的盖房子，他们仅仅是买进，再卖出。

## （3）畸形需求

当时的中国，福利分房这把达摩克利斯之剑始终悬挂在地产资本的头上，地产资本在普通住宅领域难有作为，不得不转战高档别墅和宾馆市场。

这些高档房产的房价动辄上万，根本不是人均月工资不到 300 元的国人能够消费的，他们买不起也租不起。没有真实需求而催生出来的畸形市场，最终只能演变成投机资金之间击鼓传花的游戏。

在海南房地产市场轰轰烈烈的买卖中，真正买来用于居住和商务活动的只有 30% 左右，而 70% 是投机者囤积起来进行炒作的。炒作达到了疯狂的地步，预售的房子还在图纸上，就已经被炒来炒去，几易其主。这些参与投机的资金，多数来源于金融系统和政府，“炒房的多是有关系的人，通过挪用公款、拆解等方式，谋求短期获利。几乎所有的参与者都是银行的债务人，大批大批的贷款直接从银行出来，甚至都不用审核。”

## （4）泡沫破灭

海南房市住宅领域需求薄弱，投资结构只能偏向高档别墅、宾馆和商业地产，开发商无法形成良性的资金循环，购买者的目的不是为了居住或者出租获利，而是为了短期增值而倒卖获利，金融系统信贷资金和地方政府挪用的资金是房地产市场主要的资金来源。此时的房地产市场，既没有购买居住的需求，也没

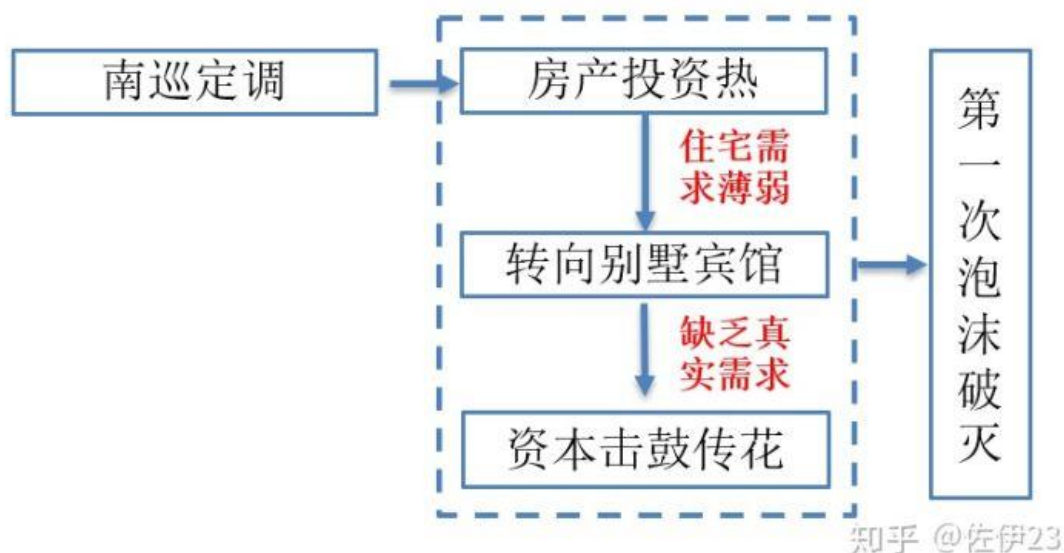
有一个与之相应的租房市场成为其定价的标杆，它是在缺少真实需求的背景下，通过资金炒作而催生出来的一个畸形市场。这样的市场，只要切断基础资金来源，就会轰然而倒。而全国其他地方的情况，也与之类似。

1993 年国家在全国范围内开始调控，首先切断资金，针对金融领域治理乱拆借、乱集资、乱投资形成的“三乱”。其后针对房地产，限制自有资金底线，禁止银行和房管局等单位开设房地产公司。这样的调控对当时的房地产来说那简直就是釜底抽薪。调控之下，商品房销售额增长率暴跌，从 1993 年的 102.5% 骤降至 1994 年的 17.92%。

海南更是损失惨重，占全国人口 0.6% 的海南，积压了全国 10% 的商品房。全省“烂尾楼”高达 600 多栋（从全国范围来看，这是第二次烂尾潮，大量房屋积压，直到 98 年后才逐步消化），“闲置土地 18834 公顷，积压资金 800 亿元，仅四大国有商业银行的坏账就高达 300 亿元”。从此，海南房地产一蹶不振，直到 2009 年上半年商品房均价还不到 1993 年的价格。



## 福利分房下的第二轮尝试



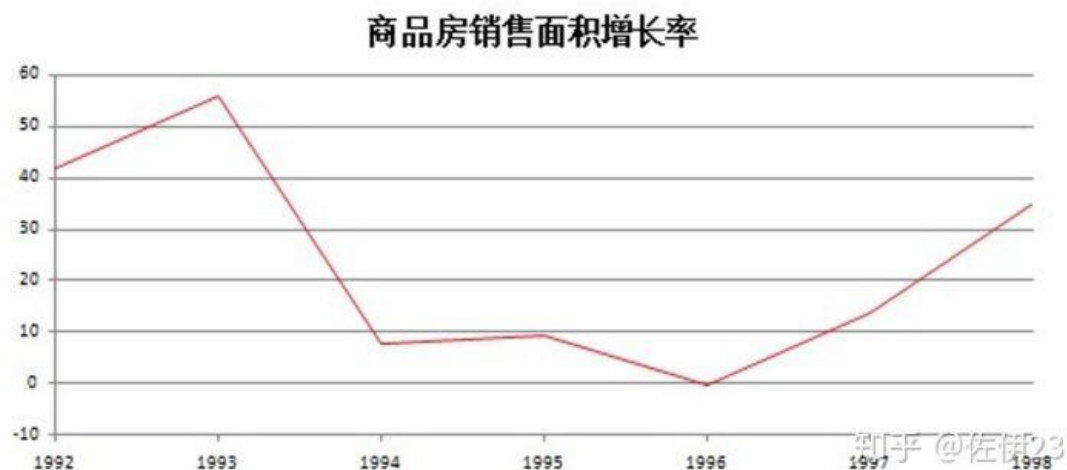
### （三）调整

1994年之后，全国经济再次进入调整时期。国家出台政策，一方面要求控制高档房地产开发，房地产投资应向基本住宅倾斜；另一方面，大力推行公积金、个人房贷等房地产金融等制度，引导居民买房。

国家政策出台后，地方也出台了各种土政策响应。上海北京等地推出买房给户口，广州等地强行降低土地出让价格，银行体系更大力度推行按揭制度。这些事情在现在看来都是非常魔幻的，现在的北京上海，别说买房送户口了，你没户口甚至都很难买房（五年社保公积金），至于强行降低土地出让金，更是没有地方政府愿意。

然而，即使这样，城市住宅需求依然薄弱，因为福利分房的利剑仍然悬在地产资本的头上。





## 第二部分、泡沫形成：1998-2008

### 一、1998-2002：地产资本突围战

堵不住福利分房的路，就迈不开地产资本的步。

一朝有福利分房，就不可能有商品房存在的空间。如果强行在福利分房制度下推动房地产，结果只能是演变成投机的游戏，这是海南房地产泡沫所印证的。



为了地产资本的复兴，把福利分房连根拔掉，这是决策者的共识，至于连根拔掉福利分房导致的代价，决策者似乎并不关心。

1998 年 7 月国务院出文，全国范围内停止福利分配。地产资本终于撬开了个人住宅领域的大门，地产大鳄看着那些尚不知“换了人间”的芸芸众生，不知流下了多少贪婪的口水。

【

全力发展房地产市场有一个很重要的原因，就是为了缓解亚洲金融危机后中国巨大的过剩产能。具体可参加我之前写的关于内卷的一篇回答

<https://www.zhihu.com/question/393696749/answer/1389114190>

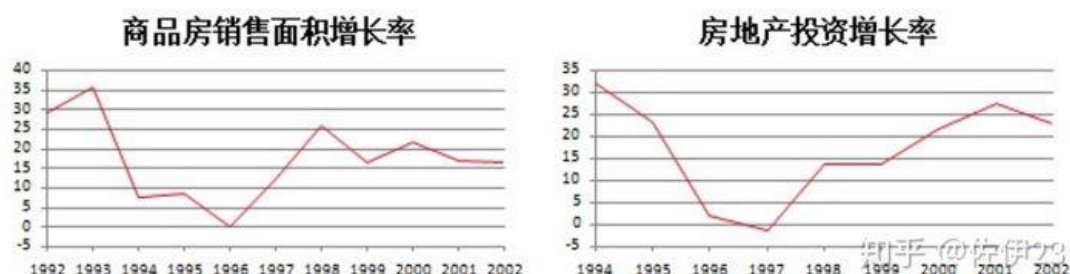
】

1999 年开始的高校扩招，以及伴随而来的快速城镇化，导致大量人口涌进城市，而国家不再负责他们的居住。买房或者租房，成了他们唯一的选择。

经过了长达四年的寒潮，在一个全新的起点上，地产资本整装待发。为了让地产资本的战车开得更快一点，国家要求金融系统全力支持地产资本。首先是全面放开个人房贷。1996 年新增住房贷款不超过新增贷款 3%，1998 年这个比例提高到了 15%。其次是大力支持房地产企业融资。再次是进一步推行公积金。最后还给予各种税费优惠，以降低房地产开发商的开发成本。

一套组合拳打下来，房地产投资增长率和商品房销售面积增长率双双上升。





而这一次上升与 1992 年相比完全不同。

从结构上看，1992-1993 年的复苏和高涨，集中在高档别墅和商业地产；1998-2002 年的复苏和发展，却是集中在住宅市场。从需求来看，1992-1993 年的商品房没有实质性需求，因为福利分房尚存；1998-2002 年出现了真实的消费需求，再也无法享受到福利分房的人们，形成了第一波真实的刚需。

2002 年的土地招拍挂制度为地产资本补上了最后一块拼盘。

1984 年，第一批房地产公司成立，于此前后，银行资本与地产结合；1987 年，住房划出计划序列；1992 年，建立住房公积金制度，使得个人储蓄强制性支持地产资本，同期，银行全面介入房地产业务；1998 年，彻底终止福利分房，全面放开个人房贷；2002 年，土地招拍挂制度建立。

至此，房地产市场的主要要素均已齐备。银行资本、地产资本和土地所有者，将在之后的很多年里形成紧密的联盟，他们将站在资本的高山上，俯视着匍匐的众生，他们将在推杯换盏之间，共享他们的太平盛世。

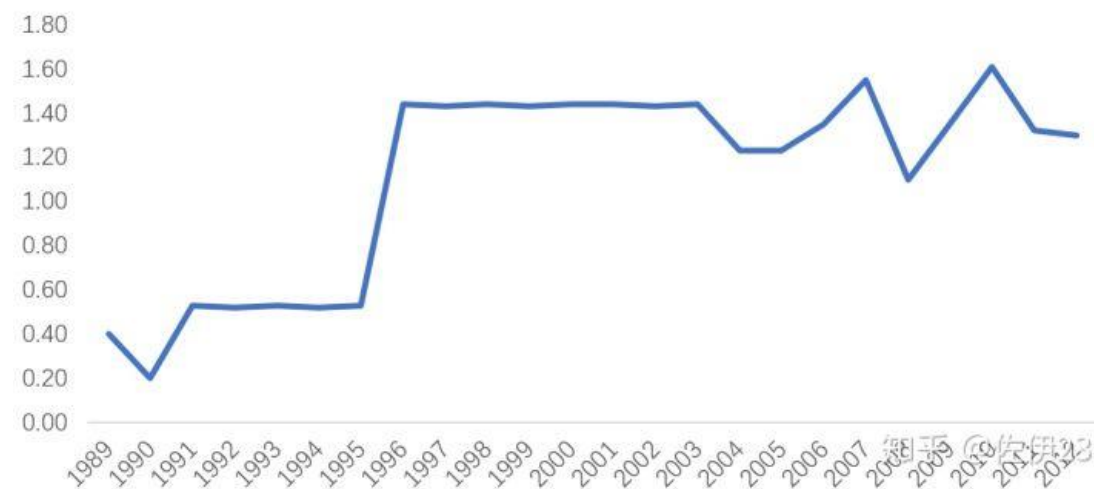
## 二、泡沫开始形成：2003-2008 年

### （一）刚需

1996 年之后，中国城镇化猛然提速，1998 年福利分房终止，一大批毕业留城的人、进城务工的人面临买房的需求。



城镇化率提高的百分点



同时，60年代新生儿高峰期出生的人（大致在30—40岁之间），有了一定的积蓄，结婚生子之后，也有了改善居住环境买房的需求。而这个时期，房价相对较低，且连续数年几乎持平，没有上涨。这时，产生了商品房的第一波刚性需求（对大多数人来说，也是最后一波）。1998年居民个人购房贷款只有426.2亿元，2004年增加到16002.3亿元，年均增长83.0%。

## （二）投资或投机性需求

从2003年开始，房价快速上涨。海外热钱、产业资本以及腐败资金也纷纷涌进房地产市场，在刚性的消费需求外，作为投机性需求支撑着中国房地产市场，导致房价持续上涨。上涨的房价又进一步吸引房地产开发投资，形成整个经济运动的循环。

**海外资金。**海外资金主要投资一线城市，大致在2002年前后成规模进入中国房地产市场。根据盛阳地产的报告，“境外资金占全部房地产投资比例的3%~5%。”因此从总体影响看，当时外资对一线城市的高楼价虽有一定影响，但整体资金比例应该不大。

**产业资本。**此时部分产业资本开始进入房地产市场。大一些的产业资本自己充当开发商。第一财经日报曾报道说，在宁波，“雅戈尔、罗蒙、杉杉、太平鸟、博洋、维科、洛兹、培罗成、申洲制造、爱尔妮，红帮裁缝故乡的这些服装品牌并不满足于一针一线的利润，卖房子成为短期盈利快、门槛低的一个最佳投资行业了”。而且，除了上述这些服装企业之外，“大部分的制造业几乎都开始涉足地产开发了，比如做文具的广博、做模具的海天、做外贸的布利杰以及做铜的金田铜业等。”至于央企搞地产开发更是厉害，以至于中央不得不出面叫停。中小资本没有开发能力，资金一般是进入房地产的需求市场。进入需求端的中小产业资本又分两种情况。其一是将产业资本的利润投入房地产市场，这种模式的典型代表就是山西买房团和温州炒房团。高和资本与住建部政策研究中心2011年联合发布了一系列房地产和民间资本的调查报告，报告中就提到“温州炒房参与者广泛，其中资金实力强、投资规模大的主要包括以下两类：一是太太炒房团，背后是温州大量民营企业业主的资金支持；二是海外温州商人，这部分人的购房数量占炒房量的相当比例。”其二是产业资本完全撤出实体行业，进入房地产需求市场。

**腐败资金。**腐败资金到底有多少流入房市我们不得而知。但是腐败或者由于腐败而得来的资金，在哄抬房价的过程中也起到了重要的作用。2012年的反腐风暴中，持续传出腐败官员的房产数量，一个比一个多，被老百姓戏称为房氏家族。“房叔”蔡彬全家有20多套房，“房姐”龚爱爱单在北京就被查出41套房子，广东陆丰市公安局党委委员赵海滨被曝出“拥有100多套房产”。前几年住建部拟推行房产联网，但是地方政府却是一拖再拖。官员到底拥有多少房产虽然始终成谜，但是我们还是能从一些新闻报道中窥见冰山一角。有新闻

报道称，2012 年大力反腐期间，在江苏、广东多个城市，出现了政府机构人员放盘出售房产的现象。类似的情况也在广州、中山、佛山等地也曾出现。


除了上述资金外，进入房地产市场的还有其他资金。比如少数高收入人群的自有资金；比如有渠道的人直接从银行拆解资金进行操作，这部分资金透明度低，数量尚不清楚。

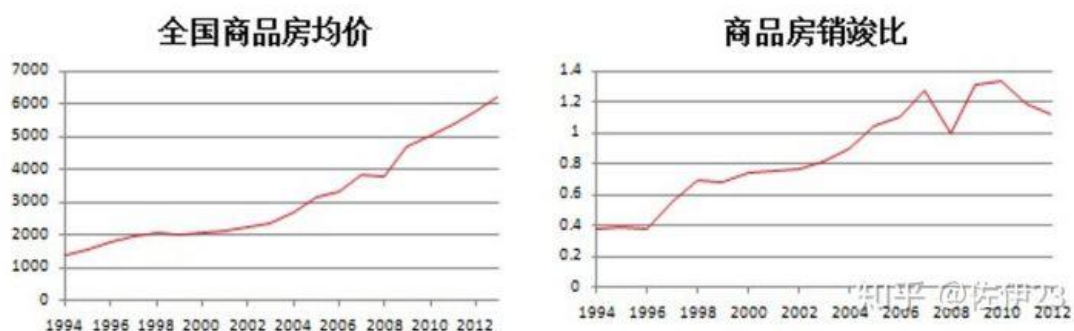
### （三）小结

2010 年，国家发改委的调研报告显示，拥有 3 套或 3 套以上住房的非自住购房家庭占购房家庭总数的 40%左右，拥有 2 套或 2 套以上住房的非自住购房家庭占购房家庭总数的 70%左右。也就是说，大量的购房并非自住，而是投资或投机。

在刚需和投资性需求的带动下，中国房地产终于走出了长达四年的寒潮，销竣比持续上升。

从销竣比来看（当年销售面积/当年竣工面积），1994-1996 销竣比在 0.4 以下，1997 上涨至 0.57，到 2002 销竣比涨至 0.76，2005 年后的数年间，其后除 2008 为 0.99 外，其余均超过 1。从长期来看，销竣比超过 1，说明商品房没有积压。

房地产价格的大幅上涨，以及各种资金花式涌入，这也许让中央想起了不久前海南的地产泡沫。

面对逐步脱离普通人群消费能力的高房价，中央分别在 2003 年和 2005 年两次调控。特别是 2005 年，更是号称首个大举“宏观调控”之年。但是房价不降反升，2007 年甚至频现天价“地王”。

政府逐步意识到，此时的楼市和 1993 年已然完全不同。地产资本已经成型，它有真实需求作为基础，它和银行的结合更为紧密，它为地方政府提供大量收入，它带动中国经济滚滚向前。

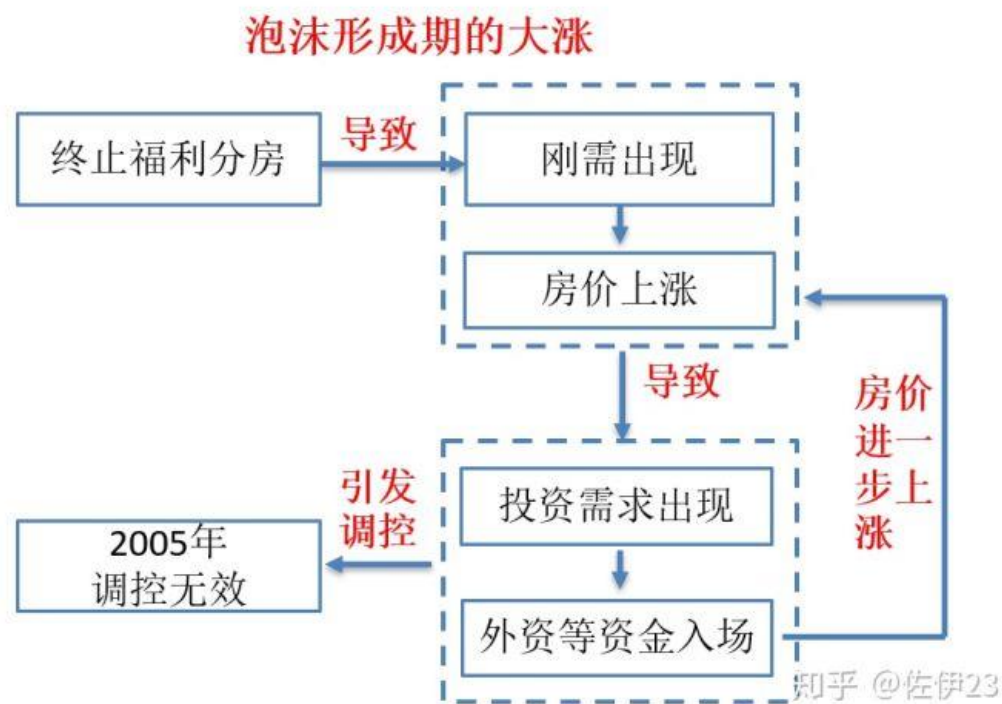
此时的房价，已经远远超过人民群众的承受范围了，坊间出现了一个颇有深意的名词——新三座大山（住房、医疗、教育）。

然而，比之接下来的疯狂，此时的房价还不算什么。

泡沫正在形成，但泡沫远未成熟。

```

```



### 第三部分、泡沫成熟 2008 至今

美国次贷危机以来，我国房地产经历了两次强刺激，这两次刺激使得房地产泡沫最终成熟。

#### 一、第一次刺激



第一次是 2008 年。美国次贷危机引发中国外贸大幅下滑，进而导致中国不同行业出现不同程度的破产潮。银行开始紧缩银根，房地产企业感到阵阵寒意。2007 年底王石说，“我承认楼市拐点确实已经出现了”。随后万科在全国降价售楼，回收现金过冬。中国房地产企业再次来到危机边缘。

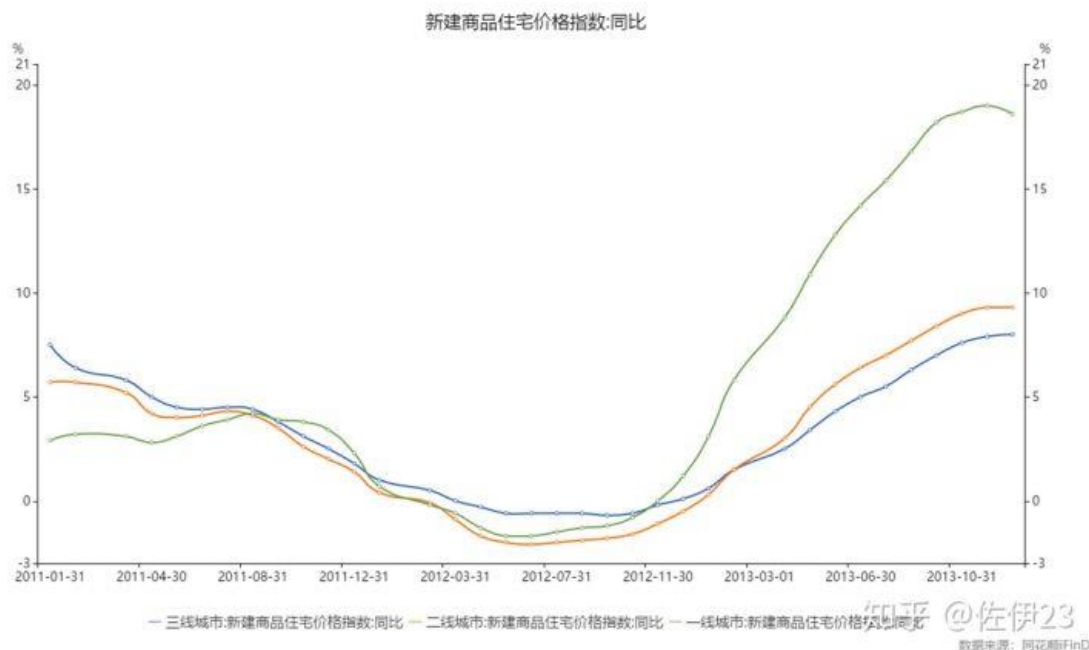
然而王石的判断是错误的，中国历届政府都不会允许在其任内出现危机，四万亿的大手笔让当时的人目瞪口呆，但这不过是持续十数年放水的开始。

为了应对金融危机，2008 年 11 月，国务院再次把房地产定位为“重要的支柱产业”。希望通过房地产投资带动重化工业，进而带动整个经济。各地方政府和各部委纷纷出台刺激政策。这些刺激加上四万亿的配套政策，导致大量资金流向房地产。2009 年房价触底反弹，全国平均房价增长率 23.3%，大幅超过城镇居民人均可支配收入的增长幅度。房价不断高涨，导致房地产企业犹如打了鸡血一般在全国疯狂拿地，这种疯狂快速渗透到三四线城市。

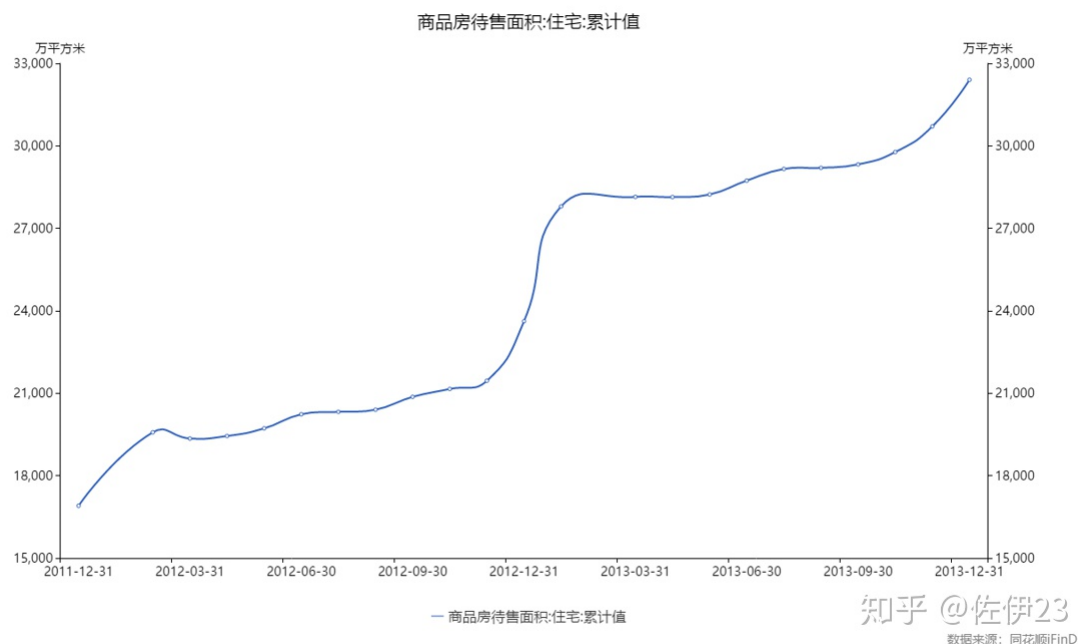
由于房价上涨过快，2010 年 4 月，中央开始号称“史上最严厉的调控”（这个称号在今后再次出现）。要求继续综合运用土地、金融、税收等手段来遏制部分城市房价的过快上涨。到 2011 年底，我国经济增长乏力，为应对经济下行，到 2012 年中，央行先后两次降准、两次降息，一线城市再次房价大涨。既想刺激经济，又不希望房地产过热，中央的心态非常矛盾。

地产资本就这样在刺激和调控中度过了四年。到了 2013 年，房地产呈现出三个特点：（1）一线城市持续大幅涨价（绿线是一线城市房价同比增速）。（2）二三线城市涨幅并不明显（橘黄色是二线城市/蓝色是三线城市房价同比增速）。（3）开放商在三四线城市修建的大量房屋卖不出去，库存不断上升。



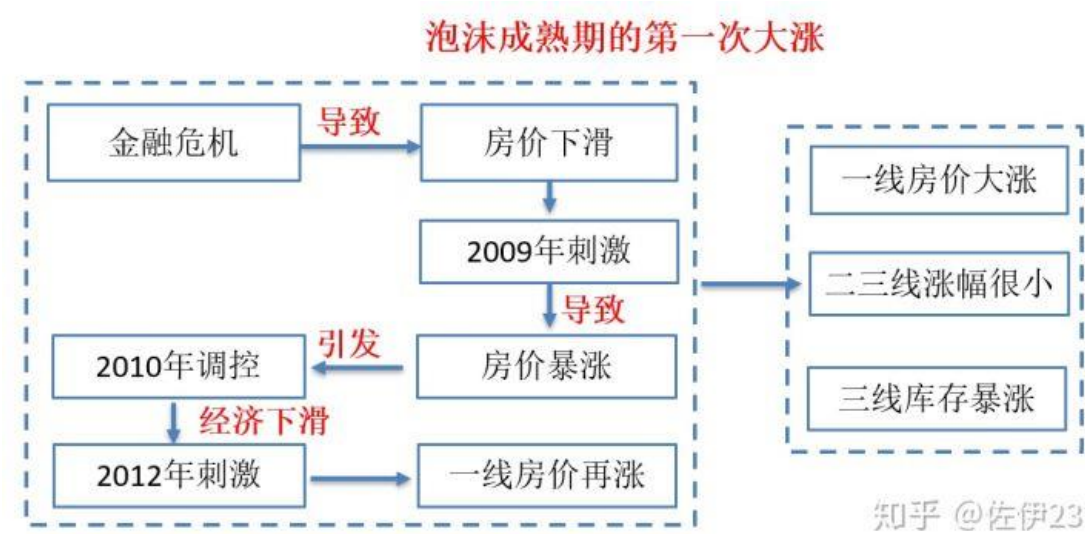








data-original="https://pic3.zhimg.com/v2-a4467f9a39377c2e026d41f873767251\_r.jpg?source=1940ef5c"/>



## 二、第二次刺激

第二次是 2014 年。一方面，2012 年以来我国经济增长快速下滑，刺激经济的重担越来越多地落到了房地产和基建投资身上。另一方面，上一轮刺激导致房地产库存高企，房价增速（特别是二三线城市）从 2014 年以来大幅下滑，如果不能消耗库存，房地产将再次走向危机。

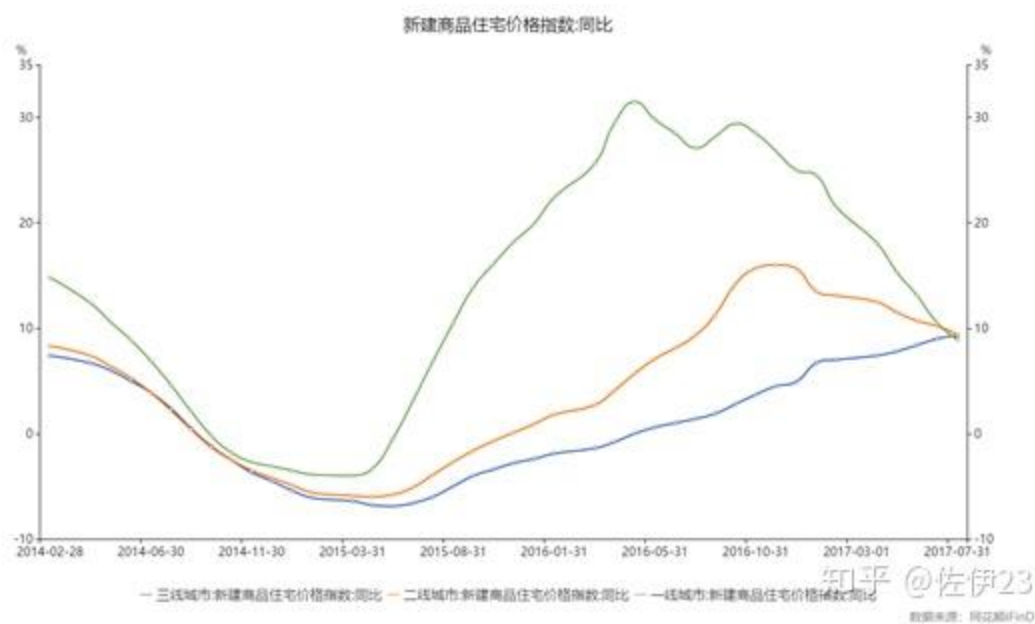




2014 年 9 月 30 号，央行和银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，史称 930 新政，这拉开了新一轮刺激的大幕。

在接下来的一年，央行、住建部和银监会先后发布各种刺激政策，信贷处于空前宽松状态。低首付叠加宽松的信贷空间，一线城市和热点二线城市（如南京、合肥、苏州等）房价暴涨、地王频出。2016 年以来，房地产市场局部出现“泡沫”倾向。但此时三四线城市房价仍未起来，2016 年初三线城市房价同比下滑。





大量库存房其实存在于三四线城市之中。为了消化三四线城市的库存房，中央推出棚改货币化政策，这一政策让房地产的泡沫迅速延展到三线以下城市。

什么是棚改货币化呢？以前的棚户区改造是直接给安置房，现在不行了，现在折算成货币给搬迁户，这就叫棚改货币化。这些钱哪里来呢？由银行印出来。央行 2014 年创设 PSL 等金融工具，并通过国开行、农发行发放棚改贷款，为棚改提供了丰富的资金来源。

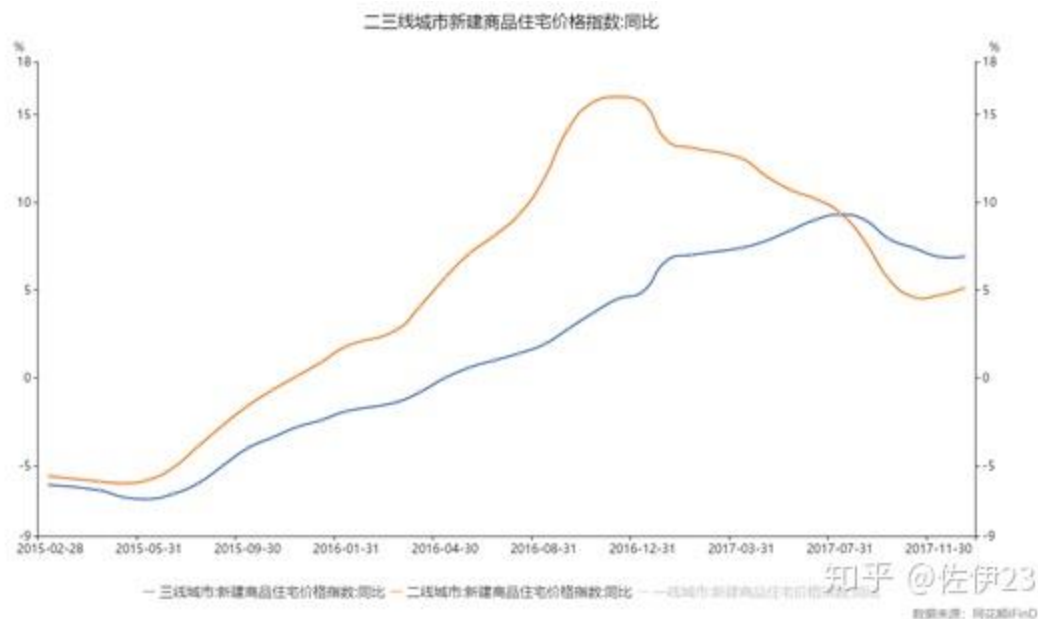
棚改货币化为什么会导致房价猛涨呢？因为以前拆迁户是分房，这就没有新的资金进入房地产市场。而现在，搬迁户要用这个货币重新去买房，新的资金就会进入房地产市场，进而刺激房产交易重新活跃。再配合上政府的金融政策，三四线城市房价就开始逐步上涨。上涨的房价又会吸引新的投机资金，导致进一步上涨。如果拆迁户贷款买房，甚至可以购买超过一套房屋，这会导致更多资金进入房地产需求端。这就是棚改货币化拉伸房价的原因。棚改货币化的规模非常大，根据任泽平估算，按住建部官方口径，2015-2016 两年间，棚改货币化安置消化商品房分别占全年销量的 13.4% 和 18.1%。

在成功地消耗房地产库存的同时，房地产泡沫也成功地扩散至各中小城市。2017 年以来，三四五六线城市房价频频过万。2018 年时，房地产市场几近失控。2007 年的人感叹，要是在 2002 年前买房就好了；2013 年的人感叹，要是在 2008 年之前买房就好了；2018 年的人感叹，要是在 2015 年之前买房就好了。





data-original="https://pic2.zhimg.com/v2-8905c1459b36ac2dc94a91f92cb584c8\_r.jpg?source=1940ef5c"/>



房价疯了，中央坐不住了：限购、限售、限资金、结束棚改货币化，一系列调控措施力度空前。

地方政府却是阳奉阴违，表面上响应号召，背地里打小算盘。各种人才引进、快速落户政策，目的只有一个，支持已经虚高到天上去的房价，以维持吸血的土地财政。

由于新房价格受限，二手房价格反倒远超新房。新房和二手房价格倒挂，有些地方买到新房的倒手一卖就能赚上百万差价。多少人为买一房而丑态百出。

房住不炒提出来好几年了，一城一策据说各地也在纷纷落实，高层屡屡喊话警示地产泡沫。

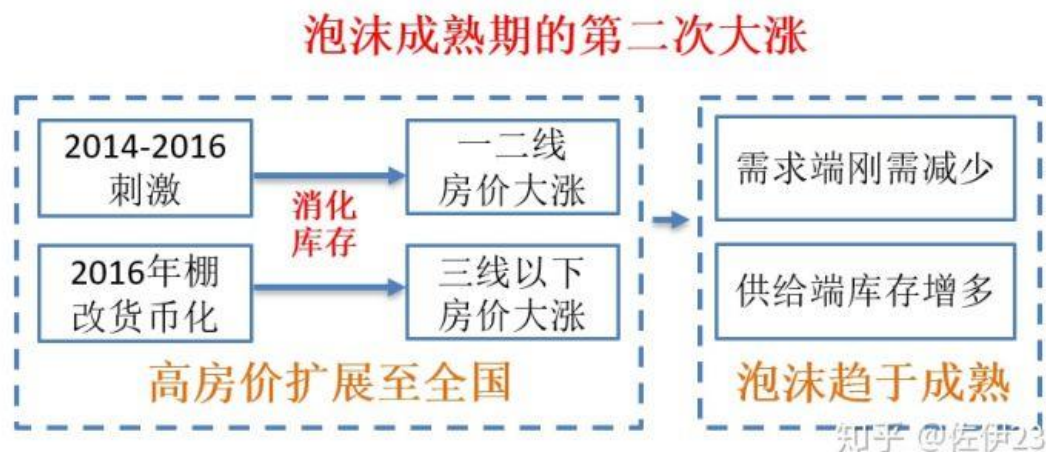
然而，刺激-暴涨-调控-再刺激，中国房地产陷入了恶性循环。每次刺激都会增加居民的购房意愿，导致房价上涨。暴涨之下，政府又不得不迅速调控。从史上最严调控，到史上最强刺激，再到史上力度空前的调控，仅仅经过数年时间。

在刺激和调控中，房价螺旋式上升，截止目前为止，房地产在需求和供给端都出现了明显的问题。

需求端。刚需人群在不断缩减，不光是一二线城市，三四五六线城市房价都在疯涨，完全脱离老百姓承受能力。为买一房，多人少举家借债，居民部门负债占GDP比例在2007年仅有18.75%，2011年增长至27.81%，2014年为35.95%，而到2020年6月已经暴涨至59.70%。

供给端。2017 年库存（广义库存）短暂下降后，从 2019 年开始再次上升，至 2020 年 6 月再次接近历史峰值。





## 第四部分、当前泡沫的情况

### 一、需求端

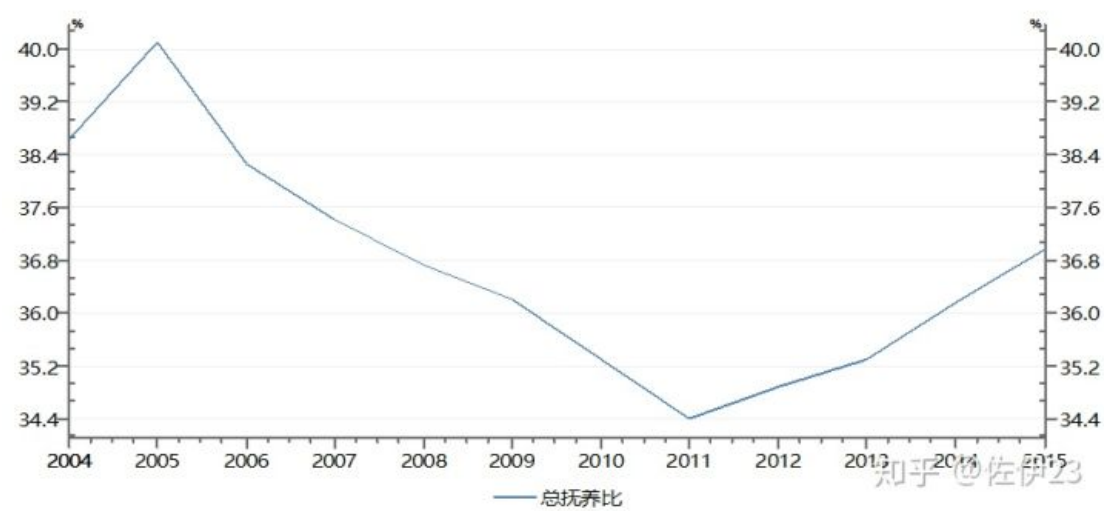
需求端有两个问题：**人口结构逆转**、**房价虚高**。

#### （一）人口结构逆转

**2011 年底人口抚养比**——即非劳动人口（老人和小孩）/劳动力人口的比例——**发生逆转**，**潜在买房需求的劳动力人口比例越来越小**。



7fb66d892846688da140cf20fea8ae5d\_r.jpg?source=1940ef5c"/>



(二) 房价虚高刚需群体进一步缩减

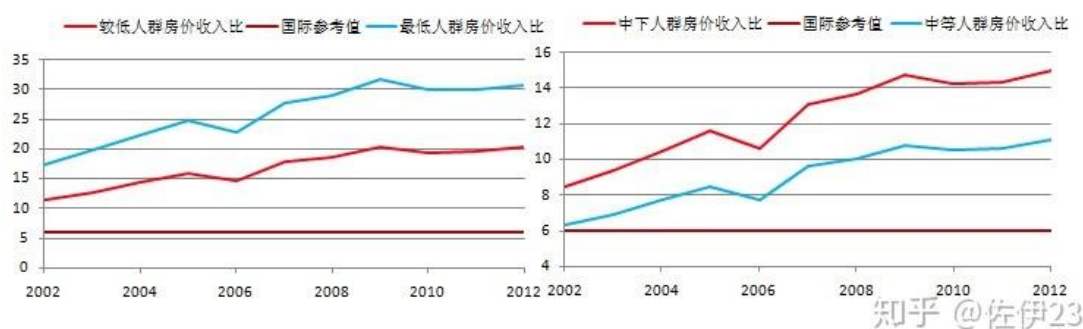
按照国际标准，房价收入比（房价/家庭年收入）在 6 以内属于合理区间，一般认为高于 6，则房价过高，普通人群的买房压力很大。如果比值为 6，表明不吃不喝 6 年能够买房。

中国统计口径将城镇居民按收入分为 7 个人群，最低收入的 10% 人群，较低收入的 10% 人群，中下收入的 20% 人群，中等收入的 20% 人群，中上收入的 20% 人群，较高收入的 10% 人群，最高收入的 10% 人群。

靠工资收入的无产阶级，基本很少有人能进入较高收入和最高收入人群，大部分是中等收入往下，部分能进入中上收入。

下面是不同收入人群的房价收入比。









从图中可以看出，中等收入往下的人群（占城镇人口比例 60% 的人群）从 2002 年起，买房压力就非常大，且房价收入比在持续扩大。对中等偏上收入的人群（工人里面高收入的和中等收入的白领属于这个范围），在 2002-2006 年买房压力不大，2006 年往后，买房压力就非常大。对较高收入的人群（高收入白领属于这个范围），在 2002-2009 年，买房压力不大，2009-2011，房价收入比逼近 6，省吃俭用尚可买房，2011 年往后，买房压力就非常大。对最高收入的人群（企业高管和资本家属于这个人群），没有买房的压力。

而现在各主要城市的房价收入比是什么样的呢？2019 年底的房价收入比，50 个主要城市房价收入比，没有一个低于 6，其中 39 个超过 10。下表选取超过 10 的 32 个城市，大家可以直观感受一下。这样的高房价，导致有能力购房的人越来越少。



深圳	35.2	广州	16.5	天津	13.5	大连	12.1
三亚	27.6	石家庄	16.0	宁波	13.2	佛山	11.8
上海	25.1	南京	15.4	南通	13.1	武汉	11.3
北京	23.9	东莞	15.0	郑州	12.9	济南	11.0
厦门	22.8	苏州	15.0	南宁	12.8	南昌	10.9
福州	19.9	太原	14.1	扬州	12.2	西安	10.6
杭州	17.7	海口	14.0	芜湖	12.2	重庆	10.1
珠海	16.7	合肥	13.7	温州	12.2	成都	10.0

2007 年,深圳房价均价首度破万。当时,全国房价破万的城市,仅有北上深 3 个,房价过万是一线城市的重要指标。2015 年,20 来个城市房价过万,房价过万是二线城市的重要标志。2018 年 6 月,房价过万的城市达到 62 个,房价过万已经毫不稀奇。

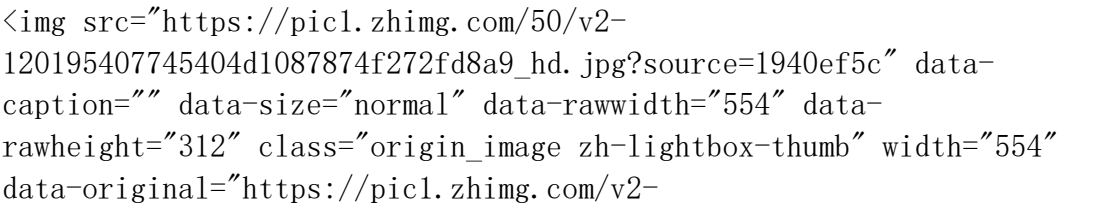
2018 年上半年,央行货币政策委员会委员樊纲提出了一个“六个钱包买房”论。“六个钱包买房”意思就是丈夫的父母、爷爷奶奶、姥姥姥爷加上妻子的父母、爷爷奶奶、姥姥姥爷,六个长辈家庭共同支持小辈付首付。

此论一出,网上一片哗然。在政策制定者的眼中,我们只是一个要不断榨干的海绵吗?

(三) 债务攀升导致信贷空间下滑

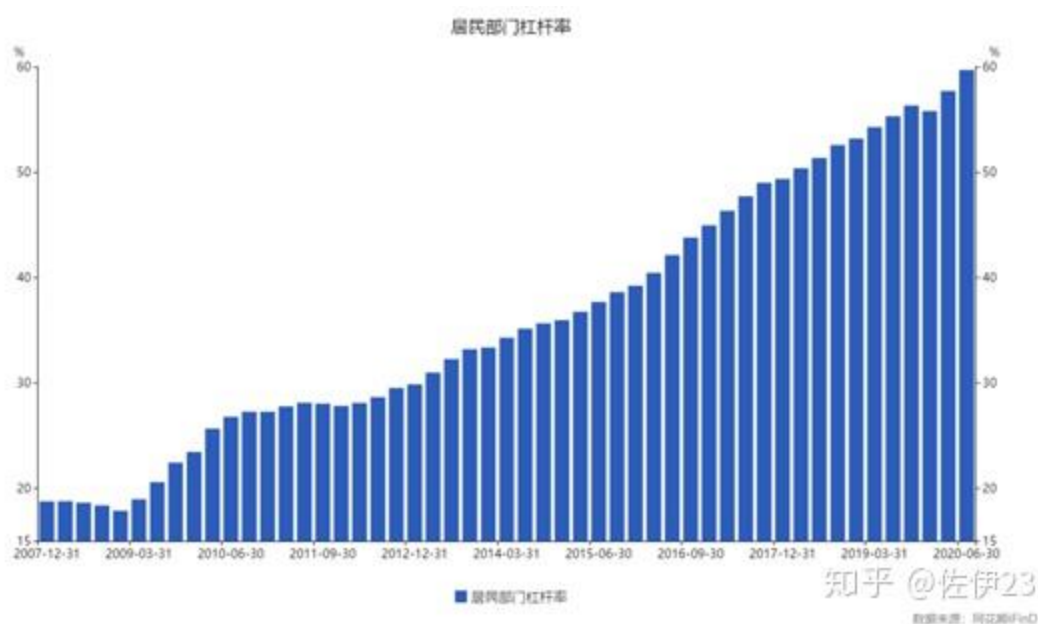
刚需群体需求下滑,投资群体的需求也受到信贷空间抑制而下滑。由于房价不断高涨,买房的居民背负的债务越来越多,能够再次贷款买房投资的人群也在减少。整个居民部门贷款占 GDP 的比例,在 2007 年仅有 18.75%,2011 年增长至 27.81%,2014 年为 35.95%,而到 2020 年 6 月已经暴涨至 59.70%。

【此处贷款没有详细研究内部结构,因此对结论会有一些影响,但估计整体偏差不大】





120195407745404d1087874f272fd8a9\_r.jpg?source=1940ef5c"/>



人口结构逆转，致使买房需求不断下降；而刚需人群中，有能力买房的（包括掏空六个钱包有能力买房的人）越来越少了；投资人群中，进一步加杠杆买房也更加困难；这一切，导致地产资本赖以生存的空间不断变小。

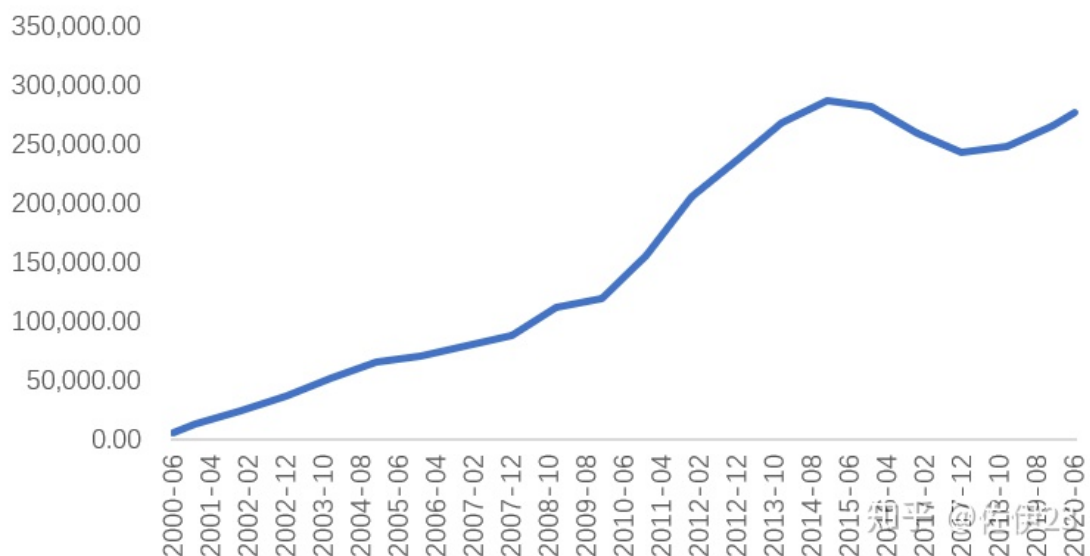
也许，地产资本可以学习香港推出超小户型，用老百姓蜗居的方式来进一步延缓危机的爆发，但是需求终究会枯竭。

## 二、供给端

经过近 20 年的快速发展，中国房地产库存越来越多。按联讯证券首席经济学家李奇霖的计算方法，用“累计新开工面积-累计销售面积”来代表广义库存（逻辑在于：任何用于销售的商品房都是从开工起步的，项目一旦开工，其结果如果不是被销售，就只能是：1）在建未销售；2）竣工未销售；3）停工或烂尾三种形式。而这三种形式都会占用房企的货币现金，影响房企的周转能力与商品房供给，可以算是库存的不同形式）。



## 住宅广义库存



房地产高速发展以来，住宅库存一直在缓慢上涨。自 2010 年起，库存快速上涨，到 2015 年达到顶峰，库存为 28.18 亿平米。经过短期的去库存后，2019 年库存再次快速上涨。疫情以来政策偏供给端，开发商再次囤积土地，库存进一步上涨。到 2020 年 6 月，广义库存达到 27.67 亿平米，再次接近历史峰值。

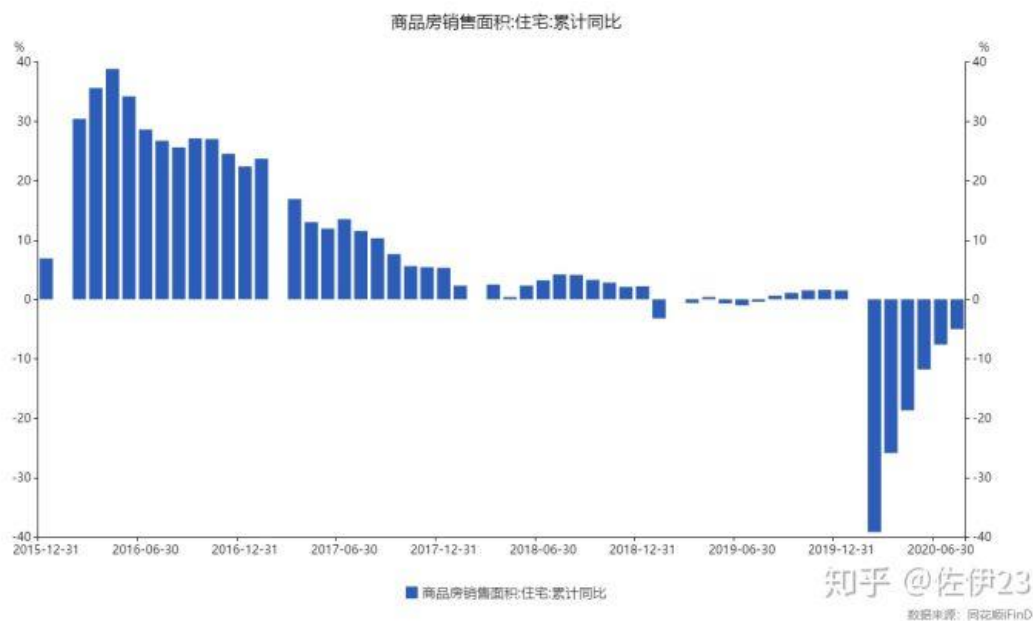
从海南房地产崩盘来看，**泡沫形成至少有两个条件**：（1）**需求端**。房价过高导致刚需逐步减少以至几乎绝迹，房地产市场中的资金大部分是投资或投机资金在击鼓传花。（2）**供给端**。大量资金涌入，开发了远超过市场需求的商品房，形成大量库存。

这两个条件，都已经趋于成熟了。

在高房价和高库存并存的情况下，一旦真实需求枯竭，房地产市场要么沦为资本击鼓传花的游戏（如海南房地产崩溃前夕），最终在金融领域爆发危机，进而波及实体经济；要么交易大幅下降导致高库存（如 2014 年左右的三四线城市），进而导致房地产投资下滑，波及实体经济。这两种情况最后都会导致泡沫破灭。

而事实上，这个过程正在发生。住宅房地产销售面积同比增速从 2018 年开始就萎靡不振，这个趋势从长远来看恐将持续。





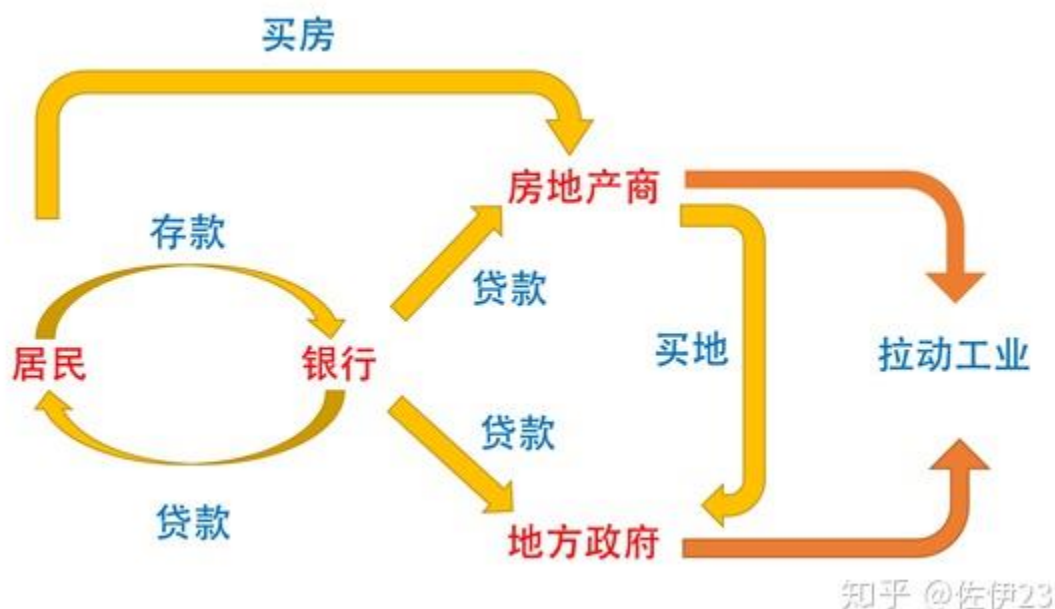
## 第五部分、泡沫破灭后的影响

那么，房地产泡沫一旦破灭，将产生多大的影响呢。

我们看这张图，这是一个简化的房地产循环图。首先，老百姓把钱放在银行里面，形成银行体系的巨额存款。其次，银行通过三个渠道，把这些存款投放到房地产市场。第一个渠道是土地开发市场。每个地方都有各种各样的土地储备公司或者投融资平台，比如某某市城市土地储备公司。银行将钱贷给这些公司，这些公司就用这些钱征收土地，搞土地开发，进而拉动重化工业。第二个渠道是土地买卖市场。地方将土地卖给开发商，所获资金再次用于征收土地；开发商买地的钱，很多也是银行贷款（虽然各地政策在限制），而开发商会将购买的土地抵押给银行。开发商贷款买地之后，就开始造房子，进一步带动重化工业。开发商造房子的钱也是银行贷款，而这些还没有造成来的房子也会抵押给银行。第三个渠道是房地产买卖市场。开发商建好房子后，卖给老百姓。老百姓买房的钱，大部分也是贷款。老百姓用自己的存款，支撑了整个中国房地产市场，最终，再自己去贷款，消化不断升值的房屋。

在这个过程中，地方政府、银行资本、工业资本均与地产资本深度捆绑，一旦地产资本发生危机，将波及地方财政、金融系统和重化工业。





## 一、地产资本和土地财政

地方政府说得好，“吃饭靠第一财政、发展靠第二财政”。其实不是发展，是发财。**地方政府靠第二财政大发横财。**

马克思说，资本从来到世间，每个毛孔都滴着血。“**征地一卖地一收税收费一抵押贷款一再征地**”是**土地财政的典型运作流程**，在这个过程中，每年因为土地拆迁而闹出的案子频频见报。

**同时，地方政府还通过土地储备中心大规模囤积土地，并以此为抵押向金融机构贷款用于各种工程建设，形成大量的地方债务。**

没有房地产发展带来的地价高涨，就不会有上述的一切，不会有政府的高额土地出让收入，也不会有政府的土地金融以及随之而来的大规模基建。

**直到今天，地方政府对土地财政的依赖程度很高。**

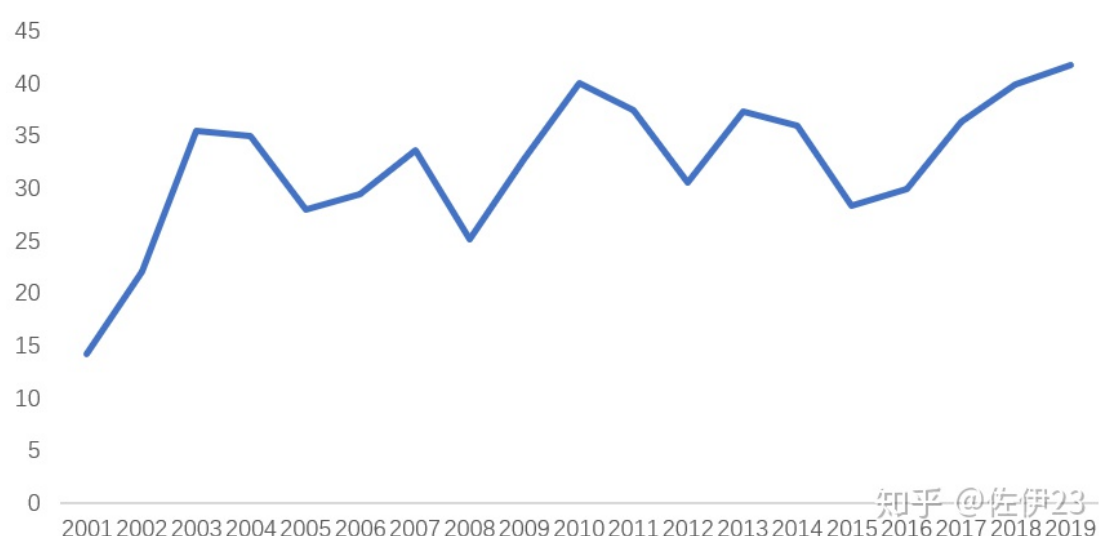
首先是**债务额度**。2019年底，按《郁言债市》测算，地方债显性债务大致27万亿，隐性债务大致与之相当。二者合计大概率超过50万亿，占GDP比例超过50%。这些债务，相当一部分是用土地抵押或要靠卖地偿还的。

其次是**土地财政依赖度**。简单理解，**地方财税收入**大致分两部分，一部分是**税收**，一部分是**卖地的收入**。从2001年以来，地方政府财税总收入中，卖地的收

入就持续上升，其比例在 2010 年超过 40%。其后虽有波动，但大致维持在这个比例附近，2019 年卖地收入创历史新高，比例占财税总收入的 41.8%。



全国土地出让金占地方财税总收入比重



这里面还不考虑因房地产的发展而形成的税收，即房地产的营业税等各项税收。从房价构成来看，这些税收合计大致相当于土地出让金 80%。这样计算，地方财政对房地产的依赖度非常高。

一旦房地产泡沫破灭，房价和地价暴跌，地方政府可能陷入财政危机。

## 二、地产资本和银行资本

银行作为生息资本的典型代表，只有通过和产业资本结合才能分享剩余价值。哪个行业赚钱，银行就借钱给哪个行业，这是生息资本的天性。

中国的银行，在还没有作为单个的职能资本运转的时候，就由于政府的命令而和房地产有了密切的联系。80 年的房地产开发，主要资金都来自于银行。98 年后，住房公积金、个人房贷和房地产开发贷都进一步完善，银行和房地产的关系就更为密切。

房价不断上涨时期，以银行为首的生息资本变着方儿的流向房地产。面对政府的调控，银行搞出了各种各样的金融创新产品试图绕开政府监管（中国的金融创新很多都是为了绕开监管），把资金贷给房地产企业。



需求端，银行扩大个人住房按揭贷款，个人住房贷款余额从 2004 年 12 月的 1.6 万亿，增长到 2020 年 6 月的 32.36 万亿，翻了 20 倍。

供给端，房地产开发贷款的余额从 2004 年 12 月的 0.78 万亿左右，扩大到 2020 年 6 月的 11.97 万亿，翻了 15 倍。

二者合计，超过人民币贷款余额总量的 25%，也就是说，全社会 25% 的人民币贷款，拿去支持房地产了。事实上，这个比例可能更高。到底有多少资金流向了房地产，光看银行报表根本看不出来，因为大量流向房地产的钱都被包装成了理财产品。国务院发展研究中心的夏斌曾经做过一个估算，他认为真正和房地产相关的贷款占比约有 70% 左右，甚至更高。前几天爆出一个新闻，哈尔滨银行 80% 的新增贷款都流向了房地产。很多人看到新闻大吃一惊，怎么会有这么多钱流向房地产。其实这个不是什么新闻，好多年都是这样，而且各个地方都差不多。

所有这些贷款，全都是以房产为核心抵押物，一旦房价下跌，银行将产生巨大的风险敞口，如果房价暴跌，甚至可能导致系统系金融危机。

### 三、地产资本和工业资本

房地产市场具有极高的产业关联度，辐射采掘、冶金、化工、水泥、建筑、建材、通用和专业设备等众多行业。伴随着城镇化进程，房地产市场快速发展，消化了大量重化工业过剩产能。

房地产投资的增长会带动整个相关产业的增长，但这种增长在投资周期结束后就体现为严重的产能过剩。当前中国产能过剩已经非常严重了，与房地产息息相关的重化工业更是严重过剩。

下表是重化工业主要部门产能利用率。

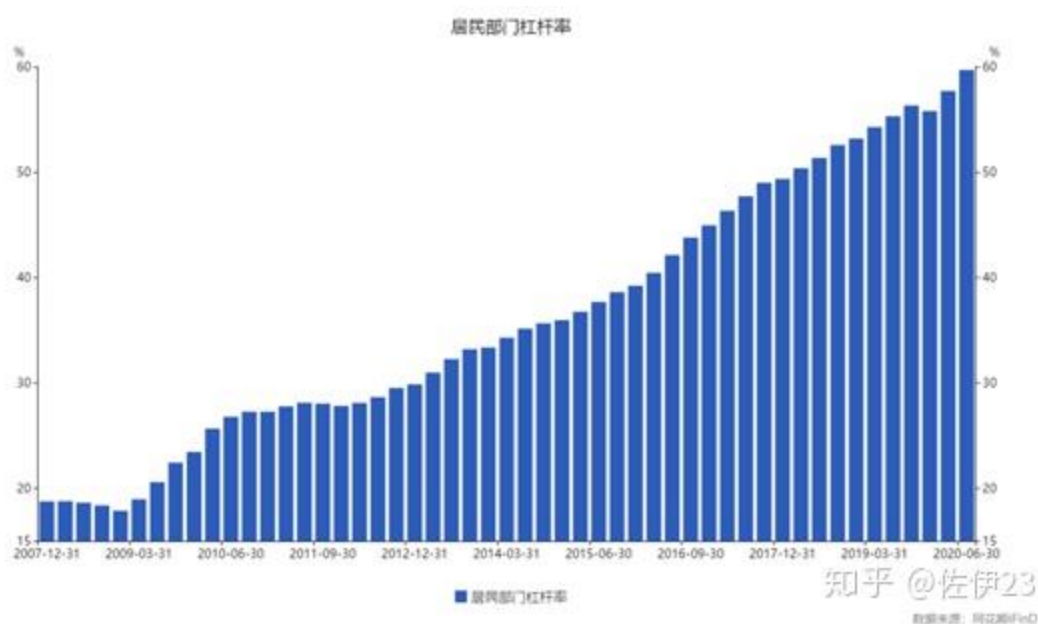
制品业 | 黑色金属冶<br>炼和压延 | 化学原料和<br>化学制品 | 通用设备   | 专用设备  |
2020-06	69.70	63.90	75.60	72.00	74.00	74.70
2020-03	67.10	58.00	72.40	69.50	69.60	70.70
2019-12	74.40	70.30	80.00	75.20	78.60	78.80
2019-09	74.10	70.00	79.90	74.80	78.30	78.30
2019-06	73.90	69.30	80.20	74.30	78.50	78.50
2019-03	73.10	67.40	79.20	73.60	78.80	78.40
2018-12	71.90	69.90	78.00	74.20	77.30	79.10
2018-09	72.40	70.00	78.10	74.80	77.40	78.90
2018-06	73.20	69.20	77.70	75.40	78.50	79.10
2018-03	73.10	69.80	76.90	75.90	80.00	79.70
2017-12	71.10	71.00	75.80	77.00	76.70	76.30
2017-09	70.70	70.50	75.40	76.70	76.70	75.30
2017-06	70.60	69.90	74.70	77.10	76.80	75.50
2017-03	69.70	68.50	73.70	76.40	76.40	74.20
2016-12	62.90	69.70	71.70	74.70	71.10	71.60

产能利用率在 80% 以下是产能过剩，在 75% 以下是产能严重过剩。从下表可见，2016 年以来，主要重化工业部门中，几乎所有行业，在几乎所有时间中，全部产能过剩，可谓触目惊心。采掘业在所有时间中产能严重过剩。非金属矿物制品业，在所有时间中产能严重过剩。黑色金属冶炼和压延，也就是钢铁行业，只有在 2019 年第二季度和第四季度，以刚刚压线的成绩达标，没有产能过剩，其余时间全部产能过剩或者严重过剩。化学原料和化学制品部门，全部时间产能过剩或者严重过剩。通用设备部门，除了 2018 年第一季度压线达标外，其余时间全部产能过剩。专用设备在所有时间全部产能过剩。

由于房地产具有极高的产业关联度，一旦房地产出现问题，实体经济将受到严重打击，产能过剩将进一步凸显。

房地产对实体经济的影响不仅仅如此，我们再回顾一下居民部门负债的图表。整个居民部门贷款占 GDP 的比例，在 2007 年仅有 18.75%，而到 2020 年 6 月已经暴涨至 59.70%。多少人为付首付而穷竭三代，多少人买房之后极力压缩消费省吃俭用。而这一切，都极大地挤压了轻工业产品的销售空间。





在目前的条件下，房地产出问题，重工业受影响；房地产高涨，轻工业受挤压。实体经济在房地产的影响下，也陷入两难的局面。

## 第六部分、附录：从住宅到虚拟资本

### 一、作为住宅的房屋

中国地产资本，是在计划经济蜕变到市场经济的过程中形成的。因此，中国房地产市场的确经历过这样一个阶段，这个阶段城市居民绝大部分人“居者有其屋”。这个阶段有一个重要的特定，购房者仅仅是出于居住的需求买房，而不是将其作为投资的载体（出租获益或增值获益）。

当全社会都有住房，房屋仅仅是满足人们居住需求而没有人能通过出租获益时（因此也没有人能够通过增值获益），房价主要由建筑房屋的社会必要劳动时间决定。

1992年前，除少部分开发商开发的房屋外，我国房屋售价主要由房屋成本（建筑安装工程造价+开发费+管理费）和利税构成。假设土地上没有住户和农田，那么拆迁费和补偿费为零。这个时候房价包含：建筑材料的价值（建筑安装工程造价中原料部分）、设计人员工资（勘探设计费用）、建筑人员的工资（建筑安装工程造价中工资部分）和利税（利润和税金）。

这是一个美好的时代，房价稳定而低廉。稳定到房屋没有什么价格波动，因此根本不能充当投机的载体；低廉到房价仅仅由修建房屋的社会必要劳动劳动构成。这个时候，没有高房价和投机，没有中介和二房东，现今一切丑陋的东西

在那个年代都还难以见到端倪。但，这个阶段毕竟是历史的余声，是上个时代的挽歌，不管它多么美好，它都注定要在资本的喧嚣中落下帷幕。

## 二、作为资产的房屋

**【这一部分讲房屋定价，就是一个很简单的资产定价模型，不难理解】**

市场经济的发展，必然会造成一大批没有住房的无产者，这就为出租市场留下空间。典型的资本主义国家，都有成熟的房屋租赁市场，大批劳动者租房居住。出租人和承租人通过供需关系，形成了出租房屋的定价体系。这种情况下，房屋就有了另一种属性，成为虚拟资本的一种载体。

马克思曾经论述过股票的内在价格，指出其内在价格等于每股收益除以银行利率。资产阶级经济学的房价模型与之类似，典型的租金贴现定价模型就是房租除以利率（参见《利率、租金与房价合理程度的测定》，张金清，亓玉洁），即将房屋作为一种资产（即虚拟资本）而不是一种普通的商品来看待的。

怎么理解呢？我们来举一个例子。

假定市面上所有出租房面积和规格相同，所处地段无明显差异，出租价格都是5万/年；再假定市面上借贷利率是2.5%，实体经济（比如电子厂）资本的平均利润率为5%，那么此时的房价是多少呢？此时每套房的房价应该在100万-200万之间。也就是5万/5%-5万/2.5%之间。

如果房价由于某种原因发生波动，超出了这个区间的上限或者下限，会发生什么情况呢？

如果房价低于100万，比如到了80万每套，会发生什么情况呢。此时，开电子厂的老板就不会再开厂了，他会把自己赚的利润拿来买房。比如电子厂老板手中有800万现金，如果这800万用来投资开厂，他一年只能赚40万（ $800 \times 5\%$ ），但是如果买房，他可以买10套，每套带来收益5万元租金收益，一年就能赚50万。越来越多资金涌入买房，房价就会提高。

如果房价高于200万，比如到了250万每套，又会发生什么情况呢。此时，房屋所有者的租金回报率为2%（ $5/250$ ）。房屋所有者会出售房屋，将其货币借贷给开电子厂的资本家，获取2.5%的年借贷利率（不考虑银行牌照问题）。越来越多的人卖方，房价就会降低。

房价最终落会在100-200万这个区间。然而，究竟落在该区间的哪个点呢，这还要看买房者与开发商之间的供需情况。如果由于限购导致买房者减少，房价就可能下滑，如果由于首付降低导致买房的人变多，房价就可能上涨。但是，房价整体还是维持在100-200万这个区间。

这里就涉及了三方主体，租房者与房屋所有者之间的供需决定房租，房租、借贷利率和实体资本的平均利润率共同决定房价的区间，买房者（即潜在的出租者）和开发商之间的供需决定最终的房价。

此等市场上，也许大部分购房者是用于自己居住而不是出租，但只要有了一个成熟的租房市场，房屋价格大体就由房租和借贷利率、平均利润率决定，而不再是由建筑房屋的社会必要劳动时间决定。

上述模型是简化模型，现实中还要考虑房屋的维修费用、折旧、银行的中介效应、资本收益等各种因素（资本收益将在下一部分涉及），等等情况。这个模型只是便于我们理解房屋作为一个投资品（不考虑涨价预期的情况下）如何定价。

由于实体经济的资本收益率在一定时期是相对稳定的，因此在不考虑投机因素时（即不考虑涨价预期），房价主要由借贷利率（现实中为银行存款利率或国债收益）、房租、购房供需（限购、首付政策、住房贷款利率等）来决定。

比如：出台人才引进政策，会使得大量人口涌入城市，一方面导致房租上涨，另一方面导致潜在购房人数增加，这都会导致房价上涨；银行降低利息率，会导致房价区间上限上升，有可能导致房价上涨；银行首付比例降低、按揭利率降低，将刺激消费需求，使得更多的人愿意买房，进而让房价在既有区间中上升，导致房价上涨。

2003年后，政府数次调控或者刺激房价，首付比例、房贷利率、银行利息率，都是重要手段。2017年后，地方政府抢人大战，也是为了支撑房价。

### 三、作为投机载体的房屋

但是，上述价格区间是非常不稳定的。在市场经济的发展中，房屋的价格随时可能超越上述空间，这是虚拟资本发展的必然结果。

为什么会超越上述区间呢？因为在某种条件下（比如一个快速城镇化的国家），人们会预期国家出台各种有利的金融政策和地方政策，导致房价上涨。此时，购房者的收益就不仅仅来自于出租获益，而主要来自于房屋涨价后增值获益。于是，房价越涨就越有人买，就越有更多的投机资金涌入。此时，房屋的价格将不再受限于房租、借贷利率和实体资本的平均利润率共同决定的区间，而主要取决于市面上能够涌向房地产的资金数量。此时的房价，就会形成资金的游戏，越来越脱离真实的需求，最终演变成一个随时破灭的泡沫。

当前，中国房价毫无疑问远远超过由房租和利率决定的区间（一线城市的租售比很低），房屋早就从住宅成为投机的载体，而一切工薪阶层的刚需群体，都逐步沦为房价的受害者。

### 四、土地出让金的本质



1998年后，中国房价经历了三波大涨。第一波是2002年土地招拍挂后，房价快速上涨，持续到2007年。第二波是金融危机后的刺激政策，房价快速上涨，逐步延续到2013年。第三波是2014年后，面对前期刺激政策遗留下来的高负债、高库存、高产能的局面，为了保经济而继续刺激房地产，这一波房价上涨延续到2018年。

三波房价上涨都伴随土地出让价格大幅上涨，政府土地出让金在财政收入中的比例也越来越大。

这就给人一种印象，仿佛是地价上涨才导致房价上涨，只要政府一声令下把地价控制住，房价就能降下来。

但事实并非如此，不是地价决定房价，而是相反。

我们假定所有房屋都是房地产商修建，房地产商总资产周转率为1次/年，房屋按市场价出售，并获取职能资本的平均利率，即5%的收益。再假定房屋建筑成本30万，不考虑维修费用和折旧等。再假定某个时刻，租金为1.5万/年，则按前述房价应在30-60万之间（ $1.5/5\%-1.5/0.25\%$ ）。然而，当房价低于31.5万时，房地产商获利低于1.5万，利润率低于5%。资本将从市场撤出（比如通过信贷倾斜的方式），房屋供应减少，房价逐步上涨，最后大致停留在31.5-60万之间的某个价格上，比如40万。此时，开发商成本30万，售价40万，则开发商获利10万，利润率为16.7%，远远高于职能资本的5%。如果是工业部门出现这种情况，其他资本就会大量涌入，提供更多的产品，导致回复到平均利润率。但房地产有特殊性，房地产的用地必须在人民生活区，要有一定的基础设施和相关配套条件，这就导致持有上述地块的土地所有权人，可以凭借其地块收入地租，将房地产行业的超额利润截留下来，这就形成了土地出让金。于是，地价会不断上涨，直到房价扣除地价和建筑费用后，其利润率回复到5%的平均水平。比如上例中，房价40万时，地价大致在8.1万，此时总投资为38.1万，获利1.9万，利润率大致为5%。

可以看出：（1）土地出让金最初是被动量，不是地价涨了房价再涨，而是相反。（2）只有房价超过某一个点之后，才有可能收取土地出让金，或者说房地产才有可能大规模产生。（3）地价增值后，周边存量二手房会相应增值，这使得人们产生一种幻觉，仿佛高房价是高地价所致。

那么，土地出让金的本质到底是什么呢？

从上例中我们可以看出，这种土地出让金类似于马克思所述的绝对地租，它的产生至少有两个条件：（1）土地使用权和所有权分离；（2）由于某些原因导致土地使用者的生产部门整体获得超额利润。此时，土地所有者利用其土地垄断地位将超额利润截留下来，形成土地出让金。

现实中除了房地产部门整体获得超额利润而缴纳土地出让金外，不同地段的差异也会导致土地出让金不同。比如上例中，某地由于教育配套设施好，房租上涨至5万/年，这就导致房价上升，于是土地所有者也会提高土地出让金。这类



似于马克思所述级差地租，它有两种情况：（1）单纯由于位置等因素决定房租收益更高，导致其超额利润的，这是种土地出让金，类似级差地租 I；（2）由于在土地上追加投资，如六通一平、修建高楼提高容积率等等，导致整体房租收益更高，获取超额利润的，这种土地出让金，类似级差地租 II。

这两种情况下的土地出让金，其最终来源，都是开发商获得的超额利润。也就是说，土地本身没有价值，土地的价格根本上是房地产商超额利润的截留。而土地出让金最终将以土地财政的形式被地方政府收入囊中。

一旦土地的价格由房价决定，也就是说由影响房价的那些因素决定，那么土地本身也就成为了投机标的对象。中国城市土地都是国家垄断，因此土地投机体现出特殊的形式，即以地方政府征地、卖地的方式体现出来。

## 五、小结

1、房子不是拿来炒的，而是拿来住的。这句话没有错，但是要这样来理解：房子本来不是拿来炒的，而是拿来住的。这句话再往前一步，应该这样理解：在市场经济制度下，房子既是拿来炒的，也是拿来住的，是资产阶级拿来炒而无产阶级拿来住的。

市场经济发展本身，必然导致大量无产者租房。房屋的所有者和使用者往往是分离的，所有者获取资本的收益，使用者支付房租，这使得房屋具有了双重属性。一方面，对无产者而言，房屋具有使用价值；另一方面，对房屋所有者（资本家或小资产阶级）而言，房屋是虚拟资本的载体。此时，房价不再是由建筑房屋的社会必要劳动时间决定，而是由虚拟资本的经济规律来决定。房屋成为了获利的工具，具有了投资的价值。随着资本的涌进涌出，房价上下起伏，这又导致房屋以及土地具有了投机的价值，进而成为资本投机的目标。与此同时，开发商、银行、各路资本纷纷涌入房地产市场，大规模的建设又带动实体经济的发展，各种主体为了自身目的参与其中，这样，一个典型的、成熟的资本主义房地产市场就形成了。

房地产市场的成熟度和租房市场的成熟度高度相关，一个居者有其屋的市场不可能是一个成熟的房地产市场。居者有其屋，导致没有人租房，房地产将按其价值转化成的生产价格出售，而不可能承担虚拟资本的职能，也就不可能成为投资和投机的目标，进而不可能形成大量资本涌入的局面，最终也就不能形成成熟的房地产市场，即承担了居住、投资、投机、拉动经济、缓解危机、调节需求等各项职能的房地产市场。

2、1980-1991 是地产资本的第一阶段。在本阶段，福利分房尚存，房屋主要是住宅，而不是资产（因此也不是投资或投机的载体），房屋的价格主要由房屋成本构成（建筑安装工程造价+开发费+管理费+利税）。在本阶段，全价房卖不出去，补贴房又无法完成资金循环，增加公屋租金又受到抵制，房地产改革最终在经济过热中停滞下来，地产资本的复兴遭受沉重打击。

3、1992-1998 是地产资本的第二阶段。本阶段中，福利分房仍然存在，但地产资本背靠南巡的东风迅猛发展。由于住宅领域需求薄弱，因此很多地产资本转战别墅和宾馆。这导致房地产市场在缺乏真实需求支撑的情况下，成了投机资金击鼓传花的游戏。最终，国家釜底抽薪，切断了地产资本的资金来源，房地产第一次泡沫破灭。

4、1999-2008 是地产资本的第三阶段。本阶段中，福利分房终止，住宅领域迎来了第一波刚需。在刚需带动下，房价开始上涨，这吸引了各种投资/投机资金涌入房地产，带动房价进一步上涨。此时的房屋不仅仅是住宅，也成了投资的载体。此时房屋的价格，也不再是成本价格（当房屋仅有住宅属性时价格由成本价格决定），而是由一系列因素决定的资产价格（当房屋成为投资或投机载体时价格由利率、房租、增值预期等多种因素决定）。在真实需求的支撑下，房地产引来了第一次大发展。在带动经济的同时，高昂的房价使得越来越多的人望楼兴叹。这是泡沫形成的阶段，但是泡沫还未成熟。

5、2009 至今是地产资本的第四阶段。本阶段中，房地产先后经历了两次刺激和调控。房价在“刺激-涨价-调控-再刺激-再涨价-再调控”中螺旋上升。在此过程中，高房价从大城市蔓延至全国，越来越多的刚需群体不可能买房了（六个钱包的说法更是让买房的青年人感到绝望）。叠加上人口结构逆转，刚需群体进一步收缩。另一方面，高企的居民部门负债，导致加杠杆投资的空间越来越小。这一切导致整个需求在下滑。同时，供给端的广义库存在 2020 年 6 月重新接近历史峰值。泡沫越来越大，也越来越成熟了。

6、纵观房地产发展四十年以来，地产资本从无到有，逐步成为人民头上的新三座大山，进而演变为中国经济的续命药丸。在这个过程中，房价越来越高，刚需越来越少，库存越来越多，风险越来越大。危机的要素越来越齐备了。一旦泡沫破灭，房地产将面临崩盘，银行将会形成大量呆坏账，地方政府土地财政会受到严重打击，与地价相关的地方债务会出现大面积违约，从而进一步打击银行等金融机构。同时，房地产带动的行业将受到影响，银行为了自保将收缩银根，中国经济会受到全面影响。

7、与此同时，人员失业将成为另一个严重的问题。上一次大规模失业还是 90 年代中期。但与上一次相比，这一次完全不同。上一次的失业是在中国经济整体上升，而局部出现问题（国企改革）时候的失业，而这一次是在经济整体下滑时出现问题。这将造成怎样的风险，是我们每一个人都要思考和正视的。

## 后记

1、这是我 2013 年的时候写的一篇文章，有一些网站引用过，还有很多人基于此文洗稿成了“自己”的文章。现在我把这篇文章作了一些补充修改后全部发出来，作为对这个问题的答复，欢迎大家讨论。

2、附录部分是介绍了房价的模型和土地出让金与房价的关系。房子仅仅作为住宅时，其价格由建安成本决定；房子作为资产（或虚拟资本）时，由资产定价的模型决定；土地出让金是被动量，是地产商被截留的超额利润。

3、要理解房地产，还需要在整个经济的大背景下理解。我之前在内卷的问题下发过一篇经济的文章，对大家理解房地产会有帮助，下面是文章链接  
<https://www.zhihu.com/question/393696749/answer/1389114190>。

4、近几年来，我和一些朋友写过一些关于中国经济和社会问题的文章，我会陆续在这个号里面发出来，欢迎大家关注。

**我是一个对经济、民生和时事感兴趣的社畜，会定期回答相关问题。如果你对这些问题也感兴趣，请关注我或者关注 B 站同号。**