

贾祖国
 86-755-82940792
 jiazg@cmschina.com.cn

2009年5月12日

房地产周期的总结与展望

中国当代房地产研究专题之九

周期性消费品

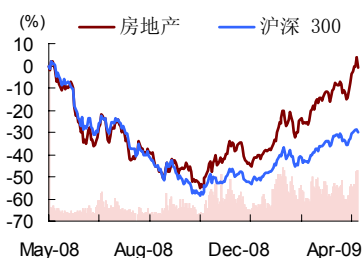
上证指数 2618

行业规模

		占比%
股票家数(只)	116	7.4
总市值(亿元)	8932	4.9
流通市值(亿元)	5977	8.0
重点公司市值(亿元)	3313	1.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	12.0	99.2	-1.3
相对表现	7.0	46.3	28.4



相关报告

房地产

推荐(维持)

工业革命以来 200 多年来的房地产市场一直存在着 18 年左右的周期,下跌期往往要持续 4 年。就中国当前的房地产市场而言,在巨额信贷投放的作用下,本轮房地产周期已经见底。未来数年内,中国房地产将平稳增长,期间龙头地产股的估值应该在 2-4 倍 PB 左右,地产股总体将呈现震荡上行走势。

- **房地产自身的周期为 18 年左右:** 工业革命以来 200 多年的历史表明,一个完整的房地产周期是 18 年左右;
- **哈里森的房地产周期模型:** 房价会先上涨 7 年(然后可能会发生一个短期的下跌),然后再经历 5 年的快速上涨,再之后是 2 年的疯狂。最后是历时 4 年左右的崩溃;
- **房地产周期拐点的判断:** 房地产周期的顶部相对较容易判别。房地产周期顶部往往伴随着利率水平的高点,伴随着信贷、M2、GDP、固定资产投资增速的高点; **房地产周期的底部往往难以判别。** 房地产周期的底部与信贷、M2、GDP、固定资产投资增速关系不显著,与利率的关系相对较为显著——房价的底部往往伴随着利率的底部。但 90 年代初的全球地产周期是个例外;
- **中国当前房地产已经见底:** 在本轮巨额的信贷投放影响下,由于中国高效的货币政策传导以及居民资产选择范围的狭窄,市场信心得以恢复,货币流通速度增加,从而刺激了经济的增长,通胀预期也使得降息预期终结,房地产成交上升,房地产周期已经见底。**未来数年内房地产将平稳增长;**
- **房地产周期各阶段投资策略:** 在平稳增长的前 7 年寻找增速较快的公司,在房价快速上涨的接下来 7 年里应寻找前期土地囤积较多的公司;在调整期回避。就当前的情况来看,在下一轮房市和股市的双重泡沫前,房地产股票的估值将长期围绕 PB 进行,因此投资者应重点关注那些业绩增速较快的公司——这些公司的账面净资产增长得最快。在蓝筹公司里面,我们认为能在未来 3 年内保持相对较高速增长的公司有**招商地产**和**华发股份**。

正文目录

一、全球房地产周期的回顾	4
1、房地产周期研究概述	4
2、全球房地产周期历史回顾	5
二、哈里森的房地产周期模型	6
1、模型简介	6
2、土地市场的重要性	7
3、房地产周期的描述	7
三、房地产周期拐点的判断	8
1、房地产周期顶部较容易判别	8
2、房地产底部判别性较差	9
四、中国当前房地产市场已经见底	12
1、房地产市场已经见底	12
2、房地产未来数年内将平稳增长	13
五、房地产周期各阶段投资策略分析	14
1、房地产股票估值考察	14
2、房地产周期各阶段投资策略分析	15
附一：美国历次房地产周期	16
附二：英国历次房地产周期	19

图表目录

图 1: 美国的房地产周期历史回顾	5
图 2: 哈里森 18 年房地产周期模型	6
图 3: 实际房价与名义政策利率变化	8
图 4: 实际房价与 M3 季度环比变化	8
图 5: 实际房价与信贷季度环比变化	8
图 6: 实际房价与 GDP 季度环比变化	8
图 7: 实际房价与固定资产投资季度环比变化	8
图 8: 70 年代初实际房价与名义政策利率变化	9
图 9: 70 年代初实际房价与 M3 季度环比变化	9
图 10: 70 年代初实际房价与信贷季度环比变化	9
图 11: 70 年代初实际房价与 GDP 季度环比变化	9
图 12: 70 年代初实际房价与固定资产投资季度环比变化	9
图 13: 80 年代初实际房价与名义政策利率变化	10
图 14: 80 年代初实际房价与 M3 季度环比变化	10
图 15: 80 年代初实际房价与信贷季度环比变化	10
图 16: 80 年代初实际房价与 GDP 季度环比变化	10
图 17: 80 年代初实际房价与固定资产投资季度环比变化	10
图 18: 90 年代初实际房价与名义政策利率变化	11
图 19: 90 年代初实际房价与 M3 季度环比变化	11
图 20: 90 年代初实际房价与信贷季度环比变化	11
图 21: 90 年代初实际房价与 GDP 季度环比变化	11
图 22: 90 年代初实际房价与固定资产投资季度环比变化	11
图 23: 日本房地产周期	14
图 24: 日本房地产指数 PB	14
图 25: 日本三井不动产 PB	14
图 26: 日本三菱地所 PB	14
图 27: 万科 PB	15
图 28: 招商地产 PB	15
表 1: 英国的房地产周期历史回顾	5

一、全球房地产周期的回顾

据统计，2004 年：

- 全球 GDP 约为 41 万亿美元；
- 债券、股票、黄金以及收藏品等总计约 82-98 万亿美元；
- 全球房地产总计 90-130 万亿美元。

也即房地产价值约为 GDP 的 2-3 倍。因此，房地产周期对于经济周期、金融部门、房地产实业以及普通居民的生活都有着极其重要的影响。

1、房地产周期研究概述

1933 年，Homer Hoyt（霍默·霍伊特）出版了《One Hundred Years of Land Values in Chicago》《百年来芝加哥地区土地价值》一书，开启房地产周期领域研究先河。随后更多的学者开始研究房地产周期，一系列的著作也开始陆续出版。

这些学者对房地产周期的研究总体可以划分为两类：“不可知派”和“可知派”。

（1）不可知派

不可知派认为，房地产周期是没有所谓的周期的。其代表性的观点主要有：

- 市场是有效的：如果房地产确实存在周期，那么参与者都能清楚地意识到处于经济周期的阶段，并采取相应的措施来提前获益：早在高点到来之前就清空了房产，在低点到来之前就买入了足够的房产。这样也就不会有房地产周期的高点和低点，因而也就没有所谓的房地产周期；
- 周期不能被精确测量：如果有存在周期的话，那么周期一定能够被精确测量，一定能够精确地指明目前处于周期的哪一阶段，并按周期去预测未来的走势。截止目前很少有证据表明，基于对房地产周期的研究做到了这一点；
- 决定经济的力量是随机的：决定经济的力量有很多，这些力量往往都是随机的，例如能源危机、罢工、自然灾害、政权更迭、经济丑闻等等。这些力量是随机的，因而是不能被预测的。

（2）可知派

a. 宏观派

房地产周期与经济周期、金融条件、人口增长、移民周期等息息相关，因此一些学者从宏观视角去理解房地产周期。这些研究包括：经济周期、利率周期、人口和劳动力周期、移民周期等。

b. 微观派

微观派的研究主要是从房地产行业自身供求指标去研究房地产周期。这些指标包括：开工面积与销售面积的比例、空置率、租金收益率、房价收入比等。

可知派建立了各种模型来解释和预测房地产周期。但遗憾的是，这些模型大多数只有解释功能，预测性很差。

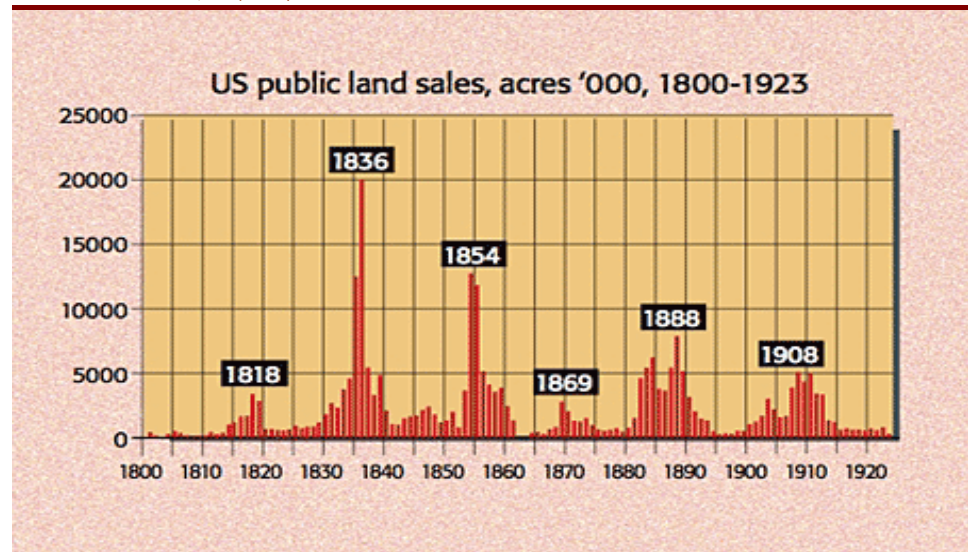
我们认为在研究房地产周期之前，先了解历史是必要的。

2、全球房地产周期历史回顾

工业革命以后才有完全意义的房地产周期。工业革命以来 200 多年的历史表明，一个完整的房地产周期是 18 年左右。对此，我们有两点补充说明：

- 1) 20 世纪前各经济体开放程度较低，因此各国地产周期同步性较差。20 世纪后随着全球经济一体化的加深，全球的地产周期趋于同步；
- 2) 1930S 年到 1960S，由于二战的影响，全球房地产周期未呈现明显的 18 年的周期特征。

图 1：美国的房地产周期历史回顾



资料来源：招商证券研发中心

其后是我们熟悉的进入 20 世纪 70 年代后，美国房地产分别于 1974 年、1992 年和 2010（预计）年达到低点。

表 1：英国的房地产周期历史回顾

房地产周期谷底年份	间隔年份	房地产周期谷底年份	间隔年份
1776 年	18	1884 年	18
1794 年	18	1902 年	18
1812 年	18	1956 年	18
1830 年	18	1974 年	18
1848 年	18	1992 年	18
1866 年	18	2010E 年	18

资料来源：《Boom bust:House prices and the depression of 2010》、招商证券研发中心整理

二、哈里森的房地产周期模型

过往模型的失败之处在于：太急于诠释房地产周期了，而影响房地产周期的因素又很多，因此仅从 1、2 个指标是不可能分析透彻的。另外，房价数据和房地产交易等数据的缺失也是导致房地产周期的研究困难的主要原因。

哈里森是全球最著名的房地产周期研究专家。其准确地预见到了 1992 英国房地产的崩溃以及这一轮英国房地产的崩溃。他有两本代表著作《The Power in the Land》、《Boom bust: House prices and the depression of 2010》（国内在 07 年底出了翻译本《2010 泡沫破碎》）。

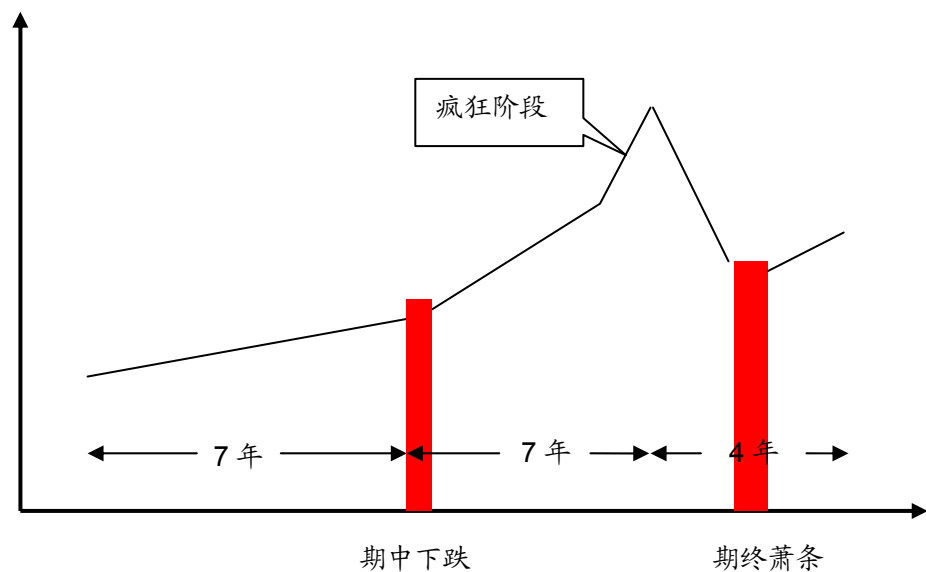
1、模型简介

哈里森仔细研究了 200 多年来主要英国和美国的的经济和房地产史，他认为：

- 房地产的周期是 18 年左右；通常前 14 年房价是上涨的，后 4 年房价是下跌的；
- 18 年的房地产周期目前依然在起作用。

哈里森的模型表明：房价会先上涨 7 年，然后可能会发生一个短期的下跌，然后再经历 5 年的快速上涨，再之后是 2 年的疯狂（哈里森称这两年为“胜利者的诅咒”）。最后是历时 4 年左右的崩溃。示意图如下：

图 2：哈里森 18 年房地产周期模型



资料来源：Fred Harrison，招商证券研发中心整理

美国房地产市场的案例：

- **1962 年的期中下跌与 1974 年的期终萧条**：1955 年美国的房地产市场开始上涨，1962 年经历了一个短期的恐慌性下跌；然后快速上涨到 1972 年见顶，下跌到 1974 年见底；
- **1981 年的期中下跌和 1992 年的期终萧条**：房价从 1974 年上涨到 1981 年中期，

上涨了 7 年，房价然后下跌，82 年底见底；然后房价上涨到 1989 年见顶，后面紧接着 3 年的萧条直到 1992 年；

- 2000 年的期中下跌和预计 2010 年期终萧条：房价从 1992 年上涨到 2000 年，房价有一个 1 年左右的调整；2001 年又上涨到了 2007 年见顶，然后又再次下跌。

2、土地市场的重要性

当今的经济学界只关注劳动力和资本，而忽视了土地。

劳动力市场、资本市场和消费品市场的如果价格和利润上涨，那么供应就会增多，从而价格和利润又回复到他们竞争的水平。而土地市场具有自然垄断的特点，因此，经济增长的收益更多的被土地拥有者获取。在过去的半个世纪里，房价的年增长速度比 GDP 增长约快 1%。但因建筑成本变动不大，因此房价上涨更多地体现到了土地价格的上涨。

3、房地产周期的描述

具体来看：

- 前 7 年缓慢上涨：在前 7 年经济刚从萧条中走出，经济开始增长，相应地房价也开始缓慢上升；
- 其后 5 年加速上涨：因为土地的供给是有限的，当房价涨到一定程度，人们意识到他们的资金的最佳回报在房地产上，于是他们开始在房地产市场进行投机买卖，获取资本收益；
- 再后 2 年演绎疯狂：由于投机者和企业的追逐，房价变得越来越高。企业的经营行为受到了严重影响。最终企业也大规模参与这种短期有利可图的房地产投机。当过多的资金追逐在房地产市场上时，导致土地价格发生剧烈上涨，从而演绎了崩溃前的疯狂。这是一段疯狂交易的时期，价格不再引导人们做理性的决定，购买者确信那里会发一笔横财，因此他无论如何都要出价高于其他竞买者。随着价格的逐步上升，现实与幻想之间的差距扩大，直至事态出现转折点。政府部门看起来美妙的城市规划也起到了推波助澜的作用；
- 房地产泡沫崩溃，调整 3-4 年：通常，土地这些资产泡沫的崩溃有两种效应。一方面，土地的泡沫破灭使得一些投资者离场，这些投资者的违约会导致其类型的资产泡沫的崩溃；另一方面，拥有大量土地的投资者会减少他们的消费，甚至变得破产。当土地市场崩溃后，房地产投资减少，普通老百姓的消费支出减少，新的银行抵押借贷不能进行甚至先前的银行借贷都变成了坏账。一个经济人的消费支出是另一个经济人的收入，一个经济人的负债是另一个经济人的资产。这些连锁链条导致土地市场包括其他各类资产价格崩溃，经济增速迅速下降。

三、房地产周期拐点的判断

1、房地产周期顶部较容易判別

房地产周期的顶部相对较容易判別。房地产周期顶部往往伴随着利率水平的高点，伴随着信贷、M2、GDP、固定资产投资增速的高点。这些我们在 08 年 9 月 8 日的报告：《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》中做过详细的论述。以下是当时的主要观点的图示，以 90 年代初的房地产周期为例：

图 3：实际房价与名义政策利率变化

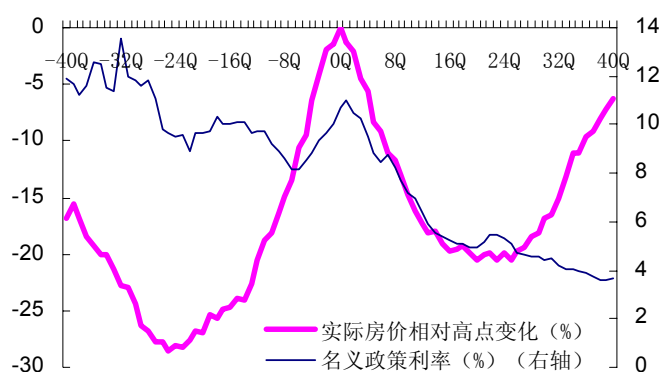


图 4：实际房价与 M3 季度环比变化

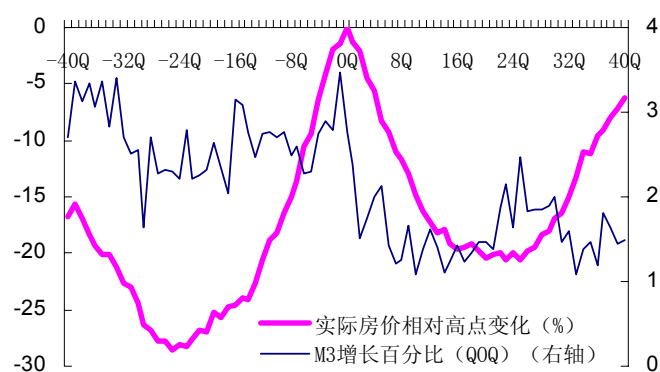


图 5：实际房价与信贷季度环比变化

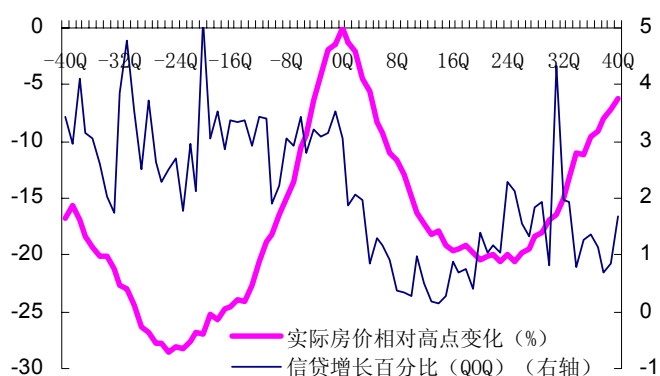


图 6：实际房价与 GDP 季度环比变化

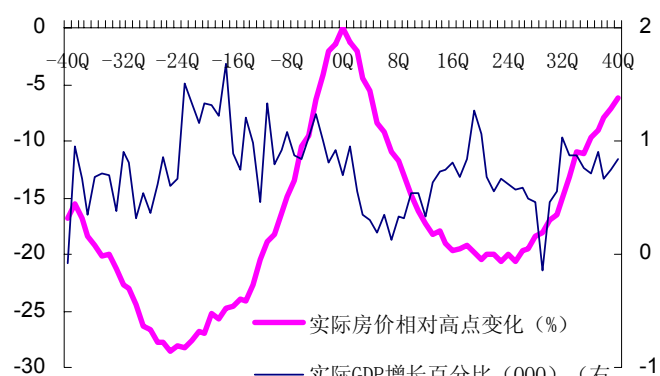
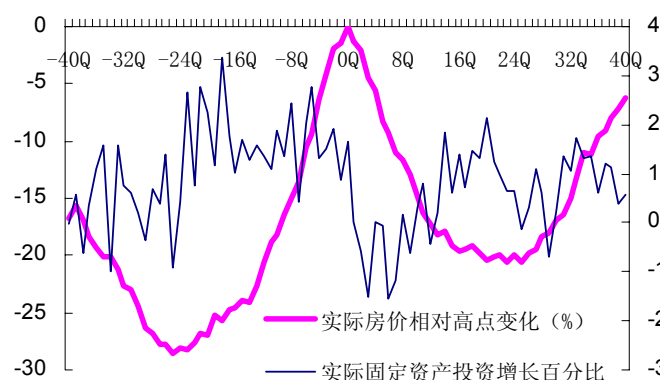


图 7：实际房价与固定资产投资季度环比变化



资料来源：招商证券研发中心

2、房地产底部判别性较差

房地产周期的底部往往难以判别。对 70 年代初的房地产周期的期终萧条、80 年代初的期中下跌以及 90 年代初的期终萧条数据研究显示：

- 房地产周期的底部与信贷、M2、GDP、固定资产投资增速关系不显著；
- 利率的关系相对较为显著，房价的底部往往伴随着利率的底部。如 70 年代初和 80 年代初的情况。但 90 年代初的周期是个例外：房地产见底，但利率还在下降。

图 8：70 年代初实际房价与名义政策利率变化

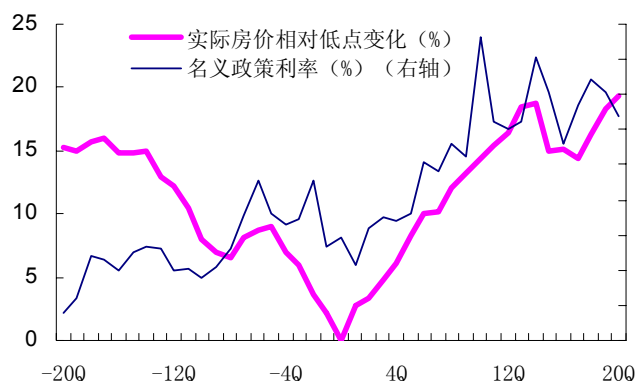


图 9：70 年代初实际房价与 M3 季度环比变化

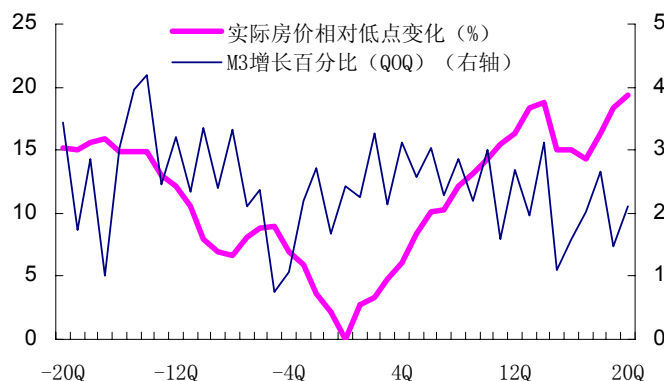


图 10：70 年代初实际房价与信贷季度环比变化

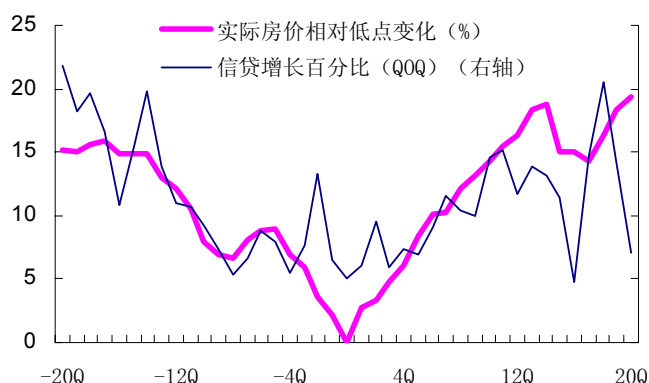


图 11：70 年代初实际房价与 GDP 季度环比变化

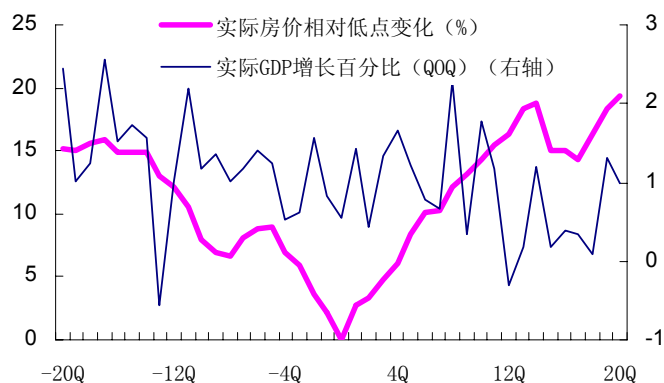
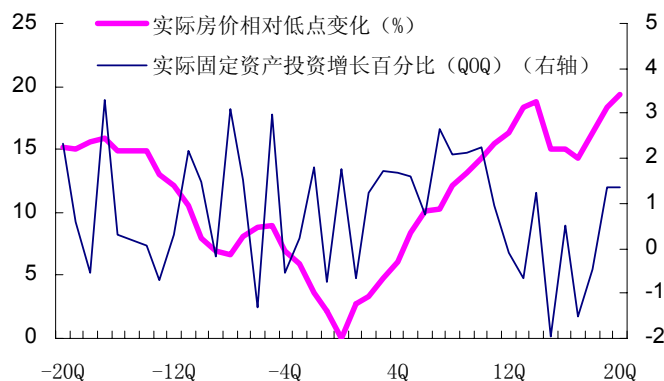


图 12：70 年代初实际房价与固定资产投资季度环比变化



资料来源：招商证券研发中心

图 13: 80年代初实际房价与名义政策利率变化

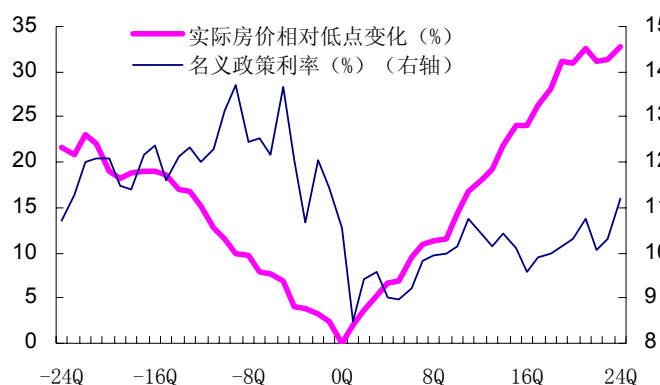


图 14: 80年代初实际房价与M3季度环比变化

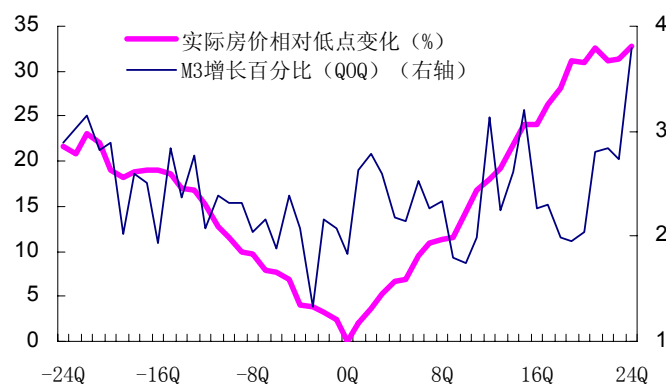


图 15: 80年代初实际房价与信贷季度环比变化

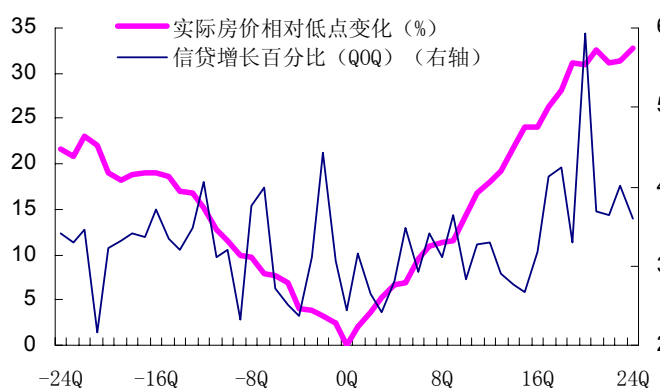


图 16: 80年代初实际房价与GDP季度环比变化

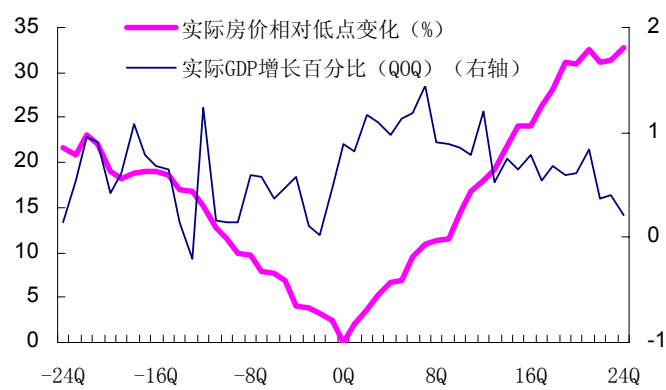
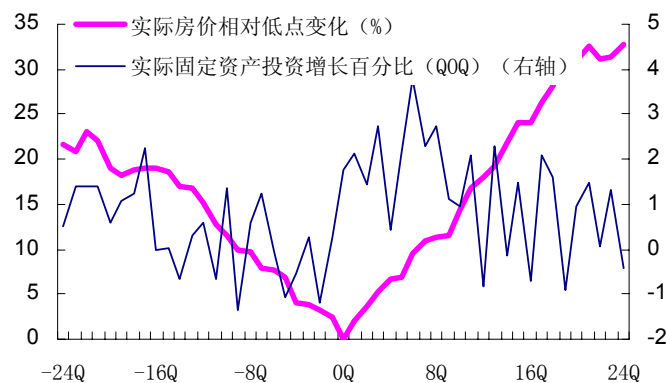


图 17: 80年代初实际房价与固定资产投资季度环比变化



资料来源：招商证券研发中心

图 18: 90年代初实际房价与名义政策利率变化

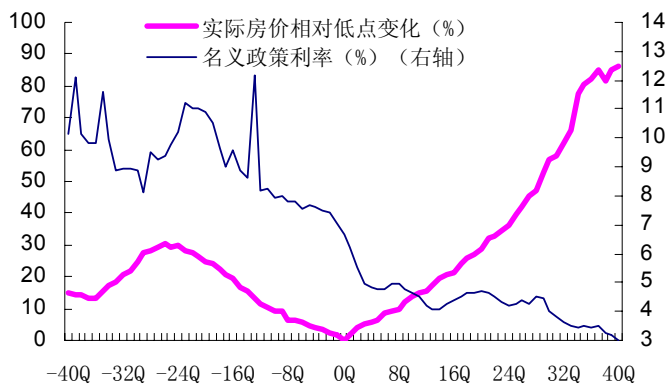


图 19: 90年代初实际房价与M3季度环比变化

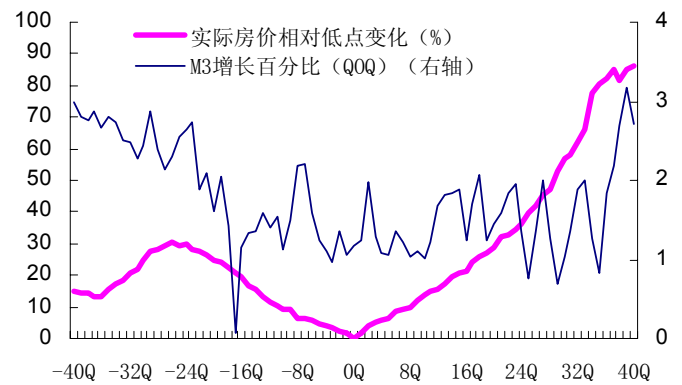


图 20: 90年代初实际房价与信贷季度环比变化

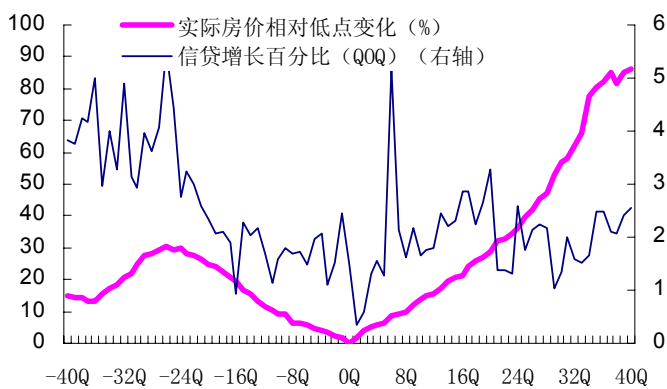


图 21: 90年代初实际房价与GDP季度环比变化

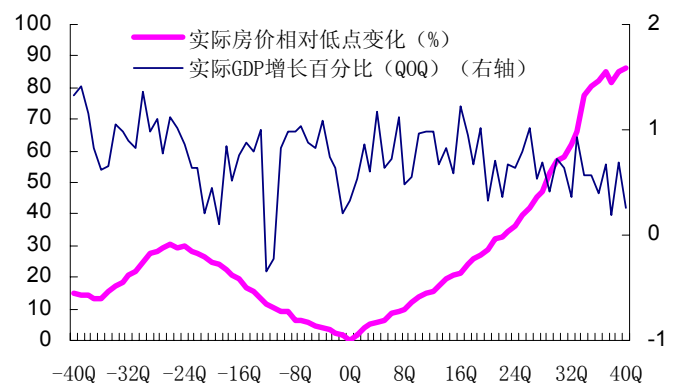
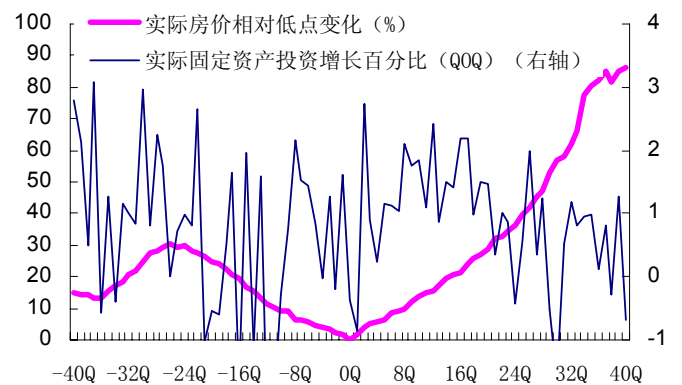


图 22: 90年代初实际房价与固定资产投资季度环比变化



资料来源：招商证券研发中心

四、中国当前房地产市场已经见底

1、房地产市场已经见底

就中国当前的情况来看，中国的这一轮房地产周期已经见底。我们认为这是因为中国如下的特殊性：

1) 本轮巨额的信贷投放

2007 年和 2008 年银行新增信贷分别为 3.63 万亿和 4.90 万亿，自去年 11 月份信贷已经开始显著放松，08 年 11 月和 12 月新增信贷分别为 4769 亿和 7718 亿。

09 年前 4 个月银行新增信贷为 5.17 万亿，预计 09 年全年将会达到 7-8 万亿元人民币左右。

巨额的信贷投放，重要的是恢复了市场的信心，增加了货币的流通速度，从而刺激了经济的增长和物价的提高，也使得降息周期预期结束。

在房地产周期中，利率水平、经济增长预期与房地产周期的关系如下：

- 第 I 阶段：在房地产行业处于萧条时，往往也是经济周期处于低谷的时期，央行都会采取降低利率、增加信贷等货币政策来刺激经济增长。此时较低的房地产价格和利率水平都会逐步带动房地产消费需求，推动房地产业复苏；
- 第 II 阶段：在房地产复苏阶段，随着经济的增长，居民收入和预期都会增加。同时，房地产价格也在回升，金融机构发放信贷的动力增加。在收入预期增长和信贷放松的双重影响下，居民对房地产需求快速上升，从而迅速把房地产业推至繁荣阶段；
- 第 III 阶段：在房地产繁荣阶段，经济周期也处于顶部，此时通货膨胀率往往较高，为了遏止通胀和防止经济过热，央行将采取提高利率、收缩信贷的货币政策。在利率提高、收入预期放缓甚至下降的情况下，居民对于房地产的需求迅速减少；
- 第 IV 阶段：在房地产业进入衰退阶段，金融机构为保证资产的安全，大幅度缩减信用，严格审查贷款，使房地产业得不到必要的信贷支持而进入萧条阶段，消费者也因严格的个人房贷而减少对住房的消费。

就目前的情况来看，中国当前可能已经处于第 I 阶段：较低的利率水平、经济开始增长，房地产成交上升，房地产周期已经见底。

2) 高效的货币政策传导渠道

在成熟的市场经济体制下，在经济危机期间，货币政策的传导渠道往往会失灵，这表现在：

- 利率传导顺畅：当央行开始降息时，商业银行处于信贷安全的考虑，并不会降低贷款利率；
- 信贷规模传导顺畅：当央行进行窗口指导，建议商业银行增加信贷投放时，商业银行不但不会增加信贷，反而会收缩信贷。

然而，这两点在中国目前的金融市场上都没有发生，显示了中国在经济调整期间货币传导机制的通畅，这也是中国市场经济的特殊性。

这也导致了中国经济的调整期往往较短，反映在房地产周期上也是如此：原本还处在调整期中途的房地产市场，在巨额的信贷投放的作用下，就已经见底了，这使得房地产周期的调整时间和幅度都远小于先前的预期。

3) 居民资产选择范围的狭窄

中国目前的金融市场发育还不完善，居民资产选择范围偏窄，普通老百姓资产选择范围只能为：存款、房子和证券投资。在巨额信贷投放的影响下，为了是资产保值，普通居民的最佳选择是买房子。尽管，目前的房价没有调整到位，还依然偏高，但居民的行为已经发生了改变。

从这 3 个特殊性看来，目前中国的房地产市场可能已经见底。

2、房地产未来数年内将平稳增长

尽管目前房地产市场在巨额信贷投放的影响下已经见底，但目前房价依然偏高，一线城市的房价收入比都在 15 以上。未来房价的上涨空间依然将从本质上受制于居民购买力，在当前基数偏高的情况下，我们认为未来数年内房地产市场将会平稳增长。

哈里森的 18 年房地产周期模型也显示。房地产市场复苏后，在前 7 年都是平稳增长态势。

五、房地产周期各阶段投资策略分析

1、房地产股票估值考察

从国内外历史数据来看，在房市和股市的双重泡沫前，房地产股票的估值将长期围绕 PB 进行：

（1）日本房地产股估值情况

- 日本房地产有两个周期，所对应的高点分别是 73 年第 3 季度和 90 年第 3 季度；
- 从 75 年左右估值见底，到 85 年房市和股市的双重泡沫开始启动前，日本房地产股估值 2 到 3 倍 PB 左右，持续了 10 年左右；
- 从 93 年估值见底，日本房地产股估值是 1 到 4 倍 PB 左右，一直持续到现在。

图 23：日本房地产周期

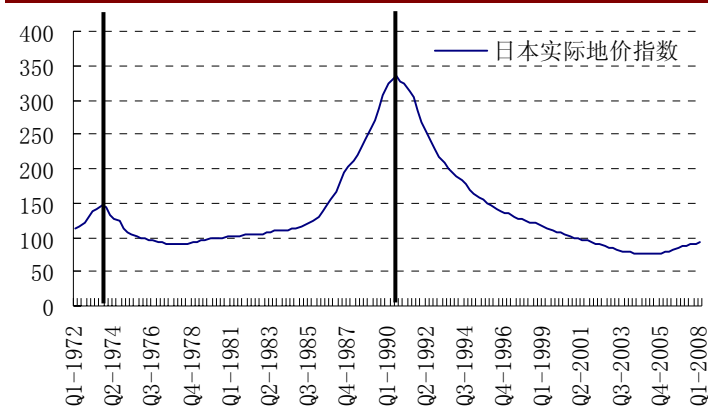


图 24：日本房地产指数 PB



图 25：日本三井不动产 PB



图 26：日本三菱地所 PB



注：图中的黑色直线代表了房价高点的时间

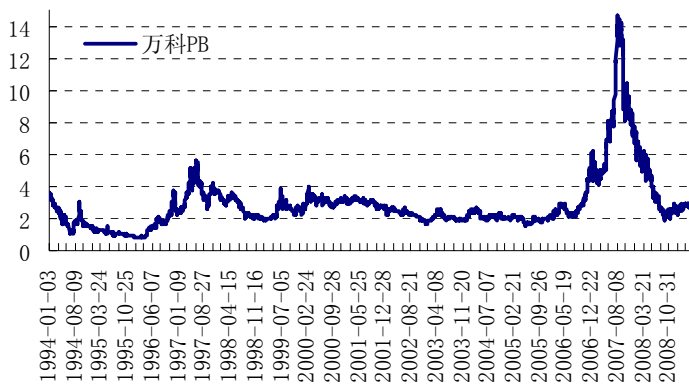
资料来源：日本新光证券，招商证券研发中心整理

（2）国内房地产股估值情况

从 97 年到 06 年房市和股市的双重泡沫开始启动前，万科 A 的估值区间是 2-4 倍 PB，持续了近 9 年时间。

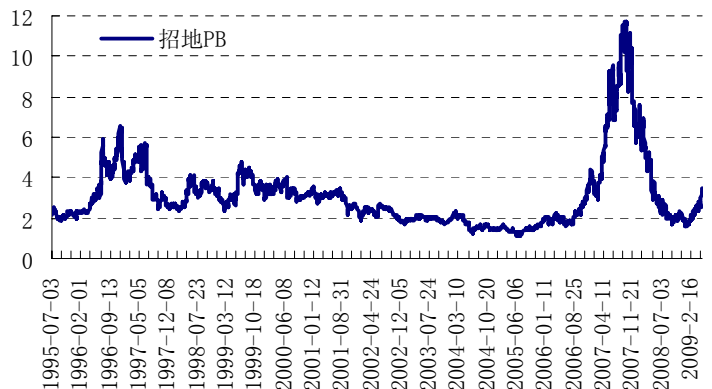
尽管当前房地产市场已经见底，但未来数年内依然呈现平稳增长态势，不会形成房市和股市的双重泡沫，因此参照国内外历史数据，期间龙头地产股的估值应该在 2-4 倍 PB 左右，地产股总体将呈现震荡上行走势。

图 27: 万科PB



资料来源：招商证券研发中心

图 28: 招商地产 PB



2、房地产周期各阶段投资策略分析

1) 前 7 年寻找增速较快的公司

既然在房市和股市的双重泡沫前，房地产股票的估值将长期围绕 PB 进行，那么作为投资者要想获取超额收益，其最佳选择就是投资那些期间业绩增长最快、从而账面净资产增长最快的公司。

就目前的情况来看，在蓝筹公司里面，我们认为能在未来 3 年内保持相对较高速增长的公司有招商地产和华发股份。

2) 后 7 年寻找前期土地囤积较多的公司

在房市和股市的双重泡沫启动后，地价和房价开始大幅度上涨，这时候的最佳投资标的无疑就是前期囤积了巨额低价土地的公司。这样可以带来最好的账面净资产的增加以及较好的 RNAV。从 PB 数据看，8-14 倍 PB 估值往往会意味着股票见顶。

3) 在调整期回避

当房地产周期见顶，房地产估值会从 8-14 倍 PB 迅速下降到最低 2 倍 PB 左右，因此投资者最佳的选择是回避。

附一：美国历次房地产周期

1800年5月10日，美国联邦政府开始廉价出售它新获得的房地产。这个时期就是我们开始美国房地产周期历史的起点，从那时起直到二战美国房地产市场都呈现出了18年周期的特征。研究这些历史，我们能发现令人震惊的经济行为和银行行为。

（1）1818年的房地产周期

1820年，美国经历了一个显著的经济衰退。这次衰退开始于土地价格的下跌，土地价格的下跌紧随1819年1月发生的美国棉花价格的崩溃。在价格上升的时候，银行创造了放出了大量的信贷。当土地市场崩溃后，那时大多数的美国银行也破产了。

（2）1836年的房地产周期

进入到1830S，商业的复苏导致了新一轮的土地投机。这些投机依赖政府制订的宽松的信贷条件进行融资。1832年仅有5900万美元，到1836年已经疯长到了14亿美元——仅仅4年的时间竟然大幅上涨了137%。大量的流动性是由那些新开业的银行创造出来的，可是这些银行的资本储备少得可怜，有的甚至根本就没有。所有这些钱其中的大部分都流进房地产业用于投机了。当时的美国总统安德鲁·杰克逊不喜欢纸币。在他看来，纸币是不真实的，而且造成了投机与各种各样的歪曲。1836年，杰克逊签署《铸币流通令》，要求公共土地的买家必须以黄金或者白银支付，试图恢复经济秩序。这个法令有效地消除了赊欠问题，结束了狂热的土地投机。房地产进入了一个被迫抛售的怪圈，大量银行破产，股票市场也崩溃了。历史上著名的1837年美国大恐慌发生。

（3）1854年的房地产周期

经历了1837年到1842年几次经济下跌，政治家们一致认为1837年那样的萧条再也不应发生。银行只能按照他们所储备的黄金和白银的水平进行放贷。这一准则应时刻被保持。1848年，加州发现了巨大的金矿——旧金山。从1848年开始，连续9年美国的黄金供应量空前增长，仅加州就生产出了5亿美元的黄金。同时，加州黄金的发现也导致了当时历史上最大规模的移民。随着黄金供应的大量增长，银行开始大规模扩张信贷（美国许多重要的工业、矿山、交通、机械都是在这段黄金岁月里确立基础的），银行也开始将信贷贷给那些狂热的黄金和土地投机者。1857年8月24日，纽约Ohio Life Insurance and Trust Company的突然破产导致了市场的恐慌。30天后，费城的Bank of Pennsylvania也关门了。在城市的每一家银行门口都排起了长队，储蓄者们试图取回属于他们的钱。10月份形成了全国范围的恐慌，直到1861年美国内战开始，恐慌才告结束。

（4）1869年的房地产周期

1864年美国内战结束之后，19世纪60年代以后，随着第二次工业革命的展开，各国逐渐走出了经济低迷的阴霾，搭上了经济快速发展的列车。幅员辽阔的美国，继续以铁路为着眼点发展经济，铺设新路线带给了美国人乃至世界各国的投资者无限诱人的利润前景。

为了鼓励资本密集的铁路投资，联邦政府通过多种形式鼓励铁路投资，如充分利用金融工具进行资金借贷、给以政策性扶持、无偿赠予土地等。联邦给铁路公司的土地是那样大，以致它们占了明尼苏达和华盛顿州面积的1/4，威斯康星、衣阿华、堪萨斯、北达科他和蒙大拿的1/5，内布拉斯加的1/7，加利福尼亚的1/8，路易斯安那的1/9。巨额的土地投资为铁路公司解决了资金问题。按联邦政府的援助政策，铁路公司所

获得的赠地是可以自行处理的，各铁路公司为了把这些土地转化为资本，一般采取两种方式：一是直接向移民高价出售；二是组织城镇开发公司，进行镇址投机。土地投机在 1869 年达到高潮。

美国总统格兰特在 1873 年批准了《硬币法案》(Coinage Act)，从原本的金银复本位制度，变成金本位制度，银价因此大跌，造成货币供给快速紧缩。同时，1873 年 5 月 1 日，恐慌在人们意想不到的地方（奥地利）发生了。奥地利的银行深陷铁路股票泥沼无法自拔，经济危机连同对危机的恐惧情绪又先后传递到了德国、比利时、意大利、瑞士、荷兰。终于到 1873 年 9 月 8 日，华尔街也没能抵挡住如瘟疫般蔓延的经济危机，在这一天纽约仓库与证券公司先后违约。噩耗还在后面。9 月 19 日，杰·库克公司的投资银行大厦在风雨飘摇中宣告倒闭。

（5）1888 年的房地产周期

1886 年以后，铁路建设再一次高涨。从 1885 年到 1892 年，全世界修筑的铁路线达 19 万公里，是上次高潮的近一倍。其中美国就修筑铁路 7.5 万公里，比上次高潮多一半。这一时期还开始了电气革命，电灯、电话、电车、电动机等不断问世，形成一个又一个新产业。这一时期，电灯、电话、电车、电动机等不断问世，形成一个又一个新产业。在铁路建设和电气革命的推动下，美国的工业迅猛发展，大量移民入境和新土地开拓。土地投机非常疯狂，在 1888 年达到顶峰。1890 年，美国即发生金融危机。1891 年上半年，重工业以及轻工业的生产都下降了，但下半年又迅速好转。1893 年再次陷入危机。就房地产而言，其中比较有名的就是 1887 年佛罗里达房地产泡沫的崩溃。从 1893 年 1~8 月，工业股票平均市价下跌近一半，一年内有 600 多家银行和信用机构破产，各类破产事件超过 1.5 万起，萧条一直持续到 1895 年。

（6）1908 年的房地产周期

1907-1908 年间，在美国，这一时期大量个人企业转变为股份公司，发行掺水股票，从中牟取暴利。如此高的价格是很难被有限的需求接受的，于是泡沫破灭的时机又成熟了。1907 年到 1908 年，美国破产的信贷机构超过 300 个，负债达 3.56 亿美元，大多数银行则停止支付现金。30 多家铁路公司倒闭，他们拥有股票和债券 6.1 亿美元，铁路长度 1.3 万公里。还有 2.74 万家工商企业登记破产，共负债 4.2 亿美元。

（7）1929 年的房地产周期

1929 年股票市场崩溃是众所周知的。发生危机的原因现在一致的看法是美联储不作为导致货币供应短缺。我们关注的另一面是房地产市场的崩溃也可能是一直直接的原因。房地产价格的连续大幅下跌导致其市值严重低于以其为抵押的银行贷款数额。房价和农场土地价格跌得越低，银行系统破产得越多。其中的标志事件是 1927 年帝国大厦（Empire State Building）的修建和 1926 年佛罗里达房地产市场泡沫的崩溃。前者在 1931 年被称为“空置大厦”（Empty State Building）。

1926 年佛罗里达房地产市场泡沫的崩溃。佛罗里达州位于美国的东南端靠近古巴的地方。冬季温暖湿润。由于气候宜人、地理位置优越，同时土地价格低廉，第一次世界大战以后，这里已成为美国一般民众的冬天度假胜地。然而，随着许多美国人来此购买房地产需求的增加，佛州地价出现了惊人的升幅，1923-1926 年间，该州地价最高涨幅达到 5 倍。当时美国的经济蓬勃发展，土地的价格也低。很快，在迈阿密近海的 200 公里地段，各种建设项目如雨后春笋般矗立。据统计，1925 年仅有 7.5 万人口的迈阿密居然出现了 2000 多家地产公司和 2.5 万名地产经纪人，受其狂潮的催动，银行界也加入了炒房者行列。所有的疯狂都有梦醒时分。随着沼泽地一块又一块投入市场，新进

的资金不够支撑土地价格的不断飙升，那些财力不够雄厚的投资者首先被贷款压垮投降，银行只好收回土地到市场拍卖，这些土地又带给市场新的压力。转眼之间，银行对买地者要求远超 10% 的定金。人们不再讨论只升不跌的佛罗里达地产。到了 1926 年，佛罗里达州的房地产泡沫迅速破灭，许多企业家、银行家破产，这场泡沫不久激化了美国的经济危机，引发华尔街股市崩溃，导致 20 世纪 30 年代的世界经济大危机。

附二：英国历次房地产周期

（1）1776 年房地产周期

未找到资料。

（2）1794 年房地产周期

开凿运河引起了大规模的土地投机，贷款的发放毫无节制。城市土地价格的迅速上涨超过了人民的承受能力。为了获得土地，当时的棉纺厂主们不得不支付巨额租金。土地价格上涨还导致了英国北方原材料价格大涨。

（3）1812 年房地产周期

之前人们尝试富有诱惑力的、大胆而轻率的冒险。盲目的情绪和盲目的行为导致欲望和冒险的大漩涡。投机狂潮结束以后，紧跟着是作为其后果的大萧条和严重的失业。恶劣的经济形势导致工人工资下降和失业，极大地降低了住房需求。

（4）1830 年房地产周期

股票和日用品投机成为 1825 年的一种社会现象和席卷全年的热潮。人民纷纷投资于愚蠢的冒险。从投资和就业角度看，受到重大影响的是土地。1826 年，60 家银行停止支付。整个国家面临着任何国家从未经历过的最大和最彻底的动荡。在 1825-1826 年的大崩溃中，成千上万的普通百姓丧失了全部家产，不是由于他们自己参与投机或赌博，而是由于他们信任并将微薄的储蓄托付于银行经理，却被贪婪追求暴利的后者用于愚蠢而疯狂的冒险和非法的商业活动。

（5）1848 年房地产周期

由于铁路时代的到来，铁路在进行大规模的建设。首先是倡议者、土地所有者开始鼓吹修建铁路的好处，然后金融界也加入其中。在 1847 年之前的 10 年期间，绝对一文不值的土地项目被不断炒卖，价格飞涨。铁路股票也被炒上了天。最后成千上万的农民破产，股票崩溃，接着是大幅的衰退和恐慌，达到了前所未有的程度。

（6）1866 年房地产周期

未找到资料。

（7）1884 年房地产周期

未找到资料。

（8）1902 年房地产周期

金融欺诈浪潮在 1898 年达到了无法遏制的地步。一块以 4.8 万英镑出售的西非地产实际上并不存在。这块“地产”被售出后，一个代理人被派往当地，以 140 英镑的价格从一个部落的首领那里购买了一些土地，只是为了验证地产契约上的描述。

中国当代房地产研究专题系列:

《中国当代房地产研究专题之一——城市化、人口流动与房价》2008/07/18

《中国当代房地产研究专题之二——日本房地产泡沫经验及借鉴》2008/07/21

《中国当代房地产研究专题之三——货币政策、房地产周期与股票价格》2008/09/08

《中国当代房地产研究专题之四——房地产估值的国际比较》2008/09/17

《中国当代房地产研究专题之五——美国房地产市场概览》2008/09/28

《中国当代房地产研究专题之六——房地产股票估值的国际比较》2008/10/06

《中国当代房地产研究专题之七——保障住房的国际比较》2008/10/10

《中国当代房地产研究专题之八——人口空间分布的总结与展望》2009/05/08

全球房地产月报系列:

《全球房地产行业 2009 年 1 月月报》2009/02/06

《全球房地产行业 2009 年 2 月月报》2009/03/04

《全球房地产行业 2009 年 4 月月报》2009/05/08

分析师简介

贾祖国，复旦大学金融学博士、南京大学经济学硕士，6 年证券从业经验，目前为招商证券房地产行业高级分析师，08 年《新财富》房地产行业最佳分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。