



执笔人：张斌，朱鹤，钟益，盛中明，孙子涵

面向未来的房地产市场

- 运行环境：地缘政治冲突和美联储加息对全球复苏带来新的压力；新一轮的疫情冲击严重干扰正常经济活动；财政支出提速，社融小幅回升，资本市场承压。
- 运行特点：GDP 增速低于潜在增速，第一、二产业运行处于正常区间，服务业受损严重，就业市场面临压力；固定资产投资反弹，出口增速保持韧性，消费成为最大短板；GDP 增速未必能充分反映产出损失，异常经济结构下需多个维度看待 GDP 增速。
- 未来风险：疫情冲击、需求不足、部门新兴产业面临的政策不确定性、外部地缘政治冲突和美联储加息等多重压力下，未来经济增长、资本市场都面临较大压力。
- 应对措施：持续降息直至经济稳定在合理区间，加大对疫情受损行业和就业的补偿力度，针对低收入群体、老人和婴幼儿的暂时性生活补贴，改善房企融资渠道盘活房企沉淀资产，稳定监管政策预期，基建投资保底。

专题：面向未来的房地产市场

- 住房市场发展迈过高峰期，炒房、资金过度流入房地产部门不再是房地产市场的主要矛盾，未来房地产市场由“易热难冷”转向“易冷难热”。
- 房地产市场当前和未来面临的最突出矛盾，一是都市圈过高的房价制约了大量中低收入群体工作所在地的大城市定居；二是房地产行业资产负债表收缩威胁到当前和未来的宏观经济稳定。
- 针对这两个矛盾，这里提出了面临新市民的都市圈建设方案，以及针对房地产行业的债务重组方案。这两个方案都是尽可能地利用市场自发力量解决问题，需要政府在土地、教育和医疗服务、住房金融政策方面做出一些调整，不给政府增加过多财政负担。



外部环境：地缘政治冲突和美联储加息削弱经济活力

摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业 PMI 均值分别为 52.4 和 53.3，分别较 2021 年 4 季度均值下降 2.1 和 1.0 个百分点。在疫情反复和地缘政治冲突的双重影响下，全球制造业增速有所放缓。分国家来看，除日本外，美国、欧元区、巴西、印度和俄罗斯 1 季度制造业 PMI 均值均出现不同程度下降，其中，俄罗斯、美国和印度的降幅更明显，俄罗斯和巴西的制造业 PMI 跌至荣枯线以下。

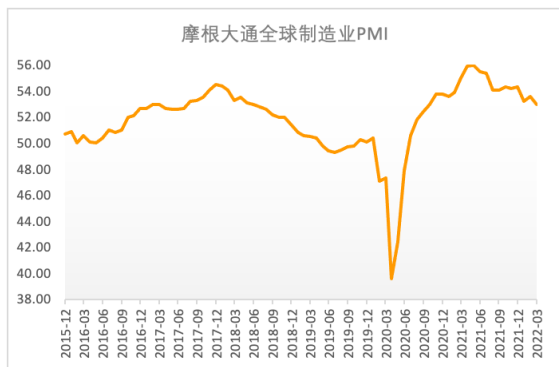


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

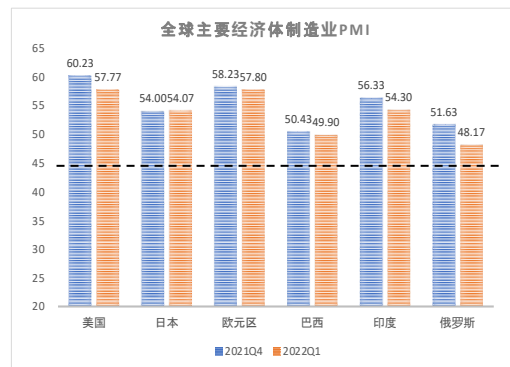


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

全球经济增长预期下调。全球经济复苏面临多重挑战，俄乌冲突进一步加剧全球经济衰退和高通胀风险，部分低收入国家还可能面临粮食、债务和社会危机。近日联合国贸易和发展会议下调 2022 年全球经济增长预期至 2.6%¹，较此前预测下调 1 个百分点。国际货币基金组织（IMF）总裁格奥尔基耶娃也表示²，俄乌冲突导致 143 个经济体经济增速下行，而这些经济体占全球经济总量的 86%，国际货币基金组织或将再次下调 2022 年和 2023 年全球经济增速。

大宗商品价格上涨。俄乌是全球能源和部分农产品的重要供应国，地缘冲突推动大宗商品价格迅速上涨。2022 年 1 季度，CRB 大宗商品价格综合指数为 627.5，较 2021 年末上升 9.9%，其中油脂分项增长 21.4%。布伦特原油现货和期货价格最高涨至 137.7 美元/桶和 128.0 美元/桶，分别较 2021 年末上涨 78.2%和 64.5%，季末震荡调整，分别回落至 110.3 美元/桶和 107.9 美元/桶。石油输出国组织（OPEC+）第 26 次部长级会议重申石油市场基本面良好，地缘政治发展是当前市

¹ “联合国贸发组织：乌克兰战争加剧了全球经济低迷”；

<https://news.un.org/zh/story/2022/03/1101002>

² “Facing Crisis Upon Crisis: How the World Can Respond”；

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/04/14/sp041422-curtain-raiser-sm2022>



场波动的主要原因³。3-4 月国际能源署（IEA）两次释放石油库存，以缓解石油市场供给压力⁴。天然气和动力煤价格也于 3 月上旬走高、月末回落，IPE 天然气和动力煤分别从最高点的 540 便士/色姆、396 美元/吨回落至 299 便士/色姆、253 美元/吨。此外，国际有色金属价格也出现不同程度上涨，国际农产品价格大幅上行。其中 LME 铜上涨 6.7%，LME 铝上涨 25.4%，LME 锌上涨 17.3%，CBOT 大豆价格上涨 20.8%，CBOT 玉米价格上涨 26.2%，CBOT 小麦价格上涨 30.5%。

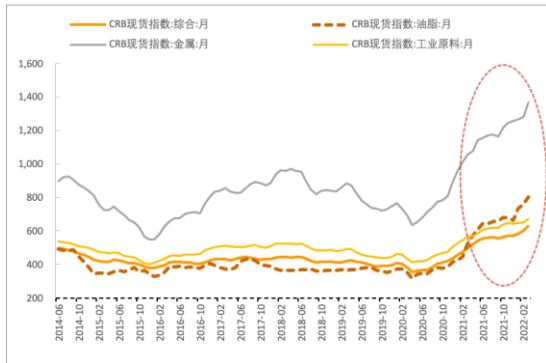


图 3 CRB 大宗商品价格指数

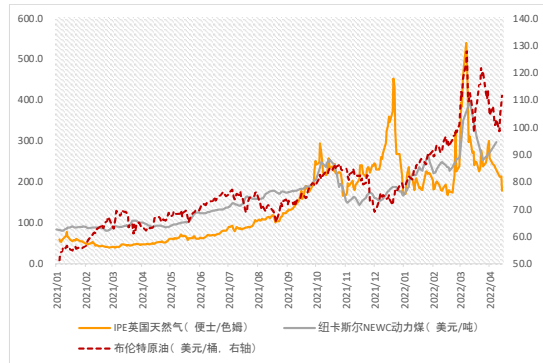


图 4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美国通胀再创新高，美联储或将加快紧缩进程。美国通胀再创新高，2022 年 3 月美国 CPI 和核心 CPI 同比增速分别达到 8.5% 和 6.5%。美国就业市场供给边际改善，美国 1 季度平均新增非农就业人数达到 52.5 万，失业率下降至 3.6%，劳动参与率缓慢增长至 62.4%。3 月 17 日凌晨，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调至 0.25%-0.5% 区间。与会者一致认为，缩减美联储资产负债表的计划已取得实质性进展，可能根据经济和金融状况，最早在 5 月会议上做出缩表决定。俄乌冲突可能在短期内给美国通胀造成额外上行压力，美联储可能将加快货币紧缩进程。联邦公开市场委员会（FOMC）16 名成员预测 2022 年还将加息六次，到 2022 年末联邦基金利率将超过 1.25%。

欧元区通胀高企，欧央行加快缩表。2021 年下半年以来，欧元区通胀水平加速上扬，俄乌冲突和欧洲对俄罗斯的制裁进一步加剧了通胀压力。3 月欧元区消费者调和价格指数 HICP 同比增速为 7.5%，核心 HICP 同比增速为 3%。2 月能

³ “26th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes”；

https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/6830.htm

⁴ “IEA confirms member country contributions to second collective action to release oil stocks in response to Russia’s invasion of Ukraine”；

<https://www.iea.org/news/iea-confirms-member-country-contributions-to-second-collective-action-to-release-oil-stocks-in-response-to-russia-s-invasion-of-ukraine>



源价格分项同比增长 28.7%，是推高欧元区通胀的主要因素，工业制品和食物价格分项也分别增长 10.3%和 5.0%。3 月 10 日，欧洲央行公布货币政策会议决议显示，欧央行加快资产购买计划的缩减速度，计划从 2022 年 2 季度开始削减资产购买，并将根据经济数据调整 3 季度的资产购买计划⁵。

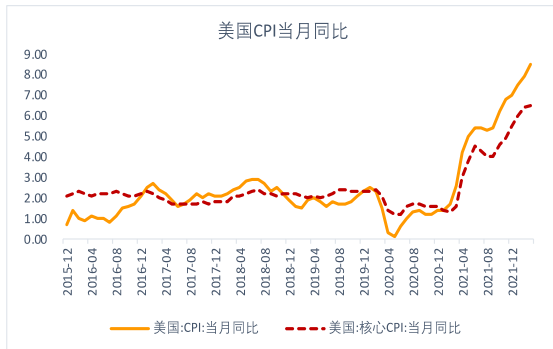


图 5 美国通胀水平持续上行

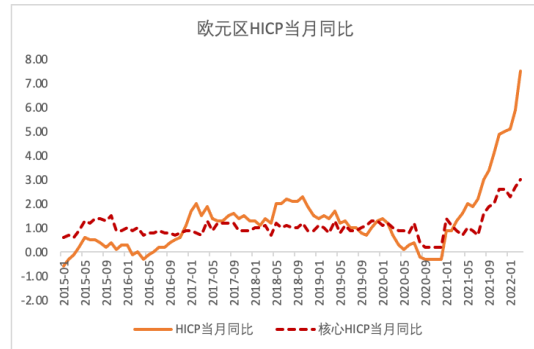


图 6 欧元区通胀水平高企

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

内部环境：财政支出提速，社融存小幅回升

财政支出显著提速，专项债发行进度快于往年。2022 年 1 季度，政府公共财政支出同比增速 8.3%，政府基金性支出同比增速 43.0%，广义财政支出同比增速 16.2%，较 2021 年末的累计同比增速-1.0%明显提速。1-3 月，政府公共财政收入同比增速 8.6%，政府基金性收入同比增速-25.6%，广义财政收入同比增速 0.2%。政府工作报告要求继续做好“六稳”、“六保”工作，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。2022 年 4 月 12 日，财政部有关负责人在国务院政策例行吹风会上介绍，2022 年专项债发行使用工作进度明显快于往年，截至 3 月末，已累计发行专项债约 1.25 万亿元，占去年 12 月提前下达 2022 年新增专项债额度的 86%⁶。

社融存量增速小幅回升，新增社融较去年同期增加。2022 年 3 月末，社会融资规模存量增速较 2021 年末回升 0.3 个百分点至 10.6%，M1 同比增速较 2021 年末回升 1.2 个百分点至 4.7%，M2 同比增速较 2021 年末回升 0.7 个百分点至 9.7%。1 季度新增社会融资规模 12.1 万亿，较去年同期上升 1.8 万亿。

⁵ “Economic Bulletin Issue 2, 2022”

<https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202202.en.html>

⁶ “财政部负责同志出席国务院政策例行吹风会介绍加快政府债券发行使用有关情况文字实录”

http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202204/t20220412_3802418.htm



金融市场利率总体稳定，信用利差上升。2022年1季度，银行间市场利率保持在低位，存款类金融机构7天质押式回购加权利率(DR007)3月均值2.09%，较2021年12月下降6个基点；银行间7天质押式回购加权利率(R007)3月均值为2.34%，较12月下降21个基点。信用利差再度攀升，3年期低信用等级(AA-)公司债收益率与同期国债收益率的信用利差自2021年4季度回落至3.59%后，于2022年2月下旬开始上升，最高达到3.79%，季度末已小幅回落至3.72%。

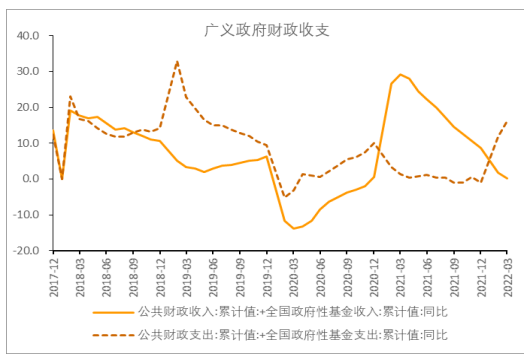


图7 广义政府财政收入与支出

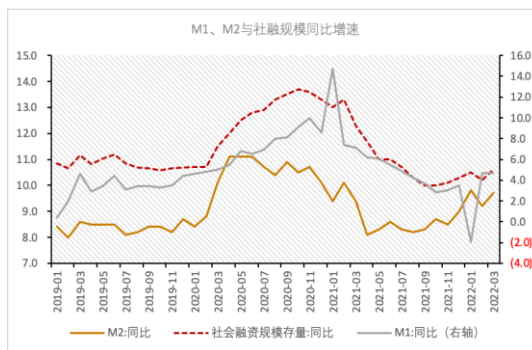


图8 社会融资规模存量同比增速

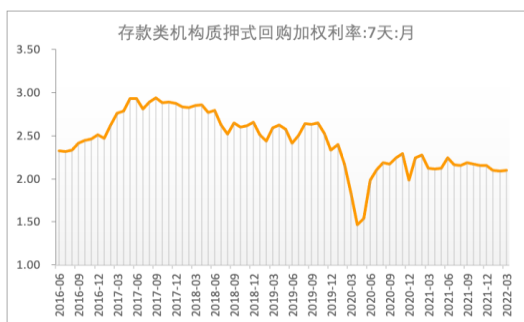


图9 DR007

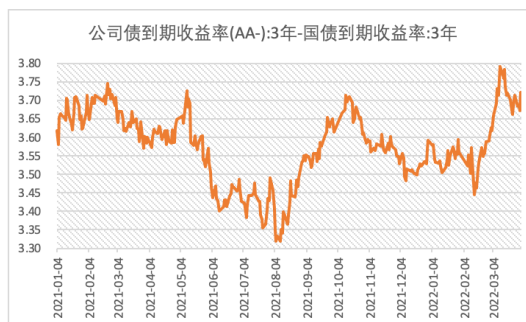


图10 低评级企业信用利差

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

人民币汇率保持韧性。美联储加息推动美元指数强势上涨，但中国外汇市场的基本面仍然保持强势，人民币汇率持续保持韧性。人民币/美元汇率从2021年末的6.37上行至2022年1季度末的6.34，篮子汇率指数(CFETS)从2021年末的102.5上行至2022年3季度末的104.3，这表明市场对人民币汇率偏强的预期。

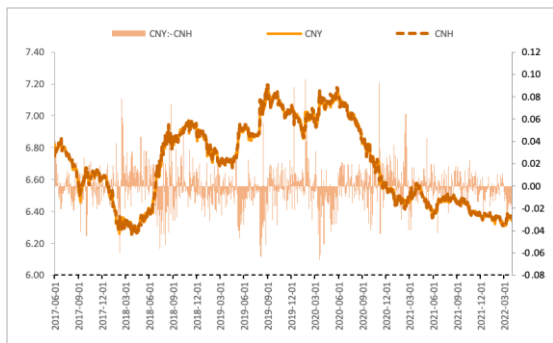


图 11 在岸与离岸汇率



图 12 人民币篮子汇率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

运行特征：服务业受损严重，实际产出损失或被低估，就业压力突出

1、GDP 增速低于潜在增速，服务业受损严重

2022 年 1 季度国内生产总值 270178 亿元，按不变价计算，同比增长 4.8%。分产业来看，2022 年 1 季度第一产业同比增长 6.0%，第二产业同比增长 5.8%，第三产业同比增长 4.0%。其中，第一产业和第二产业同比增速高于潜在增速趋势运行，第三产业持续低于潜在增速趋势运行，消费性服务业偏离程度显著。

我们用 2012 年以来的实际 GDP 估算得到实际 GDP 的趋势值，将 2020 年、2021 年和 2022 年 1 季度的实际 GDP 与趋势值作比较⁷。根据季度数据测算，2020 年和 2021 年的实际 GDP 分别比趋势值低了 3.5%和 1.4%，产出缺口逐渐收敛，分季度看，2021 年 3 季度和 4 季度的偏离度有所增加。2022 年 1 季度，我国实际 GDP 相比趋势值少了约 2.7%，趋势偏离幅度进一步增加，表明我国经济增长动能减弱，新一轮疫情下经济复苏面临更多挑战。

与此相对应的是第三产业持续低于潜在增速趋势运行。2021 年第一产业、第二产业的趋势偏离幅度分别为 2.3%和 1.1%，而第三产业的名义 GDP 比趋势值

⁷ 数据处理方法：（1）实际 GDP：由于存在价格调整，本文从 2016 年开始使用实际 GDP 季度同比增速倒推 2016-2019 年的实际 GDP 当季值。

（2）实际 GDP 趋势值：a. 剔除 2012-2019 年期间实际 GDP 季度数据的季节性因素；b. 对剔除季节性之后的数据用 hp 滤波法得到趋势增速；c. 使用多项式、对数回归等方法拟合趋势增速，并预测 2020 年至 2022 年 1 季度的实际 GDP；d. 使用季节性因素调整，得到实际 GDP 的趋势值。

（3）趋势偏离幅度=(实际 GDP/实际 GDP 的趋势值)-1。



低了 2.7%；2022 年延续了这一趋势，第一产业和第二产业的偏离度分别为 2.4% 和 3.5%，第三产业名义 GDP 的趋势偏离程度增加到-6.7%。

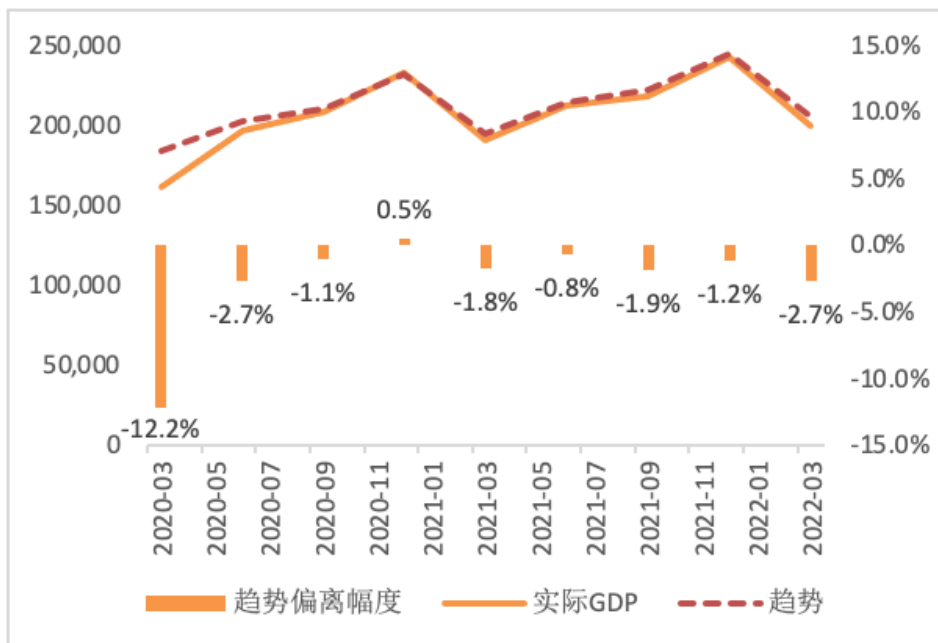


图 13 实际 GDP 的趋势偏离幅度

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

我们使用相同的数据处理方法估算了第三产业细分行业的名义 GDP 趋势值，并计算分行业名义 GDP 的趋势偏离程度。从第三产业构成情况来看，除金融业和信息传输、软件和信息技术服务业外，大部分行业增加值都显著低于趋势水平。进入 2022 年，由于新一轮疫情多点散发，部分城市呈现高度聚集性特征，在严格的防疫措施和社交隔离限制下，批发和零售业（偏离度-5.1%），交通运输、仓储及邮政业（偏离度为-8.5%），住宿和餐饮业（偏离度为-26.7%），租赁和商务服务业（偏离度为-20.0%），以教育为代表的其他服务业（偏离度为-6.6%）等高度依赖线下场景的消费性服务行业受影响更严重。

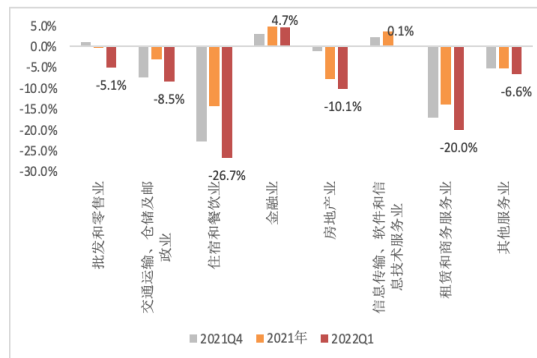
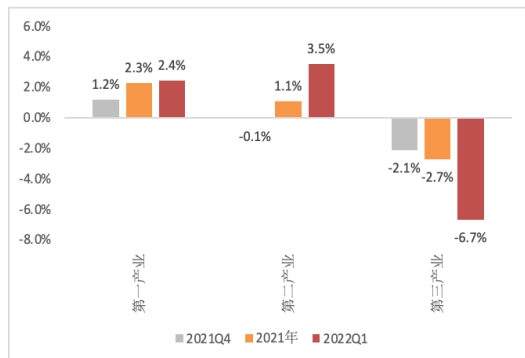


图 14 三大产业实际 GDP 趋势偏离幅度 图 15 第三产业细分行业名义 GDP 的趋势偏离幅度



数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

2、服务业就业压力突出

就业仍存在明显缺口。2022年1季度31个大城市调查失业率均值从1月的5.4%上升至3月6.0%，是该数据发布以来的最高点。青年群体就业形势严峻，16-24岁人口的调查失业率2022年1季度均值为15.5%，显著高于疫情前正常时期2018-2019年1季度均值11.0%，同样高于疫情后2020-2021年1季度均值13.1%。

部分服务业低于潜在产出运行，部分服务业就业压力突出。疫情多点爆发和严格的封控措施使得具有劳动力密集型特征的消费性服务业受到较大影响，仍低于潜在产出水平运行，导致其用人需求存在不确定性、吸纳就业能力下降，加剧当前市场的就业压力。服务业PMI从业人员分项指标持续走低，3月指标降至46.6，明显低于同期制造业PMI从业人员指标48.6。农村外出务工人员就业人数1季度为17780万人，较2021年1季度增加375万人，农村外出务工人员收入1季度同比增长5.9%。

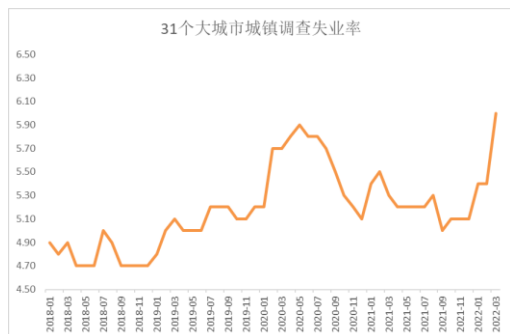


图 16 调查失业率

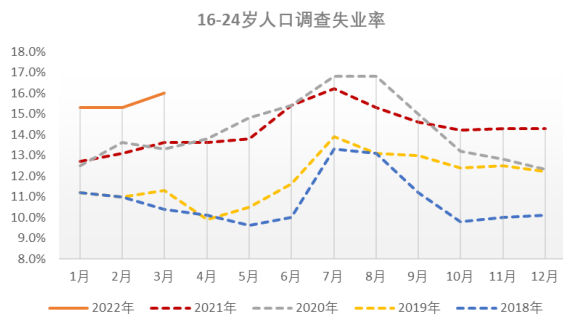


图 17 16-24岁人口调查失业率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

3、生产总体平稳，投资回升，消费复苏受阻

生产方面整体平稳，货运物流受到一定影响。2022年1-3月规模以上工业增加值同比增长6.5%，较2021年回落3.1个百分点。三个方面支撑1季度生产回暖，一是随着全国能源“保供稳价”工作持续推进，煤炭供应限制的缓解释放了部分产能。且汽车芯片供应也有回暖迹象；二是外需仍保持韧性，1季度按美元计价的出口同比增速保持在15%水平；三实体经济在年初获得了较强的信贷支



持，改善了企业部门资产负债表。进入3月以来，在新一轮疫情影响下，全国范围内采取了更为严格的防疫措施，除疫情严峻地区减产停产外，工业部门还因跨省物流效率下降而不同程度受到影响。3月财新中国制造业PMI为48.1%，跌破50%荣枯线，降至2020年3月以来的新低水平。

固定资产投资增速1季度明显回升，累计同比增速达到9.3%，较2021年全年增速回升4.4个百分点。其中，制造业投资引领全社会投资恢复，1季度增速高达15.6%，较去年回升2.1个百分点，与生产回暖和年初现金流改善有一定关系，3月制造业投资同比增速有所回落，但仍处于较高水平。随着稳增长政策持续落地，1季度基建投资加速增长，同比增速10.5%，较去年回升10.3个百分点，同时带动了制造业专用设备、电气机械等行业的投资增长。房地产开发投资低迷，1-3月累计同比增速为0.7%。较去年回落3.7个百分点，与房屋新开工面积等指标同步降至2021年以来的新低。

受新一轮疫情负面影响，消费复苏进程受阻。社会零售总额2022年1季度同比增速均值1.6%，较2021年4季度均值3.5%进一步显著下降。其中，消费品零售额同比增速2.2%，汽车以外的消费品零售额同比增速2.0%，餐饮收入同比增速-3.75%。2月社会零售总额同比增长6.7%，逆转了2021年4月以来连续9个月的当月同比增速下滑趋势，但受到新一轮疫情多点散发的负面影响，3月社会零售总额同比增速由正转负降至-3.5%。以餐饮收入为代表的服务消费受到更严重冲击，3月餐饮收入同比增速降至-16.4%。

出口保持韧性，开始呈现增长放缓迹象。2022年1季度，按美元计价，我国出口同比增长均值为15.1%，仍然维持在较高水平，但较2021年4季度下降8.1个百分点。外需保持韧性得益于两方面因素，一是大宗商品价格上涨所带来的价格效应。出口数量已经开始回落，降低至疫情前水平，而出口价格仍然持续走高；二是我国在全球供应链中仍占据一定优势。发达国家逐步去除疫情防控限制、释放生产和消费需求，对我国出口也形成了一定支撑。

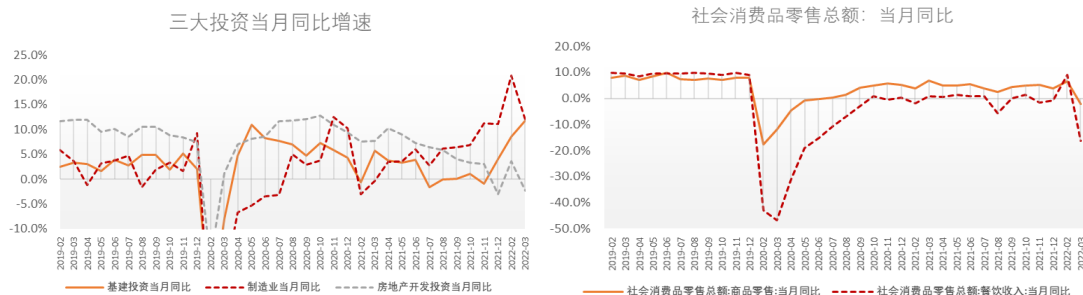


图 18 三大投资当月同比增速

图 19 社会消费品零售总额同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

注：2021 年的三大投资和社零当月同比数据均做了两年几何平均处理。

4、核心 CPI 低位运行

通胀水平仍然较低。反映总需求水平变化的核心 CPI 水平偏低。为了排除疫情造成的基数扰动，我们将三类价格指数的环比数据做连乘处理，最终求得相对于 2019 年 12 月的累计涨幅。过去 27 个月里，PPI 累计增长 11.4%，1-3 月 PPI 环比增速从-0.2%持续扩大至 1.1%，但在高基数效应推动下，PPI 同比增速从 2021 年底的 10.3%持续回落至 2022 年 3 月的 8.3%。PPI 环比上涨的主要拉动因素是俄乌冲突推高国际大宗商品价格，进而带动国内能源、化工等行业的价格上涨。3 月，石油和天然气开采业和石油、煤炭及其他燃料加工业的价格环比分别上涨 14.1%、7.9%。2019 年底至 2022 年 1 季度，CPI 累计增长 2.6%，主要受到食品类价格拖累。剔除了食品和能源价格的核心 CPI 往往更能真实地反映通胀压力，过去 27 个月里，核心 CPI 累计上涨了 1.6%，通胀水平偏低。

5、GDP 并未完全反应实际产出损失

我国的季度 GDP 核算以生产法和收入法为主。生产法是从常住单位在生产过程中创造新增价值的角度，衡量核算期内生产活动最终成果的方法。即从生产过程中创造的货物和服务价值中，扣除生产过程中投入的中间货物和服务价值，得到增加值。收入法是从常住单位在生产过程中形成收入角度来反映核算



期内生产活动最终成果的方法。按照这种核算方法，增加值由劳动者报酬、生产税净额、固定资产折旧和营业盈余四部分相加得到⁸。

生产法核算公式： $GDP = \Sigma \text{ 各行业总产出} - \Sigma \text{ 各行业中间投入}$

收入法核算公式： $GDP = \text{劳动者报酬} + \text{生产税净额} + \text{固定资产折旧} + \text{营业盈余}$

正常情况下，生产法与收入法核算结果基本一致，即使存在误差，两者也不会有量级的差别。但在多地严格防疫措施下，生产法与收入法在核算上的差异会被放大，导致最后核算出的 GDP 并不能完全反应真实产出情况。具体地，2022 年初以来，新冠疫情在广东、上海、山东、吉林等全国多个地区出现反弹，长三角和珠三角作为中国经济最活跃的区域，也是本轮疫情形势较为严峻的两个地区。单日新增病例数量创下两年来新高，全国范围内执行更严格的防疫措施，包括多轮全城全员检测、部分或全城封闭式管理、企业停工停产等。餐饮、娱乐、旅游、航空等服务业受到的冲击尤其显著。

从生产法来看，减产停产的行业和企业出现了产出损失，损失部分由居民、企业和政府部门承担，对应收入法上体现为劳动者报酬、营业盈余和生产税净额的减少。但是如果此时企业正常给员工发工资，从收入法来看，居民部门的劳动者报酬就没有对应到产出损失。极端情况下，全部劳动者报酬的损失都可能被企业完全承担，而 GDP 只反映企业利润和税收的下降。举例来说，企业可以通过银行贷款、发债等方式获得短期融资，弥补当期现金流缺口，支付工资、租金和税收，从收入法角度看产出损失被掩盖了。生产法逻辑下的产出损失和收入法逻辑下的收入损失就会出现显著差异。

按照我国现行的统计制度，第三产业基本都是以收入法为主进行核算，在上述机制存在的情况下，就会出现低估实际产出损失的情况。宋铮等（Chen et al., 2022）⁹使用月度更新的城际卡车流量数据推算了封城对城市实际收入的影响及其外溢效应，结果表明：如果对中国最大的四个城市（北京、广州、上海、深圳）实施为期一个月的全面封锁，这四个城市的实际收入将减少 61%，国民实际收入将下降 8.6%，其中 11% 是由溢出效应造成的。在极端情况下，如果所有城市都实施封锁，那么总实际收入将下降 53%。

⁸ 国家统计局官网，统计知识常见问题解答：

http://www.stats.gov.cn/tjsz/cjwtjd/201308/t20130829_74319.html

⁹ Chen, J., Chen, W., Liu, E., Luo, J., & Song, Z. M. (2022). The Economic Cost of Locking down like China: Evidence from City-to-City Truck Flows.



我们利用生产端和需求端的月度宏观数据，估算了 2022 年 1 季度的增加值情况，对于金融业、信息通讯服务业等基本不受影响的行业参照 2020-2021 年一季度增加值名义同比增速均值进行估计，对于房地产行业区分两种情景进行分析，估算方法详见表 1。

情景 1：2022 年 1 季度房地产行业增加值同比增速为-15%。那么 2022 年 1 季度名义增加值约为 26.50 万亿元，比 1 季度 GDP 当季值低约 0.56 万亿元。以此为基础估算的 2022 年 1 季度服务业实际同比增速为 0.8%，1 季度实际 GDP 同比增速约为 2.8%。

情景 2：2022 年 1 季度房地产行业增加值同比增速为-5%。那么 2022 年 1 季度名义增加值约为 26.65 万亿元，比 1 季度 GDP 当季值低约 0.37 万亿元。以此为基础估算的 2022 年 1 季度服务业实际同比增速为 2.1%，1 季度实际 GDP 同比增速约为 3.6%。

从收入法估算结果来看，GDP 不能完全反应经济实际受损情况，这并非是统计数字的问题，而是特定情况下不同统计方法对产出的估计差异被放大了。

表 1 收入法视角 2022 年 1 季度增加值估计

行业	估算依据	2022 年 1 季度 增加值 (亿元, 估计值)
第一产业	统计局公布数据。	10,954
第二产业	统计局公布数据。	106,187
批发和零售业	2022 年 1-3 月商品零售总额累计同比增长 3.6%，预计批发和零售业一季度同比增长 3.5%。	24,953
交通运输、 仓储和邮政业	交通运输、仓储和邮政业的增加值名义累计同比增速是与货运量累计同比高度一致。从 2018 年投入产出表分行业增加值来看，货运占交通运输、仓储和邮政业的比重约为 70%。可以从货运量同比增速推测交运行业的名义增加值变化。 3 月货运量的数据还未公布，但拆开来看，货运量=铁路+公路+水路，其中铁路（1-2 月累计同比-0.09%）数据更新至 2 月，公路（1-3 月累计同比 0.8%）和水路（1-3 月累计同比 5.17%）已更新至 3 月。2018 年	9,892



	投入产出表中三者增加值比例约为 8%: 82%: 10%，由此估算 1 季度货运量同比增速为 1.1%。考虑到仓储（1-3 月中国仓储指数同比-4.52%）、客运量（1-2 月客运量同比-14.3%）等其他因素，可以估计交通运输、仓储和邮政业 2022 年 1 季度同比增速为 0。	
住宿和餐饮业	疫情前，住宿和餐饮行业增加值的名义同比变化与社零餐饮收入同比变化高度一致。一个原因是，从 2018 年投入产出表来看，住宿和餐饮的增加值比例大概是 23%: 77%。 2022 年 1 季度社零餐饮收入同比增加 0.5%，考虑到住宿因素拖累，可以估计住宿和餐饮名义增加值增速为 0。	3,795
金融业	基本不受影响。按 2020 和 2021 年一季度名义同比增速均值约 8.7%估算。	24,927
房地产业	房地产行业增加值可以理解为销售收入与成本之间的差值，即按照增加值=房地产销售额-土地购置费用-建筑安装成本。2022 年 1-3 月房地产销售额同比下降 22.7%，土地购置同比下降 60%，建筑安装上升 1.6%，由此推测房地产增加值同比大概下降 17%。区分两种情景分别计算。 情景 1：2022 年 1 季度房地产行业增加值同比增速为-15%。 情景 2：2022 年 1 季度房地产行业增加值同比增速为-5%。	情景 1：16,331 情景 2：18,252
信息传输、软件和信息技术服务业	基本不受影响。按 2020 和 2021 年一季度名义同比增速均值约 12.9%估算。	12,395
租赁和商务服务业	略有影响。按 2020 和 2021 年一季度名义同比增速均值约 2.6%估算。	8,168
其他服务行业	略有影响。按 2020 和 2021 年一季度名义同比增速均值约 5.9%估算。	46,998
总计		情景 1：264,599 情景 2：266,521

数据来源：WIND，作者整理。

表 2 收入法视角 2022 年 1 季度 GDP 同比增速估计



	实际 GDP 同比 (%)	对 GDP 贡献率 (2013-2019 年 1 季度均值)
第一产业	6.0 (统计局公布)	2.0%
第二产业	5.8 (统计局公布)	37.7%
第三产业	情景 1: 0.8 情景 2: 2.1 (估算=2021 年 1 季度 GDP 名义增速-GDP 平减指数 ¹⁰ =1.99%-2.14%)	60.4%
2022Q1 实际同比	情景 1: 2.8 情景 2: 3.6	

数据来源: WIND, 作者整理。

对当前 GDP 增速需要多个维度认识。一是 GDP 增速与当期消费福利不匹配。疫情之前的很多年,中国经济的正常状态是消费增速稍高于经济增长,消费占比持续提升,固定资本形成占比下降,这与其他国家在类似发展阶段的经历一致,符合经济结构调整方向。新冠疫情爆发以后,消费增速持续落后于 GDP 增速,消费福利受损程度超过 GDP 受损幅度。社会零售总额 2022 年 1 季度同比增速 1.6%,较 2021 年 4 季度 3.5%进一步显著下降,大大低于同期 GDP 增速。特别是进入 3 月份以后,3 月社会零售总额同比增速由正转负降至-3.5%。以餐饮收入为代表的服务消受到更严重冲击,3 月餐饮收入同比增速降至-16.4%。二是 GDP 增速与就业和大量中小企业生存状况不匹配。从产业角度看,GDP 主要包括了一、二、三次产业。第一产业主要是农林牧渔;第二产业主要是制造业、采矿业、建筑业以及电热燃气和水生产和供应业;第三产业主要是服务业。疫情之前的很多年,中国经济的正常状态是第一二产业的占比下降,第三产业占比上升,这与其他国家在类似发展阶段的经历一致,符合经济结构调整方向。新冠疫情爆发以后,第一、二产业总体状况还在正常区间,服务业增速持续落后于 GDP 增速。服务业包含了批发和零售业,交通运输、装卸搬运和仓储业和邮政业,住宿和餐饮业,居民服务、修理和其他服务业等众多高度依赖线下场景的行业,这些行业在受疫情的影响尤其严重。这些行业包含了大量就业,以及大量小微企业和个体工商户。对于这些行业的很多从业者而言,GDP 增速和他们的感触相隔甚远。

¹⁰ 2022 年 1 季度第三产业 GDP 平减指数等于第三产业增加值名义同比增速减去实际同比增速,其中名义值根据统计局公布数据计算,为 6.14%;实际值使用统计局公布数据,为 4%;计算得到平减指数为 2.14%。



展望及政策建议

2022 年接下来的几个季度，中国经济仍将面临较大的风险和**挑战**。首先是疫情冲击。疫情冲击的负面影响不仅是消费，也会蔓延到物流、生产等多个环节，时间过长的管控措施对供应链和出口也会带来显著负面影响。疫情冲击不仅是带来了异常的经济增速，还带来了异常的经济结构。这要求宏观经济管理者在关注经济总量的同时也要关注结构，关注特定群体。其次是需求不足，经济下行压力背后，有疫情冲击的影响，也有需求不足的影响，较低的核心通胀和就业市场压力说明经济运行仍处于需求不足状态。再次是服务业领域内的新兴产业增长面临较大的政策不确定性，对新兴产业的投资和拉动经济增长带来阻力。最后是外部环境中大宗商品价格上涨、美联储加息对我国宏观经济稳定都带来了新的挑战，中国还要警惕未来外部地缘政治冲突的进一步升级。以上多重压力下，2022 年实现 5.5% 的经济增长目标难度加大，保市场主体、保就业尤为重要。总量目标是做大蛋糕，总量政策工具是借助市场的力量走出困境，总量目标和总量政策工具依然非常重要。除此以外，针对结构问题也需要特定的政策工具。

一是补偿因疫情防控受损的市场主体，支持其重新恢复经营。完善和加大对疫情管控中受损市场主体和相关就业人员的补偿措施；通过事前告知的形式让市场主体认识到因疫情防控受到经营损失可以得到补偿，坚定市场主体投资和经营的信心。制定帮助小微企业重新恢复经营的启动资金支持计划。针对低收入群体、老人和婴幼儿的暂时性生活补贴。

二是降息，明确向市场宣布政策利率每次下调 25 个基点，持续下调至经济运行连续两个季度以上保持较高活力为止。降息的作用是降低债务利息负担、提高资产估值，二者分别从负债端和资产端改善市场主体资产负债表。中国市场主体各种形式的负债在 200 万亿元左右，降息对改善企业现金流和提升需求会起到巨大帮助。

三是稳定监管政策预期。监管层面要给市场留下充分的摸索和试错空间，鼓励加法，慎用减法，确保在行业成长中解决问题而不是一棍子打死。监管政策出台之前要广泛征求利益相关方意见，充分考虑政策出台以后可能带来的各种后果，



谋定而后动。对监管当局和监管政策也必须配套相关的问责机制。

四是防止房地产市场过度下滑。稳住房地产市场不仅关系到房地产产业链上下游市场主体，也关系到全社会的信用扩张和购买力扩张，关系到全社会的现金流。稳住房地产市场需要在坚持“一城一策”的基础上，从降低住房抵押贷款利率、盘活房地产企业沉淀资产、支持保障房建设等多个角度入手，改善房企资产负债表。

短期内上述政策措施可能还不足以扭转局面，政府基建投资是支持总需求扩张和改善全社会现金流的利器。要尽量减少地方融资平台公司从商业金融机构融资做基建的老办法，可考虑通过财政贴息债券和政策性金融贷款支持基建投资，大幅降低融资成本、更合理地规划建设项目布局，减少依靠地方融资平台从商业金融机构高成本融资带来的诸多后遗症。



专题：面向未来的房地产市场

房地产行业快速成长的同时，不可避免地遇到了很多问题。有些问题来自情绪，对问题本身并没有很好定义和认知；有些问题是特定发展阶段难以避免的成长烦恼；还有些问题一直得不到解决并威胁到国民福利提升和行业健康成长。我们把对房地产问题的各种讨论概括为“三高”现象：高房价、高负债、高度金融化。通过对三高现象的认识及其背后原因的分析，辨析房地产市场发展中存在的问题，并回应一些普遍关切但存在争议的问题。

房地产行业高增长正在面临趋势性拐点，大量房地产企业面临前所未有的经营困境，房地产市场对宏观经济稳定带来了挑战。中央明确提出要“建立房地产发展新模式”，建立新模式的前提是找出辨析当前和未来房地产市场发展的主要矛盾，在此基础上提出解决方案。随着住房市场发展迈过高峰期，炒房、资金过度流入房地产部门不再是房地产市场的主要矛盾，未来房地产市场会由“易热难冷”转向“易冷难热”。房地产市场当前和未来面临的最突出矛盾，一是都市圈过高的房价制约了大量中低收入群体在工作所在地的大城市定居；二是房地产行业资产负债表收缩威胁到当前和未来的宏观经济稳定。针对这两个矛盾，这里提出了面临新市民的都市圈建设方案，以及针对房地产行业的债务重组方案，这两个方案都是尽可能地利用市场自发力量解决问题，需要政府在土地、教育和医疗服务、住房金融政策方面做出一些调整，不给政府增加过多财政负担。

一、高房价

1. 事实

中国的房价收入比保持在高位，大城市尤其突出。2020年我国前五十大城市房价收入比达到12.3倍，其中一线城市20.3倍，二、三线城市分别为11.4倍和11.3倍。房价收入比排序前五位的城市分别是深圳（33.9）、上海（26.6）、三亚（24.6）、北京（23.4）和厦门（19.2）。尽管中国的人均收入刚刚跨过人均1万美元，中国一线城市的房价已经比肩那些人均收入4万美元以上经济体的大城市房价。2019年全球核心城市中心城区的房价对比中，中国内地一线城市北京、上海、深圳房价位居前十，房价与纽约、旧金山、巴黎等全球知名城市相当。

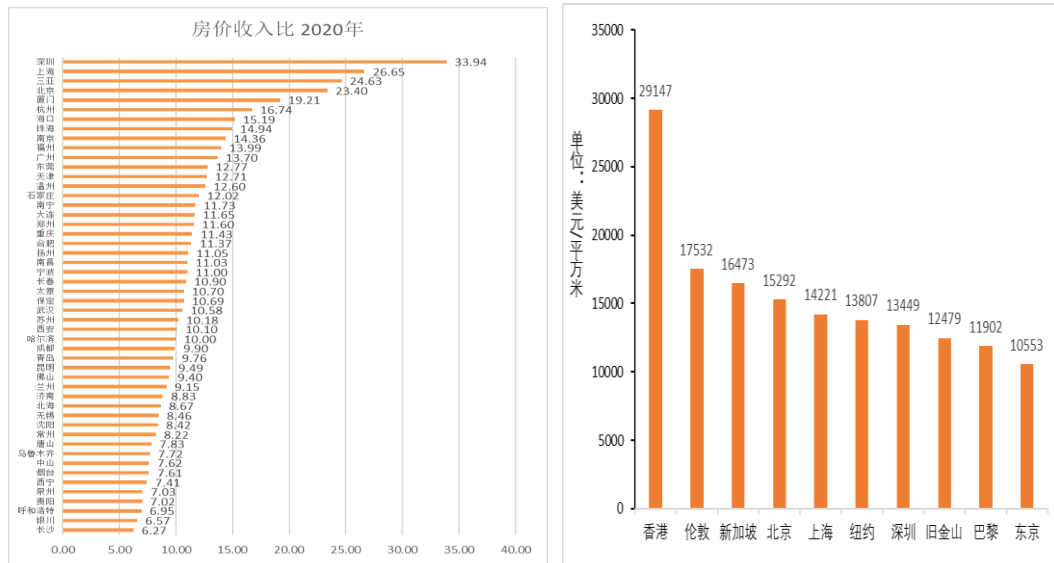


图 1：2019 年全球 10 个核心城市中心城区房价

数据来源：Numbeo

都市圈房价过高。相比大城市房价收入比，更值得关注的是都市圈的房价收入比，这更紧密关系到中低收入群体在大城市的居住成本。以美国纽约与英国伦敦为例，根据“Zillow”和“Zoopla”APP上的挂牌交易价格计算，纽约曼哈顿的上西区与上东区的二手房均价为1.6-2.3万美元/平米，约合人民币10-15万元/平米，伦敦西区的威斯敏斯特、肯辛顿与切尔西的二手房均价为1.8-2.1万英镑/平米，约合人民币15-17万元/平米¹¹。这些地区地处城市中心，拥有知名景点与商圈，并且配套完善、交通便利，相当于北京的东城、西城。按美国与英国的全国国民人均收入计算，纽约曼哈顿核心区域的房价收入比最高接近30，伦敦核心区域的房价收入比最高也接近20。而到了纽约都市圈边缘的斯塔滕岛与布朗克斯，部分区域的二手房均价约为3800-5700美元/平米，约合人民币2.5-3.6万元/平米，房价收入比迅速降至5以下；同样地，伦敦郊区贝克斯利和哈弗林的二手房均价约为4200-4900英镑/平米，约合人民币3.5-4.1万元/平米，房价收入比也降至3以下。综合来看，这意味着如果不去追逐纽约、伦敦核心区域的住房，普通家庭用3-5年左右的收入即可覆盖都市圈一套房产的购置支出。在中国，北上广深核心区域的房价收入比超过30，这些城市较偏远郊区的房价收入比也均超过15，有的区域接近30。不仅大大高于美国纽约、英国伦敦的郊区，也大幅高于本国三四线城市10左右的房价收入比。都市圈过高的房价收入

¹¹ 根据2022年4月12日的汇率估算。



比，超出了中低收入群体负担能力，把大部分新进入者都挡在了都市圈外面。

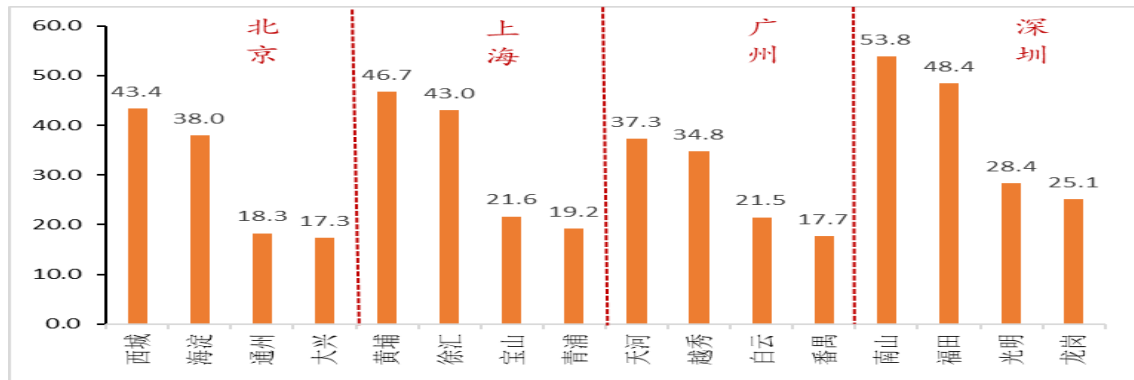


图 2：中国一线城市核心区域与较偏远郊区的房价收入比¹²

数据来源：诸葛找房、国家统计局

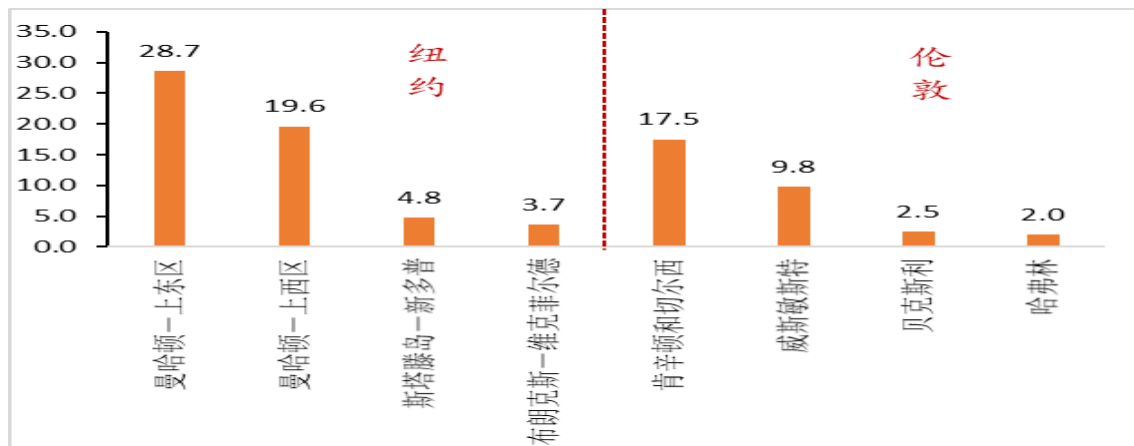


图 3：美国纽约和英国伦敦核心区域与较偏远郊区的房价收入比¹³

数据来源：Zillow、Zoopla、纽约市政府、伦敦市政府、世界银行

都市圈的高房价遏制了大都市成长，为大都市发展竖起了过高的围墙。与发达经济体的都市圈相比，我国大城市都市圈容纳的人口比例较低。东京、大阪、纽约都市圈人口比重占全市人口比重都超过 70%，伦敦也达到 63%，北京城六区以外的都市圈只占全北京人口的不到 50%。都市圈的高房价遏制了都市圈扩张，在大都市工作普通工薪阶层难以在大城市安家。

表 1：全球代表性大城市核心区域人口占全市人口的比重

¹² 中国各区域房价数据为截至 2022 年 3 月 27 日的二手住宅挂牌均价，来自诸葛找房平台。

¹³ 纽约房价数据来自“Zillow”平台，伦敦房价数据来自“Zoopla”平台。



	都市圈人口占全市人口的比重	核心区域定义	统计时间
北京	49.8%	城六区	2020
东京	73.7%	20 千米都市圈	2015
大阪	79.6%	10 千米都市圈	2015
纽约	81.8%	曼哈顿区	2020
伦敦	63.0%	内伦敦	2020

数据来源：日本统计局、纽约市政府、Statista、Wind

2. 原因

房价上涨背后，既有合理成分也有不合理成分。房价上涨背后的不合理成分有些来自市场发育滞后，有些来自政策扭曲。

一是土地供给弹性不足，尤其是大都市住宅用地供给缺乏弹性。给定收入增长和买房的需求增长，住房供给富有弹性意味着房价上涨会带来住房供给的显著改善，这会带来人口流入和城市扩张，房价增速由于住房供给改善也相对温和；缺乏供给弹性的城市则难以带来住宅数量增加，人口流入和城市扩张受阻，收入提高带来更多的是房价和生活成本的上升。哈佛大学城市问题教授葛雷瑟基于美国的研究得到上述结论，这个结论放在中国也同样适用。从全国 100 个大中城市的数据看，房地产用地（住宅、商服）的供应力度并未随着房价攀升而提高。相反，由于房地产用地供给弹性不足，房地产用地出让单价连年走高，成为推动房价攀升的重要因素，这在住宅用地上体现更为明显。2008-2021，100 个大中城市建设用地出让中住宅类用地的占比从 38.5% 降至 33.1%，住宅类用地的出让单价则从 2254 元/平米升至 12998 元/平米，13 年间提高了近 6 倍，年均涨幅 14.4%。商服用地历年的出让比例维持在 10% 左右，出让单价 13 年间上涨了 1.7 倍。除住宅、商服用地以外的工业及其他用地，其出让规模较大，单价很低，2021 年 100 个大中城市工业及其他用地出让单价为 553 元/平米，住宅类用地出让单价是其 23.5 倍。考虑到还有很大比例的工业、基建和公共管理用地由无偿划拨方式供应，住宅用地的相对高价程度在实际中会更加显著。

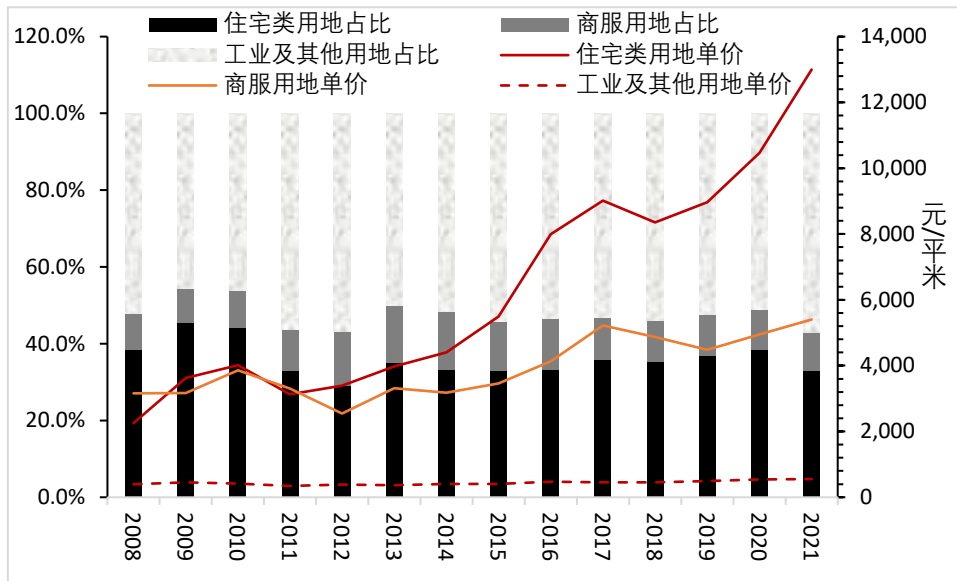


图 4：100 个大中城市国有建设用地出让中住宅、商服用地占比及出让单价

数据来源：Wind

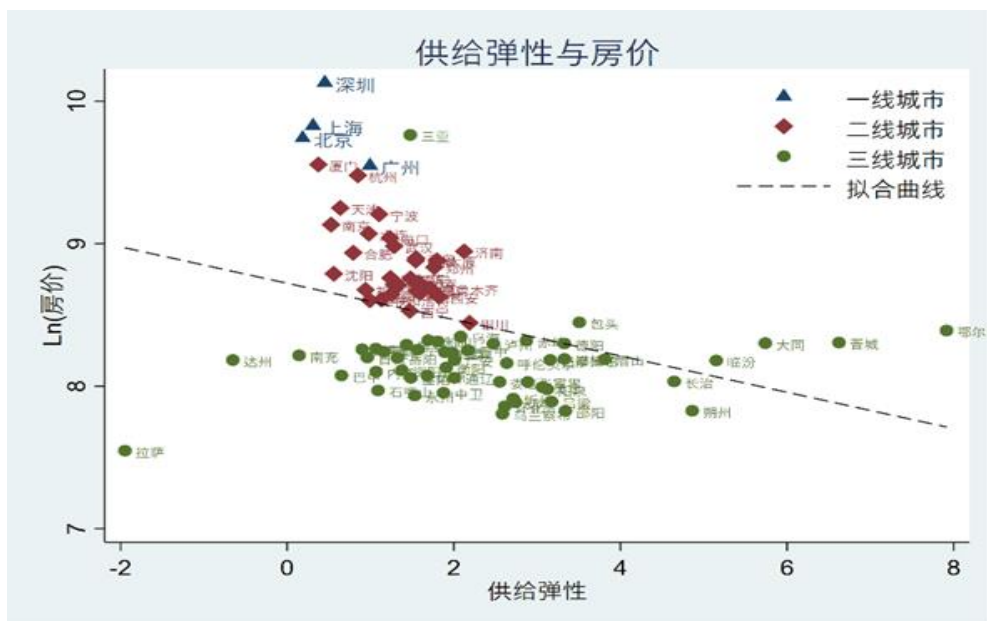


图 5 中国主要城市住房供给弹性与房价

数据来源：CEIC、Wind

大城市的住宅土地供应则更为紧张。用 2009-2018 年平均新增住宅土地面积除以常住人口反映该城市的新增住宅供地强度。北、上、深等大都市住宅供地强度最低，人均新增住宅供地面积不足 10 平米。二线城市新增住宅供地强度有非常大的差异，从人均新增住宅供地面积不足 10 平米的福州、西宁，到接近 30 平米的武汉、沈阳和乌鲁木齐。三线城市新增住宅供地强度也有显著差异，从不足



5 平方米到超过 30 平方米不等。总体而言，二三线城市的住房供给弹性要显著高于大都市。

二是**基础教育医疗服务和基础设施供给不足，制约了都市圈的住房供应提升**。购买住房也是购买其所在位置带来的交通、教育、医疗、商业配套等各种服务流。住房供应的重点不是住房本身，而是住房附着的各种服务和交通基础设施。通过完善都市圈基础设施和公共服务，可以增加高品质住宅的供给，这是缓解中心城市房价压力的主要手段。纽约、东京等大都市圈的发展，都借助于大力发展郊区的公共服务和公共基础设施，缩短到中心城区的通行时间，完善教育医疗配套措施，进而实现郊区住房对中心城区住房的替代。这不仅让大都市圈容纳了更多人口，也降低了大都市的住房和生活成本。中国在特大城市周边的交通基础设施方面做了很多工作。但是无论是基础设施还是公共服务的完善程度都还有较大差距，制约了郊区对中心城区住宅的替代，成为拉低大城市房价的重要掣肘。

三是**保障性住房供给不足，与人口流动脱节**。保障性住房的分布与新建商品住房分布和人口流动分布有明显区别。在市场竞争力量驱动下，新建商品住房基本还是紧跟人口流动，在人口流入地区多盖房。保障房建设则不然，根据能获得数据的 2010-2011 年保障房建设情况来看，保障房集中在新疆、黑龙江、安徽、江苏、浙江等几个省份；中南部地区，尤其是人口大量流入的珠三角地区，保障房建设很少。保障房不能跟着人口流动走，尤其是人口希望流入的大都市保障房供给滞后，没能遏制房价上涨或者缓解房价上涨对低收入群体的过重负担。

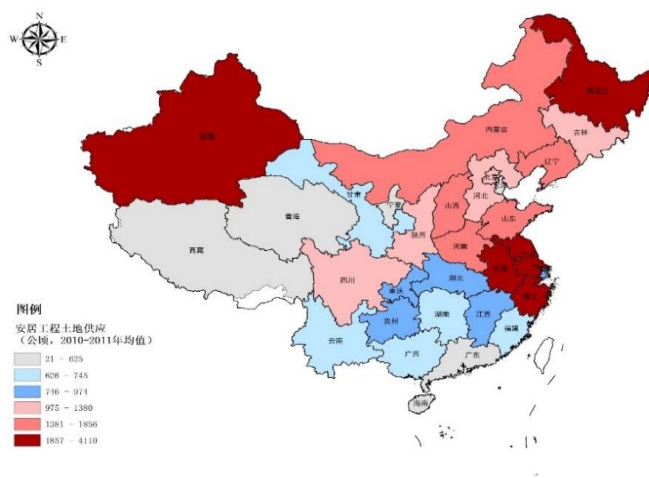


图 6 33 省（区、市）安居工程土地供应情况

数据来源：CEIC



四是我国金融服务供给不足，提升了房地产的投资属性。一方面，债务主导型金融体系助长了房地产投资需求，加剧了房价上涨。债务主导型金融体系增加了房地产的投资属性。支撑债务主导型金融体系的重要元素是抵押品，而房地产是天然的抵押品。哈佛大学教授葛雷瑟指出，债务主导型的经济体当中，以银行为代表的金融机构普遍使用房地产作为抵押品，并因此提升了全社会对于房地产的投资偏好。中国是典型的债务主导型金融体系，金融机构也普遍使用土地和房地产作为抵押品，这大幅提升了房地产的投资属性，增加了对房地产的需求。另一方面，养老和保险金融服务滞后，房地产成为家庭养老和保险的替代金融投资工具。

五是融资成本过高并传递到房价。与其他行业相比，房地产企业融资面临较多限制，融资成本偏高，这从两个方面推升了房价。一方面，对房地产企业的贷款限制遏制了住宅供应，推升了房价。我们对分城市的房价的回归模型中显示，对开发商的开发贷款与住房价格显著负相关，开发贷款下降直接带来新增住宅供给下降，加剧房价上涨。另一方面，在住房需求较为旺盛的环境下，房地产的高融资成本都转化为更高的房价。

3. 问题

高房价给本地和新进入居民带来了过于沉重的购房负担，给城市发展竖起了看不见的围墙。宾夕法尼亚大学方汉明等学者（2015）等分析某大型商业银行的 120 个城市的住房抵押贷款数据，探究高房价对购房人群的经济压力，特别是对低收入群体。其中也有对房价收入比的估算。他们对比分析了各类型城市中的两类购房群体：一类是家庭收入在贷款购房人群中占比 10%以下的低收入群体（P10），另一类是家庭收入在贷款购房人群中占比 45-55%的中等收入群体（P50）。他们的研究发现，对于低收入群体，房价收入比在 8 以上，住房开支成为非常大的负担；对于中等收入群体，房价收入比在 6-8 之间，住房开支负担也很沉重。两类群体中，一线城市的住房收入比显著高于二、三线城市。

都市圈过高的房价收入比使得在希望迁居一线城市的家庭望而却步，也大大超出了众多在一线城市打工群体的支付能力，众多一线城市打工者不能在长期工作的城市安家。2020 年我国常住人口城镇化率为 61%，户籍人口城镇化率仅为



45.4%，二者之间存在着 16 个百分点的差距，全国常住和户籍城镇人口差约为 2.3 亿左右。这说明以农民工为主的流动人口仍未实现市民化。仅北上广深四个城市的常住人口和户籍人口差就达到 3950 万人。流动人口的定义虽然源于户籍分割，即使户籍制度大幅放开，在都市圈的高房价面前，大量流动人口也难以在核心都市圈定居。都市圈的高房价是制约流动人口在都市圈定居的最直接因素，这对我国经济社会结构将产生诸多负面影响。

一是遏制了流动人口的消费。由于不能在大城市定居，大部分流动人口在长期预期上并不把工作所在的“常居地”当成“定居地”。在消费选择上，流动人口往往在城市工作期间节衣缩食，不愿消费。从统计数据观察，根据王美艳(2017)的研究¹⁴，农民工消费水平远低于城市居民。2016 年新生代农民工家庭（1980 年及以后出生的农民工）的消费支出中，食品支出为 9527 元、衣着为 1589 元、生活用品及服务为 680 元，老一代农民工家庭的消费支出水平则更低；从绝对数来看，均远低于城镇居民家庭在食品（23643 元）、衣着（4935 元）、生活用品及服务（4920 元）上的支出。农民工消费水平低于城市居民，不仅是因为收入水平低，也源自储蓄率更高。张勋等（2014）¹⁵基于中国居民收入调查数据库（CHIPS）计算了 2007 年不同类别居民的储蓄率，发现农民工群体的储蓄率显著高于城镇户籍居民和在农村就业的农村户籍居民。崔菲菲等（2020）¹⁶使用全国农村固定观察点山西农户跟踪观察样本的数据，测算得到：山西省 2003-2017 年间，农民工到村外县内就业、到县外省内就业、到省外城市就业的家庭储蓄率分别为 39.9%、41.3%和 43.3%，农民工储蓄率高于全国平均家庭储蓄率，且劳动力转移地点与家庭储蓄率正相关。主要原因就在于：相对于在省内工作，农民工在省外大城市就业的定居可能性更小，所以更倾向于减少消费、增加储蓄。

二是流动人口的返乡置业中，相当一部分形成浪费，阻碍了资源配置优化。在大部分的人口流出地，流动人口在大城市工作获得收入、抑制消费积攒储蓄后，出于婚姻、养老甚至于社会评价等原因在本地购置房产。人在外地打工，出于婚姻、社会评价等目的的房产购置大多空置。考虑到人口流出地的现实情况，空置

¹⁴ 王美艳.新生代农民工的消费水平与消费结构:与上一代农民工的比较[J].劳动经济研究,2017,5(06):107-126.

¹⁵ 张勋,刘晓,樊纲.农业劳动力转移与农户储蓄率上升[J].经济研究,2014,49(04):130-142.

¹⁶ 崔菲菲,卢卓.城乡“二元”结构下劳动力暂时性转移与家庭储蓄行为[J].统计与信息论坛,2020,35(11):103-111.



的房产也较难获得租金收入。在此过程中形成的房产需求会抬高当地房价，增加了实际留守当地定居的居民房价负担。

三是流动人口在大城市工作、创造税收，但要求其户籍地为其提供社会保障，加剧了人口流出地的政府收支矛盾，强化地区间发展的不均衡态势。流动人口的长居工作地在大城市，他们的工作通过为企业创造增加值等各种途径为其常居地的政府提供了较为充足的财政收入。同时，常居地政府并不需要去全额负担流动人口的公共服务支出。以社会保障为例，体现工作地政府社保支出的主要是由企业代扣代缴的城镇职工养老、医疗保险以及工伤和失业保险，2017年农民工在上述4类保险中的参保比例¹⁷仅分别为21.6%、21.7%、27.2%和17.1%，远远低于全体职工参保比例。而反观人口流出地，由于人口流出、产业不足，政府财力有限，但基本上全部的流动人口都会在户籍所在地参保城乡居民养老、医疗保险，这两类保险和政府支出负担虽然要低于城镇职工养老、医疗保险，但依然对财力受限的人口流出地政府形成压力。更要考虑到，在如此的财政收支压力下，人口流出地政府更难以提供更多的公共服务、发展基建，进一步制约当地经济发展。如果流动人口在大城市定居的房价门槛能够降低，再配套户籍社保制度改革，人口流出地政府的收支将会减少压力，区域发展也会更加均衡。

4. 争议

(1) 高房价对应了泡沫化，并影响到金融稳定

中国大城市的房产价格很高，这是事实。然而，高房价是否意味着房价存在泡沫，泡沫是否很快会破灭呢？房价高不等于房价泡沫，高房价带来的痛苦未必会像泡沫那样很快破灭，可能长期持续。

房价收入比反映了房价痛苦指数，这个比率越高，购房者的压力越大，然而，这个指标用来预测房价泡沫并不合适。很多房价收入比高的大城市未必比那些房价收入比低的小城市房价泡沫更高。用居民可支配收入减去居民消费支出作为居民储蓄，用居民储蓄除以居民债务利息，以此得到居民部门的利息保障倍数。

万科公司谭华杰基于大量国际经验的研究表明，居民部门利息保障倍数反映了居民偿付住房抵押贷款的能力，是预测房价是否大跌最有效的指标，预测能力

¹⁷ 根据《2017年人力资源和社会保障统计公报》中数据计算，2017年后，统计公报不再披露相关数字。



远好于房价收入比、居民部门债务杠杆率等其他诸多指标。他们的研究发现，居民部门利息保障倍数高于 1.5 倍时，基本没有国家/地区发生过房价大跌情况。美国 2007 年房价大跌前夜，居民部门利息保障倍数 1.46 倍；日本 1989 年 1.49 倍；香港 1997 年 1.23 倍；芬兰在 1989 年 0.73 倍，2007 年 1.55 倍，同期西班牙 1989 年仅为 0.99 倍。国际经验这个指标低于 1.5 的临界值会导致房价大跌和居民部门债务困境。中国目前的家庭部门可支配收入大约 61 万亿，消费约 38 万亿，储蓄接近 23 万亿；家庭部门各种贷款 55 万亿，按照加权平均贷款利率 5.5% 计算需要支付的利息大概 3 万亿，利息保障倍数在 8 左右。远高于国际警戒线水平。这说明中国居民偿还住房抵押贷款能力有较高的保障，至少从国际经验来看，房地产价格短期内大幅下跌并引发系统性金融风险的可能很低。

(2) 高房价挤压制造业利润和居民消费

房价上涨过程中，企业经营面临更高的要素成本，不仅是更高房租，还有更高的工资。有一种广泛的忧虑是，房价上涨带来的成本上升会侵蚀企业，尤其是制造业利润，恶化制造业生存环境，甚至成为众多企业破产的主要原因。

无论是短期数据还是长期数据，房价增速和企业利润增长呈现出正相关关系。仅从这种相关关系不能得出什么强有力的结论，不能以此认为房价上涨有利于增加企业经营，但至少提示我们，房价上涨与企业经营之间的关系可能并非提高成本那么简单。房价上涨对企业经营的影响，至少要考虑以下两个方面的机制。

房价上涨增加了企业经营活动中的要素成本，但是，对于不同类型企业经营的影响有显著差异。对于市场定价能力较强的企业，房租或者劳工成本上升的结果往往是产品或者服务的价格上升，房价上涨对企业盈利的影响有限。对于市场定价能力较弱的企业，企业至少以下三种方式应对：

一是改变产品/服务的要素投入密集度，比如，用土地节约型技术代替现有技术，典型的例子是高房价地区更流行的快递行业即是节省了城市中心地带的用地；再比如中心城区商场转化到郊区的大型购物中心。二是加大研发力度，用其他方面的成本下降抵补房价上升带来的成本上升。三是退出本地市场，退出本地市场的企业还面临两种选择，转移到其他地区继续经营，转移到其他部门继续经营，或者彻底退出之后资源闲置。只有最后这种情况下，资源闲置，这才会带来真正意义上的产出损失。



房价上涨会对企业经营带来普遍的压力，并迫使企业做出调整，但是，考虑到企业的应对措施以后，房价上涨只是在非常特定的环境下才会带来真正的产出损失。资源闲置和产出损失的大小取决于要素市场流动性，如果房价上涨冲击带来的失业能够很快在其他地方找到工作，损失更小，反之，损失更大。

房价上涨刺激了房地产供给上升，以及由此带来的基础设施改善、城市扩张和规模经济效应。这也正是我们从过去几十年中国城市化进程中看到的普遍现象。规模经济效应可以从降低成本、提高专业化和生产率水平等多个角度改善企业的生产率，改善了企业生存环境。一个与此相关的证据是，随着人口密度的不断提高，企业的数量也随之上升。当每平方公里人口密度 0-2500 人的区域，企业数量在 0-87 家之间；人口密度 2500-5000 人之间的区域企业数量在 88-238 家之间；人口密度 5000 人以上的区域企业数量达到 340 家。可以看出，越是人口密集地区，对企业的吸引力越大。

房价上涨，既给企业带来了经营成本上升的负面影响，也给企业带来源自规模经济的发展机遇。综合两方面的情况来看，房价对企业经营的影响，关键取决于房地产的供给弹性。供给弹性过低，房价上涨而房屋供给没有提高，难以带来城市扩张和规模经济收益，房价上涨的负面影响更突出；保持适当的供给弹性，房价上涨伴随着房屋供给显著提高，不仅接下来的房价上涨会得到遏制，城市化进程也有明显推进，对企业创造了更多发展机会，正面影响更突出。我们通过回归分析看到，房价与企业利润呈现出负相关关系，与住房供给弹性则是显著的正相关关系。

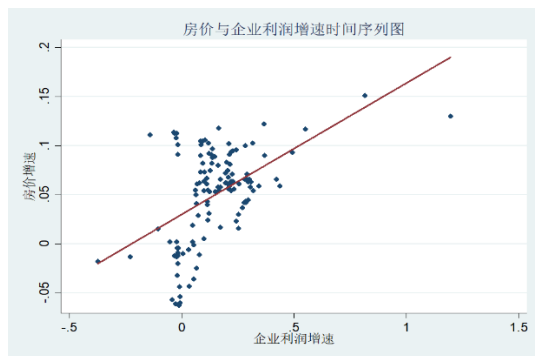


图 7 房价增速与企业利润增速时间序列图

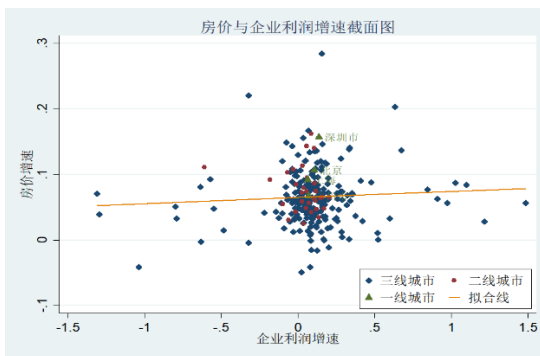


图 8 房价增速与企业利润增速截面图

房价上涨增加了购房和租房家庭的负担。特别是对于中低收入群体，住房支出相对与收入而言过高。一种普遍的担心是，高房价挤出了其他方面的购买力。



这种现象在很多家庭存在，但是，加总意义上看高房价是否挤出了消费，则需要更进一步研究。

房价上涨改变了居民生活中各种支出的相对价格，对不同家庭消费支出的影响有显著差异。家庭部门面临着住房支出还是其他消费支出的选择。住房作为生活中的必需品，在不同家庭面临着显著差异的需求替代弹性，已经有稳定居住地的家庭需求替代弹性相对较高，没有稳定居住地的家庭则缺乏需求替代弹性。对于缺乏需求替代弹性的家庭，房价上涨将迫使家庭不得不增加住房相关的开支，并因此挤压其他消费。对其他消费的挤出程度取决于该城市的住房供给弹性，较高的住房供给弹性下房价上涨带来住房供给显著改善，住房开支增长有限，对其他消费的挤出也有限；较低的住房供给弹性下，住房开支增长更大，对其他消费的挤出也更显著。

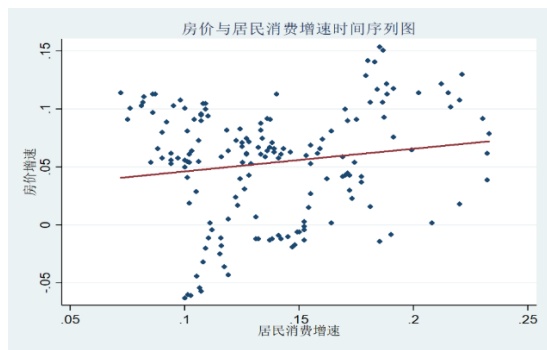


图9 房价增速与居民消费增速时间序列图

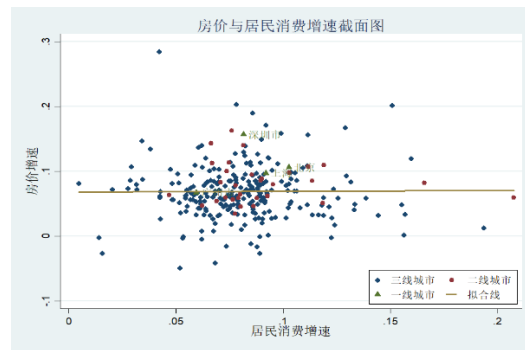


图10 房价增速与居民消费增速截面图

数据来源：Wind

除了房价上涨对消费的挤出效应，还应该考虑房价上涨过程中，房地产供给改善，城市化率水平提高以及由此带来的规模效应和收入水平提升，这会对消费形成正面的影响。综合两方面因素考虑，房价上涨与消费之间的关系并不明晰。

二、高负债

1. 事实

房地产开发建设周期长，拿地和建设等环节均占用大量资金，是资金密集型行业。然而从行业比较和国际比较来看，中国房地产行业的债务水平极高，并非依靠行业属性就能解释。行业比较来看，统计全部非金融行业的A股及H股上市、主营业务在内地的公司资产负债情况，可见房地产行业的资产负债率在所有



非金融行业中为最高，2020 年达到 79.3%，高于排名第二的资本货物业 6.2 个百分点，高于其他行业的幅度则在 17-40 个百分点不等。国际比较来看，中国上市房企的资产负债率也大幅高于主要发达国家，2020 年分别高于日本、美国、德国、法国和英国 10.6、22.7、24.9、41.0 和 42.0 个百分点。从上市公司的有息债务存量看，主营业务在内地的港股上市房企和 A 股上市房企的有息债务合计占主营业务在内地的全部港股企业和全部 A 股上市企业合计的比例从 2010 年的 12.3% 升至 2020 年的 21.5%。拉长时间看中国房地产开发企业的资产负债率，以 2010 年前后为分界点，房地产业的债务水平不再像以前那样大幅度波动，而是一路迅速走高。2000-2010 年，房地产业整体负债率在波动中整体下降了 1.1 个百分点；2010-2020 年，资产负债率整体提高了 6.2 个百分点。

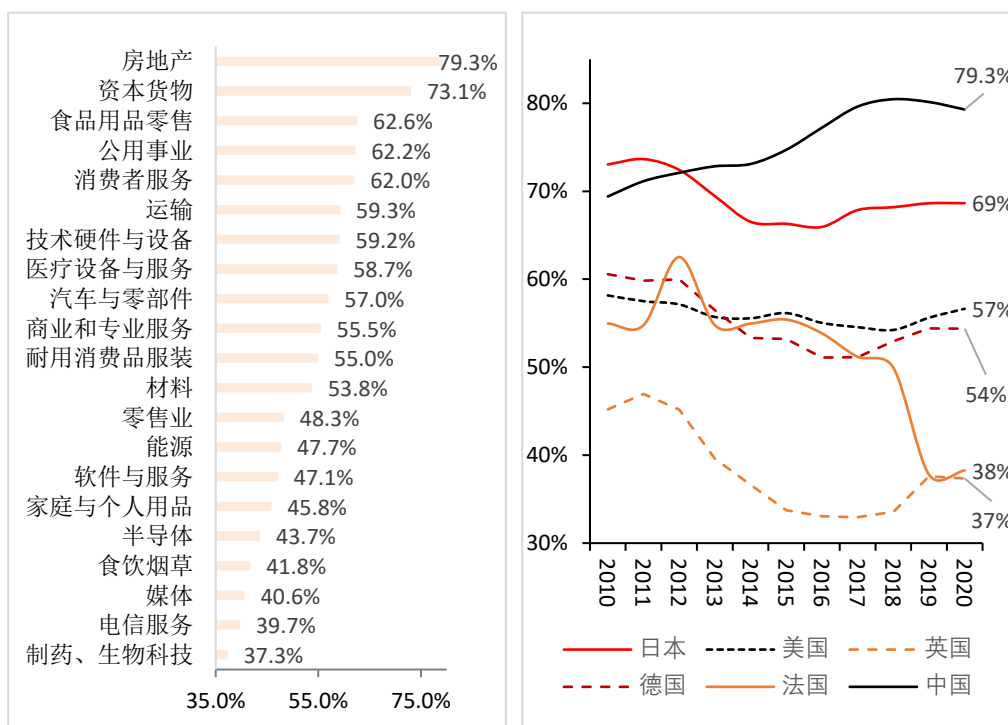


图 11：中国上市公司资产负债率行业分布¹⁸ 图 12：主要国家上市房企总资产资产负债率

数据来源：Wind

¹⁸ A 股上市公司及 H 股上市、主营业务在内地的公司合计。

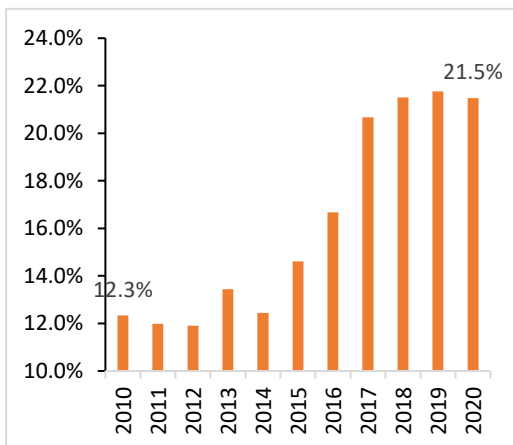


图 13：上市房企有息债务存量占比

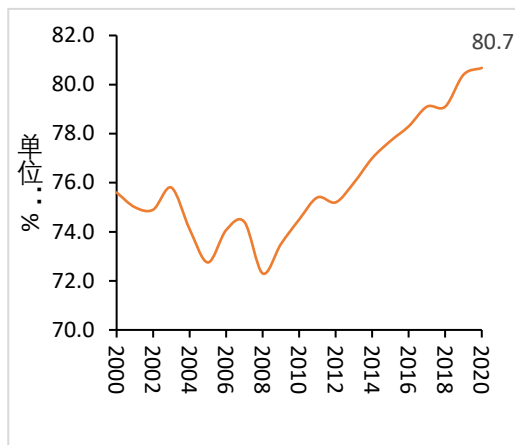


图 14：中国全部房地产开发企业资产负债率

数据来源：Wind、国家统计局

2. 原因

2010 年后房地产行业债务水平持续攀升，与这一现象同时存在的是房地产行业的“高周转”模式。“高周转”模式指的是房地产开发商通过加快前期的开工进度，快速获取预售资格，然后用购房者提供的预付款支撑下一阶段的购地支出和新开工。高周转模式可以追溯到 2010 年，万科等房企率先运用高周转模式创造了前所未有的销售额，这一年也被称为高业绩和高周转的“元年”。“高周转”模式在业内并没有立刻流行起来。直到 2016 年，房地产行业重新开启“高周转”模式，碧桂园将这种模式发挥到了极致。随后，全国范围内的各类房地产企业逐步接受这种房地产经营模式。至此，速度成为房企之间相互竞争的关键——拿地的速度、新开工到拿预售证的速度、卖房回款的速度。

房企转向“高周转”的背景是土地价格已涨至较高水平的同时，房价上涨的空间也已经有限，行业毛利率随之降低，房企开始通过高速周转来扩大收入和利润。其实现的条件是房企可以通过大量预售房屋也即销售“期房”来获取资金。现有的统计数据也可以证明“高周转”是现实存在的：2008-2021 年，商品房销售中的期房比例大幅提高，从 64.4% 升至 87.0%；同时，房地产开发资金中来自预收款的比例也从 24.6% 升至 36.8%。

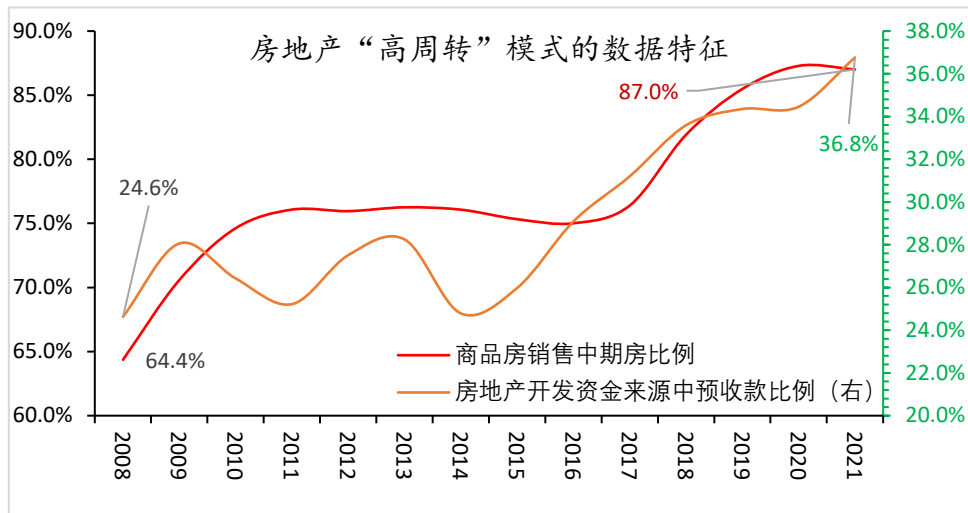


图 15: 房地产“高周转”模式的数据特征

数据来源: Wind

“高周转”核心是资金的高周转，是追求现金流尽快为正，其结果应该是房企的资产周转和收入实现速度加快，理应对应着资产周转率的提高、对债务的依赖程度下降。但是事实却恰恰相反，在高周转模式高歌猛进的同时，房地产行业的资产负债率不减反增，资产周转率也在显著下降。我们整理了在沪深两市及香港上市全部内地房企的年报数据，计算得到全部房企的资产周转率从 2010 年的 26.4% 降至了 2020 年的 22.0%，降幅 4.4 个百分点。这说明房地产行业整体的资产运营效率是在下降的，与普遍的“高周转”模式并不相符。

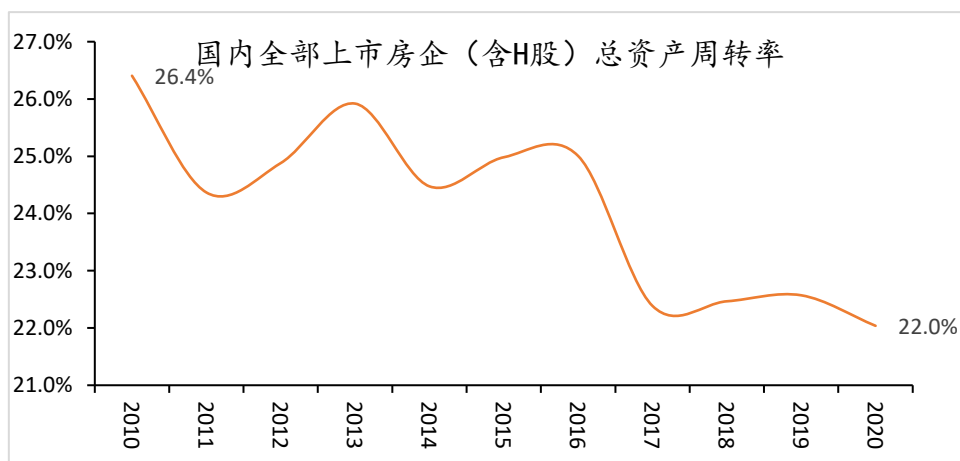


图 16: 国内全部上市房企（含 H 股）总资产周转率

数据来源: Wind



其中需要特别解释的是 2017 年上市房企资产周转率的骤降（较 2016 年降 2.6 个百分点）。2017 年上市房企资产增速为 36.0%，基本稳定在前两年的水平；但 2017 年的营收增速却较上一年度显著下滑 11.8 个百分点至 20.6%，使得资产营收的增速差达到 15.4 个百分点，为最近十年最高。这也直接拉低了上市房企的资产周转率，此后基本维持 22%左右的水平。

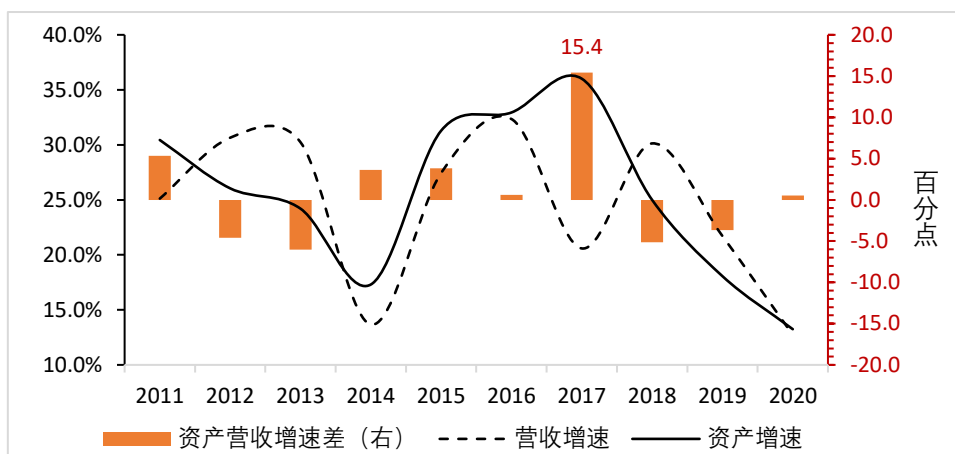


图 17：上市房企（含 H 股）历年资产和营收的增速差

数据来源：Wind

这与商品房销售的数据吻合，2017 年，全国商品房销售面积增速为 13.7%，较上年下降 21.1 个百分点。其中一、二线城市销售更显疲态，销售额合计分别近乎零增长，商品房销售主要依靠三线及其他城市，2017 年以后，三线及其他城市的销售也开始有所下滑。但销售走低的同时，2017 年房企拿地规模却显著增长，全国住宅类土地成交面积较上年增长 25.8%，其中三线及其他城市增长更为显著，增速达到 29.4%。

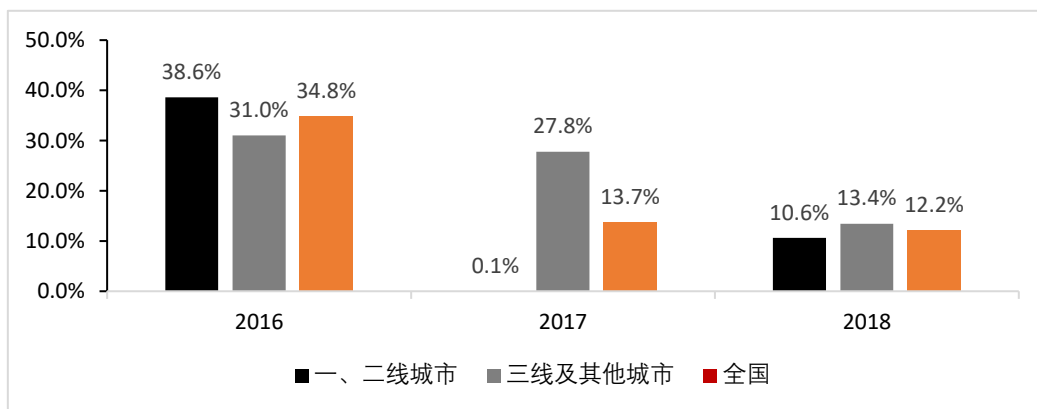


图 18：全国及各类城市商品房销售额增速



数据来源：Wind

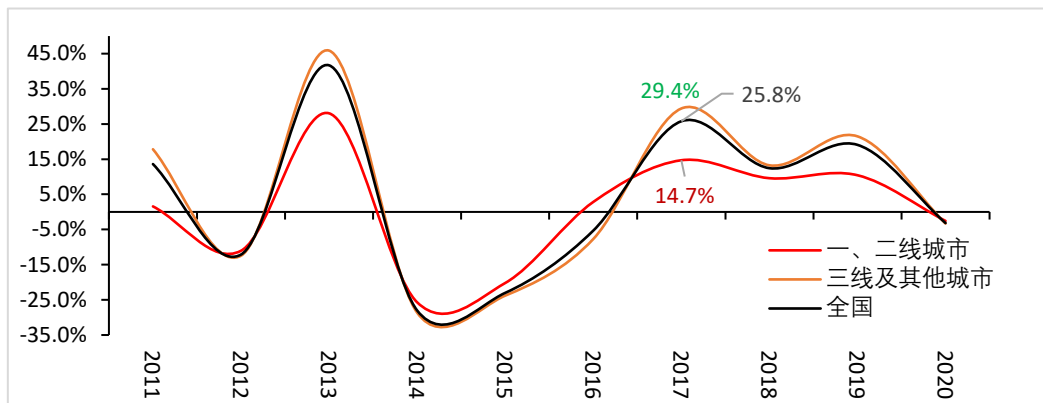


图 19：全国及各类城市住宅类用地成交面积增速

数据来源：Wind

2017 年的土地成交高增也是 2013 年房企大规模拿地后的第二个高峰。但 2017 年的房企拿地扩张与 2013 年存在显著不同。2013 年，可见房企在各类城市的全线扩张，全国住宅类土地成交规模增 42.7%，其中一二线城市增 28.0%，三线及其他城市增 41.7%，均在较高水平。而 2017 年的拿地扩张则主要依靠三线及其他城市。

这佐证了在一二线城市地价持续高企时，房企经营模式的一个特点：通过在三线城市及以下地区下沉市场扩大规模，并希望通过扩大销售快速回款维持资产周转率的稳定。但在资产存量逐步累积的同时，房企高周转却不能提高资产周转率、降低资产负债率。基于此，我们可以推断在积累资产存量时，房地产行业形成了规模较大的、难以通过销售收入和运营收益覆盖的“沉淀资产”。

通过基本事实梳理，可知中国房企的高负债并非由“高周转”模式导致。基于“高周转”和高负债的并存，可以推断房地产行业在积累资产存量时，形成了规模较大的、难以通过销售收入和运营收益覆盖的“沉淀资产”。因为如果高周转模式可以覆盖房企的所有资产，其资产周转效率高、收入实现能力好，房企的高债务也能被正常业务收益所覆盖，不至于债务持续积累。

房地产企业之所以积累了巨大规模的、缺乏现金流覆盖的沉淀资产：一方面是因为在房价快速上涨期房企希望囤积较多土地和建成建筑库存；另一方面因为这些囤积的土地和建筑相当一部分是未能在持有、开发后获得预期现金流。房



企拿地并不容易。房企需要从地方政府获取土地，地方政府则希望通过房地产开发完善地方基础设施建设、改善人居环境、吸引人口聚集、产生规模效应促进经济发展。地方政府在推进城镇化和产业升级过程中，出售土地的同时往往会要求房地产开发企业配套建设养老院等准公益性物业或者自持部分住宅用于发展租赁市场，也会鼓励房企涉足产业园区开发并持有部分物业。房企在土地价格不断上涨、拿地难度不断提升的背景下，也主动或被动地对接地方政府的需求。由于不可预期的诸多原因（如准公益物业经营收益不如预期、自持住宅所在地人口流出以及产业园区等闲置等），上述部分配建或自持的物业就成为了房企的“沉淀资产”，其对应的房企债务由于缺乏现金流覆盖，也存在更大的债务风险。从公开资料观察，这些“沉淀资产”的来源主要有三个方向。

一是土地“限地价、竞配建”模式中房企的配建建筑。2010年前后，国土部门为了管控房价以及地价上涨速度，同时为了支持建设保障房、养老机构等公益性建筑，结合房地产行业特点，提出了“限地价、竞配建”这一土地出让模式。所谓“限地价、竞配建”，即在土地拍卖中，当报价达到最高限制地价后，竞买方式转为在居住用地中竞配建公共租赁住房的建筑面积，凡接受最高限制地价的竞买人均可参与竞配建，报出配建公共租赁住房建筑面积最大者竞得地块。

例如，2011年广州就以“限地价、竞配建”的方式推出位于番禺的三宗住宅用地¹⁹。有两宗地块的竞买阶梯达1000平方米，也就是每次拍地举牌，就要多建1000平方米公租房。又如，2015年，在北京顺义的某宗土地出让中，招标文件规定建筑出让地块的建筑总面积为12.8万平米，房企拿地后需建设机构养老设施和限价保障房的面积最低分别为3.5万和3.8万平方米。最后经过多轮竞拍，某开发商以多配建2.6万平方米限价房的条件竞得该地块。最终开发商仅有2.9万平方米可用于建设一般商品房。²⁰类似的举措是在侧面鼓励开发商参与保障性住房以及经营性养老机构的建设、经营。开发商对这些要求的积极对接也成为顺利拿地的条件之一。这些配建项目的收益并没有十分稳定的预期，且投资回报期限也较长。

二是房企拿地中被要求自持的住宅。2016年9月30日，北京出台房地产市

¹⁹ 南方日报：限地价、竞配建能拯救高房价吗？，2011年08月19日。

<https://www.chinanews.com.cn/estate/2011/08-19/3270820.shtml>

²⁰ 北京商报：卖地新招瞄准养老投资困局，2015-02-04。

<https://www.bbtnews.com.cn/2015/0204/11416.shtml>



场调控新政，要求强化“控地价、限房价”交易方式，试点采取限定销售价格并将其作为土地招拍挂条件的措施，并鼓励房地产开发企业自持部分住宅作为租赁房源。随后，北京市推出了海淀、大兴等多块住宅用地，竞买规则要求土地报价达到竞价上限后，进入竞自持商品住宅比例阶段，部分地块自持比例达到100%。此后，全国多地效仿这一规定，鼓励房地产开发企业通过自持住宅开展住房租赁业务。通过出台相关管理办法，规定各下辖各级政府可根据房地产市场状况及住房租赁市场需求情况，在房地产开发项目建设条件意见书中要求房地产开发企业在新建商品房住宅项目中自持一定比例的住房用于租赁。

这一模式给房企带来两类经营压力。一是房企拿地成本较高时，自持住宅难以通过合适的租赁运营方式收回成本。例如，2016年，房企万科曾高价获得位于北京市海淀区的两个100%自持地块，其中一宗地块由北京万科以50亿元单独获得，另一宗由北京万科与北京住总组成的联合体获得，拿地资金同样高达59亿元。为平衡资金成本，该项目三居室月租金为1.5万元-1.8万元，四居室月租金为3万元-4万元。若项目全部建成且100%出租，每年租金收入大约为2.73亿元到3.28亿元之间，10年租金收入为27.3亿元到32.8亿元之间。这意味着乐观情境下万科在该项目上的投资回报周期至少在10年以上。²¹二是某些资金实力弱的房企自持三四线人口流出城市的住宅后，难以获得预期收益。在一、二线城市地价居高不下时，中小房企往往希望通过扩展地价较低的三、四线城市业务，房企在这些城市通过自持住宅项目获得可售住宅用地后，若城市居民购房需求不振，自持住宅亦难获收益。

三是配套政府要求的产业地产。通过前文的叙述可以发现，由于土地供给的政策性较强，房企拿地难度较大。对一些资金实力稍弱的房企尤其是区域性房企而言，由于并无实力获得较多的高价住宅用地，面临着出局的威胁，而通过各种间接手段获取相对廉价的土地成为其持续经营的可选路径。有房地产业内人士称，部分房企有意愿通过产业园区建设、产城融合等业务间接获取自身所需土地。

通常情况下，产业地产回报周期至少需要5到8年甚至更长时间，对于开发商而言，不仅在开发过程中需要投入大量资金，建成运营过程中，仍需要不断投入资金，这种投入大、回报周期长模式多数企业难以承受。为了解决这一难题，

²¹ 界面新闻：上山容易下山难，自持租赁房遭遇困境，2018/04/18。
<https://www.jiemian.com/article/2064579.html>



一些产业地产开发商以降低自持比例、增加销售比例来回笼资金；也有一些企业通过与政府谈判获得一定可供销售的住宅用地。基于这一现状，部分开发商转而囤积一些相对容易获取土地且较为便宜的产业地产。但是，这一模式的风险在于，如果缺乏足够的产业入住，并且如果城市规划和政策变动，房企不能获得预期的可销售比例，产业地产也将成为缺乏现金流的资产。

专栏：房地产行业沉淀资产与负债测算

我们可以根据公开数据测算房地产行业沉淀资产和负债的规模。

房地产行业沉淀资产=已为待开发土地支付的价款+利用已开发土地建成建筑中未售出面积的成本

其中：

已为待开发土地支付的价款=房地产开发企业待开发土地面积*房地产用地出让单价²²

利用已开发土地建成建筑中未售出面积的成本=为已开发土地支付的价款+未售出建筑的安装成本

=（房地产用地出让面积²³ -开发土地面积）*房地产用地出让单价+（已开发土地面积*建筑扩展系数-商品房销售面积²⁴）*平均建筑安装成本²⁵

其中：建筑扩展系数=100 个大中城市成交土地建筑规划面积/100 个大中

²² 本文测算中的房地产用地为住宅和商服用地合计。

2013-2017 年的房地产用地出让单价通过《中国国土资源统计年鉴》中公布的数据计算得到。2010-2012 以及 2018-2020 年数据不可得，通过间接办法估算：

指标 C-“100 个大中城市住宅用地出让单价/全国住宅用地出让单价”稳定在 59%左右；

指标 D-“100 个大中城市商服用地出让单价/全国住宅商服出让单价”稳定在 63%左右。

2010-2012、2018-2020 年全国住宅用地出让单价=当年 100 个大中城市住宅用地出让单价*2013-2017 年指标 C 平均值；商服用地单价同理可得。二者加权平均合计得到房地产用地出让单价。

²³ 2013-2017 年的房地产用地出让面积通过《中国国土资源统计年鉴》中公布的数据计算得到。2010-2012 以及 2018-2020 年数据不可得，通过间接办法估算：

指标 A-“全国住宅用地出让面积/100 个大中城市住宅用地出让面积”稳定在 2.1 左右；

指标 B-“全国商服用地出让面积/100 个大中城市商服用地出让面积”稳定在 3.1 左右。

2010-2012、2018-2020 年全国住宅用地出让面积=当年 100 个大中城市住宅用地出让面积*2013-2017 年指标 A 平均值；商服用地同理可得。二者合计得到房地产用地面积。

²⁴ 商品房销售面积国家统计局公布的“房地产开发投资”项下的数据，商品房包括住宅、办公楼、商业营业用房和其他商品房。

²⁵ 建安成本采用 Wind 收录的住宅建安工程造价数据，用全国多层住宅数据代替所有商品房建安成本。



城市土地成交面积。

根据可得数据测算，2010-2020 年，房地产行业通过“招拍挂”形式获得的住宅及商服用地合计 130.9 亿平方米，其中 86.8 亿平方米的土地经开发后形成 202.3 亿平方米的住宅及商服建筑面积。扣除历年已销售的商品房（含住宅与商服）面积 155.1 亿平方米后，共计有 47.2 亿的建筑面积沉淀。其中，2010-2013 年，房地产行业沉淀建筑面积逐年大幅上升，2013 年高达 18.9 亿平方米。2014-2018 年，房地产行业经历了较为明显的“去库存”，沉淀建筑面积下降，2016-2018 年 3 年间商品房销售面积均高于建成面积，沉淀面积为负。2019 年后，销售面积再次落后于建成面积，沉淀面积又开始新增。

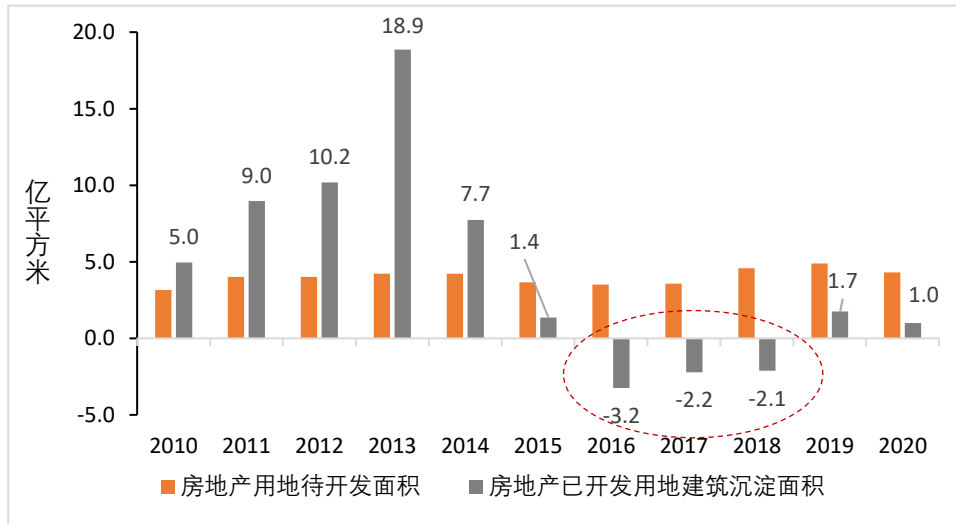


图 1：房企沉淀土地及建筑面积

数据来源：Wind、自行测算

加上房企历年为未开发土地已支付的土地价款，2010-2020 年，房地产行业共形成沉淀资产总额为 24.7 万亿。若以国家统计局公布的历年房地产行业资产负债率计算，可得 2010-2020 年房地产行业沉淀负债为 19.08 万亿。这些缺乏现金流的资产不断累积，纵使房企可以通过“高周转”不断加快可售资产的周转进度，也难以提高整体资产周转率、降低资产负债率。

表 1：房地产行业沉淀资产与负债测算（万亿）



	待开发土地沉淀土地价款	已开发未售出建筑沉淀土地价款	已开发未售出建筑沉淀建安成本	沉淀资产合计	沉淀负债合计
2010	0.75	0.52	0.54	1.81	1.35
2011	0.77	0.74	1.11	2.62	1.98
2012	0.74	0.77	1.31	2.82	2.12
2013	0.96	1.73	2.53	5.21	3.96
2014	1.01	0.78	1.05	2.85	2.20
2015	1.06	0.16	0.19	1.41	1.09
2016	1.29	-0.51	-0.46	0.31	0.25
2017	1.69	-0.46	-0.35	0.88	0.70
2018	1.99	-0.42	-0.35	1.22	0.97
2019	2.22	0.36	0.30	2.87	2.31
2020	2.28	0.24	0.18	2.69	2.17
合计	14.76	3.90	6.04	24.70	19.08

数据来源：《中国国土资源统计年鉴》、Wind、自行测算

3. 问题

中国房地产行业的债务水平极高。如果商品房销售收入高增长，房企利润足以弥补沉淀资产带来的额外债务成本，房企还能保持正常运行。一旦高销售和高利润不能持续，巨额的沉淀资产对房企会带来巨大现金流压力，房企和房地产市场难以正常运行，对宏观经济稳定又会带来巨大冲击。

房企的债务及付息压力，会持续损耗房企现金流，房地产企业丧失自救的空间。沉淀债务基本由难以出售、出租的沉淀资产带来，在现有的市场条件下，这部分资产难以产生足够的现金流。但债务和付息支出仍会持续存在，房企的现金流将会被持续损耗。假设房企的沉淀资产和债务从2010年开始累计，这部分资产负债不能产生现金流，其对应的应付利息几乎相当于房企的一项固定成本，每年增长。按8%的平均融资成本计算，从2013年开始，每年应付沉淀负债的利息就占到全部房地产开发企业营业总收入的10%以上，2015年达到14.5%。到了2020年，房企沉淀债务累积到19.08万亿，需要为其支付利息1.5万亿，相当



于当年营业总收入的 12.9%。

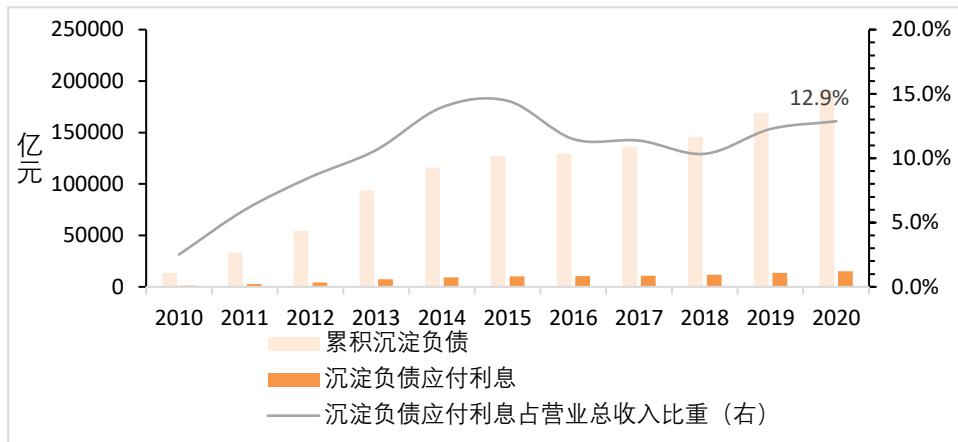


图 20：房地产行业累积沉淀负债及当年应付利息占总营收的比重

数据来源：国家统计局、自行测算

房企受困于沉淀债务和现金流紧张难以正常运营，将通过影响政府、工业企业信用基础和居民风险偏好，制约全社会的信用扩张。首先，当房企不再大规模开工拿地后，政府土地出让收入将会锐减，考虑到以往的显性专项债和城投隐性债扩张都或多或少地以土地收入加持的政府信用作为支撑，土地出让收入不再增加，政府信用扩张将受到制约。其次，房地产开发联通了上下游包括建筑、建材、家居等十余个制造业行业，其停滞将会显著影响工业体系的营收实现，影响工业企业的信用基础。最后，房企正常交房遇到困难，部分房企为了回收现金流打折出售，这些都会影响到住房抵押贷款增长。



专栏：日本化解房地产债务的三个阶段

20世纪80年代，日本经济在“三重优势”（野口悠纪雄，2018）下实现高速发展，促成了日本股票市场和房地产市场高度繁荣，企业和银行都普遍地、深度地参与其中。90年代初，在多重紧缩性政策压力下，缺乏实业支撑的股票和房地产市场泡沫破灭，资产价格暴跌全面波及实体经济、深度影响金融体系稳定。企业破产数量和规模快速增加，存活下来的企业基本丧失了扩张意愿，陷入“资产负债表衰退”。而银行则深陷不良债权困境，历时十余年才处置完成。房地产债务成为日本宏观经济最脆弱的环节，共经历三轮去杠杆房地产企业才得以最终完成资产负债表的修复。

日本房地产债务化解历经三轮去杠杆

第一轮去杠杆（1989年-1994年）：资产价格泡沫破灭引发房地产行业去杠杆和经济衰退。房地产行业的新增固定资产贷款同比增速从28.5%下降至1991年的-24.6%，后回升至1994年的2.5%。居民部门房贷未偿还余额同比增速从1989年的16.8%下降至1994年的2.8%。在房地产持续去杠杆的影响下，日本GDP同比增速从1989年的5.4%下降至1994年的-4.3%。

为了摆脱经济衰退，日本央行开始持续降息，官方贴现率从1990年8月的6%连续下调至1993年9月的1.75%，显著低于泡沫破灭前2.5%的水平。但由于此时日本正处于严重的“资产负债表衰退”中，私人部门信贷扩张乏力，M2同比增速不增反降，从1989年的9.9%下降至1994年的2.1%。与此同时，日本财政开始不断发力，1992年3月制定紧急经济对策，进行公共工程投资预算高达24.9万亿日元²⁶。在宽松宏观政策的持续支持下，日本经济从1995年开始实现了复苏。

第二轮去杠杆（1997年-1998年）：1997年亚洲金融危机冲击、财政重建。在经历第一轮去杠杆之后，房地产企业新增固定贷款和居民部门新增房贷不断回升，同时1995-1996年日本经济曾短暂复苏，从1994年的-4.3%回正至1996年的3.1%。然而，1997年-1998年亚洲金融危机和“财政重建”内外部冲击使得经济再度下滑，1998年GDP同比增速进入负区间。房地产企业未偿还贷款



同比增速由从 1997 年的 2.6% 跌入 1998 年的 -0.1%，居民部门房贷未偿还余额同比增速也下降了 1.6 个点。随着房地产企业开始第二轮去杠杆，日本的 GDP 增速再次由正转负。

第三轮去杠杆（2001 年-2002 年）：全面推进结构性改革而忽视需求侧管理造成国内紧缩。1998 年至 2000 年，日本政府为了摆脱经济萧条，大力推行凯恩斯主义政策，在整顿金融机构破产程序的同时采取了极具扩张性的财政政策刺激经济。1999 年 2 月，日本央行开启了零利率模式。日本经济再次进入短暂又脆弱的复苏区间，GDP 同比增速从 1999 年 -0.3% 回正至 2000 年的 2.8%。

2001 年小泉内阁开启结构性改革，包括解决不良贷款问题，削减财政成本 and 范围等，同时日本央行也首次采取量化宽松政策。此时，仅凭宽松的货币政策无法抵消财政政策退场带来的总需求缺口，面对国内紧缩压力，房地产行业开始第三轮去杠杆，房地产企业未偿还余额同比增速持续下降，从 2001 年的 -4.6% 降至 2003 年的 -9.4%，新增固定资产投资同比增速从 2001 年的 9% 降至 2003 年的 -15.5%。

2003 年下半年以来，随着企业资产负债表有所修复和海外经济体加速增长，日本的出口和资本投资都有所增加，由私人需求而非政府支出引导的经济复苏出现²⁷。良好的宏观经济发展前景为后续的小泉内阁的财政巩固奠定基础，私人部门也因为基本摆脱上一轮的债务困境而没有受到财政紧缩的影响，日本财政状况相对改善，进入了从 2002 年下半年到 2008 年初近 6 年的经济正增长时期。

2008 年金融危机后日本房地产企业能够较快摆脱危机影响，并在随后的欧债危机、缩表恐慌、中美贸易战和新冠疫情等数次冲击中表现稳健。对比房地产泡沫破灭后 1998-2005 年和 2008 年国际金融危机破灭后的日本经济情况，可以发现：1998-2005 年期间，去杠杆过程中出现两次反复，分别是 1997 年和 2001 年，在经济一段时间向好后遭遇了外部金融危机、内部财政收紧，经济开始下跌且房地产企业部门和居民部门继续去杠杆。而 2008 年国际金融危机对经济的冲击很快被消化，房地产企业的未偿还贷款余额同比增从 2006

²⁶ Kameda, K. (2014). What causes changes in the effects of fiscal policy? A case study of Japan. *Japan and the World Economy*, 31, 14-31.

²⁷ 日本内阁府，《2003-2004 年日本经济及公共财政年度报告》：
<https://www5.cao.go.jp/zenbun/wp-e/wp-je04/04-00101.html>



年的 9.3% 下降至 2008 年的 -0.6%，后续很快进入震荡复苏阶段，在 2019-2020 年新冠疫情时期仍保持了 3.5% 的增速。居民部门房贷未偿还贷款同比增速则在 2008-2020 年间保持了 2.4% 的增速。

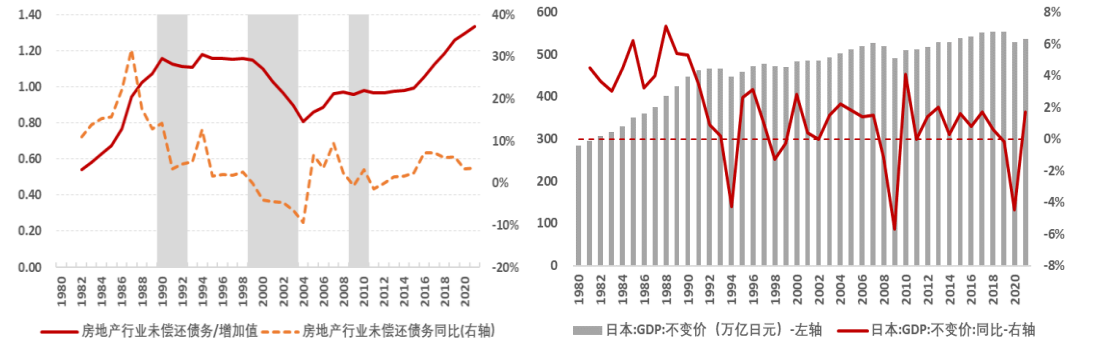


图 1 房地产行业债务

图 2 日本实际 GDP 及增速

数据来源：日本内阁府、日本银行。

三、高度金融化

1. 事实

房地产高度金融化的表现之一是房产在中国居民资产配置中的投资属性较高，房产是中国居民资产的最主要组成部分。根据中国人民银行调查统计司发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，中国城镇居民家庭资产中有近六成是房地产，这一比例大幅高于其他国家。据广发银行与西南财经大学共同发布的《2018 年中国城市家庭财富健康报告》²⁸显示，中国居民有接近 80% 的财富投资于房地产。作为对比，美国、日本居民部门资产总房地产的占比分别仅为 25.1%（2021 年）和 18.3%（2020 年），分别较中国 2019 年的水平低 34.0 和 40.8 个百分点。住房资产在我国居民家庭资产配置中的投资属性较强，根据中国人民银行的调查数据，我国城镇居民家庭的住房拥有率为 96.0%，有一套住房的家庭占比为 58.4%，有两套住房的占比为 31.0%，有三套及以上住房的占比为 10.5%。超过四成的家庭拥有两套及以上住房，中国居民家庭在满足了基本居住需求后，倾向于继续多持有房产达到增值目的。

²⁸ http://www.xinhuanet.com/money/2019-01/18/c_1124008032.htm

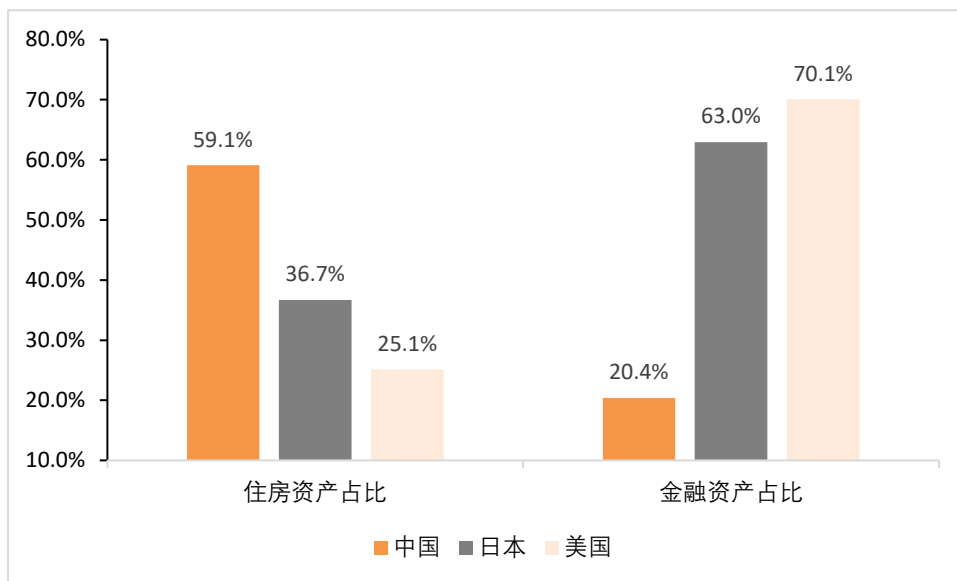


图 21：中美日居民部门资产中的住房和金融资产占比²⁹

数据来源：Wind、自行测算

支撑居民部门持有房产的资金来源主要来自储蓄资金，而非高杠杆率举债。中国对居民购买住房有较高的首付比要求，限制了通过高杠杆举债买房。中国住房抵押贷款在全社会广义信贷中的占比也不高。2021 年，德国、日本、美国住房抵押贷款占商业银行贷款的比例分别为 31.8%、25.0%和 21.0%，均高于中国（19.9%）。2016 年之前英国的相应比例也高于中国，2016 年以后中国略微超过英国。

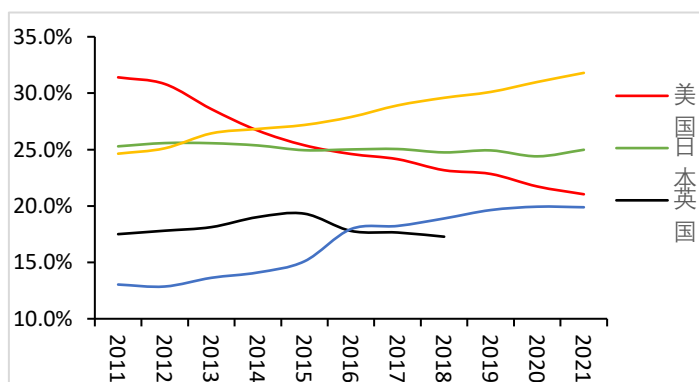


图 22：各国住房抵押贷款占商业银行贷款的比例

数据来源：Wind、自行测算

²⁹ 中国数据来源于中国人民银行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，体现 2019 年的数据；美国数据来源于美国经济分析局，为 2021 年数据；日本数据来源于日本内阁府，为 2020 年数据。



房地产高度金融化的表现之二是房地产相关贷款在全社会贷款中的占比较高。从房地产全口径融资看，2012年房地产全口径融资（包括房地产相关贷款、债券、非标存量）增量1.4万亿，占当年新增社融总量比例为8%；此后占比连续4年上升，在2016年达到32%，2017年虽政策收紧降至23%后又在2018年回升，此后又连续两年下降。这只包括了房地产开发贷款和住房抵押贷款，没有包括房地产行业中通过卖地收入支撑的地方融资平台贷款。

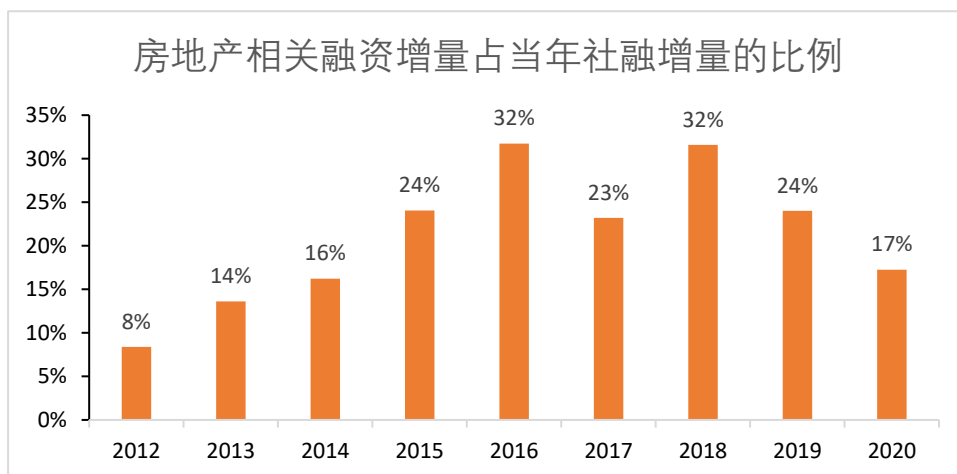


图 23：房地产相关融资增量占当年社融增量的比例

数据来源：Wind、自行测算

因此，当前看到的房地产与金融部门的广泛联系不宜简单理解为“房地产绑架了金融系统”，解决问题的关键也不是让房地产与金融部门脱钩，而是要重新建立起基于商业规则的、透明可监管的融资渠道来满足房地产的融资需求。

2. 原因

家庭资产过度集中于房地产，主要原因有三个。一是房价持续上涨预期，给投资者带来了较好的回报。房价上涨背后包含了合理因素，也有不合理因素，前文已有分析这里不再赘述。二是金融资产的投资回报率较低，投资工具匮乏。我国家庭部门的金融资产包括了以现金和银行存款为主的货币类金融资产，以及包括了私人借债、股票、债券、基金、衍生品和其他金融资产的非货币类金融资产。货币类金融资产当中，银行存款的名义利率较低，很多年份低于通货膨胀率。非货币类金融资产当中，私人借债占据较高比重但难言回报，证券类金融资产对



绝大部分家庭而言是负回报。根据中国家庭追踪调查（CFPS）数据，2010-2018年期间只有前10%的最高收入组家庭平均才能获得证券类投资的正回报，其他收入组的证券类投资都是负回报。与其他国家相比，我国家庭金融资产构成中严重缺乏收益率稳定的养老保险类金融资产，这类资产只占到全部金融资产的11%，远低于30%左右的世界平均水平。这在一定程度上也强化了居民部门买房保值的动机。三是持有房产的成本较低，我国对持有存量房地产还没有广泛开征税收。

房地产企业大量举债，原因也有多个方面。一是房地产长期高速发展的背景下，部分房地产开发企业通过大量运用债务杠杆扩张规模，以此实现业务超常规发展。二是房地产在地方政府的要求下，为了配合拿地和开发持有了大量缺乏现金流回报的沉淀资产，并由此形成了债务的滚动积累。三是对房地产融资的正规金融渠道较窄，房地产企业不得不大量借助高成本的非正规融资渠道，这也加剧了房地产企业的被动高额负债。

3. 问题与争议

针对居民部门举债购房、金融机构将大量资金给与住房抵押贷款或者房地产企业，一种看法是信贷资源过度涌入房地产部门，挤压了其他部门的发展。与此相对立的一种看法是房地产住房抵押贷款和开发商贷款的增长创造了全社会购买力，支撑了对其他部门的产品和服务需求，不是挤压了其他部门发展，而是支撑了其他部门发展。

这两种看法哪个能站得住脚，要看当时的宏观经济环境。如果市场自发的信贷需求旺盛，金融部门普遍采用信贷配给的方式分配信贷，信贷资源过度流入房地产行业会挤占其他部门的发展机会。如果市场自发的信贷需求不旺盛，金融部门缺乏优质信贷客户，房地产行业相关的贷款则不会挤占其他部门发展。不仅如此，房地产行业创造的贷款，无论是按揭贷款还是开发贷款，都会形成企业、政府和居民的收入增长，支撑全社会购买力增长，支撑了其他部门发展。

我国在2012年以后，资本密集型行业跨过了发展高峰期，市场内生的企业部门信贷需求大幅下降。企业发展最短缺的不是信贷，而是收入和利润，有了这些企业不难拿到信贷，没有这些信贷多数成了坏账。这种环境下，房地产行业的相关贷款支撑了全社会信贷增长，支撑了对企业商品和服务的购买力，对其他行



业发展起到的作用是支持而不是挤占。

四、房地产发展新模式

1. 新形势

未来五到十年中国新增住房需求会显著减少。学术界普遍认同，城市化、人口红利和城市更新改造是推动中国房地产持续繁荣的最重要的三个因素。具体来说：较快的城市化带来了新市民的购房需求、城市更新带来了大量房地产建设和投资需求，以及相对年轻的人口年龄结构提供了稳定的中青年群体购房需求。当前，上述三个结构性因素都出现了明显变化，或带动未来五到十年中国新增住房需求系统性下降。

首先，快速推进城市化的阶段已经过去，城市化率或接近拐点。我国城市化进程主要体现为农民进城成为新市民，并催生出大量的新增购房需求。根据第七次人口普查数据，我国城镇居民占人口的比重达到 63.9%。我国城市化或达到拐点。一方面，未来能够进城的农民群体规模显著减少。根据第七次人口普查的数据，农村超过 60 岁的人口占比达到 23.8%，已经是中度老龄化水平，仍留在农村的人口以中老年人为主，另一方面，虽然我国城市化率与发达经济体仍有差距，但由于统计口径层面存在差异，我国 65%的城市化率可以相当于欧美发达经济体的 75%城市化率水平。这已经接近城市化率的天花板水平。此外，户籍制度等体制性因素也会阻碍人口流动，未来我国因人口的城乡流动推动的城市化会减缓。

其次，我国大部分城市已经基本完成城市更新，未来全国范围的城市更新需求显著下降。城市更新主要通过两个方式，新城建设和旧城改造。这两种方式都会催生出大量的房地产建设和投资需求，是推动房地产行业快速发展的重要力量。经过多年的高速发展，我国大多数城市都已经基本完成城市更新，部分地区的新城建设甚至已经出现了明显的资源闲置。因此，未来五到十年甚至更长时间内，无论是新城建设还是旧城改造的发展空间都已经非常有限，短期内很难催生比较大幅的房地产建设和投资需求。

最后，我国正进入老龄化社会，未来新增的购房人群规模在不断减少。第七次人口普查数据显示，我国人口老龄化的程度在不断加深。在人口增速下行和老龄化程度不断加深的双重影响下，我国未来的潜在购房人群规模在不断降低。同



时，老龄化意味着人口年龄红利的消失，进而作为中间变量影响到经济增速和可支配收入的增速，这也会降低未来的购房需求。

吴璟和徐曼迪（2021）³⁰对上述三因素带来的住房需求绝对规模做了定量的拆分，并对未来五到十年的新增住房需求做出了趋势性预测。他们把潜在的新增住房需求分为三个部分，分别是城镇家庭户自然增长、城镇家庭户机械增长和城镇存量住房拆除，这实际上分别对应了人口增长带来的新增住房需求、城市化带来的新增住房需求，以及城市更新（拆迁）带来的新增住房需求。

测算结果表明，2001-2010年的年均新增住房需求大约为812.2万套，这与同期年均竣工住房818.4万套基本一致，表明这一时期住房市场供需基本处于平衡状态。2011-2015年的年均新增住房需求974.5万套，规模较前一阶段有所增加，且显著低于同期年均竣工住房1145.9万套，表明这一时期住房市场存在供大于求的状况。这与2015年中国房地产市场面临巨大去库存压力的现象保持一致，也间接佐证了上述测算的合理性。

与2001-2015年相比，驱动新增住房需求的因素发生了显著改变，2011-2015年城市化带来的新增住房需求较前一阶段显著减少，主要的新增住房需求来自城市更新带来的新增住房需求。这与相关政策的出台和实施情况相一致。2010年，中央全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作。2012年，中国住房和城乡建设部等七部门近日联合发出通知，要求加快推进棚户区（危旧房）改造。针对各类棚户区改造，七部门给出了完成期限。2013年起，我国棚改大规模推进，2014年，中国国务院办公厅印发《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，部署有效解决棚户区改造中的困难和问题，推进改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村。

³⁰ 吴璟,徐曼迪.中国城镇新增住房需求规模的测算与分析[J].统计研究,2021,38(09):75-88

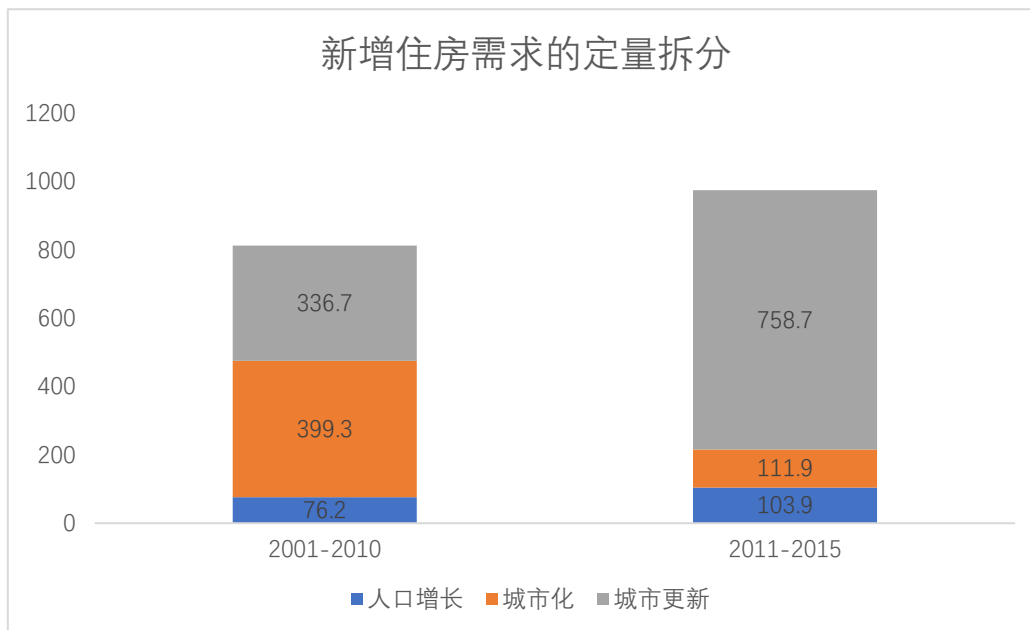


图 24 人口增长、城市化和城市更新带来的新增住房需求（万套）

数据来源：吴璟和徐曼迪（2021）

进一步，吴璟和徐曼迪（2021）分别对未来十年城市化率水平、潜在购房人口规模和城市更新速度进行了趋势外推，并以此预测 2021-2030 年我国新增住房需求规模。测算结果表明，2020 年后的十年间将出现较为明显的下降，2021-2025 年间年均城镇新增住房需求约为 656 万套，2026-2030 年间约为年均 455 万套，分别较 2011-2015 年下降 33%和 53%。

城市更新带来的新增住房需求下降是导致未来新增住房需求下降的最主要原因。这点亦与当前的政策导向相一致。2021 年 8 月 31 日，住房和城乡建设部发布《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，意味着过去十年里快速推进的城市更新行动暂告一段落，未来的城市更新速度会放慢，对应的模式也会发生改变。换言之，大拆大建的时代基本宣告结束，城市更新带来的新增住房需求也会显著减少。

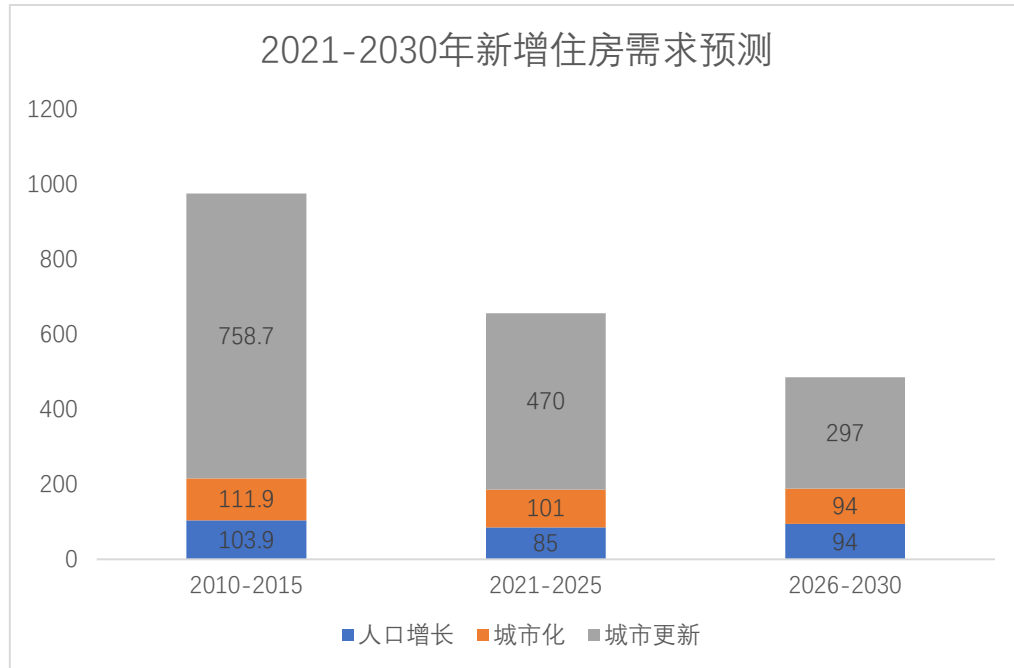


图 25 2021-2030 年新增住房需求预测（万套）

数据来源：吴璟和徐曼迪（2021）

国际比较表明，目前我国人均住房面积与发达国家人均住房面积的差距已经比较小。如图所示，发达国家中人均住房面积最高的国家是美国³¹（接近 70 平方米），德国³²、法国³³和英国³⁴的人均住房面积相差不大（40 平方米左右），而日本³⁵的人均住房面积只有 22.8 平方米。根据住建部公布的数据，2019 年我国城镇居民人均住房建筑面积 39.8 平方米，按照 1.3 的系数折算成使用面积大概是 30 平方米，与欧洲发达国家相差 10 平方米左右，显著高于日本的水平。考虑到当前我国人口总量已经基本保持稳定，人均住房面积的提升空间有限决定了我国未来新增住房需求的增长空间相对有限。

³¹ 美国人口普查局 2019 年数据

³² 德国统计局 2018 年数据，<https://www.destatis.de/EN/Themes/Society-Environment/Housing/Tables/average-living-floor-space-per-person-germany.html>

³³ 法国统计局 2013 年数据，Les conditions de logement en France Édition 2017（最新就找到 2017 年版本，体现 2013 年数据）

³⁴ 2018 年数据源于英国大伦敦政府发布的 Greater London Authority, Housing Research Note 6: An analysis of housing floorspace per person, February 2021.

³⁵ 日本总务省《平成 30 年住宅・土地統計調査》（每五年发布一次，最新 2018 年），2018 年人均居住面积为 14.06 畳（1 畳=1.62 平方米）

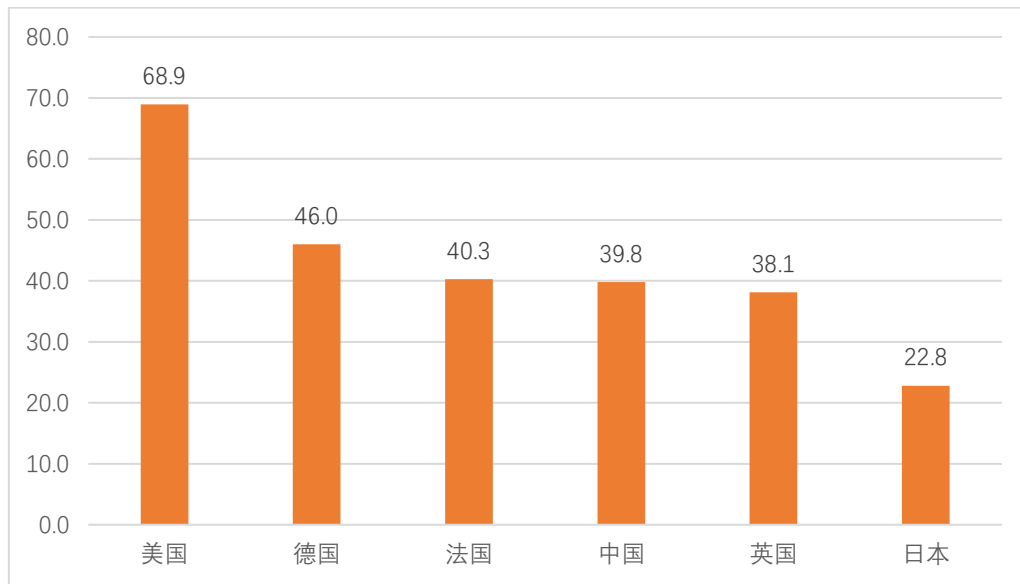


图 26 主要国家的人均住房面积比较（平米）

数据来源：人口普查局、国家统计局、政府官网

2. 新模式下要解决的重点问题

三高现象下，房地产市场发展进程中存在的突出问题主要有两个。一是都市圈房价过高，以农民工为主体的大量劳动力在大城市工作但难以负担都市圈高房价。二是房地产的高销售和高盈利一去不复返，房地产企业盈利难以覆盖巨额沉淀资产带来利息负担，大量房地产企业陷入破产边缘，未来相当长时间内房地产行业面临资产负债表缩表压力。房地产企业破产不仅是对金融市场带来冲击，更重要的与此相关的住房抵押贷款、房地产行业上下游关联企业贷款、由卖地收入支撑的地方政府平台贷款都会受到严重冲击，这将影响到全社会信贷扩张，引发需求收缩和宏观经济不稳定。

普遍性的房价上涨不再是未来房地产市场的主要压力。随着房地产发展环境的变化，全国性的房价趋势性上涨压力将会大幅缓解，个别大城市可能依然面临住房供不应求和房价上涨压力，大部分城市房价上涨压力将会极大缓解，部分人口流出城市可能主要面临房价下行压力。

房价上涨压力的缓解，再加上对购买住房的高首付比限制，以及其他各种限制购买住房的政策限制下，“房住不炒”已经落实，不再成为房地产行业存在的突出问题。

资金过度流入房地产行业并挤占其他行业发展信贷资源的判断在当前和未



来环境下不再成立。信贷需求不足环境下，通过房地产行业带动的信贷增长对全社会购买力增长，对其他部门的销售收入和利润增长是重要保障。当前和未来主要担心的问题并非房地产行业占用了过多信贷资源，而是该行业的信贷收缩。

以下我们针对当前和未来房地产市场发展面临的两个突出问题，提出房地产新模式下的解决方案。一是面向新市民的都市圈建设方案；二是稳定房地产行业发展的债务化解方案。

3. 面向新市民的都市圈建设方案

面向新市民的都市圈建设方案主要包括两方面内容，一是面向新市民的住房或租赁房供给，不仅是房屋供给，也包括相应的教育、医疗配套资源供给，尤其是中小学教育供给；二是面向新市民的住房购买力支持。建设方案当中，无论是建房还是提供教育和医疗服务，都要尽可能地利用新市民和企业的市场自发力量，政府发挥的作用是对开发住宅所需的土地交易、设立学校和医院开绿灯，对低收入群体给予一定的税收优惠政策支持。考虑到新市民定居对经济增长和税收的贡献，都市圈建设并不会增加额外财政负担。

供给方：（1）为没有户籍和自有住房、长期在该城市工作的打工者发放“长期工作签证”，以此作为新市民的身份。（2）允许郊区集体建设用地转为新市民合作建房用地，不占用当地住宅用地指标。（3）支持为新市民提供众筹合作建房服务，新市民合作建房免税，新市民合作建房在出售时只能卖给别的新市民。（4）现有开发商持有的工业、商业等缺乏现金流回报的房产可变更用途，改造为新市民住房，可用于出售或者租赁给新市民。（5）鼓励企业为新市民及其家庭成员提供医疗、教育服务，鼓励正规职业医生开设诊所，鼓励开设新市民子弟学校，为新市民教育和医疗服务提供税收优惠和开设场地政策支持。

需求方：设立针对新市民的住房金融互助机构，该类机构应采取股份制公司形式，保持多家竞争的市场格局。机构的资金来源于新市民的低息存款和政府贴息债券；资金用途是针对新市民的低息贷款，贷款额度与新市民的存款时间和数量挂钩。

4. 房地产行业债务重组方案



推进房地产行业债务重组不仅是为了稳定房地产市场，也是当前和未来宏观经济稳定的重要保障。房地产行业债务重组成功的切入点是优化房企资产负债表，关键措施包括两个方面：一是确保房地产销售收入不过度下滑，有新的现金流支撑房企偿债能力；二是盘活房企现有的部分沉淀资产，减轻房企存量债务负担。与之相对应的政策主要包括两个方面：

（1）推动住房抵押贷款利率市场化，缓解居民部门的偿债负担，稳定居民部门的购房需求

根据张斌等人（2021）的测算³⁶，按照发达国家的平均水平，住房抵押贷款利率大概要高于同期国债利率 1.5%左右。同样是银行为主要的金融体系，德国和日本的住房抵押贷款利率与同期国债收益率的利差只有 1.15%左右。

目前，中国住房抵押贷款利率是按照 5 年的 LPR 利率为基准，2021 年四季度个人住房贷款平均利率是 5.63%，同期 5 年期国债到期收益率均值是 2.75%，二者利差 2.88%。2021 年四季度，个人住房贷款规模是 38.3 万亿。参照发达国家 1.5%的平均利差水平，房贷利率有 1.3-1.6 个百分点的下降空间，对应的居民房贷利息支出每年可减少 5000-6000 亿元。

房贷利率下降带来的利息支出减少不仅可以缓解居民部门的偿债负担，改善居民的现金流，同时也可以稳定居民部门的购房需求。从历史数据来看，居民部门的按揭贷款与住房抵押贷款利率有比较明确的负相关性。

（2）采取“贴息+REITs”模式盘活沉淀资产，在化解房企债务风险的同时增加面向中低收入群体的住房供给

“财政贴息+REITs”模式的核心思路是借助金融市场，通过资产证券化的方式把房地产企业的部分沉淀资产转化为具有准公共资产属性的公共住房。这样既能够在一定程度上缓解房地产企业面临的债务压力，同时也能增加地方政府的公共住房供给。最初可以选择部分三线城市试点上述模式，待积累一定经验后，采取项目转化备案制并逐步向全国范围推广。

具体来说：

第一步，允许房企沉淀资产转为用途，根据存量资产特征可选择做成保障房、长租房、公租房等具有准公共性质住房产品。

³⁶ 张斌, 朱鹤, 张佳佳,等. 提高中国金融业的性价比[J]. 中国改革, 2021(4):8.



第二步，由金融机构收购住房产品。

第三步，按照市场化原则实行项目制管理，引入职业经理人，对金融机构收购的住房产品做资产证券化处理（REITs、ABS、MBS）。职业经理人同时负责将住房产品通过出租或者出售的方式提供给享受住房政策保障的个体。

第四步，由财政为证券化产品提供贴息。如果项目提供的稳定收益现金流能保持在 2%，财政贴息 2%可以让该类金融产品具有市场吸引力。这种情况下，财政支出对资产的撬动效应是 1：50，即 1000 亿的财政贴息可以撬动 5 万亿的沉淀资产，按照每套房产 100 万计算可以为 500 万家庭提供政策保障性住房。