

从国际对比看中国房地产发展空间与新模式探索

◎陈卫东 叶银丹

摘要：房地产是关系到国计民生的系统重要性行业。近年来，我国房地产业发展正处于转型关键期，分析研究其未来发展空间、探索新发展模式具有重要意义。我国房地产行业数十年的快速发展，对经济社会带来较大正向效应，但同时也引发了一些问题。从国际比较来看，当前我国房地产业发展存在供需结构失衡、房价上涨过快、居民杠杆率快速上升、行业风险暴露等不少问题。在房地产健康稳健发展方面，德国和新加坡的经验值得借鉴。德国以稳健的金融制度、独特的住房储蓄模式、均衡的税收制度、完备的租赁制度等手段有效防范房地产泡沫。新加坡以独特的土地征收、组屋建设制度，以及完善的房地产行业管理制度形成了政府兜底型住房保障体系。在房地产泡沫方面，美国和日本在泡沫破裂后走出了两条不同的复苏之路，其中日本的教训值得借鉴。日本应对房地产泡沫破裂的政策力度不足、行动缓慢，叠加老龄化、技术进步缓慢等原因，经济陷入长期低迷。未来，我国房地产发展仍有增长点，新型城镇化、区域发展、住房条件改善都将带来新增住房需求。建议短期内，政策需积极支持房地产行业企稳，妥善化解已经出现的风险，防止风险传染，避免房地产泡沫破裂。中长期，积极推动房地产业发展模式从“以市场化为主”

转向“政府兜底+市场化发展”相结合；完善租赁制度，积极推动租售同权，逐步推动住房回归居住属性；稳妥推进房产税，促进房地产市场长期健康发展；加快推动房地产企业转型，从当前的物理空间建造者逐步向不动产全产业链综合管理方案提供者转变。

关键词：房地产；发展模式；国际对比

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

一、从国际对比看中国房地产发展情况

（一）房地产发展给经济社会带来较大正向效应

第一，从增长贡献、产业链、就业、资产财富结构等多个角度看，房地产是国民经济中的系统重要性行业。20世纪90年代以来，我国房地产行业对GDP增长的贡献率平均为4%左右，近年来虽有所下降，也维持在3%左右水平。而美国这一数据的历史高点仅为0.8%左右。房地产对经济发展的重要性不仅体现在增长贡献率上，还体现在产业链、资产结构、就业等多个方面。一是房地产产业链上下游涉及面广。按照国民经济产业分类目录，房地产上下游涉及1300余个国民经济行业小类中的600

作者简介：陈卫东，中国银行研究院院长；叶银丹，中国银行研究院研究员。

图1 房地产占居民资产比重

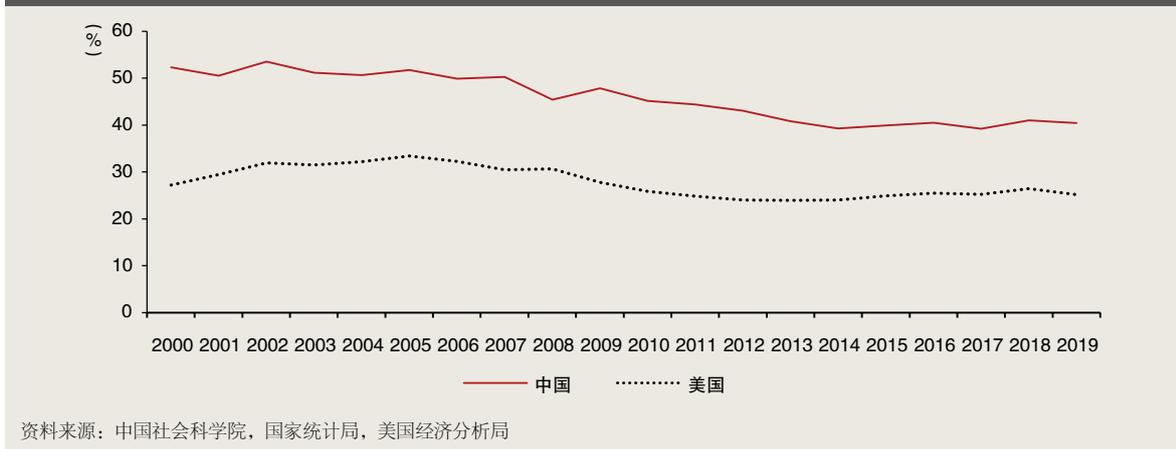


表1 建筑、金融、房地产业就业拉动分布 (单位：人)

行业分类	建筑	金融	房地产
农、林、牧、渔	0	0	0
采矿	15	3	2
制造	130	30	15
电力、热力、燃气及水生产和供应	7	3	2
建筑	271	1	3
批发和零售	57	16	8
交通运输、仓储和邮政	31	15	7
住宿和餐饮	13	26	8
信息传输、软件和信息技术服务	5	9	3
金融	25	305	38
房地产	5	23	223
租赁和商务服务	27	53	33
科学研究和技术服务	26	1	1
水利、环境和公共设施管理	1	2	1
居民服务、修理和其他服务	16	12	5
教育	1	4	1
卫生和社会工作	0	0	0
文化、体育和娱乐	2	6	1
公共管理、社会保障和社会组织	1	1	1
合计	635	511	351

资料来源：中国社会科学院，国家统计局，美国经济分析局

余个行业，上下游行业覆盖比例超过45%。二是房地产是各国居民资产的重要组成部分。我国由于资本市场发展较晚等原因，房地产在居民资产中的占比更高。自2000年以来，房地产占我国居民总资产比重平均为45.8%，2018年以来，这一比重持续高于40%。美国自20世纪60年代以来，房地产占居民总资产比重最高为33%，平均为27%左右（见图1）。三是长产业链使得房地产行业具有较强的就业拉动效应。根据投入产出表测算，我国房地产业每增加一亿元总产出，可直接拉动223人就业，间接拉动各行业351人就业。同时，与房地产密切相关的建筑业、金融业也具有较强的就业拉动效应。建筑业、金融业每增加一亿元总

产出，分别可直接拉动271、305人就业，间接拉动各行业635、511人就业（见表1）。

第二，经过数十年的发展，我国房地产行业调控政策不断完善。一是我国金融宏观审慎政策、房地产监管调控政策等不断完善，在应对房地产市场波动及其引发的金融风险方面积累了不少经验。例如，2016年提出“房住不炒”、2021年颁布三道红线、2022年加大支持力度等，都有助于稳定房地产市场运行，规范行业发展。二是过去地方政府过度依赖土地收入，房地产调控政策的方向摇摆不定，不利于市场预期稳定，导致了多次市场忽冷忽热。近年来，尽管房地产市场持续遇冷，但政策坚持“房住

图2 各国房价指数变化

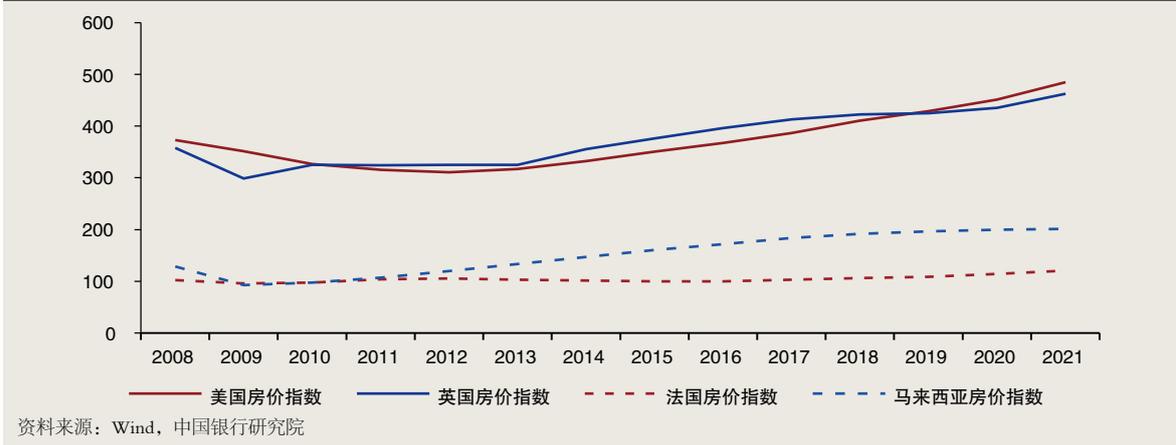
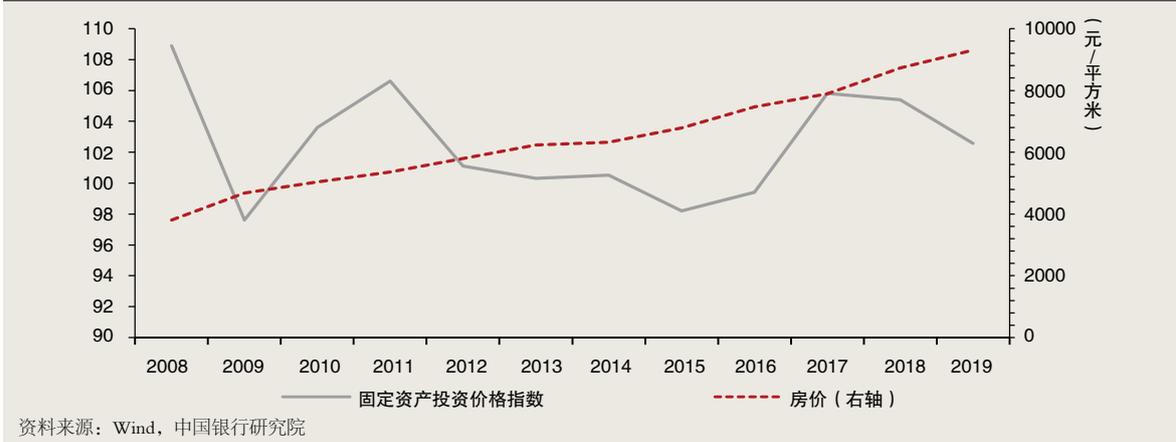


图3 中国房价和其他价格指数变化



不炒”的决心并未动摇，尤其是 2022 年以来，各类房地产救市政策的思路仍是“强调稳定”。房地产调控政策稳定性、可预测性增强有利于市场企稳。

(二) 我国居住条件结构性失衡、房价偏高问题突出

第一，由于区域发展不平衡、人口聚集、收入差距等原因，我国居住条件的结构失衡问题突出。一方面，当前我国住房空置率偏高，反映出住房资源的分布并不合理。调查数据显示，28 个大中城市平均住房空置率为 12%，相对处于较高区间，其中，一线、二线和三线城市平均分别为 7%、12% 和 16%^①。另一方面，高收入群体住房条件明显好

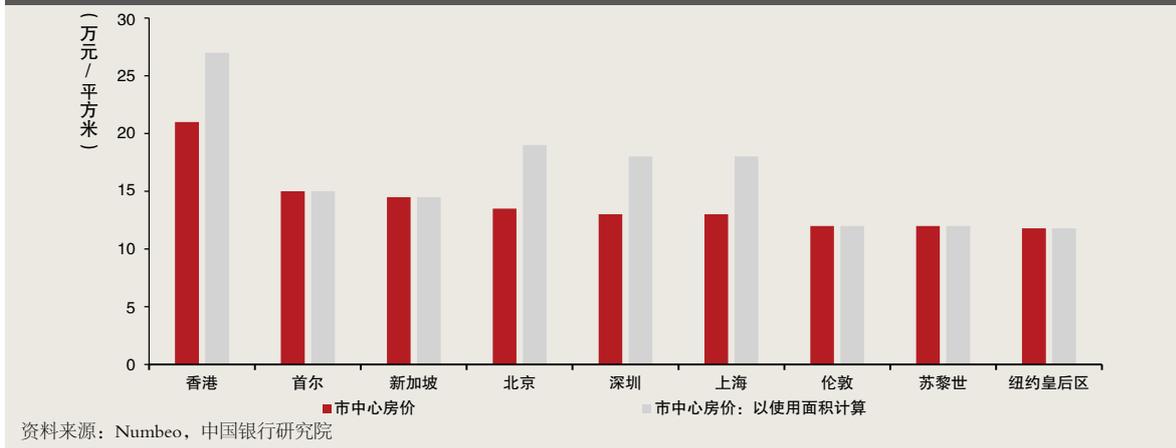
于中低收入群体。胡润研究院调查数据显示，2022 年我国高净值人群平均常住房（不包括其空置房）面积为 275 平方米^②，是我国城镇人均住房面积的 7 倍以上。富裕人群占有较多住房在一定程度上进一步降低了中低收入群体的人均住房面积，加剧了我国居住条件的结构性失衡情况。

第二，我国房价上涨显著快于其他国家，也快于其他价格上涨。一是从国际比较的角度来看，1998 年下半年开始我国停止住房实物分配，逐步启动商品房市场，2000 年以来，我国房价上涨速度明显快于同一时期发达国家和发展中国家。2008—2021 年，美国、英国、法国、马来西亚房价指数分别上涨 49.8%、35.3%、25% 和 59.3% 左右（见图 2）。

① 资料来源于贝壳研究院《2022 年中国主要城市住房空置率调查报告》，空置房定义为 3 个月以上无人居住的房子（扣除期房）。

② 资料来源于胡润研究院《2022 胡润至尚优品中国高净值人群品牌倾向报告》。

图4 国际大城市中心区房价



同一时期，我国商品住宅售价翻了1.5倍左右（见图3）。二是我国商品房售价涨幅也明显高于其他商品，在房价快速上涨的同时，2008—2021年，我国固定资产价格指数基本保持稳定（见图3）。三是经过多年高速上涨，与其他国际大城市相比，当前我国大城市房价的绝对值也明显偏高。按住房套内面积约为建筑面积的80%，使用面积约为建筑面积的70%来换算^①，无论是城市核心区还是外围区，我国北京、上海、深圳以使用面积计算的房价均仅次于香港，明显高于纽约、伦敦、苏黎世、首尔等其他国际大城市水平（见图4、图5）。房价过快上涨一方面直接加大居民生活负担、挤压消费，另一方面导致社会资本过多流向房地产行业、资金“脱实向虚”问题严重，还通过房价—房租传导等途径抬升实体经济运行成本、降低产业竞争力、影响产业转型升级等。

第三，高房价下，部分城市购房、还贷压力较大。一是房价收入比显著偏高，部分城市超过泡沫时期日本东京圈峰值。房价收入比是住房价值中位数与家庭年收入中位数的比值。一般来说，发达国家的房价收入比明显低于发展中国家。在快速城市化的国家，房价收入比通常在4~6倍之间；在已充分城市化的发达国家，这一比值在2~4倍之间（郭克莎、黄彦彦，2018）。2021年，我国的房价收入比为9左右^②，有7个城市超过18，而日本房地产泡沫破裂前，东京圈的房价收入比峰值也为18左右。

二是我国部分城市居民房贷压力居世界前列。根据Numbeo定义，家庭抵押贷款占收入比例指家庭抵押贷款总余额与家庭收入的比率。根据Numbeo的数据，2022年在全球主要的482个城市中，北京、深圳、上海、广州居民抵押贷款占收入的比例分别为422.78%、353.96%、348.33%、284.27%，分别高居第九、第十三、第十四、第二十六位；伦敦、东京、纽约居民抵押贷款占收入的比例分别为92.59%、74.5%、68.09%，排在150名以后。

（三）需求端居民部门债务稳健，供给端企业债务风险突出

第一，居民部门杠杆率上升速度显著快于其他新兴市场国家，绝对值逼近发达国家水平，加杠杆空间快速收窄。2000年以来，我国加强房地产调控，但偏行政化的调控手段下，政策对市场预期和行为的扰动较大，形成了“市场下行—政策放松—居民抢购—房价上涨”的循环。2008—2021年，我国居民部门杠杆率（居民部门负债/名义GDP）从18%上升至61.5%。无论是杠杆率上涨速度还是当前杠杆率绝对水平，都已远超其他新兴市场国家。OECD国家数据的相关研究表明，居民部门杠杆率阈值为85%。当前我国居民部门杠杆率仍低于警戒水平。但从趋势来看，我国居民部门杠杆率绝对值不断逼近发达国家水平，到2021年两者之间

① 套内面积 = 建筑面积 - 公摊面积，使用面积 = 套内面积 - 墙体占用面积。
② 资料来源于上海易居房地产研究院《2021年全国房价收入比报告》。

图5 国际大城市外围区房价

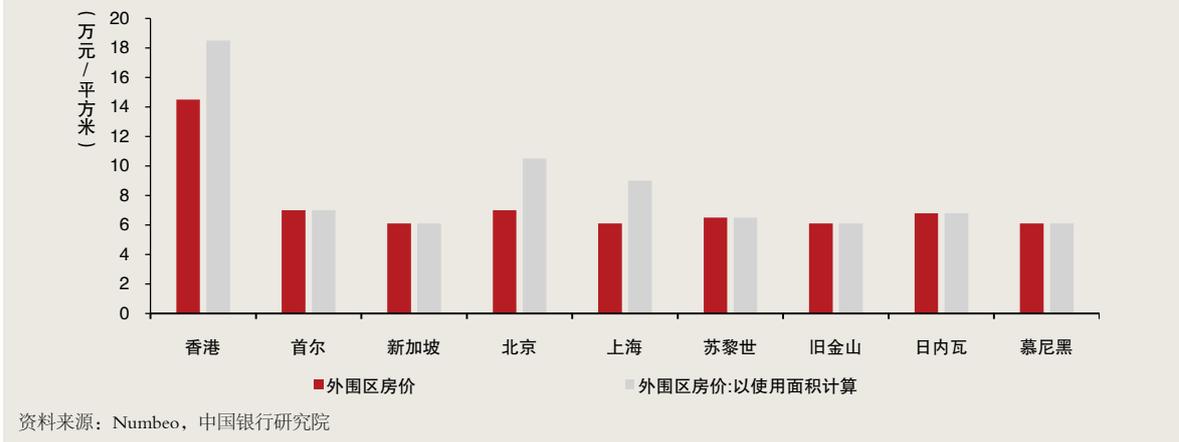


图6 各国居民杠杆率对比

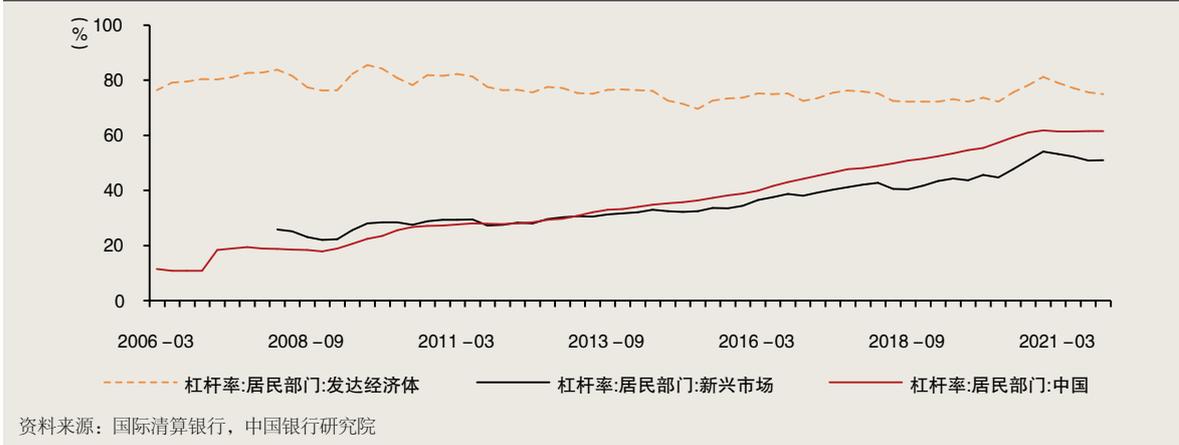
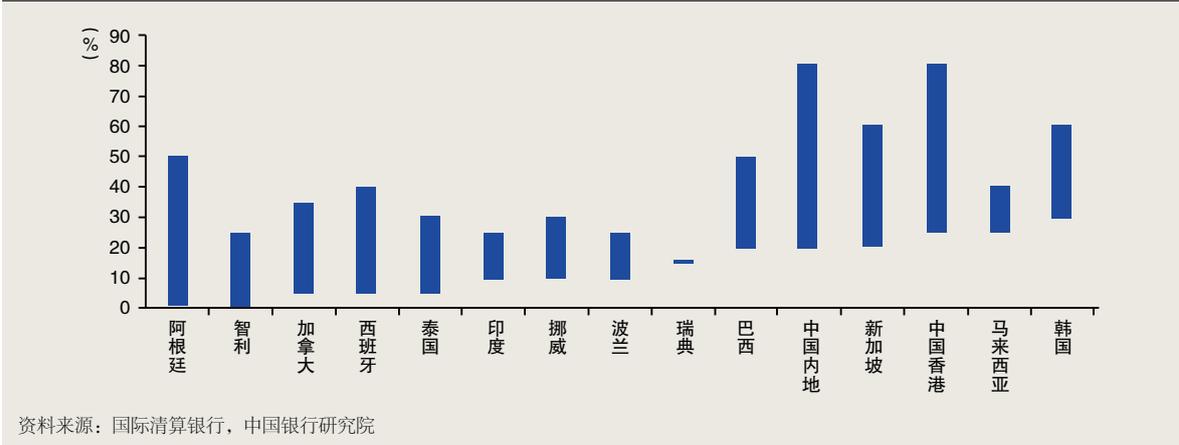


图7 部分国家和地区最低首付比例区间



的差距已收窄至 15 个百分点, 未来加杠杆空间不断缩小 (见图 6)。

第二, 当前居民房贷债务风险总体可控, 但由于不健康的家庭资产结构, 未来若房价大幅下跌

将引发居民债务风险。一是我国住房抵押贷款首付比例处于国际较高水平, 有助于控制居民端债务风险。我国首套房首付比例为 20% ~ 35%, 二套房为 40% ~ 80%。根据 IMF 统计, 加拿大、西班牙等大

表2 房企盈利、运营和融资模式对比

	国际房企	中国内地房企
盈利模式	美国房企主要以住宅开发获取利润。中国香港、日本、新加坡房企则覆盖多元业务，各项业务收入和利润比例较为均衡且侧重价值链上附加值较高的环节，盈利主要来源于持有型物业运营和资产管理收费，以持续稳定的现金流取代一次性收益	中国内地房企以住宅开发业务为主
运营模式	1. 美国：住宅建筑商模式，专业化、高周转、低杠杆，但受周期波动影响大，业务模式较为单一 2. 中国香港：租售并举模式，利润率高、低杠杆、自持物业现金流持续性强，但周转速度慢、规模受限、受周期波动影响大 3. 新加坡：资产管理模式，基金管理专业化程度高、轻资产 4. 日本：综合经营模式，全产业链布局、轻资产，但面临业务类型过于多样化的风险	中国内地房企虽然采取高周转的运营策略进行住宅开发，但由于其专业化程度低，并且均为表内重资产开发，存货占比较高，因此存货周转率远低于专注开发的美国建筑商
融资模式	国际房企直接融资体系完整，有股权退出渠道和完善的REITs市场，为房企打通“资金募集、投融、管理、退出”的资产管理通道提供基础。以美国为例，公募股权融资除发行股票外还可以利用REITs，私募股权方面投资者和投资机构受到的限制较少	中国内地房企仍是依赖以银行为中心的房地产间接金融体系，地产项目缺乏良好的股权融资和退出渠道。这也是内地房企资产负债率明显高于国际房企的重要原因

资料来源：作者根据公开资料整理

多数发达国家最低首付比例在10%以下，美国、英国、法国、奥地利、荷兰等国家甚至可以零首付；德国、新加坡、日本等较保守国家的首付比例为20%~30%，与我国接近（见图7）。我国偏高的首付比例，在一定程度上有助于控制房地产泡沫扩张。二是居民资产负债表相对稳健。若以居民部门贷款/居民部门总资产来反映居民贷款杠杆率，2021年我国居民贷款杠杆率为11%，低于美国2008年峰值18.4%和日本2001年峰值11.3%。美国和日本居民部门在峰值后经历了去杠杆的过程，到2021年，其居民贷款杠杆率分别为10.5%和11.2%，与当前我国水平相当。因此，从居民资产负债表的角度来看，当前我国居民部门债务风险相对可控。三是房地产在家庭资产结构中占比过高，房价大幅下跌将引发居民财富缩水、资产负债表快速恶化等一系列风险。我国居民家庭资产结构非常不均衡，其中房地产占绝对主导，占比达到74%左右，远超过美国家庭36%左右的水平，与20世纪90年代时期的日本较为相似（王文、芦哲，2021）。在这种不健康的家庭资产结构下，未来房价若大幅下跌，不仅将导致居民财富严重缩水，还将引发居民资产负债表恶化和相关债务风险。

第三，供给端债务风险较大，房企高负债的形成主要与行业发展阶段、住房销售制度、企业商业模式等因素有关。2021年，房地产市场下行、信用债集中到期叠加房地产调控“组合拳”（例如，控制房地产信托融资额度、控制各银行住房按揭贷款额度、执行“三条红线”政策严控房企融资等），房企资金压力凸显，行业风险开始暴露。但我国房

地产行业的风险问题除了短期市场下行和政策收紧外，还有更深层次的原因。过去三十年我国房地产行业处于大发展、大建设阶段，较之于存量房阶段，房企的资金需求更大，杠杆率更高。除此以外，我国商品房预售制度以及房企自身发展模式也是导致当前房企债务风险暴露的重要原因。一是预售制在促进过去我国房地产行业大发展的同时，快速推高房企杠杆率和债务风险。自1983年深圳率先从香港引入商品房预售制度以来，预售制成为我国商品房销售的主要制度，在加速房企资金周转、推动行业快速扩张过程中房企债务风险不断积累。2018年，我国A股上市房企资产负债率80%，仅次于银行业和非银金融业，而日本、美国、英国上市房企资产负债率分别为68%、57%和38%。二是对比美国、中国香港、新加坡和日本典型房企，当前我国内地房企在盈利模式、运营模式和融资模式等多个方面与国际房企存在较大差异（见表2）。发达国家和地区房企的经营模式更加多元化，非开发型、轻资产业务占比较高，而我国内地大部分房企业务模式仍以开发建设为主，对资金的需求更大。

二、房地产发展的国际经验与教训

（一）房地产健康稳定发展的经验

1. 德国

德国是房地产市场平稳发展的典范，不同于英美发展模式，德国政府更加强调住房的社会福利属性，注重抑制房地产泡沫，采取了多种行之有效的措施维持房价稳定、扩大住房供给。

第一，稳健的金融制度是防范房地产泡沫的关键。一是稳健的货币政策是德国稳定房价的基础。日本、美国房地产泡沫形成和破裂的重要原因之一是货币政策的大起大落；德国央行以及欧洲央行一直以稳定物价作为首要目标，实行稳健的货币政策。二是德国审慎的房贷政策使得德国房地产市场受货币政策的影响较少。德国购房首付比例较高。为了防止信贷的过度发放和随之引起的房地产市场过热，德国联邦议会颁布了防范金融风险的金融服务监管补充法规，并且对住房信贷准则进行了修改，规定了最低偿还金额等。此外，德国规定居民家庭一般不得从单一金融机构获得全部的住房贷款，而需要从多家住房金融机构获得组合贷款，以此分散住房信贷的风险。

第二，独特的住房储蓄模式，多元化的住房金融机构对于稳定房价起到至关重要的作用。住房储蓄贷款起源于英国，在欧洲发展良好。客户通过储蓄阶段证明自身经济实力，在存款期满且满足配贷条件时，进入配贷程序。住房储蓄机构对申请者的配贷条件进行评价，在储蓄阶段表现良好、信用等级高的优先配贷，以此来获得后续贷款。贷款发放后，按月低息还款。这种“先存后贷”的模式，让资金专款专用，只在住房储蓄机构和购房者之间循环，进而使得利率不受金融市场的干扰，长期稳定并维持在较低水平，有效抑制了居民杠杆。

第三，均衡的税收制度有助于调控房地产市场。从税收制度来看，与德国房地产市场相关的税种包括土地税、租金收入所得税、二套住房税、土地购置税、资本利得税和商业税等。总体来看，德国在住房保有、使用和交易环节都征税，并且在交易环节税负较重，严厉打击炒房行为（黄璟莉，2013）。事实上，建立完善的税收制度是发达国家调节房地产市场的常用手段，各国税收制度设计虽有差异，但都覆盖了房地产交易、保有、使用等重要环节（陈卫东、周景彤，2010）；一些国家为了打击炒房行为，还通过完善土地市场税收制度，从房地产市场的源头进行调控（见表3）。

第四，完备的租赁制度鼓励住房租赁市场的发展。德国通过法律保障、开拓房源、保护承租人利

益和发放现金补贴等方式鼓励住房租赁市场的发展（郑宇劫、张欢欢，2012）。目前德国家庭住房自有率仅为40%，60%的家庭是租房居住。德国发达完善的住房租赁市场保证了高质量、价格适宜的住房供应，使得德国住房自有率水平较低，对购房形成了很好的替代，这也使得德国的房价处于较低水平，且波动较小。一是德国出台《住房租赁法》，通过限制租金上涨幅度等方式从法律和政策上对住房租赁市场，尤其是租客权益进行保护。德国租房合同一般默认为无固定期限合同，房东若签订固定期限合同，需提前说明租约到期后房屋的具体合理用途。此外，房东不得随意解除租约，且租客对房屋有优先购买权。二是政府对租赁群体进行租金补贴。租金补贴金额的发放主要考虑申请人的收入、家庭成员数目以及当地租金水平。这个政策的优点还在于，每年对申请人进行动态考核，并非申请到补助后可以一直获得。

2. 新加坡

新加坡对房地产市场的定位非常特别，通过政府全面介入来保证中低收入居民的基本居住条件，从而保障新加坡住房市场的稳定。

第一，推行强制、低价补偿的土地征收制度。新加坡的九成土地归国家所有，政府可以强制以低成本征收土地，由建屋发展局开发建设组屋。土地出让金直接纳入国家储备金，政府无权支配，这就使得政府开发组屋是出于国民住房真实需求而不是为获得财政收入，从供给端保障了新加坡住房市场的稳定发展。

第二，大规模建设组屋，掌握市场主动权。新加坡明确住房发展的目标是居者有其屋。一方面，以政府分配为主，大规模建设组屋，低价出售或出租给中低收入阶层，解决了80%以上人口住房问题，规定组屋在购买5年之内不得转售，也不能用于商业性经营，购买新的组屋必须退出旧组屋（见表3）；另一方面，以市场出售为辅，私人可以投资修建商品房，按市场价格出售给收入较高的本国和外国公民。

第三，运用多种手段有效调控房地产价格，严控房地产投资。运用法律手段规定房地产市场参与主体的权责，形成调控的长效机制。新加坡《土地征用法》《建屋发展法》《特别物权法》《私人住宅

表3 部分发达国家对房地产交易、保有和使用环节征税情况

	交易和处置环节	保有和使用环节
德国	1. 房产交易环节要缴纳评估价值 1% ~ 1.5% 的不动产交易税, 和以房产交易价格为征税基础的购置税, 税率从 3.5% 到 6.5% 不等 2. 不动产若在交易过程中获得盈利, 还要缴纳 15% 的差价盈利税。如果 5 年内卖出 3 套及以上房产, 要对获利部分征收 25% 的资本利得税	1. 如果将购置的房产用于出租, 依据房租收入需征收 25% 的资本利得税 2. 对居民使用的第二套及以上住房 (包括租住) 征收二套房税, 这有别于其他国家基于产权划分的房产税; 二套房税提高了住房的流动性, 降低了住房空置率
英国	1. 分档征收交易印花税。居民购买 17.5 万英镑以下住房无须征收交易印花税, 购买 17.5 万英镑 ~ 25 万英镑、25 万英镑 ~ 50 万英镑、50 万英镑以上的住房, 交易印花税率分别为房价的 1%、3% 和 4% 2. 针对多套房产所有者, 在出售房产时对房产增值部分征收 10% ~ 40% 不等的资本增值税 3. 子女继承父母 (无论过世与否) 价值超过 32.5 万英镑的房产时, 需缴纳 40% 的遗产税	私人出租房产所获收入若超过每年免税额 6745 英镑, 需按收入多少缴纳 20% 或 40% 的出租收入所得税
新加坡	1. 买家按购买价格缴纳印花税, 新加坡公民第一、第二、第三套房的税率分别为 0%、17%、25%; 新加坡永久居民第一、第二、第三套房的税率分别为 5%、25%、30%; 外国人全部为 30% 2. 卖家在房产持有 1 年期间出售, 税率为 12%, 1 ~ 2 年内出售税率为 4%, 超过 3 年税率 0 3. 严格限制组屋购买次数和转租行为。一个家庭不允许购买两次组屋, 组屋在购买后 5 年内不得转售、出租或进行商业性经营, 5 年后可出租半套。若违规出售或出租将会面临高额罚款甚至被起诉判刑	住房持有期间缴纳物业税, 低收入群体税率为 0, 自住房产税率为 4%, 非自住、用来出租的房产税率为 10%, 富人豪华住房税率高达 20%
日本	1. 对土地买方征收成交额 3% 的不动产所得税, 取得土地后两年内卖出需缴纳 9% 的土地转让税 2. 出让不动产时不满 5 年需缴纳 30% 的所得税和 9% 的居民税, 超过 5 年税率分别降为 15% 和 5%	1. 持有住房需按固定资产评估价格的 1.4% 和 0.3% 分别缴纳固定资产税和都市计划税 2. 出租房屋的净所得需要缴纳所得税, 税率为 5% ~ 40%

资料来源: 陈卫东、周景彤 (2012), 黄璟莉 (2013)

表4 全球几次主要房地产泡沫破裂引发系统性金融风险的共性

	流动性过剩环境和购房鼓励政策	金融自由化和监管缺位	货币政策过快收紧和其他限制政策出台	银行系统风险传染
日本	1985 年日本签订《广场协议》后日元大幅升值, 带来大量国际资本流入	1986 年前后日本加快金融自由化和放开公司发债融资	1. 日本央行从 1989 年开始连续 5 次加息, 商业银行向央行借款的利率从 1987 年 2 月的 2.5% 上升到了 1990 年 8 月的 6%。同时, 货币供应增速大幅下滑 2. 对房地产贷款采取严厉管制, 要求房地产贷款增长速度不能超过总体贷款增长速度 3. 调整土地收益税, 持有土地不超过 2 年被视为是超短期持有, 并受到重点监管	房地产泡沫破裂产生了严重的信用危机, 大量银行破产
美国	1. 2000 年美国网络泡沫破裂后为了刺激经济持续大幅降息 2. 2001 年起小布什政府推出为首付家庭提供抵押贷款、零首付倡议、家庭经济适用房税收减免、增加住房贷款担保等政策	2001—2007 年美国影子银行兴起导致过度金融创新	1. 美联储为抑制通胀从 2004 年 6 月起两年内连续 17 次调高联邦基金利率, 基准利率由 1% 提高至 5.25%	1. 提供次贷住房抵押贷款的金融机构破产 2. 危机蔓延到购买了次贷金融创新产品的银行、保险、基金等全球金融机构

资料来源: 作者根据公开资料整理

法》《房屋发展商法》《建筑管制法》等法律和《住房手册》《住房公约》等规章制度, 涉及土地转售、开发、施工、交易等房地产相关环节, 有效规范了房地产市场的发展。同时, 统计住宅数量, 实施精准调控, 每年统计住宅价格、自有住宅套数、租赁住宅套数、私人新建住宅套数、自有住房率、房屋空置率等数据, 结合人口数据进行有针对性的调控。

(二) 房地产泡沫的教训

在过去半个世纪, 重大的经济和金融危机往

往都起源于房地产泡沫破裂。历史上日本、美国等几次重大的房地产泡沫破裂事件引发系统性金融风险, 主要有流动性过剩环境和过度宽松的购房鼓励政策, 金融自由化和监管缺位, 货币政策过快收紧和其他限制政策出台, 银行系统风险传染等共性特点 (见表 4)。然而, 在房地产泡沫破裂之后, 美国经济在一系列政策支持之下较快恢复, 而日本经济陷入了“失去的 20 年”, 主要有以下几方面的教训值得借鉴。

第一, 日本政府缺少应对资产泡沫破裂的经验, 在应对房价下跌与经济衰退上行动缓慢。一是房地

表5 日本与美国在房地产泡沫前后的宽信用程度对比 (单位 :%)

时间	日本各年 M ₂ 同比增速与 GDP 同比增速之差的均值	时间	美国各年 M ₂ 同比增速与 GDP 同比增速之差的均值
1981—1985 年	2.3	2001—2007 年	1.2
1986—1990 年	4.0	2009—2013 年	4.0
1991—2007 年	1.4	2014—2019 年	1.5

资料来源 : Wind, 中国银行研究院

表6 泡沫破裂后日本与德国、美国全要素生产率增速对比 (单位 :%)

私人部门	1991—1995 年	1995—2004 年	2004—2016 年
美国	2.0	3.4	1.1
日本	1.8	2.2	1.0
德国	1.7	2.0	1.2
制造业	1991—1995 年	1995—2004 年	2004—2016 年
美国	3.6	6.1	1.9
日本	-	3.3	2.4
德国	3.2	2.9	1.9

资料来源 : Productivity Comparisons: Lessons from Japan, the United States, and Germany

产泡沫破裂后, 降息等宽松政策的力度和速度均不够, 总量性支持政策推出缓慢, 通缩的环境加重企业部门的实际债务负担, 虽然名义利率有所下降, 但始终高于经济的名义增速。从 M₂ 增速和 GDP 增速之差来看, 房地产泡沫破裂后日本的货币政策宽松力度不及美国(见表 5)。二是在 20 世纪 90 年代, 日本未能及时剥离金融机构的不良资产, 造成了社会信用扩张受阻, 风险溢价居高不下, 宽货币向宽信用传递受阻。资产端价格未能修复, 企业也陷入资产负债表衰退, 出现经营行为从资本回报率最大化转向资产负债率最小化的局面。相比之下, 美国在次贷危机后的救市措施力度更大、速度更快。除了实施“问题资产救助计划”“金融资产援助计划”等措施外, 美联储甚至大幅增持抵押担保证券等有毒资产。这些措施有力提振了经济, 使得美国企业和居民的资产负债表快速修复。

第二, 房地产发展空间不足、技术进步缓慢是房地产泡沫破灭后日本楼市和经济长期低迷的深层原因。一是人口老龄化叠加城镇化进入中后期, 日本房地产发展的空间不足。住房需求不足是泡沫后日本房地产市场难以像美国房地产市场一样回升的主要原因。一方面, 日本的城市人口占比早在 20 世纪 50 年代就已经达到 60% 左右, 并在 2008 年左右达到峰值 70%^①。这 20 余年的时间里, 日本城镇

化率的年均增长率仅为 0.25%, 在较小的人口总量下, 每年新增的少量城市人口难以支撑房地产市场发展。另一方面, 日本 65 岁以上人口占比早在 20 世纪 70 年代就超过 7%, 进入联合国标准下的老龄化社会, 到 2021 年, 老龄人口占比接近 30%。二是企业资产负债表受损修复缓慢, 影响技术进步和转型速度, 错失互联网时代, 导致泡沫后经济持续低迷。虽然泡沫经济破裂后日本在制造业部分领域仍然占据技术优势, 但是由于救市宽松政策力度和速度不够, 日本企业资产负债表修复较为缓慢, 企业扩张意愿持续低迷, 企业转型放缓, 导致日本在互联网时代中逐步落后, 与美国、德国等创新大国相比, 日本的全要素生产率增速持续处于较低水平(见表 6)。

三、未来中国房地产的增长点

(一) 新型城镇化及区域发展带来新增住房需求

第一, 新型城镇化继续推进, 到 2035 年之前预计平均每年将带来 2.8 亿平方米左右的新增住房需求。截至 2021 年年末, 我国城镇化率为 64.7%。2019 年 5 月, 中共中央、国务院发布关于《建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系的意见》, 指出

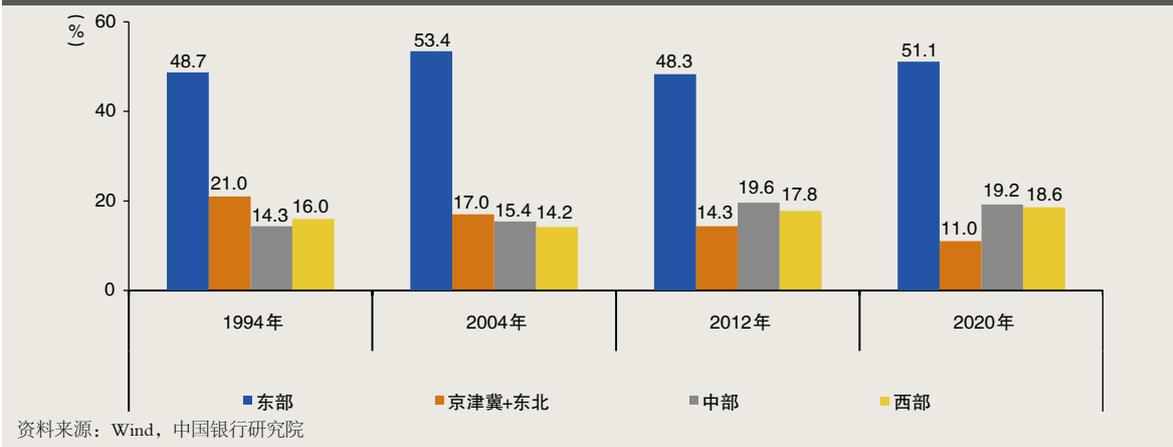
① 1975 年美国经济地理学家诺瑟姆 (Ray M. Northam) 提出城镇人口占比超过 70% 后进入后城市化阶段。

表7 未来城镇化率提高带来的新增住房需求估算

时间	总人口(万人)	城镇化率(%)	城镇人口(万人)	新增城镇人口(万人)	新增住房需求(万平方米)
2021	141260.0	64.7	91423.5	1203.1	37417.2
2022	141486.7	65.5	92609.1	1185.6	36873.3
2023	141627.1	66.2	93741.0	1131.8	35200.4
2024	141688.3	66.9	94821.9	1080.9	33616.1
2025	141676.6	67.7	95854.3	1032.5	32110.2
2026	141596.9	68.4	96840.1	985.8	30658.5
2027	141453.3	69.1	97780.6	940.5	29248.3
2028	141248.5	69.9	98676.2	895.6	27853.1
2029	140985.0	70.6	99527.4	851.2	26470.8
2030	140664.9	71.3	100334.3	806.9	25094.9
2031	140290.9	72.1	101097.6	763.4	23740.7
2032	139867.1	72.8	101819.3	721.6	22442.4
2033	139399.0	73.5	102502.1	682.8	21235.8
2034	138892.9	74.3	103149.8	647.7	20144.3
2035	138353.6	75.0	103765.2	615.4	19138.8
2021—2025年平均	141547.7	66.2	93689.9	1126.8	35043.4
2026—2030年平均	141189.7	69.9	98631.7	896.0	27865.1
2031—2035年平均	139360.7	73.5	102466.8	686.2	21340.4
总平均	140699.4	69.9	98262.8	903.0	28083.0

资料来源：联合国数据库，国家统计局，中国银行研究院

图8 各区域工业增加值占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

到 2035 年我国城镇化将进入成熟期，预计到 2035 年我国城镇化率有望提高至 72% ~ 75% 左右。这意味着未来 12 年我国城镇化率年平均提高 0.5 ~ 0.7 个百分点左右。这一增速虽低于过去 20 年年平均 1.3 个百分点左右的水平，但仍处于中速增长，叠加庞大的人口基数，每年新增城镇人口数量依然可观。对于未来城镇化率提高带来的新增住房需求，可通过如下公式来估算。

$$t \text{ 年新增住房需求} = t \text{ 年新增城镇人口} \times \text{人均住房面积} \\ = (\text{总人口}_{t} \times \text{城镇化率}_{t} - \text{总人口}_{t-1} \times \text{城镇化率}_{t-1}) \times \text{人均住房面积}$$

其中，假设人均住房面积不变，为 2021 年城镇常住人口人均住房建筑面积 31.1 平方米/人；总

人口预测按联合国低生育率方案预测值并根据 2021 年我国实际人口矫正；城镇化率按到 2035 年达到 75% 线性估算。由此可估算得到 2021—2035 年我国平均每年将新增住房需求 2.8 亿平方米，其中 2021—2025 年年均新增住房需求更是超过 3.5 亿平方米（见表 7）。2021 年我国商品住宅中新房销售占比 70% 左右，尽管未来我国二手房市场占比将逐步提高，但年均 2.8 亿平方米的新增住房需求总量仍将带来大量的新建住房需求。

第二，大范围的产业转移以及城市群、都市圈发展仍将持续，与之相伴的人口跨区域流动、第三产业发展将带来结构性房地产发展机会。近 20 年来，我国各区域间大规模工业产业转移进程很大程度

图9 各区域商品房销售面积占比

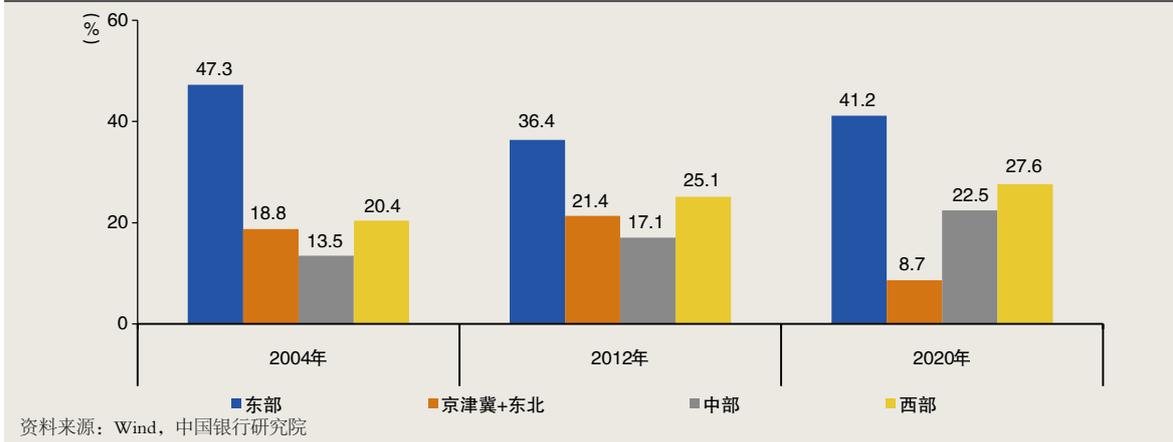


表8 由人均居住面积提高带来的新增住房需求估算

在 2035 年达到以下发达国家水平	预计套内面积 (平方米)	预计建筑面积 (平方米)	新增总建筑面积需求 (亿平方米)	平均每年新增建筑面积需求 (亿平方米)
英国	39.5	49.4	167.1	11.9
法国	37.2	46.5	140.8	10.1
德国	36.3	45.4	130.5	9.3
日本	31.0	38.8	69.9	5.0
韩国	26.5	33.1	18.5	1.3

资料来源：中国银行研究院

注：当前城镇人口数采用 2021 年的 91423.5 万人，新增人均住房面积以 2021 年我国城镇常住人口人均住房建筑面积 31.1 平方米 / 人为比较基准；套内面积 = 建筑面积 × 80%。

上与各区域房地产需求变化相契合。2004—2012年，在强劲外需拉动下，东部地区产能逐步向成本更低的中西部地区辐射，东部地区工业增加值占比由 53.4% 持续下降至 48.3%；中部和西部地区的工业增加值占比分别由 15.4%、14.2% 提高至 19.6%、17.8%（见图 8）。与此同时，东部地区商品房销售占比由 2004 年的 47.3% 回落至 2012 年的 36.4%，中部和西部地区分别由 13.5%、20.4% 提高至 17.2%、25.1%（见图 9）。“十四五”时期，促进区域协调发展，推动西部大开发形成新格局、推动东北全面振兴、促进中部地区加快崛起；大力发展城市群、都市圈等仍是我国重大战略。同时，应对部分产业向外转移趋势，我国也将进一步加快优化中西部地区营商环境、完善产业配套，大力推动东部地区产业优先向有条件的中西部地区转移。这些都将为房地产发展带来结构性机会。

（二）住房条件改善将带来新的需求增量

第一，城镇居民的居住条件要求提高，带动人均居住面积增加。当前我国城镇常住人口人均住房建筑面积为 31.1 平方米，折合套内面积约为 25 平

方米，而发达国家套内面积普遍较高。若到 2035 年我国城镇常住人口人均住房面积达到发达国家水平，在假设人口不变的基础上，可估算单纯由人均居住面积提高带来的住房需求增量 = 当前城镇人口数 × 新增人均住房面积。研究显示，若到 2035 年我国城镇人均居住面积能够达到英国、法国、德国等欧洲国家水平，则平均每年将带来 10 亿平方米左右的新增住房需求，若达到日本住房水平，每年将带来 5 亿平方米左右的新增住房需求（见表 8）。

第二，尽管人口总量下降，但家庭规模小型化趋势有助于支撑住房需求。当前，我国家庭平均规模不断减小，一人户、二人户家庭占比上升。第七次人口普查数据显示，当前我国户均人口数为 2.62 人，比 2010 年的 3.10 人减少 0.48 人，二人户家庭取代三人户家庭成为我国最重要的家庭结构类型（见图 10）。未来，我国城镇化率上升，现代城市生活下传统家庭功能弱化，思想观念改变、收入水平提高等因素，都将加速代际分居，推动家庭规模进一步缩小。1975—2015 年，日本城镇化率由 75.7% 上升至 91.4%，平均家庭人数由 3.32 人下降至 2.38

图10 中国家庭户均人数变化

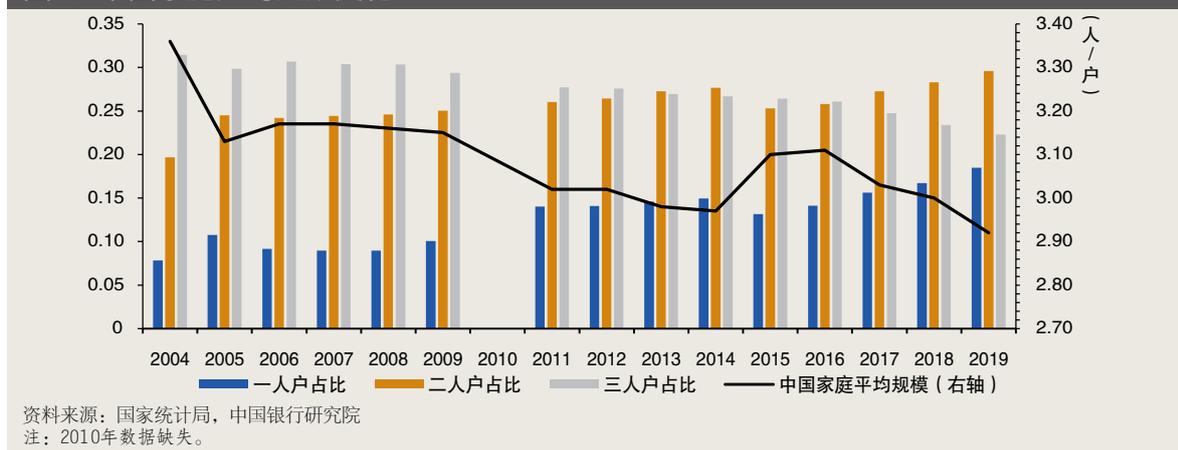
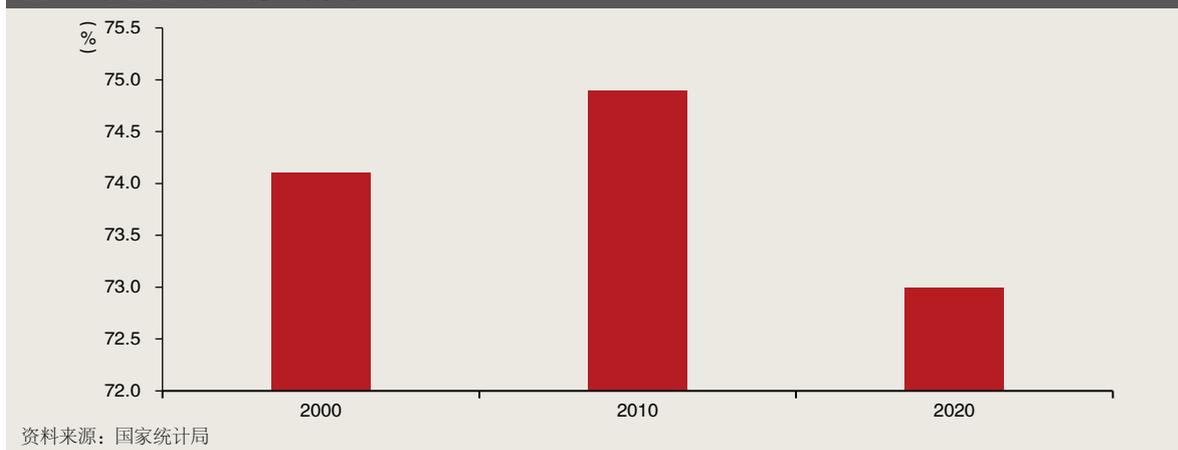


图11 我国自有住房率变化



人；1960—2010年，美国城镇化率由70%上升至80.8%，平均家庭人数从3.29人下降至2.59人。当前，德国、日本等发达国家平均家庭人数分别为2人（2018年）、2.27人（2020年）。

第三，住房兜底政策将更多人口纳入住房体系，保障性租赁住房发展空间较大。从最近三次人口普查数据来看，近年来，随着人口流动加大，我国自有住房率^①趋于下降，2020年我国自有住房率约为73%（见图11）。与此同时，保障性住房建设提速，但目前覆盖率仍然偏低。2020年，全国居住于保障性住房^②的家庭为2086万户，保障性住房覆盖率为7.2%，其中，保障性租赁住房 and 保障性产权住房的覆盖率分别仅为3.4%和3.8%（见图12）。

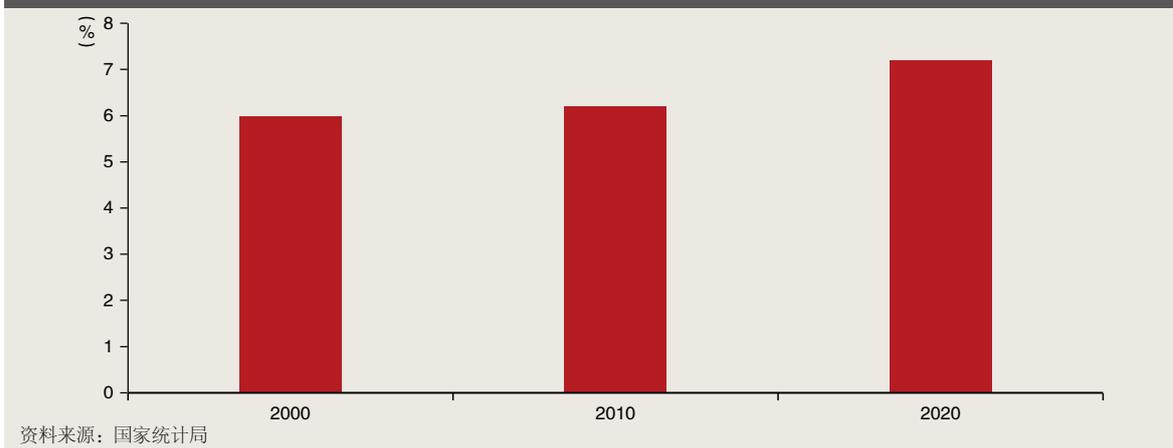
由此可见，未来我国保障性住房发展的空间依然较大。保障性租赁住房建设和占比的提升是“十四五”的重要目标。按照住建部已公布的安排，“十四五”期间40个重点城市计划新增保障性租赁住房650万套（间），除此以外，其他城市也纷纷积极布局保障性租赁住房建设，预计“十四五”期间全国保障性租赁住房建设有望突破800万套（间）。保障性租赁住房以建筑面积不超过70平方米的小户型为主，但在具体操作中，不同地区对小户型的定义标准并不完全相同，以30平方米~60平方米为主。按照每套50平方米大致估计，则“十四五”期间保障性租赁住房的新增建筑面积约为4亿平方米。

第四，城市更新改造持续推进，将带来新增住

① 自有住房率为人口普查中住房来源于购买商品、二手房、经济适用房、两限房、原公有住房和自建住房六类的家庭户占比。

② 保障性住房包括廉租房、公租房、经济适用房和两限房，前两者为保障性租赁住房，后两者为保障性产权住房。保障性住房覆盖率 = 居住于保障性住房的家庭数量 / 全部家庭数量。

图12 全国保障性住房覆盖率变化



房需求。2019年全国层面系统性提出城市更新概念，根据住建部数据，截至2021年年底，全国411个城市共实施2.3万个城市更新项目，总投资达5.3万亿元。据此估算，2019—2021年，城市更新的年均投资规模为1.5万亿~2万亿元左右。此外，2020年发布的《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》提出“十四五”期间需完成2000年年底建成的21.9万个城镇老旧小区改造，预计未来城市更新的投资规模将进一步提升。

四、启示与建议

短期来看，政策需积极支持房地产行业企稳，妥善化解已经出现的风险，防止风险传染。

第一，未来，在宏观经济金融运行基本稳定、房地产调控政策积极应对、经济增长新动能持续迸发的情况下，我国出现类似日本房地产泡沫破裂并导致经济长期陷入低迷情形的可能性不大。尽管当前房地产市场持续低迷，甚至面临加速下行的风险，但从2022年以来我国房地产调控政策调整的力度、速度，以及未来进一步调控的政策空间来看，我国不至于出现类似日本在泡沫破裂后房地产乃至经济长期低迷的情况。即便在极端悲观情形下，我国房地产市场发生类似泡沫破裂的情况，只要宽松救助政策实施及时有效，其他领域经济动能不发生瘫痪，未来我国房地产也可能走出类似美国的V形恢复曲线。但从经济、金融发展基础来看，若我国发生类似美国情形，对经济、金融的伤害很可

能要比美国大得多，后续恢复进程也要比美国艰难得多。

第二，政策要积极助力房地产市场恢复，有效防范化解风险。借鉴美国、日本教训，房地产泡沫破裂对经济的伤害巨大。在当前我国面临经济结构转换、疫情冲击、外部较大不确定性的情况下，即使房地产泡沫并未破裂，市场和预期长期低迷带来的拖累也是经济难以承受的。因此，当下政策要加大支持力度，促进房地产市场企稳。一是在“因城施策”原则指导下，进一步推动更多有条件的城市放开限购、限贷等购房限制政策，充分释放合理住房需求。二是谨慎调整一线城市需求侧政策，加快推动一线城市形成租售并举的住房体系。一方面，防止一线城市需求侧调控政策放开后进一步推高房价；另一方面，防止放开后资金加速逃离二三线城市，加快低线城市房地产市场崩溃。未来，满足一线城市居民合理住房需求应从加快保障性住房建设、建立租售并举住房体系等方面入手，降低新市民等群体居住成本。三是加大“保交楼”支持力度，稳定房地产市场预期。运用好“申请专项借款+商业银行配比贷款+政府介入”的保交楼支持模式，通过加大政策性银行“保交楼”专项借款规模，从优化考核角度进一步激励商业银行加大相应贷款配套规模，给予“地方稳保基金”在成立和运作方面更多灵活性等方式，全面加大“保交楼”政策支持力度。

第三，积极化解房企风险和未来可能出现的居民部门债务风险。一是进一步加大对房企风险化解

力度。在“保交楼”前提下，优化预售监管资金提取条件，促进企业资金良性循环。金融机构要有效区分项目风险和企业风险，继续加大对优质项目的支持力度，保持房地产开发贷款平稳有序增长。阶段性加大房企境内发债额度，阶段性放开信托、私募股权基金等其他融资渠道。对于已经风险暴露的房企，可由相关部门成立联合组织，对其进行破产重组，实现行业出清的同时阻断风险蔓延。二是地方政府可根据未来保障性住房建设安排，合理收购市场上的过量商品住房，将其转变为保障性住房，帮助相关房企缓解流动性压力。

中长期来看，无论是从产业链上下游拉动还是满足居民美好生活需要的角度出发，房地产仍将是我国系统性重要的行业。未来我国房地产发展仍有空间，但行业发展模式需进行深刻调整。

第一，未来我国房地产行业发展既有空间，又有动力，但要更加注重优化住房供给结构。相关测算表明，未来在我国新型城镇化、工业化持续推进，居民住房条件改善，以及住房兜底政策等推动下，我国房地产发展仍具备充足的动力。但在发展过程中，要更加注重优化住房供给结构。一方面，优化新增住房分布，与未来产业布局、人口流动方向相匹配，逐步缓解当前住房与产业、人口错配带来的部分城市房价畸高、部分城市房价下跌压力大的情况，实现房价“削峰填谷”；另一方面，在加大保障性住房建设力度的同时，根据房价收入比合理分配保障性住房资源，缓解高房价城市居民住房压力。

第二，房地产行业发展模式从“以市场化为主”转向“政府兜底+市场化发展”相结合。一是加快住房保障体系建设，强化住房兜底保障。当前我国部分城市房价收入比过高、购房压力过大，同时居民收入差距过大，结合新加坡等国际经验，政府兜底中低收入人群住房问题是未来我国实现人人有房住的基本途径。未来，保障性住房资源进一步向人口流动集中、房价上涨较快地区倾斜，促进住房供给和人口流动、产业发展之间的平衡；保障房供应形式从配售型向配租型转变，降低保障房投机投资行为；进一步突破保障性住房申请过程中存在的户籍、收入、婚姻状况等限制，推动保障房覆盖群体

继续扩容；加大政策支持力度，积极鼓励房地产企业参与保障性住房建设项目，缓解当前城投企业在保障性住房建设方面的压力，同时也给房地产企业转型提供机会。二是规范化发展商品房市场，丰富住房多样化供给。从人口规模、财政实力等实际因素考虑，我国难以实现类似新加坡式的“高保障”住房模式。同时，居民住房需求趋于差异化、多样化。因此，商品房市场仍将是房地产发展必不可少的一部分。未来，商品房市场发展以满足居民多样化需求为出发点，与保障性住房互为补充，同时加强商品房价格指导和调控。

第三，完善租赁制度，积极推动租售同权，逐步推动住房回归居住属性、房价回归理性。一是加快住房租赁相关法律法规建设，明确各类住房租赁主体的权利义务，并在租赁合同范式、租约解除方式、违法违规行为惩戒、冲突维权途径等方面做出具体规定，保护租赁双方权益，推动建立安全、规范、稳定的租赁关系。二是规范住房租赁市场。建立住房租赁管理服务平台，完善租房登记系统，实施租房“网签”和“租赁登记备案”，规范租赁交易过程，确保业主和租客双方基本权益。建立经纪机构、出租人、承租人等各类住房租赁市场主体的信用管理体系，并设置行业准入门槛，逐步淘汰黑中介、二房东等不规范运营主体，加大非法租赁打击力度。建立租金监测和发布机制，必要时可以实行租房佣金或租金指导价。三是完善“租售同权”导向下的公共服务政策，对于依法签订房屋租赁合同的租房者，具备平等享受购房家庭基本公共权益的权利。逐步剥离房地产附加的教育、医疗、落户、就业保障等其他价值，将热门城市、热门地段房价稳步调整到合理水平。

第四，稳妥推进房产税，促进房地产市场长期健康发展。我国是一个以房产作为家庭主要资产的国家，在住房保有环节征收房产税，不仅有利于扩大税基，还有利于优化住房资源配置、缩小贫富差距、促进社会公平。建议适时、有序推动房产税立法，在维持房地产市场稳定的基础上，扩大房产税试点范围。在具体征税原则上，针对当前我国税收体系情况以及房地产存在的资源配置等问题，结合国际上房产税征收经验，建议按照宽税基原则，以房产



评估价值作为征税基础，对城乡经营性和非经营性房产征收房产税，征税对象包括存量住房和增量住房。在税率设定上，兼顾效率和公平原则，由中央确定税率范围，由地方根据财政收支和房地产市场情况确定具体税率，再对刚需群体、相对弱势群体等实施优惠税率，并有针对性地对空置住房、高档住房等采取高税率和累进税率。在配套制度建设与完善上，加快建立完善住房信息系统，设立专业的房产价值评估机构。

第五，加快推动房地产企业转型，从当前的物理空间建造者逐步向不动产资产全产业链综合管理方案提供者转变。当前我国房企受制于以开发建筑为主的商业模式，普遍存在高杠杆、重资产、快周转的特征。未来，在更为合理的商业模式下，房企的长远发展应依赖于各项业务的均衡发展而非单纯靠拿地、建设、回款扩张规模。在财务指标表现上，则应是负债率更低、财务安全性高、报表更轻。在职能上，则应真正成为不动产资产全产业链综合管理方案的提供者，而非仅仅是物理空间的建造者。在具体转型思路上，一是稳步降低建筑开发业务杠杆。短期内，房企降杠杆的关键在于调整原有开发建设主营业务的经营方式，例如，减少拿地、降低土地存货、加速回款、出售收益性较差的资产、引入战略投资等。长期来看，降杠杆的核心仍需依赖于房企业务结构和盈利模式转变，以及融资体系多样化、出表渠道增加等配套金融服务的优化。二是围绕房地产主业，积极发展多样化业态。房

企运营的国际经验表明，当城镇化率超过 60% 后，建筑开发业务的收益率开始下降。未来，我国房地产行业亟须从单一建筑开发模式转向代建业务、资产管理业务、经纪业务、租赁业务等多业态发展模式。在建筑开发业务增量逐步放缓的背景下，资产管理业务、经纪业务、租赁业务等将有助于盘活存量住房市场。个体房地产企业在围绕主业经营的基础上，可根据自身竞争优势，在房地产行业细分领域深入发展，最终形成专业化、多样化的行业发展格局。

参考文献：

[1] 陈卫东、周景彤．世界主要国家和地区住房调控政策经验与启示 [J]．宏观经济研究，2010（3）：22-27+78
 [2] 郭克莎、黄彦彦．从国际比较看中国房地产市场发展的的问题及出路 [J]．财贸经济，2018，39（1）：5-22
 [3] 黄璟莉．国外房产税的征收经验及对我国的启示 [J]．财政研究，2013（2）：66-71
 [4] 汪川、张明进．房地产市场调控政策：国际比较和中国对策 [J]．国际金融，2022（7）：17-24
 [5] 王文、芦哲．房地产泡沫与系统性金融风险防范——基于国际比较的视角 [J]．国际金融研究，2021（1）：26-34
 [6] 余音．英国房地产周期与住房金融分析 [J]．国际金融，2019（8）：70-75
 [7] 郑宇劼、张欢欢．发达国家居民住房租赁市场的经验及借鉴——以德国、日本、美国为例 [J]．开放导报，2012（2）：31-34

（责任编辑：冯天真）