



CMF宏观经济热点问题研讨会（第9期）

## 房地产市场的超级分化与坚定调控

主办单位：  
中国人民大学国家发展与战略研究院  
中国人民大学经济学院  
中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：  
中国人民大学经济研究所

2020年7月

# 房地产市场的超级分化与坚定调控

## ——CMF 中国宏观经济专题报告（第9期）

## 中国房地产市场的超级分化与坚定调控

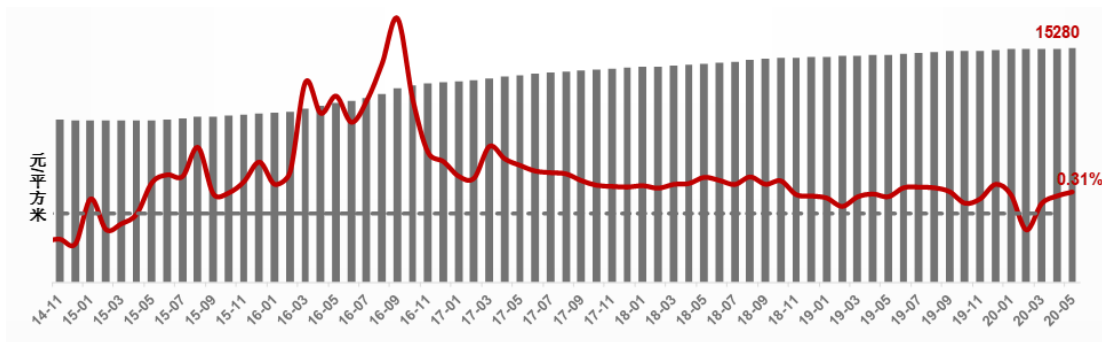
秦虹 中国人民大学国家发展与战略研究院高级研究员、中国宏观经济论坛  
(CMF) 主要成员、住建部政策研究中心原主任

随着疫情基本得到控制，各行各业全面复产复工，房地产市场也正在快速恢复，而且相关指标的表现都相对不错。值得注意的是，在市场恢复的过程中，头部企业、大型城市优势明显，资源聚集效应进一步加剧，房地产市场的超级分化格局进一步得到强化。超级分化的市场格局下，结构性风险更加凸显，调控的定力和对精准度的要求进一步提升。也正因如此，2020 年两会政府工作报告再提房住不炒，因城施策和促进房地产市场平稳健康发展的政策要求。房住不炒是大基调，因城施策则充分考虑到了超级分化的市场格局。这充分表明了，未来我国房地产市场行业将在较长时间内呈现出“市场超级分化与政策坚定调控”并存的特征。

### 一、当前房地产市场运行现状

新房成交规模累计同比降幅持续收窄，价格稳中有涨。成交量来看，2020 年 1-4 月份，全国房地产销售面积负增长 19%，销售额负增长 13%，但销售面积降幅较 1-3 月收窄 7 个百分点，城市商品住宅成交规模环比持续向好，部分城市 5 月份成交规模已实现了同比正增长。价格方面，根据中指研究院百城价格指数显示，5 月百城新建住宅价格环比上涨 0.31%，1-5 月累计上涨 0.74%，涨幅较去年同期收窄 0.34 个百分点，累计涨幅仍为近五年同期最低，价格呈现稳中有涨的特点。

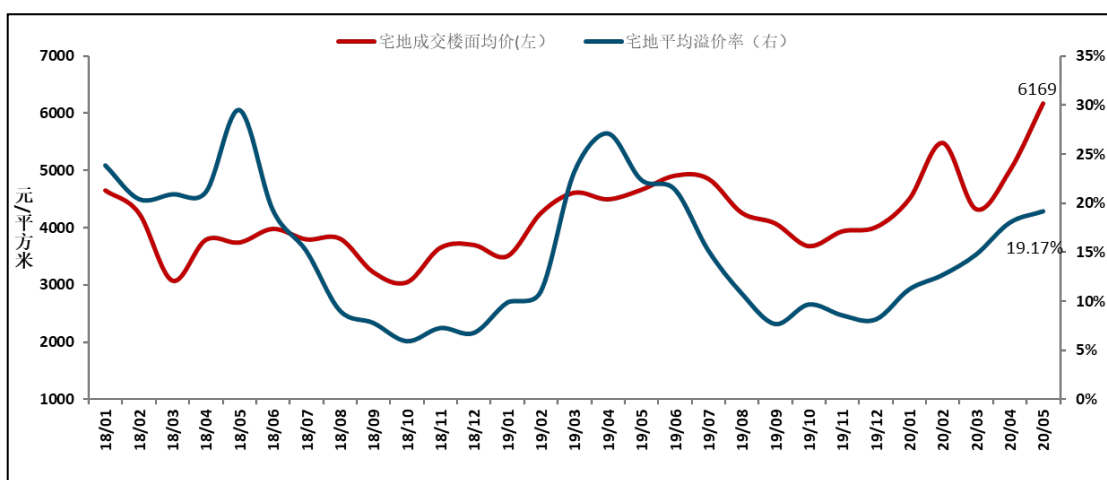
图 1：2014 年至 2020 年 5 月百城住宅均价及环比变化



资料来源：中国指数研究院。

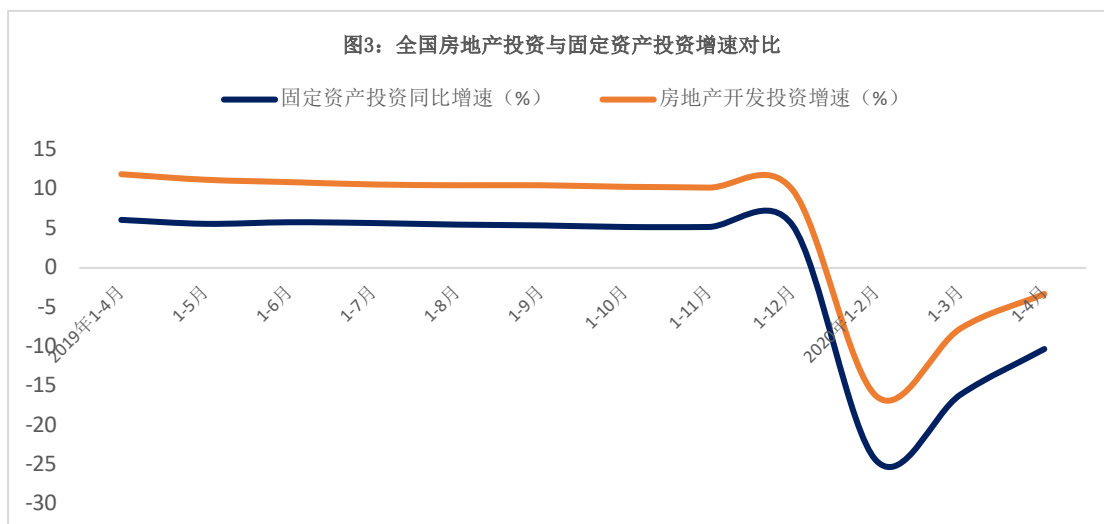
**土地市场量缩价涨，持续升温。**1-5月全国300城住宅用地供需规模同比均下降。其中，一线城市住宅用地供需明显增长，二线和三四线城市成交规模均有所下降。土地市场热度明显上升，楼面均价、溢价率均达到阶段性高位，2020年1-5月宅地成交楼面均价同比上涨20.9%（如下图所示）。主要的原因在于，热点城市优质地块推出增多、企业融资环境有所改善，叠加多地在供给端出台的扶持政策，企业竞拍积极性提高，推动土地市场持续升温。

图2：2018年以来全国300个城市住宅用地成交楼面价与溢价率走势



资料来源：中国指数研究院。

**房地产开发投资增速好于固定资产投资和基础设施投资。**从国家统计局公布的数据来看，1-4月份全国固定资产投资（不含农户）同比下降10.3%，其中基础设施投资同比下降11.8%，制造业投资同比下降18.8%，房地产开发投资同比下降3.3%。整体来看，房地产投资端的韧性仍存，将继续在我国稳经济的过程中发挥重要作用。



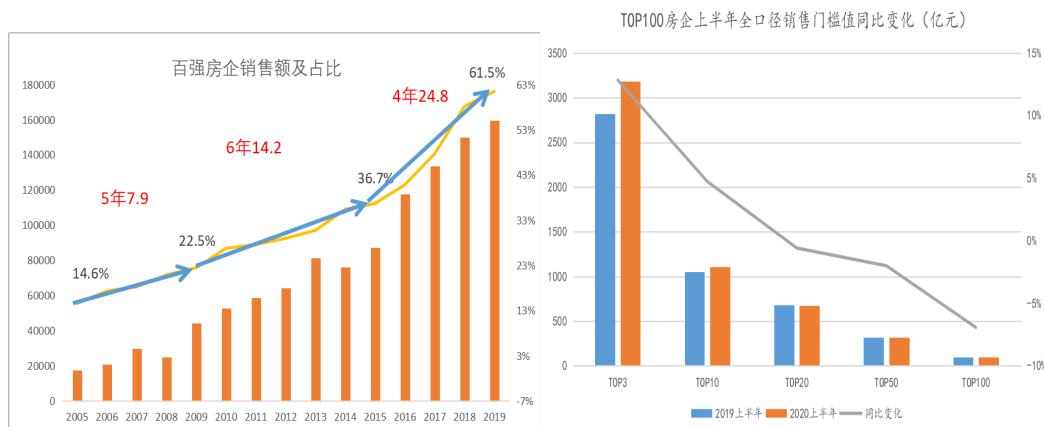
资料来源：中国指数研究院。

## 二、房地产市场的超级分化

经过疫情之后的当前，用分化已经不足以形容房地产市场的变化，房地产市场出现了超级分化的格局。经过城镇住房制度改革后的 20 年多年发展，房地产市场的销售规模从 1998 年的 1 亿平方米增长到 2019 年的 17 亿平方米，增长了 16 倍。在总量增长的同时，房地产市场出现了分化，企业市场占有率、融资成本、土地储备格局、企业盈利能力以及不同城市的房地产市场均出现了分化。疫情之下，这种分化正在进一步加剧，主要体现在以下五个方面。

### （一）企业市场占有率的分化格局

在经历了 2008 年全球金融危机之后，2010 年全国商品房销售面积第一次突破 10 亿平方米，之后房地产市场开始出现分化，百强企业以每年增长 2.6 个百分点的速度提高市场占有率，从 19.6% 提高到 2014 年的 34.7%。2015 年之后房地产企业市场占有率进一步快速提升，仅 4 年时间百强房企的市场占有率达到 61.5%，市场分化进一步加剧（下图 4 所示）。疫情后，房地产市场开始恢复，2020 年上半年，在全国商品房销售面积仍是负增长的情况下，按全口径销售额计算，排名前 3 大房企的门槛提高了 8.9 个百分点，前 10 大房企提高了 6.2 个百分点，头部房企市场占有率进一步提高。



资料来源：中国指数研究院。

## (二) 企业融资成本的分化格局

房地产行业是典型的资金密集型行业。在防控地产过度金融化与防范金融系统性风险政策下，房地产企业融资渠道收紧，融资难度普遍偏大，“马太效应”凸显，体现为房地产企业融资规模与融资成本的超级分化。

从融资规模方面看，由表 1、表 2 可见，2018 年百强房企国内信用债融资规模占行业发行总量比重超过 40%，海外债务融资占行业发行总量比重则超过 2/3；相较之下，中小房企融资能力及规模越来越弱。2019 年，百强企业国内信用债发行规模占行业发行总量的 37.1%，前 10 企业、11-30 企业分别占比为 11.1%、14.0%；海外债发行规模占行业发行总量的 62.5%，前 10 企业、11-30 企业分别占比为 27.7%、26.7%。

表 1 不同层级百强企业 2018 年信用债与海外融资规模

单位：亿元

2018 年	国内信用债发行规模	占行业发行总量比重	海外债发行规模	占行业发行总量比重
Top10	366.45	15.00%	787.48	40.40%
Top11-30	488.60	20.00%	461.96	23.70%
Top31-50	141.69	5.80%	111.10	5.70%
Top51-100	80.62	3.30%	42.88	2.20%
总计	2443.00	44.10%	1949.20	72.00%

表 2 不同层级百强企业 2019 年信用债与海外融资规模

单位：亿元

2019 年	国内信用债发行规模占行业发行总量比重	海外债发行规模占行业发行总量比重
Top10	11.10%	27.70%
Top11-30	14.00%	26.70%
Top31-50	6.90%	4.40%
Top51-100	5.10%	3.70%

总计

37.10%

62.50%

资料来源：中国指数研究院。

表 3 不同层级百强企业 2020 年上半年信用债与海外融资规模

企业发债	2020 年上半年		
	海外债规模（亿元）	信用债规模（亿元）	合计（亿元）
前 10 企业	755.5	556.5	1312
11-30 企业	476.8	636.6	1113.4
31-50 企业	453.0	501.4	954.4
51-100 企业	177.1	237.5	414.6

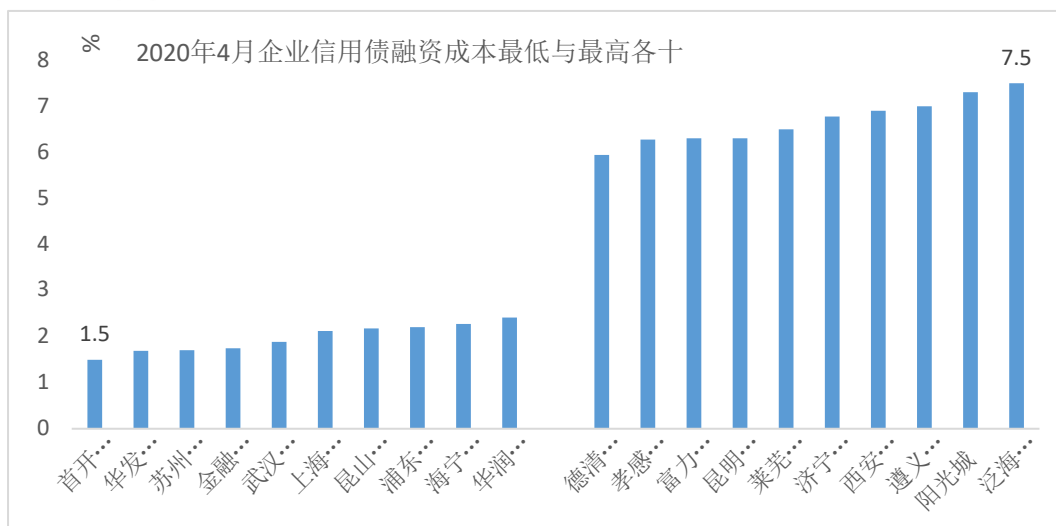
从融资成本方面看，由表 3 可见，房企融资成本随着规模的增大而降低。2019 年 Top10 企业综合融资成本率均值为 5.4%，显著低于 Top11-30 企业的 7.01% 与 Top31-50 企业的 7.30%。根据中国指数研究院监测，近年万科、保利、中海、华润置地等头部企业综合融资成本均低于 5%，优势显著。与 2015 年相比，2018 年 Top10 企业信用债债务成本仅增加约 1 个百分点，而 Top31-50 企业则增加近 2 个百分点，融资成本分化加剧。

表 4 不同层级百强企业 2017-2018 年信用债与综合融资成本率比较

年份	信用债平均利率			综合融资成本率均值		
	Top10	Top11-30	Top31-50	Top10	Top11-30	Top31-50
2015 年	4.30%	5.50%	5.90%	/	/	/
2016 年	4.50%	5.10%	6.30%	/	/	/
2017 年	4.90%	6.10%	6.50%	5.50%	6.80%	7.30%
2018 年	5.40%	6.80%	7.60%	5.45%	6.35%	6.80%
2019 年	/	/	/	约 5.40%	约 7.01%	约 7.30%

资料来源：中国指数研究院、作者综合估算。

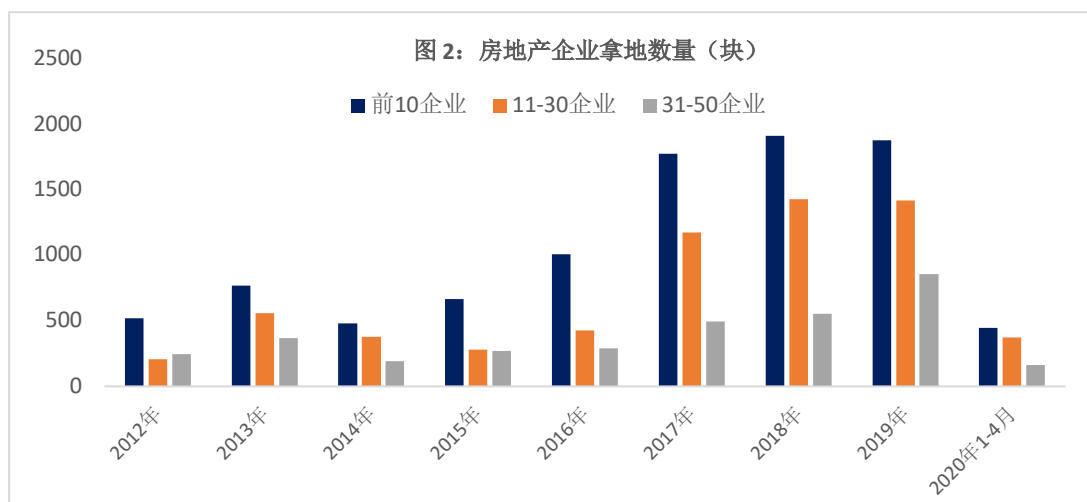
图 5 2020 年 4 月当月企业债发行成本前 10 和后 10 企业



资料来源：WIND

### (三) 企业土地储备的分化格局

**第一，企业规模越大，获地的能力越强。**土地储备是房地产企业竞争力的重要体现。如下图所示，2012年以来百强房企中的前30企业获得土地的能力不断增强，为后续的发展奠定了基础。2020年1-4月，仅排名前30的房企拿地数量占到前50名企业拿地数量的84%。2020年1-5月，前10企业拿地总额3415亿元，占TOP50企业的36.9%。房地产大企业在复产复工，增加投资的能力方面远远高于中小企业。

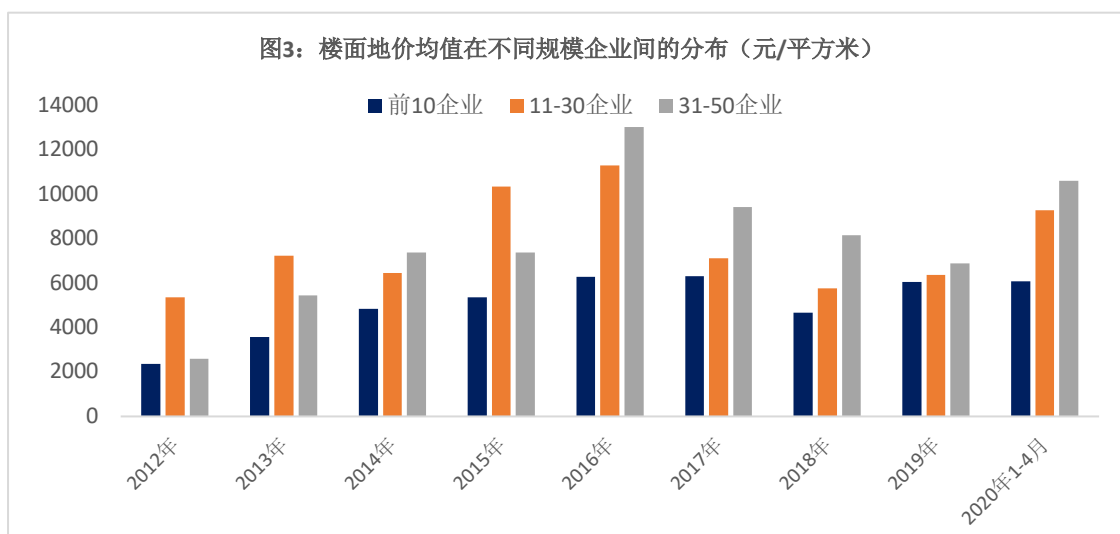


资料来源：中国指数研究院。

**第二，大企业不仅拿地数量多，而且在地价方面优势明显。**从楼面地价均值看，前10企业的土地成本显著低于排名11-50企业，约为后者的30%-50%。2020年1-4月前10大房企拿地的平均楼面地价也远远低于其他规模企业，说明了土



地成本在企业间的分化。



资料来源：中国指数研究院。

第三，大企业地级以上城市覆盖率远高于中小企业。大企业拿地的楼面地价均值存在成本优势，并不代表这些企业是在低地价地区拿的土地，主要是由于这些大企业整合资源的能力较强、投资时点的把握能力较强。如表4所示，2019年前10大房企在地级以上城市的覆盖率为36%，远远高于排名11-50的企业。

表5 不同层级百强企业地级城市布局（2018-2019年）

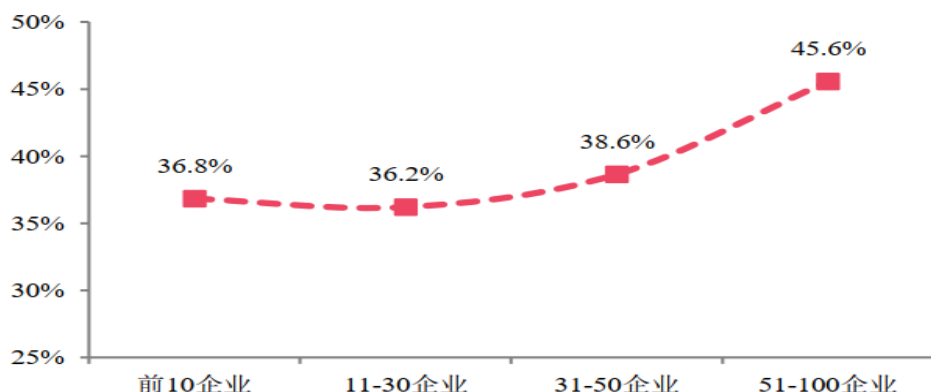
年份	Top10		Top11-30		Top31-50
	平均进入地级城市数量	地级以上城市覆盖率	平均进入地级城市数量	地级以上城市覆盖率	地级以上城市覆盖率
2018年	103.6	35.20%	32.4	11.00%	6.40%
2019年	105.4	36.00%	42.3	14.40%	7.40%

资料来源：中国指数研究院。

#### （四）企业盈利能力的分化格局

龙头企业一方面受益于规模效益，土地成本、融资成本、期间费用等均处于行业较低水平；另一方面，通过优化管控模式、加快周转效率等，降本增效，相比中小企业能够更加有效促进企业盈利水平的提升。下图显示，2019年规模较大企业土地成本处于行业较低水平。前10企业、11-30企业土地成本占销售均价的比重处于行业较低水平，这为后期更高的盈利水平留足了更多的空间。

图8：百强代表企业2019年拿地均价/销售均价的均值变化

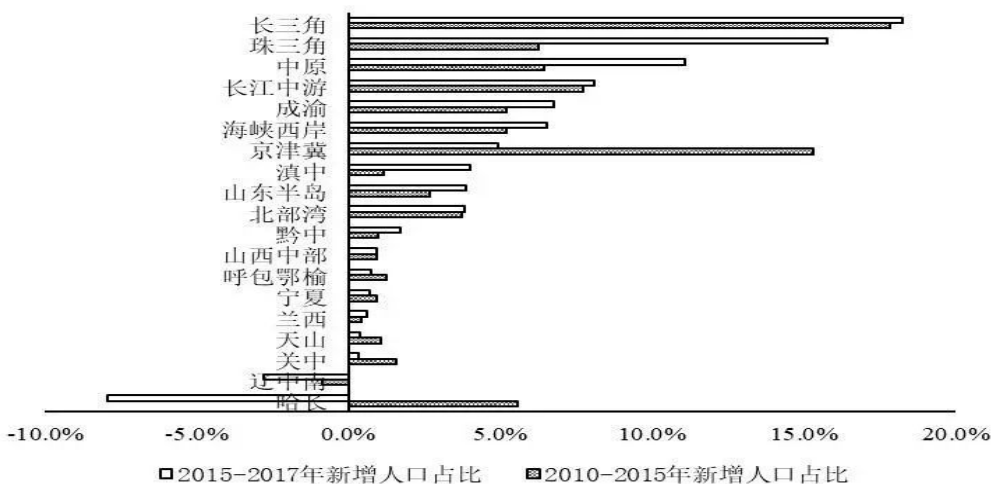


资料来源：中国指数研究院。

### (五) 不同城市房地产市场的分化格局

第一，不同城市供需关系分化明显，城市市场过热与趋冷并存。当前房地产市场的超级分化不仅表现在企业层面，也反映在城市层面。由于产业和人口的集聚特点所决定，不同城市房地产市场的供求格局差距很大，部分城市供求关系紧张，城市仍需采取限价控价的措施。而另外一些城市，由于经济活力不足和新增人口的减少，房地产市场需求减弱，交易低迷，房价面临下跌压力。从下图可见，2015年之后长三角、珠三角、中原、成渝等地新增人口不减，占比持续增大，支撑了当地房地产市场的发展。辽中南、哈长地区则面临人口流出困境，这些区域的非省会城市的人口流出形势更加严峻。

图9：不同区域新增人口情况



从具体的市场数据来看，2020年1-4月，在房价累计上涨的20个城市中，长三角城市有11个，占55%（下图所示）。而目前不少其他城市，特别是一些非

重点都市圈的三四线还需依靠打折优惠，以价换量获得销售回款。

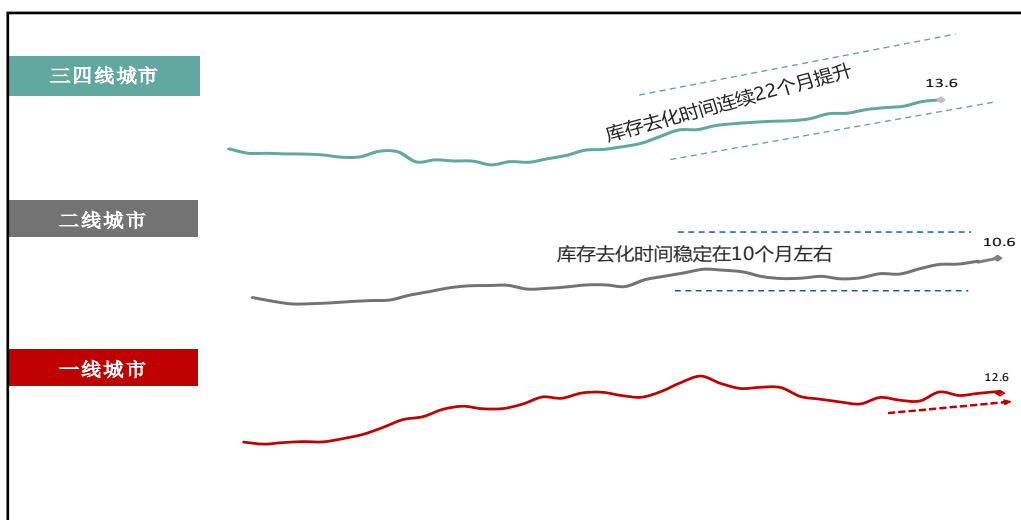
图 10：2020 年 1-5 月百城新建住宅价格累计涨跌幅

2020年1-5月百城新建住宅价格累计涨跌幅				2020年1-5月百城新建住宅价格累计涨跌幅			
1-5月累计上涨TOP20				1-5月累计下跌TOP20			
排序	城市	1-5月累计涨幅	城市群	排序	城市	1-5月累计跌幅	城市群
1	温州	3.82%	长三角	1	衡水	-2.40%	京津冀
2	绍兴	3.58%	长三角	2	潍坊	-1.78%	山东半岛
3	西安	3.18%	关中	3	哈尔滨	-1.64%	哈长
4	杭州	2.94%	长三角	4	桂林	-1.38%	/
5	常州	2.93%	长三角	5	长春	-1.30%	哈长
6	无锡	2.86%	长三角	6	北海	-1.18%	北部湾
7	上海	2.82%	长三角	7	洛阳	-1.01%	中原
8	成都	2.79%	成渝	8	天津	-1.01%	京津冀
9	连云港	2.53%	长三角	9	济南	-0.97%	山东半岛
10	日照	2.34%	环渤海	10	中山	-0.94%	珠三角
11	嘉兴	2.32%	长三角	11	株洲	-0.86%	长江中游
12	江阴	2.30%	长三角	12	昆山	-0.77%	长三角
13	银川	2.04%	宁夏沿黄	13	湘潭	-0.73%	长江中游
14	扬州	1.88%	长三角	14	北京	-0.70%	京津冀
15	东莞	1.57%	珠三角	15	海口	-0.70%	北部湾
16	唐山	1.57%	京津冀	16	汕头	-0.69%	海峡西岸
17	宁波	1.42%	长三角	17	厦门	-0.69%	海峡西岸
18	绵阳	1.39%	成渝	18	佛山	-0.67%	珠三角
19	沈阳	1.23%	辽中南	19	淄博	-0.63%	山东半岛
20	西宁	1.20%	兰西	20	合肥	-0.57%	长三角

资料来源：中国指数研究院。

第二，不同城市房地产库存和风险分化明显。城市房地产市场的分化不仅表现在成交量和价格方面，还表现在未来不同城市房地产库存和风险的差异。具体来看，截至 2020 年 3 月末，一线城市短期库存去化时间为 12.6 个月，较去年四季度末提升 0.1 个月。二线代表城市短期库存去化时间为 10.6 个月，较去年四季度末提升 0.6 个月。三四线代表城市短期库存去化时间为 13.6 个月，较去年四季度末提升 0.9 个月，去化时间自 2018 年 6 月以来持续提升。

图 11：2017-2020.3 各线城市短期库存去化时间走势图



资料来源：中国指数研究院。

**整体来看**，我国房地产市场的超级分化将使调控的背景发生深刻变化。一方面，大企业具有产品创新、服务效能优化、运营更加精细等优势，土地、金融和市场资源将进一步向头部企业集。在当前不确定性增大的环境下，大型企业把握机会的能力更加，也将进一步加速行业整合。另一方面，不同城市供需关系分化明显，城市市场过热与趋冷并存也意味着政策仍需保持定力，防范部分热点城市短期内的市场升温。综合来看，在企业、城市超级分化的格局下，未来我国房地产市场行业将在较长时间内呈现出“**市场超级分化与政策坚定调控**”并存的特征。

### 三、房地产市场的坚定调控

#### （一）当前调控政策现状

**中央层面**，鉴于历史的经验教训，此轮调控充分显现了中央的政策定力。中央政治局在4月份的会议中重申“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，严控资金违规流入房地产。5月10日，央行发布《一季度货币政策执行报告》指出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。4月20号深圳监管部门要求当地银行业对房抵经营贷违规流入楼市情况，开展全面排查。之后，四川、上海等地的监管也采取了类似的严管措施，对资金违规流入房地产进行严密管控。5月，两会政府工作报告也提出：“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。”

**地方层面**，目前的房地产政策主要集中在**供给端**，土地政策成为因城施策的主要空间所在，包括采取积极推地的举措，加快土地招拍挂；通过减少土地拍卖保证金金额的政策，降低购地门槛；通过缓交、分期缴纳土地出让金等政策，缓解开发企业购地压力；通过简化用地审批程序等政策，加快新开工速度；通过放宽预售条件等政策，加快销售等。**需求端**方面，政策的出台和实施都相对谨慎，各地发布的降低购房首付比等楼市放松措施均未获得执行，人才政策成为地方在需求端活跃房地产市场的主要政策。

#### （二）未来调控政策方向

中长期来看，当前我国房价处于高位，房地产市场根本的矛盾并未得到实质

性解决。根据央行的数据，我国个人购房贷款余额占金融机构贷款余额的比重从2011年的13%快速上升到2019年19.7%，房贷收入比从2005年14%上升到2019年的46%。最近央行公布的调查也表明，2019年我国76.8%的居民家庭拥有住房贷款，户均家庭住房贷款余额占家庭总负债的75.9%。因此，保持房价的稳定对我国经济社会的稳定和金融安全至关重要。在此背景下，未来房地产市场仍需坚定调控方向，在施策方向上需要保持“五个不变”。

### 1、“房住不炒”战略定位不变

**政策关键在“炒”字，防止炒房反弹。**经过近几年精准施策，房地产调控已取得明显成效。当前，在货币政策宽松，房地产市场超级分化的格局下，具有“炒”作空间的城市主要是部分人口快速集中流入的城市，在这些城市坚持抑制“炒”的调控政策不能放松。炒房的必要条件有三个，一是有杠杆支持，二是有获利空间，三是有反复交易的机会。当前在需求端实行限贷、限价、限售、限购等措施都有利于控制炒作，所以在房价上涨有压力的城市不应放松已有的调控政策。在防止“炒”的反弹的同时，还要落实好“住”的需求。要明确“居住优先”的政策导向，在住房保障和农民工市民化等方面完善政策，并支持其他居民的自住需求。疫情之后，居民对住房改善需求上升，住宅产品在提高绿色和智能标准、灵活可变户型、健康安全住区、完善教育、商业和养老社区配套、提升物业服务水平、打造5分钟生活圈等方面应有进一步提高。

### 2、“租售并举”的供给体系不变

**政策关键在“租”字，发展好住房租赁市场。**租赁是解决新就业职工和新市民住房需求的重要之策，在人口净流入的大中城市租赁需求旺盛，但在供给方面仍存在着不足、错配和不规范等问题。发展住房租赁市场，要加快推进行业监管、行业规范、行业标准、行业税收等方面政策法规的建立；确立行业产品的分级定档机制，品牌评估机制，为行业进入社会投资做好准备；要盘活存量低效物业，落实政策，使城市的核心区大量的商业用房和老的工业用房，按照政策转换为租赁式公寓；加快住房租赁信息平台建设，统一相关信息数据标准，为行业主管部门决策和企业经营提供参考等。对提供长租服务的租赁企业来讲，在充分利用科技力量，提升管理效率，降低运营成本，



提供多元化的增值服务，拓展盈利空间，精准定位客户提高服务效率，提供多层次的产品服务满足不同用户租房需求等也有较大的提升空间。

### 3、“因城施策”的调控机制不变

政策关键在“城”字，城市政府对当地房地产市场平稳负总责。当前及今后城市房地产市场呈超级分化格局，城市政府对当地房地产市场发展应当有一定的预见性，按照“人、地、房”挂钩的原则，制定和落实土地供给规划，明确住房供应体系，减少供求错配，针对本地市场，动态精准施策，提高宜居水平，在供求关系严重紧张的城市，应以都市圈为范围，统筹核心城市与周边中小城市房地产市场发展，建立统一协调的房地产管控体系和目标，实现房地产市场高质量发展。

### 4、实现“三稳”的调控目标不变

政策关键在“稳”字，防止市场大起大落。稳地价、稳房价、稳预期是中央政府对房地产市场发展的基本要求，也是当前坚持底线思维、增强忧患意识，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备的重要方面。当前城市房地产市场的超级分化、疫情影响、地方政府对土地财政依赖不减反增、更宽松的货币环境和更严峻的就业形势，几大冲击之下使城市政府实现“三稳”比以往更为艰难。各地各部门应储备市场异常波动下的救济政策和管控政策，着眼长远，促进房地产市场平稳健康发展。

### 5、房地产金融政策维持稳健不变

房地产市场历来对货币政策高度的敏感，政策关键在稳房贷利率。从世界经验和我国房地产市场发展的历史过程看，房地产市场的涨跌与利率的执行水平直接相关。虽然为了应对疫情，中央决定稳健的货币政策要更加灵活适度，将综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。但考虑到当前的调控方取得成效，利率水平对房地产市场的刺激过于敏感，房地产金融政策的全面宽松化仍需相对谨慎。

刘元春 连平 秦虹 毛振华 朱海斌 潘向东 陈彦斌联合解析：

## 房地产市场的超级分化与坚定调控

今日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限公司联合主办的中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第9期）于线上举行。百度APP、网易财经、新浪财经、凤凰网财经、《财经》、搜狐财经、WIND、中国网等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数逾150万。本期论坛由中国人民大学国家经济学教材建设重点研究基地执行主任、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员陈彦斌主持，聚焦“房地产市场的超级分化与坚定调控”知名经济学家刘元春、连平、秦虹、毛振华、朱海斌、潘向东联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院高级研究员、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员、住建部政策研究中心原主任秦虹代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。

报告就以下三个方面展开：

- 第一，当前房地产市场的主要特征；
- 第二，基于基本逻辑看房地产市场与调控政策；
- 第三，针对我国房地产市场发展现状的若干建议。

首先，报告指出，我国房地产市场在疫情之后总量上恢复势头良好，但是仍然反映出很多结构性问题。从投资来看，房地产开发投资从1-5月份-0.3的增长到预计6月份恢复到正增长，增速好于基本建设投资增速和制造业投资增速；今年上半年土地市场恢复更加明显，楼面地价和溢价率一直处在上涨态势；从房地产市场的末端来看，销售面积和销售额总量也恢复良好；到5月份全国商品房销售面积和销售额从2月最低点恢复了大约有30个百分点。

当前房地产市场销售面积与销售额增速基本同步，但之前两者相差6-10个百分点，反映出当前总量的恢复主要依靠打折促销、购房补贴以及核心地段、核心城市的一二手房价倒挂，通过降价推动了销量的增长。所以总量很好，但背后的结构性深层次的问题也非常突出。如，1-5月在全国商品房销售额和销售面积均出现负增长的情况下，规模在500亿以上的房地产企业上半年销售额已经恢复

到了正增长，这反映出了房地产市场的分化。但用分化已不足以形容当前的房地产市场，当前房地产市场是超级分化的格局。而这种超级分化在房地产企业之间以及城市之间、城市内的项目之间均有体现。

在房地产企业方面，分化的加剧出现在 2015 年。2016-2019 年，百强企业销售额四年占比提高了 24.8% 的百分点，按照平均每年 6 个百分点的速度在提高。在疫情影响下，上半年全国房地产市场的销售面积和销售额仍然是负增长的情况下，前三大房地产企业门槛值却提高了 8.85 个点，全国前十大房地产企业的门槛值提高了 5.2 个百分点。

从企业融资规模看，今年上半年前三十大房地产开发企业的海外债和信用债的融资规模占到了百强企业的 64%；从融资成本来看，以 2020 年 4 月当月房地产企业发行的信用债成本为例，成本最低的企业和成本最高的企业融资成本差了 5 倍；从土地市场来看，前三十大房地产企业在今年上半年获得土地的数量占到排名前五十企业的 85%。企业规模越大，楼面地价越低；企业规模越小，楼面地价越高。企业在拿地成本上也出现了一个非常明显的差距。

不同城市的房地产市场表现也存在着明显的分化。从城市间来看，可以看到百强房地产企业今年上半年的土地取得主要集中在五大城市群，占到拿地规模的 60%，其中长三角一个城市群占到了百强企业拿地规模的 30%。从房价来看，今年上半年涨幅排名前二十的城市一半以上集中在长三角地区。

不光城市之间，城市内部也存在明显分化。北京 300-400 万及以上的房产成交量处在负增长状态，但 700 万以上的房子的价格在上涨。在城市内部的土地市场方面，以成都为例，今年 7 月 2 日成交的两块 70 年住宅性质的建设用地土地，分别位于城北、城南，但是两个地块的楼面地价相差 12.8 倍。此外，住宅地产与商业地产、不同地段的房产需求量、不同房企的库存都存在超级分化。房地产市场的超级分化使我们调控和应对风险的难度也更大。

第二，基于房地产的三个最基本特征，可以看出房地产市场的以下三个基本逻辑：

首先，房地产是城市运行的载体，所以房地产市场与人口和产业共兴衰。房地产是第三产业，它是一个城市运行的载体，这个载体发展好坏取决于其所承载的第二、三产业和人口的数量和质量，而不是相反。所以整个房地产市场的好与



坏，不同地区的好与坏，和房地产产业及人口的变化有很大的关系。

就人口和产业流动方向而言，有三个指标至关重要：就业友好、交通枢纽以及公共服务优良。这三个指标决定了人口和产业的流向，相应地也决定了房地产市场的发展。就产业和人口流动区域分化而言，京津冀在 2015 年之后人口增长速度下降；长三角在 2015 年前和之后人口的集聚速度变化不大；珠三角在 2015 年之后人口集中的速度是非常快。从省际来看，广东省、浙江省在去年人口增长非常明显，有的省份甚至出现负增长。即使一个省内的城市之间差距也非常大。这种差别产生了房地产市场的超级分化。

其次，房地产有资产属性，所以房地产市场本身对货币政策是高度敏感的。最明显的是房价与实际利率呈现相反走势，这一点在美国、香港地区以及中国内地均有体现。从中国指数研究院今年 5 月对置业类型的受访者的调查可以看出，在宽松货币政策下，5 月投资避险性需求比前几个月开始有所上升。土地价格还有一些豪宅的价格上涨都与此有关。

正是因为房地产对货币政策的高度敏感，所以在当前宽松货币政策下，房地产市场调控是坚定的，为防止投机炒房仍坚持了比较明确的金融抑制政策，严查资金违规流入房地产。因为无论是房价收入比、租售比还是房贷收入比等，都显示当前资产价格仍处于较高的状态，继续上涨所带来的风险很大。所以房地产调控特别是房地产金融政策调控是不会放松的，可以看到今年“两会”关于房地产政策非常简单明了，就是重申“房住不炒”的定位，因城施策，促进房地产市场的平稳健康发展。

最后，房地产是不动产，所以房地产市场供求均衡有时滞、错配难解决。很多城市过去由于地方财政等各方面的原因，形成了一些房地产市场的错配。这一问题一旦形成非常难解决。房地产不能跨地区交易，供求均衡有时滞，同时房地产开发有周期，所以无论是政府还是企业，都必须尊重这一市场基本规律，在企业投资决策和政府政策决策中都必须要有前瞻性和预见性。要通过发展产业做好住房保障，带来需求、吸引人才，进而才能发展房地产市场。

第三，针对我国房地产市场的发展现状，提出以下四点建议：

一是仍然要以稳房价为目标，因城施策，把握好房地产开发节奏。稳房价关系到经济、金融安全大局，鉴于当前房地产市场超级分化的现实，要继续做好因

城施策，把握好房地产开发的节奏，坚持“房住不炒”、金融政策底线、人地挂钩供地策略、完善租赁和保障、城市负主体责任、实现“三稳”等已有政策不变。

二是以都市圈为范围，统筹房地产发展与调控。都市圈是未来城镇化发展的主要空间载体，产业和人口向都市圈集中，所以有条件的地方，应该以都市圈为范围，统筹房地产市场调控、规划住房用地供给、推动公共服务同城化，形成人、地、房、产有序分布，缓解在核心城区租购住房的压力，化解房地产错配风险。

三是以城市更新为抓手，引导房地产行业的转型升级。随着现在城镇化率的提高和房地产供给的总量达到了瓶颈，城市更新释放城市内的低效空间的发展余地非常大。今后要改变靠增量扩张式的粗放城市发展模式，走集约化、内涵式、精明式增长的城市发展之路，这是提高城市发展质量的一个重要方面。城市更新就是从过去的“土地红利”转向未来的“效率红利”，引导房地产行业的转型升级。

四是以控制风险为底线，储备各类相机决策的政策措施。房地产市场风险一旦爆发影响面非常大，控制风险仍然是房地产政策的底线，应该研究储备应对各类风险的政策措施。

五是以量、价、金融等指标为核心，进行系统性市场监测。应大量运用信息化技术，提高对房地产市场的监测和管理水平，并通过监测指标的公开化，以信息引导房地产行业健康自律发展。

论坛第二单元，与会嘉宾发表了精彩演讲。

如何看当前中国房地产市场风险及中长期风险？

植信投资首席经济学家兼研究院院长连平指出，房地产市场的快速分化对于整个行业而言存在很多积极影响。一是一些经营不善的弱小房地产企业被淘汰出了市场，使得市场结构更加合理，这对整个市场的抗风险能力的提高是有好处的；二是这种分化有助于降低行业成本；三是有了一些比较大的规模企业之后，可以更加有规模地进行管理，便于市场管理的规范化。对于未来市场风险，连平认为从房住不炒政策明确之后，房地产市场总体运行比较平稳。风险是不是会爆发、泡沫不会被挤破，很大程度上和阶段性的政策实施有很大关系。

结构性泡沫存在会导致风险，要吸取一些国家房价快速上涨带来风险的教训，也要看到中国不同。中国的人口以及人均GDP的增长和中国城镇化的发展会为

未来的房地产市场平稳运行以及风险防控提供一个良好的物质基础。

中国人民大学经济研究所所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长毛振华指出，过去很多年房地产市场被认为会出现下跌，但是这种预期并没有实现，目前看来房地产市场即便在当前顶峰的状态下，很多城市还会出现上涨，这也显现出我国房地产市场的复杂性。房地产价格有自身的规律，受到基本供求关系的影响，现在整个中国房子的供给、商品房总量和人均住房到了相当的水平，似乎处于一种过剩状态，然而房子本身不是一个一般的消费品，它具有投资品的功能。这种性质影响了房地产价格规律的运行。

短期看房地产出现大的快速下降的风险是非常小的。然而在某些人口和产业流失比较严重的地区，特别是在四五线城市，房价下行存在非常大的可能性。

摩根大通中国首席经济学家朱海斌认为，房地产市场通过一个总量带动的时代早已过去，房地产市场面临更多的是结构性调整。尽管 2020 年房地产再次显示了非常强的韧性，但未来房地产对宏观经济支柱产业的贡献可能会越来越弱，此外未来我国房地产市场的需求是走弱的。未来的房地产市场发展动力更多来自结构性的转变。当下我们改革的主要方向集中在农村土地改革、户籍改革和新一轮城镇化的改革，从宏观来讲未来中国可能会寻找一些新的支柱产业来取代房地产产业，这对房地产市场是最大的一个挑战。

新时代证券副总裁兼首席经济学家潘向东认为，在这个时点研究中国房地产的发展方向，要考虑到货币扩张给资产市场带来的一些影响。特别是这一轮扩张更多的是海外的扩张，它可能会导致全球投资者寻求一些相对安全的资产市场。除此之外，我国的城市化率也会影响到房地产市场。当城市化空间在与基本面相吻合的时候，一旦货币环境相对宽松，往往会在资本市场首先体现出来。

房地产的调控也要因城施策，不要一刀切，不同的城市未来的走势不一样，面临的困境也可能不一样。另一方面我们在进行房地产调控的时候，不能仅仅从房地产本身来考虑，还要看到房地产跟地方债务是密切联系在一起的。我们要考虑到一旦房地产发展起来，地方政府可能就会有扩表的冲动。这方面各地政府还是要把握一个度，不能透支未来，埋下一些风险隐患。

中国人民大学副校长刘元春指出，三大背景使得房地产市场风险备受关注：一是由于货币政策的极度宽松，必定会引来一场资产价格的急剧上扬，特别是在

实体经济持续低迷的情况下，大量的流动性会脱实向虚，加剧我们泡沫经济的出现；二是我国的总体杠杆率大幅度上扬；三是我们今年的房地产的走势呈现超级V型。这种结构性分化太强烈，意味着双重风险的出现。这会引发房地产资金在全国的再配置，从而出现马太效应。此外，如果局部泡沫的金融链、债务链足够强，也会引发强劲的总体性危机。

应该如何处理好中国房地产与中国经济发展的关系？

连平认为，对于中国这样一个人口大国来说，房地产市场在整个产业中占有非常重要的地位。但是由于区域性不平衡、结构性不平衡和货币多发等多重原因，造成了目前房地产市场对中国经济的影响超出了应有的水平。未来要处理中国经济与房地产之间的关系，首先还是要从房地产市场本身入手。需要将土地政策的总体框架和人口、产业的流动很好地结合起来。同时，包括货币政策在内的金融政策要做到更好的匹配。

毛振华认为，就社会资源配置而言，是不是存在房地产挤占了别的行业的空间，是一个比较复杂的问题。房地产会被银行、个人作为配置资源的重要选项，是因为它具有类金融资产性质，甚至它的流动性还相对较高。人们热衷于配置房产，是由中国现行的经济结构以及其他经济部门的状态决定的。所以就此而言，不能简单地认为房地产资源配置对其他的产业存在挤出效应。

朱海斌认为，现在谈防止房地产泡沫实际上与我们目前稳增长的目标是背道而驰的。房地产行业的稳定发展，对于中国宏观经济的稳定运行是至关重要的。这种重要性体现在以下几点：一是房地产行业在中国GDP中占比大概超过1/8，如果算上对上下游行业的影响，其对GDP的贡献率超过20%；二是房价波动影响到居民消费，房价的稳定有助于消费的稳定；三是房地产市场是一个很重要的财政支撑；四是房地产市场的稳定有助于金融体系的稳定。从政策上来讲，坚持房地产市场的平稳发展，可以更加有效地控制一些金融风险。

潘向东指出，房地产在过去几十年，对中国经济发展的功劳是不可抹杀的，它也与中国经济发展的阶段密切相关。过去二十年中国老百姓从温饱问题的解决到今天逐步提高消费水平，而这中间拉动中国经济的两大引擎就是房地产和汽车。它们满足了中国老百姓的住和行的需求。随着未来房地产市场增速放缓，其发展方向也逐步转向高质量发展，这与我国的经济发展阶段是密切相关的。中国的经



济安全无法依靠房地产市场实现，所以在任何时候经济发展都不能过度依赖房地产市场。未来我们的发展政策调控主要以创新为导向，通过技术升级提高国家经济安全性，所以未来房地产对于我国经济变得不如现在重要。

中国人民大学副校长刘元春认为，认识中国的房价、房地产泡沫和风险要有新的思路，而不能简单按照一些发达国家的经验套用，应该考虑以下五大因素：第一，中国的房地产市场本质上是行政性管控市场，不能简单地把房地产价格的变化与整个国民生产的成本完全联系起来；第二，中国的房地产市场是一个超级分割的房地产市场；第三，中国的房地产市场还是多元化隐性的市场，表现在还有许多住房无法进入二手房市场；第四，建立在房地产市场基础上的衍生品链条不是很长，主要是以房地产和土地为核心的资产证券化以及证券化之后的衍生品，风险波动性较小；第五，当前中国是成长型经济体，房地产市场与日本、欧洲这种成熟型经济体的房地产市场有本质的属性差别。

疫情后房地产市场的走势将是怎样的？

连平认为，总体来看需求在进一步恢复。从房地产的短周期情况看，今年到明年正是处于一个上升阶段。所以房地产市场的进一步复苏是可以期待的。具体原因可以归纳为以下四点：第一，目前整体疫情控制得比较好，整个市场处在全面恢复的过程中，尤其是消费需求也在快速地恢复，房地产需求在经济复苏过程中进一步释放；第二，国家大力推进区域经济一体化，城市群和都市圈的建设也在快速地推进，这些政策拉动了区域性房地产需求；第三，中央有关部门发布了要素流动以及新型城镇化的两个政策文件，这对于房地产市场的影响是持续深入的，会进一步促进市场人气回升；第四，今年上半年有关货币信贷的增速都在持续提高，尤其是最近两个月，金融对房地产的支持总体稳定。

毛振华认为，疫情给世界和中国都带来了深刻的改变，尤其是在人口流动方面。一方面疫情冲击下很可能出现全球化的退潮，而我国有可能或已经出现外出打工人员返乡潮，这也就影响到不同区域的房地产市场。疫情之后，我们要思考房地产的价格和房地产的配置政策。要尝试对不同价格的房子征收不同的税收，除此之外要考虑彻底放开高房价。这些会深刻影响中国未来的房价、国民收入分配以及社会公平。对于工业房地产过剩的问题，毛振华认为现在是用存量工业用房转化廉价租赁住房的好机会，相关研究不能简单地只看到住宅房地产，也要关

注商业房地产和工业房地产。

朱海斌指出，疫情之后中国经济在全球范围内是先进先出的，中国是第一个实现疫情控制的经济体。当然从下半年来讲全球的疫情防控和恢复还面临着很大的不确定性。房地产虽然在恢复，但目前并没有出现过热的苗头，基本上无论从政策还是市场走势来讲都是稳字当头。预计今年房地产的投资全年增速在5%左右，房价涨幅和房地产的销售大概都在个位数的水平。目前存在七大都市圈的概念，从动态变化来看，七大都市圈与都市圈之外的这些城镇，无论在房地产的市场发展方面还是在经济发展方面，都存在非常大的区别，这可能是未来房地产市场趋势研判中需要重点关注的一个新的领域和现象。在房地产政策调整方面，要进行一些过渡，以市场化、长效化的安排取代目前的一些行政管制。

潘向东就疫情之后的房地产政策发表了自己的看法：第一，对待不同城市要差别对待，对于一些三四线城市，疫情冲击到房地产需求，所以对这些城市要做好应对低迷的政策措施；第二，对于一线城市和核心二线城市要应对好股市走强之后的房地产价格波动，调控政策还是不能够放松，要保证市场的平稳性。

中国人民大学副校长刘元春对疫情之后的房地产走势做出了四个判断：第一，在这种后疫情时代只要中国疫情可控，资产价格适度回归的预期就是既定的，资产和流动性的流向也应该是既定的，因此房地产在下半年出现一些持续回升是大概率事件；第二，因城施策和坚持三个稳定、坚持房地产只住不炒的政策定位，必定意味着对违规资金、违规交易管理的强化，但这种强化不足以逆转整个大环境下所形成的资产价格预期；第三，城市群、都市圈的发展给结构性变化带来推动力，这也是下一步发展需要的结构性力量；第四，不要忽略一些供给侧结构性改革上的问题和整个市场分化带来的调整契机。

论坛第三单元为媒体提问环节。

中国经济导报记者：请问刘元春教授如何解读大城市买房市场火爆，但租房市场不景气的现象？该如何拯救“跌跌不休”的四五线房地产市场？

刘元春：市场对于流动性、政府行为以及区域性战略的判断，形成了一些增长极、城市群、城市带和人口输入地房地产价格上涨的预期，这是这个问题的根本性的原因。

目前来讲中央在保地方运转方面已经做了很多文章。保地方运转很重要的一

点就是在财政上，特别是使地方政府摆脱土地财政所带来的困扰和绑架。如果使地方财政不依托于土地财政，同时在事权和财权的匹配上以及各种监管上进行改进，应当能够适应目前这种结构性的变化。用结构性的政策来对冲目前结构性的变化，应该能够解决当前的这个问题。

## 刘元春：从本轮房地产市场风险的特性把握未来趋势

刘元春 中国人民大学副校长

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第9期）上的发言

### 一、高度关注四大新特性，而不是传统的风险指标

我们在二十多年里都在谈房地产风险，这一轮谈房地产风险与以往有什么不一样？这是值得我们思考的。之前很多专家都在说，中国房地产市场可能要崩溃，但是过了十多年之后，中国这个要崩的房地产市场从来没有崩溃。这些预测最大的问题就在于总是拘泥于房价收入比、租金利息比、房地产杠杆率等参数来静态分析房地产市场的问题。为了避免重蹈过去分析的覆辙，我们必须深入分析中国在“疫情阻击战”取得阶段性胜利之后新一轮房地产风险一下四个方面的新特征：

第一，整个全球流动性出现了异乎寻常的上扬，特别是央行的扩表天量扩展。这个背景马上会使人想到，货币政策的极度宽松必定会引来资产价格的急剧上扬，特别是在实体经济持续低迷的情况下，大量的流动性会加剧脱实向虚，加剧泡沫经济的出现。

第二，世界各国家的总体杠杆率大幅度上扬。这一轮救助一个很重要的举措就是极度财政扩张，全球财政扩张达到了全球 GDP 的 8% 左右，我国的赤字率名面上讲的是预算赤字率 3.6% 以上，但实际上，我们三本账加总在一起的实际赤字率可能超过 11%。政府债务率过度上扬必然导致政府重新依赖于房地产，从而导致政府行为可能会被房地产绑架，容忍房地产价格的上扬。因此，很多人猜测，后疫情的高债务可能导致政府监管名紧实松，纵容地方房地产价格的快速回升。

第三，上半年房地产的走势是一个超级 V 型，大幅度反弹可能预示着新一轮资产价格的快速上涨，未来风险可能快速上升。房地产深度回落在 2 月份，但是我们实际上在 5 月份就出现了一个全面上扬的状态。如果从销售数据、价格数据、投资数据实际上六月单月数据都全面转正。这种全面转正马上引发了大家的一个思考：流动性泛滥、负债率持续上扬、政府有可能被持续绑架的这种状况里面，房地产目前的复苏是不是意味着房地产会出现超级反弹。今年特别是后疫情时代，全世界对房地产的担忧主要集中在因为大停摆、大封锁导致的房地产崩溃，担忧房地产下滑可能会使我们经济下行的压力更强烈。房地产的复苏在某种



程度上是支撑中国经济复苏的一个核心，但是现在大家会看到它的两面性。

第四，结构性分化太强烈，意味着双重风险的出现。这种现象一方面会引发房地产资金在全国的再配置，从而出现马太效应：好的地区价格更猛，差的地区价格更差，人口流入地的价格会涨得更猛，人口输出地价格下降更大。这种情况引起的风险在债务上的传递、金融市场上的传递，可能会更猛。

当然在房地产研究里面还有一个现象，房地产局部的泡沫是不是就不会引起整体的危机？目前研究的答案是肯定的——如果局部泡沫的金融链、债务链足够强，也会引发强劲的总体性危机。目前以长三角、珠三角为主体的这些城市的价格持续上扬，实际上代表了主体的风险，局部性的变化需要我们高度重视。

## 二、必须从中国房地产市场的 5 大特点重新认识中国房地产风险

在讨论中国风险的时候，一定要注意中国房地产市场的特性，而不能将房地产金融属性、投资属性衍生的风险简单化、表象化。为什么这么考虑？原因有以下五点：

第一，因为中国的房地产市场本质上是行政性管控市场，在土地市场上政府是完全垄断的，并且它的垄断是两手都抓，在工业用地和住宅用地上的目标函数差别很大，但又相互配合的。不能简单地把房地产价格的变化与整个国民生产的成本完全联系起来，这是和西方不一样的。更重要的是，我们会发现由于土地大量由政府所有，土地和相对不动产的抵押也往往是跟政府债务联系在一起的。因此，我们会看到土地市场上的风险在本质上是一种类政府性财政风险。

第二，中国的房地产市场是一个超级分割的房地产市场。这种分割的房地产市场是一个城市一个房地产市场，这种分割不仅仅是地理分割，更重要的是它与行政规划、人口户籍政策和公共服务等这样一些不均等化、碎片化密切相连的。一个城市由于它的服务和政府属性，使得它是分散定价的，一个县和另外一个县隔得很近，但是房价会差很远。

第三，中国的房地产市场在本质上还是多元化隐性的市场，这种隐性尤其表现在二手房市场。所以大家会看到前一阵讨论的房价与租金间的分离很严重。其中的一个重要原因在于我们有大量的国有用房，公务员的大量的住房虽然过剩，但是它不能够入市，导致这个市场极其隐蔽化和隐形化，它的定价也很不正常。

第四，我们看到中国建立在房地产基础上的衍生品链条不是很长，它的链条

主要是以房地产和土地为核心的这种资产证券化以及证券化之后的衍生品，在金融场所占比重很小，所以金融风险波动性也很小。

第五，中国是成长型经济体，它的房地产市场价格上涨与日本、欧洲这种成熟型经济体的房地产价格的上涨具有本质的属性差别。我们的房价即使很高，但通过 GDP 特别是名义 GDP 的增长，可以实现反向软着陆。一个国家如果房价增长速度没有过多地超过它的名义 GDP 增长速度，大概率是没有问题的。这些年整体房地产价格的增长速度并没有超过名义 GDP 的增长速度，因为房子永远是往中心修的，它的定价基础是超级级差地租，因此它正常情况下是比名义 GDP 增速快的。

所以从这五个角度来看，我们认识中国的房价、认识中国的房地产泡沫、认识中国房地产的风险就要有新的思路，而不能简单地按照一些发达国家的经验套用，特别是日本的经验。我们应当在中国房地产市场的分析框架中，注入这五大因素。

### 三、风险可控的房地产持续复苏是未来几个季度的基本走势

第一，后疫情时代只要中国疫情可控，资产价格的预期适度回归是既定的和趋势性的。在这种预期回归的作用下，整个资产和流动性的流向也应该是既定的。因此，房地产在下半年出现一定的持续回升，应该是一个大概率事件。

第二，因城施策和坚持三个稳定、坚持房地产只住不炒的政策定位，必定意味着对违规资金、违规交易的强化管理，但这种强化不足以逆转在整个大环境下所形成的资产价格预期。

第三，区域增长极的打造、城市群、城市圈政策的放开，应当给予房地产市场结构性变化得到新的动力，这也是中国经济结构性调整和总体发展所需要的必须的结构力量，我们不要拒绝这种结构性力量。

第四，目前也不要忽略一些供给侧结构性改革上的力度和目前整个市场分化带来的调整契机。整个房地产市场，土地市场里面的这种刚性结构性的问题，还有房地产市场的竞争结构性问题，它的调整空间非常大。如果我们在供给侧结构性改革上的力度下得足够大，房地产降成本可以大做文章的，从而能够为我们政府、房地产企业以及广大居民达成一种共赢的制度红利。所以不仅仅要简单的谈调控和管制、谈因城施策，而是一定要在这种结构性制度改革的红利上进行全面释放。举个最简单的例子，现在全国房地产厂商是 9.8 万个，这 9.8 万个房地产

企业是没有任何规模经济的。我们和全世界平均来比，它的平均销售面积和生产面积都很低，从而导致其退出存在着刚性，拿地成本也存在着一些恶性竞争。如果我们在结构上的调整做足文章，实际上房地产的成本下降 20-30%是完全有可能的。所以，要找准目前在大分化、大调整背景下的政策切入点，而不能简单化。之前普遍认为房产税等政策对经济复苏打击比较大，疫情期间不能出台，结果大家会发现很多有利于长效机制构建的政策在高点时期不愿做，在低点时期不能做，最后导致大家僵持在这里。所以我们要找到一些结构性改革红利释放的可行路径。

## 连平：房地产市场今年到明年进一步复苏是期待的

连平 植信投资首席经济学家兼研究院院长

以下观点整理自连平在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第9期）上的发言

目前房地产市场分化态势有所加快，这对整个房地产行业来说，我认为更多的是一些积极的因素：

一是市场结构更为合理。近两年房地产行业面临的挑战不小，包括去年的贸易战和今年的疫情冲击，导致一些规模相对较小、资金管理相对欠缺的房地产企业退出了市场。相应地，对于剩下规模较大的房地产公司来说，其抵抗风险的能力相对较强，有助于整个市场应对风险能力的提升。

二是有助于降低成本。此前秦虹也提到过，降成本有助于控制房价的上行压力。

三是有助于调控政策落地，使市场保持健康发展。随着行业集中度的提升，宏观调控政策落地的效果也将得到提升，这对房地产行业应对未来可能风险和不确定性更为有利。

关于未来市场风险怎么看？

近几年在“房住不炒”的政策基调下，房地产市场总体运行还是比较平稳的。尽管尚存在一些结构性问题，比如某些局部地区存在价格上涨较快的状况，但从全局看资产价格波动还是比较平缓的。考虑到去年贸易战、今年疫情连续冲击下，行业运行总体能够保持平稳，显示出其抵御风险的能力是比较强的。

从货币政策方面看，总体是稳健偏松。银行间流动性比较充裕，市场利率水平也在降低，资金供给状况相对比过去要友好，所以这种情况对于整个房地产市场平稳运行提供了一个相对较好的金融环境。

至于谈到风险和泡沫的问题，很大程度上与阶段性政策的实施有关，如果没有政策加以调节和管控的话，可能还将持续一段时间。

鉴于外部环境复杂多变，一季度经济负增长幅度较大，经济正处于复苏的初期阶段，预计下半年宏观政策不会收紧。因此，宏观和政策环境相对宽裕，对房地产市场保持健康平稳运行还是比较有利的，以市场化方式管理房地产市场可能是更为合适的选择，既不需要刺激也不建议大范围收紧是比较妥当的。

从长期来看，房地产行业依旧需要进行结构性调整。针对房价快速上涨所带来的风险，要充分吸取过去一些国家的经验教训，比如日本、韩国在遭遇亚洲金融危机时期，房地产行业出现大幅衰退。当然，我国也有自身特殊的状况，城镇化发展对房地产行业提供了巨大的需求基础，人均 GDP 和城镇人口将进一步提升为未来的房地产市场平稳运行以及有效控制房地产市场的风险而提供一个良好的基础。

房地产行业对我国经济发展还是很重要的。从行业占比的角度来看，房地产行业对 GDP 的贡献是巨大的，从某种角度出发，也可以说是最重要的耐用消费品。随着人均 GDP 水平的逐步提升，对房地产的需求是持续增长的。

中国正处于城镇化快速发展阶段，从目前看来，60%的常住人口向 70%水平进一步迈进。然而，局部地区存在房价上涨过快的问题，因此房地产行业可能本身对经济的影响已经超过了其自身应有的承载能力。由于原因十分复杂，这里主要提两点：

第一，房地产行业存在结构性不平衡的问题。从总量上来看，应当说房地产市场保持相对平衡，结构上却存在不平衡的问题，尤其是区域性供求关系的不匹配，导致房价存在较大上涨的压力，一旦经济进入货币宽裕的周期，便会加剧这种不平衡的问题。在这个闭环运行下，随着时间的推移，就会面对一些地区房价涨幅过快、泡沫化的问题。考虑到房地产行业规模较大，若房地产行业出现较大波动，也会对整体经济运行影响产生不利的影响。

第二，高房价会推升整体经济成本。从风险角度来看，短中期泡沫大范围刺破的概率不大，但还是要关注高房价所带来的一系列负面影响，尤其是对大城市中企业经营的影响。高房价推升了地块租金、劳动力成本，同时对诸如北上广深这些大城市的科创中心建设不利，这是一个比较大的风险。

当前区域性的结构性不平衡和货币多发纠缠在一起，造成了目前的这样一个状况。房地产本身作为资产，其资产价格的核心取决于供求关系，如果供求长期处于均衡水平，房价并不具备持续上涨的基础，市场预期也会相对平稳。当然，房价短期波动与其金融属性的关联度也很大。

在未来要处理好结构性问题，首先还是要从房地产市场本身入手，这里所提到的供求关系，最重要也是最基础的供求关系便是土地。过去 20 年的数据表明，



土地供给的总体的政策框架有待调整，土地的供给应当与需求状况变化相匹配。在人口流入持续放缓的地区，土地的供给长期以来增速比较高；但是在人口流入快速增长的地区，人口进一步聚集效应并未在土地供给中体现，其增速明显慢于人口流入较少甚至流出的地区，结构上造成了区域性的不平衡。如果能够妥善处理好人口、产业和土地之间的关系，将有助于缓解地区间不平衡的问题，也对控制房价起到重要的作用。

金融层面也需要避免粗放式的调控方式，应当在结构上加以区分。从供给端来看，鉴于区域性不平衡问题突出，金融政策在区域上也应做差异化处理，例如人口、产业流入较多的地区应该加以支持，但是在某些价格上涨较快的地区，需要配合高标准的监管体系。从需求端来看，应当增加金融调控举措，抑制需求过快增长。对于未来，如果房地产市场调控能够在供需两端做到平衡，对中国经济健康成长是有益的。

预计房地产市场还会进一步复苏。首先，国内疫情管控能力较强，市场处于全面恢复阶段，尤其是消费也在快速恢复，房地产作为重要的耐用消费品，挤压了部分因贸易战和疫情影响的需求，在接下来经济复苏的阶段将逐步释放。其次，最近两年国家大力推进区域经济一体化，包括大湾区和长三角等区域发展政策相继落地，城市群和都市圈建设正快速发展，都将进一步推动这些地区的房地产需求。最后，最近最为值得关注的，中央有关部门发布了要素流动以及新型城镇化的两个政策文件，对于房地产市场的影响是持续深入的，这将促进房地产市场人气进一步回升，户籍制度改革将提升要素流动中最为重要的劳动力要素，人才将流到那些产业发展更快、经济效率更高，成本相对更低的核心城市和重点城市群，带动房地产需求的进一步增长。

当前金融环境也相对较为友好。上半年，有关货币信贷的增速都在持续提高，尤其是最近这两个月，在房地产方面，金融支持总体稳定。总得来说，最近这几年和前些年相比，金融体系尤其是银行体系对房地产市场的支持力度相对有所放缓。具体而言，银行体系对房地产的支持主要是两大块：按揭贷款和开发商贷款。按揭贷款在前些年增速非常高，开发商贷款则相对平稳，占比不算高。如果将统计口径扩展到社融，其实有相当比例的资金也都是变相地流入了房地产市场。最近两年来，社融增速明显下降，增速较低，叠加监管方面要求增加，因此流入房

地产领域总量相对比较小。最近这段时间以来，货币政策稳健偏松之后，市场资金再度青睐房地产，增速回升。这些对于整个市场在下半年进一步复苏，也提供了良好的金融方面的条件。尤其看到在下半年，土地市场将延续上半年较为活跃的表现，下半年保持一个不低的增速。

总体来看，整个需求是在进一步恢复，房地产今年到明年正是处于一个短周期上升的阶段。所以，房地产市场的进一步复苏还是可以期待的，当然在这中间确实有必要在下一个阶段，对房地产市场的不规范的行为，对于存在的一些问题，尤其是违规的一些金融支持应该给予严格的调控，保持市场健康平稳发展。

## 毛振华：建议以居民收入水平为标准实施差异化的房地产政策

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授，中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第9期）上的发言

### 一、房地产市场分化态势延续，关注人口流动对房地产价格的影响

房地产是否存在风险的事情讨论了很多年。房地产市场风险主要是价格波动，而价格受到基本的供求关系的影响。一方面，从总量来看，房地产存在供给过剩。当前全国住房供给和人均住房面积都达到了相当高的水平，即便不考虑农村的住房，这一供给量也非常大。同时，不仅是住房总量，我们城镇居民购房比例几乎是全世界最高的，根据央行发布的调查报告，90%以上的城镇居民都拥有自己的房子，而且很多家庭不止一套。另一方面，从需求的角度来看，目前房价收入比非常高，居民对房地产的支付能力是受限的。如果按照一般的供求关系来说，这会对房地产价格的上涨形成抑制。但为什么过去十多年房地产价格出现了几轮上涨，甚至当前有些城市仍有上涨的势头，这是因为价格的基本规律不起作用了吗？要回答这个问题，需要理解房地产的特殊属性。房子本身不是一般的消费品，它还具备投资品的功能。政府对房地产的管控，一方面是利用房地产做拉动经济的重要抓手，另一方面也借助房地产管控改善人民生活。在这种大背景下，房地产行业发展跟政府的调控密切相关。政府为了房价费了很多心思，表面上政府很怕房价涨。其实政府最担心的是房价下跌，跌太狠会出现一系列的问题，例如老百姓的财富缩水、金融体系受冲击等，因为现在居民负债主要是房产按揭贷款。另外，房地产作为一种非常特殊的商品或者投资品，它是准货币性质的金融类资产。之所以房地产价格如此高，是与它的属性有关。

分析这些情况之后，我们再来综合看房地产的风险有多大。难道它就可以无限制地涨上去吗？它一定会和货币供给量有关系吗？我们看到往往房地产市场存在泡沫的国家，资金都非常充裕。房地产泡沫是在量化宽松非常到位的情况下暴发的，而不是在资金紧缺的时候。政府在收缩经济时，房价泡沫的破灭会成为经济下行、出现宏观体系问题的先声甚至是导火索。我们不能简单认为现在大量的货币供给，导致钱没有地方去，一定要去房地产。这种处理方式，只是水多



了加面，面多了加水的游戏，不太可能有好的效果。

综合来看，一个基本的判断就是短期内不管从供求双方，还是从现在房地产的属性和宏观形势的结合来看，房地产价格出现大的快速下降的风险是非常小的。虽然房地产价格处在高位，但不是完全没有上涨的可能，只是上涨的可能性非常小。房地产市场分化加剧，这与人口流动密切相关，少数城市对人口的集聚和吸引力特别是对于年轻异地人口吸引力不足，造成产业前景黯淡，这些地方的房价是呈现下行趋势也是必然的。房产也是一种商品，也会受到一般供求关系和一般价格变化的基本原理的左右，所以分化还会继续存在。一线城市以外的房地产价格下跌的可能性还是非常大的。

## 二、对房地产挤出其他产业这一问题，要客观看待，不能一概而论

要解决好房地产与经济的关系，就要讨论房地产行业是否挤占了其他行业的生存空间。把整个房地产作为国民经济的一个组成部分，观察它跟整个国民经济发展的比例关系。有观点认为房地产发展太快了，挤占了国民经济其他部门的资源，但这也不能一概而论，这是个复杂的问题。

房地产之所以成为资产配置的重要选择，主要还是由于它本身的属性和中国现行的经济结构、其他经济部门的状态所决定的。如果不投资房地产，那么去配置什么资产呢？比如说制造业，我们都希望金融资源直达基层、直达中小企业，但在实体经济不振的情况下加大对企业的扶持可能会加大金融机构的风险，这并不是一个很符合金融规律的安排。因此，房地产会被银行、个人视为配置资产的重要选项，就是因为它具有准货币的类金融资产性质，它的流动性比较高。除了类金融资产的特性之外，在一些区域房地产还被赋予了其他的含义。比如海南，这个地方的环境和气候在中国是非常特殊的，因此房地产供给成了当地的一个产业优势。因为养老、度假都需要用房地产做支撑，在全世界经济发展到一定水平之后，都会出现类似的情况。外地人去海南买一套房产，也许并不是出于炒作的目的，可能是消费升级的需要。海南具有国内其他地区所不具备的气候、自然环境和地理等禀赋，如果不搞房地产，还能开发更好的产品替代吗？海南其他部门经济比较落后，房地产依然可以卖出很高价格，这在全国也很难找到的第二个地方。所以海南岛应该是大力发展房地产，而不是像现在说的把当地发展房地产当作负面典型来评判。在现在的情况下，房地产的发展不一定挤占了国民经济中别

的部门的资源，而反过来是由于其他的国民经济部门吸引力不大，投资安全性更小。如果投资是在收益和安全之间在寻找一个均衡，那么这个均衡点可能就是房地产行业。

从这个意义上讲，房地产的发展不一定对其他的行业形成了挤出效应，但是高房价的确对年轻人的就业形成了压力。现在我们研究房地产的核心问题是房价，而房价的核心要讲它的构成，其中最核心的部分还是土地的价格。即使一个房地产商获得了比较高的利润，也要面临土地增值税等多重成本，而土地增值税、土地价格以及其他与房地产相关的税收，为政府提供了重要的收入来源。中国政府拥有土地是推动房地产上涨的一个非常重要的原因。让地方政府把房地产价格打压下去，这是不符合逻辑且不符合根本利益的。综合而言，对于房地产是否挤占了其他行业的发展空间这问题，既要看到房地产行业与其他经济部门发展阶段、发展水平的差别，也要看到两者对资金、其他要素的吸引力的差别，也要看到我们的土地归国家所有，政府拥有主要的收益这一情况对地产价格的潜在影响。在这种背景下，单纯地认为房地产对其他产业产生挤出效应是不科学的。

三、放开奢侈性高价房的价格管制，关注商业地产、工业地产领域的风险

疫情过后的世界不是过去的世界，疫情之后全球将面临一次新的全球化的退潮，我国的国际化水平会降低。在这种背景下，我们的人口流动的趋势也将发生改变。一方面可能出现外出劳动力返乡购房。另一方面，过去发展外向型经济的地区人口减少，这些都会影响到房地产的价格，这是疫情对我国房地产市场的短期影响。

但是，疫情终将过去，经济生活还是要回归常态，我们要从中长期来看房地产未来的走势。当前国内对房地产市场的一些判断是错误的，现有的房地产调控政策也是可以商榷的。汽车有很高档的汽车和很便宜的汽车；服装有名牌、几万元一件的衣服，也有几十元和十几元的衣服，所以为什么我们要对不同属性的房地产实施“一刀切”的政策呢？我们对大排量汽车就要征收高的税收，对廉价的农用汽车还要扶持和支持，类似措施在房地产领域同样可以尝试。当然房地产有一个平权的问题，很多国家对居民都有特有的一套保障性政策，像新加坡公民的组屋政策等。中国同样可以采取以收入为标准划分的有差别的房地产政策。对于那些特别需要房子的、收入比较低的人口给他们一些条件让他们以比较低价格的

获得住房：比如限制他们的房子的流通，当这些人有了更多的收入之后，房子应该卖回给政府或者继续廉价房市场里流通，而不是去卖高价。对于房产定价要分类，要彻底放开奢侈性的高价房，越高越好。那些有钱人的房子卖到 1000 万/平方米都可以，假设卖到 1000 万的时候它有 800 万交给政府作为税收，为什么要限制他们呢？为什么富人的大房子要和穷人的小房子面临同一个政策呢？这个问题要分开。从这个意义上说，房地产价格和房地产配置政策的变化会深刻影响中国未来房价、国民收入分配、社会公平。

除了关注住宅房地产市场所存在的问题之外，商业地产、工业地产领域的问题同样需要高度关注。现在每个地方在招商引资的时候都推出一个所谓的产业房地产或者工业房地产，只要你到这里来投资，不管什么名义，是建新的厂房、科研中心，还是换一个总部，都会分配一块土地。这导致一个问题：那就是中国的工业地产、商业地产严重过剩，加上这次疫情之后线下经济被线上经济替代一部分，导致这个情况更加严重。此前我跟有的地方领导讨论过房地产，工业地产即便被用于银行抵押，它也是一个不产生效益的资产，对区域内企业非常不利。现在这种情况非常普遍，过去我们认为除一线城市之外的其他地方地产都有过剩，现在我们发现一线城市也出现过剩的趋势：高档写字楼、中档写字楼、低档写字楼、厂房均过剩，而且这种情况比较严重。怎么消化这部分地产？所以现在是用存量消化扩大廉价住房供给的好机会，虽然如何操作并不是那么简单。如果我们再简单用土地供给、产业配置房地产的方法来考量土地供给，给一个城市或区域带来的影响可能是负向的。我们不能简单地只关注到住宅领域所存在的问题，商业房地产和工业房地产同样也有很大的问题，需要认真研究。

## 朱海斌：房地产复苏是宏观经济反弹的重要推力

朱海斌 摩根大通中国首席经济学家

以下观点整理自朱海斌在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第9期）上的发言

从当前时点来讲，这一轮疫情之后的宏观经济反弹中，房地产的复苏是非常重要的一个推力，很大程度上说，房地产再次挽救了中国经济。

刚才我们注意到秦教授谈到一个关键词，分化而且是超级分化。这个当然涉及到中长期的结构性的问题。从房地产市场来讲，通过总量带动的时代早就过去了，房地产市场面临着更多的是一个结构的调整。房地产从总量来讲，几年前就已经到了一个供大于求的状况，所以从未来而言，尽管2020年这次疫情之后房地产再次显示了非常强的韧性，对宏观经济的复苏起到非常重要的作用，但是未来房地产对宏观经济支柱产业的贡献可能会越来越弱。

这里我讲几个原因，解释下为什么总量时代已经过去。

从住房的拥有量来讲，根据中国人民银行2019年城镇居民的资产负债表的统计，调查结果显示中国城镇居民的住房拥有率是96%，这是全球最高的一个数，而且多套住房的拥有率比例非常高，拥有一套住房的比例是58%，二套住房占比31%，三套及以上占比10%，人均住房拥有1.5套，这是人民银行最新的统计数据。

从未来的市场需求看，我们判断2017年中国住房需求已经到达一个顶峰，2017年以来从销售量来讲，基本上每年在14-15亿平米之间，未来的需求会进一步下降。从需求看的话，主要的几个大类住房需求，一个是来自于城镇居民新增家庭，年轻人结婚，二是城镇化，三是棚改，四是改善性的需求。这基本上解释了中国的住房需求。2017年左右高峰的时候大概是每年2000万套，目前我们估算是1600-1700万套之间，到2030年估计会进一步下降到1200万-1300万套左右。主要的原因：

一是因为人口数量和人口结构的变化，新增家庭的住房需求会出现逐步的放缓。

二是城镇化目前已经到达60%以上，从国际经验来看城镇化仍然有上升的空间，但城镇化的速度会放缓。和城镇化相关的新增需求由目前每年600万套左右

下降到 460 万套左右。

三是棚户区改造，这在过去几年是非常重要的推手，但它在 2017 年规模达到高峰以后逐年下降。

四是从住房改善性需求来讲，如果户均达到了 1.5 套，这一需求也不会太高。所以，中国的房地产市场已经过了总量推动的时代，那为什么近期来看房地产市场仍然有相当强的韧性？我个人觉得这和 2017 年以后在房地产推动的去库存的努力有直接的关系。虽然需求总量在下降，相应的供给和库存也出现了下降，所以这几年房地产市场来讲，整体还是非常平稳。

从未来来讲，如果我们说总量上出现供大于求，未来的房地产市场发展动力来自于哪里？其实刚才秦虹教授讲得很清楚，来自于一个结构性的转变，新一轮城镇化尤其是向都市圈和城市群集聚，这方面会产生一些新的需求。所以我们看到的现象是，在城市之间、区域之间和城市内部的房地产分化会越来越严重。

当下我们改革的主要方向，比如农村土地改革、户籍改革和新一轮城镇化的改革，未来通过一些结构置换，细分市场和房地产管理服务。从宏观来讲，这也是中国经济结构的转型相关，要寻找一些新的支柱产业来取代房地产市场。这是最大的一个挑战。

在当前谈防止房地产泡沫，其实这个时间点我是觉得有点奇怪。目前疫情带来的停工停摆，需要经济尽快恢复正常。房地产是经济复苏的一个主要动力，但从最近几个月数据的恢复来看，更多是恢复到去年同期水平，并没有出现一个过热的现象。可能在部分地区房价现在反弹较快，但是从全国水平而言，目前的房价平均同比增速大概是 5% 左右，所以我觉得在当前谈房地产泡沫，实际上与我们目前稳增长的努力并不相符。这是我想明确的一点。

反过来看，很有意思的是为什么会有这种担忧？最近几年每一次稳增长的时候，尤其在央行政策调整的时候，一旦流动性开始加速或者恢复正常的时候，大家总是第一个想到资金不要流到房地产市场，背后的逻辑是担心房地产泡沫进一步放大。其实背后更重要的担心是房价大涨以后的大跌。市场有句话，中国看房价，美国看股市。如果一旦房价大幅下跌，可能对宏观经济、对金融稳定都会带来巨大的风险，这可能是政策求稳背后的逻辑。

房地产跟经济的关系的问题，宏观研究里面大家都讲得很多。总结几点：



第一，刚才连平总也讲了，房地产市场在中国宏观经济里毫无疑问是第一位的支柱产业。从目前看，房地产投资仍然占到固定资产投资的 20%以上，房地产行业在中国经济 GDP 里头占比大概超过 1/8，如果算上上下游的行业影响，整个对 GDP 的贡献率是超过 20%。所以从这个逻辑来讲，房地产行业的平稳发展对于中国宏观经济的稳定运行是至关重要的。

第二，从消费来讲，房地产是中国城镇居民家庭配置里一个最核心的资产配置。根据中国人民银行的调查，在居民的家庭资产配置里头，59%是住房资产，这个比美国大概高出接近 30 个百分点。从我们以往的研究也显示，房价的波动对居民的消费有同向的财富效应的影响，房价的上涨会促进消费，但如果房价下跌，当然对消费也会有负面影响。所以从这个逻辑来讲，稳房价的逻辑背后也是一个不要对消费带来这种太多的额外的波动。

第三，房地产市场也是一个很重要的财政支撑。地方政府无论从土地出让金的收入，还是从各种税收收入，包括交易税、土地增值税，各种税收来源来看，它是地方政府最主要的一个税收的来源。

第四，最后一个其实谈得最多的还是对于金融稳定的影响。过去的银监会，现在银保监会一直在做的一个宏观压力测试，如果房价大幅下跌以后，对整个金融体系可能会带来多大的影响？

在过去 10 年，银行体系对于房地产市场的风险敞口是一直在增加的，这种增加主要来自于房贷。房贷在银行贷款里头的比重在 10 年之前大概是 12-13%，2019 年已经上升到 22%，增长了 10 个百分点。开发商贷款基本上在过去 10 年是比较稳定的一个比例，大概在 7%左右。也就是说，现在银行体系里整个贷款 30%左右是直接的房地产贷款，包括房贷和开发商贷款。此外，也有很多其他的像企业贷款，实际上它是以土地和房地产作为抵押的。所以，如果说房地产市场出现大的崩盘的话，那毫无疑问大家最担心的就是中国会不会重新出现像日本在 90 年代由于楼市崩盘以后，所带来金融体系的混乱和“失去的二十年”。

从目前判断，我觉得 2017 年以后在房地产市场去库存进行了许多努力，包括在楼市政策方面的调整，刚才秦虹教授也讲得非常详细，包括房住不炒。在 2017 年以后，应该说在政府的政策思维里基本上是一个稳字当头，这在很大程度上缓解了房地产市场的风险。

我们跟客户交流的时候经常会问到一个问题，就是中国目前的房地产市场泡沫化到底有多严重？跟日本在 90 年代初相比的话，有没有到达那个程度？我们的判断非常直接：中国目前的房地产市场跟日本当年的房地产泡沫，在很大程度上根本不具备可比性或者有很大的差别。

第一，从房价本身而言。中国的房价与经济基本面的偏离度，是远远低于当年日本在 90 年代初。无论从房价收入比或其他的一些大家经常关注的指标来讲，其实中国的房价偏离基本面、偏离收入的这种幅度，远远没有到当年日本的程度。

第二，其实大家讨论中国的房价过高，主要是集中在一些一二线城市，比如说像北京、上海、深圳，最近像杭州或其他一些城市，从房价收入比来讲，超过我们全球公认的可承受的水平。但从几百个二、三、四线城市整个来讲，其实我们的房价收入比整体是属于一个相对偏高但是并没有到一个泡沫化的程度。在 2012 年之后，根据我们的计算，全国平均房价收入是下降的。也就是在过去的 5-10 年里，其实我们收入的增长跑赢了房价的平均增速。只不过一部分一二线城市房价偏高，可能会加剧大家对于中国房价这种泡沫的担心。

但是从市场的结构来讲，中日房地产市场的集聚度不同。日本高度城市化，而且人群高度集中在六大都市圈，六大都市圈占日本整个人口比重超过 50%，像东京都市圈人口占 30%，从房地产市场占整个全国超过 50%。所以日本的经验是，当时像东京都市圈房价出现大幅下跌，对全国影响巨大，最终导致了我们的失去的 20 年。但中国房价过高的一二线城市占全国市场的比重大概在百分之十几，所以，从这个逻辑上来讲，也不具备可比性。

另外一个很重要的区别，日本在房价崩盘之前经历了一个比较长的日元持续升值的阶段，而中国在 2015 年之后人民币就摆脱了单边升值的问题，所以从这些原因来讲，房地产市场并没有我们很多人担心的，面临泡沫马上要崩盘的这种风险。从政策上来讲，坚持房地产市场的平稳发展，可以更加有效地控制我们所谈到的这些金融风险。

疫情之后中国经济在全球属于先进先出，中国是第一个实现疫情之后经济反弹的经济体。当然从下半年来讲全球目前的疫情和经济恢复还是面临着很大的不确定性，中美之间也面临着摩擦加剧带来的巨大的风险。从经济来讲，更多能够关注的是在内部，国内内需、投资和消费的变化。中国的疫情控制方面相对更成

功。从下半年来讲，房地产包括刚才讲到的汽车内需的修复对中国经济下半年的确定性是很重要的一個決定力量。

在房地產市場的走勢的判斷上，我同意剛才秦虹教授的基本判斷。房地產雖然在恢復，但目前並沒有出現過熱的苗頭。無論從政策還是市場走勢來講，都是穩字當頭，穩地價、穩房價、穩預期，剛才講到了“五個不變”。我們預計今年房地產的投資全年增長在 5%左右，房價漲幅和房地產的銷售大概都在個位數的水平。

另外，我非常同意房地產市場分化的判斷。以前我們講分化，城市間的分化更多是一二三四線城市之間的分化，比如 2015-2016 年房地產政策的放鬆，主要的市場推動力來自於三四線城市，尤其是和貨幣化棚改相關的推力。在 2019 年以後按照一二三四線的劃分、城市間的區別越來越小，它們變得越來越同步。最近城市間的分化更多是都市圈與非都市圈城市之間的分化趨勢，在最近幾年越來越明確。我們提出了一個概念是七大都市圈：京津冀、長三角、珠三角、福建、山東、中部（鄭州武漢長沙），西部（重慶和成都）。七大都市圈從城鎮土地面積來講，只占到大概 10%左右，但人口占到 43%，GDP 比重占到 67%，從房地產市場來講，住房銷售占比是 56%。從動態的變化來看，七大都市圈與都市圈之外的這些城鎮，無論從房地產的市場發展還是經濟的發展，都存在非常大的區別。這可能是我們在未来做房地產市場趨勢研判里可能要重點關注的一個新的領域和現象。

最後，從政策來講，當前的房地產政策穩字當頭，但並不是說房地產政策要一直延續目前的限購限貸的各種行政措施。幾年前我們提到房地產的長效機制的推出，包括人地掛鈎的新的土地供應制度，包括連平先生剛才提到的要素改革和農村的新型城鎮化的這種思路，包括之前提到的房地產稅的一些安排，這些基本上最近幾年速度非常慢，更多是沿用了之前各種行政管制為主的手段。

從房地產政策的調整來講，我們也要慢慢地實現一些過渡，更多以市場化和長效機制的安排來取代目前的一些行政管制，這一點不能忘記。



## 潘向东：历次股市活跃后，一线及核心二线城市都会有房价上涨

潘向东 新时代证券副总裁、首席经济学家

以下观点整理自潘向东在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第9期）上的发言

关于中国房地产的方向，特别是在这个时点上，我个人觉得还是要考虑到货币扩张给资产市场所带来的一些影响，特别是这一轮货币扩张更多的是海外，它可能会导致全球投资者去一些相对安全的区域寻找资产市场。

我们来看美联储的总资产负债情况，在2007年的时候，也就是次贷危机之前，当时美联储总资产是0.89万亿美元，目前是7万多亿美元，到年底预计会到11-12万亿美元左右，这么快的扩张速度是史无前例的。当他们在国内还有一些发达经济体寻找安全资产，收益率达不到他们要求的时候，很有可能会往像中国这样的经济体里转。最近不说别的，就说我们的股市，北上资金都在不断涌入，这是从货币的角度来看。

刚才秦老师也讲到了货币跟房地产还是密切相关的，房地产肯定会受货币影响。受影响的话主要还有另外一个方面，就是跟房地产本身的一个基本面相关，目前我们的城市化率是60%左右，当然到达70%多和80%，这个进程会慢慢放缓，但是还是要看到这方面的空间。所以，在与基本面相吻合的时候，一旦货币是相对宽松的环境，往往会在资本市场首先体现出来，大家还是会去追逐资产。

我们来看这一轮货币宽松下的美国和中国的房地产。美国房地产这一轮也起来了，也就是说它所有的产业里，房地产已经快速进入了一个正增长，其他的很多产业都在负增长的状态。

我们6月份30个大中城市商品房的日均销售增加了百分之9点多，前值是-2.3%左右，这些都已经开始在显现了。所以我也同意秦老师刚才说的，房地产调控不能放松，因为在这方面日本是有经验的，我们去日本多次都询问过它的房地产的进程。1989年泡沫之后很多城市现在依然在消化，当然除了东京的银座，银座的房价现在创出了历史新高，这说明一个现象，房地产在未来、在中国、在区域方面也会走出一个分化的走势，也可能三四线城市到一定的时候上涨的趋势就慢慢消停了，但是像北上深这种一线城市预计未来还是会比较强劲。当然不要说别的，就说户籍这块的限制北京和上海还是比较严的，一旦这方面未来有所放

松的话，对地产市场的冲击还是比较大的。这是未来一二三四线城市的走势——估计是分化。

从这个角度看，我个人觉得房地产的调控也要因城施策，不要一刀切，不同的城市未来的走势不一样，面临的困境也可能不一样，有的城市处在上升期，有的慢慢就要转入一个衰退往下走的过程。所以，政策这个时候还是要因城施策。

另一方面我们在进行房地产调控的时候，不能单从房地产本身来说房地产，我们还要看到房地产跟地方债务是密切联系在一块的。就像连平教授刚才讲到的，过去十年我们为了稳增长，是通过房地产市场来实现的。房地产平台是把全社会的闲散资金通过房地产这个平台集中到了地方政府手上，地方政府不仅仅是卖地获取了收入，更多的是把土地做了质押，去银行获取信贷，发了一些债券。通过这种带来了政府财政的急剧扩张，这种扩张假如收得太快的话，可能它的债务风险也会显现出来。在去年年底的时候，我们都看到了一个关于贵州一个县报道，它的一个负债规模光利息，那个县所有的财政收入都覆盖不了。所以从这种角度看，我们在进行房地产的一些调控方面，有些时候还是要把握一些火候，更多地希望平稳发展，别因为这些方面而导致地方债务出现一些问题。所以，做调控是一个通盘的考虑。当然发展的时候也要通盘考虑。现在经济是面临一些困境，我们看到消费的数据还是负增长，但是房地产、汽车这两大市场都是步入了一个正增长，而且这个增速还不错，经济靠这两大市场支撑起来，但是我们要考虑到一旦房地产起来的时候，地方政府扩表的冲动估计又会起来，这方面还是要把握一个度，别透支未来需要更多时间消化的，也就是说发展过程中可能隐藏了一些风险。

关于房地产和中国经济的关系，还是要看到房地产在过去几十年，对中国经济发展的功劳不可抹杀，它也与中国经济发展的阶段密切相关。因为过去二十年中国老百姓的消费从温饱问题的解决，逐步往“住”和“行”的方向走，过去二十年拉动中国经济的两大引擎，一是房地产，一是汽车，它就是满足中国老百姓的住和行的需求。

经过二十年的发展，这一块不是不发展，肯定会继续发展，毕竟现在城市化率才60%左右。还有很多老百姓对住房和汽车的需求依然在进行之中。但是它不会像过去发展那么迅速，现在很多城市居民的消费又面临进一步升级的过程，我

们现在所提出的产业结构升级也是伴随着居民消费结构升级，这种升级中等发达经济体提出了很多，朝着一个享乐经济的方向走。所以，国家也提出向高质量发展的转变，这很多时候是和经济发展阶段密切相关。

过去十年，在稳经济增长的时候，只要稳了房地产，经济就相对平稳了。与房地产密切相关的行业大概有 70 多个，房地产稳定了也就相当于其他产业得到了平稳的发展。

中美贸易摩擦表明，光靠建房子还是建不出国家的经济安全。任何发展的时候，对房地产都不能过度依赖，这不是说不要发展，而是不要过度去依赖于这个产业，这是一个方面的定义。

第二个方面，我们发现既然建房子，建不出经济安全，未来我们发展政策的调控还是要往创新的方向走。因为技术发展不断的升级，才可以让经济体获取更多的安全性。这时可以看到，为什么现在质量发展反复被强调，也就是说经济发展到现在的时候，发展阶段和老百姓的消费需求必然会对经济发展质量提出更高的一些要求。我国的经济政策很多时候是顺应这种需求的变化，它很难逆这个变化，逆变化的话往往会存在一些水土不服。未来我个人觉得，房地产依然重要，当然它的重要性不会像过去那么突出了。

我简短地说一下对疫情之后房地产政策的看法：

第一，对于一些三四线城市，差别对待。当然刚才海斌不太赞成这种分法，更多地讲大湾区和长三角等都市圈的分法更科学一些。但我还是要说，疫情给三四线城市带来的冲击还是需求不足的问题，因为受疫情影响消费目前有点低迷，生产也会受到海外的一些影响，包括制造业，这对就业来说会产生冲击，对就业产生冲击肯定会影响到居民的消费需求，特别是对房地产这种置业的消费需求，这对三四线的冲击会比较大，所以对这些城市还是要做好应对消费低迷的政策措施。

第二，对于一线城市要看到一个现象，历次股市活跃之后，在一线城市和核心二线城市都出现一次房价上涨，因为大家有一个财富效应。很多股市里面赚钱的投资者开始去进行一些改善性住房或者其他的一些置业，这是在历次股市活跃后我们都看到的现象。而这次股市已经活跃起来了，未来不排除也会出现这种现象。对于一线城市或核心的二线城市房地产调控还是不能够放松，还是要保证市

场平稳性。

## 陈彦斌：稳增长过于依赖房地产会加剧经济分化

陈彦斌 中国人民大学国家经济学教材建设重点研究基地执行主任、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员

以下观点整理自陈彦斌在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第9期）上的发言

回顾过去二十多年我国宏观经济运行与房地产调控历程，一个很清晰的事实是每当经济下行压力较大时，政府就会依托房地产来稳增长。比如，1998年亚洲金融危机之后，我国就发布了《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》，强调要“进一步深化城镇住房制度改革”，并且“加快住房建设，促使住宅业成为新的经济增长点”。2008年全球金融危机之后，国家出台了《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，提出了“鼓励普通商品住房消费”、“支持房地产开发企业合理的融资需求”等一系列促进房地产市场健康发展的措施，旨在“进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长”。

房地产之所以能够作为我国稳增长的有效手段，其核心原因在于两点。其一，房地产及其关联的上下游行业增加值在GDP中占比较高，这使得房地产具有其他行业不可比拟的经济拉动作用。具体而言，房地产投资不仅能够直接推动GDP的增长，而且能够通过带动钢铁、水泥、家电、家具等相关产业的发展间接推动GDP的增长。从2008年全球金融危机后政府通过房地产来稳增长的典型案例来看，房地产对经济增长的直接贡献率从2008年的1.8%提升到2013年的8.4%，同期对经济增长的间接贡献率更是从2.2%上升至10.1%。由此，房地产对经济增长的总贡献率从2008年的4%提升到2013年的18.5%，拉动经济增长的百分点数从0.4个百分点大幅提高至1.4个百分点。其二，与房地产相关的税费与土地出让金，是地方政府“土地财政”的重要收入来源。2019年，与土地和房地产相关的税收中，契税、土地增值税、房产税、耕地占用税、城镇土地使用税共计1.9万亿元，这部分税收属于地方税，能够占到地方政府财政收入的20%左右。地方政府国有土地使用权出让收入达到7.3万亿元，占到地方政府性基金预算本级收入的比重约90%。由此，两者相加能够占地方政府总收入的50%左右。

目前尽管我国疫情后的经济复苏情况较好，但下行压力仍然较大、未来不确定性因素仍较多。由此，依靠房地产来拉动经济的声音再次增多。在此情况下，



笔者认为，不能只简单地看到房地产较好的短期刺激作用，要用更长远更宽广的视野和更理性的态度来看待房地产在中国经济中的角色与作用。就目前形势而言，如果过于依赖房地产的发展来稳增长，将会进一步加大当前已经显著的经济分化格局，只是将短期困难推后至将来而已。

第一，房地产过度发展容易加重居民债务负担并抑制居民消费，从而会进一步拉大供需缺口，不利于形成“使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进”的“国内大循环”。当前，我国居民的房贷压力较重，截至2019年末，个人住房贷款余额已达到30.1万亿元，居民部门杠杆率更是攀升至55%以上，处于历史的最高位。与此同时，2019年全国居民人均消费支出实际增速仅为5.5%，触及该数据统计以来的最低点，这突出反映了房贷压力对居民消费的抑制作用。更值得注意的是，疫情下居民储蓄意愿又显著上升，进一步抑制了居民消费。2020年一季度，住户存款增加了6.5万亿元，比去年同期多增4.7万亿元。由此导致了当前供需缺口的持续扩大：从供给端来看，2020年5月份全国规模以上工业增加值为4.4%，已经大致接近去年同期水平；但从需求端来看，消费、投资和出口的复苏较为乏力，总需求不足的问题有所显现。供需两端的不匹配，将不利于“国内大循环”的形成，弱化经济的回升动力。

第二，当前我国投资已经出现了明显的结构性分化，进一步强化房地产投资并不利于疫情后的经济复苏。2020年1-5月份全国固定资产投资同比下降6.3%，降幅比1-4月份收窄了4个百分点，更比第一季度收窄了9.8个百分点。虽然整体投资增速出现了一定的好转，但是结构性分化现象较为严重，主要表现在三个方面。一是，民间投资与政府投资分化明显。2020年1-5月份，民间投资增速为-9.6%，显著低于同期政府投资增速7.7个百分点。二是，分行业来看，制造业投资与基建投资和房地产投资分化显著。2020年1-5月份制造业投资增速为-14.8%，延续了年初以来两位数的负增长态势。而基建投资和房地产投资则迅速回升，2020年1-5月份基建投资和房地产开发投资同比增速分别为-6.3%和-0.3%。三是，从构成成分来看，设备工器具购置投资增速仅为-17.7%，大幅低于其他费用投资5.2%的增速水平。由此可见，当前投资的核心问题在于民间投资与制造业投资的动力不足，进一步强化房地产投资不仅不是对症下药，而且还可能加大对其他领域投资的挤出作用，从而不利于实体经济的恢复。



第三，房地产过度发展不利于资本结构的优化和资本质量的提升，从而不利于经济长期增长。从增长核算的视角来看，劳动、资本和全要素生产率是经济增长的主要动力源泉。改革开放后的 40 多年来，中国经济增长主要依靠资本和劳动等要素驱动。1979—2007 年资本积累对经济增长的平均贡献率约为 68%，2008 年全球金融危机之后，由于经济增长对房地产与基础设施的依赖程度增强，资本对经济增长的贡献率更是提高到 90% 以上。然而，长期依赖资本积累推动经济增长的模式导致了资本结构失衡问题，主要表现为住房资本占比偏高而实体经济资本占比偏低。近年来，中国不少地区都呈现出房地产供给过剩局面，就是一个突出表现。而伴随着实体经济回报率的下滑，越来越多的实体企业也参与到投资房地产的热潮当中。房地产对资金的过度吸纳显著地降低了资源配置的效率，恶化了资本结构与质量，这也成为了近年来我国潜在增速趋势性下滑的重要原因之一。2008—2013 年中国经济潜在增速平均为 9.9%，而 2014—2019 年已下降至 7.3%。

第四，房地产过度发展容易进一步加剧贫富差距问题。从国际经验来看，评估一国的贫富差距不仅要看流量的收入差距，更要看存量的财产差距。就中国的情况而言，居民的财产差距显著大于收入差距。由于我国家庭财富中房产能占到 80% 左右，所以我国贫富差距的主要原因在于房产持有不平等。由此，房地产的过度发展将对不同家庭的财富产生显著的异质性影响。能够从中获益的主要是拥有多套住房的高收入群体。通常只拥有一套住房的中等收入群体虽然可以实现名义上的财富增长，但很少有家庭会出售唯一的住房将该部分收益变现，没有住房的低收入家庭不仅无法从房地产的发展中获益，反而面临更重的购房负担。因此，在目前 6 亿居民月收入仅一千元左右、9 亿居民月收入仅两千元左右的情况下，房价的进一步上涨容易导致中低收入人群的财富水平相对于高收入群体进一步下滑，从而加剧贫富差距问题。

需要说明的是，以上四点是房地产价格过快上涨可能会导致的一系列问题，如果房地产价格过快上涨导致房价泡沫出现破裂，那么对经济与社会带来的冲击会更大。比如，20 世纪 90 年代初日本房地产泡沫的破裂导致日本陷入了长达二十余年的大衰退之中。事实上，当前我国房地产市场已经形成了区域性分化，一线城市和部分热点二线城市由于具有完善的基础设施建设以及优质的教育、医疗、养老等资源，能够吸引大量外来人口流入和定居，因此住房的刚性需求充足。相

比之下，一些三四线城市已开始面临较为严峻的去库存压力，比如，当前芜湖、漳州、泉州等城市的去库存化周期已达到3年以上，远高于全国13.1个月的平均水平。因此，房地产价格过快下跌，可能对三四线城市经济发展造成更大的负向冲击，不利于整体经济的稳定。

总体而言，当前一个根本性立场是稳增长不能依赖于房地产，否则将进一步加剧经济分化，这不仅不利于我国经济迈向高质量发展，更可能对经济与社会发展带来十分明显的冲击。要促进房地产市场与我国经济的健康发展，关键还是要加快推进房地产调控长效机制的建设，让房地产真正回归“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，切实解决中低收入群体的住房需求问题。具体来讲，需要做好以下两方面工作。一是，要将房地产市场的调控独立于整个宏观调控体系，使房地产市场的调控聚焦于保证房价的平稳，防止房价出现大起大落，而不再为经济的稳增长目标服务。这将确保房价调控政策的长期稳定性与可信性，稳定公众对房价的预期。第二，可以考虑将房价收入比等核心指标纳入对地方政府的考核体系之中，确保房价增速与居民收入增速相适应。同时，为保证激励机制长期有效，还应该强化问责机制。这样能真正激发地方政府调控房价的动力，从而有助于建立起房地产调控长效机制。



把脉中国经济 传递中国声音  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

