



房地产市场发展与政策回顾及总结

摘要：1998年启动住房分配货币化改革以来，我国房地产市场发生了革命性的变化，以市场供求为基础、政府保障体系为支撑的新房地产制度体系基本形成。当前，房地产市场的主要矛盾问题现在房价上涨过快、库存压力大、融资制度有待改进等方面。随着房地产业从高速增长进入中低速增长的新阶段，房地产市场已经由拉动经济增长的工具转变为经济中的风险集中点。为促进房地产市场健康稳定发展，下一步，需要关注和解决四个关键性问题：明确房地产市场定位，统一对推进城镇化建设的认识，构建房地产市场长期调控机制，减少地方财政对房地产市场的过度依赖。

关键词：房地产市场；房地产价格；房地产政策

作者：中国人民银行研究局 杨 婷 王 琰

中国人民银行金融研究所 李 博 管晓明

声明：《中国金融论坛工作论文》旨在促进与经济金融学界的学术交流与研讨，推动社会力量加强对相关问题的研究。论文内容仅代表作者个人学术观点，不代表中国金融论坛、中国人民银行研究局及中国人民银行金融研究所的观点。任何公开报道或引用，请注明来源为《中国金融论坛工作论文》。来源网站：

<http://www.cff.org.cn>

一、房地产市场发展状况

自 1998 年下半年开始停止住房实物分配，全面实行住房分配货币化以来，我国房地产市场发生了革命性的变化，以市场供求为基础、政府保障体系为支撑的新的房地产制度体系基本形成。

（一）房地产业成为国民经济的重要支柱

房地产开发投资快速增长，房地产业在国民经济中的占比明显上升。2015 年，房地产开发投资在全社会固定资产投资中的占比为 17.1%，房地产业增加值在 GDP 中占比 6.1%，分别比 1998 年提高 4.4 个和 2.1 个百分点。房地产贷款增长快于贷款平均增长水平。截至 2016 年第一季度末，房地产贷款余额由 2005 年末的 2.8 万亿元增加到 22.5 万亿元，增长了 7.1 倍，而同期人民币贷款余额仅增长 4.1 倍。

（二）城乡居住条件明显改善

人均住房面积和家庭住房拥有量大幅提升。2014 年，我国房屋竣工面积 35.51 亿平方米，比 1998 年的 17.09 亿平方米增长 108%。其中，商品住宅竣工面积占城镇房屋竣工面积的比例由 1998 年的 8.25% 上升到 22.8%。2014 年，我国城市户籍家庭人均住房建筑面积为 34 平方米¹，比 1998 年的 18.7 平方米增加 82%。根据国务院发展研究中心的测算，2014 年，每户城镇家庭拥有的住房数量接近 1 套，住房需求基本得到满足。

¹ 数据来源：2015 年 11 月 9 日中央财经领导小组办公室副主任杨伟民在国务院新闻办吹风会上的讲话。

（三）房地产成为居民投资的重要渠道

房地产的投资及保值属性日益受到重视，成为居民投资和配置资产的重要渠道。从购房动机看，人民银行发布的季度《城镇储户问卷调查报告》显示，近 10 多年来，房地产投资、银行理财和债券投资是我国居民最主要的三种投资方式。从住房拥有情况看，社科院在其发布的 2016 年《社会蓝皮书》中指出，2015 年我国城镇居民家庭住房自有率为 91.2%，城镇居民家庭拥有两套及以上住房的比例达 19.7%，这两项指标显著高于美国、加拿大、法国等发达国家水平。

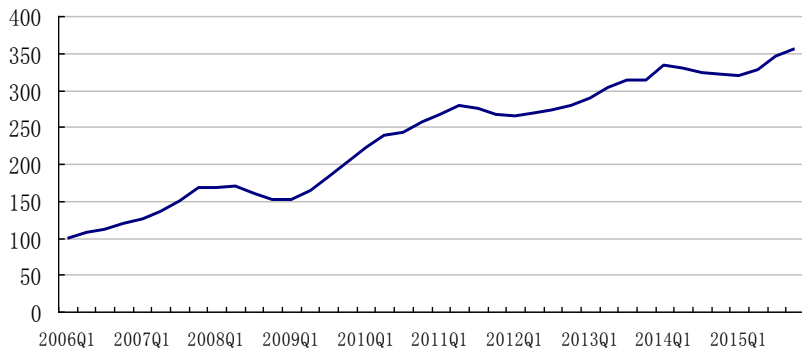
二、当前房地产市场存在的突出问题

（一）房价上涨过快，一线城市房价远超合理水平

一是绝对房价过高。1998 年至今，我国房价持续上涨了 18 年，仅在 2003 年 SARS 期间、2008 年国际金融危机期间及 2014 年下半年有过短暂回落。2006-2015 年，我国典型城市房价¹总体上涨 255.1%（见图 1），年均上涨 13.5%，涨幅比同期 9.5% 的 GDP 年均增长率高出 4 个百分点。2015 年末，我国一线城市房价已高居世界前列，NUMBEO²数据显示，北京、深圳、上海中心城区的房价水平分别排名世界第 9 位、第 10 位和第 14 位。

¹ 数据来源：清华大学恒隆房地产研究中心与北京大学-林肯研究院城市发展及土地政策研究中心共同发布的 2015 年第四季度“中国典型城市住房同质价格指数”。该指数剔除区位和住房品质差异等影响因素，最大限度保证房价指数的可比性，目前包括北京、上海、天津、深圳、成都、大连、武汉和西安八大城市的中心城区（不含远郊区县）。

² NUMBEO 是一家提供世界生活状况相关信息的网站，包括生活成本、住房指数等，其数据经常被国际知名媒体引用。

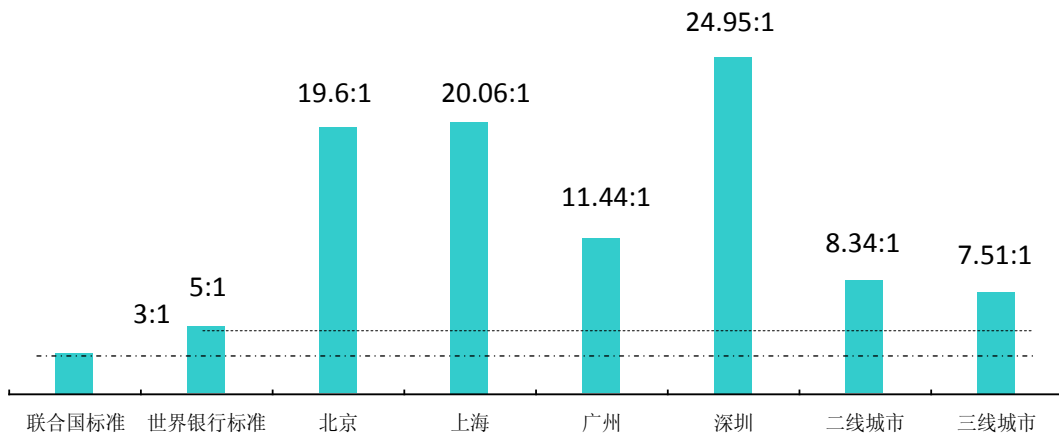


数据来源：《2015年中国典型城市住房同质价格指数》。

图1 典型城市综合房价指数持续较快上涨

二是房价收入比高于世界标准，一线城市远超合理水平。2015年，我国城镇居民的房价收入比是9.3倍¹，大大高于国际上3-5倍的合理水平²，这不仅抑制了普通工薪阶层的住房购买力，也成为房地产库存居高不下的的重要原因之一（见

图）。



数据来源：Wind。

图2 2015年部分城市房价收入比

¹ 2015年，我国城镇非私营单位在岗职工年平均工资63241元，同期全国商品房单位面积销售均价为6792元/平方米（2015年商品房销售额87281亿、商品房销售面积128495万平方米）。据此计算，房价与年平均工资的比值是9.3倍。

² 联合国标准为3倍，世界银行标准为5倍。

三是房屋租售比持续攀升。国际公认较为合理的租售比水平在 1:100 到 1:200 之间,超过 1:300 即认为存在较大的房地产泡沫。2015 年,深圳、厦门、北京、南京和上海的房屋租售比分别高达 1:732、1:718、1:625、1:608 和 1:6071。过快上涨的房价加剧市场投机情绪,透支了居民未来的消费能力,导致价格泡沫和金融风险进一步积聚,不利于房地产市场的长期稳定发展,也加大了地方经济转型和结构调整的难度。

(二) 房地产市场库存压力大,结构性矛盾突出

1. 2009 年以来我国房地产库存压力逐步增大,去库存周期趋势性延长

一是待售商品房和在建房屋形成的库存超过 60 亿平方米,消化周期为 4.7 年。2015 年末,商品房待售面积 7.19 亿平方米,商品房在建未售面积 53.67 亿平方米(即房屋施工面积 73.57 亿平方米扣除本年竣工面积 10 亿平方米和预售房屋面积 9.89 亿平方米),二者合计 60.86 亿平方米。按照 2015 年的销售速度(12.85 亿平方米),房地产去化周期为 4.7 年,比 2009 年末增加 1.21 倍(见表)。

二是土地购置用于开发形成的库存超过 30 亿平方米,消化周期约 2.5 年。除了待售房屋和在建房屋形成的房地产库存外,开发商储备的尚未开工建设的土地,在未来也会形成新的供给。2015 年末,待开发土地面积 3.66 亿平方米。假定其中 80%的面积用于建设住宅,按照 2008-2015 年平均施工倍数 11.15 推算,将形成 32.65 亿平方米的房地产供给。按照 2015 年的销售速度计算,去化周期为 2.5 年。

¹ 数据来源:《中国城市房屋租售比前 20 大城市排名》,中国房地产报,2016 年 5 月。

表 1 库存面积及消化周期（2008-2015）

	库存			销售	消化库存
	面积 (亿平方米)	竣工待售面积 (亿平方米)	在建待售面积 (亿平方米)	面积 (亿平方米)	周期 (年)
2008	20.09	1.86	18.23	6.21	3.2
2009	20.32	1.99	18.33	9.48	2.1
2010	27.04	1.92	25.12	10.43	2.6
2011	36.15	2.72	33.43	10.99	3.3
2012	42.59	3.65	38.95	11.13	3.8
2013	51.39	4.93	46.46	13.06	3.9
2014	58.94	6.22	52.72	12.06	4.9
2015	60.86	7.19	53.67	12.85	4.7

注：（1）在建未售面积=房屋施工面积-竣工面积-预售房屋面积；

（2）库存消化周期=在建未售面积/当年销售面积。

数据来源：闫先东、胡新杰，《房地产去库存任重道远》，《中国金融》，2016年第5期。

2. 房地产库存结构性矛盾突出，区域差异显现

一是房地产市场存在结构性供求脱节，高档住宅、大户型住宅、商业地产供给过剩，中低价位和小户型住房供不应求。2009年以来，我国别墅和高档住宅销售面积连年下降，从4626.05万平方米的峰值下降到2014年3047.35万平方米，降幅达34.1%，而同期全国住宅销售面积增加了近2亿平方米¹，高档住宅销售面积占比从4.88%下降至2.37%。与消费需求下降相反，高档住宅新开工面积连年增加，2014年新开工面积比2009年增长22%。

二是区域差异不断扩大。城市发展水平不均、城镇化进程中人口向大中型城市聚拢的趋势不断深化，加之房地产市场多年持续火爆，导致区域性失衡日益加剧，一线城市及部分二线城市住房供应紧张，三四线城市库存变现面临巨大困难，无房可住、租金暴涨与空置率高企并存。2015年，我国三四线城市住房空置率达26%，远高于欧

¹ 数据来源：2015年《中国统计年鉴》。

美国家 10%以下的空置水平¹。2016 年，我国出现了明显的加杠杆去库存现象，但不仅三四线城市房地产库存该去的没去，反而造成一线城市房价快速上涨。截至 3 月末，北京、上海、深圳和杭州新建商品房价格同比增幅分别为 17.6%、30.5%、62.5%和 11.9%，二手房价格同比分别上涨 35.1%、27.8%、60.5%和 8.2%²。

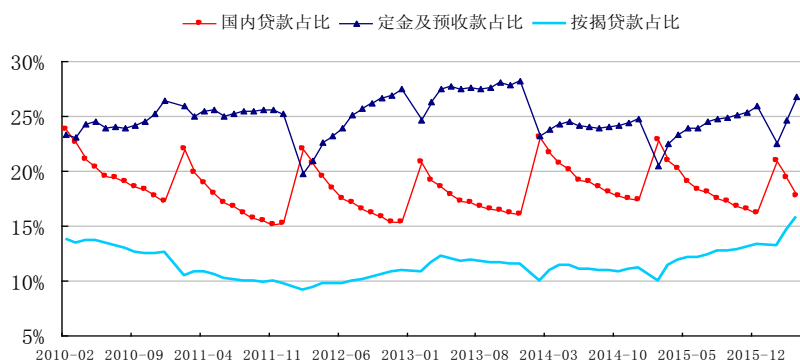
（三）房地产融资制度有待改进，居民加杠杆买房值得警惕

1. 房地产业是典型的资金密集型行业，资金占用规模大，负债水平高，需要防范房地产业过度杠杆化的风险

一是房地产开发严重依赖外部融资渠道。长期以来，多数开发商采用抵押土地贷款以及预售制卖期房等方式，利用银行信贷资金进行开发，由此形成巨大的金融杠杆。数据显示，国内贷款和来自购房者的定金及预收款占房地产开发资金来源的 40%-50%，且两者存在较为明显的此消彼长替代关系，加上个人按揭贷款，三项资金占比接近 60%（见图 3）。此外，部分房地产企业还通过发行信托计划、引入基金（或有限合伙企业）、境外发债等多元化融资渠道筹集资金。

¹ 数据来源：腾讯网、腾讯房产研究院、中国房地产报、《腾讯智慧》联合发布的《2015 年 5 月全国城市住房市场调查报告》。该调查时间段为 2015 年 5 月 11 日至 20 日，全国 196 个城市超过 50 万人参与该网上调查，有效问卷 468130 份，其中一线城市 65694 份，二线城市 183623 份，三四线城市 218813 份。

² 数据来源：《一季度七城市房地产市场进一步升温》，人民银行调查统计司司长参阅件，2016 年第 139 期。



数据来源：Wind。

图3 房地产开发高度依赖外源资金

二是房地产开发企业经营风险不断加大。一方面，尽管我国对房地产开发项目自有资本金比例和房屋销售提出了强制性规范，但房地产企业仍可通过各种手段进行规避，例如通过关联企业借款充当自有资本金等，实际上仍维持了较高的杠杆水平。另一方面，资金链是房地产开发企业平稳运行的根本。据华泰证券估算，在资产负债率75%¹和融资成本7%的前提下，目前房地产开发企业20%左右的毛利率水平仅相当于大约3.8年的利息费用，但我国的房屋库存和土地库存的去化周期远超3.8年。如果再加上其他支出，房地产开发企业的资金链将更加紧张。

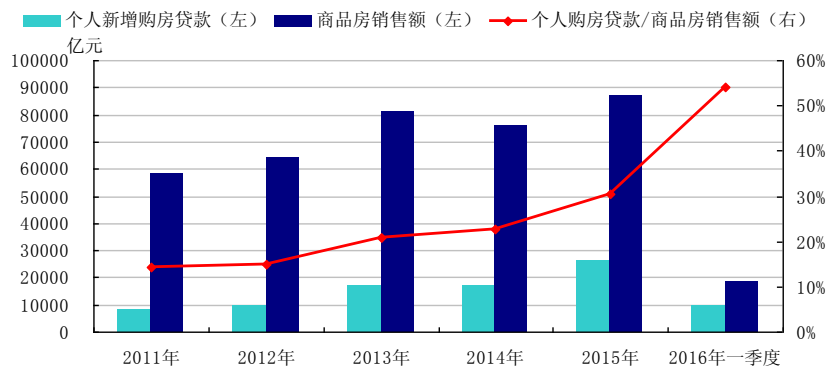
2. 居民加杠杆买房的潜在风险不容忽视

2010-2015年，我国个人住房贷款累计发放8.65万亿元，占同期房地产贷款的54%，占同期住宅销售额的24.8%。与发达国家相比，我国居民买房的杠杆率还处于较低水平，但2012年以来杠杆水平持续上升的状况值得警惕（见

图）。2015年，新增个人住房贷款与商品房销售额之比快速上升

¹ 房地产开发企业的真实负债水平高于75%。中国房地产协会发布的《2016中国房地产上市公司测评研究报告》显示，2015年末，上市房企净负债率均值为96.09%，比2014年上升7.23个百分点，再创历史新高。

到 34.7%，比 2012 年不足 15%的水平提高了 20 个百分点。除通过正规金融机构加杠杆外，部分购房者还通过 P2P、房产众筹等非正规平台加杠杆。居民加杠杆买房在推动房地产价格快速上涨的同时，也透支了居民的偿债能力，加剧了贫富分化，一旦房地产价格下行，将把风险传导至金融体系。



数据来源：Wind。

图 4 居民购房杠杆率持续上升

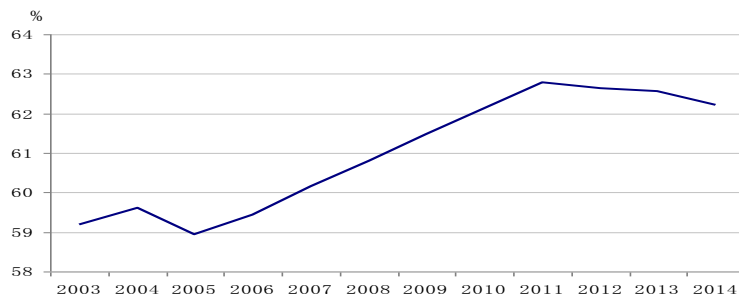
(四)房地产市场由拉动经济增长的工具转变为经济中的风险集中点

房地产业发展与宏观经济增长密切相关，不仅自身在 GDP 中的占比较高，而且能够直接或间接带动钢铁、水泥、建材等 50 多个行业，对经济金融稳定具有举足轻重的作用。1998 年住房分配制度改革启动后，居民积压的住房需求集中爆发，房地产业踏上快速发展之路，并逐渐成为带动经济增长的重要力量，对房地产市场的调控一度成为政府调控经济的重要抓手。然而，近年来随着房地产业从高速增长进入中低速增长的新阶段，房地产业对宏观经济增长的带动作用有所下降，甚至成为影响经济金融稳定的因素之一。

一是房地产业发展面临长期拐点。人口因素是决定房地产走势

的重要中长期因素。我国人口增速自 2005 年以来逐步下滑，20-49 岁住宅消费主力人群和购房适龄人群的数量及其在总人口中的比重也于 2012 年迎来拐点（见数据来源：Wind。

图)。城镇化进程放缓加剧房地产需求回落。2015 年，我国城镇化率已达 56.1%，比 1978 年改革开放初期上升 38.18 个百分点。根据国际经验，虽然我国的城镇化率还有 10-20 个百分点的提升空间，但城镇化推进速度将逐步放缓。我国转移人口数量已经自 2011 年起逐年下降¹。人口数量和结构的变化决定了房地产需求将见顶回落。



数据来源：Wind。

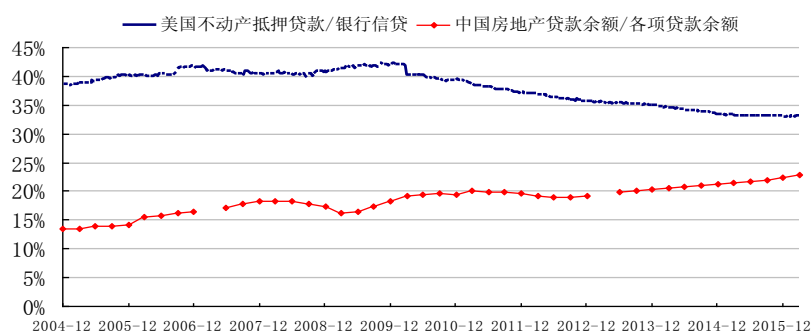
图 5 住宅消费主力人群和购房适龄人群自 2012 年起减少

二是房地产和土地是重要的实物资产，也是商业银行最主要的抵押标的，房地产价格的大涨大落会对包括房地产行业在内的整个实体经济和金融领域产生巨大影响。我国的金融体系以银行为主导，银行体系是实体经济最主要的资金来源。截至 2016 年 4 月末，商业银行本外币贷款余额在社会融资规模存量中的占比接近 70%，其中大量贷款涉及房地产和土地（见

图)。这种融资制度将房地产行业、银行业与实体经济紧紧地联系在一起。当房地产价格快速上涨时，商业银行信用扩张加快，实

¹ 2015 年，外出农民工的数量只增加了 63 万人，而且流动人口已经开始负增长，这与 2010 年高峰时期 1200 万农业人口成为进城农民工形成鲜明对比。

体经济能够更容易地取得资金；但当房地产价格下行时，抵押品的贬值不仅会导致商业银行风险快速积聚，还会影响实体经济的资产负债表，甚至引起银行惜贷和抽贷，从而增大实体经济运行风险。



数据来源：Wind。

图 6 房地产贷款在银行贷款中占比持续上升

三是房地产市场爆发式增长透支了我国经济增长潜力。房地产业稳健运行离不开其他产业协调配合。虽然房地产业能够带动相关产业发展，但房地产业过度繁荣势必破坏房地产业与其他产业之间的比例均衡关系，导致宏观经济短期内失衡增长，进而透支经济增长潜力，并拖累宏观经济表现。

四、对房地产市场发展及政策的反思

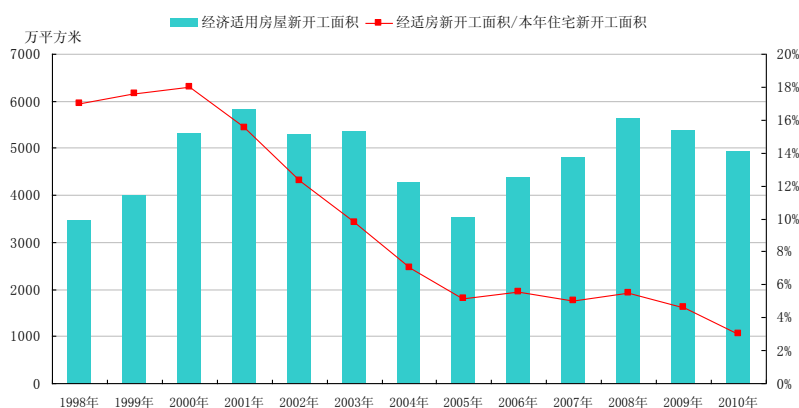
（一）对房地产市场的定位不清，房地产市场过于商品化

1998 年住房制度改革以市场化改革导向，建立了我国新的住房制度，并预期建立以经济适用房为主的住房保障体系。但在实际改革过程中，不同人群的实际需要和承受能力未能受到足够重视，住房保障的定位和制度体系发展经历了一系列波折和变化。

改革初期，房地产市场的繁荣极大地提高了住房供应规模 and 水平。然而，由于政府保障职能长期缺位导致保障性住房制度建设滞后，低收入家庭住房困难日益突出。以经济适用房为例，2003 年国发

〔2003〕18 号文将经济适用房由“住房供应主体”修改为“具有保障性质的政策性商品住房”，并提出逐步实现多数家庭购买或承租普通商品住房。受此影响，经济适用房建设数量大幅下降（见数据来源：Wind。

图）。



数据来源：Wind。

图 7 经济适用房建设数量大幅下降

2007 年以后，随着“购房难”不断升级，住房制度中经济功能和社会功能发展失衡的问题开始得到各方的重视。经过多年的探索和实践，我国初步形成了以廉租住房制度、经济适用住房制度、公共租赁住房制度等为主要内容的住房保障体系，住房保障体系的建设力度不断加大。“十二五”期间，全国共开工建设城镇保障性住房超过 3800 万套，基本建成 2000 万套以上，大批城镇中低收入家庭的住房困难得到解决。同时，农村危房改造也实现了全国农村地区全覆盖。

然而，与人民群众的实际需求相比，我国的住房保障力度仍明显欠缺，政府还需要在住房保障领域发挥更大的作用，尊重房地产市场发展规律、改善群众居住条件应当成为住房制度改革和房地产市场发

展的根本目的。2014年，中共中央、国务院印发《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，提出要健全城镇住房制度，加快构建以政府为主提供基本保障、以市场为主满足多层次需求的住房供应体系。2016年5月，权威人士在人民日报发表文章更加明确地指出，楼市的政策取向应回归其功能定位，尊重其发展规律，不能简单作为保增长的手段。从发达国家走过的道路看，完全依靠市场力量无法实现“居者有其屋”的目标。房地产市场应适应新发展阶段的特征，真正理顺“市场”与“管制”、“效率”与“公平”的关系，形成一套全方位的住房保障制度，发展机制健全、运营规范的住房租赁市场，避免寄希望于刺激房地产重归高增长轨道。

（二）对城镇化建设如何推进的认识不统一

新型城镇化是现代化的必由之路，我国大规模的城镇化建设为房地产市场创造了巨大的需求。但城镇化首先应是人的城镇化，而不是造城的城镇化。长期以来，以拆迁、征地为主要手段的“造城运动”被地方政府奉为搞活经济、拉动经济增长、既出政绩又挣面子的不二法门，然而，造城毕竟与真正意义上的城镇化南辕北辙，而且超前规划各种工业园区、开发区和新城区，在没有产业支撑、合理配套的背景下，巨额的建设投入已经成为某些地方政府债务不合理增长的主要原因。未来，全面提高城镇化质量，应当坚持以人为核心的城镇化，力避脱离人口城镇化片面追求土地城镇化。

（三）房地产市场的长效调控机制尚未形成

我国房地产宏观调控的政策选择多为相机抉择式的逆周期调控手段，政策的临时性和短期性特征明显。这种“头痛医头、脚痛医脚”

式的短期调控措施往往是为了应对短期发生的市场波动，以控制房价过快上涨或防止房价暴跌为目的，属于事后调节手段，难以适应随时变化的市场行情，不仅损害房地产市场的交易效率，不利于从根本上解决长期性问题，还可能加剧市场波动，延长市场出清时间。同时，由于调控政策频繁转向，开发商和消费者对房地产调控政策的长期性和稳定性普遍存在质疑。这意味着我国房地产调控的长效机制尚未形成，对房地产市场的调控能力有待进一步提高。

（四）地方财政过于依赖房地产市场

土地制度对房地产市场具有重大影响，土地财政导致中央政府与地方政府博弈，加大了房地产调控政策的落实难度。为了守住耕地红线，解决土地消耗过快的问题，我国实行严格的土地计划供应制度，土地的稀缺性及地方政府对土地的垄断使其成为土地交易中最大的获利方。地方政府对房地产业的利益依赖加大了房地产调控政策的落实难度。一方面，中央调控政策的落实与地方利益之间的冲突和博弈长期存在。虽然地方政府迫于压力不得不执行，但执行的程度和持续性成问题，政策调控效果大打折扣。另一方面，土地财政在推高地价并催生出一个又一个地王的同时，也反作用于房价，形成新的房地产价格泡沫。远超出实体经济发展速度的房地产价格泡沫扭曲了房地产市场正常的供求关系，进而影响宏观经济金融的稳定。2016年5月1日全面实施“营改增”以来，地方政府的第一大税种被架空，地方政府对土地财政的依赖加剧，掀起了新一轮“地王”高潮。对此，有必要进一步加快房地产税的试点和立法工作，适时出台并完善综合性的房地产税制度，优化地方财政体系，调节中央和地方财税关系。虽然

房地产税不能直接调控房地产市场，但开征房地产税有利于地方政府组织收入和调节财富分配，具有间接抑制房地产市场投机的作用。

参考文献：

许宪春，贾海，李皎，李俊波，2015，《房地产经济对中国国民经济增长的作用研究》，《中国社会科学》第1期 84-101 页。

安辉，王瑞东，2013，《我国房地产价格影响因素的实证分析——兼论当前房地产调控政策》，《财经科学》第3期 115-124 页。

闫润东，胡新杰，2016，《房地产去库存任重道远》，《中国金融》第5期 67-68 页。

黄少安、陈斌开和刘姿彤，2012，《“租税替代”、财政收入与政府的房地产政策》，《经济研究》，第8期 93-106 页。

郑思齐和师展，2011，《“土地财政”下的土地和住宅市场：对地方政府行为的分析》，《广东社会科学》第2期 5-10 页。

Review of the Real Estate Policies and Market Performance of China

Abstract: Great changes have taken place in the real estate market of China since the housing monetization reform launched in 1998. As a result, the property institutional system, according to the market functioning rules, supported by governmental security system, has been gradually formed. However, soaring houses prices, huge inventory

pressures and the flawed financing system are the key problems for the real estate market of China. Along with the real estate market stepped into a slow growth stage, the role of real estate transformed from the powerful engine to a concentration risk of our domestic economy. In order to make the domestic real estate market developing in a more healthy and stable way, the following four key issues have to be concerned and solved which are including the determine market positioning, unify the understanding of urbanization a, establishing a long-term mechanism for real estate regulation, and reducing the local financial dependence on the real estate market .

Key Words: real estate market; housing price; real estate policies