



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

新金融评论
NEW FINANCE REVIEW

如何防范房地产市场硬着陆风险

张斌 中国金融四十人论坛资深研究员
朱鹤 中国金融四十人论坛研究部副主任、青年研究员
钟益 中国金融四十人论坛青年研究员

张斌、朱鹤、钟益(2021),“如何防范房地产市场硬着陆风险”,
新金融评论工作论文, No.2021/02, 中国金融四十人论坛。

发表日期:2021.11.02 | 更新日期:2021.11.02

如何防范房地产市场硬着陆风险

◎张斌 朱鹤 钟益

摘要：房地产是中国最饱受争议的行业，若论对国民经济运行起伏的影响力，房地产第一。进入新世纪以来，房地产实现了跨越式发展，也是地方政府推进城市化和工业化的主要抓手。在相当长时期内，房地产调控政策是政府逆周期调节政策的重要组成部分，房地产发挥了主导中国经济周期，稳定总需求的重要职能。对房地产的不满情绪主要来自高房价，高房价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。需要明确的是高房价不等于房价泡沫，房价“吸血”还是“造血”关键在于供给弹性。近年来，房地产行业进入“高周转模式”，几乎同一时期，中央对房地产调控政策发生了重大调整，核心思路是“房住不炒”、建立房地产调控长效机制和因城施策。

房地产有显著的周期性特征，经历过前面两年的行业火热以后，接下来的降温也很自然。叠加上三道红线和两道红线对房地产企业的资金来源带来的巨大压力以及疫情的影响，进入2021年下半年以后房地产行业面临着前所未有的压力，硬着陆风险已现端倪。防止房地产市场硬着陆，最重要的是防止房地产企业出现流动性危机，保住企业现金流。同时，要提振全社会社融增速，防止房地产市场下行扩散到其他行业和部门，防止不断放大的负反馈机制。房地产市场需要立足长远的政策，政策最重要的目标是让愿意进城改变生活和命运的人能负担得起城里的房子，不能让高房价负担压垮一个家庭的生活。政策的落脚点是提高都市圈住房供给和完善保障房制度。

关键词：房地产 城市化 都市圈

作者张斌系中国金融四十人论坛（CF40）资深研究员，朱鹤系CF40研究部副主任、青年研究员、钟益系CF40青年研究员。作者感谢万科公司潘艾敏女士、美银证券乔红女士在本文写作过程中给予的帮助。

引 言

中国最饱受争议的产业莫过于房地产。改善生活条件需要宽敞的房子，从农村进入城市改变命运需要城里的房子，居民企业和政府的钱包变大离不开住房地产相关贷款创造出来的存款增长，地方政府支持工业部门发展和城市建设离不开土地财政，房地产带动着最长的产业链和数以千万计的就业，房地产是决定宏观经济起伏最有分量的行业。对房地产的忧虑和质疑也从未停息。房地产价格泡沫、高房价挤占实体经济部门发展空间、高房价挤占消费、房地产投资率过高等说法一直广为流传，也困扰着决策部门。

进入21世纪以后，房地产在忧虑和质疑声中快速长大，即便是在不断的调控政策压力下还是韧性十足地成长。然而到了今天，房地产行业遭遇了前所未有的困难。房地产企业融资和销售收入正在经历前所未有的寒冬，缺乏现金流的房地产企业对热门城市的土地也不敢问津。

宏观经济学者越来越担心房地产市场硬着陆，从房地产投资和销售想到钢铁水泥到家具家电的上下游产业链，从房地产信贷和住房贷款想到全社会信贷增长，从房地产买地想到地方政府的收入和城市基建。房地产硬着陆意味着房地产企业、房地产上下游企业、地方政府关联企业、居民、金融体系几个部门关联在一起相互伤害，对经济的负面影响加倍放大。房地产市场硬着陆就是中国经济硬着陆，中国经不起房地产市场硬着陆。

防止房地产市场硬着陆，最重要的是防止房地产企业出现流动性危机，保住企业现金流。具体措施包括及时放松对住房抵押贷款政策的额度限制；支持对房地产企业债务的借新还旧；对过去经营状况良好但突然陷入流动性困境房地产企业的紧急救助贷款，贷款利率不必优惠但数量上要足。同时，要提振全社会社融增速，这是为了防止房地产市场下行扩散到其他行业和部门，防止不断放大的负反馈机制。具体措施包括降低利率、增加公共部门债务支持基础设施建设投资。此外，近期内延缓出台其他对

房地产市场影响过大的其他政策。

房地产市场需要立足长远的政策，政策最重要的目标是让愿意进城改变生活和命运的人能负担得起城里的房子，不能让高房价负担压垮一个家庭的生活。政策的落脚点是提高都市圈住房供给和完善保障房制度。

我们在下文中讨论几个问题，一是房地产行业在中国运行中发挥的作用；二是如何看待高房价及其对其他部门的影响；三是近五年来房地产行业和房地产调控政策的新变化；四是短期内如何防止房地产市场硬着陆，长期内房地产市场最需要解决的问题在哪里。

一、举足轻重的房地产业

要论对国民经济运行起伏的影响力，没有哪个行业能和房地产相比。

（一）举足轻重的房地产业

过去20年里，房地产行业实现了跨越式发展。根据国家统计局局长宁吉喆2020年7月在《人民日报》发表的文章，商品房年销售面积从2000年的1.7万亿平方米提高至2020年的17.6万亿平方米，年均增长14.0%。城镇和农村的居住条件不断改善，城镇居民人均住房面积从2000年的20.3平方米增加至2019年39.8平方米，农村人均住房面积从24.8增加至48.9平方米^①。

房地产消费面积大幅增长的背后是巨额的房地产开发投资。房地产开发投资最终形成固定资本是GDP增长的重要组成部分。2000-2020年，房地产开发投资从4901.7亿元增加至14.1万亿元，年平均增长率为18.9%。根据许宪春等学者的方法估算房地产开发投资对经济增长的贡献率，2002-2020年房地产开发投资形成的固定资本形成总额占GDP比重均值达到6.4%，房地产开发

^① 数据来源：《中国统计年鉴（2014）》，第169页；宁吉喆. 全面建成小康社会取得决定性进展 决战决胜实现目标必须加快补短板[N]. 人民日报,2020-07-24(011).

投资对 GDP 增长的年平均贡献率为 7.8%^①。房地产使用环节会拉动居民服务业、公共事业等行业的发展，房租支出、住房维修管理费、水电煤气费用和自有住房服务虚拟支出等房地产消费也是居民最终消费的重要组成部分。许宪春等学者测算结果表明 2009-2011 年房地产消费对 GDP 增长贡献率均值为 3.2%，在支出法 GDP 口径下，2011 年房地产开发投资形成的固定资本形成总额和房地产消费总计占 GDP 的 13.7%，对 GDP 增长贡献率为 10.3%^②。

房地产具有产业链条长、关联行业众多的特点，对建筑业、工业、交通运输业、批发和零售业、金融保险业等相关行业具有较强拉动作用。房地产开发会直接消耗水泥、钢铁、陶瓷、橡胶、玻璃、有色金属等大量建筑材料，销售后又带动家具、家电、纺织、装潢材料等多个行业发展，在其开发与销售过程也拉动了物流、金融等众多第三服务业的发展。房地产生产活动中的房地产业及房地产拉动的相关行业对 GDP 增长贡献率在 2013 年高达 29.4%（许宪春等，2015）。

（二）房地产是地方政府推进城市化和工业化的主要抓手

回顾过去 20 年房地产的发展，一个基本事实是房地产的快速发展伴随着城市化和工业化的快速推进。房地产和城市化、工业化之间并非单向的因果关系，城市化和工业化的发展也会进一步促进房地产的繁荣，当然，这离不开具有弹性的土地供给。房地产往往是地方政府推动城市化和工业化的重要抓手，通过设置二元化的土地供给制度，提高商住土地价格，然后，用商住

① 注：许宪春等（2015）认为，房地产开发投资是固定资本形成核算的重要基础资料，但二者在口径范围上存在两大主要区别：一是房地产开发投资包括土地和旧建筑物的购置费，而固定资本形成总额不包括这部分费用；二是房地产开发投资不包括商品房销售增值，即商品房销售价值与商品房投资成本之间的差额，而固定资本形成总额包括这部分价值。他们通过对现有统计资料分析发现，可以利用“固定资本形成总额对 GDP 增长的贡献率”，以及扣除土地购置费之后的房地产开发投资占扣除土地购置费之后的全社会固定资产投资的比重，推算出房地产开发投资对 GDP 增长的贡献。

② 许宪春,贾海,李皎,李俊波. 房地产经济对中国国民经济增长的作用研究[J]. 中国社会科学,2015 (01):84-101+204.

土地的收入来补贴工业用地和工业发展。这是过去20年里地方政府发展的常见模式，即所谓“土地财政”。

“土地财政”模式源自1994年的分税制改革。1994年开始的分税制改革显著地向中央集中了财政收入，将消费税、增值税等主体税种划分为中央独享收入或者中央与地方共享收入（中央收入占比明显更多），将营业税、所得税^①非主体税种划分为地方独享收入。中央财政收入的比重从1993年的22.0%大幅提高至1994年-2020年的45%-55%。同时，1998年开始财政预算制度改革，主要内容是将预算外的资金纳入预算内加以管理，推行国库集中支付制度和预算外资金的收支两条线管理办法。

分税制改革并没有相应调整中央与地方的支出责任，地方政府财权与事权存在错配。陶然、陆曦、苏福兵和汪晖等学者认为^②：发端于90年代中期、新世纪前基本完成的地方国有企业、乡镇企业大规模改制带来的地方政府社保支出大幅增加，地方财政压力凸显。地方政府为拓宽收入来源，逐渐通过大规模的招商引资来争夺制造业投资，同时开拓以土地出让、各种行政事业性收费为主体的新预算外收入来源。

这一过程中，土地出让情况显著分化，工业用地与商业用地、住宅用地情况明显不同。工业用地因为地区间投资竞争形成了“全国性买方市场”，而商业用地和住宅用地则由于地方政府对本地一级市场的垄断而形成了“区域性卖方市场”（陶然、汪晖，2010）^③。一方面，地方政府为了吸引制造业投资，通过竞争性较低的“一对一”协议出让方式，以低价甚至是“零地价”（地方政府出让工业用地需要事先支付征地成本和做好相应基础设施配套）出让工业用地，按投资额度返还部分出让金等。在此过程中，大量的农村土地

① 由于在1994-2002年间被划分为地方独享税的地方企业所得税和个人所得税增长迅速，2002年中央又将这两个所得税划为中央地方共享收入，中央和地方享有收入比例分别为60%和40%。

② 陶然,陆曦,苏福兵,汪晖. 地区竞争格局演变下的中国转轨:财政激励和发展模式反思[J]. 经济研究,2009,44(07):21-33.

③ 陶然,汪晖. 中国尚未完成之转型中的土地制度改革:挑战与出路[J]. 国际经济评论,2010(02):93-123+5.

被征用，城市化进程明显加快，而城市工业不断发展也带动本地服务业发展，为失去土地的农村劳动力提供了大量工作岗位，农村劳动力开始大规模向城市制造业、服务业部门迁移。另一方面，工业化和城镇化提升了经济效率，服务业用地需求提升和人均收入增加推动房价不断上涨，地方政府能够通过“招拍挂”方式高价出让商业用地和住宅用地，获得更高的土地出让金，继续投入本地基础设施建设。

地方政府（地方融资平台公司）的土地抵押融资模式成为城市化和工业化的“加速器”。一方面，地方政府在土地征用、工业园区建设上通常采取以土地抵押向银行贷款。土地征用的基本思路是，用前期储备土地的抵押贷款从事新一轮的土地征收和开发，用土地出让收入清偿抵押贷款，然后再用新征收的土地从事新一轮融资，如此循环往复。一个典型的例子是，2019年新增专项债2.15万亿元，其中，相当大一部分资金投向了棚户区改造与土地储备，占比13%。由此可见地方政府的开发土地的意愿较为强烈。

另一方面，地方基础设施建设主要由地方融资平台公司完成，其中，仅有较少土地出让金直接用于基建投资，绝大部分资金同样来自以土地抵押为主的银行贷款。2019年，基建投资中只有17.5%来自预算内资金，其中，政府性基金预算的国有土地出让金相关支出大致只有9%左右的资金直接形成基建投资。朱鹤和盛中明的研究发现，超过80%的基建资金由预算外资金支持，其中，地方平台公司主导的资金占比估计超过60%^①。据某省审计局调查，当地融资平台90%的负债来自银行，其中70%以上的贷款是通过土地抵押，偿债资金主要来自土地出让金、房地产开发收入和财政收入^②。总地来看，土地抵押贷款模式使得地方政府能够迅速扩大征地规模，获得的土地出让收入不断投入城市开发、基础设施建设上，推动当地经济发展和快速城镇化，能够获得更多土地出让金和财政收入以及通过更高价值的土地向银行抵

① 朱鹤、盛中明，“基建投资低迷之谜”，2021年8月20日。
https://mp.weixin.qq.com/s/iH4My1_yeKw2Kb4rjBURcw

② 陶然 汪晖，“中国城镇化投融资模式求变”，2013年8月20日。
<https://business.sohu.com/20130326/n370414609.shtml>

押获取更多资金继续用于城市发展。

房地产以及相关的土地财政模式，对地方政府能够在过去20年里快速推动工业化和城市化建设功不可没。然而，土地财政也加剧了高房价、高债务、高杠杆率诸多问题。在快速城市化和工业化同时，伴随着土地价格与房价快速抬升，地方政府收入更多地依靠卖地及其带来的财政税收，基建资金支出也更多依靠土地抵押贷款。同时，高房价也使得居民部门杠杆不断抬升，居民部门债务占GDP比重从2000年的12.4%提高至2020年的62.2%。虽然房地产带来土地财政等问题，但是，其对金融体系的风险核心在于杠杆。对政府部门来说，其依靠土地财政、土地金融快速扩张的基础设施建设规模，导致地方融资平台公司的隐性债务问题突出，地方政府广义债务率（显性+隐性）可能已经远超过IMF“90%-150%”的安全线，地方政府隐性债务化解工作仍在进行当中。

（三）相当长时期内，房地产调控政策是政府逆周期调节政策的重要组成部分

房地产对国民经济运行的影响力如此之大，以至于政府把房地产市场调控当作逆周期调节的关键抓手，房地产信贷政策和限购、限贷等行政限制成为政府逆周期调节的重要手段。

当受到外部冲击或者内需不足，经济面临下行压力时，政府往往放松对房地产相关限制，刺激住房需求、推动房地产投资，企稳经济增长。例如，1998年以后，为应对亚洲金融危机，政府采取了扩张性的财政与货币政策。当年7月，国务院下发了《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》（国发〔1998〕23号），明确提出“促使住宅业成为新的经济增长点”，房地产行业进入市场化阶段。在“非典”疫情结束不久后，2003年8月，国务院发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（国发〔2003〕18号），明确“房地产业已经成为国民经济的支柱产业”，拉开了房地产行业快速发展的序幕。

2008年国际金融危机爆发后，下半年主要经济指标快速下行，规模以上

工业增加值同比增速从2008年6月的16.0%持续下行，2009年1月由正转负，随后一个月快速反弹至11.0%。进出口金额同比增速从2008年7月的29.9%迅速下行至同年11月的-9.2%，直至2009年11月才回正至9.9%。房地产投资和新开工受拖累明显，房地产开发投资额累计同比由2008年6月的33.5%下降至10月的24.6%，房屋新开工面积累计同比由2008年2月的27.2%下降至同年12月的2.3%。为应对经济衰退风险，政府放松了对房地产市场管控，刺激政策主要集中在需求端。2008年10月，国务院常务会议提出要“降低住房交易税费、支持居民购房支持居民购房”，央行迅速下调首付比例和住房贷款利率，契税也下调至1%。11月“四万亿”刺激计划确定后，商业银行信贷规模急剧扩张并放松住房贷款审批。随后可以观察到房地产开发投资与新开工面积同比迅速反弹，恢复至危机前水平。

而当经济复苏、甚至过热以后，通常为了抑制房价过快上涨，保持经济健康增长，房地产相关政策开始收紧。需求端上，信贷政策、税收政策以及行政措施并行，信贷政策包括上调首付比例、居民个人购房贷款利率等，税收政策包括提高契税等，行政措施包括重点城市的限购令等。供给端上，主要通过规范企业拿地行为、限制房地产开发企业贷款等。

这一模式在2016年以后发生了重大改变，中国政府不再将房地产调控作为逆周期调节的手段，而是把房地产看作需要长期调控的对象。2016年中央工作会议提出“房住不炒”，至今仍是房地产市场宏观调控的基调。2019年中央政治局会议明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。最能体现政策转向的例子是，2020年初新冠疫情冲击下，经济面临严重下行压力，大量城市出台了针对房地产行业的放松政策，但主要是从供给端环节缓解房企流动性压力，例如，延期缴纳土地金、降低土地竞买保证金比例、延迟缴纳税费。

即便如此，房地产实际上仍然发挥了主导中国经济周期，稳定总需求的重要职能。2018年以后，房地产投资和背后的居民贷款增长是稳定经济的重要力量，保住了总需求，保住了社会融资规模。房地产开发投资从2018年的12.0万亿元稳步上涨至2020年的14.1万亿元，年均增长率为8.8%，对固定资

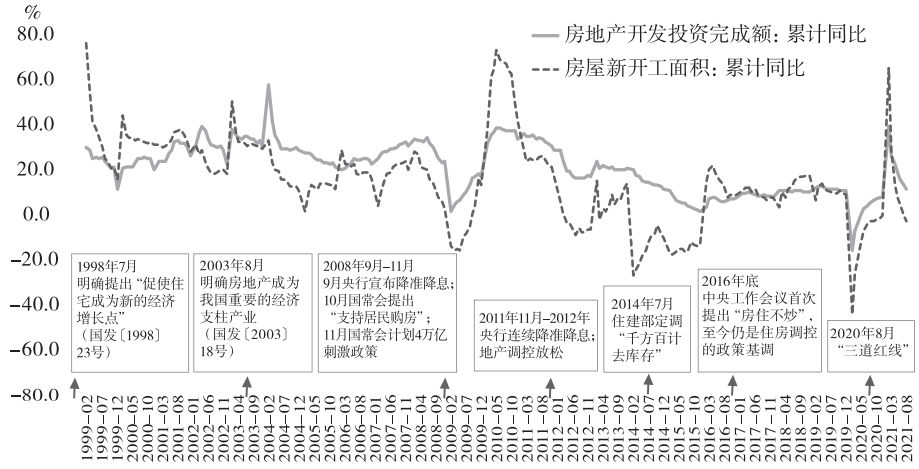


图1 房地产开发投资完成额和房屋新开工面积累积同比

资料来源：WIND，作者整理。

产投资形成了有效支撑。特别是在2020年新冠疫情冲击以来，房地产投资增速恢复较快，2020年1-6月同比增长较年初的-16.3%回正至1.9%，在消费不振、制造业投资恢复缓慢的情况下，对经济复苏发挥了重要作用。2018年至2021年二季度，主要金融机构新增房地产贷款（包括房产开发贷款、新增地

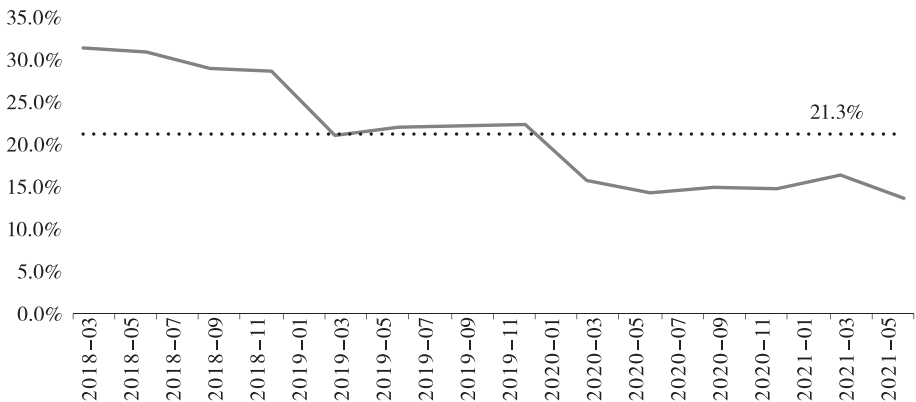


图2 新增房地产贷款占新增社会融资规模比重

资料来源：WIND，作者整理。

产开发贷款和新增个人购房贷款)占新增社会融资规模比重的均值为21.3%，成为社会融资需求的重要支撑力量。

二、如何看待高房价

对房地产的不满情绪主要来自高房价。不满包含了太多情绪，难免存在误解。

(一) 都市圈的高房价

房价是一座城市看不见的围墙。很多人一辈子努力工作，也负担不起在大城市中心城区一隅的蜗居。并非中国的北京、上海、深圳的围墙高，纽约、伦敦、东京中心城区的围墙也很高。区别在于纽约、伦敦、东京的中心城区围墙虽然很高，郊区的围墙高度大幅下降，普通收入家庭还是能负担得起大都市圈的生活。而在北京、上海、深圳，即便是郊区的围墙也高到让普通收入家庭望而却步，断送了很多进入大城市改变命运的机会。

因为大都市具有更好的人力资本发育成长环境，能提供更多的消费升级选择，进入大都市更有利于实现收入增长和生活品质升级，大都市竞争优势更加凸显，大都市与小城市的房价差异进一步放大。以北京为例，2000-2012年期间，短短十多年时间，北京相对于全国平均商品房住宅价格从2倍上升到3倍，2013到了2018年五年时间里上升到了4.4倍。考虑到北京新建住房多在郊区，北京相对全国房价的实际上涨幅度还不止于此。上海、深圳房价相对全国房价的上涨与北京相比也不遑多让。

中国大都市的高房价几乎断绝了大部分新进入者依靠自身收入买房安家的希望，对已经选择住房抵押贷款购房的群体带来的负担过重。中国一线城市房价收入比已经接近25倍，二三线城市维持在10倍附近。2018年，房价收入比排序前五位的城市分别是深圳(34.2)、上海(25.2)、三亚(23.2)、北京(22.8)和厦门(19.9)。如此高的房价收入比，意味着这些城市的围墙把大部分新进入者都挡在了外面。住在城中的人也不好受。宾夕法尼亚大学方

汉明等学者基于某大型商业银行的120个城市的住房抵押贷款数据，探究高房价对购房人群带来的经济压力。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，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。他们的研究发现，在一线城市，贷款购房群体当中的低收入群体的房价收入比超过10倍，住房开支成为非常大的负担；即便对于贷款购房群体中的中等收入群体，一线城市的房价收入比也超过了8倍，住房开支不堪重负^①。

（二）高房价背后的合理与不合理成分

房价上涨背后，既有合理成分也有不合理成分。房价持续大幅上涨是供求两方面的力量在共同发挥作用。需求和供给两方面的力量当中，有合理成分也有不合理成分，房价上涨也因此包含了合理和不合理成分。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。

供给方的不合理成分包括下面几个方面。其一，大都市住房供给缺乏弹性。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。中国大都市的住宅土地供应异常紧张。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平方米。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平方米的福州、西宁，到接近30平方米的武汉、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

^① Fang, H., Gu, Q., Xiong, W., & Zhou, L. A. (2016). Demystifying the Chinese housing boom. NBER macroeconomics annual, 30(1), 105-166.

线城市的住房供给弹性要显著高于大都市。

其二，基础设施和公共服务制约了大城市的住房供应提升。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，提高便利程度，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。中国也努力建设都市圈，在特大城市周边的交通基础设施方面做了很多工作。但是，与发达国家相比，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。

其三，保障性住房供给与人口流动脱节。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。

其四，房地产开发商贷款政策未能与时俱进作出调整。在房价持续上涨预期下，囤房囤地等待升值成为一些开发商重要盈利来源。为了遏制土地炒作和囤积土地，防范土地开发环节的市场风险，监管部门对房地产开发商贷款采取了严格规定，并对各种形式的房地产开发商融资采取限制。近年来，市场对房地产价格上涨预期明显降温，开发商依靠囤地囤房难以盈利，开发商经营策略转向快速开发、快速卖房回款的高周转率模式。新环境下，对开发商贷款的过度限制实际上遏制了住宅供应，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。

需求方也有不合理成分刺激支撑高房价。其一，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^①。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。

其二，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。从国际经验来看，随着居民部门金融资产水平提高，资产的配置方式也会发生变化，中国也不例外。中国居民部门快速增长的金融资产不再满足于仅以低风险/低收益的银行存款的持有方式。在更高的金融资产水平上，居民部门持有更高风险/高收益组合的金融投资产品意愿上升，持有长期、带有养老和保险功能的金融投资产品的意愿上升。这些金融服务需求得不到很好满足，尤其是养老保险类金融投资工具匮乏，这迫使居民部门对金融资产的需求转向房地产投资。房地产成为替代金融资产作为高风险/高收益金融投资产品，或者养老和保险金融投资产品的替代投资工具。根据西南财大的《中国家庭金融资产配置风险报告》，房地产在中国家庭资产的占比达到六成以上。与此形成对比，美国家庭的房地产在全部家庭资产中的占比只有中国家庭的一半。

中国大都市的高房价背后，有合理成分，也有众多不合理成分。支撑高房价背后的不合理成分并非最流行的货币超发解释，而是土地制度、公共管理和服务、金融体系发育这些更难改变的硬石头。这把大都市的高房价围堵

^① Glaeser, E. L., Gyourko, J., & Saiz, A. (2008). Housing supply and housing bubbles. *Journal of urban Economics*, 64(2), 198–217.

垒得更高更坚硬，断送了大量改变人生命运的机会，也侵蚀了大城市自身的生命活力。

（三）高房价不等于房价泡沫

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，购房承受的压力越大，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^①。

^① 更详细的内容请参考：张斌、朱鹤，《房价的偏见》，发表于“区域前沿观察”微信公众号2021年3月10日。

(四) 房价“吸血”还是“造血”关键在于供给弹性

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。

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。

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。我们用跨越周期的十年平均数据来看，房价增速和消费增速存在微弱的正相关关系^①。

三、行业新模式和调控新政策

激烈的市场竞争下，房地产企业各显其能，调控政策主要瞄向了房地产企业和购房者。

（一）房地产行业进入“高周转模式”

房地产行业对民营部门的开放，再加上长期的旺盛市场需求，房地产行业从业者众多，竞争激烈。激烈的房地产从业者竞争中，好的一面的是房地产市场整体快速发展，房屋供给的数量和质量总体明显提升；不好的一面是部分企业的激进扩张，资金使用不规范等等。2016年，房地产行业的游戏规则发生了明显变化，全面进入以“高周转模式”为特征的新时代。“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。

一旦开启高周转模式，房地产企业最重要的任务就变成了两点。一是要

^① 更详细的内容请参考：张斌、张佳佳、钟益，房地产的宏观经济学[R]. 中国金融四十人论坛, 2019.

保证有足够的土地储备用来承接新开工的房地产项目。房地产的购地热情空前高涨，购地支出占房地产投资总额的比重显著增加。特别是2018年之后，房地产投资中的土地购置费占比从过去15%左右的水平，快速上升到了30%以上。同时，地方政府的土地出让金收入也逐年创新高，在一定程度上缓解了基层财力下降的压力。

二是要保证通过预售获得的现金流足够稳定。这就要求房地产企业在销售端持续发力，导致近年来饥饿营销、捆绑销售、预购打折等各类销售手段层出不穷。一个直接的后果是，房地产开发投资的资金来源中，居民部门扮演了越来越重要的角色。

个人定金和按揭贷款占房地产资金来源的比例在2011-2015年稳定在38%左右，此后快速增加，目前接近50%的水平。换言之，房地产开发投资的资金来源中有一半来自居民部门。也正因如此，过去各种限制银行向房地产企业直接提供开发贷款的监管规则越来越不起作用，因为房地产企业实际上通过居民部门向银行申请按揭贷款的方式来“间接”获得银行融资。确有必要的情况下，房地产企业还可以通过信托、私募、发债等方式从银行体系外获得融资支持。2017年，中央大力推行金融去杠杆的政策后，房地产企业通过表外获取融资的难度在增加，成本也在上升，进一步凸显了居民部门对房地产融资的重要性。

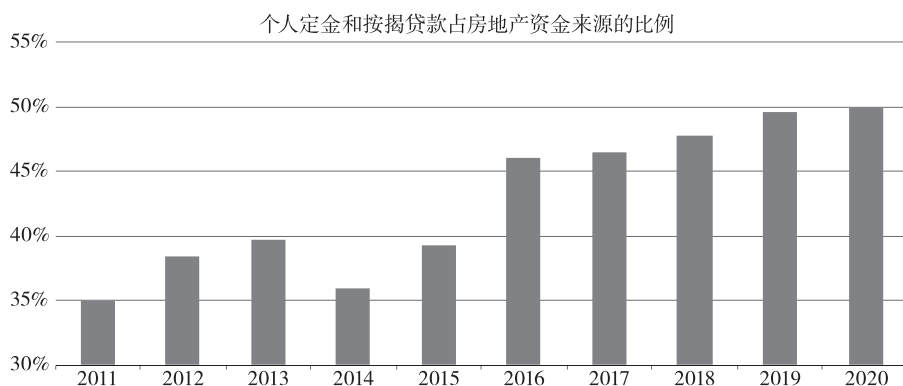


图3 房地产业的资金来源越来越依赖居民部门

数据来源：Wind，作者整理。

（二）“房住不炒”新基调

几乎是同一时期，中央对房地产调控政策发生了重大调整。如前所述，过去几轮房地产调控政策，更多强调的是房地产的逆周期属性，十六个字概括就是：“好了就紧，差了就松，管住需求，少谈供给。”在2016年年底的中央经济工作会议上，中央首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的调控基调，这标志着中央对房地产的定位显著改变。

新的房地产调控思路有三个核心内容：“房住不炒”、建立房地产调控长效机制和因城施策。此后，与房地产相关的部门陆续出台了与之相配套的政策，涉及房企融资、购房者信贷等方面。“房住不炒”意味着减少房地产的金融属性，坚决遏制房价上涨，严控房地产市场风险成为针对房地产市场调控最重要的目标。“房住不炒”弱化了房地产的逆周期调节的职能。2020年疫情之后，中央明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，进一步彰显了中央调控房地产市场的持续性和坚决性。

建立房地产调控的长效机制包含了多方面内容，包括但不限于遏制房价上涨的长效机制、对中低收入群体的住房保障政策、住宅土地供给制度改革等等。相关的政策包括开征房地产税、增加公租房建设、试点共有产权房、大力发展房地产租赁市场等等。这些措施着眼长远，落实起来需要众多政策的配合。

因城施策更强调不同城市面临的房地产供需压力有明显差异，因此，要避免一刀切式的调控手段。因城施策的思路是房地产调控思路的一大进步。在实际执行的过程中，房地产调控的焦点集中在一线城市，政策取向上，中央和大城市只紧不松，而且有越来越紧的趋势。与一线城市相比，二三线及以下的城市执行力度没那么强，过去几年里偶有反复，而且，城市之间的实际执行力度差异很大。因城施策给了各级地方政府很大的自主空间，也为房地产在2018-2019年的“持续繁荣”提供了必要条件。

2017年上半年，为落实“房住不炒”原则，几乎全国所有城市都推出了相关的政策，北上广深四个城市甚至在2016年下半年率先推出各类限购、限贷政策。与此同时，央行也上调了房贷利率。2018年之后，全国各城市的房

地产政策开始分化，一线城市的调控力度始终不减，且有逐渐加码的倾向。例如，北京在2018年9月推出了“认房又认贷”的公积金贷款政策，广州的四大行上调了当地首套房的房贷利率上限。有的城市一直到2021年都没有再推出新的调控政策。还有部分二三线城市的房地产调控政策在实际上有所松动。例如，合肥2018年8月放开了人才落户买房的社保缴纳年限的限制，又在2019年2月放松了首套房贷款的认定标准；南京也在2019年2月降低了购房所需要的社保缴纳年限标准。这种情况一直持续到2020年底。

（三）三道红线和两道红线

2020年初爆发的新冠疫情给中国和全球经济造成巨大冲击。得益于有效的防疫措施，中国率先恢复正常的经济社会秩序，并实现持续的经济复苏。本轮经济复苏中，房地产投资发挥了重要作用，为稳定地方财政收入和宏观经济也提供了重要支撑。2020年深圳、上海等一线大城市的房价面临着新一轮的上涨压力。房地产仍延续此前的“高周转模式”，房地产持续景气对应了居民部门加杠杆的速度变得更快，个别区域的违规贷款的问题突出。居民杠杆率从2019年底的56.1%增加到2020年底的62.2%，一年就增加了6.1个百分点。对房地产价格上涨和居民杠杆率上升的担忧再度升级。

在此背景下，房地产调控再度升级，主要体现为三点。一是2020年8月推出了针对房地产企业的“三道红线”监管规则。二是2020年12月底推出了针对银行涉房贷款的“两道红线”监管规则。三是2020年中下旬以来，全国各城市再次步调一致，没有任何一个城市出台过放松购房的政策。一线城市和主要二线城市的限购政策再次加码，部分城市还采取了对房价本身的直接管控措施，如公布二手房的交易参考价格。其中，针对房地产企业的“三道红线”和针对银行的“两道红线”的影响力巨大。

1、“三道红线”迫使房地产企业全面进入主动去杠杆阶段

2020年8月，住建部、央行召集房企开会时提出了的三个与财务指标直接挂钩的监管要求——剔除预收款的资产负债率不得大于70%、净负债率不得大于100%、现金短债比不得小于1倍。这就是所谓的房地产监管“三道红

线”，2020年只是在12家重点房企试行，2021年1月1日起全行业推行。“三道红线”与此前监管规则有明显的差异，因为该规则直接与房地产企业的负债监管挂钩。监管部门将房企分成“红、橙、黄、绿”四档管理，三条规则都不满足的企业，归为红档，当年有息负债不得增加。每满足一个条件，就会增加一档，有息负债规模的增速上限增加5%，但即使是处于绿档位置的房企，有息负债年增幅也不得超过15%。

“三道红线”出台后，包括12家重点房地产企业在内的整个房地产行业陆续进入了主动降杠杆模式。根据克而瑞研究中心的测算数据，2020年8月三条红线政策出台到2020年底，99家样本房企中就有41家房企成功降档，其中，24家成功回归绿档。在降档的房企中，降一档的有35家，降两档的有5家，还有一家企业连降三档，直接从红档企业变为绿档企业。此外，在2020年踩线的房企中，部分已提供了降档时间表，大多规划未来3年内力争“三道红线”的全部达标。

2、“两道红线”原则全面收紧房地产企业的融资来源。

2020年12月31日，中国人民银行、银保监会发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，将银行业金融机构分为5档，并针对每一档银行设置了房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限。新的监管原则将个人住房贷款纳入了涉房贷款的监管口径，这与过去强调限制开发贷有明显区别。至此，银行也被迫开始压低新增贷款中流向房地产的部分。根据上市银行披露的数据，截至2021年6月，大部分银行的个人住房贷款占比和房地产贷款占比较去年末有所下降，但是，仍有部分银行的指标依旧高于监管“红线”，大型银行中有个别银行超过红线，还有更多的中小银行面临着持续压缩涉房贷款的压力。

如前所述，过去五年里房地产行业的“高周转模式”已经对居民贷款形成了巨大依赖。在这样的背景下，“两道红线”的监管要求卡住了房地产融资来源的命脉，超过50%的开发资金受到了明确限制。再叠加2017年以来金融去杠杆对房地产行业表外融资的打击，进入2021年之后，特别是2021年下半年房地产企业的融资困难骤然增加。

四、防止房地产市场硬着陆

房地产有显著的周期性特征，经历过前面两年的行业火热以后，接下来的降温也很自然。叠加上三道红线和两道红线对房地产企业的资金来源带来的巨大压力以及疫情的影响，进入2021年下半年以后房地产行业面临着前所未有的压力，硬着陆风险已现端倪。

（一）硬着陆的征兆

房地产市场已显露硬着陆的征兆。2021年7月以来房地产市场已经表现出非常明显的疲态，投资、新开工和销售等主要指标快速恶化。9月，房地产投资的当月增速为-3.5%，这是2016年以来首次在常规时间内转负（除2020年2月以外）。房地产新开工面积连续6个月当月同比增速为负，房地产销售面积连续3个月同比增速为负，9月当月两个指标的同比降幅都超过了13%。

房地产销售骤然下降主要来自两方面原因。一是在“两道红线”的约束下，居民购房缺乏融资支持。2021年6月-8月居民新增中长期贷款比去年同期累计减少了4500亿元，这是2018年以来最大的连续收缩，且没有停止的迹象。住房抵押贷款利率也有所上涨。2021年9月全国首套房贷款平均利率为5.46%，较去年年底上升23个基点；二套房贷款平均利率为5.83%，较去年年底上升29个基点。二是受恒大事件影响，消费者担心其他房地产企业也会出现类似恒大事件的爆发，担心房价打折，担心不能按期交房。

房地产企业流动性极度紧张。高周转模式下，房地产企业高度依赖销售回款，销售的骤然下降给房地产企业带来巨大现金流压力。恒大事件影响下，国内金融机构对房地产企业的贷款更加审慎。房地产企业的海外市场融资遇到了更大的问题。中国房企在海外美元债市场上遭遇恐慌性抛售。不仅是恒大的债券价格大跌，十一长假节后绝大部分的中国房地产企业海外债券价格都在大跌。海外市场已经形成了恐慌情绪，对优质和劣质房企没有区分，只要有即将到期的债券，不管公司做出任何声明，市场担心可能难以还

债。海外研究机构认为，很多房地产公司已经失去自救能力，少量回购债券对市场完全没有作用，大量回购又没有现金支持。房地产公司的现金主要在项目上和子公司，在正常有再融资渠道的情况下，一般母公司不会存有大量现金。然而，债券市场以前所未有的速度恶化，现金无法很快转到母公司，流动性危机依然发生。

（二）负反馈机制

房地产硬着陆会导致总需求的超预期回落。房地产对总需求的影响分为直接效应和间接效应。直接效应是指房地产投资下滑会带动投资下滑，并进而抑制总需求。房地产投资占社会固定资产投资的比重在三分之一左右，粗略估算，如果房地产投资从过去四年10%的同比增速下降到-5%的话，会直接拉低投资增速5个百分点，进而影响接近1个百分点的GDP增速。更值得重视的是房地产行业衰退给上下游行业和地方政府财政收入带来的间接影响。基于许宪春等人（2015）的估算结果，可以粗略得知如果房地产投资和销售从高位回落15%的话，至少会拉低GDP增速1.5个百分点。

上面这种估计可能还是过于乐观。如果没有及时有力的处置措施，现实当中出现的会是不不断放大的负反馈机制。房地产企业、房地产上下游企业、地方政府关联企业、居民、金融体系几个部门关联在一起相互作用，对经济的负面影响加倍放大。

紧密跟踪房地产业的房地产业内专家认为，如果房地产销售收入大幅负增长的不能及时止住，三成甚至更多的房地产企业会撑不下去，拖欠向上下游企业账款，未能及时偿债，甚至是不能偿还贷款会愈演愈烈。购地和新开工是以后的事。

地方政府卖地收入超预期下降。即

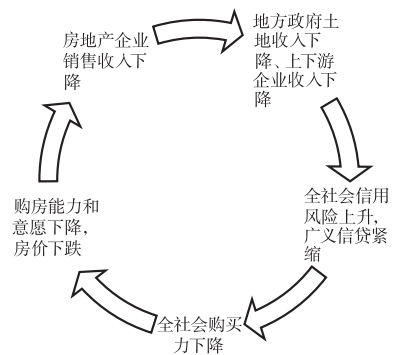


图4 房地产硬着陆的负反馈机制

资料来源：作者绘制。

便是一线热门城市的住宅用地也开始无人问津，福州、青岛、济南、成都等 11 个城市第二轮集中供地等效流拍率（流拍以及提前终止出让的地块占比）高达 31%。8 月，土地成交的溢价率大幅下降，底价成交的土地占比已经超过 50%，还有大量土地直接流拍。地方政府卖地收入下降势必会影响地方政府的基建和其他投资活动，相关的信贷也会受到影响。

金融市场信心受到了冲击并抬升信用风险，全社会信用扩张受阻。房地产企业债券违约风险已经在行业内和行业间蔓延。国内方面，企业发行债券的难度较此前有明显提升，发行利率也有显著提升，这会抑制许多常规合理的融资需求。9 月，企业债券发行规模只有 1400 亿元，比 8 月减少约 3000 亿。企业债券的发行利率也有明显上升，AA 和 AA-评级的企业发债 9 月平均发行利率是 5.4%，而 8 月的平均发行利率是 5%，增加了 40 个基点。中资离岸美元债市场也受到影响。目前，高息美元债市场已经被打到有史以来最低水平，由于缺乏流动性，金融机构开始积极减仓其他中国资产——包括投资级别的债券，国企债券和股票。

全社会信用扩张受阻带来的是全社会购买力下降，居民部门的购买力能力下降，再考虑到这个过程房价下降，居民部门的住房购买意愿也会下降，房地产销售下降进一步加剧。这样就形成一个不断放大的负反馈机制。在这个负反馈机制中，不限于房地产行业的大量企业破产，经济增速下降、社融下降、房价下降，居民收入和企业利润下降，上升的是风险溢价和还不起债的企业。

（三）短期应对的重点是避免房地产企业流动性危机

正常的房地产周期调整以及由此带来的经济周期性波动并不都需要政府出面干预。然而，现在并非正常状况，在不及时调整政策情况下房地产市场难以自救，由此带来的宏观经济冲击也难以承受。

一是要避免房地产企业出现流动性危机。防止出现流动性危机的关键是保障企业现金流，房地产企业现金流主要来自销售收入，房地产抵押贷款政策对房地产销售收入有着显著影响。首先是要及时放松对住房抵押贷款政策

的额度限制，坚持“因城施策”的原则，更多依据商业原则来满足居民的住房抵押贷款需求，让房地产恢复自我造血功能。其次是支持对房地产企业债务的借新还旧。再次是对过去经营状况良好但突然陷入流动性困境房地产企业的紧急救助贷款，贷款利率不必优惠但数量上要足以帮助企业应对危机。

二是要提振全社会社融增速。为了防止房地产市场下行传导至其他行业和部门，防止不断放大的负反馈机制，同时也是为了提振当前整体经济的活力，需要充实其他行业和部门的现金流。主要措施包括1，降低利率，这一方面减少了企业和居民部门的债务成本支出，另一方面有助于提升其所持有的资产估值，强化了企业和居民的资产负债表和应对负面冲击的能力。2，增加公共部门债务支持基础设施建设投资。这样做的好处一方面在于补上地方政府土地收入下降对基建投资的拖累；另一方面也是摆脱过度依赖土地财政的难得机会。

三是近期内延缓出台其他对房地产市场影响过大的其他政策。市场普遍担心房地产税会近期出台，这对近期房地产销售会再次带来严重负面冲击。房地产税是长久之计，需要做也应该做，但需要找到更合理的时机出台。

（四）长久之计的落脚点是提高都市圈住房供给和完善保障房制度

房地产市场的难题很多，误解也很多。最需要解决的问题是让愿意进城改变生活和命运人能负担得起城里的房子，不能让高房价负担压垮一个家庭的生活。大都市是工作机会多、收入高、子女教育更有吸引力的地方，然而，高房价把大都市的围墙越筑越高。从国际经验来看，出路不在于死死管住中心城区的房价，而是完善保障房制度和做大都市圈，让都市圈房价能够被绝大部分家庭接受。

完善保障房制度和做大都市圈涉及众多重大政策调整，政策调整未必适合所有城市。实施过程中需要因城施策，在确立改革大方向的前提下给地方在土地使用、建设项目融资、公共基础设施建设、公共服务等方面留下足够的自主决策空间。这些改革不仅是为了解决住房问题，也为亿计民众改变生活和命运，为中国发掘新的经济增长潜力带来新的机遇。

参考文献

- [1] Fang, H., Gu, Q., Xiong, W., & Zhou, L. A. (2016). Demystifying the Chinese housing boom. NBER macroeconomics annual, 30(1), 105–166.
- [2] Glaeser, E. L., Gyourko, J., & Saiz, A. (2008). Housing supply and housing bubbles. Journal of urban Economics, 64(2), 198–217.
- [3] 陶然,陆曦,苏福兵,汪晖. 地区竞争格局演变下的中国转轨:财政激励和发展模式反思[J]. 经济研究,2009,44(07):21–33.
- [4] 陶然,汪晖. 中国尚未完成之转型中的土地制度改革:挑战与出路[J]. 国际经济评论, 2010(02):93–123+5.
- [5] 许宪春,贾海,李皎,李俊波. 房地产经济对中国国民经济增长的作用研究[J]. 中国社会科学,2015(01):84–101+204.
- [6] 张斌、张佳佳、钟益, 房地产的宏观经济学[R]. 中国金融四十人论坛, 2019.
- [7] 张斌、朱鹤,《房价的偏见》,发表于“区域前沿观察”微信公众号 2021 年 3 月 10 日。

Real Estate Market in China: How to Prevent A Hard Landing

ZHANG Bin, ZHU He, and ZHONG Yi

Abstract: Real estate is the most controversial sector in China. Among all industries, its impact on the country's economic fluctuations is second to none. Since the advent of the 21st century, the real estate sector has achieved leapfrog development, serving as the key for local governments to promoting urbanization and industrialization. For a long period of time, real estate regulatory policies have been an important part of the Chinese government's counter-cyclical adjustment. The real estate sector has played a leading role shaping China's economic cycle and stabilizing aggregate demand. Social discontent with the real estate sector is mainly attributed to skyrocketing house prices. Behind this phenomenon is the combined action of multiple factors at play including an underdeveloped market system and distorted policies. However, it should be noted that high house prices do not necessarily indicate a bubble. The key factor determining whether houses "suck blood" or "make blood" is the supply elasticity. The real estate industry in recent years has featured a "high turnover mode"; almost simultaneously, the Chinese government has made major adjustments to real estate regulatory policies, with the underlying concept that "houses are dwelling places, not tools for speculation" and two major moves which are establishing a long-term real estate regulation mechanism and implementing targeted, practical policies in different cities.

Real estate is a highly cyclical sector. After experiencing explosive growth in the previous two years, it is a matter of course that it starts to cool down, which, coupled with the huge strains placed upon the financing of real estate developers by the "three red lines" targeting the sector and the "two red lines" targeting housing loans as well as the blows from the COVID-19 pandemic, has put the sector under unprecedented pressure in the second half of 2021. As a result, we are already seeing risks of a hard landing emerging. The key to preventing this from happening is to guard against liquidity crisis among real estate developers and protect their cash flows. At the same time, it is critical to boost faster growth in total social financing and prevent spillovers from the real estate market to other sectors and the amplification of the negative feedback mechanism.

The real estate market needs a long-term policy. The paramount goal is to make houses in urban areas affordable to those who work hard to pursue a better life in big cities, and make sure that no family is overwhelmed by an unaffordable house. To this end, it's critical that policies work effectively in increasing house supply in metropolitan areas and providing affordable houses to those in acute need.

Keywords: Real estate; urbanization; metropolitan areas