

MACRO ECONOMY

宏观 经济

□ 关于当前房地产形势判断与建议

□ 金融助力县域高质量发展的定位、功能与路径
——中国式现代化视阈



关于当前房地产形势判断与建议

2024年9月底的政治局会议之后，楼市的交易活跃度明显增加，但住房交易量的回升并没有带动房价的全面回升。要实现房价止跌回稳的目标，一是通过债务重整、注资等多种途径修复房地产企业的资产负债表，实现化解房地产企业的债务风险的目的；二是采取有力措施降低按揭贷款的实际利率；三是鼓励住房“以旧换新”、政府收储保障型住房等方式增加住房需求。



2024年9月底的政治局会议之后，楼市的交易活跃度明显增加，但住房交易量的回升并没有带动房价的全面回升，部分城市的二手房价交易价格回升主要因为成交结构变化或放开住房限购措施所致。随着时间的推移，政策效果出现了“边际递减”的现象。房价止跌回稳的基础并不牢固。

影响当前房地产市场复苏的主要原因有：房地产企业的资产变现能力较差，开发商的债务风险仍然在不断蔓延；房价下跌导致按揭贷款的实际利率处于高位，影响了货币政策工具在“稳楼市”过程中作用。

要实现房价止跌回稳的目标，一是通过债务重整、注资等多种途径修复房地产企业的资产负债表，实现化解房地产企业的债务风险的目的；二是采取有力措施降低按揭贷款的实际利率；三是鼓励住房“以旧换新”、政府收储保障型住房等方式增加住房需求。

“稳楼市”的政策效果分析

自2024年9月份以来，为了实现“稳楼市”目标，有关部门开启了一揽子货币政策工具。2024年9月份人民银行除了启动传统的货币政策工具（降准、降息）外，还创设了新的货币政策工具，如设立保障房再贷款机制。这些货币政策工具为稳定市场预期起到了积极作用，楼市交易明显活跃。根据中指数据，2025年一季度，重点20城二手住宅成交套数同比增长29%。3月份重点城市的二手房成交数量同比均增长30%以上。

楼市的交易成交量的上升并没有改变房价下行的趋势。

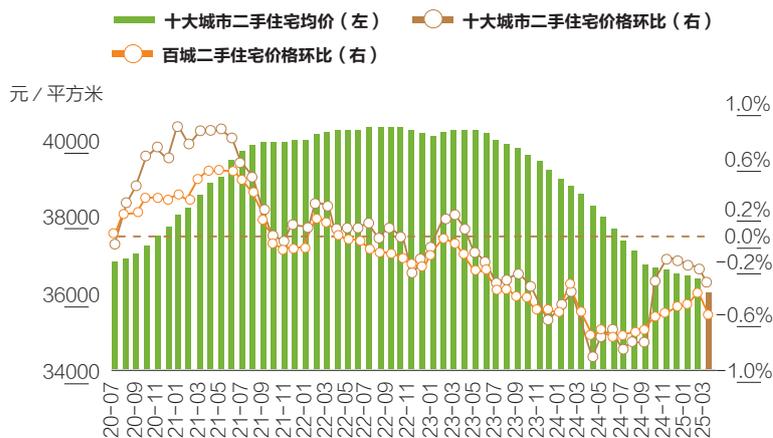


图1 二手房住宅价格走势

数据来源：中房指数研究院

从中房指数研究院的数据看，2024年9月份一揽子刺激政策出台后二手房价格环比跌幅有所收窄，但一直运行在负值区间（见图1）。而且重点城市的价格环比在最近3个月还出现了回落的趋势。

国家统计局的数据同样表明二手房价格还在持续下跌过程中。国家统计局最新数据显示，2025年3月份70城二手住宅价格指数环比涨幅为-0.2%。其中，一二线城市房价指数环比涨幅，分别为0.3%、-0.2%和-0.3%。

部分城市房价指标已经连续数月回升，是否可以判断房地产市场已经止跌回稳？答案是否定的。部分城市的房价回升的主要原因是二手房成交结构出现变化。以深圳为例，2024年10月份之后，深圳的二手房价出现连续5个月环比上升，备受市场关注。从调研中我们了解到，深圳二手房价上涨的主要原因是成交结构出现变化，即核心区域的高价房的成交占比增加所致。2024年、2025年第一季度单套总价400万以下的住房占比从56.1%下降至53.4%，但400万—600万元的房子占比从22.6%提高到24.6%，单价600万元以上二手房的占比从21.3%提高到22%。从二手房成交价格看，价格低的二手房成交占比降低，而价格高的二手住宅成交占比提高，2025年第一季度成交价小于4万元/平方米的住宅占比为32.2%，比2024年降低1.2个百分点，单价为4万—5万元/平方米的住宅占比提高0.7个百分点，单价5万—6万元/平方米的住宅占比提高0.9个百分点，单价高于9万元/平方米的住宅占比提高1.4个百分点（参见表1）。

成都市的房价也出现环比上涨的现象，主要因为从2024年10月份开始放开了住房限购政策，吸引了包括我国西北和西南地区的资金。其他放开住房限购的城市也出现类似的二手房价量同步回升的现象，但放开限购导致的市场上涨缺乏持续性。

另外一个值得关注的现象是有些城市出现“地王”。所谓“地王”是指楼面地价创新高或单个地块总价创新高，2025年前四个月北京、上海、杭州等城市都出现了“地王”。当前这些城市出现“地王”并非土地市场已经出现过热的信号，主要原因是地方政府为了促成土地交易，将城市的核心地带土地拿出来出售。以北京的“树村地块”为例，该土地北依圆明园遗址，属于海淀区的核心地块，而且有限高的要求，只能建低密度住宅，因此，该地块的楼面地价超过了10万元。

总之，深圳等城市的二手房价格的回升主要由成交结构变化或政策调整所致，部分城市的“地王”现象主要与区位

表1 深圳市二手房成交价格分布情况

| 价格 | ≤4万 | 4万—5万 | 5万—6万 | 6万—7万 | 7万—8万 | 8万—9万 | 9万以上 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2023年 | 22.0% | 18.9% | 16.4% | 13.8% | 9.8% | 6.3% | 12.6% |
| 2024年 | 33.8% | 21.1% | 16.3% | 10.3% | 6.9% | 4.5% | 7.1% |
| 2025年一季度 | 32.2% | 21.8% | 17.2% | 9.6% | 6.9% | 4.0% | 8.5% |

数据来源：深圳住建局，贝壳研究院

因素有关。我们不能仅从房价的统计结果判断市场已经止跌回升。要实现房地产市场止跌回稳的目标，还需要政策进一步发力。

当前房地产市场复苏面临的主要挑战

房地产企业的债务风险仍在不断蔓延

从2021年下半年开始，恒大地产等房地产企业出现债务风险之后，房地产市场的预期出现变化，随着房价下跌，房地产市场存在的深层次矛盾及房地产企业的融资方式缺陷开始逐渐暴露，房地产开发企业的债务风险不断加剧并蔓延。

流动性风险逐渐演变成成为资不抵债的风险

我国大型房地产开发企业的财务高杠杆是普遍现象，企业实有资本占其总资产的比例仅10%，房价下跌10%以上就意味着这些企业将资不抵债。2021—2024年，我国一线城市的平均房价下跌了20%—30%左右，三四线城市平均下跌幅度超过30%，当前大型房地产开发企业普遍出现了资不抵债风险。

在资不抵债的情况下，依靠市场化途径融资已经不现实。2022年11月份，为了缓解房地产开发企业的融资问题，金融监管部门出台了“金融16条”措施，为房地产开发企业全面开启了“股权、债券、信贷”融资通道，但效果不佳。在房地产开发企业进入了资不抵债的状态下，无论股权融资还是债权融资都难以实施。

房地产企业的存量资产变现能力较差

在过去的20多年里，随着工业化和城市化的推进，我国城市的就业人口快速向大城市集中，但土地指标的分配并没有与时俱进进行调整，导致中小城市出现了土地资源与人口之间的错配，中小城市的住房供大于求的矛盾日益凸显。普遍表现为商品房空置率居高不下，房价和租金收益率持续大幅度下跌，新房库存高企、去化周期长。分布在中小城市的存量房地产资产难以变现。

即使在核心城市，也存在资产结构不适应市场需求而导致的难以变现的问题。地方政府为了使土地收益最大化，倾

向于控制住宅用地比例，提高工业用地和商业用地占比，导致写字楼和其他商业地产严重供大于求。例如深圳这样的核心城市也存在写字楼供给严重过剩的现象，截至2024年末，深圳的甲级写字楼有826万平方米，空置率高达27%，深圳前海等个别区域的写字楼空置率高达40%以上。

上述两个“错配”使房地产开发商的库存难以去化，大量沉淀的资产难以变现，加剧了房地产开发商的债务风险。

房地产开发商的“统借统还”的融资方式难以为继，流动性风险不断加剧

统借统还贷款的具体含义是指企业集团向金融机构借款后，将所借资金分拨给集团内的下属单位。在房地产上升周期，统借统还的融资方式不仅提高了资金的使用效率，而且降低了大型房地产开发企业的融资成本，少数房地产开发商正是充分利用的该融资方式实现了“高杠杆、高周转、高收益”经营模式并快速扩张规模的。但在房地产下行周期，该融资方式难以为继，导致房地产开发企业的流动性风险快速暴露。因为在该融资方式下，融资主要由集团公司完成，资金使用主要发生在项目公司。房地产项目的预售资金监管属于当地政府部门，在房地产价格上升周期里，地方政府没有行使对预售资金的监管职责，房地产开发商的集团公司可以充分利用各项目公司资金使用的时间差，使资金得到高效运转。房地产下行周期来临后，地方政府为了控制房地产项目的风险，提高了预售资金的监管要求，同一家房企的不同项目之间的资金调度不再顺畅，集团公司必然出现流动性风险。越是规模大的房地产开发商越是容易出现流动性风险，恒大、碧桂园、融创如此，即使是房地产开发领域的优等生万科也同样难免。

按揭贷款的实际利率偏高

当前的按揭贷款利率已经降至为3%左右，处于历史最低位，但居民通过申请按揭贷款购买住房的意愿仍然较低，甚至倾向于提前偿还贷款。从来自基层商业银行的调研信息看，当前居民提前还贷的意愿仍然存在。居民不愿意申请按揭贷款购买住房的真实原因是实际利率处于历史高位。

购房者实际利率（个人住房贷款利率-70城二手住宅销售价格同比）%

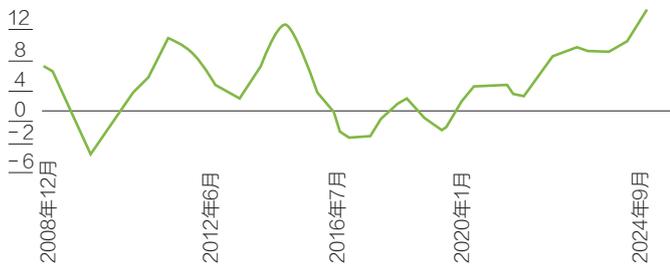


图2 购房者实际利率（个人住房贷款利率-70城二手住宅销售价格同比）%

数据来源：Wind

利率分为名义利率和实际利率，实际利率是扣除通货膨胀之后的利率，即实际利率=名义利率-CPI。实际利率反映了经济主体的真实融资成本，也是资金供给方的真实收益。

在计算实际利率时，不同的经济主体、不同的经济行为，应该选择不同的名义利率与通胀数据。对于购房者而言，我们以5年期按揭贷款利率与二手房价格指数来计算实际利率，按揭贷款实际利率=5年期按揭贷款利率-二手房价格指数。

对于按揭贷款的居民而言，购买住房的实际贷款利率在2018年之前持续保持低位（图2），最低点出现在2009年和2016年底（2008年之前缺乏二手房价格数据，故该数据从2008年12月份开始），这两个时点前后均出现了房价大幅度上涨。

按揭贷款的实际利率为负，意味着居民通过按揭贷款购买住房可以增加自己的财富，其本质是储蓄者补贴按揭贷款者，结果是按揭贷款的快速增加。在房价快速上涨的年份，我国按揭贷款增长迅速，例如：2009年个人按揭贷款总额为8403亿元，同比增速达到了116.2%。2016年按揭贷款增速为35%。

当居民按揭贷款的实际利率处于10%左右的高位，意味着通过按揭贷款购买住房的居民每年损失10%左右的财富，提前还贷成为理性选择，2023年和2024年的情况正是如此。从深圳金融监管部门提供的数据看，截至2024年底，深圳的按揭贷款余额为1.27万亿元，2024年提前还款的数量为2400多亿元，2024年9月份之后，提前还贷的数量减少了约40%，但每月仍然高达110亿元。

利率与住房租金收益率倒挂制约了保障性住房再贷款机制的作用，也是我们需要关注的问题。人民银行于2024年5月份推出了保障房再贷款机制，首批规模为3000亿元，但截

至2025年2月底只使用了不到十分之一。再贷款的利率高于租金收益率是影响该政策效果的主要原因。当前一线城市商品住房的租金收益率都在1.5%左右，保障房的租金收益率更低。保障房再贷款的利率为1.75%，加上商业银行收取至少0.5%的手续费，资金使用成本约2.25%，高于租金收益率。保障房再贷款的资金成本高于保障房的租金收益，从财务上是难以持续的，影响了地方政府通过保障房再贷款收储的积极性。

关于“稳楼市”的政策建议

从上述分析可见，制约房地产市场止跌企稳的主要因素是房地产开发企业的债务风险和按揭贷款的实际利率偏高，必须采取措施有针对性地解决这两大难题。

关于化解房地产企业债务风险的建议

从注册的企业主体看，我国有数万家房地产开发商，但这些数量众多的房地产开发商都是数量有限的房地产开发集团的子公司或孙公司。从房地产市场销售的集中度看，2023年前50强房地产开发企业占比为67%，前100强房地产企业的销售占比近78%，房地产市场已经是高度集中的市场。只要关注前100强或前50强房地产开发企业的债务问题即可。

对陷入债务风险的房地产开发企业进行债务重整

根据“财富50人论坛”的课题《我国房地产风险化解研究》的资料数据，房地产开发企业的负债结构为：预售个人购房款占32%，拖欠上下游建筑商和供应商资金占30%，商业银行的贷款占14%，境外债占9%，非标融资占8%，延迟支付税费占7%。

因为商业银行的融资只占房地产开发商融资的14%，很多人误以为房地产市场的风险不会威胁我国商业银行的资产安全。在房地产开发商的资金渠道中，非银行金融机构的融资和非标融资的最终资金来源都是商业银行。为房地产开发商提供资金占用的大量的建筑企业和建材企业同样是商业银行的客户。房地产开发企业的债务风险对商业银行而言是系统性风险。

除极少数外，绝大部分房地产开发企业（包括国有控股企业）都要依法重整，才能度过市场严冬。应当采用“主办银行、合理分担、监管宽容”的组合政策进行重整。在重整过程中，允许和支持房企总部和主债权银行总行实施“总对总”债权债务合并。可以借鉴金融机构风险处置经验，在重组期间按照法定程序或机制，向最高人民法院申请“三中止”，即相关法院暂缓受理、中止审理、中止执行以重整公司为被告的相关债务纠纷，帮助陷入暂时流动性困难的房企渡过难关。司法重整的根本目的，是让房企获得更生的同

时，最大限度保护各类债权人利益，保护就业机会，重整的核心要点包括，一是拉长债务期限和本息削减，二是债务人及公司股东利益的削减，三是通过债转股或引进新的投资者增强债务人资本实力。

在财务重整过程中，要平衡债权人和股东的权利。在已经出现的财务重整案例中，股东的利益得到了充分保护，但债权人的利益被忽视，出现“削债式”重整。

同时，依法对极少数违法经营、盲目扩张、严重资不抵债的房企，应在股东权益清零并依法追缴股东、实控人资产基础上，按照公司法、破产法实施破产清算。同时对其中确需保交付的在建项目，由政府指定机构接管完成续建交付。

向房地产龙头企业注资的建议

通过补充资本金提高房企的信用水平，从而达到化解房地产开发商债务风险的目标。鉴于房企资本缺口规模较大，笔者以为可以借鉴我国国有商业银行股改的经验 and 国外应对房地产风险的做法，由国家成立专门的机构，向符合一定条件的房企进行注资。

注资对象：应该选择系统重要性房地产开发企业作为注资的对象。资产规模最大的30家民营控股房地产开发企业表内负债规模为10万亿，这些企业对房地产市场影响大，可以选择其中的部分或全部作为注资的对象。

注资的方式和价格：政府通过购买可转换优先股的方式对其注资，政府入股价格可以选择市场价格和净资产孰低者，转股价格不低于注资时的股票二级市场价格，债转股的期限可以设定为5年或以上，如果注资后的股票价格上涨幅度超过一定范围（可以设定300%）可以触发自动转股条件。待市场恢复正常择机退出。

资金的来源和注资的主体：注资的资金来自财政部，可以通过发行特别国债的方式筹集。可以设立“房地产稳定信托”基金，以基金为主体向房地产企业注资。该基金暂定1万亿人民币规模。

注资的附加条件：注资之前要进行财务审计，将财务不规范的房地产开发企业排除在注资范围之外。在注资的过程中可以进一步完善民营控股的房地产开发企业的公司治理结构，为未来的房地产市场健康稳定发展奠定基础。

发行REITs，改善房地产市场的融资渠道

由于种种原因，我国房地产市场缺乏直接融资渠道，从其他国家的经验看，发行REITs可以改善房地产市场的融资渠道。

2024年10月，国家发改委将基础设施公募REITs转为常态化发行，底层资产类型已扩容至市场化租赁住房、养老设施、文旅设施等持有型不动产领域。2024年通过REITs

发行募集资金超过600亿元，与股票市场的新股发行募集资金相当，这是积极的变化。新股发行的节奏稍有较快，将很快引起股票二级市场的波动，而REITs的发行与股票市场无关，因为REITs的投资者主要是固定收益类，以保险机构为主。

REITs制度在国外已经十分成熟，但REITs制度在我国还相当不完善，主要表现在交易结构复杂、税收负担重等问题，建议对REITs进行较大幅度的调整，从制度上提高存量资产的流动性，拓宽退出渠道，不仅有利于提升市场效率，也能为机构投资者提供新的投资选择。

一是明确产品定位。REITs本质上是权益融资，而不是债务融资，应将REITs作为一种独立的股权融资工具，与股票、基金、债券等金融产品并列。二是简化交易结构。目前REITs采用的公募基金+ABS交易结构不适合大范围推广。三是优化税收政策，防止重复收税。

关于降低按揭贷款实际利率的建议

降低按揭贷款实际利率的途径有二：一是促进房价回升；二是降低名义贷款利率。下面就降低按揭贷款的名义利率提出一些建议。

当前，我国的名义按揭贷款利率处于历史最低水平，但仍然有一定的下调空间。从国外的历史经验看，在房地产市场处于下行周期，要使经济摆脱物价下跌的紧缩压力需要实施非常规的货币政策和财政政策。2024年的中央经济工作会议和2025年的《政府工作报告》已经提出要实施“更加积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”无疑是十分正确的。

当前的住房租金收益率只有1.5%左右，按照正常的逻辑关系，按揭贷款的名义利率应该低于住房的租金收益率，应该将按揭贷款的利率降至1.5%，至少应该降至2%左右。保障房再贷款的利率也应该进行相应的调整。

制约当前利率下调的内部因素应该是商业银行的存贷款利差，但笔者认为，尽管目前的商业银行存贷款利差只有1.5%左右，但商业银行的利润依然是所有上市公司中最高的，42家上市银行的盈利占5000多家上市公司盈利总额的40%，让银行让利给其他行业是必须的。

利率的调整还需要考虑汇率稳定及其他因素的影响。当前，国际石油价格持续下跌，美国经济出现衰退的征兆，美元汇率指数不再强势，国际资本流向有利于中国的趋势发展，我们应该把握这个历史的机遇，在货币政策上更加积极有为。⑤