

研究报告

(2025 年第 2 期 总第 52 期)

2025 年 3 月 11 日

重塑供需均衡：构建房地产发展新模式的关键

不动产金融研究中心

魏晨阳 郭翔宇 雷童

【摘要】 在当前房地产新旧模式转换的关键时期，推动市场止跌回稳、建立高质量发展长效机制、构建房地产发展新模式已成为核心任务。重塑供需平衡是关键所在，这需要从全面修复预期、多元性结构优化、全周期的资本循环三个方面协同发力。

随着中国城镇化发展的持续推进，“高杠杆、高负债、高周转”的房地产开发旧模式已不再适应当前中国的供需关系，房地产市场在过去几年出现了供需失衡导致的波动下行。随着多部门在 2024 年 9 月出台一揽子政策，房地产市场在 2024 年第四季度初步呈现了止跌回稳的迹象。构建房地产发展新模式是未来建立平稳健康的长效市场机制的关键，其基础原则是全方位重塑市场供需均衡。实现均衡应当从三方面协同发力：一是全面修复预期，二是要实现多元性结构优化，三是形成全周期的资本循环。

一、全面修复预期

需求的基本面和预期共同决定了住房市场的需求端，并与供给端在长期实现动态均衡：需求的变化通常快于供给端，当短期需求超过供给时，会推动市场进入上行周期，反之进入下行周期，最终随着供给端的适配回归均衡。根据 Poterba (1984) 与 Himmelberg 等 (2005) 提出的用户成本模型 (User Cost Model)，住房用户持有每平方米房屋的每年总成本为持有成本（机会成本、风险溢价、折旧等）减去房价预期增长率，当总成本等于租金回报率（房价租金比的倒数）时可实现市场均衡。因此，中国租金回报率长期维持在全球较低的水平，在持有成本区别不大的情况下（不考虑房产税、地价等因素），这意味着中国过去的市场均衡是建立在较高房价预期增长率的前提下。2021 年中国房地产市场进入下行周期，与其他国家历史的下行周期相比，本轮下行周期中，中国居民预期的调整幅度更大，进一步加剧了预期对供需失衡的重要影响。

2024年9月，中共中央政治局会议对房地产市场首次提出要“止跌回稳”，这一表述体现了对房价预期的积极引导。随着包括降低房贷利率、优化限购等一揽子政策陆续落地，随后几个月房地产的量价指标初显企稳迹象，其中一线城市的回稳趋势更加明显。这一成效不仅得益于需求端购房成本的降低提升了居民的购买能力，更关键在于短期内居民信心得到提振使得部分购房者不再观望。然而，需要警惕的是，市场预期的持续改善依赖于利好政策与积极的市场信号的延续。如果无法持续对预期进行全面修复，可能会导致当前来之不易的市场信心逐步消退，从而影响市场的进一步回稳。如何持续夯实房地产行业止跌回稳的市场预期，是构建新模式中重塑供需均衡的关键。可以从两个维度持续发力。

（一） 建立科学、及时、长效的市场监测机制

这项工作的关键在于对市场预期的监测。对市场预期进行前瞻性判断有利于更好地掌握未来供需变化，为政策制定者与市场主体的提前规划提供参考，从而助力房地产市场的长期平稳健康发展。根据清华五道口不动产金融研究中心与中国房地产报发布的《中国不动产首席展望 2025》（以下简称“《展望调研》”），市场机构管理层对2025年房地产市场信心预期略微高于50（0-100分，50分为信心中性值）。这一结果表明，市场对回暖的乐观情绪已初露端倪，但积极的预期仍处于初步建立阶段，尚需政策支撑与市场指标的进一步改善加以巩固。

（二）对信心进行全方位的修复

短期而言，价格的修复预期是市场止跌回稳的关键，如果房价没有积极的增长预期，即使是已经存在的刚需和改善型的需求也可能被压抑，导致需求端的收缩。长期而言，需要对各角度的预期进行修复。

一是对就业和收入的预期修复是关键。宏观经济的稳定能带来收入和就业的增长预期，能够增强居民的购房能力与意愿。一方面，经济向好的预期可以有效降低居民持币观望的情绪；另一方面，大多数家庭依赖住房贷款购房，未来就业和收入情况的预期直接影响居民的购房能力与意愿。《展望调研》中“宏观经济与房地产行业相辅相成”的结论进一步印证这一点。因此，应出台适宜的财政和货币宏观政策，多渠道改善居民就业和收入预期。

二是对租金回报率信心的修复有利于行业转型发展。中国房地产发展新模式下，市场循环的驱动力逐渐从高周转获取资本利得，向国际通行的持有、运营资产并获取租金或分红的方向转型。为实现这一转型，应引导市场对租金回报率的信心修复，扭转住宅和多类持有型不动产市场的租金下跌预期。当租金回报率提升至高于融资成本加风险溢价的水平之上，才能实现投资模式的良性循环。

三是引导市场对房地产高质量发展的信心至关重要。实现房地产高质量发展一方面应加力纾困，通过“保交房”、“白名单”、并购重组及进一步措施纾解房地产风险，改善市场对行业基本面的预期；另一方面，应加快商品房销售及土地、金融、财税等房地产基础性

制度改革，构建适用于新模式的完整制度体系，这将为增强市场信心、推动市场主体积极转型奠定坚实基础。

二、多元性结构优化

过往的房地产发展模式相对粗犷且单一，未能精准实现按需定供，也未能有效统筹区域的协调发展。在全国房价上行周期，供给端，房企在不同城市普遍倾向建设更多商品住宅，地方政府也高度依赖通过住宅用地的出让吸引企业提供相关的商业、办公、工业以及保障性基础设施。这在尚未形成国土空间规划“一张图”的时代，由于缺乏统筹规划、区域分工等理念，较多区域的供应规模和具体业态不够契合当地实际需求。需求端，棚改货币化安置也在全国新增了大量住房购买力，加速了商品住房的销售，一定程度透支了居民需求的同时，也加速推升了房价。在粗犷而单一的发展模式下，需求的持续释放在行业上升期掩盖了供给端的问题；而随着房地产发展由增量时代进入存量时代，多业态不动产形成库存积压和资源浪费，在房价下行时暴露出风险和隐患。房地产行业亟需向更精细化、多元化的发展结构转型。

新模式下，重塑供需均衡的前提是对不同结构进行多元化、分层次的精细供给。建立房地产新发展模式的多元体系，应以“人、房、地、钱”要素联动为基础，从要素资源科学配置入手，做到以人定房、以房定地、以房定钱。具体而言，应当从

多角度进行结构优化。

一是对区域进行结构优化。应更加正视市场分化趋势，对不同城市、城乡之间，城市内部空间都进行统筹协调，因地制宜采取差异化发展策略。不同城市应充分发挥比较优势，按照主体功能定位，确定房地产发展模式、重点业态与所需规模。例如在人口净流入、青年人众多的核心城市，建设或改造过剩业态为租赁住房，同时，城乡统筹以及城市内部结构职住需求也应当进行协调优化；在施行城中村及危旧房改造的区域，按所需业态定改造方案，可融入保障性住房；在老年人口比例较高的地区，带头发展养老产业，探索发行养老地产公募 REITs 产品；在拥有特定禀赋的地区，积极发展相关产业，例如在交通枢纽市郊发展物流产业、在电力资源丰富的地区兴建数据中心产业园等。

二是对租购结构优化，要优化租购并举、“市场+保障”双轨并行的格局。应厘清不同居民的购房与租房需求，精准配置市场化与保障性住房，构建完整的、有梯度的多元住房体系。从租购协同角度，应当注重不同区域人口结构、收入结构、就业产业的差异。从购房角度，应当厘清刚需和改善型需求，根据不同人群对“好房子”追求的差异进行多元化供给。从租房角度，应当注重市场化与保障性的差异化供给。同时，应加速发展大数据和 AI 技术，助力政府和企业进行相对精准的需求评估、

产品定位、产品设计等。

三、全周期的资本循环

房地产行业健康发展的动力来源于资本的顺畅流动和良性循环，这需要供给端的资本主体深化改革、转换发展思路加以推动。在旧模式下，房企作为单一的大主体，往往依赖高杠杆的银行贷款、债券、商票等债性融资进行资本循环。在相对固定的兑付周期下，房企高度依赖销售住房以回流资金，从而覆盖偿债金额；债务的滚动也要求房企不断投资新项目以扩大规模，以此获取更多回款，同时巩固信用并获取新融资。走通该模式的前提在于市场充盈着源源不断的购房需求；一旦市场下行、需求收缩，房企很可能由于收入端受限、债务端累积而面临巨大的刚性兑付缺口。与房企类似，地方政府的“土地财政”模式同样面临不可持续的困境。近年来，随着土地出让收入趋于减少，地方财政收入下滑，但其基础设施投资和公共服务等支出并未减少，甚至因维护成本上升而进一步增加。收支不平衡使得地方政府化债问题日益突出，如何有效缓解地方财政困局已经成为亟待解决的关键问题。疏通以上堵点的关键在于构建良性的资本循环机制，为房地产行业的可持续发展提供动力，这项系统工程需要企业和政府多方加力完成。

一是企业的经营模式需要升级迭代。房企应逐步从单一的开发形态向“开发+持有”或“改造+持有”形态进化，实现与

国际通行的资产管理模式接轨。随着以公募 REITs 为核心的不动产金融体系逐步完善，资产管理模式下的房地产行业可以培育新的微观供给主体，分割项目全生命周期的价值创造职能，使得在资本流入的孵化阶段、持有改造的价值创造阶段、持续运营的退出阶段均能匹配到合适的微观主体，并发挥适配的专业能力、撬动久期匹配的资金、分散各阶段的风险，实现从不动产私募投资基金、持有型不动产 ABS 到公募 REITs 的全链条资本循环。支撑该模式的基础在于持续完善不动产金融循环体系相关制度，突破各方面的障碍。例如改革资产的土地续期制度，提高不同环节的审批效率和税收衔接顺畅度等，完善公募 REITs 的杠杆率、资金用途、原始权益人资格、管理人地位等方面的制度安排。

二是地方政府的发展模式需要积极转型。地方政府应逐步从传统的直接投资模式转向更注重管理和股权分成的多元化模式，降低负债率及财政压力。例如通过“基金+园区+产业链”的综合模式，吸引投资并孵化企业，最终通过基础设施公募 REITs 实现资金退出。地方政府通过这种更加市场化的投资机制建设，既可以和目标企业在市场规则下平等合作，也可以融入企业或投资项目的未来发展，实现和企业的“共生”，并通过其他非税收方式获得投资收益。在此期间，中央政府亦需为地方政府的改革提供坚强后盾，通过超长期特别国债、专项债等工

具，支持地方政府发展具有重大战略意义的产业，例如建设或维护新能源、数据中心等基础设施，推进城市更新行动、存量土地和房产收储等，为重塑新均衡、构建新发展模式持续注入强劲动力。

（作者：魏晨阳为清华五道口全球不动产金融论坛秘书长、清华大学五道口金融学院金融 MBA 中心主任，郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心高级研究专员，雷童为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究专员）

本文首次刊发于《清华金融评论》2025 年 2 月刊（总第 135 期）