



房地产企业转型发展的必然与应然

中国人民大学国发院 秦虹

2022年6月

房地产企业转型发展的 必然与应然

中国人民大学国家发展与战略研究院 秦虹

2022 年 6 月

免责声明：本文代表作者的观点，不一定反映香港金融管理局、金融学院有限公司或香港货币与金融研究中心的观点。除作者外，上述机构不对本文中的任何不准确或遗漏之处负责。

目 录

摘 要	1
一、正确用数据，客观看市场	5
(一) 过去 10 年商品住宅供需总体平衡	5
1. 城镇人均住房面积持续提升	6
2. 城镇家庭总体实现人均一间房	8
3. 商品住房供需总量基本平衡	9
4. 城镇居民住房自有化率十分稳定	10
5. 市场化是解决城镇居民住房问题的主要渠道	13
(二) 住房水平在城市间和人群间有新变化	14
1. 城市间住房发展的差距有所扩大	14
2. 人群间住房不平衡问题持续改善	18
(三) 居民高房价负担和企业高负债风险需关注	20
1. 居民房价收入比偏高带来多重风险	20
2. 房企高负债、高杠杆导致流动性危机出现	22
(四) 房地产企业持有经营的非住宅房地产效率待提高	25

二、发展有空间，模式难持续.....	27
（一）支持中国房地产业快速发展的四大红利正在改变.....	27
1. 政策红利的变化.....	28
2. 人口红利的变化.....	29
3. 货币红利的变化.....	30
4. 经济增长红利的变化.....	32
（二）高房价支撑的房地产“三高”开发模式难持续.....	33
（三）基本结论：房地产行业从成长期向成熟期转变.....	36
三、转型存风险，改革很关键.....	38
（一）房地产新房市场格局.....	38
1. 完善保障体系和市场体系满足住房需求.....	38
2. 房地产开发业务中非住宅比例较低.....	40
（二）房地产企业经营模式转型.....	41
1. 优化开发业务：品质住宅与产业链协同.....	41
2. 增加轻资产业务：代建、运营、服务.....	42
3. 开拓存量业务：城市更新等运营类业务.....	44
4. 瞄准成长期业务：塑造资产管理能力.....	45
5. 抓住政策机遇：关注保障性租赁住房.....	46
6. 总结：房地产企业发展模式之变.....	46
（三）房地产企业转型存风险.....	47
（四）房企转型亟需融资模式改革支持.....	48

1. 大宗物业公募 REITs 运作	48
2. 畅通资本市场融资渠道.....	48
3. 发展房地产私募股权基金	49
4. 完善房地产企业融资监管	49

摘 要

我国房地产业在经历了 23 年高速增长之后面临转型发展的考验。得出这一判断主要是基于以下两点：一是第七次人口普查数据显示，我国以住房为主的房地产业的发展，从物理量看成就巨大，从价值量看不可持续。过去 20 多年，我国房地产业为城镇发展提供了大量物质载体，为支持城镇化和经济社会发展作出了巨大贡献，城镇居民住房水平大幅提高，在城镇化和经济发展前景下，未来仍有发展空间，住房市场的供给并没有像一般认为的那样过量和超前，相反，与国际比较，还有较大的发展空间；但从价值量看指标偏高，如房价收入比、租售比、居民杠杆率、房企负债率等指标都居偏高水平，目前存在的居民高房价负担和企业高负债风险均是不可持续的。二是过去支持房地产业高速发展的四大红利，即城镇住房制度改革红利、人口红利、货币红利、经济高速增长红利均已开始发生变化；高房价支撑的房地产企业高负债、高杠杆、高周转的“三高”发展模式难以持续，未来我国城镇住房发展按照“房住不炒”的定位，将大力发展保障性住房，推行“租购并举”，努力解决好大城市住房问题。同时，我国城镇化将进入中后期发展阶段，城市建设

由大规模增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重，存量开发机遇正在到来，与其他行业相比，房地产业仍将是未来投资的重点领域，房地产企业转型发展势在必行，机不可失。

未来，我国房地产业如同中国经济一样，要实现高质量发展，其转型必须要适应房地产行业从成长期向成熟期转变、城市发展从外延型向提升型转变、经济发展从规模型向质量型转变的要求。房地产业转型是个大课题，包括房地产供地模式、住房供给模式、房企融资模式和经营模式等多个方面的改革。其中，关于房地产开发企业的转型和形成新的发展模式，则主要是遵循行业从“成长期”到“成熟期”市场规律，在政策支持下，改变房地产企业经营模式，实现与需求相匹配的高质量供给，包括优化开发业务、增加轻资产运营、开拓存量业务、瞄准成长期业务、塑造资产管理能力、把握保障性租赁住房的政策机遇等，这些均是房企转型和模式改革可选择的方向，最终体现在房企的开发模式从“三高”向轻重并举的开发、运营、服务一体化转型；房企的盈利模式从单纯增量开发向增加存量更新转型；房企的融资模式从高负债到多元股债转型；房企的目标模式从追求规模和速度向品牌和品质提升转型。

房地产企业选择什么样的发展模式是与发展阶段有关的。重资产模式在新房需求上升期是适合的，轻资产模式更适合房价上升速度放缓或者下跌时期，资管模式对以传统开发业务为主的企业难度较大。对房地产企业而言，三种模式并无绝对优劣之分，只是在不同发展阶段，根据房地产企业的优势，选择不同的组合而已。相比较而言，我国房地产行业过去一直在增量需求上升期，重资产、高

负债也是适应这一阶段特征的，但当未来增量需求减少、房价不再上涨时，房企再延续或复制以往的模式，则风险增大。未来我国房地产企业向轻资产、资产管理模式转型是大的趋势和方向。

房地产企业转型本身存在风险，政策改革支持是关键。鉴于房地产行业的高资金密集特征，融资模式改革对支持房企转型意义重大。对房地产企业融资的管理应有堵有疏，在坚持降负债方向不变、完善房企融资监管的同时，还应拓宽房企权益融资渠道，扩大直接融资比重，将房企“持有运营类”的物业如公寓、商业和写字楼等纳入公募 REITs 运作，择时打开房企 A 股融资通道，支持“持有型”不动产私募股权投资。另外，房企经营模式转型还涉及大量存量资产盘活和交易，对存量资产交易提供减税支持也十分必要。

房地产企业转型发展的必然与应然

我国房地产业在经历了 23 年高速增长之后，目前面临着转型发展的考验。1998 年城镇住房制度改革真正开启了全国房地产市场的大幕。1998 年到 2021 年，房地产开发投资从 3614 亿元增长到 147602 亿元，增长了 39.8 倍；商品房销售面积从 12185 万平方米增长到 179433 万平方米，增长了 13.7 倍；商品房销售额从 2513 亿元增长到 181929.9 亿元，增长了 71.4 倍；在城镇常住人口增加了 4.98 亿人的情况下，城镇人均住房面积从 1998 年的 18.7 平方米，增长到 2020 年的 38.6 平方米，翻了 1.06 倍。然而，2021 年房地产市场形势发生了重大变化，全国上市房企 50 强中的 30% 出现了境内外债务和商票逾期；全国房地产销售面积和销售额在上半年实现了历史同期最高水平，下半年则出现了断崖式下跌，至 2022 年 5 月，房地产市场仍没有恢复，部分民营房地产企业面临巨大的生死考验。与此同时，2021 年中央经济工作会议提出“探索新的发展模式”、“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，对房地产业发展提出了新的要求。现阶段房地产业在中国经济中所占比重较大，是拉动投资和促进消费的重要产业，是满足人们对美好生活向往的重要领域，是支撑经济产业结构升级和消费结构升级的重要载体，是

关乎经济金融安全稳定和风险防范的重要方面。研究房地产企业的转型发展对促进房地产业平稳健康发展意义重大。

一、正确用数据，客观看市场

自 1998 年城镇住房制度改革以来，房地产业经历了 20 多年的快速发展。当前房地产业的发展是否已经超前或过剩？这个问题一直存在很大争议，其中用数据支撑的判断结论影响力尤其大。但研究者运用不同数据，分析得出的结论相差很大。国家统计局公布的房地产业数据中有“商品房”和“其中住宅”两个数据，在结合人口分析供求关系时，正确的方法是采取住宅数据，而非商品房数据。以表示显性库存的待售面积为例，如果用商品房数据，则 2021 年待售面积为 5.1 亿平方米，但其中住宅的待售面积只有 2.3 亿平方米，占 45%。显然用商品房的待售面积计算住宅的库存，结果高出了一倍。而实际情况是，待售面积中的 2.8 亿平方米非住宅，如办公楼、商业用房等很多是持有不用于销售的。同样，在用人口指标反映房地产市场供求关系时，需要用城镇常住人口，而非全国人口等。

（一）过去 10 年商品住宅供需总体平衡

得益于中国第七次人口普查数据对外公布，我们可以从普查数据并结合研究经验入手，分析当前我国城镇住宅发展的基本概况。第七次人口普查数据的时点是 2020 年 11 月 1 日。我们在分析其中的数据时，注意采用了城镇家庭户作为需求计算的基础。这里有两个选取的关键指标，一个是家庭户，二个是城镇。按国家统计局的文件，家庭户是指“以家庭成员关系为主，居住一处共同生活的人

口，作为一个家庭户，单身居住独自生活的也作为一个家庭户”；集体户是指“相互之间没有家庭成员关系，集体居住共同生活的人口作为一个集体户”。国家统计局的普查数据是按全国、城市、镇、乡村四类公布。2020 年全国人口普查的家庭户数据见表 1。

表 1：2020 年全国户数分类 单位（亿户）

2020 年	合计	家庭户	集体户
全国	5.23	4.94	0.29
城市	2.20	2.03	0.17
镇	1.15	1.08	0.07
乡村	1.87	1.84	0.03

资料来源：国家统计局全国第七次人口普查数据

本报告在分析时主要采用了城镇这一指标，是用城市与镇数据相加后计算出的结果。

1. 城镇人均住房面积持续提升

人均住房面积是反映住房状况的最基本指标。根据七普数据计算，2011-2020 年，城镇人均住房建筑面积 38.6 平方米，年均增加 0.83 平方米，与 1998 年人均住房建筑面积 18.7 平方米相比，在城镇常住人口增加 4.86 亿人的情况下，人均住房建筑面积增加了约 20 平方米，成就很大。其中，2020 年城市家庭户人均住房建筑面积为 36.52 平方米，10 年年均增加 0.7 平方米；镇家庭户人均住房建筑面积为 42.29 平方米，年均增加 1 平方米。另外，2020 年乡村家庭户人均住房建筑面积 46.8 平方米，与 2010 年相比，年均提高 1.5

平方米。如图 1 所示。

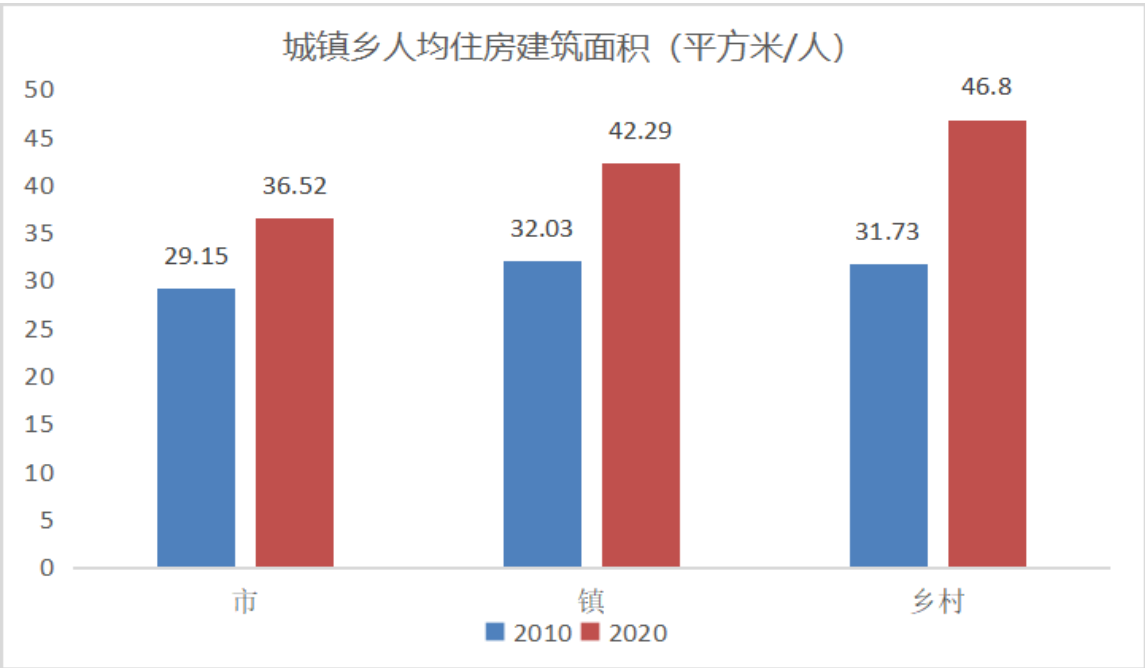


图 1：城镇乡人均住房建筑面积

资料来源：国家统计局第六、第七次人口普查

与国际比较，我国城镇住房仍有较大发展空间。由于国际上各国的住房面积是按使用面积计算，在进行国际比较时，我国城镇人均住房建筑面积需折算为使用面积。按国家统计局七普的规定，住房使用面积换算为建筑面积的系数为 1.33，则可以得出，2020 年我国城镇人均住房建筑面积为 38.6 平方米，则使用面积为 29 平方米，其中城市为 27.4 平方米，镇为 31.7 平方米。与国际比较，我国目前的城镇人均住房水平仍有提升空间，而不是已大幅超前。参见图 2 所示。

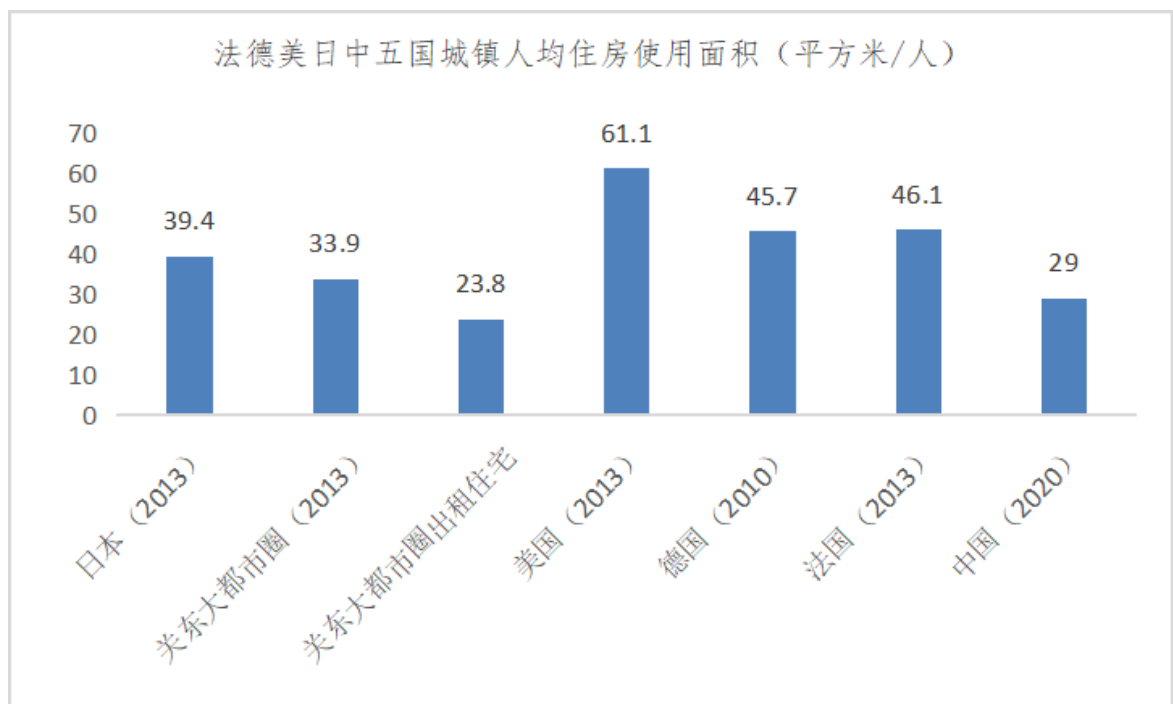


图 2 法德美日中人均住房使用面积

资料来源：德法美日数据来源《日本经济数据集 2017》；

中国数据来源根据《第七次人口普查数据》计算

总体看，近 20 年多来，中国城镇住房的发展有力地支撑了快速城镇化进程，极大地改善了城镇居民的生活条件，成就巨大。但与国际比较，未来住房发展仍有较大提升的空间。

2. 城镇家庭总体实现人均一间房

2020 年城镇家庭户人均住房间数由 2010 年的 0.93 间增加至 1.06 间，总体实现了“人均一间房”的居住水平。其中，全国城市家庭户人均住房间数为 0.99 间，超大城市人均住房间数偏低，如北京、上海、天津城市家庭户人均住房间数分别为 0.91、0.82、0.88 间；全国镇和乡村的家庭户人均住房间数超过一间，分别为 1.18

间和 1.43 间。见图 3 所示。

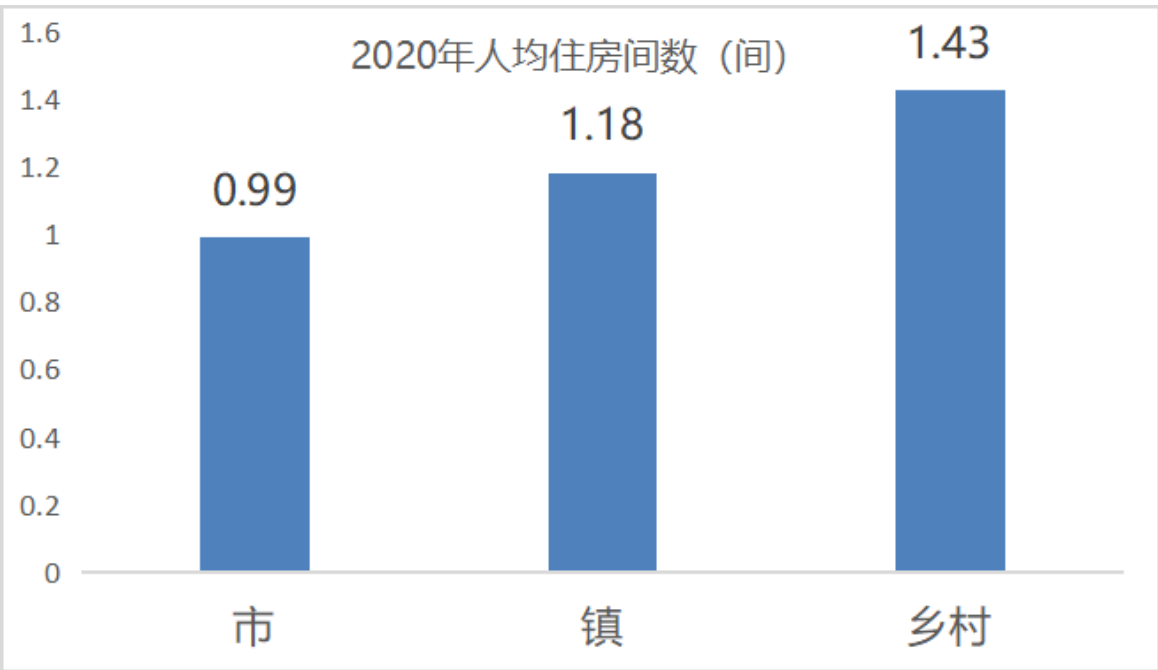


图 3 2020 年全国分类人均住房间数

资料来源：第七次全国人口普查数据

到 2020 年我国城镇乡从总量上基本实现了“分得开、住得下”的住房小康水平，但城市间和家庭间仍有程度不同的差距。

3. 商品住房供需总量基本平衡

关于我国城镇住房发展是否超前和过剩议论很多。从需求看，根据七普数据，2011-2020 年我国新增城镇家庭户 1.03 亿户，相比上一个 10 年多增了 36%，过去 10 年是城镇家庭户数量增长最快的时期。由于 2020 年比 2010 年城镇家庭户人数由 2.85 人减少到 2.57 人，同时，人均住房建筑面积增长了 8.3 平方米，经过计算可得，2020 年城镇由于住房面积改善（也即体现在家庭小型化）所导致增加的

城镇家庭户约 3100 万户，由城镇化因素所增加的户数为 7200 万户；如果考虑到行政区划调整的因素，假定 7200 万户中有 10%是被动城镇化，则过去 10 年由于城镇化实际增加有住房需求的户数为 6500 万户；2011-2020 年全国棚户区改造等拆迁共约为 5000 万户，其中有市场需求的主要是棚改货币化部分，大约占 50%，即 2500 万户。由此，从需求总量上看，过去 10 年城镇新增住房市场需求约 1.21 亿（户）套。从供给看，2011-2020 年我国共销售商品住宅 1.17 亿套（2021 年国家统计年鉴），总量比较，市场供给与需求之比为 96.7%。在此，有两点需要说明，一是在实际中，市场已售的住房和城镇新增的家庭户并不是一对一关系；二是这里没有考虑城镇集体户居住在商品住房的需求，如企业购商品住房由员工集体居住等。

由此可见，从总量上看，过去 10 年城镇住宅的新房市场供需基本平衡，但存在着地区结构性差异。

4. 城镇居民住房自有化率十分稳定

住房自有化率是指居住在自有产权住房中的家庭户占有家庭户的比率，在城镇，反映了居民住房财产的拥有情况。住房自有化率不等于住房私有化率，私有化率代表住房所有权是私人的住房所占比例。根据七普数据，2020 年城镇家庭户居民住房自有化率为 74%，租房比例为 21%，还有 5%以其他方式居住。住房自有化率的计算公式为：住房自有化率=（自建住房+购买商品住房+购买二手房+购买经济适用房+购买原公有住房+继承）家庭户数/家庭总户数。

2000 年、2010 年和 2020 年城镇家庭户住房自有化率分别为

74.1%、74.9%、73.8%，其中，城市家庭户住房自有化率约为 70%左右；镇家庭户住房自有化率约为 83%左右，见图 4 所示。

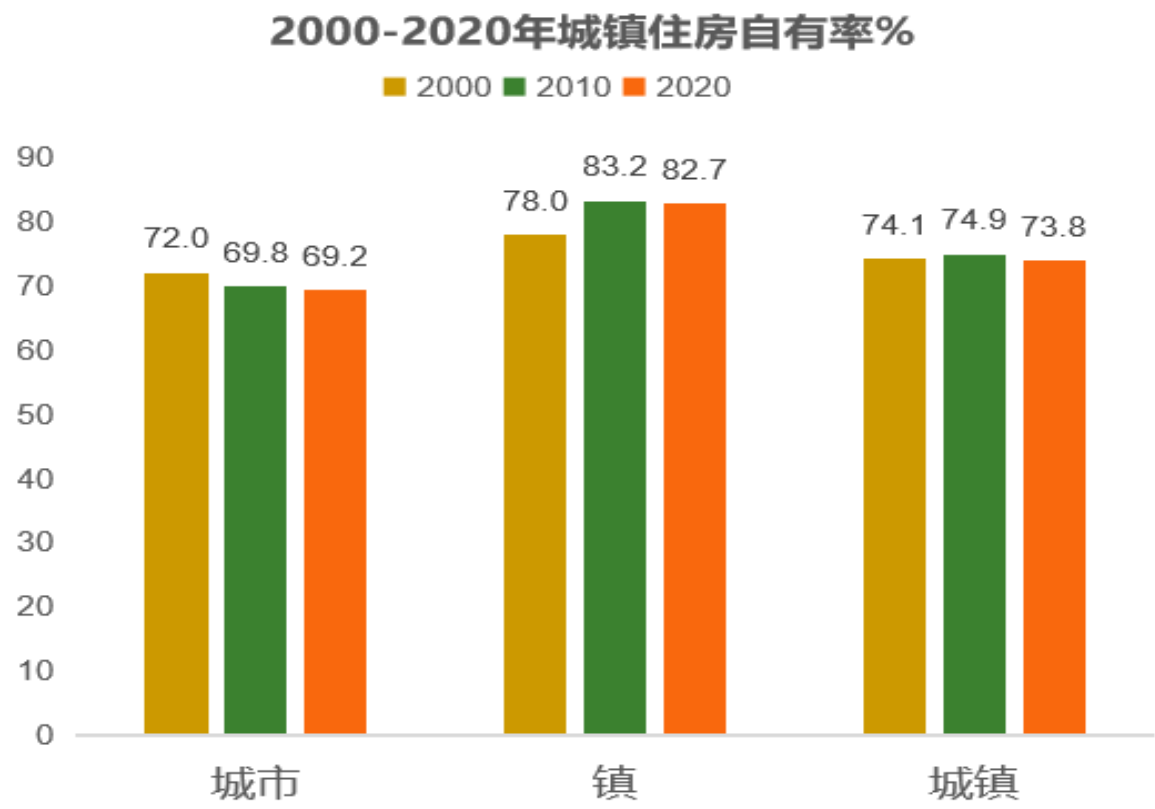


图 4：2000-2020 年城镇家庭户住房自有化率

资料来源：第七次人口普查数据

七普数据表明，2020 年乡村家庭户住房自有化率为 94%，全国城乡总的住房自有化率为 81.3%，如图 5 所示。

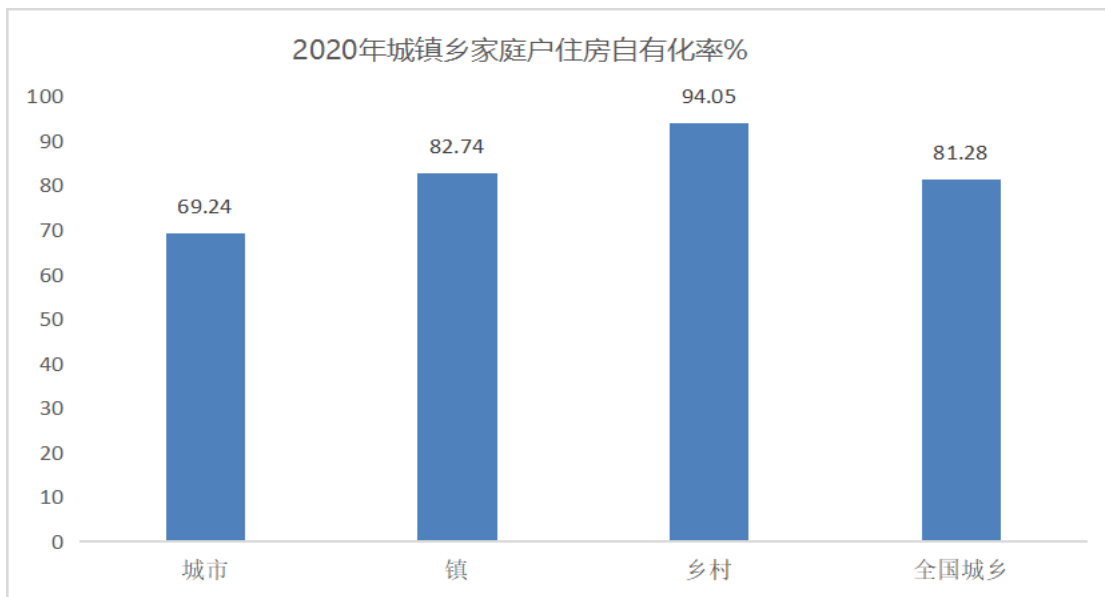


图 5：2020 年城镇乡家庭户住房自有化率

资料来源：第七次人口普查数据

北京、上海两市城市与镇的住房自有化率大幅低于全国平均水平，特别是镇区住房自有化率只是全国平均水平的 57%和 66%，反映了两市市区房价较高，镇级有大量出租住房的现实。如图 6 所示。



图 6：2020 年全国及 4 个直辖市城市及镇住房自有化率水平

资料来源：第七次人口普查数据

近 20 年来城镇居民住房租购结构十分稳定,表明了我国居民家庭的住房偏好,以及产权住房对居民家庭自我保障的意义。

5. 市场化是解决城镇居民住房问题的主要渠道

2020 年,在城镇居民的住房来源中,城市居民购买新建商品住房占比最高,超过 30%,其次为租赁其他住房,占比超过 20%;在镇一级,居民自建住房的占比最高,超过 40%,其次为购买新建商品住房,占比超过 20%,参见图 7 所示。

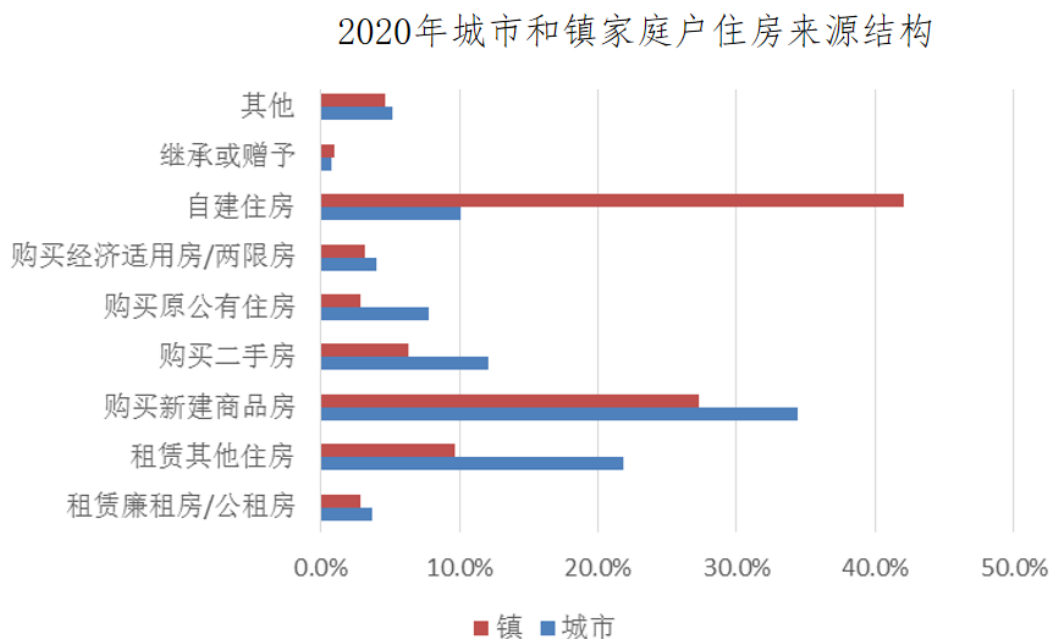


图 7 2020 年城市和镇家庭户住房来源结构

资料来源：国家统计局七普数据。

住房市场化率用以表示以市场化方式解决住房问题的家庭户占比,反映居民居住方式的市场化程度。计算方法为:住房市场化率=

(购买商品房+购买二手房+租赁商品房) 家庭户数/家庭总户数。

近 20 年来，城镇家庭户主要通过市场化途径解决住房问题，城镇家庭户住房市场化率由 2000 年的 15%逐步提高到 2010 年的 45%和 2020 年的 60%。其中，到 2020 年，城市、镇家庭户中以市场化方式获得住房占总存量住房的比例分别为 68.3%、43.4%。

商品住房已经成为解决城镇家庭住房需求的重要途径。未来在新的形势下，住房发展将坚持“房住不炒”定位，完善住房保障和住房市场两个体系，促进房地产市场平衡健康发展。

(二) 住房水平在城市间和人群间有新变化

1. 城市间住房发展的差距有所扩大

(1) 人口流动是导致近年住房地域水平差异的主要原因

近 10 年流动人口和人户分离人口大幅增加，流动人口加速向城市群、省会城市、县城集中。2020 年，全国人口中，流动人口为 2.2 亿人，人户分离人口为 4.93 亿人。与 2010 年相比，人户分离人口增加 2.31 亿人，增长 88.5%；市辖区内人户分离人口增加 0.77 亿人，增长 192.7%；流动人口增加 1.54 亿人，增长 69.7%。相比 2001-2010 年流动人口年均增加 1000 万人，2011-2020 年流动人口年均增加 1540 万人，增加了 54%。

五大城市群和大中城市持续为人口流入主要地区。根据国家发改委宏观研究院课题组计算，2011-2020 年，全国 19 个城市群人口

持续上升,常住人口占比由 83.3%提升至 86.7%;珠三角、长三角、成渝、京津冀、中原五大城市群人口增长最快,新增人口占比达到 79.2%;2020 年,30 个大中城市的流动人口占全国流动人口总量的 32.96%,也是人口的主要流入地。

近 10 年以县城为主的镇成为流动人口的重要聚集地,流动人口增长更快,增速达到 111.4%,快于城市流动人口增速 62.6%。2020 年,城市范围内的流动人口规模为 21637 万人,占比 36.7%,镇范围的流动人口 11480 万人,占比 35.3%。

可见,过去 10 年人口向区域中心集中的趋势明显,在全国范围内主要向发展快较的五大城市群集中,在省域范围内主要向省会及省内大城市集中,在大农村区域则主要向县镇集中。

(2) 人口流入地区居住水平偏低

在全国人口净流入排名前五的广东、浙江、上海、江苏、北京五省(直辖市)中,除江苏省外,其它四省无论是人均住房面积还是人均住房间数均处于全国倒数行列。例如,广东省城市地区人均住房面积 23.62 平方米,排名全国第 31 位,人均住房间数 0.73 间,排名全国第 30 位;镇地区人均住房面积 30.95 平方米,排名全国第 23 位,人均房间 0.90 间,排名第 20 位。2020 年,城市家庭户达到“人均一间房”居住水平的有 16 个省,分别为河北、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广西、四川、贵州、云南、西藏、陕西、青海和新疆,这些省份主要分布在中西部地区;东部地区人口流入较多的省份,城市家庭户住房水平多数未达到“人均一间房”,

包括北京、天津、上海、浙江、福建、广东等省（见表 2 所示）。

除人口流入地区以外，东北地区、内蒙古、海南、宁夏居民住房水平也偏低，城市和镇范围内的家庭户均未达到“人均一间房”水平，人均住房面积也较低，这些地区经济增长慢、经济水平低，影响居民住房水平提升。

表 2 2020 年各省城市、镇人均住房间数和人均住房面积

	人均住房间数（间）		人均住房面积（平方米）	
	城市	镇	城市	镇
合计	0.99	1.18	36.52	42.29
北京	0.91	1.1	33.41	38.12
天津	0.88	1.2	34.97	37.24
河北	1.02	1.15	38.08	38.13
山西	0.98	1.06	36.61	35.51
内蒙古	0.91	0.9	36.76	36.18
辽宁	0.95	0.98	35.24	34.81
吉林	0.89	0.92	34.33	35.00
黑龙江	0.95	0.91	35.49	33.49
上海	0.82	0.94	30.58	35.76
江苏	1.03	1.16	40.75	46.89
浙江	0.98	1.14	36.96	45.91

安徽	1.01	1.11	37.7	42.27
福建	0.98	1.23	35.86	48.81
江西	1.01	1.24	39.36	49.56
山东	1.02	1.17	37.68	38.67
河南	1.12	1.33	41.81	45.6
湖北	1.05	1.23	41.18	48.62
湖南	1.14	1.35	41.77	47.39
广东	0.91	1.07	29.59	36.71
广西	1.07	1.35	38.08	48.97
海南	0.88	0.94	32.03	37.03
重庆	0.98	1.21	34.79	40.83
四川	1.02	1.21	37.01	42.23
贵州	1.04	1.28	36.26	41.15
云南	1.15	1.2	41.08	43.85
西藏	1.58	1.25	51.33	44.83
陕西	1.01	1.14	39.72	41.62
甘肃	0.95	1.17	34.79	34.36
青海	1.03	1.03	40.79	34.52
宁夏	0.96	0.91	37.9	34.56
新疆	1.02	1.01	36.07	33.24

资料来源：第七次人口普查数据

2. 人群间住房不平衡问题在持续改善

(1) 人均不足 20 平方米城镇家庭户数下降幅度最大

得益于中国对城镇住房保障工作的重视，对低收入和住房困难家庭的住房保障力度不断加强，七普数据显示，近 20 年来，人均住房不足 20 平方米的城镇家庭户占比，由 2000 年的 47.3% 持续降至 15%，减少了 68%，在各分类中减少幅度最大。

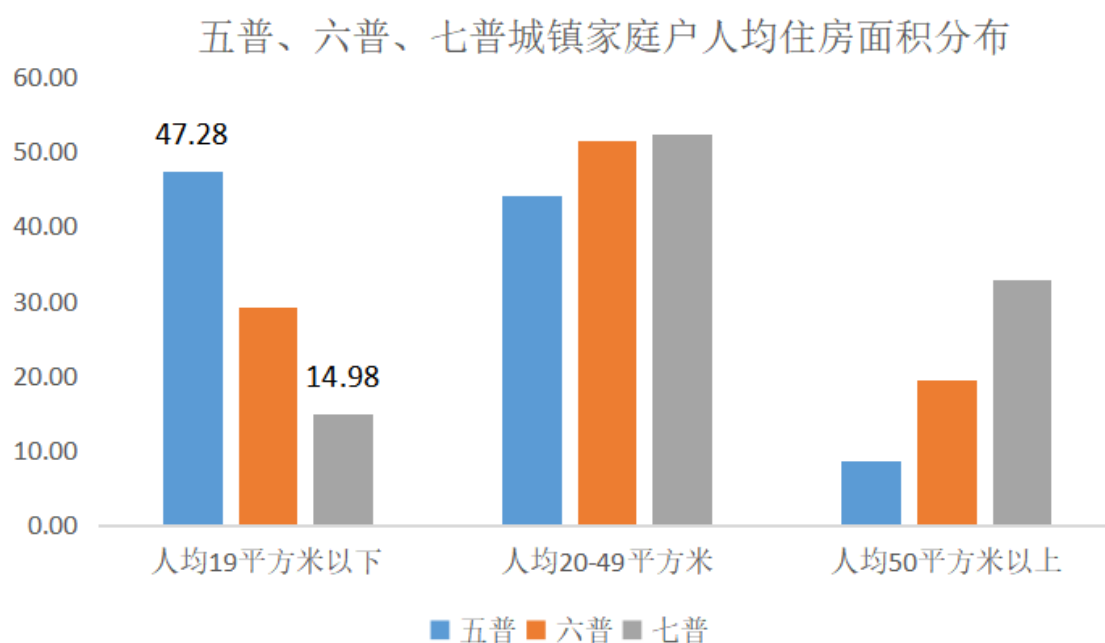


图 8 五普、六普、七普城镇家庭户人均住房面积分布

资料来源：国家统计局五普、六普、七普数据

(2) 近 10 年人均住房面积最低群体改善速度最快

从职业分类看，原人均住房面积最低的三类群体住房改善速度最快，而原人均住房面积较高的三类群体住房改善速度最慢。2020 年，在不同职业者中，城市、镇的农业从业者和单位负责人住房水

平最高，人均住房面积在 40 平方米左右；城市、镇的制造业和服务业从严人员住房水平相对较低，人均住房面积在 35 平方米左右。

从增长量看，2010 年时人均住房建筑面积最高的群体，即党的机关、国家机关、群众团体和社会组织、企事业单位负责人（城市 37 平方米，镇 40.5 平方米），10 年内住房改善速度最慢，城市和镇分别增长 3.3%、4.1%；城市中的专业技术人员在 2010 年人均住房面积排第三名，10 年内增速是倒数第 2 名；而城市中，在 2010 年人均住房面积最低的三类群体，即生产制造及有关人员、社会生产服务和生活服务人员、不便分类的其他从业人员，10 年内住房改善的速度排在前三位，分别为 17.9%、29.3%、15.5%；在镇一级，同样 2010 年人均住房面积排在后三位的群体，过去 10 年内住房改善速度排在前三位。见表 3 所示。

表 3：10 年内不同职业者的住房状况改善情况

按职业分类住房状况	人均住房建筑面积(平方米/人)					
	城市			镇		
	2010	2020	2020/2010	2010	2020年	2020/2010
党机关、国家机关、群众团体和社会组织、企事业单位负责人	37	38.23	3.30%	40.51	42.17	4.10%
专业技术人员	34.5	35.93	4.10%	36.61	40.39	10.30%
办事人员和有关人员	33.5	37.27	11.30%	37.3	40.9	9.70%
社会生产服务和生活服务人员	28.1	32.45	15.50%	33.66	38.27	13.70%
农、林、牧、渔业生产及辅助人员	36.03	41.01	13.80%	31.82	39.55	24.30%
生产制造及有关人员	25.75	30.35	17.90%	30.9	37.18	20.30%
不便分类的其他从业人员	28.4	36.71	29.30%	32.27	38.43	19.10%

资料来源：根据国家统计局六普和七普数据。

可见，过去 10 年间，受经济发展的不平衡和城镇加大住房保障力度影响，全国区域间的住房水平分化是加速的，而人群间住房水平的差异在缩小，充分体现出房地产业载体功能的特点和政府住房保障的重要作用。

（三）居民高房价负担和企业高负债风险需关注

如何评价我国当前的房地产市场发展？一个基本判断是：从物理量看，成就巨大、仍有空间；从价值量看，指标偏高、不可持续。用物理量指标衡量，过去 20 多年，我国房地产业为城镇发展提供了大量物质载体，为支持城镇化和经济社会发展作出很大贡献，成就巨大；但用价值量指标衡量，如房价收入比、租售比、居民杠杆率、房企负债率等则都是偏高的，这也是各方提示风险的主要所在。当前中国房地产市场存在各种问题，其中最需要关注的是以下两点。

1. 居民房价收入比偏高带来多重风险

大城市住房的可支付性不足是世界各国普遍性问题。对于处于经济增长期的我国大城市，这个问题尤为突出。如 2020 年与 2005 年相比，以人均购买满足基本需求的 30 平方米住房而言，其房价收入比，北京从 9.95 提高到 15.61，上海从 10.8 提高到 13.4，深圳从 9.55 提高到 26.27。大城市不仅房价收入比不合理，由于地价和房价高，租金收入比也不合理。一线城市房价收入比高自不必多说，目前的问题是，2016 年之后，由于住宅用地价格大幅攀升，二三四五线城市地价和房价快速上涨（如图 9 所示），致使三四线城市房价收入比也快速提升，见图 10 所示，普通收入阶层通过市场解决住

房问题难度越来越大。

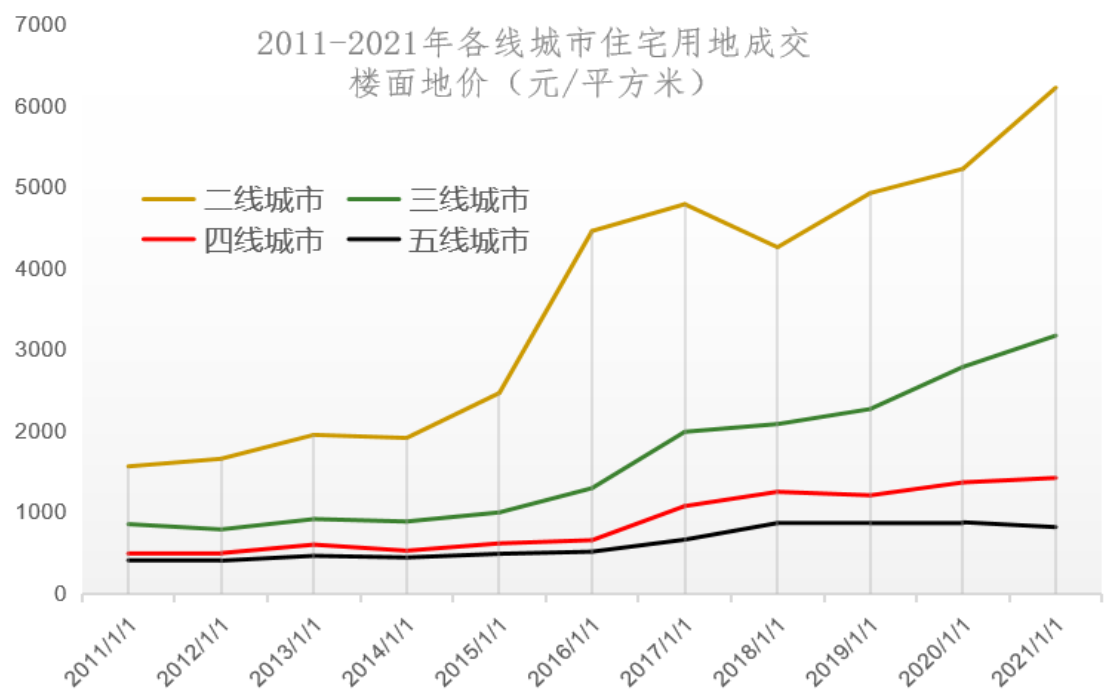


图9 二三四五线住宅用地成交楼面地价及增幅

资料来源：WIND

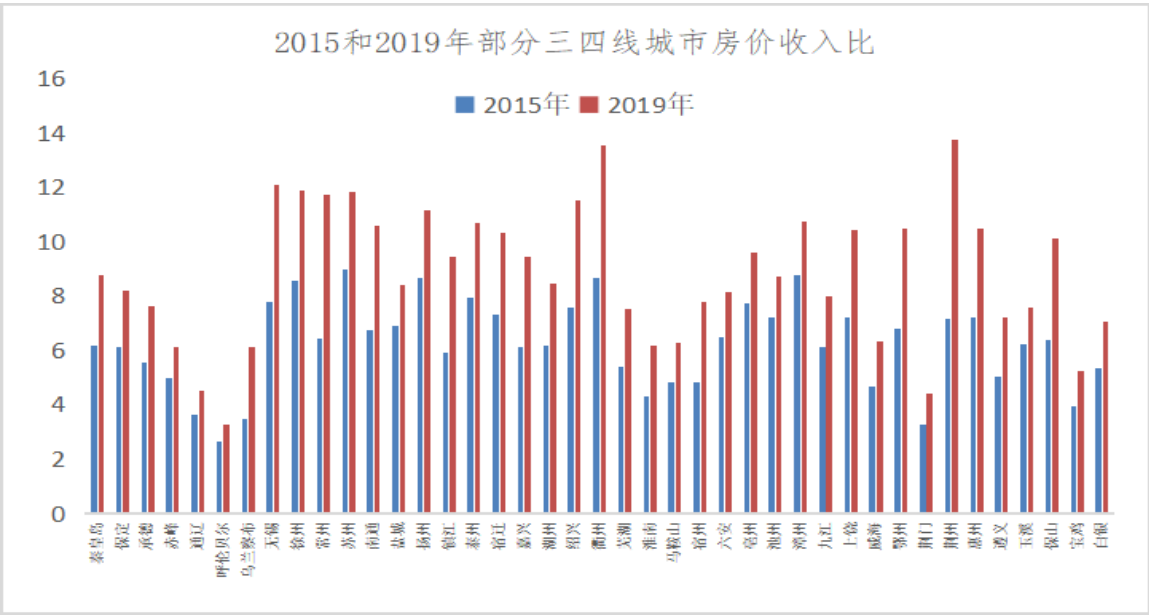


图10 部分三四线城市 2015 年和 2019 年房价收入比

资料来源：中国人民大学金融学院况伟大教授提供

高房价收入比产生一系列风险隐患。一是新市民和年轻人支付能力不足，影响社会归属感；二是居民家庭负债率持续上升，影响金融安全；三是中国的贫富差距上升，引发社会矛盾；四是房价过高影响需求，存在房价下跌风险；五是房价过高大幅度提高了企业创新、科研、商务成本，降低城市竞争力。虽然今年部分城市房价有所下降，但居民就业难度增大，对房价收入比影响较小。

2. 房企高负债、高杠杆导致流动性危机出现

我国房企负债水平普遍偏高。由于我国房地产企业主营收入以销售为主（占 95%），存在预售制，股权融资受到限制等原因，我国房地产开发企业一直负债率较高，如 1997 年为 76%，2020 年为 80.7%。见图 11 所示。

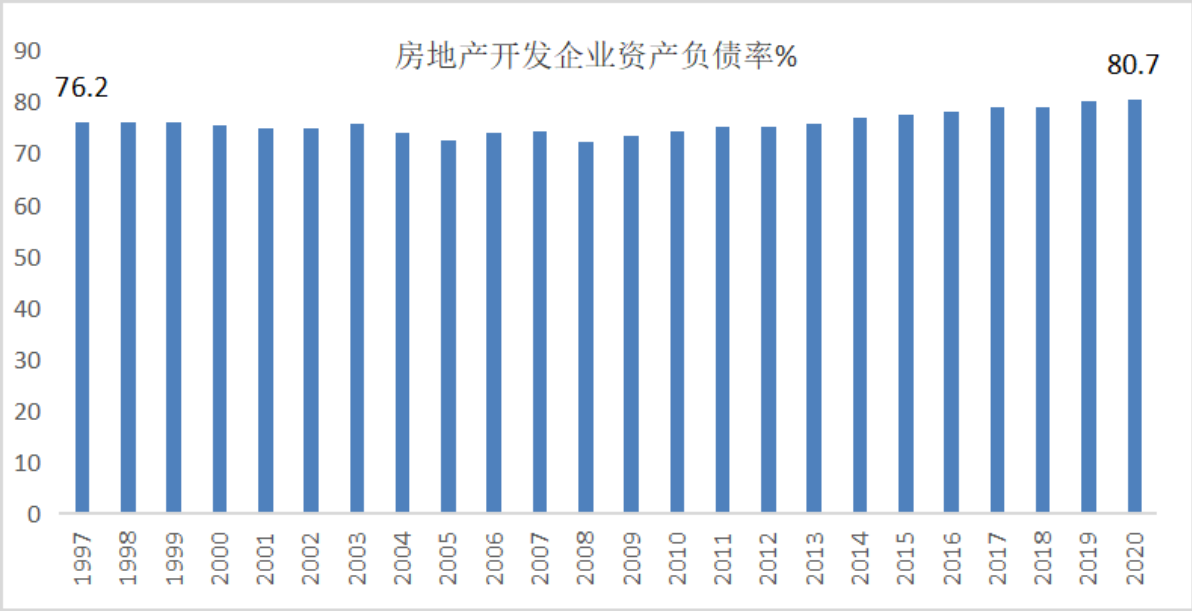


图 11 房地产开发企业资产负债率

资料来源：2021 年国家统计局年鉴

房地产开发企业高负债为什么之前不出问题而现在出问题呢？表面上看是 2021 年政府对房地产企业负债率“三条红线”控制和房地产贷款集中度管理所引发，但实际上部分房地产开发企业在 2015 年之后经营效率、资产质量和杠杆率均出现了问题，2021 年的金融管控政策只是触发了风险的暴发而已。部分房企出险主要源于以下两点，一是自 2015 年起房地产行业投资回收周期已长于平均债务期限，出现了再融资缺口。如 2015 年房地产行业投资回收周期中位数为 3 年，但平均债务资金期限约 2 年。2016 年房企借去库存政策的东风大量发债，当年境内私募债、公司债、中期票据等融资刷新了历史纪录，全年首次突破 1 万亿元，达 11376.7 亿元。2016 年 10 月之后房地产市场开始新一轮调控，要求“房住不炒”，这时国内融资开始收紧，房地产新增贷款占新增贷款比例在 2016 年 11 月达到 44.82%最高点后开始下降，最新数据是，到 2022 年 3 月为 9.34%。在房地产开发企业资金来源中，银行贷款占比从 2016 年的 16%降到 2021 年 11.6%。由于相比于境内债券，房企在境外市场只要做好信息披露即可，发行限制较少，因此头部房企开始积极海外融资，2019 年房企境外融资达到顶峰，规模创下历史新高（见图 12 所示），境外债券到期收益率升至超 15%的新高。借新还旧成为部分房企求生存的必由之路，当房企违约出现，评级下调，再融资困难，风险爆发。

房地产开发企业债券发行总额（十亿元人民币）

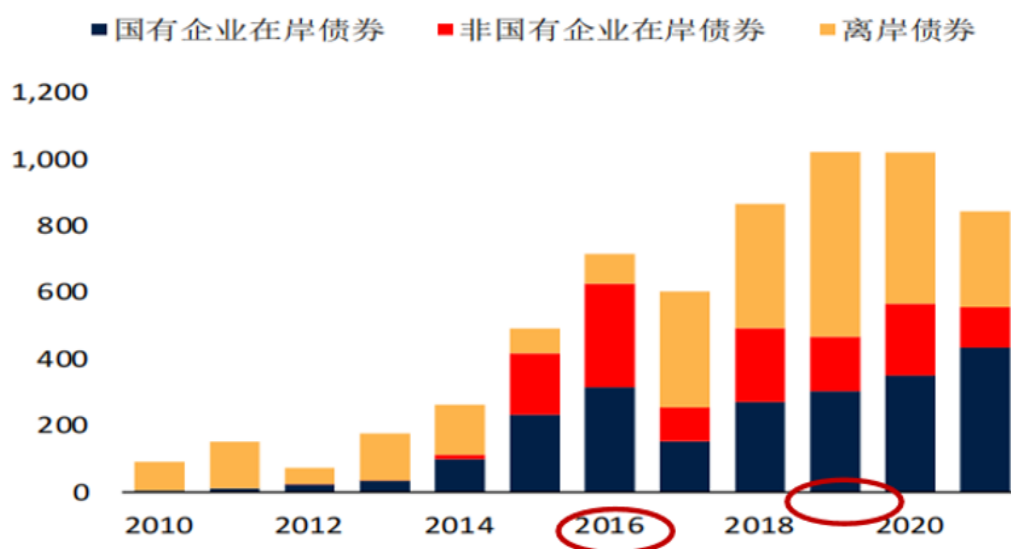


图 12：房地产开发企业债券发行总额

资料来源：世界银行中国经济简报 2022 年第 6 期

二是在 2016 年之后，房企加杠杆力度增加。除了表内负债这一财务杠杆之外，房企还有大量的上下游企业垫资、动用预售款购地等经营性杠杆，如在 2009 年房地产开发企业资金来源中，应付款占比 10%，而 2021 年则达 26%，这一比例远高于银行贷款 11% 的比例。但房地产企业高负债、高杠杆运营是“双刃剑”，当房价处于上涨期，可以最大化房企利润和实现规模的快速扩张，在房价不涨或下跌、房地产融资环境收紧、销售量下降期，房企将面临资金周转困难，出现流动性危机。2021 年下半年开始，我国部分房企就在经历这一危机。

2021 年，房企境内信用违约涉及 73 只债券，违约规模已达 772.84 亿元（图 13 所示），分别同比去年上涨 143.33% 和 121.39%，

违约规模占境内同时期债券总违约规模的 31.48%，房企债券违约已经成为债市违约的主力。2022 年第一季度又有 24 只地产债券共计 7 家房企违约。2022 年预计房企到期债务约 9603 亿元，251 家需要偿还到期债务的房企中，有 22 家房企到期债务超过 100 亿元(人民币)，偿债压力仍保持高位。

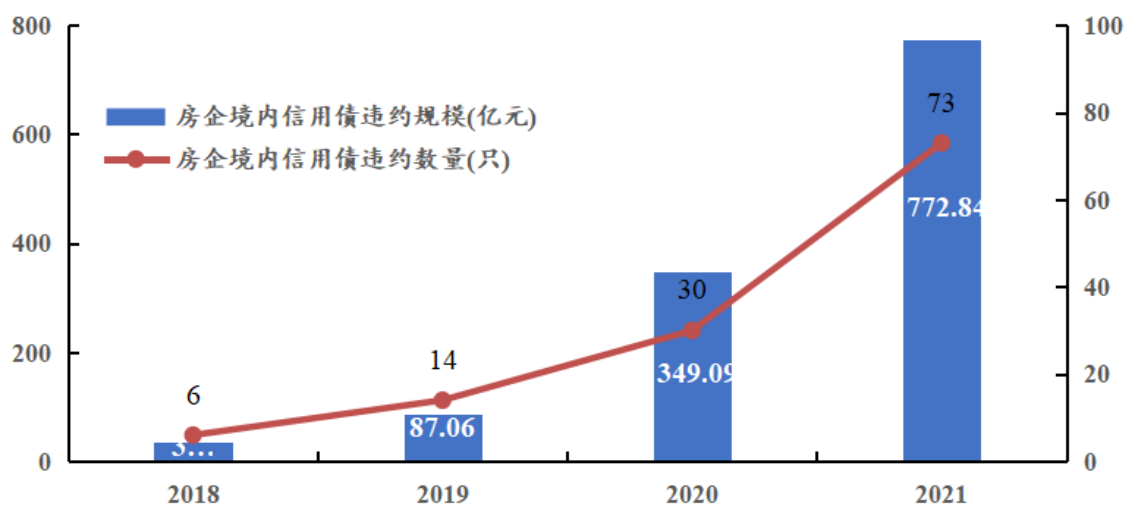


图 13：2018-2021 年房企境内信用债违约债券规模和数量

资料来源：WIND

当前房企违约已造成整体行业的信用危机，并已将风险部分传导到上下游企业和金融机构。房地产业过去对经济增长和金融安全贡献越大，其下跌的负面影响就越大。

（四）房地产企业持有经营的非住宅房地产效率待提高

与销售类的房地产产品不同，房地产还有一大类为持有运营类的产品，包括公寓、商场、办公楼、文创产业园、仓储物流、养老和文旅地产等商业地产。由于持有运营类地产投资强度高且回报周

期长，需要长期股权资金支持，而我国长期以来房地产企业股权融资渠道少，为适应短期债权需求，本应长期持有类的商业地产，大多也都散售了之。即使没有散售的，商业综合体的投资成本需要靠卖住宅承担。大批房地产企业投资文旅地产，最终也只能变相销售住宅，而进入特色小镇建设的大量房地产企业也多陷入发展困境。近年来，由于规划或土地招拍挂时为控制地价采取竞自持等要求，我国商办地产供应规模连年大增。2020 年我国商办地产新开工面积达到 6.0 亿平方米，较 2010 年增长 75%，高于同期新开工住房面积 27% 的涨幅。受经济周期、产业结构变化等因素影响，传统工商业对商办物业的需求有所下降。长期供大于求导致商业地产待售待营面积持续增加、空置率不断攀升。从新增供应来看，2015 年以来，我国商办地产竣工待售待营面积每年近 3 亿平方米，各地去化周期普遍在 3 年以上。从存量来看，戴德梁行数据显示，2021 年上半年北京、上海、深圳甲级写字楼的空置率分别为 17.5%、14.6% 和 22.3%，均处于近 10 年高位。房地产企业的这些沉淀资产无法流动，过去靠销售住宅养商办，但在住宅销售困难或无利的情况下，则成为房企沉重的负担。

大量存量商业地产运营效率不高，成熟的运作模式尚未形成。我国商业地产运营仍然相对粗放，在之前，由于市场供应量不足，而经济又在快速发展，即便是粗放经营也可以获得相对不错的收益；但随着从供方市场转为需方市场，当下不少商业地产运营管理水平已难以匹配实际需求，运营团队和运作能力的短板逐渐显现。在美国、德国、日本等发达经济体，市值最高的房地产公司往往不是开

发公司，而是租赁型 REITs、综合型的服务公司、资产管理公司等，值得国内房企转型升级参考。

二、发展有空间，模式难持续

未来房地产企业发展必然面临要不要转型？向哪里转？如何转？等三方面问题。房地产业很重要，但本质上，房地产具有资产功能，价格高低代表一个地区的财富水平；房地产具有信号功能，市场活跃程度反映的是对当地经济社会发展的预期；房地产具有载体功能，某地房地产市场的好坏取决于房地产这个载体之上的产业和人口的发展状况。从总量上看，我国城镇化还有空间，经济还在增长，劳动生产率还会提高，存量更新还刚刚开始，住房持续改善是人们对美好生活向往的重要方面，未来房地产业发展的空间仍大。但不可否认的是，房地产业发展的外部环境正在发生较大的变化，旧的发展模式已难适应，未来房地产行业将从成长期向成熟期过渡，房地产企业转型发展势在必行。

（一）支持中国房地产业快速发展的四大红利正在改变

自 1990 年城镇土地有偿使用以来，特别是 1998 年城镇住房制度改革以来，房地产业深刻地嵌入中国经济发展当中，与财政、金融、城镇化等领域形成了深度耦合。1998-2021 年，房地产开发投资增长了 39.8 倍，商品房销售面积增长了 13.7 倍，商品房销售额增长了 71.4 倍。过去房地产业的快速发展离不开四大红利的支持，即城镇住房制度改革、城镇人口增长、流动性充裕和快速经济增长。

但未来中国经济进入“新常态”，支持房地产业发展四大红利发生了变化，彰显了房地产企业转型的迫切性。

1. 政策红利的变化

1998 年城镇住房制度改革，停止福利分房，城镇居民的住房解决从“找单位”变为“找市场”，被压抑了几十年的住房自我改善需求得到极大释放，公房改革奠定了原居民住房改善的物质基础。2000 年城镇家庭户居住在购买原公有住房的比例为 29%，2020 年减少为 6%。2020 年居住在购买新建商品住房中的家庭户数是 2000 年的 12 倍。除了居住在原公房的家庭换房之外，同期城镇新增的 1.8 亿家庭户，绝大多数也需要通过市场购买住房，这个制度改革红利是巨大的。2016 年中央经济工作会议提出“房住不炒”的长期定位，2019 年 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，2020 年 12 月中央经济工作会议提出“解决好大城市住房突出问题”，各地采取房地产市场调控政策中限购、限贷、限价是最主要措施，投资投机性需求受到遏制。同时，中央和地方政府也在着力完善住房保障体系，特别是提出租购并举，加大公租房和保障性租赁住房供给，满足新市民和年轻人住房需求。到目前，由城镇住房制度改革而产生的市场购房需求红利基本释放完毕。

在房地产企业融资政策方面，2020 年 8 月 20 日，央行和住建部会同相关部门，在前期广泛征求意见的基础上，经过近两年的酝酿，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。2020 年 8 月

试点限制开发企业融资的“三条红线”正式施行。政策要求，房企剔除预收款后的资产负债率不得高于 70%，净负债率不得高于 100%，现金短债比不小于 1。根据房企情况，将房企分为“红橙黄绿”四档限制房企的借贷增长幅度，并要求三年内红档转绿档。由此，房地产企业融资在政策层面也受到极大管制。

2. 人口红利的变化

城镇人口是影响房地产行业长期发展的重要因素。目前，我国人口结构正在发生变化，一是劳动年龄人口总量和占比在 2012 年左右达到顶峰，之后连续双降，如表 4 所示。

表 4 中国劳动年龄人口规模和比重

年份	劳动年龄人口 规模(亿人)	劳动年龄人口 比重(%)	年份	劳动年龄人口 规模(亿人)	劳动年龄人口 比重(%)
1999	8.52	67.70	2010	9.98	74.53
2000	8.89	70.15	2011	10.03	74.43
2001	8.98	70.40	2012	10.04	74.15
2002	9.03	70.30	2013	10.06	73.92
2003	9.10	70.40	2014	10.05	73.45
2004	9.22	70.92	2015	10.04	73.01
2005	9.42	72.04	2016	10.03	72.51
2006	9.51	72.32	2017	9.98	71.82
2007	9.58	72.53	2018	9.94	71.20
2008	9.67	72.80	2019	9.89	70.65
2009	9.75	73.05	2020	9.68	68.55

资料来源：童玉芬，刘志丽，宫倩楠：《从七普数据看中国劳动力人口的变动》[J]，《人口研究》，2021，第 45 卷，第 3 期，P65-74

二是城镇新增人口增量减少的变化。城镇化提升带来的住房需

求是支撑过去房地产市场发展的最重要因素。2011-2020 年中国城镇化率从 51.83%提高到 63.89%，年均增长率为 1.39%，10 年内新增常住人口 23242 万人，比上一个 10 年多增了 2170 万人，扣除原城镇居民住房改善的因素，2011-2020 年由城镇化带来人口增长的住房需求占商品住房销售面积 60%左右。然而，2019 年开始，新增城镇常住人口低于 2000 万人（如图 14 所示）。我国城镇化还有空间，未来稳定好城镇化进程，对我国房地产市场的稳定发展非常重要。

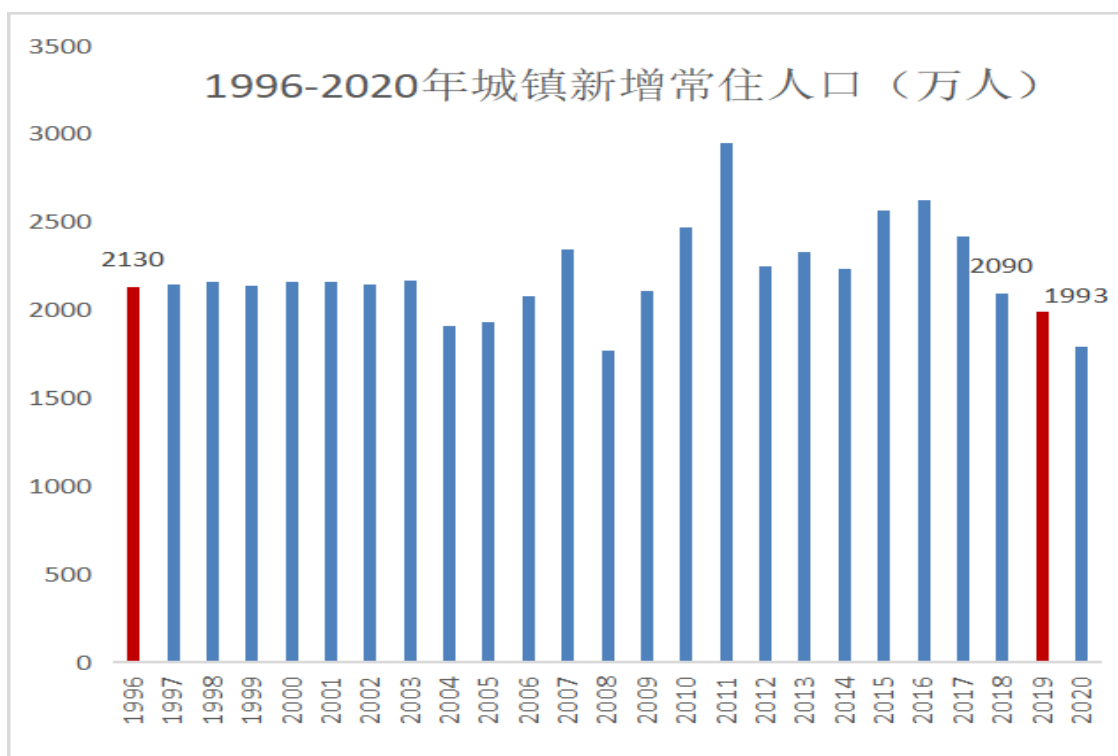


图 14：1996-2020 年中国新增城镇常住人口（万人）

资料来源：2021 年中国统计年鉴

3. 货币红利的变化

房地产业是资本密集型行业，对货币流动充裕较为敏感，市场与广义货币 M2 变化呈正相关关系。从 M2 供应量来看，在 2017 之前，

我国 M2 以 2 位数增速增长，但在 2017 年之后，M2 同比增速下降至个位数（疫情期间除外），如图 15 所示。中央也确立了不搞大水漫灌的货币政策总基调，房地产业发展的货币环境开始发生变化。

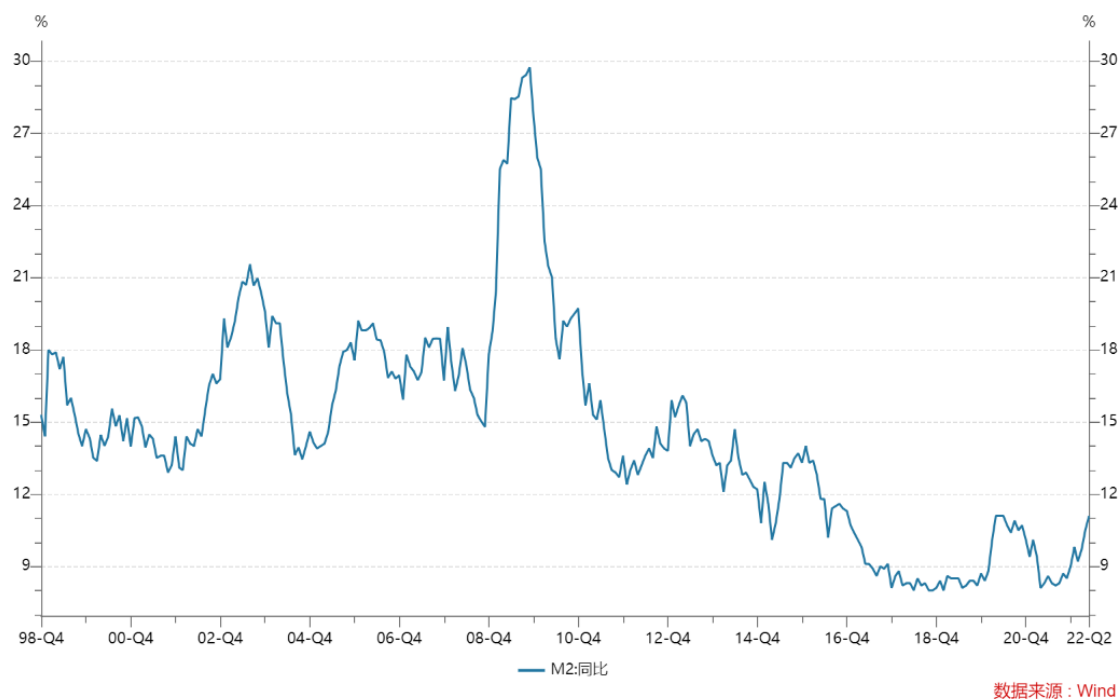


图 15：1998-2021 年中国广义货币 M2 增速

资料来源：WIND

从房地产开发企业融资来看，房地产新增贷款占比自 2016 年达到顶峰之后呈现出下行趋势，见图 16 所示。2020 年限制房企扩张的“三条红线”和实施银行房地产贷款集中度管理政策后，房地产企业高负债的融资模式再难维系。

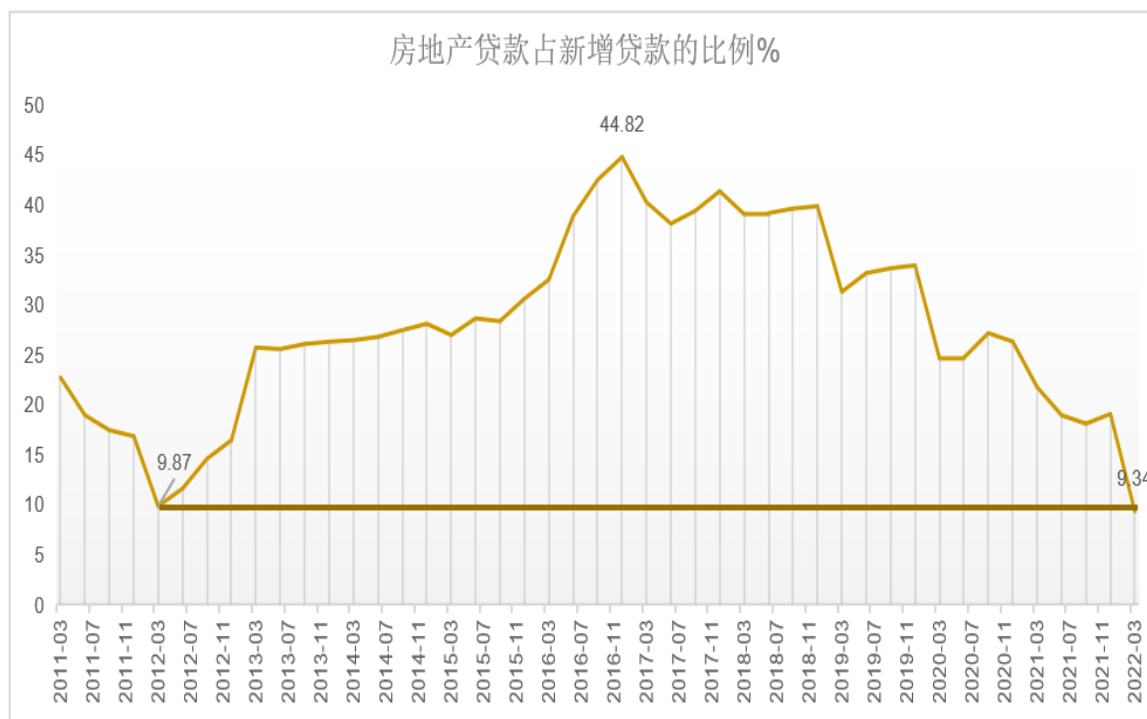


图 16 2021-2020 年房地产贷款占新增贷款之比

资料来源：WIND

4. 经济增长红利的变化

较强的 GDP 增长预期会提高居民收入预期，从而增加城镇化速度、带动购房需求，因此，城市经济增长预期是房地产企业在投资过程中的重要考虑因素。薛宏冰和宋丽丽（2013）的实证研究也证实了房地产投资与经济增长之间存在双向因果的长期影响。在过去，中国经济长期保持年均两位数高速增长的状态，创造了“中国速度”。中国 GDP 在 2000 至 2019 年之间翻了九倍。但随着我国 GDP 进入个位数增速的“新常态”，房地产业发展的经济增长红利也将持续减弱。

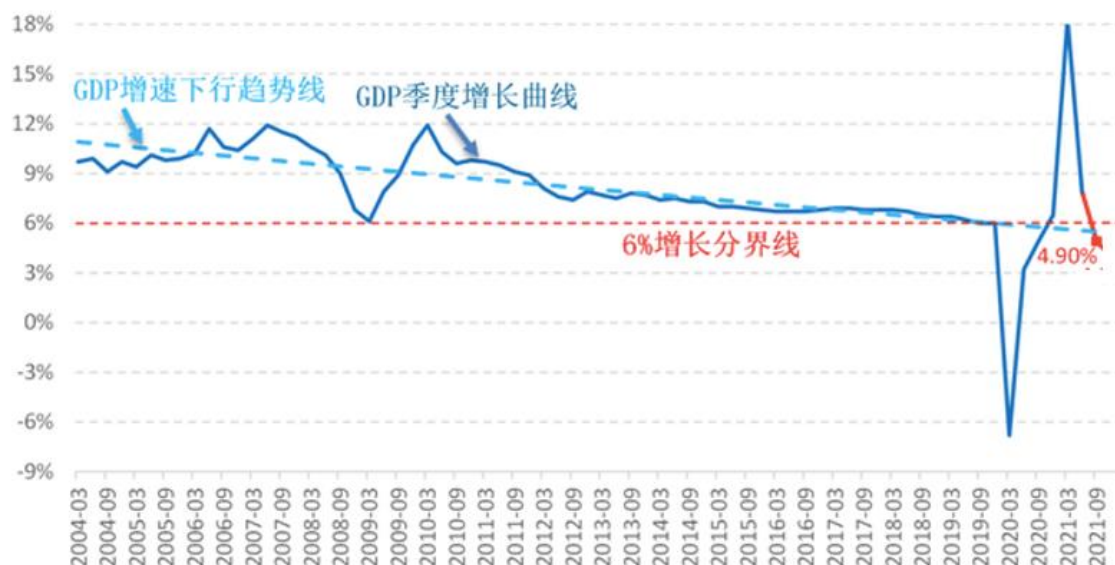


图 17 中国 GDP 季度增长

资料来源：WIND

综上所述，过去支撑房地产行业高速发展的四大红利均出现重大变化。房地产企业也难以复制过去的发展模式，适应新的发展环境，转型发展势在必行。

（二）高房价支撑的房地产“三高”开发模式难持续

过去房地产开发企业采取“高负债、高杠杆、高周转”的房地产开发模式。“高负债”表现在，目前国内上市房企资产负债率普遍在 80%以上，不少房企超过 100%，远高于制造行业负债水平。Wind 数据库显示，2021 年我国上市房企的资产负债率达到 79.4%，仅次于金融业（90.9%）。从资产负债率增速的角度看，房地产业排在第一。2010-2021 年间资产负债率上升了 12.7 个百分点，高出第二位能源业一倍以上。大部分房地产企业负债率都很高，依托财务杠杆撬动快速开发。

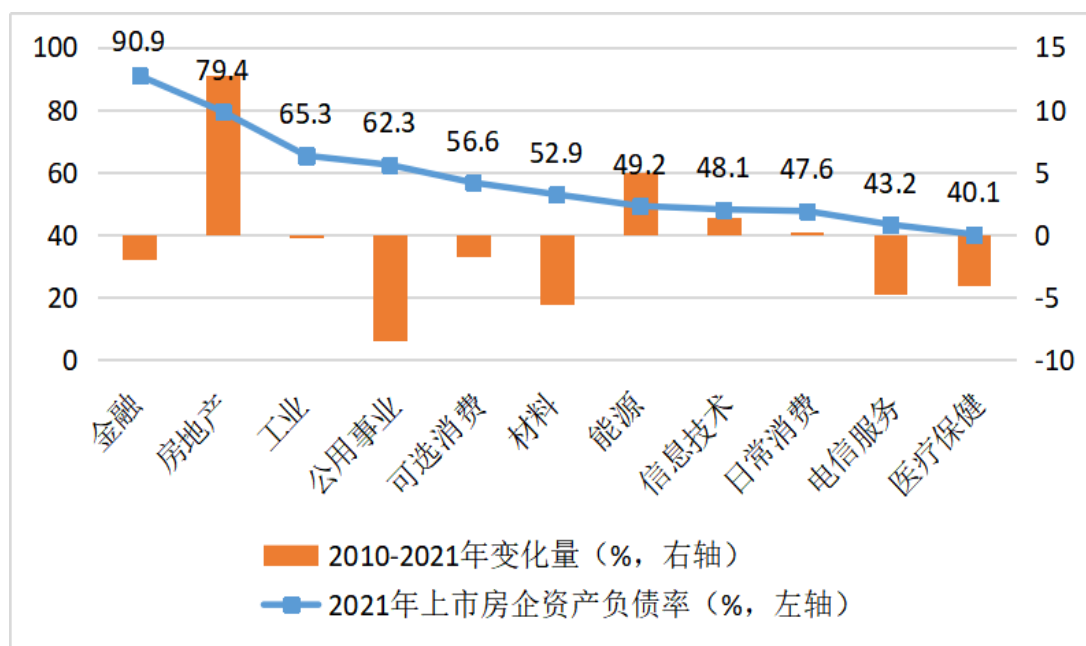
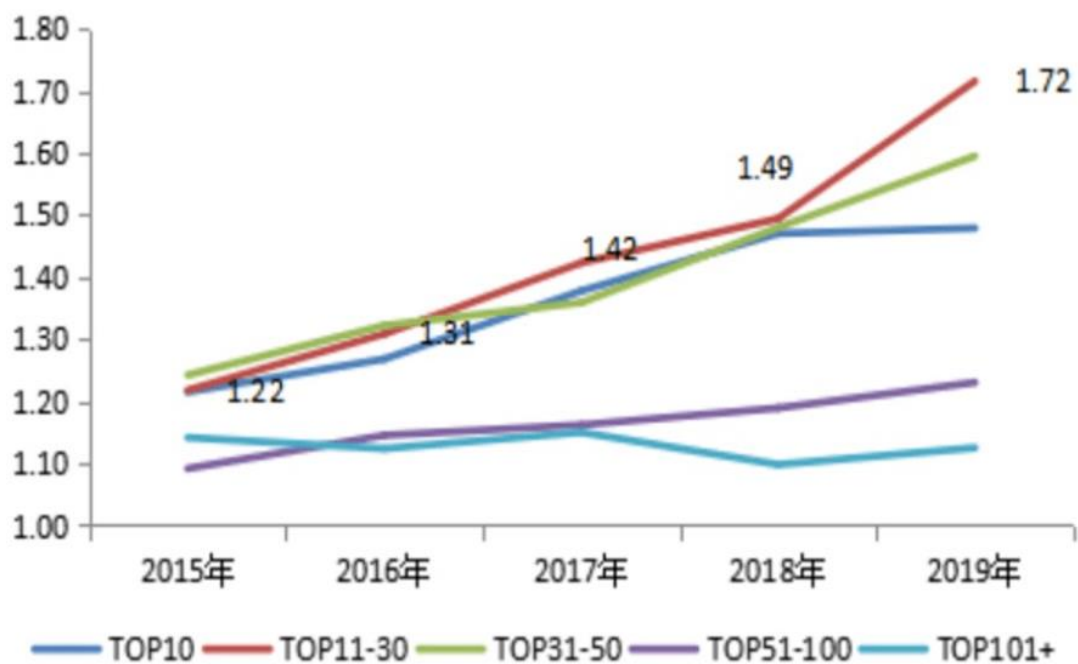


图 18 2021 年上市房企资产负债率及 2010-2021 年间变化量

数据来源：WIND 数据库

对房地产企业“高杠杆”问题有争论，很多人认为高杠杆等于高负债。但在房地产行业，由于存在预售制，以及房地产开发企业强势的甲方地位，房地产开发企业除了财务杠杆外，还存在没有显示在财务指标里的其他杠杆，所以房地产行业杠杆很高。房地产开发企业的“高杠杆”表现在，一是财务杠杆（即负债），二是经营杠杆，三是合作杠杆。经营杠杆被称为无息杠杆，包括上下游企业垫资，如 2020 年，房地产开发资金来源中，应付款占比在 2009 年时为 10%，到 2021 年则达 26%，远高于国内贷款 11.6%的比重；再如，还包括利用预售定金、首付款及按揭贷款获取新项目，这就是去年下半年在出现房企违约量上升后，各地政府加强预售款监管的

主要原因。合作杠杆主要是指通过企业合作开发，争取并表，以小投入迅速扩大规模。下图显示了房地产企业合作杠杆的趋势，规模较大的房企，合作杠杆相对更大。但合作杠杆高的房企其经营也必将受到合作方的影响，如旭辉集团 2022 年上半年就有 21 个项目涉及合作方债务展期，影响了其信用评级。



图：19 不同规模房地产开发企业合作杠杆情况

资料来源：公司公告、CRIC 整理

“高周转”主要是指，房地产企业盈利主要靠快销商品房实现。如 2020 年房地产开发企业主营收入中，来自商品房销售收入占比达到 94.7%，主要指的是产品的高周转，而非资产的高周转。

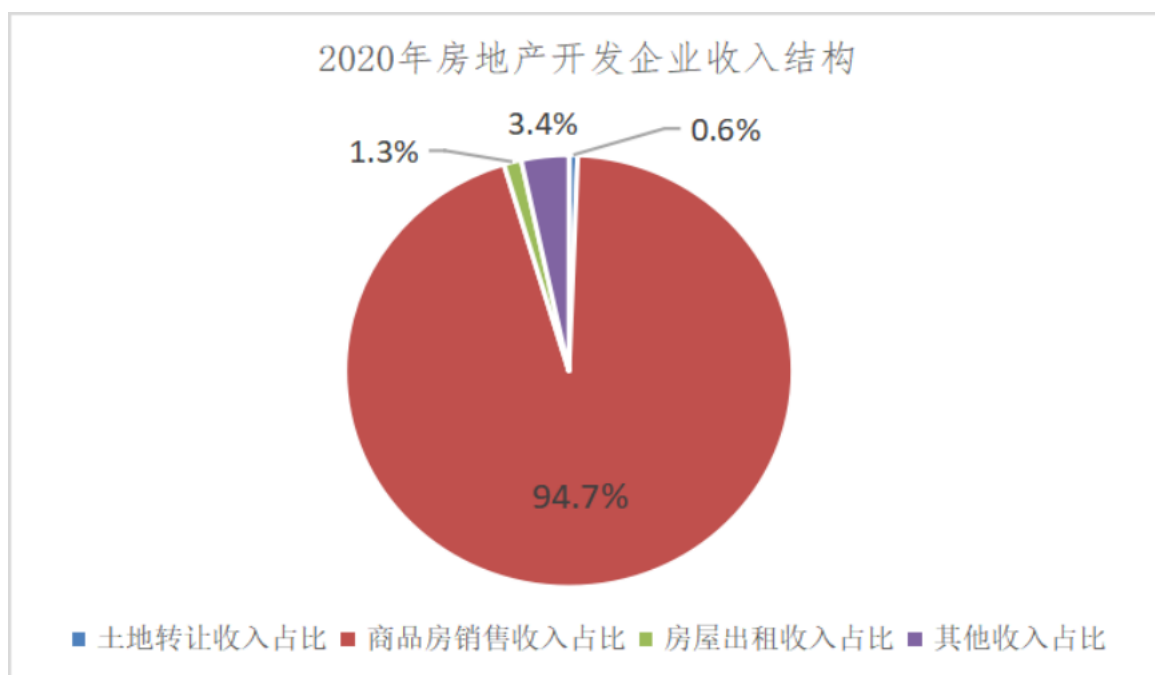


图 20 2020 年房地产开发企业主营收入占比情况

数据来源：国家统计局

“三高”模式必须有持续上涨的“高房价”给予支持。在“房住不炒”定位下，房价上涨空间受到控制，房企融资监管趋严，产品高周转失灵，高负债、高杠杆的风险更加突显。特别是在房地产企业负债“三线四档”政策下，对高杠杆房企的有息负债规模增速进行管控，房企以往“借新还旧”的模式难以持续。在房地产贷款集中度管理政策下，房地产企业开发贷款进一步收紧，房企融资渠道进一步缩小。再加上整体市场承压的背景，“高负债、高杠杆、高周转”的房地产开发经营模式难以为继。

（三）基本结论：房地产行业从成长期向成熟期转变

在房地产业发展外部环境发生变化后，房地产企业必然要转型，向哪里转呢？房地产业投资额体量巨大，向其他行业转的难度很大。

如 2017 年，房地产行业投资 14.6 万亿，从规模上仅次于制造业 19.4 万亿，如图 21 所示。但制造业是由 40 个子行业组成，没有哪个行业可以容纳房地产业的巨额投资量。如果房地产企业转型到其他行业，只能说是转行而非转型。我们所说房地产企业的转型是指不离开房地产主业及其产业链的基础上，对投资理念、盈利模式、经营方式的改进、优化和拓展。

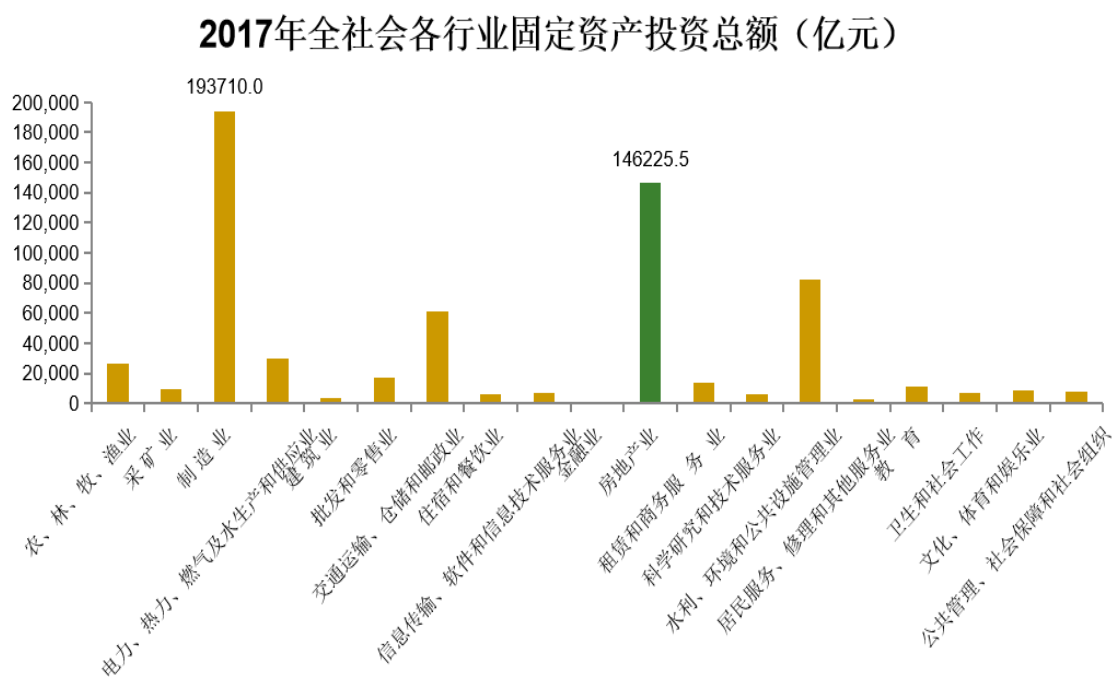


图 21 2017 年全社会各行业固定投资投资总额

资料来源：中国统计年鉴 2018 年

我国城镇住宅发展刚刚完成补欠账阶段，住宅需求将从“有没有”向“好不好”转变，未来升级改善的需求空间仍大。目前，我国正在步入城镇化较快发展的中后期，城市发展进入城市更新的发展阶段，城市建设由大规模增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重，存量开发机遇正在到来；我国房地产行业发展刚刚度过

成长期，还没有达到成熟阶段，未来，非住宅用地从单一功能向混合功能转变，房地产企业收入也将从销售为主向增加持有运营、增值服务、资产管理转变，这些对房地产开发企业的专业化能力均形成新的挑战。

三、转型存风险，改革很关键

房地产业发展模式是适应当时的发展需要而形成的。我国过去的房地产业发展模式有其时代背景，在支持城镇化发展方面成就显著，但问题也不少。未来，我国房地产业如同中国经济一样，要实现高质量发展，其转型必须要适应房地产行业从成长期向成熟期转变、城市发展从外延型向提升型转变、经济发展从规模型向质量型转变的要求。房地产业转型是个大课题，其中应该包括房地产供地模式、住房供给模式、房企融资模式和经营模式等多个方面的改革。其中，关于房地产开发企业的转型应是遵循行业从“成长期”到“成熟期”市场规律，在政策支持下，改变房地产企业经营模式，实现与需求相匹配的高质量供给。

（一）房地产新房市场格局

1. 完善保障体系和市场体系满足住房需求

我国城镇住房制度不断完善。2017年党的十九大报告提出坚持“房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2021年

6 月国务院办公厅印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，提出加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。住房发展方向已确立，即以政府为主提供基本保障，以市场为主满足多样化需求，通过完善住房保障和住房市场两个体系，实现全体居民的住有所居。

根据 2020 年七普数据，我们可以看出当前城镇住房的基本格局。2020 年我国城镇住房的实物保障约占 7%左右，购买新建商品住房的比例城市为 34%，镇为 27%，租赁市场房比例城市为 22%，镇为 9.7%。见表 5。经济适用房（两限房）和廉租房（公租房）是我国住房实物保障的主要形式。住房实物保障覆盖面指购买经济适用房（两限房）和廉租房（公租房）的家庭户占比。2020 年，城市住房实物保障覆盖面为 7.81%，镇住房保障覆盖面为 6.05%。除住房实物保障之外，各地还有货币化补贴帮助住房困难群体。

表 5 城镇家庭户住房来源占比 单位%

	租赁廉租房/ 公租房	租赁其他住房	购买新建商品房	购买二手房	购买原公有住房	购买经济适用房/ 两限房	自建住房	继承或赠予	其他
城市	3.74	21.83	34.36	12.10	7.83	4.07	10.06	0.82	5.19
镇	2.87	9.73	27.29	6.36	2.89	3.18	42.07	0.96	4.67

资料来源：第七次全国人口普查数据

中央高度重视住房保障工作，在“十二五”期间推动保障性安居工程，大力发展公租房，基本完善了城镇居民住房的托底保障；“十三五”期间棚户区改造大规模推进，使城镇人均住房水平和住房成套率大幅提高；为解决好新市民和年轻人住房问题，“十四五”

期间将大力发展保障性租赁住房，40 个重点城市将筹集 650 万套，目前各地提高了“十四五”时期保障性租赁住房的筹建比例，未来城镇住房实物保障面将会继续增加。

2. 房地产开发业务中非住宅比例较低

在房地产开发企业的开发业务中，除新建住宅之外，还有办公、商业、厂房等非住宅物业。2021 年这些非住宅物业大约占房地产开发量的 25%左右，占销售量 10%左右。如图 22 所示。

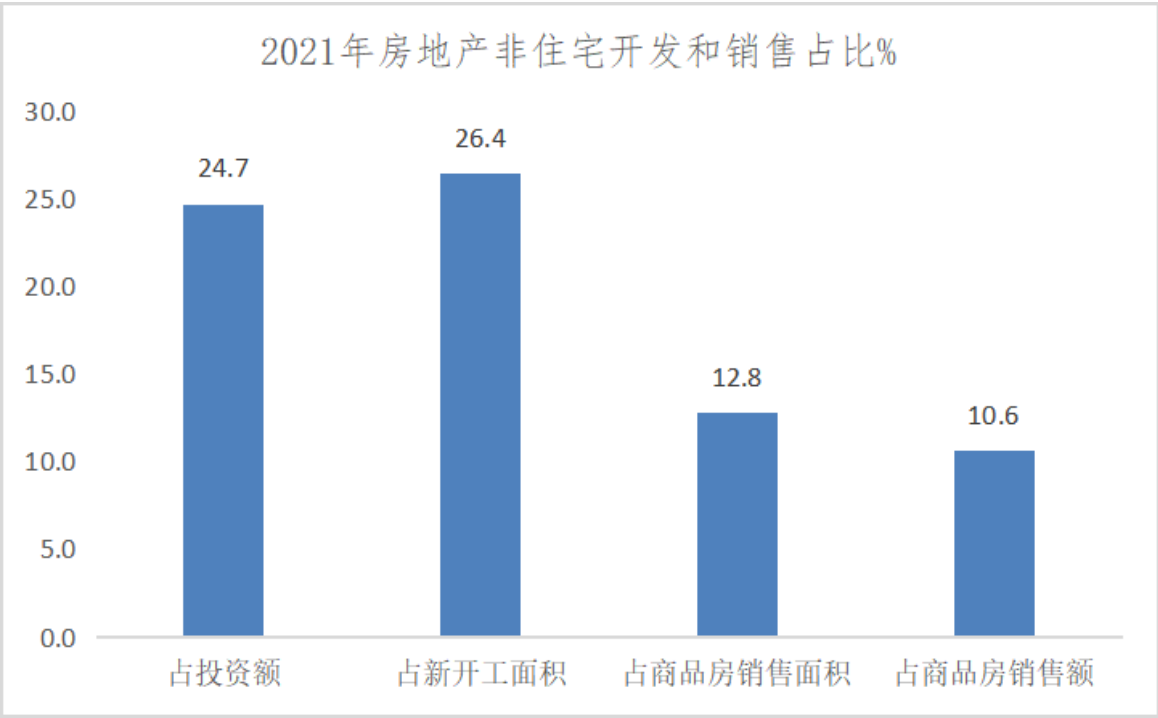


图 22 2021 年房地产非住宅开发和销售占比

资料来源：国家统计局《中国经济景气月报》2022 年 2 月

在房地产开发企业收入来源中，非住宅销售收入占比极低，2020 年只有 5.3%，其中房地产开发企业房屋出租收入占比只有 1.3%。

（二）房地产企业经营模式转型

房地产企业旧的经营模式可以概括为以高杠杆、高负债、高周转为主的开发销售模式。随着房地产行业走向成熟，优化开发业务、增加轻资产运营、开拓存量业务、瞄准成长期业务、塑造资产管理能力均是房企经营模式改革可选择的方向。最终体现在，房企的开发模式从“三高”向轻重并举的开发、运营、服务一体化转型；房企的盈利模式从单纯增量开发向增加存量更新转型；房企的融资模式从高负债到多元股债转型；房企的目标模式从追求规模和速度向品牌和品质提升转型。

1. 优化开发业务：品质住宅与产业链协同

在开发业务方面，未来随着新房市场总规模逐步缩小，房企竞争加剧，房企需以企业经营的利润、周转、杠杆为基点，在内部运营的各环节上进行系统性优化，适应住房升级需求，与产业链协同开发高品质产品，从而提升整体运营效率与实现开发的高品质。

房地产开发企业围绕开发业务在产业链、服务业务上协调包括：一是品质住宅的供给，即在产品线上将运营效率和居住品质并重，注重新材料和新工艺应用，创新与置业者双赢的经营思维，满足居民对住房升级和改善的需求；二是从产业链上升级，即在建材、家居、家电、装配式、科技赋能、装配式建筑等方面与产业链企业合作，提升产品品质；三是在服务上实现社区增值，即探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多样化多层次居住生活需求，增加养老、家政、健康、房屋经纪、智慧化物业管理等；四是在绿色发展

上，重视 ESG（即环境、社会和公司治理），利用好绿色金融对绿色建筑的支持政策。

2. 增加轻资产业务：代建、运营、服务

房地产开发企业增加轻资产业务是拓展收益来源的重要方面，包括代建、代营、代管、服务、适老化改造等多方面。

（1）代建：资本代建、政府代建、商业代建

资本代建模式即品牌房企与外部资本对接，为其投资项目提供全过程开发管理服务，实现“资本+代建”双赢；政府代建模式是品牌房企与政府安置房建设对接，承接安置房、限价房等保障性住房和大型公共服务配套的建设管理，有品牌房企的专业团队承担项目开发任务，并根据项目协议收取分红、佣金或奖励；商业代建，是与土地确权的房地产项目对接，由委托方提供土地并承担全部或主要的投资，代建方根据项目方需要向项目输出品牌，派驻专业的开发团队，承担开发任务，提升产品的市场价值，并为符合要求的部分项目提供融资服务。

代建业务前景广大。根据中指院数据，2010～2020 年中国房地产代建市场年新签合约项目数量及建筑面积年复合增速均超 24%，预计 2025 年国内代建潜在市场面积有望增至 9.1 亿平方米。

（2）商业运营管理技术输出

商业运营管理技术输出这一模式是针对商业地产。品牌企业提供从前期定位规划、招商到开业及后期运营管理的全流程支持，以及

管理团队、技术团队的输出。品牌企业转变角色成为一家独立的商业公司，以“轻资产”的模式快速扩张。

(3) 社区 O2O 服务

这一模式是房企从开发商变成社区服务商，在已经入住的社区为业主提供社区 O2O 服务。房企通过移动互联网进行推广和普及社区 O2O 服务，整合线下资源为业主提供一站式服务。因此，房地产企业能够掌握社区用户的大数据，并能进一步开发业主用户的潜在价值。其间，房地产企业通过并购物业公司及为物业公司提供顾问服务来推进社区 O2O 服务，并购物业公司后通过实施标准化、集约化、自动化的物业管理服务来降低成本，提升效率，大幅提高物业服务的盈利能力。

(4) 住宅适老化改造

根据七普数据，2020 年，我国有 5 个城镇地区进入中度老龄化阶段，分别是上海、辽宁、黑龙江、天津、吉林，有 11 个地区城镇人口的老龄化程度在 7%-10%之间；城镇 60 岁及以上老年人口与配偶同住、与配偶和子女同住、与子女同住、独居（无保姆）合计占比达到 95.0%。从住房角度看，2020 年，居住在 7 层及以下多层楼房的家庭户占比为 52.8%，按照我国过去的住宅设计规范，7 层及以下的多层楼房没有电梯设计，居住在多层楼房中的家庭户有电梯的比例约为 1%。近年老龄化程度高的部分城市开始为多层住宅加装电梯，2020 年全国居住在有电梯住房中的家庭户占比为 19.7%，仅仅比 8 层以上住户占比 19.2%高了 0.5 个百分点。在老龄化趋势下，

适老化改造市场需求增大。包括将适老产品植入成熟的城市社区，从规划、开发、运营、服务整个环节，提供适应老年人的产品和服务配套，满足老年人与子女既相对独立又共同居住的需求等方面。

3. 开拓存量业务：城市更新等运营类业务

城市更新是通过对城市建成区内存量建筑资源的维护、改造、拆建、扩充等方式推进土地资源的重新优化配置、提高存量资源的利用效率、促进城市功能的全面或局部升级、实现居住条件的改善和生活品质的提高、增强城市活力与市场竞争力、推动产业结构转换和升级的城市发展过程。在国家“十四五”规划及2035年远景发展目标中，已明确提出实施城市更新行动。之后，各地出台了近百项有关支持城市更新的相关政策。2022年5月国务院办公厅下发了《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，提出了三大重点领域的更新，包括：一是重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等；二是统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等；三是有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产，包括老旧厂房、文化体育场馆和闲置土地等，以及国有企业开办的酒店、餐饮、疗养院等非主业资产。城市建成区内产业空间、公共空间和居住空间三大空间的更新将成为房地产企业新的投资领域。城市更新是个永续的过程，未来房企参与城市更新需要提升科技力、产业

力、文化力、设计力、运营力五大方面的专业化能力，这是企业转型需要关注的方向。

4. 瞄准成长期业务：塑造资产管理能力

与房企开发业务的线性增长曲线不同，房地产资产管理业务基于市场的存量核心资产，集合市场金融资源，可以在适合的市场阶段，呈现快速扩张态势。从房企角度，伴随开发业务的成熟，资产管理也将成为核心业务之一。过往房企侧重通过“现金流滚资产”模式，实现大量存量持有型物业的积累。当前市场环境对该模式的支撑度降低，因此，企业应该注重持有型物业的研发、管理能力塑造，而非短期实现资产规模。

房地产资产管理的目标是实现增值，企业是否具备增值能力是核心。这种能力构成包括研发、项目改造、招商与运营、金融操作等等。当前国内本土企业真正具备这种系统能力的企业还是极少，多数均是探索培养中，能力竞争在起点状态。很多房地产资管企业往往通过寻找价值洼地的目标项目，实现其溢价效果，而非通过资产管理能力实现增值，因此，未来企业资产管理能力将更为核心。

境外企业经验显示，房地产资产管理业务具备非线性上涨的可能性，并且是城市化中后阶段的成长性业务，是房地产业走向成熟期的重要业务。从房企角度，需要具备资源对接的业务能力，从而才能不放弃这种业务成长的机会。

5. 抓住政策机遇：关注保障性租赁住房

保障性租赁住房是我国新时期住房保障体系的重要组成部分，目的是解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题。保租房主要利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地新建、产业园区配套用地新建和存量非居住房屋改建，适当利用新供应国有建设用地建设等渠道提供，并合理配套商业服务设施。2021年6月国务院出台了《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，为筹集保障性租赁住房给出一系列非居改住、税收优惠、金融支持等政策。按照各地规划，“十四五”期间40个重点城市计划新增保障性租赁住房650万套（间）。这为开发企业从单纯建设一次性销售的住房转型租赁提供了政策契机，部分有能力的房地产企业可以积极参与。

6. 总结：房地产企业发展模式之变

总之，房地产企业选择什么样的发展模式是与发展阶段有关的。一是重资产模式在新房需求上升期是适合的，当土地价值增值速度大于资金借贷成本时，借贷资金与土地开发资源之间的资金流动形成良性循环，选择增加土地持有的重资产开发模式是适应市场的选择；二是轻资产模式更适合房价上升速度放缓或者下跌时期，此时持有资产回报降低且不足以抵偿持有期的资金成本，如果房企继续长期维持重资产开发模式，一旦碰到熊市则风险和波动会很大，而轻资产的开发模式不仅有利于分散风险，还能带来稳定和更高的回报，是企业更为理性的选择；三是资管模式对以传统开发业务为主的企业难度较大，在存量发展时期，可以选择资产管理模式，企

业围绕一个不动产业态组建及管理多支基金，主要的收入来源不是销售物业及收租，而是“基金管理费收入”，在该模式下，房企的底层逻辑是通过提升资产的估值与规模，获取更多的管理费，以及在资产的出售、流转、退出中通过资产增值获利，实际上是通过金融能力为企业赋能。

对房地产企业而言，三种模式并无绝对优劣之分，只是在不同发展阶段，根据房地产企业的优势，选择不同的组合。相比较而言，我国房地产行业过去一直在增量需求上升期，重资产、高负债也是符合这一阶段特征的，但当未来增量需求减少、房价不再上涨时，房企再延续或复制以往的模式，则风险增大。未来，我国房地产企业向轻资产、资产管理模式转型是大的趋势和方向。

（三）房地产企业转型存风险

近些年，众多房企已开始探索转型发展，过去主要是向产业链上下游延伸，转型到持有经营物业，如公寓、产业园、文旅地产、养老地产、特色小镇、城市更新等。然而，在支撑房地产市场基础制度不变的情形下，房企转型面临三个主要的风险。第一，主营业务住宅销售资金回收期长、净利润不理想，会对现金流产生不利影响，从而加大房企向其他业务转型的风险；第二，由于持有运营的金融政策缺乏，长期股权资金融资渠道少，投融管退完整闭环的大资管模式难形成，可盈利的商业模式不成立；第三，部分新拓业务资金占用周期较长，很难像传统房地产开发进行快周转，导致资金压力增大。例如，目前众多房企试水长租公寓，且大部分采取了重

资产模式，在仍未有资金退出渠道的情况下，面临一定的资金平衡压力。当前看，多元化扩张、转型失败也是导致当前房企面临资金压力一个重要原因，在无长期资金支持、人才缺乏、经验不足的现实下，房地产企业转型也存在风险。

（四）房企转型需融资模式改革支持

鉴于房地产行业的高资金密集特征，融资模式改革对支持房企转型意义重大。对房地产企业融资管理应有堵有疏，在坚持降负债方向不变，完善房企融资监管的同时，还应拓宽房企权益融资渠道，扩大直接融资比重。房企经营模式转型还涉及大量存量资产盘活和交易，对存量资产交易提供减税支持也十分必要。

1. 大宗物业公募 REITs 运作

将房企“持有运营类”的物业如公寓、商业和写字楼等纳入公募 REITs 运作。利用 REITs 在基础设施领域的政策基础，推动房企将“持有运营类”项目从房地产融资管理中剥离出来并纳入公募 REITs 运作，深化金融供给侧结构性改革。公募 REITs 从资本市场募集的权益资金也可以作为房企“非销售类”资产的退出通道，有效降低房企负债率，实现产业和金融的良性循环。利用公募 REITs 将大宗物业的整体经营与流动性相结合，有效盘活存量资产，强化资本市场服务实体经济的能力。

2. 畅通资本市场融资渠道

择时打开房企 A 股融资通道。加强资本市场服务实体经济的能力

力，疏通增发、配股融资路径，通过新股本的进入，增加房企股本金，对冲资产下跌推高的负债率，减少房企财务风险，用市场的力量化解风险。

3. 发展房地产私募股权基金

支持“持有型”不动产私募股权投资。优化当前房企融资结构，放开地产私募基金、信托股权等融资渠道，额度回归正常年份；鼓励“持有型”不动产私募股权基金收购房企资产，加快产品审核备案流程，目前房地产开发企业持有的商业不动产规模约为 18.2 万亿元，如果能调动部分资源，对防范房企债务风险的继续扩大，缓解房企流动性风险有意义；从长期看，打通不动产私募股权基金退出通道，加强与大宗物业公募 REITs 的衔接配合，将有效降低房企杠杆。

4. 完善房地产企业融资监管

主要包括严控房企违规融资、非法集资，创新房企非债务融资监管监测方式等方面。

HKIMR-AOF 專家講座 - 秦虹女士、汪濤博士（現場語言版本）

<https://youtu.be/ZqWmUnybUro>

ABOUT THE HONG KONG ACADEMY OF FINANCE (AOF)

关于金融学院

The AoF is set up with full collaboration amongst the Hong Kong Monetary Authority, the Securities and Futures Commission, the Insurance Authority and the Mandatory Provident Fund Schemes Authority. The AoF brings together the strengths of the academia, the industry, professional training institutes and the regulatory community to develop financial leadership and promote research collaboration. The mission of the AoF is to serve as (i) a centre of excellence for developing financial leadership; and (ii) a repository of knowledge in monetary and financial research, including applied research.

金融学院在香港各金融监管机构，包括香港金融管理局、证券及期货事务监察委员会、保险业监管局及强制性公积金计划管理局合作下成立。金融学院汇聚学术界、业界、专业培训机构及监管机构的专长，促进金融业领袖人才的发展及应用研究的合作。金融学院的使命是成为 (i) 一个培育金融业领袖人才的汇聚点；及(ii) 一个推动货币与金融研究，包括是应用研究的知识库。

ABOUT THE HONG KONG INSTITUTE FOR MONETARY AND FINANCIAL RESEARCH (HKIMR)

关于香港货币及金融研究中心

The AoF's research activity is carried out through the Hong Kong Institute for Monetary and Financial Research (HKIMR). Its main remit is to conduct research in the fields of monetary policy, banking and finance that are of strategic importance to Hong Kong and the Asia region. With the establishment of the AoF in June 2019, the HKIMR's remit is expanded to include applied finance research in cross-sectoral areas. With the introduction of this new function, the HKIMR also carries out research projects that are both in-depth and highly relevant to the policy deliberations amongst the financial industry and regulators in Hong Kong, and strategic to the long-term development of the local financial industry.

金融学院的研究工作透过香港货币及金融研究中心(研究中心)进行。研究中心一直致力于香港以至亚洲地区具重要战略意义的货币政策、银行业及金融领域相关议题的研究。随着金融学院于2019年6月成立，研究中心的研究范畴将扩展至跨界别的应用金融研究。除了更为深入外，研究项目将涵盖与金融业界和相关监管机构息息相关的政策议题，并对本地金融业的长远发展具有战略意义。

CONTACT US

Email : hkimr@hkma.gov.hk

Tel : +852 28781976

Website : <https://www.aof.org.hk/research/HKIMR>

联系我们

电邮 : hkimr@hkma.gov.hk

电话 : +852 28781976

网址 : <https://www.aof.org.hk/research/HKIMR>