

研究报告

(2025 年第 5 期 总第 55 期)

2025 年 10 月 20 日

国际不动产市场周期修复与中国市场的均衡重塑

不动产金融研究中心

周以升 郭翔宇

【摘要】我国房地产市场面临周期困境，根源在于资产定价基准缺失与微观主体信用弱化。本文通过分析美、日市场修复经验，结合用户成本模型，提出周期均衡重塑最终通过价格形成机制得以实现，而价格形成机制的核心在于供需双方微观主体的博弈行为。本文建议，以市场化机制消化库存、培育专业机构、畅通金融通路，以此重塑市场均衡，推动房地产向高质量发展平稳过渡。

当前，我国房地产市场正处在周期低谷，面临严峻挑战。无论是政府还是市场主体，都未曾经历过如此剧烈的周期波动。当前政策建议莫衷一是，其根源在于尚未就房地产资产定价的核心基准达成共识。本文基于对国际房地产周期的微观研究，并结合作者的实践经验，从微观层面和实操视角，探讨中国房地产市场实现均衡重塑所需的核心条件。究其根本，周期均衡重塑最终通过价格形成机制得以实现，而价格形成机制的核心在于供需双方微观主体的博弈行为。因此，厘清价格形成的关键机制，是破解中国当前周期性难题的关键所在。

一、国际考察：资产管理机构在市场重组中占重要地位

观察成熟经济体的房地产市场发展轨迹，房价周期具有必然性，资产价格普遍会在深度回调后，逐步重返上行周期高点。美国近期经历了两次较大的危机：一次是20世纪80年代储贷危机，一次是2008年国际金融危机（图1）。

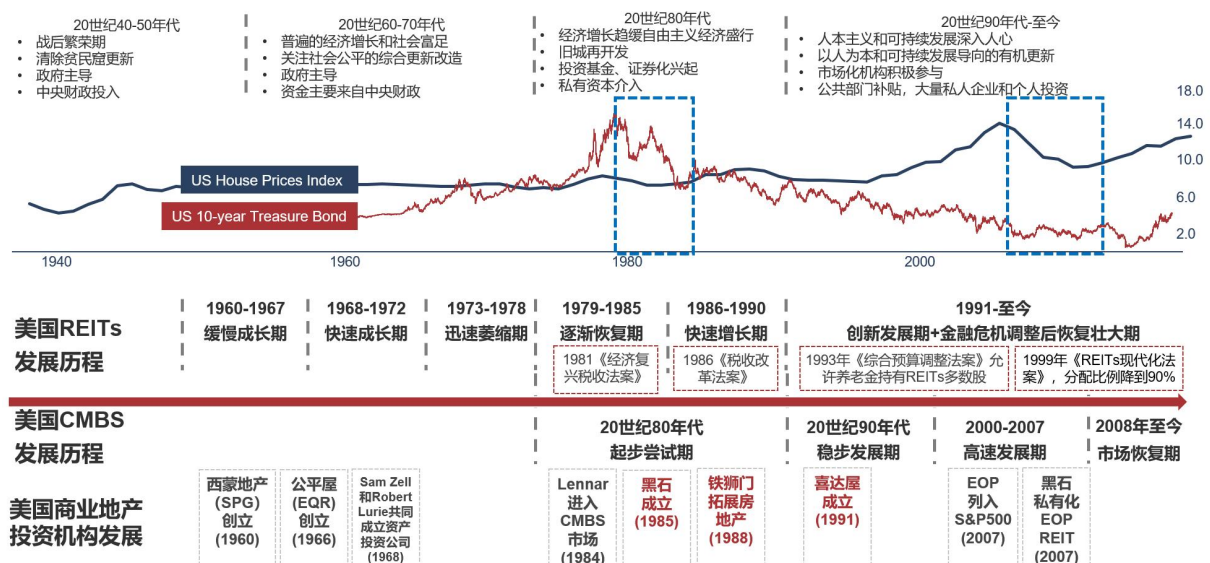


图 1 美国房地产周期与危机

数据来源：Irrational Exuberance, Robert Shiller, Yale
University

周期重塑的过程也是微观主体重构的过程。低谷时一部分主体淘汰，同时有新兴力量入场，多空双方的转换塑造了行业新格局。这一重塑过程往往伴随着金融生态的成熟和金融工具的变化。美国的 CMBS（商业房地产抵押贷款支持证券）和 REITs（房地产信托投资基金）就是在储贷危机后发展起来的。而金融及财税政策的调整与供给，往往是对微观主体行为的发展需求做出的响应。

对于房地产周期的塑造，一种普遍的误解是“旧的开发商倒下，新的开发商取而代之”。然而，在现代房地产市场，周期的更迭带来了市场主体的范式转移。高杠杆是房地产企业的普遍特征，这使其在剧烈的周期波动中财务状况脆弱，信用体系容易崩溃。一旦信用崩溃，重建会面临巨大挑战。

美国的资产管理机构在市场重组中占据重要地位。新的范式引领了一场深刻的变革：将行业信用的基础从“主体信用”转向“资产信用”。这意味着，传统开发商的主体信用不再关键，取而代之的是，何种机构能够实现将实体资产与金融市场高效结合，通过构建一个信用中立的载体来持有和管理资产。这种模式具备近乎海量的承载能力。以黑石（Blackstone）为例，其 20 世纪 80 年代以 100 万美元资本起家，发展至今资产管理规模已突破 1 万亿美元。黑石的成功，正是在于它抓住了不动产资产信用的本质，并利用资本的

力量在历次危机中不断壮大。从 2008 年国际金融危机至今，“资本为王”的逻辑持续主导着市场，推动了喜达屋（Starwood）等一批资管机构的崛起。

当前，传统房地产开发商的市值占比在美国市场已微乎其微，而私募 REITs、公募 REITs 以及 CMBS 的规模正在急剧扩张。根据 EPRA 与 NAREIT 数据显示，截至 2025 年中，美国除 REITs 以外的传统房地产上市公司总市值约 198.6 亿美元，占房地产上市公司总市值的 1.4%；而公募 REITs 市值约 1.43 万亿美元，占房地产上市公司总市值的 98.6%。另外，据 NAREIT、Trepp、Preqin、Mckinsey 等数据推算，美国不动产私募基金（PERE）约 9000 亿美元总资产管理规模，私募与公募非上市 REITs 有 7500 亿美元净资产规模，以及机构与非机构存量 CMBS 余额 1-2 万亿美元。综上所述，在美国约 12 万亿美元的不动产资产中，超过 40% 的份额由专业资产管理机构持有并运营管理。这一变化趋势凸显了不动产管理日益专业化的特征，其发展路径对研判中国市场的当前调整和未来方向有重要的参考价值。

资产管理机构如何凭借资本在周期中发展壮大，甚至重塑周期？黑石集团的 “Invitation Homes” 案例堪称典范。2008 年金融危机后，美国住宅市场遭受重创，大量独栋房屋（single family house）拥有者因债务违约导致房屋被银行拍卖。黑石敏锐地发现，在当时的拍卖市场，这些独栋房屋租金收益率（年租金/售价）可以达到 12% 以上。通过深度评估，黑石认为，若将这些资产打包证券化，向资本市场投资者提供 5%-6% 的分派率已具备足够的吸引力，其中利

差空间巨大。于是，黑石开始大规模收购、翻新并出租这些独栋房屋，开创了机构化独栋房屋租赁的全新商业模式。2017 年黑石 Invitation Homes 与喜达屋 Waypoint Homes 合并，并以 REITs 形式上市，成为美国最大的独栋房屋的“房东”。到 2022 年，黑石的住宅租赁业务已拓展至全球多个国家，持续拓展住房租赁业务（图 2）。



图 2 黑石 Invitation Homes 时间线

资料来源：黑石集团官网

美国市场的特点是反应迅速。黑石通过设立私募基金来收购这些住宅资产，并通过资本市场衔接向投资者展示了未来 3-5 年内资产增值的潜力。这种全新商业模式面临三大核心挑战：一是运营模式。如何高效管理地理上分散的独栋房屋？黑石为此成立了专门的运营公司，利用数字化技术进行远程管理，有效降低了运营成本。二是融资问题。独立住宅传统的融资方式是个人按揭贷款，机构批量收购时如何融资？黑石通过 CMBS 工具，把这些租赁住宅资产打包，实现面向机构的商业融资。这是一项重大的金融创新，面对“政策环境是否支持”的疑问，答案在美国制度和市场中是肯定的。三是退出渠道。收购的初

衷是赚取价差，但这依赖于与资本市场的顺畅连接。黑石在 2016-2017 年间，成功将这批资产打包成权益 REITs 在资本市场退出，为投资者提供了 5%-6% 的稳定派息率。

值得注意的是，如果分散的独栋房屋资产无法打包上市，不符合 REITs 的资产审核标准，机构的投资意愿可能被压抑，导致资产价格不断下跌，即使名义回报率上升也无人问津，时常会陷入恶性循环。黑石这样的“多头机构”逆势入场，也得益于美国成熟的金融生态和鼓励创新的监管环境。黑石与喜达屋独栋房屋租赁业务合并后资产规模高达 200 亿美元，足以对区域性房地产市场起到“压舱石”的作用，稳定市场预期。在剧烈的周期波动中，若由国家直接动用财政资金干预市场，道德风险与定价问题都难以回避，定价方式需要通过市场化途径来解决。

日本则提供了市场化机制迟缓的反面案例。日本房地产市场经历的“失去的二十年”，其漫长的筑底过程与微观活力不足、金融界未能及时重构密切相关。从 1990 年泡沫破裂到 21 世纪初，日本主要城市的房价经历了剧烈下跌。早在 1991 年，就有专家开始探讨引入 REITs 盘活不良资产。但由于利益掣肘和法规修改困难，直至 1998 年《特殊目的公司法案》和 2000 年《投资信托法》的修订，才确立了 J-REITs 的公募化和公司制的道路（图 3）。

2001 年，J-REIT 市场在东京证交所正式启动。2003 年，日本开放了 FOF 基金对 J-REIT 的投资渠道。2005-2007 年，国际资金大量涌入 J-REIT 市场。正是依靠外资的积极参与，J-REIT 市场逐渐壮大，并在 2001-2008 年为日本不动产市场筑底恢复起到了关键作用，如今已成为世界第二大 REITs 市场。

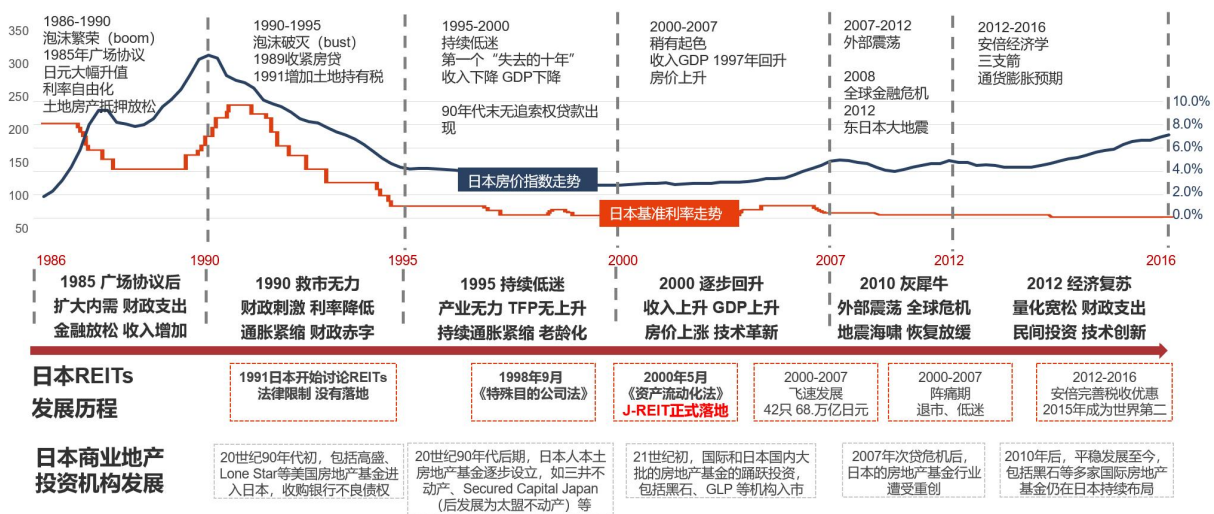


图 3 日本不动产周期与泡沫

数据来源：Deng, Yongheng, Xiangyu Guo, and Chihiro Shimizu(2018)

通过美日经验对比，不难发现，微观主体的内生动力是市场走出周期的关键因素。当不动产资产被大规模证券化，尤其是转化为标准化的 REITs 份额后，也为宏观政策提供了新的干预手段。在这方面，日本央行 (BOJ) 通过公开市场直接收购 J-REITs 来干预市场，提供流动性支持，是非常值得借鉴的经验。

借鉴国际经验，在中国房地产市场进入下行周期、传统开发商信用体系崩溃、供需格局发生根本性转变时，我们必须思考一个核心问题：未来，应该由谁来扮演市场新主体的角色？

我们需要创造何种制度环境和市场条件，来培育这些新兴力量，使其成长为引领下一轮上升周期的中坚力量？

二、对我国房地产市场的启发

（一）房地产价格之“锚”

科学分析房价变化，需要引入“同质可比”的指数概念。根据中金公司计算的同质二手房指数，近期房价比高峰期下跌约 30%。随着市场调整的继续，房价的短期波动不仅反映了供需基本面的改变，也反映了市场情绪的预期差异。

从供给端看，当前市场面临巨大的库存压力。据估算，全国广义库存面积达 40 亿平方米，整体去化周期或长达 5 年，开发商持有存量资产规模约 70 万亿元；同时，二手房挂牌量持续处于高位，重点城市的二手住宅挂牌去化周期可能超过 10 年。供需失衡与价格下行相互强化，传导至居民消费端。由于中国居民家庭总资产中房产比重高达 70%，房价下跌直接导致居民资产负债表缩水，产生显著的“负向财富效应”严重制约了消费能力的释放。

这就引出了一个根本问题：在市场下行周期，支撑房价的“锚”是什么？虽然“房价收入比”也是常用指标，但它更多反映的是房价的可负担程度（affordability），而非资产的内在价值。更有效的定价锚点，应该是作为资产“现金流”的租金收益率。事实上，以“租金收益率”为核心来评估资产价值，是分析所有成熟市场房地产周期的通行范式。

历史经验印证了这一点：在美国 2009 年和日本 1990 年危机最严重时，都出现了房价暴跌、但租金相对稳定，从而导致租金收益率被动快速攀升的现象。纽约住宅的租金收益率从 2009 年的 3.7% 上升至 2014 年的 6.8%，而东京的租金收益率也从 1990 年的 2.6% 上升至 2000 年的 6.2%。

中国目前超大城市的租金收益率约为 1.8%。为何中国在过去数十年住房资产规模高达 300 万亿，但能长期维持在 2% 左右的低租金收益率水平？这与我国过去三十年上升周期的经济运转模式有关：由基建投资到产业升级，从收入增加到购房需求提升，形成了一套正向循环。在这个循环中，房价增值的资本利得是居民购房的核心诉求，因此居民对房价上涨的预期抵消了对租金回报的要求。

房价增长“预期”作为重要因素，可以借用 Poterba (1986) 的用户成本模型进行分析：

$$u_t = r_t^{rf} + \gamma_t + \delta_t - g_{t+1}$$

在均衡状态下等式成立，其中 u_t 是租金收益率（年租金/房价）， r_t^{rf} 是无风险收益率， γ_t 是风险溢价， δ_t 是折旧与维修成本， g_{t+1} 是预期房价增长率。这一关系式解释了我国过去住宅租金收益率低的问题，简而言之，就是因为预期增长率非常高。但当下行周期来临，房价增长预期发生变化，供需均衡就失效了。

（二）关于不动产价格未来的演化

根据用户成本模型，可以对中国房地产市场均衡做出粗略的敏感性分析。我们首先进行参数的假设，目前中国主要城市的租金收益率（ u_t ）约为 1.75%，无风险收益率（ r_t^{rf} ）参考十年期国债收益率约为 1.7%，参考世界银行报告折旧与维修成本（ δ_t ）假设为 3%，风险溢价参考文献假设为 2%。可以计算出均衡状态下房价预期增长率（ g_{t+1} ）约为 4.95%。

在此基础上进行敏感性分析：假设其他条件不变，若预期下调 0.5%，均衡条件下的房价将下降 22%；若预期下降 1%，房价将下降 36%。当前中国的房地产市场仍处在供需失衡的状态，需要通过降低利率、减少风险、增加居民预期以及增加租金收益率的方式促进均衡的重塑。

（三）商业不动产市场一二级传导不畅

与日本泡沫时期相比，我国目前的商业不动产泡沫化程度较低，同时，资产估值在一二级市场存在较大差异。当前，中国公募 REITs 市场较为活跃，隐含资本化率可达 5% 左右；但一级大宗市场交易量严重萎缩，优质商业物业的成交价格较低，实际成交资本化率高达 7% 以上。一二级市场存在着巨大的价格鸿沟表明，从实体资产（一级市场）到金融产品（二级市场）的传导路径存在严重梗阻。其背后，可能反映出当前政策环境中仍存在某些不合理的限制，阻碍了资本的有效流转和定价的合理统一。

历史经验或可借鉴。20 世纪 80 年代，美国为应对储贷危机而成立的重组信托公司（RTC），在处置不良资产时，便设计了巧妙的

风险分担机制。例如，它向市场出售资产包时，会附加一个条款：若买方在购入后的一两年内，资产价值出现亏损，RTC 将承诺以一定价格回购或给予补偿。这一设计极大地缓解了购买者的后顾之忧，有效提振了市场信心。这启示我们：任何宏观政策的成功，都取决于对微观主体心态的深刻洞察和精准把握。只有打消参与者的核心疑虑，市场信心才能真正实现自我修复与正向循环。

（四）不动产资产价格的周期重构

不动产周期的重构，核心是资产持有和运营模式的重构。传统开发商的生存依赖于自身的经营能力和主体信用，其资产负债表扩张也受到净资产收益率（ROE）和杠杆率的严格约束。当市场下行，弱主体的信用崩塌，其表内资产便成为“不良资产”；而强主体也面临“扩表”瓶颈，无力大规模承接。

要破解这一困境，关键在于大力发展基金化的“表外”工具。通过不动产私募基金与 REITs，将资产的信用与主体的信用相分离，化解风险、盘活存量，这正是专业资产管理机构的核心价值所在。

国际经验反复证明，在市场均衡重塑的过程中，必须有新的主体来主导生态重构。简单沿用旧地图，找不到新大陆。从传统开发商主导，到构建一个崭新的金融生态，这既是经营主体的重建，也是商业模式的重构，更是宏观政策落地实施的过程。

这一历史性模式的重构，最终落脚于一个“新物种”的诞生——新型不动产资产管理机构。它的使命并非简单的金融工具，而是

构建一个完整的生态系统。前端通过不动产私募投资基金，以市场化手段介入存量项目，进行专业的重组和运营提升；中端将盘活的成熟资产装入私募 REITs，进行孵化培育；后端通过公募 REITs 实现最终退出，完成价值闭环。在这个生态中，后端的成功退出会提振前端的募资信心；而前端的积极纾困，则为后端源源不断地培育和输送着优质资产。只有建立起这样一个从“募、投、管”到“退”的有机循环，宏观政策的意图才能与微观生态的演进真正同频共振，最终实现市场的平稳过渡与健康发展。

三、政策建议

第一，核心目标：以“新需求”消化“旧库存”。当前我国住宅市场供需失衡的核心矛盾在于供给结构与多层次需求错配，而非绝对需求不足。政策核心目标应是通过市场化机制打通商品房与保障性住房的转化通道，将过剩存量商品房转化为保障性租赁住房、养老社区等用途，从而激活真实有效的新需求。此路径是市场企稳的治本之基，其本质在于重构供需匹配逻辑，避免资源错配导致的系统性风险累积。

第二，主体培育：构建市场化微观主体。现行政府主导的收储模式存在主体单一、盘活用途低效、金融支持缺位等瓶颈，亟待向市场化运作转型。建议借鉴国际成熟经验，设立市场化运作的“住房收购基金”：政府通过提供长期低成本再贷款、信用增信等政策工具进行引导，鼓励专业资产管理机构设立专项基金，以市场主体身份收购存量房产并改造为持有型不动产。该模式可有效规避行政

直接干预衍生的道德风险，提升资源配置效率，使专业机构成为化解存量风险的核心力量。

第三，通路建设：金融创新与退出机制协同。借鉴美国“两房”模式的内核，即“政府信用支持+社会主体运营”。在融资端，由政策性担保机构为基金提供增信支持，降低其银行融资成本，并将相关贷款打包成 CMBS 向资本市场释放流动性；在退出端，必须配套公募 REITs 通道，允许改造后的保租房资产上市流通。需同步优化 REITs 发行标准，通过适度降低资产审核条件，避免过度管制推高风险溢价，保障市场运转效率。这两个环节的畅通是市场主体可持续积极参与的关键保障。

总之，政策重心应从直接调控转向制度供给，通过构建“主体培育-金融支持-退出闭环”的市场生态，培育市场微观主体进行周期重塑。微观主体信心与预期稳定性的建立，取决于清晰可预期的制度环境。唯有通过市场化的长效机制设计，方能真正重塑房地产周期的内生韧性，实现从政策驱动向生态自循环的根本转变。

（作者：周以升为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心副主任、高和资本执行合伙人，郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究总监、高级研究专员。）

本文首次刊发于《经济导刊》2025 年 6 月刊。

联系人： 韩梦楠 邮箱： hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn
