

研究报告

(2026 年第 1 期 总第 63 期)

2026 年 6 月 1 日

房地产发展新模式：从同质开发到多元供给

不动产金融研究中心

魏晨阳 郭翔宇 郭佩霖

【摘要】"十五五"时期是我国住房制度系统性转型的关键窗口。

经过数十年的高速发展，我国住房市场已从增量扩张阶段迈向存量优化阶段，供需关系发生深刻转变。在此背景下，加快构建房地产发展新模式，不仅是防范化解行业风险、促进市场平稳健康发展的现实需要，更是适应人民对美好生活的向往、推动城市治理现代化的必然要求。构建房地产发展新模式，关键在于打破"高杠杆、高周转、高负债"的路径依赖，转向以存量优化、多元供给、精细运营为核心的高质量发展模式。

一、房地产市场需要新的模式

我国住房体系长期形成以商品房销售为主的发展模式，房企围绕销售回款进行融资与建设，经营模式呈现“高负债、高杠杆、高周转”的特征。值得肯定的是，在城镇化发展阶段初期，该模式解决了人均住房短缺的阶段性问题。然而，随着城镇化发展进入新的阶段，我国住房供需关系出现重大转变，居民对房地产发展模式有了新的需求。从市场条件看，我国城镇化率超过67%，已经从大规模增量扩张阶段进入了存量提质增效的阶段，居民对住房的需求从数量转向质量。从制度环境看，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》指出要加快构建房地产发展新模式，健全多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。这一顶层设计的深化，正是对住房市场需求向多元化、多层次转变的积极回应。

需求侧，城镇居民的住房消费需求逐步呈现由单一化转向多元化的特征。从家庭生命周期看：青年毕业生、新市民群体，其住房需求以可负担的租赁住房为主；新婚家庭主要诉求为高品质租赁住房与刚需首套住房；多子女家庭更加关注教育配套、医疗资源等改善型置换需求；而进入退休阶段的家庭，则更加看重照护、康养与适老化的社区服务功能。

供给侧，供给体系的多元化调整相对滞后，保持了“三高”旧模式供给的惯性。多数房地产企业仍未摆脱对高杠杆、重资产开发模式的依赖。在高周转的开发逻辑下，企业倾向于复制标准化产品，导致旧模式下的“同质化标准住房”面临结构性过剩，而适配新模

式的多元化住房供给却严重不足。这种供需错配不仅加剧了存量库存的去化压力，也限制了市场真实需求的有效释放。

当前房地产的供需失衡，凸显了房地产发展模式革新的迫切性。构建多主体参与、分层次供给的住房体系，精准适配日益多元化的住房需求，已成为推动我国房地产市场筑底企稳、平稳向市场修复阶段过渡的核心关键。

二、多元住房供给体系的构建路径

房地产发展新模式的核心在于建立多层次的住房供给体系。具体而言，需要在产品结构、供给主体和金融配套三个维度进行结构性调整。

（一）产品分层：建立租购并举、保障与市场协同的供给结构

单一的“同质化标准住房”商品住宅供给难以回应当前多层次的住房需求，因此新模式的基本要求是产品形态与不同需求相匹配。从产权角度，应推动租购并举，促进租赁与销售型住房的协同发展；从属性角度，需统筹推进保障性住房和商品住房建设，从而精准覆盖各类收入水平家庭的居住需求。

然而，在当前以“同质化标准住房”为主的市场环境下，若不厘清产品边界、盲目推进租赁与保障性住房建设，极易导致政策性供给与市场化需求产生错位竞争，加剧商品房市场供过于求的情况，延缓市场恢复。在界定多层次产品边界方面，部

分国际成熟市场提供了有益的参考。以新加坡为例，其住房供给由政府租屋和市场化住房共同构成，通过明确的制度设计实现了住房产品的二元分层。新加坡政府对租屋的购买、出租和转售做出了非常严格的限制，将可负担住房资源有效配置给目标群体，确保落实保障性住房的政策功能。另一方面，市场化住房以共管公寓为主，政府对公寓的品质和配套设施提出了较为严格的要求，规定开发商必须预留超过六成的土地面积，用于建设高标准的生活配套设施，例如游泳池和健身房。如此安排为二元住房市场形成了清晰的产品边界，既能减少资源挤占，也保障了市场化住房供需关系不受政府租屋供给的过多影响。与此相比，我国保障性住房与市场化住房之间的边界仍不清晰，不同层次住房产品存在交叉，影响资源配置效率。

住房产品的多样化发展应当遵循各自的产品定位。不宜按照统一产品标准进行设计。在租赁侧，保障性租赁住房应主要面向新市民和青年群体，重点是明确保障对象，并以低于市场水平的租金提供基本居住支持；与之相对，面向中高收入群体的机构化租赁住房应主要依靠市场化方式运行，重点是提供更高品质的居住体验与完善的公共服务，以此填补当前市场在“改善型租赁”领域的供给空白。在购房侧，首套住房供给应更加突出可负担性与基础配套；改善型住房则应注重居住品质提升，尤其是在部分超大特大城市，改善型住房已成为推动住房消费

的重要力量，对“好房子”的供给，应当注重质的提升，而非通过赠送面积，变相降低房价。

（二）主体分工：推动开发、资管、服务环节的专业化重塑

为应对住房产品的多元化需求，供给主体的组织形态必然由“大而全”的一体化模式走向精细的专业化分工。在旧模式下，房地产企业的核心能力高度绑定于“拿地、开发、销售”的高周转资金链条。然而，随着多层次住房体系的建立，不同产品的收益实现逻辑产生了根本性分化：商品住宅依赖精准的产品力，租赁住房与商业不动产则高度依赖长周期的精细化运营与稳定的现金流管理。这种跨度极大的能力要求，使得单一企业试图全盘覆盖所有环节的效率与容错率大幅下降。正如美国等成熟住房市场的演进经验所揭示的，随着资产形态的成熟，市场的供给体系将不可避免地解构为资本方、开发代建方与资产运营方，企业必须根据底层资产的收益特征重新锚定自身的生态位。

顺应这一趋势，未来房地产企业的竞争维度将从规模扩张转向专业能力和分工效率。一方面，单一供给主体向专业化转型：在开发环节，重资产拿地利润收窄促使主流模式向轻资产代建倾斜，由专业团队输出管理能力以提升周转效率；在资管环节，持有型不动产的底层价值将更加依赖主动运营，专业的资管机

构将通过空间改造、业态升级实现资产的持续增值与稳定回报；在服务环节，无论是长租公寓、康养地产还是高品质社区，居住属性的延伸对软性配套提出了更高阶的要求，亟须具备强运营属性的专业服务机构提供全生命周期的精细化物业与空间管理。

另一方面，多主体供给体系也要求不同所有制企业实现错位发展。国有房企将更多发挥压舱石作用，聚焦保障性住房建设、城市更新等微利或长周期的大型基建项目；而民营房企则应发挥市场敏锐度高的优势，在改善型高品质住宅与个性化生活服务领域深耕。此外，面对绿色低碳与智慧人居的新需求，房地产企业还需打破传统行业壁垒，主动与科技、康养、新能源等产业进行跨界融合，完成从建造楼房到塑造空间的职能转换。

（三）金融匹配：构建适配持有型资产的全周期投融资体系

企业分工与收益模式的分层，客观上要求金融体系打破单一的开发信贷路径，构建与之相适配的多层次综合金融生态。在房地产发展新模式下，不同住房产品的现金流结构、回收周期和风险特征已出现显著分化，继续沿用过去围绕单一开发销售链条、高度依赖土地抵押和主体信用的金融安排，适配性将大幅下降。金融支持体系必须转向与不同资产属性相匹配的差异化配置。

对于销售型住房，其资金周转路径清晰，前端依靠项目开发贷获取建设资金，后端依托按揭贷款等工具支撑购房需求，金融逻辑仍以债务融资为主导。然而，在房地产发展新模式下，持有运营的重要性将明显上升，并逐步成为住房市场中的重要形态。无论是保障性租赁住房还是市场化长租房，这类持有型资产均具有长周期、慢回报的典型特征，传统的高周转债权融资已难以为继，必须为其量身定制一套闭环的“投、融、建、管、退”全生命周期金融体系。

具体而言，这一闭环链路需要多元金融工具的精准衔接：在前端投资与建设期，应引入保险资金、社保基金等“耐心资本”，以轻资产股权形式充实项目的权益基础，并辅以必要的债务工具提供杠杆支持；进入持有运营期，则需通过发行商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）等债务型证券化产品，盘活稳定的租金现金流，提升资产周转效率；最终在退出环节，依托机构间REITs、公募REITs等权益型证券化市场，实现资本的顺畅退出。这不仅打通了持有型住房资产的资本循环，更是推动房地产金融从债权驱动向股权驱动跨越的关键。

三、政策优化建议

多层次住房供给体系的有效运转，既需要供给端在产品结构、参与主体、金融工具上的转型，也离不开关键制度环节的支撑。当前，居民在租赁与产权住房之间的转换仍面临制度障碍，大

量闲置的工业厂房、低效商办物业难以改造为居住用途，长期持有租赁住房的企业又缺乏合规的资金退出渠道。这些问题若得不到解决，将进一步加剧供需错配。因此，政策设计应围绕存量空间盘活、需求梯度衔接、投资退出畅通三个方向协同推进。

（一）优化土地制度：打通存量改造通道，稳定长期产权预期

现行土地管理制度主要服务于新增建设用地的出让开发，但当前住房发展已进入存量优化阶段，政策重心需要从增量扩张转向存量盘活，重点解决两大问题：

一是为存量资产的用途转换提供制度路径。当前，不少城市存在闲置工业用地、利用率低的商业办公物业，以及可开发的集体建设用地，但由于规划用途管制较严，难以转换为高需求用途，造成空间资源闲置浪费。政策应明确可改造的存量资产范围、申请审批流程及用途边界，建立标准化的操作机制。对于集体经营性建设用地，应赋予其与国有土地同等的开发权能，允许建设租赁住房；对于闲置厂房、老旧商业办公物业，应放宽规划用途限制，允许合规改造为租赁住房或康养社区，并在土地价款补缴、规划指标调整等方面给予支持，降低改造成本，使代建方和资管企业获得可操作的项目空间。

二是明确长期持有型不动产的产权续期规则。对于长期持有

不动产的主体而言，土地使用期限及到期后的续期规则，直接关系到项目估值模型、融资能力和资本进入意愿。目前，租赁住房等持有型资产的土地使用权续期政策尚不明确，长期资本面临资产贬值的政策不确定性风险。国家层面应尽快出台清晰的续期规则，明确到期处理方式和费用标准，降低制度不确定性带来的估值折损，稳定投资者预期，从而支撑后续的资产证券化和 REITs 市场健康发展。

（二）建立住房梯度转换机制：降低租购置换与梯度升级的成本

居民住房需求随家庭生命周期动态演进：青年群体通过租赁住房的方式解决居住问题，新婚家庭购置首套住房，多子女家庭或改善型家庭则产生置换更大住房或优化居住环境的需求。如果租赁与产权市场之间、首套与改善型住房之间缺乏顺畅的衔接机制，居民将面临较高的转换成本，市场流动性受限，真实需求难以充分释放。政策需要降低居民在不同住房类型间转换的交易成本和资金压力，建立覆盖租赁、购置、置换全流程的支持体系。具体而言：

一是完善住房公积金的跨场景适配功能。现行公积金制度虽已覆盖购房和租房提取，但支持的灵活性和力度仍显不足。可借鉴新加坡中央公积金（CPF）的经验，允许账户资金在购房首付、支付房租、装修贷款等不同住房消费场景间灵活调配，形

成覆盖全生命周期的住房储蓄机制。针对首次购房群体，可提供贴息等方式降低购房贷款成本；针对改善型家庭的置换需求，可提供带押过户、延缓首付款付款日期等政策支持，缓解“卖旧买新”期间的资金周转压力。

二是推动商业银行开发差异化的信贷产品。对于长期稳定的租赁群体，可将租金支付记录纳入信用评估体系，提供低息租金贷款或押金减免服务；对于房产置换家庭，可将旧房处置预期或租金收入纳入偿债能力评估，形成与住房梯度消费相匹配的金融支持网络。

（三）完善退出机制：构建持有型住房的资本循环闭环

在持有运营成为主流的新模式下，企业需要长期持有资产并通过租金获得收益，但如果缺乏合规的投资退出渠道，资本难以回笼，将制约企业的再投资能力和市场可持续发展。当前金融体系仍偏重开发销售环节，对持有运营型资产的退出支持不足，导致资本进入相对容易，但退出较难。破解这一困境，需要建立与资产成熟度相匹配的阶梯式退出机制。

对于运营成熟、现金流稳定的保障性租赁住房及市场化长租项目，应着力优化资产证券化的制度环境。当前公募 REITs 的申报审核流程仍较长，资产准入门槛较高。建议优化 REITs 发行机制和返投要求，助力股权投资者能够通过资本市场实现顺

畅退出。对于仍处于培育期、收益率尚未达标的项目，可先行通过 ABS、CMBS 等工具实现阶段性融资，待项目运营成熟后再进入 REITs 市场，形成“培育—成熟—退出”的有机衔接。

更重要的是，REITs 的机制设计应体现长期运营为导向，REITs 的上市退出不是卖掉了资产，而是意味着长期精细化主动管理的开始。应设计合适的激励机制要求资产管理人在资产上市后持续参与运营管理，将运营绩效与扩募等机制挂钩。通过严细的行业全周期管理运营，实现长期价值创造。

（作者：魏晨阳为清华大学五道口金融学院研究员、清华五道口全球不动产金融论坛秘书长，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，郭佩霖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《现代金融导刊》2026 年第 4 期

联系人： 韩梦楠

邮箱： hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn