

研究报告

(2022 年第 6 期 总第 21 期)

2022 年 8 月 11 日

“房住不炒”时代的居民家庭资产投资

不动产金融研究中心

郭翔宇 曲悦

【摘要】对中国居民而言，住房是最大的一项资产。房产和其他所有资产一样，会经历起起落落。当“房住不炒”政策遇到经济下行周期时，我们该怎么办？REITs 或许是一个投资选项。而对于不动产如何能够伴随居民走向共同富裕，本文也给出了参考建议。

一、中国居民家庭资产以住房为主

中国人将生活概括为“衣食住行”，“住”的基本载体即为“房”。无论贫富，自古以来，中国人都习惯将“房产”与“家庭”做概念上的联结，并将对归属感的追求转译作置业的行动。这种根植于传统文化中的置业思想流传于今，一定程度上影响了中国家庭资产的配置。中国人民银行调查统计司 2020 年发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》报告显示，中国城镇居民家庭的住房拥有率为 96%，这一数据远高于多数发达国家，如美国整体住房拥有率为 64.7%。中国城镇居民拥有房产的比例更高，房产在中国城镇居民家庭资产中的位置也尤为重要。在居民家庭资产中，房产是组成最多的资产类型，占比七成，而金融资产只占两成。

而更为鲜明的对比是，就低收入人群而言，中国收入最低 20% 的家庭住房拥有率高达 89.1%，而同一数据在美国仅为 32.9%。此差异一方面与我国 1994 年的房改有关联。在当时，房龄与工龄等因素都参与购房折扣计算，无论家庭收入高低都可负担购房支出，许多家庭购置公房并保留下来，成为当前住房资产的重要组成部分。另一方面，在中国传统观念中，大部分父母会为孩子购房时准备首付甚至月供，收入较低的人也可能是购房人群。

中国家庭的住房拥有率远高于其他国家，在当前共同富裕的原则下，建立我国居民对房地产和地产相关金融资产的科学认知和风险意识，是十分必要和迫切的。特别是，在当前“房住不炒”的房地产行业重要转型阶段，传统房地产投资的模式和市场预期显著改

变，如何更新投资理念，理性选择有效的产品，也成为亟须普及的重要题目。

（一）住房作为实物资产的金融属性

房子是用来住的。不动产（Real Estate）是由土地和附着在土地上面的结构共同组成的一种实物资产，我们最熟悉的住宅是其中一种非常重要的用途，其他常见的用途有零售、办公、工业，等等。对于住所的需求是所有社会人都必须面对的基础需求，住宅类型的房屋，其被明确的最重要的作用就是居住。如果抛开居住属性，住房也就变成了空中楼阁，失去了其本质意义。

住房的投资属性。相对其他消费品而言，住房是一件耐用品（Durable Goods），因而也具有一些除了消费外的其他属性，比如投资。房子既是基本的消费品也是重要的投资品，正是因为其价值不会因为居住而迅速损耗，有一定的投资价值。

《经济学季刊》（Quarterly Journal of Economics，简称 QJE）2019 年收录的一篇文章计算了 2015 年底法国、德国、日本、英国和美国五个发达国家的可投资的资产分布：社会总财富的 25.8% 是股票，房产以 20% 的份额紧随其后，而债券和存款都在 10% 左右（其中英国的房产份额 27.5% 大于股票的 24.7% 位列第一）。如果只考虑居民财富，房产占比更高，欧洲国家 60%~80%，美国稍低，约 45%。

作为全球除股票以外最重要的可投资资产，房产的投资回报如何呢？上述文章也做了详细的研究：在 1870-2015 年的 140 年间，房

产的实际回报 7.06%，位列第一（高于股票的 6.88%）；而风险除现金外最低（拥有低于股票和债券的 9.93 的标准差）。

此外，房产还有另一个非常重要的特征——良好的抗通胀性，房产与物价水平在历史上保持着非常高的相关性，这也是房产的风险低于债券的主要原因。

（二）租房还是买房，这是一个选择

购置房产从金融上会带来两部分的收益：一部分是租金，另一部分是随着本地房价的上涨带来的资本升值。可以简单地把这两部分分类比为股息分红和股价波动，前一部分是稳定为正，后一部分则取决于大盘，也就是本地的房价指数变动。可能有些人会问，如果房主本人居住，并没有获得租金呢？答案是，如果他不买这个房子一样需要付出租金，从经济学机会成本的角度考量，这部分少付的租金等同于这个房子带来的收入。

文献中有刻画居民买房还是租房的经济学模型，在市场均衡的条件下，拥有一处房产的成本应该等同于租金，这里的成本包含了房地产税、物业费、维修费、折旧以及买房的房款的机会成本——无风险利率（如果使用了房贷，成本需要加入房贷利率）。考虑到对于房产增值的预期资本利得，一年的持有成本应当等于一年的租金加一年的房价预期增长。如果租金相较房价过低，在住房供给不变的情况下，更多的人会选择租房，买房需求下降，那么房价会下降，再次达到均衡，反之亦然。在这个模型下有一个很有趣的推论，那就是如果大部分国家的实际持有成本区别不大，那么房价租金比

这个数字与对于当地房价上涨的预期正相关。根据 Numbeo 网站的数据，纽约房价租金比为 21，东京 39，而深圳 95 列全球第一，也即排除掉深圳暂时没有房地产税、无风险利率高等因素，深圳居民应当保持对房价增速有非常高的预期。若非如此，对于大部分人来说租房应当是一种更好的选择。

随之而来的问题是，为什么中国房价租金比如此高，依然有非常多的人选择买房呢？首先，住房与除居住本身以外的其他权利或资源绑定。例如教育资源，教育与居住街区挂钩并不是中国特有的现象，但不同的是，许多国家租房一样可以享受附近的教育资源，只需要提供水电账单就可以正常入学。在中国，由于房本和学校门票挂钩，如果无法实现租售同权，为什么更多人选择购房也就很好理解了。其次，居民缺乏良好的投资渠道。居民缺乏除了股票市场外的投资选择，也缺少相关金融知识，在这种情况下许多家庭选择购置第二、三套房产进行资金保值。潜在的市场风险是，如果大多数人选择这种投资方式，可能会导致空置率升高，对个人而言，如遇下行周期，易发断供等违约行为。最后，中国社会观念引导年轻人买房。《政治经济学》（Journal of Political Economy）文章指出，结婚与购房行为绑定使许多本可以选择租房的年轻人在结婚前掏空“六个口袋”并叠加房贷进行购房，这一行为本身也使中国居民长期保持了高储蓄率的资产管理习惯。

二、“房住不炒”的政策遇到房价下行周期

（一）房价周期的必然性

着眼于一个相当长的经济发展周期，剔除通货膨胀后的房价平均每年产生 1% 左右的实际增长，并伴随着周期性波动。房价的迅速上升会伴随着回落，而价格的迅速下降也伴随着回升。这种周期具有必然性和普遍性，受背后的供需平衡调整影响，也与房地产泡沫相关——房地产泡沫会频发于众多经济体，虽然发生具有偶然性，但是从泡沫破裂到恢复，再到泡沫产生也具有一定的周期性。对应到中国，自房改以来，中国房产及土地价格经历了接近 30 年的持续上涨，至 2021 年开始进入相对下行的周期。长期来看，目前的下行周期并没有偏离经济规律，房价并不会无限制地上涨，也不会无底线地下跌，决定性因素仍是居民对于住房的需求。房产投资需要建立在有基本的居住需求的基础上，再考虑资产是否保值。

在了解周期性规律的基础上具体分析，本次房地产市场的下行由供给端调整开始，包括对房企降杠杆、银行降房贷比例、土地拍卖增加资金监管等在内的数条政策同时实施，并多家房企内部风险管理疏漏，致使部分大型房企面临债务违约等现金流问题。这类问题一方面促使房企去库存、降价销售，另一方面使土拍市场热度降低，土地价格增速放缓，流拍增加。从经济学理论出发，如果短期不考虑对实体经济的影响，上述事件主要指向供给端的价格调整，对需求影响不大，交易量应该会上升，但实际情况却并非如此：2021 年开始，房屋交易量大幅下降，部分城市房价下跌明显，究其原因，正是预期转低。如上文所述，中国居民对于中国房价上涨的预期较高，足以支持 60 以上的房价租金比，如今房价的趋势不明朗，许多买家，特别是以投资为主的购房者选择了观望。因此，从个人

长期投资的角度，正视和理性评估房地产投资的收益及风险，正当其时。

（二）购买住房的风险

价值波动风险。综合不同国家的历史经验，长期房价的增长高于通胀水平，但在短期内会有房价波动风险，房产的如下特征也会放大此风险：首先，在投资房产时，由于房产的单价对于大部分中国家庭都是一个较大的数额，所以购房家庭无法很好地分散风险。另外，房价极大程度依赖于房产所在位置。不同城市间、同一城市内不同区位的房价都会因地段和配套设施的区别而有不同的收益情况和风险，购房者可能对区位异质性风险缺乏了解。

流动性风险。绝大多数家庭在购房时选择使用住房抵押贷款的方式购房，央行报告显示，城镇居民家庭负债 76%来自住房贷款，有房贷家庭的月偿债收入比为 29%，刚需家庭这一数字为 33%，风险明显高于平均水平。流动性风险一旦产生，由于异质性较高、交易周期长等特质，房产本身又较难迅速转化为可用现金流。同时，现阶段中国的抵押贷款均为浮动利率，居民须承担利率变动带来的风险，浮动利率相对于固定利率，对于居民而言风险更高。

政策风险。购房者也可能因为政策变动而面临风险。首先，学区政策变动可能会影响学区房的价格。其次，房地产税政策落地可能在短期会影响特定城市的房价。最后，限购、租售同权等其他政策也可能对房价带来影响。

（三）“房住不炒”政策下购房

“房子是用来住的，不是用来炒的”，这一定位明确了政策对于房地产市场的态度——对刚需购房者提供购房优惠，对于首套房贷首付比例和利率的优惠；建立长效住房机制，增加长租房、保障性租赁住房的供给，建立租售同权的机制。在这一政策条件下，居民在考虑购房时应把居住作为首要目标。刚需人群应在考虑风险和可负担程度的前提下，选择合适的房产，并合理利用优惠政策的住房抵押贷款进行购房。

纵观我国居民住房发展历程，根据国家统计局数据显示，2019年，城镇居民人均住房建筑面积达到 39.8 平方米，农村居民人均住房建筑面积达到 48.9 平方米，已接近或赶超部分发达国家水平。而这一数字在 1978 年改革开放之初，仅为 6.7 平方米和 8.1 平方米。经过几十年突飞猛进的发展，房地产业行业正在从增量开发时期转变到存量管理时期，不动产相关的金融资产也在资产支持证券（Asset-Backed Security，简称 ABS）、不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，简称 REITs）等领域不断发展。非刚需及改善型人群若以资产增值为目标，投资观念也应当进行更新，与时俱进。

三、个人投资者如何正确理解 REITs

个人投资者如何在不直接参与购房、炒高房价的同时享受不动产价值上升带来的财富增长？REITs 或将逐渐成为一项可行的替代工具。REITs 发源于 20 世纪 60 年代的美国，现已在 50 多个国家发展

并具有一定市场规模。REITs 也是除股票、债券外的全球第三大金融资产。

为了更直观的理解 REITs，可以把 REITs 想象成一家公司，即 REITs 是房地产资产的首次公开募股（Initial Public Offering，简称 IPO），公司募集股东的资金，投资并持有经营一栋楼。这栋楼可能是购物中心、写字楼或者租赁公寓，这栋楼所产生的租金就是这家公司的现金流，这栋楼所有的管理费用是它的公司开支，整栋楼的价值增长也是这家公司价值的增值。如果个人投资者购入该 REITs 的股份，那么他就拥有了这个楼的一小部分股权，这栋楼带来的净收入的 90% 以上会作为分红定期分配给投资者，随着房价上升，这份股份价值也会更高。当然，上述只是一种简化的比喻。在不同国家的实际操作中，REITs 有多种类型，除公司型外也可能是契约型，比如中国现阶段的基础设施公募 REITs 就是以公募基金为载体的契约型 REITs，实际运作过程中底层资产和运营架构也更加复杂。

自 2004 年提出发展 REITs 理念后，中国大陆市场曾探索过资产 ABS 形式的类 REITs，最终则于 2020 年落地基础设施公募 REITs，后者属于权益型公募 REITs。ABS 资产证券化的本质是债，而权益型 REITs 是股，二者存在根本上的不同，但 ABS 形式的探索为之后 REITs 扩容到其他地产类别，最终落地打下了坚实的基础。与其他国家相比，中国的基础设施公募 REITs 是基于中国国情的独特创新，即以“公募基金+ABS”作为主要形式——公募基金在现在的中国法律框架下最适合作为 REITs 载体，但是公募基金无法直接持有实体资产，所以只能持有 ABS，通过 ABS 来对底层资产进行股权持有。

虽然现阶段中国的公募 REITs 仍以探索基础设施 REITs 为主，没有涉及国际主流的商业、办公、公寓等类型，但是许多在国际上表现良好的分类，比如工业物流，数据中心等底层资产类型已经被包括在试点范围内。前阶段证监会也发文称，将深入推进公募 REITs 试点，扩容至保障性租赁住房公募 REITs。

（一）REITs 可以作为良好的投资选项

从全球历史回报来看，REITs 的全球平均回报率达 11% 以上，高于标准普尔 500 的平均收益率，REITs 指数的波动也小于股票指数。

REITs 继承了房产所具有的许多优点：首先，因为资产的强制派息，REITs 能够提供稳定的现金流，凭借其底层资产对不动产的依附性而具有良好的抗通胀性。其次，REITs 与股票，债券之间的相关度不高（为 0.5-0.7 之间），可以作为良好的资产配置分散风险。最后，REITs 的杠杆率相对于股票较低，部分国家对于 REITs 的杠杆率限制在 50% 左右，美国等国家没有杠杆率的限制，但是实际负债率并不高。

此外，REITs 相比于直接投资房产也具有优势：首先，投资 REITs 的份额更小，居民可以拿出几百元参与 REITs 投资，而买房最少也要几十万甚至上百万的投入。其次，REITs 的流动性强、透明度高，REITs 可在证券市场进行交易，投资者在线上即可完成，同时配有完善的信息披露制度，且会分配绝大多数收益给投资者，运营透明度高。另外，REITs 股债兼备，一方面 REITs 的份额是股权形式，另一方面 REITs 普遍有较高比例的强制派息要求，也即具有一定的债券特性。

（二）投资 REITs 时需要注意的风险

和其他投资相同，REITs 投资也有风险。首先，REITs 的价格是由二级市场决定的，资产价格波动会大于房价。现阶段，中国个人投资者对于 REITs 的了解有限，第一批 REITs 上市后市场反应火爆，在限售份额解限之前，市场流通份额不大，许多 REITs 价格短期波动率较高。由于二级市场表现优异，在 2022 年 6 月首批战略投资者份额解禁后有减持可能，股价存在波动风险。

其次，REITs 的估值方法与上市公司不同，投资者相对不熟悉 REITs 自身的估值方法。与上市公司估值使用的市盈率（P/E）不同，REITs 国际常用的方法是股价 / 每股净运营资金（P/FFO），净运营资金（Funds From Operations，简称 FFO）是美国全美房地产投资信托基金会（NAREIT）协会倡导，其中 FFO 扣除了净利润中的折旧和摊销，更贴近实际发生的资金。在发行过程中，使用更多的是收益法下的现金流折现法，这种方法需要对运营收入、管理费用、贴现率、资本化率进行预测来对资产进行评估。投资者可能缺乏对于上述预测的认知，无法了解 REITs 实际的风险。

最后，REITs 并不是炒房的替代品。REITs 是一个高股息分配、抵御通胀、有分散化价值的金融产品。REITs 本身持有的底层资产是基础设施不动产（或未来保障性租赁住房），其特点是拥有稳定的现金流，价格波动较住宅类不动产较低。投资者不应当把投资 REITs 类比于买住宅商品房。另外，由于底层资产的特殊性，投资者也应当关注特定行业（如高速公路、产业园）或特定城市的风险。

四、不动产如何伴随居民走向共同富裕

（一）投资者陪伴市场成长

中国房地产行业一直以来都是中国经济发展的支柱产业。住房作为居民最重要的消费，一直都在对经济循环做出重要的贡献。但是，随着行业进入存量时代，传统的房企一家独大，通过开发贷短期进行“拍地——开发——卖房”的循环不再成立，投资者也需要伴随市场进行成长。例如新加坡凯德的经验，企业在轻资产管理模式下，主要职责是管理运营，融资不再依靠银行贷款等债权端，转向发行 REITs 等股权融资的方式。投资者可以通过购买 REITs 继续给市场注入活力伴随经济发展。

（二）建立购房以外的住房机制

结合证监会确立保障性租赁住房进入 REITs 试点范围，居民会有购房外的更多选择，一方面可以选择租房的生活模式，另一方面选择投资 REITs 取代直接投资房产。建议政策加快落实租售同权相关制度，使居民可以自由选择是否背负高额房贷购房。

（三）金融体系完善

随着公募 REITs 落地，中国居民在进行金融资产配置时增加了这种介于股债之间，中等风险中等收益的选择。这同时也带来了机遇，与 REITs 相关的许多金融体系可以完善，一方面使 REITs 能够更好地盘活存量资产，另一方面为居民打造新的财富上升通道。建议政策围绕 REITs 建立金融生态，REITs 不应当是单一的工具，需要和商业房地产抵押贷款支持证券（Commercial Mortgage Backed Securities，简称 CMBS），房地产私募股权基金（Private Equity

Real Estate Funds, 简称 PERE) 股权类地产私募基金相结合, 打造新型房地产系统性金融体系。

(作者: 郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心创新研究总监、高级研究专员, 曲悦为清华五道口全球不动产金融论坛副秘书长、不动产金融研究中心高级总监)