



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# 中国住房金融 发展报告 (2019)

顾问/李 扬  
蔡 真 等/著



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institution for Finance & Development

# 中国住房金融 发展报告 (2019)

---

顾问/李 扬  
蔡 真 等/著



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

## 图书在版编目(CIP)数据

中国住房金融发展报告. 2019 / 蔡真等著. -- 北京:  
社会科学文献出版社, 2019.6

ISBN 978-7-5201-4933-4

I. ①中… II. ①蔡… III. ①住宅金融-研究报告-  
中国-2019 IV. ①F299.233.38

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第102152号

## 中国住房金融发展报告(2019)

---

顾 问 / 李 扬  
著 者 / 蔡 真 等

出 版 人 / 谢寿光  
组稿编辑 / 恽 薇 陈 欣  
责任编辑 / 陈 欣

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理分社(010) 59367226  
地址: 北京市北三环中路甲29号院华龙大厦 邮编: 100029  
网址: [www.ssap.com.cn](http://www.ssap.com.cn)

发 行 / 市场营销中心(010) 59367081 59367083  
印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm×1092mm 1/16  
印 张: 17 字 数: 287千字

版 次 / 2019年6月第1版 2019年6月第1次印刷  
书 号 / ISBN 978-7-5201-4933-4  
定 价 / 98.00元

---

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心(010-59367028)联系

 版权所有 翻印必究

# 开启住房金融新篇章（代序）

李 扬

由国家金融与发展实验室房地产金融中心中心编写的《中国住房金融发展报告（2019）》（以下称“报告”），终于同读者见面了。这份凝聚了蔡真博士及其团队近一年之心血的报告，全面回顾了中国住房金融的发展历程，概括了中国住房金融的巨大成就，总结了它对国民经济发展的重大贡献，展望了未来我国住房金融发展的前景。这是目前国内有关住房金融最为全面、较为权威的一份研究报告。作为国家级专业金融研究智库，我们将定期出版《中国住房金融发展报告》（年度），同时还将针对市场热点发布专题报告，以期为我国住房金融市场健康发展贡献绵薄之力。

## 一 警惕房地产市场成为“灰犀牛”

党的十九大报告对住房市场的发展重新做了定位，那就是习近平总书记一句非常平实的话：“房子是用来住的，不是用来炒的。”落实这一定位，需要沿着两条线展开工作：一条是落实“住”，就是要建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；另一条就是抑制“炒”，那就需要建立支持房地产市场可持续发展的长效机制。毫无疑问，这两条线的努力，都离不开有效的房地产金融体系的支撑。

报告的第十章和第十一章，主要围绕第一条发展线索涉及的金融问题展开分析。第十章集中讨论了金融支持住房租赁市场的基本原则，并提出了具体的政策建议，指出，对住房租赁市场的金融支持，应该集中于供给端，而对需求端的支持，则应财政、金融并举且以财政手段为主。在地域配置上，以集中于大城市（更准确地说是特大城市）为宜，等等。第十一章则对金融支持的重要工具 REITs 的海外发展经验进行了总结。

针对第二条线索，报告的第九章对住房金融的风险进行了分析，重点回

应了社会各界对房地产泡沫问题的关切。

报告认为：我国住户部门的房贷金融风险整体可控。尽管从房价收入比、租金资本化率等指标的国际比较来看，我国整体和一线城市都处于高位，可明显观察出泡沫，但是，从贷款偿债率指标来看，2018年的5.5%则明显标识着偿债压力较小。究其原因，一方面，在我国房贷大规模发放的年代，房价总体处于历史低位，此后房价上涨，提高了住房的重置价格，客观上对偿债形成“保护”；另一方面，我国居民储蓄率一直较高，拥有足够的金融资源支撑还款。然而，值得注意的是，2016年以来，居民杠杆率的急剧攀升和居民储蓄率随经济下行而开始下降，在减缓房价上升压力的同时，也给未来房地产市场的发展投上了一抹清淡的色彩。

报告同时指出了房地产开发企业蕴含的金融风险。根据对上市房地产企业财务数据的分析，一方面，自实施去杠杆政策以来，它们的资产负债率和杠杆率从未下降；另一方面，尽管这些企业的销售利润率还在上升，但净资产收益率已露下降之疲态，这说明，房地产企业的盈利正在被高额债务侵蚀，这种形势如果持续，极有可能滑入明斯基所定义的“庞氏融资”阶段。

总之，报告的分析显示：在未来，房地产市场可能成为中国经济金融领域最大的“灰犀牛”，其发展趋缓以及金融风险（特别是房地产企业）的“水落石出”，可能成为高悬于中国经济之上的达摩克利斯之剑。对此，我们必须保持高度警觉。

## 二 房地产金融的证券化趋势

房地产金融的证券化趋势，主要表现在居民个人抵押贷款市场上。如所周知，在物理上，房地产的流动性是极差的。然而，一旦金融因素介入，也就是说，一旦我们基于流动性极差的房地产业，在其上附加足够多的创新金融产品，这个非流动的房地产，便可能在金融上获得足够的流动性。现实发展正是如此。首先，银行针对住房提供抵押贷款，其期限，美国最长可达50年，我国则是30年。长达30～50年的贷款活动出现在银行的资产负债表中，无疑会导致期限错配；倘若住房抵押贷款规模上升到一个显著水平，则会使提供抵押贷款的银行陷入严重的流动性不足风险之中。

开辟抵押贷款的交易市场，是解决问题的途径之一。但是，抵押贷款

期限过长、规模过大且非标准化，以至于住房市场有一点风吹草动，市场交易便会停止，流动性风险将立即降临。金融工程的出现，完美地解决了此处的期限错配问题。我们可以把足够规模的抵押贷款聚合在一起，将附着于它们之上的资金流汇聚成一个贷款池。进而，基于“池”中的现金流，对之进行分拆、重组、打包，形成符合要求的新的现金流，然后，以这些现金流为据，发行新的债券（抵押贷款证券），如此，通过这个被称作抵押贷款证券化的一系列操作，住房市场的流动性便奇迹般地提高了。显然，抵押贷款证券化的原理是可以大范围复制和推广的，于是我们就有了各式各样的资产证券化。正是这样一些证券化产品，构成 20 世纪以来影子银行体系的主体。

当前，中国的个人住房抵押贷款规模已接近 26 万亿元，四大国有银行资产中，个人住房贷款所占比重均高达 30%，占据贷款行业集中度之首。面对如此之巨的贷款规模，流动性的压力不言而喻，大力推行抵押贷款证券化，借以提高流动性，遂成必然选择。

抵押贷款证券化的另一优势是节约资本占用。随着《巴塞尔协议Ⅲ》在中国落地，银行业对资本管理的要求越来越严苛和精细，个人抵押贷款风险高、期限长，在风险管理的框架里，本就属于资本耗用较高的资产，更何况，近年来，伴随着经济下行，银行（尤其是中小银行）不良率上升较快，补充资本金的需求更殷，这也成就了抵押贷款证券化的趋势。

我国抵押贷款证券化的试验始自 21 世纪初，但是，长期以来，由于贷款余额不大、金融体系储蓄来源充足，加之我国以大陆法系为主的法律环境，客观上难以有效支持证券化的推行，我国抵押贷款证券化的进程一直比较缓慢，只是近年来，随着经济增长从高速转向中高速，随着房地产市场在国民经济中的支柱地位日趋巩固，银行的流动性风险开始凸显，抵押贷款证券化方才有了长足发展。2018 年底，RMBS 余额 7477 亿元，已经成为信贷类资产证券化中最大的品种。然而，与个人抵押贷款一级市场近 26 万亿元的存量相比，抵押贷款的二级市场以及抵押贷款证券化的发展，都还有相当大的潜力。

### 三 REITs：聚集权益资金、促进金融分享化

近年来，房地产投资信托金（REITs）开始在中国房地产金融领域大行

其道，并展现出很好的发展潜力。REITs 是一种采取公司、基金或信托的组织形式，通过发行股票、受益凭证或其他权益凭证的方式向投资者募集资金，由专业投资管理机构投资和经营可产生收益的房地产来获取租金收益和资本增值，并将绝大部分收益分配给投资者的投资信托基金。

REITs 的直接作用，就是实现了债务资金向权益性资金的转换，在我国直接融资比重一直得不到提高，致使杠杆率不断攀升的背景下，它的发展，对于建立多层次资本市场具有重要意义，值得大力推广。如所周知，长期以来，我国资本市场筹集权益资金的能力较弱，这种发展格局不利于吸引长线资金，不利于降低杠杆率，也助长了我国资本市场的投机氛围。REITs 产品既具有债权产品特征，因为 REITs 管理人每年必须将 90% 以上的投资收益强制分配给投资者；同时还兼具股权产品特征，管理人的主动管理能力会影响 REITs 产品的估值，而投资人也可采取用脚投票的方式买卖 REITs 份额。这种类似于夹层资本但又更偏向于股权的性质，无疑有助于丰富我国资本市场的产品结构，有助于促进多层次资本市场发展。

进一步分析，REITs 的发展，还在房地产金融领域引领了分享化趋势，因为，REITs 投资收益的 90% 以上须分配给投资者，因而，REITs 的份额化发行，势必使更多的投资者分享房地产市场的收益。过去二十多年来，房地产成为收入差距加大和财富分配不均衡的重要工具，而通过 REITs 这一工具将房地产投资大众化，或可为解决这一问题提供一种途径。

我们认为，REITs 将在中国房地产市场上展现出强大的发展活力，首先是因为，它能够更好地满足正在到来的我国房地产市场“存量时代”的金融需求。经过二十多年的发展，我国居民（包括城市和农村）人均住房建筑面积已经大大提升，从人均角度看，40.8 平方米，已经高于俄罗斯，从户均角度看甚至高于德国、荷兰等发达国家，这意味着，我国住宅市场已经进入“存量时代”。开发商过去那种拿地—开发—销售的资金密集型运行模式已不可持续，因为销售端的需求已不再强劲。取而代之的是在城市化不断深化背景下流动人口的住房租赁需求，这种需求在现金流上的特点是额度小、频率高，它与开发商大规模运筹资金模式较难契合，却适合有众多小额投资者共同参与的共享金融的发展。从这一视角看，“租购并举”制度的落地，可能对 REITs 这种金融工具产生巨大的需求。

从更高层次的经济发展视角看，伴随着我国经济逐渐走向后工业化时

代，服务业的发展将渐成主导。发达国家的经验显示，服务业的发展离不开两个重要因素，一是专业的人力资本，二是专业的房地产设施。以人力资本为重要载体的服务业，大都是轻资产公司，它们不大有能力专购房地产设施用以经营，大都采取租赁经营的方式；而服务业房地产设施的经营又具有专业性，这就催生了专门的房地产设施管理经营者，它们往往以 REITs 管理人的身份出现，并且行业细分程度极高。运营商业地产类 REITs 的核心，是要找到好的品牌销售商并优化商场的装修程度，REITs 的租金收益与商场的销售收入紧密相连，因而租赁合同条款除了规定一个固定底线外还会按销售收入分成。运营仓储物流类 REITs 的核心是要选取一个综合运输成本最低的位置，同时在分拣、包装设备上大量投资，其租赁特点是客户相对稳定，但租金上涨的可能性极低。REITs 资产的专业化特点在金融上的表现就是：投资金额大、回收周期长，这显然适合份额化发行并提供相对稳定回报的金融产品。从美国的情况看，REITs 已经衍生出诸多细分行业，除传统的商业类 REITs、办公类 REITs、公寓类 REITs 之外，还出现了数据中心类 REITs（即管理数据存储中心的 REITs）、生活存储类 REITs（即为居民旧物提供存储空间的 REITs）、学生宿舍类 REITs（这类 REITs 具有典型的季节性特点），如此等等，花样翻新，若非亲眼所见都难以想象。我以为，恰恰是这些专业化 REITs 管理团队促进了相关服务业的发展，从而为金融业的发展提供了新的动力源。

中国经济目前已进入城市化、服务化的阶段，但城市服务设施的专业化管理水平还不高。近年来自称自诩的养老地产概念，认真考察下来，无非还是“卖房子”的老故事，究其根本，还是缺乏服务意识和服务理念。因此，要想进一步提升经济服务化的程度，应针对诸如人口老龄化、少子化的新挑战，进一步构建对房地产设施进行专业化管理的体系。在这方面，发达国家在发展 REITs 方面的经验，可为借鉴。

仔细分析，发展 REITs，还有一重应对房地产泡沫及其严重后果的意义。房地产泡沫破裂后的最大问题是如何筹集资金处理大量不良资产，REITs 份额化发行的特点有利于筹集资金，专业化主动管理的特点有利于盘活资产。纵观世界主要国家的 REITs 发展史，其发展的初衷都包含着处置危机的因素。近期看，次贷危机后美国房地产市场的恢复，REITs 亦有重要贡献。鉴此，发展真正的公募性质的 REITs 产品，在中国已经提上议事议程。

## 四 要有防控风险的准备

我们看到，传统上最“实体”的房地产市场，如今已开始大规模地金融化。从世界眼光来看，这是一种不可逆转的趋势。

房地产市场的金融化，不可避免会带来新的风险因素，为了有效管理这些风险，我们必须未雨绸缪。管理房地产金融风险千头万绪，最关键的则是如下两条。

第一，金融创新不可过于复杂，新产品的风险要充分揭示，而且要易于理解。2008年美国次贷危机中，所涉贷款的规模自身并不大，却产生如此恶性的影响，重要原因之一，便是产品过于复杂化：其一，结构化分档之后，优先档和劣后档之间的违约相关性并不真实，危机发生前，这一参数都是基于模拟结果得出的，遑论证券化的“平方”以及“立方”了，蕴含的违约风险不清，当然就很难指望提出有针对性的监管和救助措施了；其二，证券化之后，市场并不清楚新的证券交易的网络结构，雷曼的倒闭，正可归因于监管当局对其在做市商中的系统性重要性地位无所了解；其三，市场对移动互联网背景下信息传播模式的理解不够深入，这还有待传媒理论的深入研究。

第二，金融创新应置于监管之下。这里需要特别指出的是，脱离监管是美国次贷危机发生的重要原因。危机前，房贷一级市场中前十大次贷放款机构（约占次贷总份额的59%）都不是联邦住房贷款银行系统（FHLBs）的会员，因此脱离了联邦住房金融委员会的监督；二级市场中约20%的抵押支持证券不在联邦住房企业监督办公室（OFHEO）的监管之下，而它们大部分都是次级贷款支持证券。危机后，美国当局采取了扩大次贷支持证券购买比重的紧急措施，对稳定市场发挥了积极的作用。这说明，在提高监管体系有效性的同时，还应当尽可能扩大监管的覆盖范围。

# 目 录

## 总报告

### 第一章 中国住房金融：历史进程、演进逻辑和重大问题 / 003

- 一 中国住房金融发展的巨大贡献 / 006
- 二 中国住房金融的历史和现状 / 009
- 三 中国住房金融发展的三条主线 / 019
- 四 中国住房金融的调控政策及效果 / 022
- 五 中国住房金融发展中的问题 / 032
- 六 未来展望及对策建议 / 037

## 市场篇

### 第二章 个人住房贷款市场 / 043

- 一 个人住房贷款市场总量及结构 / 044
- 二 个人住房贷款利率走势 / 052
- 三 个人住房贷款风险情况 / 054
- 四 2019 年个人住房贷款市场展望 / 061

### 第三章 房地产开发企业融资市场 / 063

- 一 房地产开发企业主要融资渠道现状 / 064
- 二 房地产开发企业融资成本情况 / 082
- 三 2019 年房地产开发企业融资情况展望 / 086

## 第四章 住房公积金市场 / 089

- 一 住房公积金运行情况 / 090
- 二 当前住房公积金制度存在的问题 / 097
- 三 住房公积金制度的改革方向 / 101

## 第五章 个人住房抵押贷款资产支持证券 (RMBS) 市场 / 107

- 一 发展现状 / 109
- 二 现存问题 / 127
- 三 发展建议 / 130

## 第六章 房地产投资信托基金 (REITs) 市场 / 133

- 一 REITs 市场的发展历程 / 134
- 二 境内 REITs 市场发展现状 / 137
- 三 目前境内“类 REITs”模式问题剖析 / 145
- 四 发展建议 / 152

## 第七章 住房租赁金融市场 / 157

- 一 住房租赁企业的金融支持 / 158
- 二 个人租赁及出租住房的金融支持 / 166
- 三 2019 年住房租赁金融市场展望 / 170

## 第八章 小众住房金融市场 / 173

- 一 住房抵押 P2P 贷款市场 / 174
- 二 个人住房典当融资市场 / 177
- 三 个人住房反向抵押贷款市场 / 179

## 专题篇

## 第九章 住房金融风险分析 / 185

- 一 住户部门住房金融风险分析 / 187
- 二 房地产开发企业金融风险分析 / 196

- 三 房地产市场的系统性风险——基于横向关联的视角 / 203
- 四 对策建议 / 207

## 第十章 住房租赁市场的金融支持 / 209

- 一 我国发展住房租赁市场的必要性 / 211
- 二 金融支持住房租赁市场发展的国际经验 / 225
- 三 我国金融支持住房租赁市场的问题及对策 / 237

## 第十一章 境外主要 REITs 市场发展 / 241

- 一 全球 REITs 市场发展情况 / 242
- 二 美国 REITs 市场发展情况 / 244
- 三 日本 REITs 市场发展情况 / 251
- 四 新加坡 REITs 市场发展情况 / 255
- 五 中国香港 REITs 市场发展情况 / 258

## 总报告



# 第一章 中国住房金融：历史进程、演进逻辑和重大问题\*

● 中国住房金融 20 年的发展可以用“高速”二字来概括。一级市场方面：个人住房贷款余额由 1998 年的 0.07 万亿元上升至 2018 年的 25.75 万亿元，增长了 366.9 倍，年均复合增长率为 36.46%；房地产开发贷款余额由 2004 年的 0.78 万亿元上升至 2018 年的 10.19 万亿元，增长了 12.1 倍，年均复合增长率为 10.20%。二级市场方面：RMBS 余额由 2005 年的 30.17 亿元上升至 2018 年的 7477.61 亿元，增长了 246.8 倍，年均复合增长率为 19.18%；REITs 余额由 2014 年的 96.05 亿元上升至 2018 年的 730.23 亿元，增长了 6.6 倍，年均复合增长率为 66.05%。

● 住房金融的大发展对居民生活条件的改善和经济增长做出了巨大贡献：2016 年中国居民人均住房建筑面积达到 40.8 平方米，人均超过俄罗斯，户均甚至超过德国和荷兰；2016 年房地产投资占固定资产投资的比例达到 42.4%，从房地产投资对 GDP 的贡献率来看，金融危机后保持在 20%，发挥了经济稳增长“压舱石”的作用。中国住房金融的大发展源自三大力量：制度改革、城市化和银行经营转变。

● 中国住房金融的大发展不仅做出了巨大贡献，也形成了房价泡沫。2005 年之前住房金融政策基本以扶持房地产市场发展为主，2005 年之后调控成为主基调。2005 年以来，住房金融经历了四轮调控，其中从紧的调控时间长且见效慢，放松的

---

\* 本章作者：蔡真，国家金融与发展实验室房地产金融研究中心主任、高级研究员，中国社会科学院金融研究所金融实验室副主任、副研究员。

调控时间短且见效快，总体而言调控效果不佳。

- 中国住房金融存在三个深层次问题：第一，住房金融支持的方向有失偏颇，表现为“轻租重售”；第二，住房金融性质定位不清晰，经历了从商业性金融主导向政策性金融主导的转变，此后以公积金为主体的制度又被边缘化；第三，住房金融缺乏顶层设计，既没有住房金融相关法律支撑又缺乏专业的监管机构，住房金融的产品结构体系也不尽合理。

- 展望未来，住房金融一级市场的发展将逐渐放缓，这是因为房地产市场已经进入白银时代甚至青铜时代，住房金融二级市场将迎来发展的黄金时期。为使中国住房金融体系更好发展，我们提出“形成多层次住房金融体系，完善住房金融监管架构”的构想。一级市场方面，应形成涵盖低收入、中等收入和高收入群体的三个层次的住房体系并给予相应的金融支持，同时针对一级市场设立专门的监管机构，该机构主要负责房价、租金市场运行监测，房租补贴、房贷首付比例标准制定，房贷压力测试等。二级市场方面，应设立政府支持机构负责住房抵押贷款的发起、担保等工作，从国外经验来看这些工作都是由政策性金融机构承担的，这是由流动性要求和金融稳定的公共物品性质决定的，同时二级市场也需成立监管机构，负责贷款入池标准化、政府支持机构的资本充足率监管、二级市场流动性及利率风险监测等工作。

住房金融，概括地讲就是与住房相关的融资活动，包括住房开发建设中的融资、住房购买或租赁的金融支持以及在住房金融资产基础上进行的转让等。从国际上来看，住房金融在发展初期大多是以合作金融和政策性金融的形式存在的，如 1775 年英国在伯明翰成立了世界首家住房协会，该协会采用会员制，吸收会员的存款和认购股份，再向会员发放购房或建房的贷款。美国在 1929 年大萧条之后形成了以联邦国民抵押贷款协会（Federal National Mortgage Association，简称 FNMA 或 Fannie Mae，中文简称“房利美”）和联邦住宅贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage Corp.，简称 Freddie Mac，简称“房地美”，与“房利美”合起来简称“两房”）为核心的住房金融体系。“两房”的主要作用是购买由联邦住宅管理局和退伍军人管理局担保的抵押贷款，并通过证券化的方式将这些贷款出售给债券市场。就国内而言，住房金融在发展初期也具有政策性金融的特质，如 1987 年成立的烟台住房储蓄银行和蚌埠住房储蓄银行专营住房金融业务，1991 年上海借鉴新加坡经验试行住房公积金制度，随后在全国推广。经过 20 多年的发展，我国住房金融体系已经发生了巨大改变，目前已形成以商业性金融为主导，涵盖个人住房抵押贷款、房地产开发贷款、个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）、房地产投资信托基金（REITs）、住房租赁金融、住房典当融资等诸多品种的住房金融体系。

本书首次对中国住房金融体系进行全景式描述和分析，包括三部分。第一部分为总报告，主要对中国住房金融发展的历史和现状进行分析，指出发展中的问题并提出对策。第二部分为市场篇，这部分内容从结构上分为三大块：一是与住房建设、购买直接相关的市场，包括个人住房贷款市场、房地产开发企业融资市场、住房公积金市场，我们称之为住房金融一级市场；二是住房金融证券化市场，包括 RMBS 市场和 REITs 市场，我们称之为住房金融二级市场；三是由一些新兴品种和小众品种构成的市场，具体包括住房租赁金融市场和小众住房金融市场两章。第三部分为专题篇，2019 年的主题集中在两个方面：一是针对住户部门杠杆率上升较快的问题，我们展开住房金融风险分析；二是针对国家“租购并举”的战略，提供《住房租赁市场的金融支持》和《境外主要 REITs 市场发展》两篇报告，前者对金融支持住房租赁市场进行原则性分析并指出当前问题，后者介绍了住房租赁市场最重要的工具 REITs 的国外经验。