



宏观专题

关于我国房地产市场的一些思考

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点: 2023年经济整体处于波折修复阶段, 地产投资是主要掣肘项, 当下如何评估地产走势成为市场核心关切。**由于房地产行业链条长, 单一指标很难对整个地产中枢进行准确估计, 因此我们从“人、房、地、钱”新机制出发, 考虑住房人口和地产模式, 对地产产业链进行拆分, 提供了探究我国地产中枢的“三步法”: 第一步以人均 **GDP** 为锚, 考虑人口和资金因素, 通过国际横向比较判断我国当前地产在全球中所处的区间位置。第二步将各国地产危机后企稳阶段作为长期中枢, 大致推断我国地产中枢区间。即在长期中枢上, 以地产危机作为外生事件冲击, 关注日本、韩国、美国和新加坡地产危机后的企稳阶段。第三步将经历深度调整的东北地区作为长期中枢参考, 进一步调整前两步所得区间。我们认为: 从住宅投资占 **GDP** 比重来看, 我国住宅投资接近中枢水平, 从住宅开发率和房价收入比来看, 销售面积仍有下调空间, 房价预计很难出现普涨或仍存在一定下调空间。地产增量政策可以有效缓解地产下跌风险, 以地产为主要支撑项的旧经济发展模式有望逐步调整, 房地产新模式的建立也有助于实现经济的转型。
- **从住宅投资/GDP 看, 我国住宅投资接近中枢水平:** 住宅投资是反映住宅投资规模的指标, 具有较高的国际可比性和数据可得性, 因此用住宅投资占 **GDP** 的比重作为计算地产产业链上游投资端中枢的核心指标。我国住宅投资/GDP 在可比国家对标年份中处于中游, 可比国家该指标的区间均值为 **3.5%**, 以东北地区为参考得到的下限为 **3.0%**, 综合来看, 我国 **GDP** 中住宅投资占比的中枢为 **3.3%**, **2024** 年我国该比值有望达到 **4%**, 我国目前住宅投资占 **GDP** 的比重较为接近中枢值, 并未出现大幅的超调, 未来可以通过三大工程弥补与中枢的距离。
- **从住宅开发率看, 销售面积可能仍有下降空间:** 住宅开发率反映人均住房供给, 该数值较高时表明新增住房对居民住房需求起到了较好的支撑作用。例如住宅开发率为 **4%**, 代表当总户数为 **100** 万的时候, 房地产市场上今年新开工 **4** 万套住房是合宜的。综合分析, 假定我国住宅开发率的中枢为 **1.5%**, 销售面积可能仍有下降空间。然而由于各国的自然资源禀赋等存在差异, 除了均值考量外, 一方面考虑到新加坡和美国当前城镇化率较高, 我国当前城镇化率 **3.1%** 与日韩较为接近, 另一方面考虑到我国当前主力购房人口占比与韩国较为接近, 故以韩国的住宅开发率的中枢水平 **3.4%** 来衡量, 中国的住宅开发率也仅有 **0.3** 个百分点的提升空间, 难以大幅度提高, 甚至还可能向东北地区 **1.2%** 的住宅开发率中枢靠近。假定住宅开发率中枢为 **1.5%**, 预计商品房需求面积中枢约为 **7** 亿平方米, 高于中枢 **4.17** 亿平方米, 这表明人均住房供给过高, 即新增住房对居民住房需求起到“过度”的支撑作用。在较长时间维度下, 可以通过地产增量政策的出台压缩地产销售面积的下调空间, 或减缓地产销售面积下滑的速度。



- 从房价收入比来看，房价预计很难再出现普涨且或仍存在一定下调空间：以东北作为我国房价收入比的前瞻地区，按照可比国家房价收入比的稳态中枢来进行评估。综合分析，假定我国房价收入比的中枢为 20，那么我国当前房屋估值处于明显偏高的状态。然而由于各国之间存在文化差异和居民购房行为差异。一方面考虑到新加坡的文化属性与中国类似，另一方面考虑到中国当前大力推进保障房与新加坡模式类似，所以虽然中国合理的房价收入比水平仍高于全球平均水平，但是即便以新加坡的房价收入比来衡量，中国的房价仍难以再出现普涨，甚至还会有一定的向下调整空间。如果居民收入水平能够不断提高的话，也会减缓这一向下调整速度。地产增量政策可以有效缓解地产下跌风险，以地产为主要支撑项的旧经济发展模式有望逐步调整，房地产新模式的建立和发展也有助于实现经济的转型。
- 风险提示：（1）国际比较的经验失效；（2）政策推进力度及效果不及预期；（3）地产下行风险超预期；（4）地产增量政策出台不及预期。

内容目录

1. 地产是 2024 年宏观经济的重要变量	6
1.1 地产投资是当前经济的拖累项	6
1.2 地产链各环节恢复速度存在差异	7
1.3 当下如何评估地产走势是市场关切	9
2. 探究我国当前地产发展阶段的对标框架	10
2.1 人均 GDP 是探究地产发展阶段的锚	10
2.2 泡沫破灭后地产稳态指向长期中枢	13
2.3 东北地区可作为长期中枢参考下限	17
3. 从住宅投资/GDP 看，我国住宅投资接近中枢水平	18
3.1 我国住宅投资/GDP 在可比国家对标年份中处于中游	18
3.2 可比国家住宅投资/GDP 稳态中枢为 2%-5%	19
3.3 我国住宅投资/GDP 中枢为 3.3%，当前接近中枢水平	20
4. 从住宅开发率看，我国地产销售面积仍有下降空间	21
4.1 我国住宅开发率显著高于可比国家对标年份	21
4.2 可比国家住宅开发率稳态中枢为 0.3%-3.4%	22
4.3 如果以住宅开发率作为估算指标参考，地产销售面积可能还有下跌空间	23
5. 从房价收入比来看，房价预计很难再出现普涨或仍存在一定的下调空间	25
5.1 我国房价收入比高于可比国家对标年份	25
5.2 可比国家房价收入比稳态中枢为 10-20	26
5.3 如果我国房价收入比中枢为 20，那么房价或仍存在一定下调空间	27
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: 主要经济指标运行情况概览 (2022.8-2023.12): 地产投资为经济的主要掣肘项	6
图 2: 2023 年以来地产政策主线: 先“稳妥化解风险”, 后“政策工具加速落地”	7
图 3: 地产链条恢复速度存在差异: 投资、开工、施工和销售仍为负增长, 竣工增速已转正	8
图 4: 北京二手房成交面积 (七天移动平均)	8
图 5: 深圳二手房成交面积 (七天移动平均)	8
图 6: 地产投资与大宗商品走势接近	8
图 7: 地产销售与家具零售走势接近	8
图 8: 住宅投资和经济发展呈“S”型曲线关系	11
图 9: 参考日、韩、美、新加坡, 中国人均 GDP 增速将上行	11
图 10: 中、日、韩、美和新加坡购房人口占比对比	12
图 11: 中、日、韩、美和新加坡城镇化率对比	12
图 12: 中、日、韩、美和新加坡城市土地面积增速对比	13
图 13: 中、日、韩、美和新加坡居民杠杆率对比	13
图 14: 日本地产在 2013 至 2023 年间处于泡沫破灭后的相对稳态	14
图 15: 日本工业生产指数在 1955 至 1970 年增长了 728%	14
图 16: 1973 年日本住宅投资同比+44.1%, 1974 年降至 7%	14
图 17: 韩国实际房价指数在 1992 年和 1997 年出现两次大幅下跌, 2000 年至今小幅波动	15
图 18: 美国地产稳态分两段: 一是 1970 至 2000 年, 二是 2014 年后	15
图 19: 2008 年后新加坡地产进入稳态	16
图 20: 东北四市城镇居民人均可支配收入近年增速下滑	17
图 21: 东北地区人口自然增长率与日本接近, 低于中国人口自然增长率, 东北可以作为人口老龄化和城镇化接近尾声的前瞻地区	17
图 22: 中、日、韩、美、新加坡住宅投资/GDP 对比	18
图 23: 中国住宅投资/GDP 在可比国家对标区间年份居中游偏上	18
图 24: 2013 年至今日本住宅投资/GDP 稳态中枢为 3.0%	19
图 25: 2000 年至今韩国住宅投资/GDP 稳态中枢为 5.4%	19
图 26: 美国 2014 年至今住宅投资/GDP 中枢为 4.2%	20
图 27: 新加坡住宅投资/GDP 稳态中枢为 1.7%	20
图 28: 2024 年预计中国住宅投资/GDP 回落至 4.0%	20

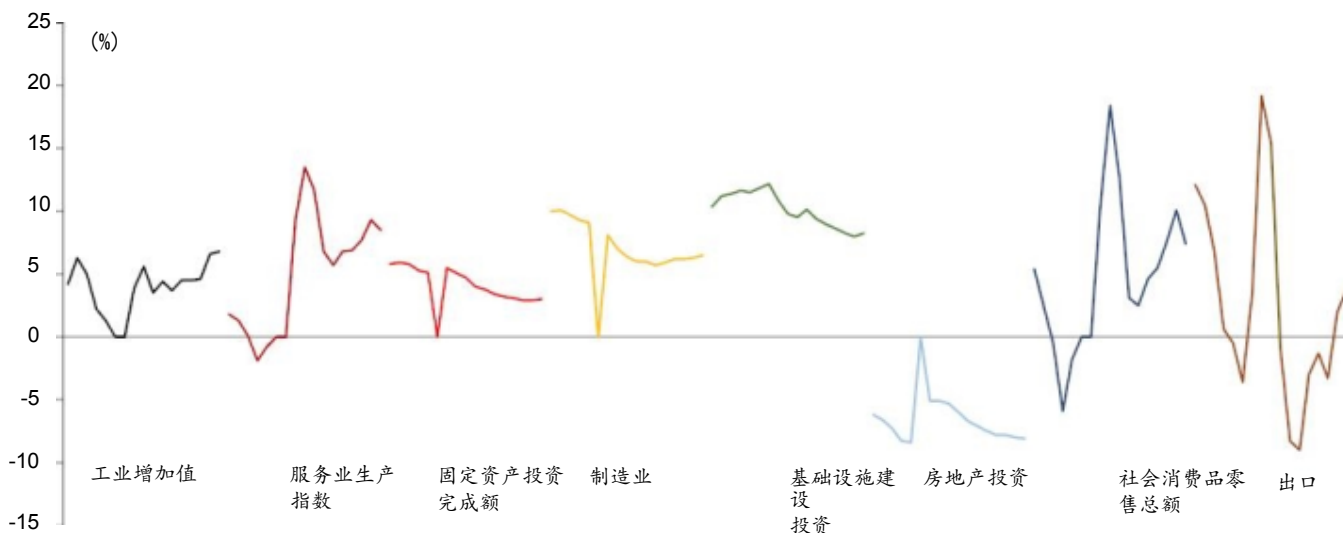
图 29: 2024 年预计东北四市住宅投资/GDP 回落至 3.0%	20
图 30: 中、日、韩、美、新加坡住宅开发率对比	21
图 31: 中国住宅开发率明显高于可比国家对标区间均值.....	21
图 32: 2013 年至今日本住宅开发率稳态中枢为 2%	22
图 33: 2000 年至今韩国住宅开发率稳态中枢为 3.4%	22
图 34: 2014 年至今美国住宅开发率稳态中枢为 0.3%	23
图 35: 2008 年至今新加坡住宅开发率稳态中枢为 0.6%.....	23
图 36: 中国当前住宅开发率中枢为 4.4%	24
图 37: 东北四市住宅开发率中枢为 1.2%	24
图 38: 我国商品房销售面积仍有小幅下调空间	24
图 39: 2022、2023 年商品房销售面积同比超-20%.....	24
图 40: 中、日、韩、美房价收入比对比	25
图 41: 中国房价收入比明显高于可比国家	25
图 42: 2013 年至今日本房价收入比稳态中枢为 10.2.....	26
图 43: 2000 年至今韩国房价收入比稳态中枢为 10.7.....	26
图 44: 2014 年至今美国房价收入比稳态中枢为 10.9.....	26
图 45: 新加坡房价收入比稳态中枢为 20.....	26
图 46: 预计 2024 年中国房价收入比回落至 24.....	27
图 47: 东北四市房价收入比中枢为 11.....	27
图 48: 重点城市 2023 年和 2018 年 12 月房价收入比: 全国各城市房价收入比较稳定	29
图 49: 个人住房贷款利率达历史低位水平	30
图 50: 房贷利率历史降幅: 当前房贷利率或有下调空间.....	30

1. 地产是 2024 年宏观经济的重要变量

1.1 地产投资是当前经济的拖累项

2023 年经济整体处于波折弱修复阶段，地产投资是主要拖累项。2023 年 1-3 月经济快速增长，主因积压需求的集中释放；4-6 月修复斜率放缓，主因前期透支和预期转弱下的信用收缩；7-9 月政策加码，经济逐步走出底部；10-12 月地产政策延续宽松。2023 年一、二、三和四季度 GDP 同比分别为 4.5%、6.3%、4.9%和 5.2%。生产端好于需求端，内外需求偏弱，居民的消费信心、消费倾向、消费意愿具备巩固提升空间，制造业投资稳定，地产投资继续拖累。2023 年 1-12 月，地产投资累计同比-9.6%，实现自 2022 年 4 月以来连续 20 个月的负增长，地产投资是经济修复的主要拖累项，由经济运行的惯性趋势推演，地产投资的变化也仍然是影响 2024 年经济的重要变量。

图 1：主要经济指标运行情况概览（2022.8-2023.12）：地产投资为经济的主要掣肘项



资料来源：Wind，德邦研究所

注：投资类项目为累计同比增速，其他为当月同比增速，出口按美元计价

2023 年地产政策频出，地产投资依旧未能走出底部。2023 年地产政策以 7 月“地产市场供求关系发生重大变化”为分界，可以分为稳妥化解风险和加速政策工具落地两个阶段。2023 年初，央行和银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，标志着阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限，2023 年 4 月中央政治局会议再次强调“房住不炒，因城施策，支持刚性和改善性住房需求做好保交楼、保民生、保稳定工作”。2023 年 7 月中央政治局会议强调“地产市场供求关系发生重大变化”，地产进入政策工具加速落地期，主要包括认房不认贷、存量房贷利率调整、LPR 下调、延长金融 16 条到期时间、提出三大工程等。

图 2：2023 年以来地产政策主线：先“稳妥化解风险”，后“政策工具加速落地”

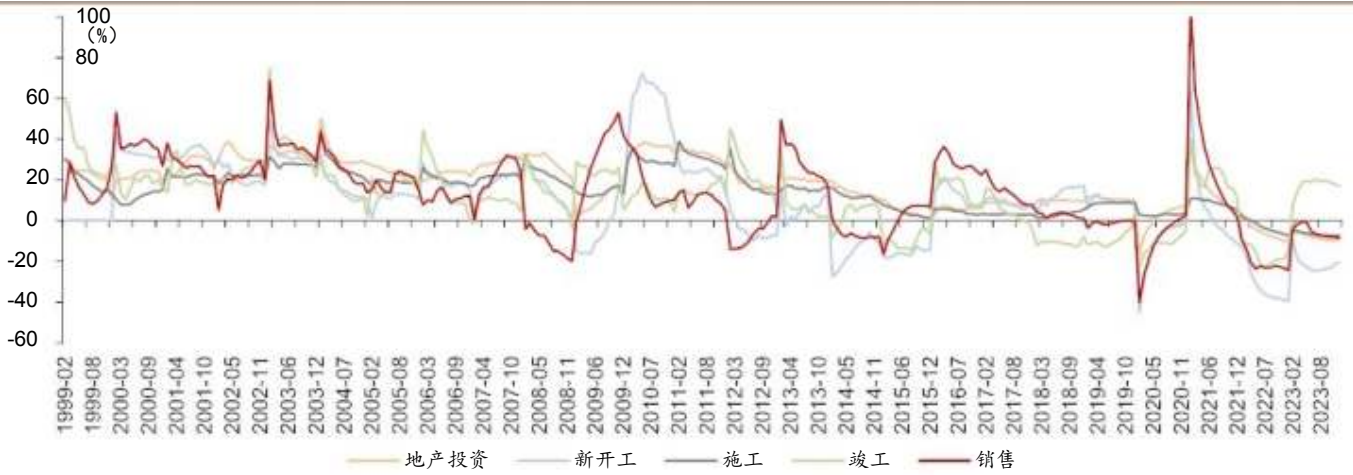


资料来源：中国人民银行，银保监会，证监会，自然资源部和住房城乡建设部等，德邦研究所

1.2 地产链各环节恢复速度存在差异

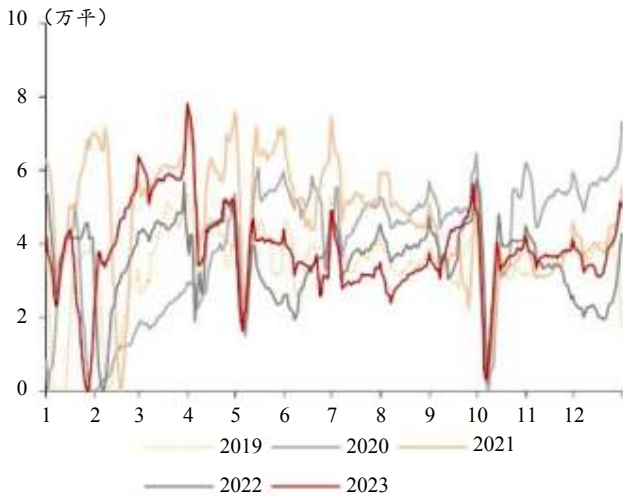
房地产链条较长，涉及行业范围较广，横跨服务业和工业，目前除了总体仍有一定向下调整压力之外，各环节恢复速度也存在差异。2023 年支撑房地产投资的是竣工潮，1-12 月竣工累计同比增速 17.0%，而新开工增速在 1-2 月恢复到 -9.4% 之后，开始继续回落，1-12 月累积新开工增速为 -20.4%。房地产链条较长，涉及投资、施工、竣工、销售（新房、二手房）等多个环节，产业链条较长，每个环节均对应特定行业。地产投资与大宗商品走势接近；地产施工和竣工涉及建筑建材行业；地产销售与地产后周期的消费行业相关，例如家居和家电等装饰行业。

图 3：地产链条恢复速度存在差异：投资、开工、施工和销售仍为负增长，竣工增速已转正



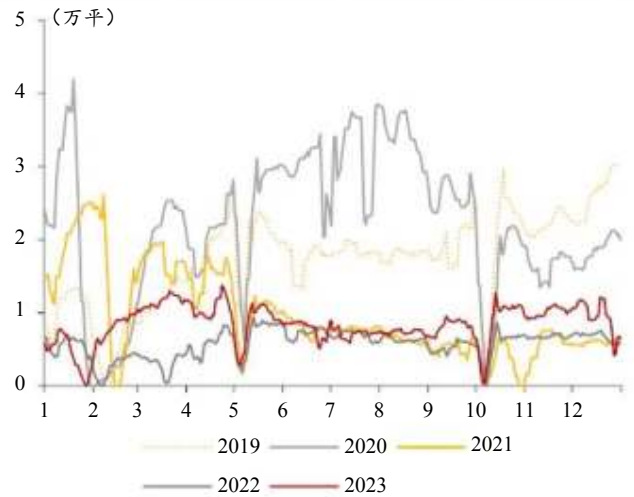
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：北京二手房成交面积（七天移动平均）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：深圳二手房成交面积（七天移动平均）



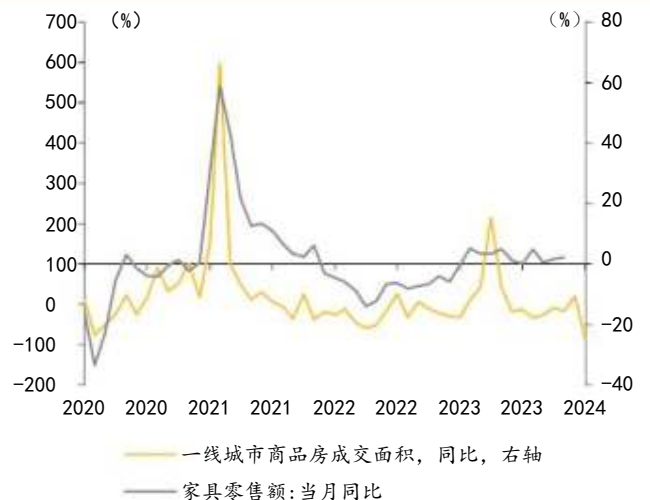
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：地产投资与大宗商品走势接近



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：地产销售与家具零售走势接近



资料来源：Wind，德邦研究所

1.3 当下如何评估地产走势是市场关切

整体来看，**2023**年经济是地产缺位下的弱修复，**2024**年地产是否继续掣肘宏观经济运行是当前市场的核心关切问题。市场针对地产也提出了诸多疑问，例如，地产投资是否超调？“房达峰”后销售面积有多少？住宅估值是否合理，未来是否值得继续投资？房价是否会继续下跌？为了回答这些问题，我们尝试把中国与全球主要经济体历史上的地产发展阶段进行合理对标，以人均 GDP 为锚，辅以人口结构、城镇化率和居民杠杆率三个指标寻找合适的对标年份。从两方面展开分析：一是考虑到我国地产产业链各环节恢复速度存在差异，我们进行地产产业链拆解，上游关注住宅投资占 GDP 的比重、中游关注住宅开发率、下游关注房价收入比，通过与发达国家相似阶段的横向比较，评估和分析我国房地产在全球可比国家中的相对位置和水平。二是考虑到我国地产市场存在明显的区域差异，尤其是东北地区因人口流失问题自 2011 年起便经历了地产市场的深度调整，因此我们特别分析了东北地区的房地产核心指标，将其作为前瞻指标，为全面评估我国地产中枢水平提供参考。

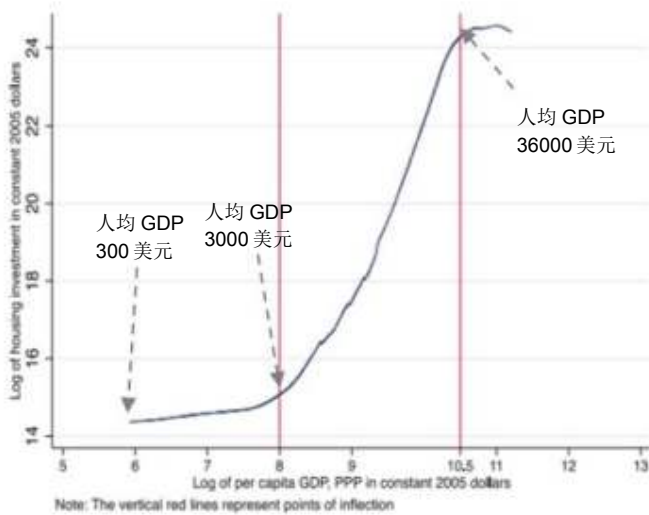
2. 探究我国当前地产发展阶段的对标框架

探究我国当前地产发展阶段对标框架的核心依据是地产生命周期。在具体操作上分三步：一是通过国际横向比较判断我国当前地产在全球中所处的区间位置。以人均 GDP 为锚，考虑人口和资金因素，我国 2010 年地产发展阶段较为接近日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年左右的水平。二是将各国地产危机后企稳阶段作为长期中枢，大致推断我国地产中枢区间。即在长期中枢上，以地产危机作为外生事件冲击，关注日本、韩国、美国和新加坡地产危机后的企稳阶段。三是将经历深度调整的东北地区作为长期中枢参考，进一步调整前两步所得区间。

2.1 人均 GDP 是探究地产发展阶段的锚

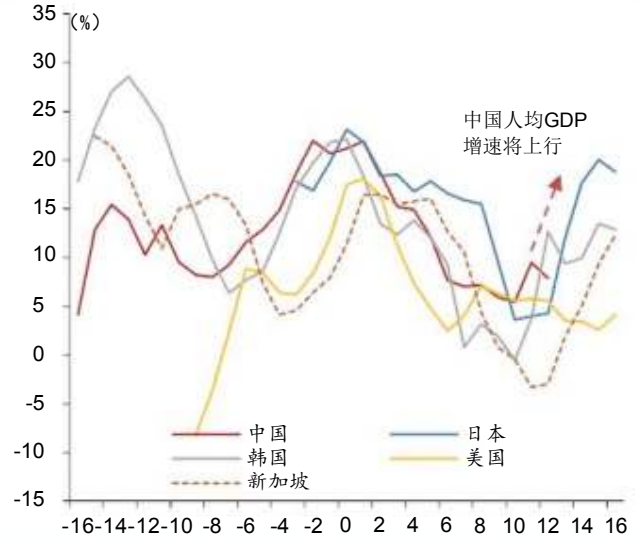
人均 GDP 可以作为分析地产发展阶段的锚。根据世界银行研究报告，全球地产产业与经济发展正相关，二者分别取对数作图所得曲线呈“S”型。具体来看，全球地产产业在人均 GDP 达 300 美元时开始起步；人均 GDP 至 3000 美元时，全球地产进入快速增长期，人均 GDP 上升 36000 美元时，全球地产进入平稳增长期。整体来看，全球地产产业与经济发展高度相关，人均 GDP 可以作为判断全球地产行业生命周期的核心指标，因此在与其他国家横向比较的过程中，我们将人均 GDP 作为评估与分析我国地产产业相对位置的锚，初步确立了地，对标年份，由于我国 2010 年人均 GDP 增速达阶段性高峰，所以以 2010 年作为标准 0 年，我国 2010 年地产发展阶段较为接近日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年左右的水平。之所以选择日本、韩国、美国和新加坡四个国家作为可比国家的代表，一是他们都经历过地产危机，经调整后地产经历过稳态阶段，且美国是次贷危机中的核心国家；二是日本和韩国人口老龄化程度与中国接近；三是新加坡采取“居者有其屋”的地产政策，2023 年 10 月我国国务院通过了一项关于规划建设保障性住房的指导意见文件（国发【2023】14 号文），从房屋类型和目标群体的角度来看，我国当前着力发展保障房的地产模式与新加坡较为接近。

图 8：住宅投资 and 经济发展呈“S”型曲线关系



资料来源：世界银行，德邦研究所

图 9：参考日、韩、美、新加坡，中国人均 GDP 增速将上行



资料来源：Wind，德邦研究所，注：0 表示中国 2010 年、日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年，下同

人口、土地和资金因素辅助判断我国当前地产与海外对标时点。2024 年 2 月 27 日，住房和城乡建设部发布了《关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知》，强调建立“人、房、地、钱”要素联动机制。因此，在“房”要素外，我们选取了购房人口比例、城镇化率来补充表征机制中的“人”，选取城市土地面积和居民杠杆率来分别表征“地”和“钱”。

在购房人口比例方面：以 15-64 岁人口占总人口的比例表征有能力购房人口占比。近年来，中国购房主要人群占比自 2009 年的 72.94% 降至 2022 年的 69.03%；日本 1969 年主要购房人群占比 69.31%，随后先降后升，1991 年该比例升至 69.81%，日本两次主要购房人群达峰均与我国当前数据接近；韩国 1991 年主要购房人群占比为 69.65%，美国 1986 年主要购房人群占比为 66.71%，新加坡 1994 年该比例为 73.33%，均较为接近我国近年水平。因此从购房人口比例上看，我国房地产 2010 年的发展阶段与 1969 年的日本、1991 年的韩国、1986 年的美国和 1994 年的新加坡较为接近。

在城镇化率方面：我国城镇化率自 1970 年后开始增速由负转正，2010 年后首次跨越 50% 的城镇化率关口，2010-2018 年以年均提升 2.4 个百分点的增速维持增长，根据联合国数据，2023 年我国城镇化率为 64.57%，与日本 1960 年的 63.28%、韩国 1984 年的 63.30%、美国 1950 年的 64.15% 较为接近，从日本、韩国和美国的经验来看，一是我国当前城镇化率处于可比国家中同年较低位置，二是城镇化率一定程度上推动了经济增长。加之联合国预计 2050 年我国城镇化率可达 80.03%，综合来看，我国城镇化率仍存在一定的提升空间。

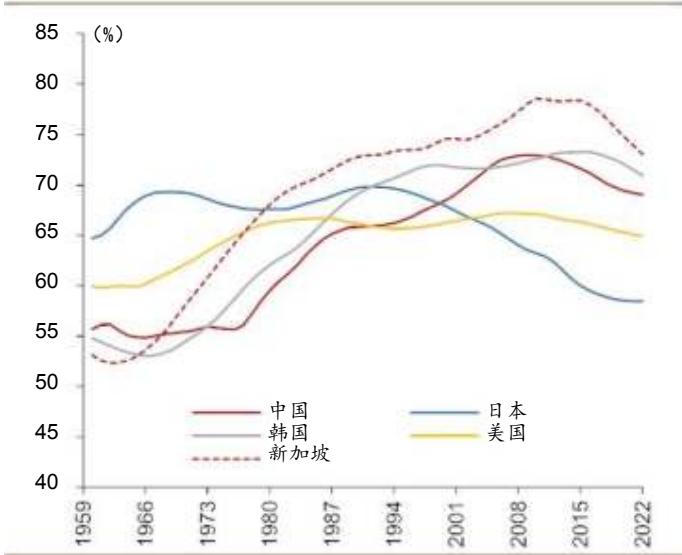
在城市土地面积方面：城市土地面积的增加表征城市空间的扩张。我国 2010 年城市土地面积较 2000 年增速为 -12.8%，远低于日本、韩国、美国和新加坡可比区间年份的增速。根据中国土地勘测规划院统计，2009-2016 年，我国城镇土地面积增加 218.1 万公顷，增幅为 30.1%，年均增长 3.8%。增长速度总体

呈逐渐放缓趋势，年度增幅由 2010 年的 4.7% 下降至 2016 年的 2.9%，增速放缓可能受耕地保护和节约用地影响。

在居民杠杆率方面：由于房贷是居民负债端的核心因素，因此居民杠杆率的高低可以反映居民购房行为的强弱。2006 年一季度我国居民杠杆率仅为 11.5%，随后持续上行，2010 年底我国居民杠杆率达到 27.3%，2023 年升至 62.0%。日本 1973 年底居民杠杆率为 34.6%，韩国 1991 年底居民杠杆率仅为 42.5%、美国 1947 年底居民杠杆率为 18.0%，新加坡 1994 年底居民杠杆率为 32.7%，对比来看，我国 2010 年居民杠杆率处于可比国家中的低分位数，仍有小幅上涨的空间，我国当前居民杠杆率处于可比国家中位数水平。

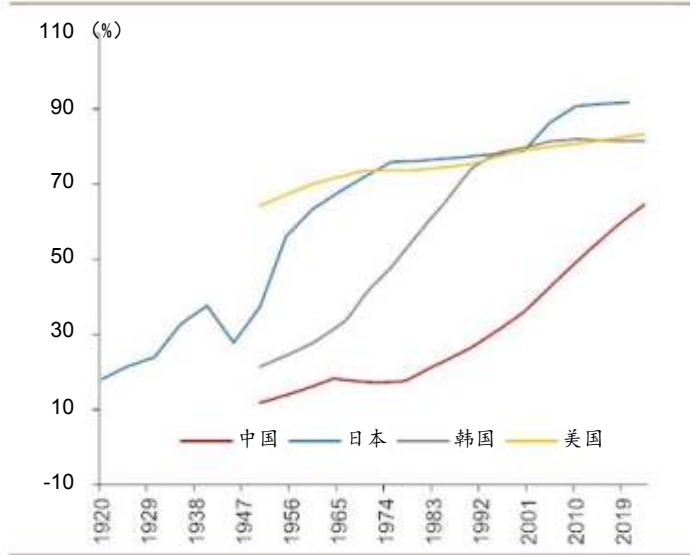
综合考虑购房比例、城镇化率、城市占地面积和杠杆率几大指标，我国 2010 年的地产发展阶段较为接近日本 1973 年、韩国 1991 年、美国 1943 年和新加坡 1994 年左右的水平。

图 10：中、日、韩、美和新加坡购房人口占比对比



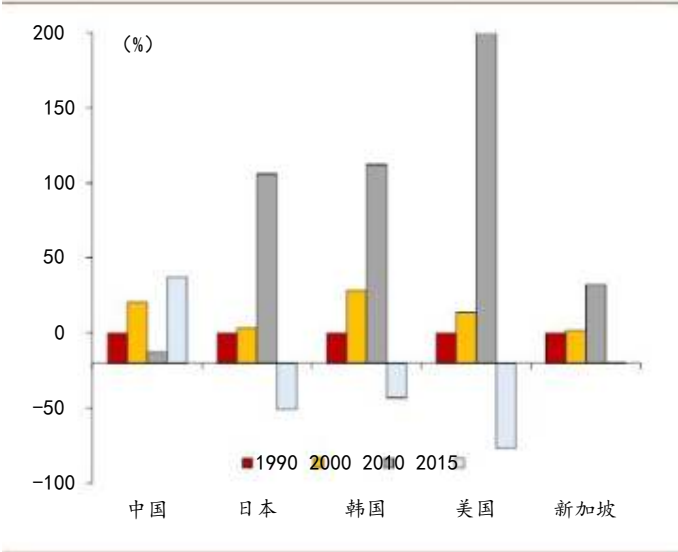
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：中、日、韩、美和新加坡城镇化率对比



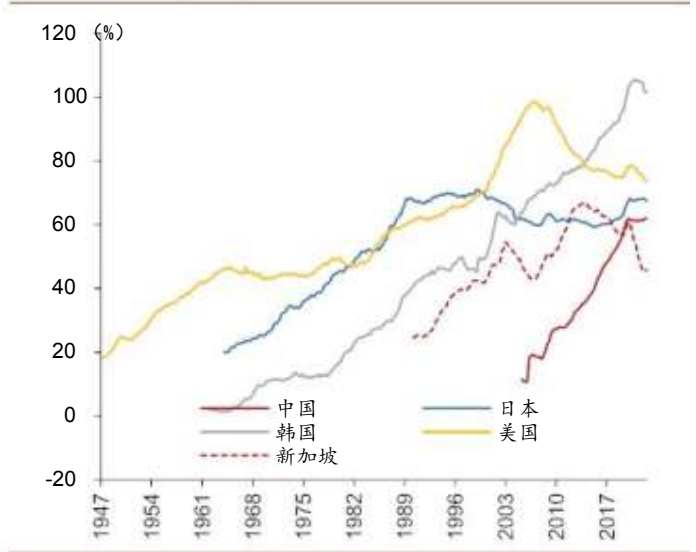
资料来源：Wind，德邦研究所
注：新加坡的城镇化率为 100%

图 12: 中、日、韩、美和新加坡城市土地面积增速对比



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 中、日、韩、美和新加坡居民杠杆率对比



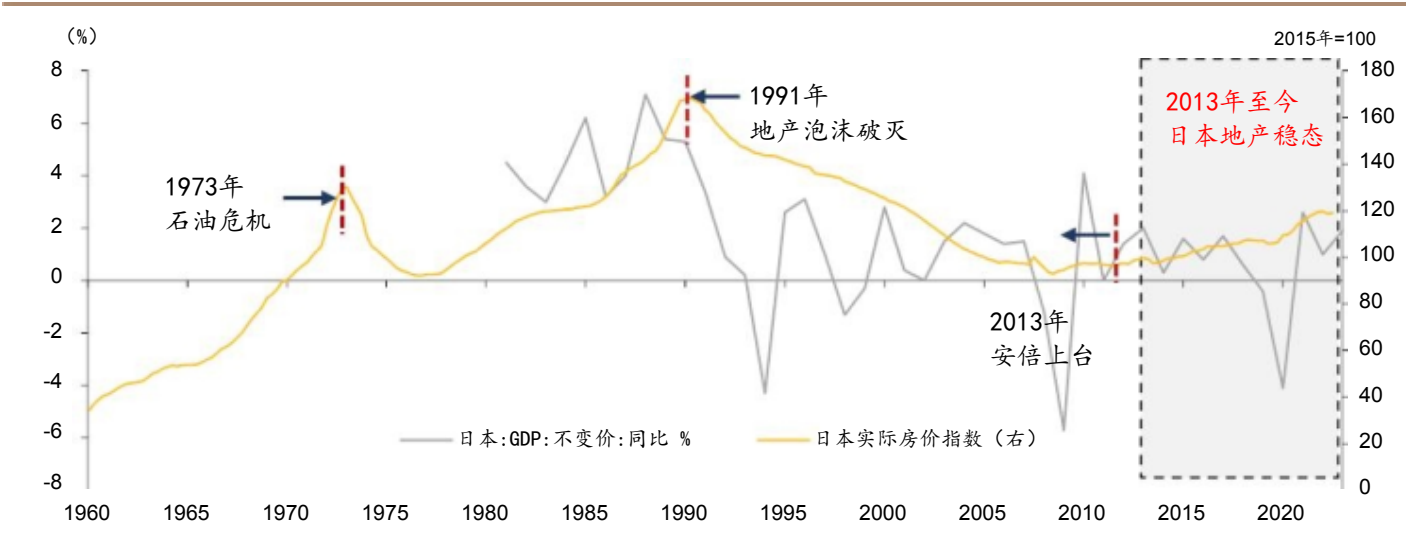
资料来源: Wind, 德邦研究所

2.2 泡沫破灭后地产稳态指向长期中枢

在比较得出我国地产阶段在全球中的相对位置的基础上, 我们通过复盘日本、韩国、美国和新加坡地产泡沫破灭的过程, 确定这些国家的地产稳态中枢时间区间, 为后续探究我国地产中枢提供参考。

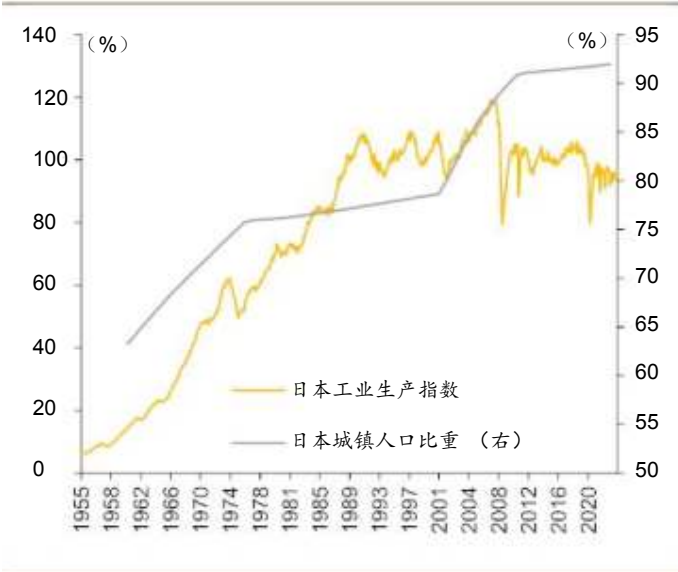
日本曾经出现 1974 和 1991 年两次地产泡沫破灭, 经历几十年调整期, 2013 年起逐步进入稳态。二战期间日本核心城市遭遇严重轰炸, 住宅毁损严重, 战后在美国的帮助下日本快速建立市场经济体系, 工业生产指数在 1955 至 1970 年增长了 728%, 工业化使得大量居民涌入城市, 城镇化率自 1945 年的 27.81% 上升至 1970 的 72.07%, 二战后毁损住宅的重建需求叠加新市民的住房需求使得日本地产进入增长期。1973 年石油危机引发日本输入型通胀, 日本政府自 1973 年开始加息, 居民收入降低但购房成本上升, 1973 年日本住宅投资同比 +44.1%, 1974 年降至 7%, 地产市场压力增高。但是由于当时经济增长中枢处于高位, 加之政府采取积极的财政政策拉动地产投资, 房地产业快速回暖。1989 年日本央行开始加息, 再贴现率从 1987 年的 2.50% 调到 1989 年 5 月的 3.25%。1990 年大藏省颁布《关于控制土地相关融资的规定》, 加息+土地融资管制政策直接刺破了资产泡沫, 股市、房市资产价格大跌。2013 年安倍上任后实行安倍经济学, 通过实施宽松的货币政策, 结束了日本的通缩, 因此日本地产在 2013 至 2023 年间处于泡沫破灭后的相对稳态。

图 14：日本地产在 2013 至 2023 年间处于泡沫破灭后的相对稳态



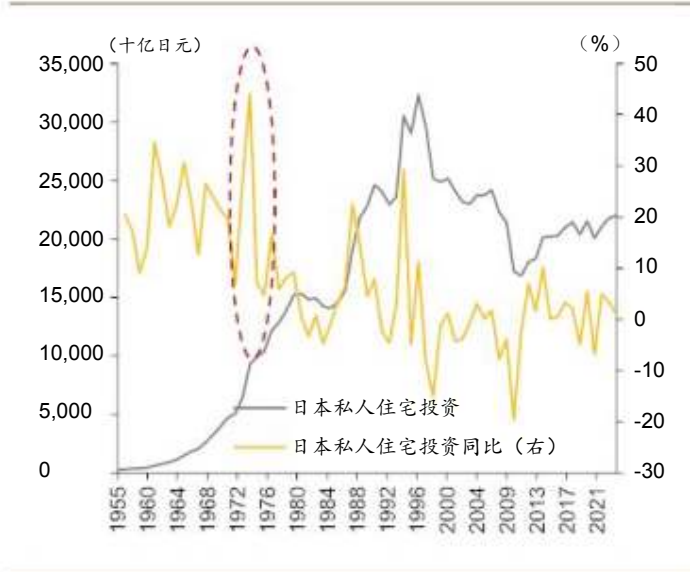
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：日本工业生产指数在 1955 至 1970 年增长了 728%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：1973 年日本住宅投资同比+44.1%，1974 年降至 7%

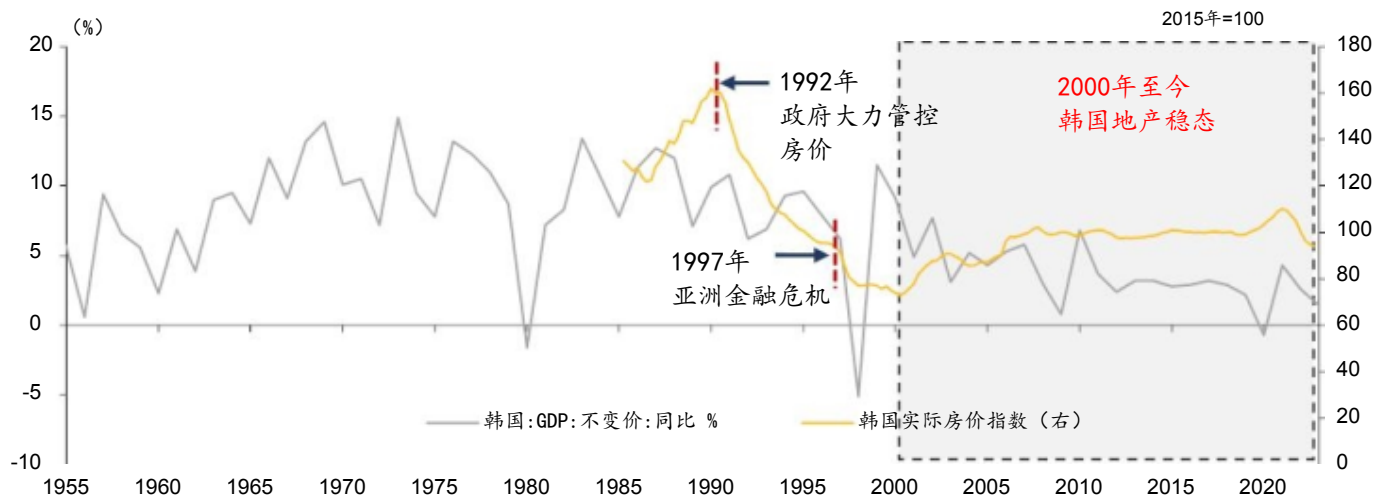


资料来源：Wind，德邦研究所

韩国房价曾经在 1992 和 1997 年出现大幅下跌，2000 年后逐步进入稳态。1986 年的亚运会和 1988 年奥运会的召开加速拉动韩国地产开发进程，加之同期，韩国经济出现“三低”（低利息、低油价、低韩元价值），推升了居民购房热情，房价指数走高。1992 年韩国房价迅速下跌系政府出台了包括新建住房价格管制和套型面积管制等一系列严厉的政策工具，新建住房大幅下降。1997 年亚洲金融危机后政府减轻对地产的干预，1998 年政府解除对建筑面积大于 60 平米的公寓价格的限制，希望以此减少建筑公司破产数量，1999 年政府解除对净建筑面

积小于 60 平米的公寓价格限制。2003 年开始，韩国政府提高期房门槛、完善地产交易申报制度、进一步打击地产投机行为，韩国地产市场逐步进入稳态阶段。

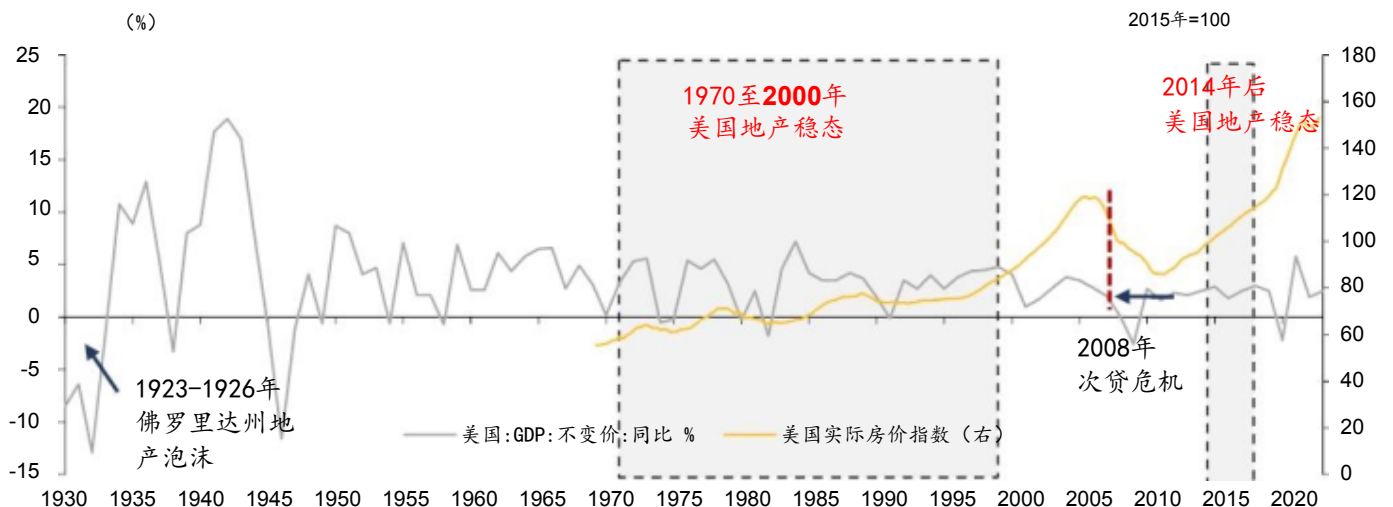
图 17：韩国实际房价指数在 1992 年和 1997 年出现两次大幅下跌，2000 年至今小幅波动



资料来源：Wind，德邦研究所

美国发生过两次重大的地产危机，一是 1926 年佛罗里达州地产危机，第二次是 2008 年的次贷危机。在美国的两次地产危机之间，住宅投资的值在缓慢上升，主因美国在二战后进入制造业的高速发展期，美国成为全球主要产业主导国，加之 1933 年放弃金本位，美元与黄金挂钩，增强了美元中心货币的地位，工业进步和主权货币地位的提升有助于地产加速修复。从美国房价指数上来看，美国曾经出现两段地产稳态：一是 1970 至 2000 年，二是 2014 年后。

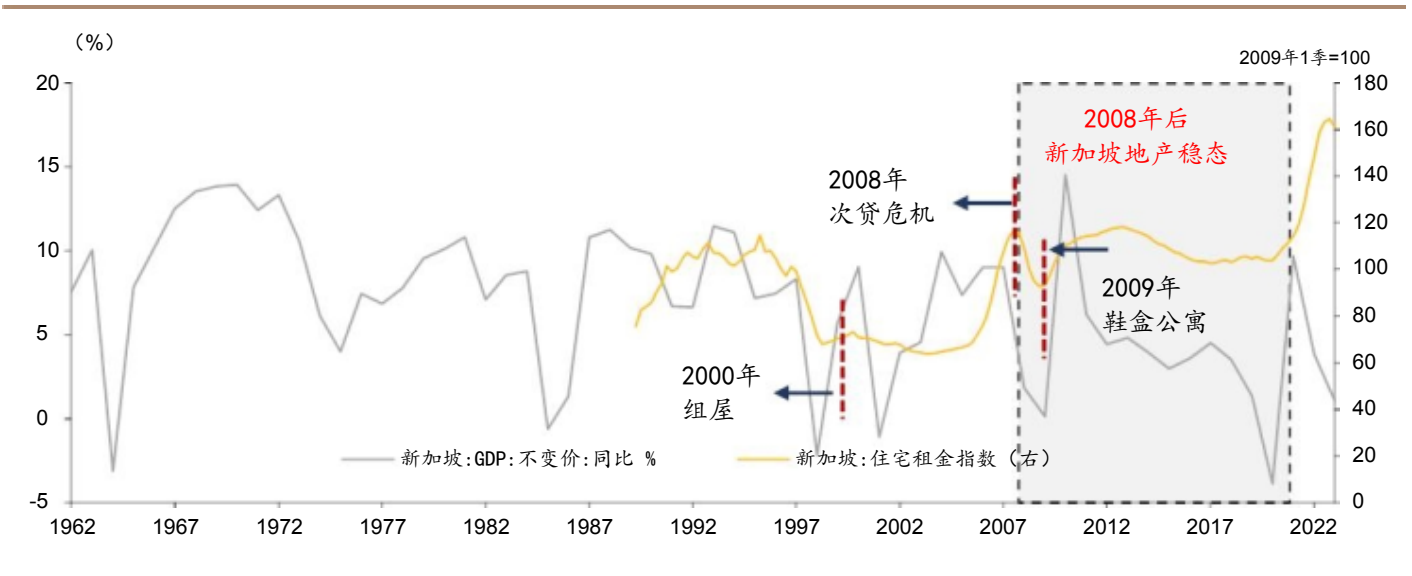
图 18：美国地产稳态分两段：一是 1970 至 2000 年，二是 2014 年后



资料来源：Wind，德邦研究所

2023年10月我国国务院通过了一项关于规划建设保障性住房的指导意见文件（国发【2023】14号文），从房屋类型和目标群体的角度来看，我国当前着力发展保障房的地产模式与新加坡较为接近。1966年，新加坡政府就颁布了《土地征用法》。法令规定只有政府才有权调整征用土地的价格，有力打击了土地的投机行为。新加坡在经历1997年的亚洲金融危机和2008年的次贷危机后，在政府“居者有其屋”的政策下，地产逐步进入稳态。新加坡房地产行业两大核心分别是以政府为主导的“组屋”制度和房地产行业的资本化。1998年后新加坡房地产REITs基金迅速发展，地产逐步转向资本化，2008至2020年新加坡房价指数围绕115上下波动，未出现较大涨跌幅。

图 19：2008 年后新加坡地产进入稳态



资料来源：Wind，德邦研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/04523212031101140>