



稳定房地产市场的政策工具选择

——基于住房资产估值框架的分析

张 斌 朱 鹤

摘 要 在现金流折现框架下构建区分房屋结构与土地价值的住房估值模型，据以测算 2021 年以来房价深度调整的来源：房租增速下降和风险溢价上升是房价下行的主要推动力，利率下行不足以对冲。情景分析显示，中性情景下北上深房价存在上行空间，低迷情景下全国房价仍有较大向下调整压力。比较各类政策工具，本文认为供给侧政策和放开限购限售等措施难以直接改善购房收益预期；充分的逆周期政策特别是降低政策利率，通过降低贴现率、改善租金增长预期和降低风险溢价三个渠道提升住房估值、激发购房需求，是当前稳定房地产市场的关键选择。

关键词 房地产估值 房价租金比 风险溢价 逆周期政策

一、引言

中国房地产市场自 2021 年以来经历 5 年的深度调整。全国房地产开发投资从 2021 年高峰期的 14.76 万亿元下降到 2025 年的 8.28 万亿元^①。房地产价格大幅下行，2021 年至今以北京、上海、深圳为代表的特大城市房价平均下跌 23%，其他以省会城市为主体的重点城市房价平均下跌 34%^②。无论是对比历史，还是对比其他国家的房地产市场调整，这一轮房地产市场调整的时间长度和深度都属罕见。

经过对房地产多年的讨论，对如何稳定房地产市场和健康发展房地产市场，比较代表性的建议包括以下几类：**一是**侧重

供给侧的“收储”与“去库存”，强调通过政府介入激活存量房产。**二是**针对多数开发商面临的债务困境，将“风险处置”与“正常融资”隔离，支持房企合理融资需求，确保项目建设交付，阻断房地产风险向金融体系蔓延。**三是**侧重需求侧，全面取消限购、限贷、限售及限价政策，并进一步下调房贷利率和首付比例，刺激住房需求。**四是**加快建立“保障房保底、商品房改善”的格局，允许商品房市场根据品质溢价；逐步取消期房预售，推行现房销售；增加高品质住房供给；根据人口流入情况确定住房需求，根据需求配置土地资源，根据土地和项目配置融资支持等。

上述关于房地产市场发展的建议有很

张斌，中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长、研究员；朱鹤，中国金融四十人论坛研究部高级研究员。

① 数据来源：国家统计局.2025年全国房地产市场基本情况[EB].2026-01-19.

② 本文房价数据采用贝壳二手房价格数据库，房租数据采用相关城市住宅租金数据库。考虑到不同数据源覆盖范围存在差异，房价样本和房租样本的城市数量略有不同。其中，房价采用30个重点城市样本，房租采用数据连续性较好的重点城市样本。各城市数据均按照算术平均方法计算城市组别指标。



强的参考价值。然而仅就短期内尽快稳定房地产市场而言, 目前市场企稳的基础尚不牢固, 稳定房地产市场的主要政策手段也有待进一步明确。接下来通过什么政策稳住房地产市场, 仍需要进一步讨论。

维护合理购房需求, 保持合理房地产价格是稳住房地产市场的关键。扩大购房需求的政策工具和手段有很多种, 但从住房资产估值的渠道看, 重要且不可或缺的支撑力量还是要通过政策调整, 让买房不亏钱, 卖房不一定赚钱。这里所强调的, 是改善住房资产的风险调整后预期收益, 使住房需求重新具备可持续的市场基础。做到这一点, 需要充分理解房地产价值决定, 以及房地产价值决定过程中不同类型政策工具发挥的作用。

接下来分四个部分展开讨论。一是在已有文献基础上建立更适用于中国的房地产估值模型, 分析房地产估值背后的关键决定因素。二是讨论近年来中国房地产的价格变化, 结合模型讨论房价下行的原因。三是利用估值模型给出房地产估值的两种情景, 中性情景下北上深等城市的房价有较大上升空间, 低迷情景下北上深和其他城市房价仍有较大向下调整空间。四是结合上述分析讨论不同政策工具对激发购房需求的影响, 指出当前恢复购房需求中重要、也难以被其他政策工具替代的政策是逆周期政策, 特别是降低政策利率, 可通过降低资金成本、降低风险溢价和提高租金收益三个渠道提升房价估值, 恢复购房需求。

二、房地产的内在价值模型

房地产兼具居住属性和投资属性, 对房地产内在价值的讨论需要同时考虑到

这两种属性。对房地产价值的研究当中, 有两类代表性的研究文献, 一类文献以 Poterba (1984) 为基石, 通过构建“使用者成本”框架来定义住房的内在价值。这类模型将房地产价值看作未来扣除税收、维护、折旧等各类成本后, 净租金收益的现金流折现。另一类模型以 Campbell & Shiller (1988) 为源头, 侧重探讨房价的波动。这一视角认为房地产价格与股票、债券等金融资产遵循高度一致的定价逻辑。Campbell et al. (2009) 利用方差分解技术对美国 23 个城市进行实证研究, 发现房价租金比的波动, 有 50%~80% 由风险偏好因素的变动解释, 而非租金增长或利率变动。短期内房价的剧烈波动往往不是因为基本面变了, 而是投资者的“风险胃口”变了。当市场进入亢奋期, 住房风险溢价收缩, 推高房价; 当市场对未来充满悲观情绪, 房产风险溢价提高, 压低房价。

这两类模型背后的基本理念都是把房价看作是房屋未来净收益的折现价值。区别在于前者更侧重于解释房价的中长期价值, 后者纳入风险偏好以后能够更多解释中短期内房价的大幅变化。

1. 构建兼顾房屋结构与土地价值的估值模型

房屋的持有成本 (user cost) 可以表示如下:

$$\omega(t) = \delta + i(t) - \frac{\dot{Q}(t)}{Q(t)} \quad (1)$$

ω 代表房屋持有成本, δ 代表房屋的折旧和维护成本, i 是名义利率, Q 代表房屋价值, $\frac{\dot{Q}(t)}{Q(t)}$ 代表房屋价值变化。这个等式表达的含义是房屋的持有成本等于房



屋的折旧和维护成本, 加上持有住房需要付出的资金机会成本, 减去房屋价值的变化。国外文献中对房屋价值的讨论当中, 通常还会考虑到持有房屋的房地产税以及相关的税收抵扣等, 中国目前还没有广泛征收房地产税, 也没有普及的税收抵扣政策, 因此这里不考虑持有住房的税收成本。

房屋的租金收益表示为 $R(t)$, 用租金收益除以房屋价值得到租金收益率 $R(t)/Q(t)$ 。

均衡水平上, 持有住房的成本等于房屋租金收益, 表示如下:

$$\frac{R(t)}{Q(t)} = \omega(t) = \delta + i(t) - \frac{\dot{Q}(t)}{Q(t)} \quad (2)$$

将这个微分方程求解以后可以得到房屋的内在价值:

$$Q(t) = \int_t^\infty R(\tau) e^{-\int_t^\tau [\delta + i(s)] ds} d\tau \quad (3)$$

这个公式的直观理解是: 房屋价值 $Q(t)$ 等于未来所有时刻期望租金 $R(\tau)$ 的折现总和, 其中, $e^{-\int_t^\tau [\delta + i(s)] ds}$ 是从时间 τ 折现到时间 t 的折现因子。

将 i_{long} 、 g_{long} 分别定义为利率和租金增速的长期均衡值, 则上述公式可以进一步简化为:

$$Q(t) \approx \frac{R(t)}{i_{\text{long}} + \delta - g_{\text{long}}} \quad (4)$$

上述估值关系成立的一个基本条件是长期租金增速低于相应的贴现率; 当二者较为接近时, 估值结果对参数取值的变化会较为敏感。

这里把房屋总价值 Q 分为两个部分, 一是房屋结构的价值 Q_{struct} , 二是房屋所占

据的土地的价值 Q_{land} 。房屋结构价值在房屋总价值 Q 中的占比等于 λ , 房屋所占据的土地在房屋总价值中的占比等于 $(1-\lambda)$ 。房屋租金 R 中, λ 的比例支付房屋结构租金, $(1-\lambda)$ 的比例支付房屋土地租金。为减少模型参数数量, 本文进一步假设租金收入在房屋结构和土地之间的分配比例与二者价值占比一致, 因此在租金分解中同样采用 λ 表示。该假设主要用于构造住房价值拆分框架, 不影响后续对利率、租金增长预期和风险溢价变化影响机制的分析。

基于上述定义和假设, 房屋结构的价值为:

$$Q_{\text{struct}}(t) = \int_t^\infty \lambda \times R(\tau) e^{-\int_t^\tau [\delta + i(s)] ds} d\tau \quad (5)$$

房屋土地的价值为:

$$Q_{\text{land}}(t) = \int_t^\infty (1-\lambda) \times R(\tau) e^{-\int_t^\tau i(s) ds} d\tau \quad (6)$$

房屋的价值为:

$$Q(t) = \int_t^\infty \lambda \times R(\tau) e^{-\int_t^\tau [\delta + i(s)] ds} d\tau + \int_t^\infty (1-\lambda) \times R(\tau) e^{-\int_t^\tau i(s) ds} d\tau \quad (7)$$

上述方程可以更简洁地表述为:

$$Q(t) \approx \frac{\lambda \times R(t)}{i_{\text{long}} + \delta - g_{\text{long}}} + \frac{(1-\lambda) \times R(t)}{i_{\text{long}} - g_{\text{long}}} \quad (8)$$

i_{long} 代表名义利率的长期平均水平;

g_{long} 代表房租增速的长期平均水平。

名义利率的长期平均水平可以表达为如下形式:

$$i_{\text{long}} = r_t^* + \pi_{\text{long}} + \sigma_t \quad (9)$$

名义利率的长期平均水平包括三个部分, 一是(短期)实际均衡利率的长期平



均水平 r_t^* ，二是通货膨胀的长期平均水平 π_{long} ，三是风险溢价 σ_t 。也就是说，住房资产的贴现率由无风险利率（前两部分之和，可用长期国债利率近似）与房地产风险溢价共同构成。

这里把长期的房租增速表达为通货膨胀长期平均水平的 $(1+\theta)$ 倍。这个倍数代表住房服务价格相对于该经济体所有商品和服务价格的相对变化，也可以说是住房服务的相对价格。

$$g_{long} = (1+\theta)\pi_{long} \quad (10)$$

结合以上对名义利率和房租增速长期水平的讨论，房屋价值可进一步表达为：

$$Q(t) = \frac{\lambda \times R(t)}{r_t^* + \sigma_t - \theta\pi_{long} + \delta} + \frac{(1-\lambda) \times R(t)}{r_t^* + \sigma_t - \theta\pi_{long}} \quad (11)$$

2. 房地产内在价值的决定因素

与 Poterba (1984) 相比，前文估值模型没有考虑房地产税收和税收抵扣等因素对房屋估值的影响，但把房屋结构和房屋所占用土地的价值做了区分。这个做法更贴近中国现实当中缺少房地产税收，且土地在房地产中的价值占比较高的特点。

基于前文模型，决定未来房屋价值变化的主要是四个因素（图 1）。

一是均衡实际利率。当经济处于充分就业状态、通胀稳定时，既不会加速也不会减缓经济增长的“中性”实际利率水平。主要取决于两方面力量的对比：储蓄意愿和投资需求。储蓄意愿越强，投资需求越低，会拉低均衡实际利率；反之储蓄意愿越弱，投资需求越强，会抬高均衡实际利率。实际利率越高房价越低，原因在于实际利率越高，未来收益折现到今天的价值越低，对房屋估值是压制作用；也可以理解为实际利率高意味着持有房地产面临着

较高的机会成本，房屋带来的净收益较低。

二是通货膨胀率。通货膨胀率越高，该经济体一揽子商品和服务的价格越高，房屋的名义租金越高，房屋的名义估值也会越高。通货膨胀率背后有需求变化、供给冲击等一系列复杂的决定因素。拉长时间看，无论供给方力量如何变化，或外部环境如何变化，宏观经济管理当局总可以通过货币总量的调节管理需求方，决定长期的通货膨胀水平。

三是房屋的相对价格。住房服务相对价格的变化，取决于以下几个因素：①房地产行业以外其他行业的相对生产率变化。如果其他行业有显著的生产率提升，而住房服务本身缺少显著的生产率提升，则住房服务的相对价格上升，即巴拉萨-萨缪尔森效应 (Balassa, 1964; Samuelson, 1964)；②消费偏好变化。如果随着收入增长，消费者对住房服务的偏好上升，愿意把更多收入用在住房服务上面，住房服务的相对价格上升 (Albouy et al., 2016)；③住房供给弹性。如果住房供给缺乏弹性，显著的房屋价格提升不能带来住房供给的相应上升，住房服务的相对价格更高 (Saiz, 2010)。

在不同类型的城市，住房服务的相对价格变化有显著差异。在人口流入、特别是高技能人才大量流入的大城市，人才集聚会带动城市生产率持续提升，住房服务的相对价格会因此获益。这是巴拉萨-萨缪尔森效应在空间经济学上的延伸。如果人口流入大城市的住宅供给缺乏弹性，住房服务相对价格的上涨会更加明显。对于人口流出、特别是高技能劳动流出的城市，再加上充分的房屋供给弹性，住房服务相对其他商品和服务的价格难以上涨，甚至下跌。

四是风险溢价。风险溢价越高，说明

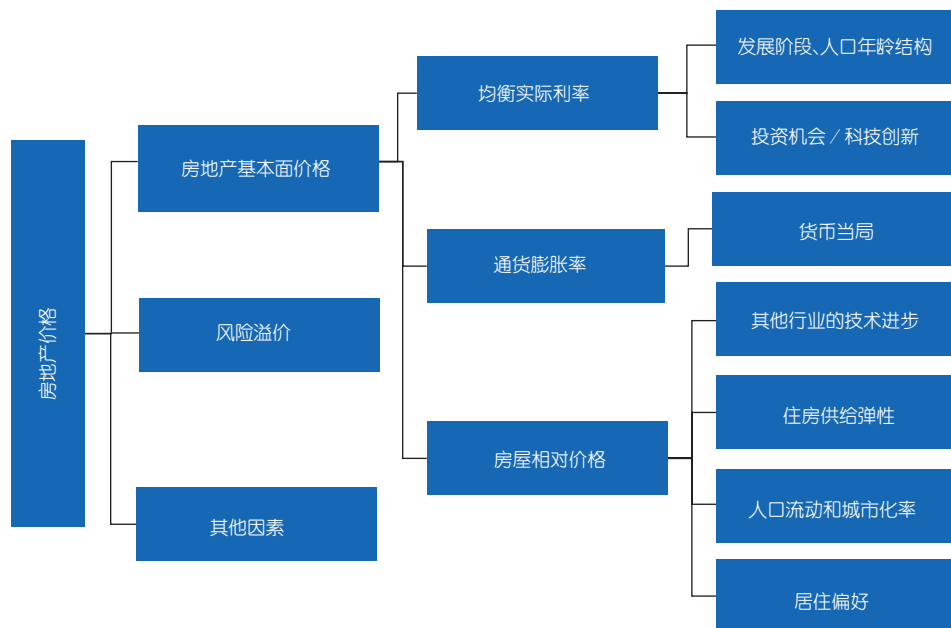


图1 房地产内在价值的决定因素

投资者对未来收益波动要求的风险补偿越高，也可以理解为投资者认为的持有房地产的机会成本越高，对房屋价值是压制作用。风险溢价越低，投资者对房屋收益波动要求的风险补偿越低，对房屋价值是提升作用。风险溢价因素在中短期内往往是决定房价波动最重要的力量，但是拉长时间平均以后看对房价的中长期估值影响则显著减弱。

三、如何看待当前的房地产市场估值

（一）把握房价、房租与房价租金比的估值调整特征

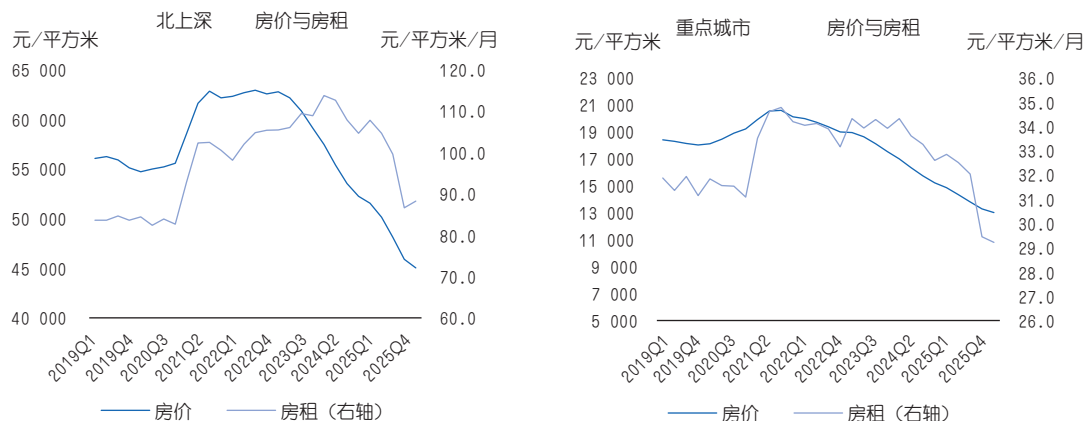
自2021年以来，中国住房价格和房租价格都显著下跌。住房价格方面，以北京、上海、深圳为代表的三个特大城市，2026年一季度房价较2021年一季度平均下跌23%，其他以省会城市为主体的30个重点城市房价平均下跌34%；房租方面，北

上深2026年一季度房租较2021年一季度平均下降4.9%，30个重点城市平均下跌11.3%（图2）。房价租金比（房价/年租金，下文简称租售比）方面，北上深在此期间从53倍下降到43倍，其他重点城市从49倍下降到36倍（图3）。

从跨国对比角度看，中国北京、上海、深圳等大城市住宅的租售比一度显著高于国际大城市，其他重点城市的租售比也处于较高水平。考虑到发达国家住房中有较高的房地产税，经过税收调整后的房价与租金净收益之比会显著上升，但即便如此，中国住宅与发达国家经过调整后的租售比相比仍然处于高位。经过过去几年的调整以后，中国大城市住房的租售比已经回落到与发达国家大城市相近的水平（图4）。

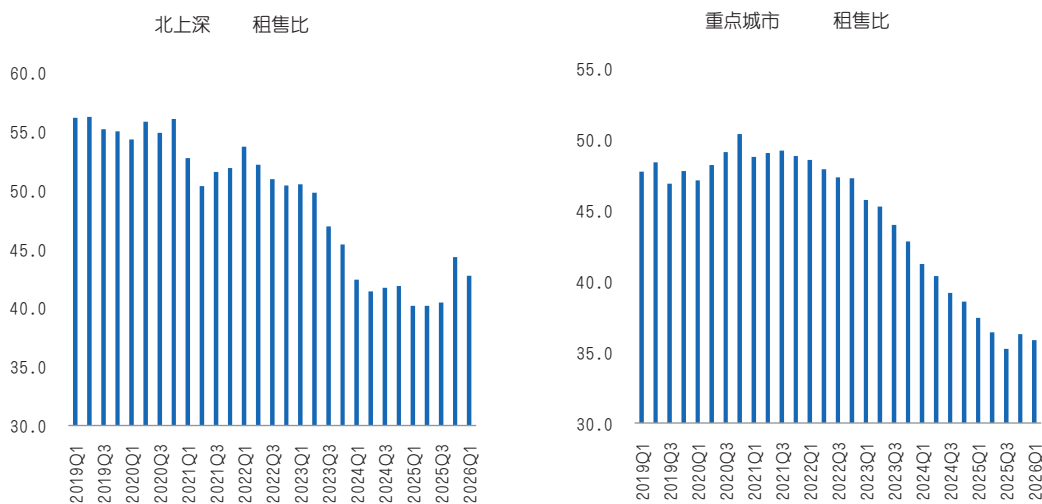
（二）估值为何下跌？

结合上面的模型来解释，2021年以来



数据来源：贝壳二手房数据库，Wind。

图2 北上深与其他重点城市的房价和房租（2019Q1—2026Q1）



数据来源：贝壳二手房数据库，Wind。

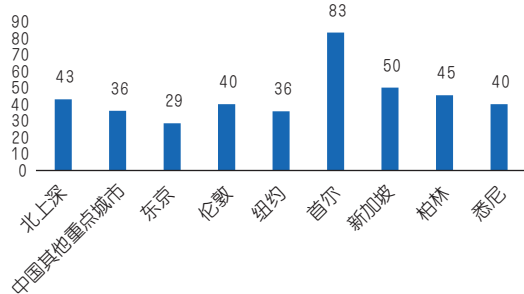
图3 北上深与其他重点城市的租售比（2019Q1—2026Q1）

对房地产估值的变化背后有三方面的因素。

一是利率的调整。以10年期国债利率为例，从2021年的3.2%下降到2025年的1.8%左右，这对房地产估值是提升作用。

二是房租增速下降。2018—2021年，

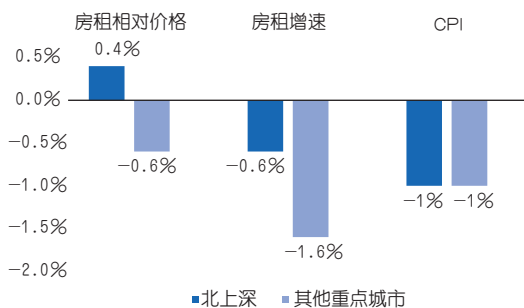
北上深房租年均增速5.3%，其他重点城市2%；2021—2025年，北上深房租年均增速-0.6%，其他重点城市-1.6%。两个期间相比，房租增速出现了由升转降的转折性变化。把房租增速分解为CPI增速和房租相对增速两个变化部分（图5）。这里我们



注：国际城市房价租金比在可获得的房价和租金数据基础上计算，并对住房持有环节的经常性不动产税进行简化调整。设原始房价租金比为 PR ，经常性不动产税负占住房价值的比例为 τ ，则税前租金收益率为 $1/PR$ ，扣除持有税后的净租金收益率为 $1/PR - \tau$ 。税收调整仅考虑经常性住房持有税，不考虑交易税、资本利得税及租金所得税。由于各经济体的住房统计口径、房产税计税基础和税率存在差异，国际比较主要用于观察估值数量级，不宜视为严格同口径比较。

数据来源：Numbeo，经作者计算。

图4 剔除税收影响后的房价租金比国际比较



注：房租增速等于CPI增速与房租相对价格变化之和。

图5 2021—2025年房租增速的分解

间大约在-1%。可以看出房租下降的主要原因来自CPI增速下降，北上深的房租增速稍高于同期CPI增速，其他重点城市房租增速稍低于CPI增速。

三是（事前）风险溢价上升。风险溢价是房地产投资者在购房决策时对承担房地产价格和租金不确定性所要求的预期补偿，特别是在对未来房价变化预期从非常乐观转向中性甚至悲观的情况下，投资者会要求更高的风险溢价才愿意投资住房资产。随着房租从较高的正增长转向负增长，对房地产投资会要求更高的风险溢价。这里所说的是事前的风险溢价，从事后实现的房地产超额收益来看，中国2021年以来租金收益率加上房价增速，远远低于长期国债利率，这意味着房地产投资者事后得不到风险补偿。一方面是事前风险溢价上升，投资者在新的环境下要求更高的风险溢价；另一方面从事后来看，已实现的房地产超额收益不仅没有上升反而下降，由此带来的结果是购房需求下降和房价下降。

仅从模型角度看，可以把2021年以来的房价下行归结为：利率下行，不足以抵消房屋租金下行以及由此带来的风险溢价上升，带来房屋估值下行。这仅是基于模型估值角度给出的解释。除了这些原因，2021年以来还有其他因素对短期内的房价带来显著冲击，比如，公共卫生事件的冲击、诸多开发商陷入债务困境并难以按时交付房产、部分开发商为应对流动性困境在短期内显著低于市场价卖房等。从事后

采用了与其他国家计算方法更加一致的、经过调整后的CPI水平^①，2021—2025年期

① 盛中明.重新思考CPI和真实利率[EB/OL].中国金融四十人论坛CF40研究, (2024-08-11).http://www.cf40.org.cn/news_detail/13951.html. 该调整口径采用机会成本法重新估算自有住房租金并相应调整CPI, 测算结果并非国家统计局公布的官方CPI; 文中2021—2025年-1%系按该口径的测算值。



观察的角度看, 房价与房租的下行是相似的持续过程, 其他诸如公共卫生事件的冲击、房屋交付风险和开发商的折价出售主要是在某些特定时间段有更明显影响。

四、情景分析

本文根据已有的房租数据, 结合对模型中参数的赋值, 计算得到房屋的内在价值。用模型计算的内在价值与现实中的房价做出对比, 以此判断当前的房屋估值水平。上述模型中, 有些参数在长期内保持稳定, 比如, 折旧和维护成本, 房屋结构在房屋全部价值的占比等, 这里结合现实中的调查给予赋值。有些参数, 比如, 十年期国债利率、风险溢价、房租增速, 对应的是这些变量未来中长期内的取值。本文采取情景分析的方法, 给出不同情景下这些变量的赋值, 计算不同情景下的房屋估值。

①房租 R : 采用 2026 年一季度北京、上海和深圳的平均房租, 以及其他重点城市的平均房租水平。

②房屋结构在房屋价值中的占比 λ 。对于北京、上海、深圳这些特大城市而言, 建筑成本、各种中间费用以及企业盈利和税费、土地成本在房价中的占比大约在 2:2:6, 这里将北上深几个特大城市的 λ 取值设定为 0.3。其他重点城市, 建筑成本、各种中间费用以及企业盈利和税费、土地成本在房价中的占比大约在 4:2:4。房屋结构和土地在房价中的占比相同, 这里将其他重点城市的 λ 取值为 0.5。

③折旧和维护费用 δ 。为简化测算, 房屋结构按照 70 年使用期折算年度折旧率, 约为 1.43%。房屋维护费用包括了日常维修、物业管理支出以及专项维修基金的计提, 大约为房屋结构价值的 0.33%。二者合计 $\delta = 1.8\%$ 。

④利率 i 。这里采用了近一年的十年期国债利率平均值, 取值 1.8%。

⑤租金增速 g 和风险溢价 σ , 这里考虑了两种情景。

(一) 观察中性情景下的估值修复空间 (表 1)

房租增速。将房租分解为两个部分, 一部分是通货膨胀率 CPI, 另一部分是房租和 CPI 的相对价格变化。目前中国人均 GDP 按照名义汇率计算是 1.4 万美元, 按照购买力平价计算人均 GDP 大约 3 万美元。我们重点参考了美国和欧洲人均 GDP 超过 3 万美元以后的 CPI 和房租相对价格变化^①。平均来看, 美国和欧洲的 CPI 大体维持在 2% 左右, 美国稍高于这个水平, 欧洲稍低于这个水平。以纽约、伦敦为代表的大城市住房供给缺乏弹性, 房租涨幅超过 CPI 1~1.5 个百分点, 普通城市住房供给弹性较高, 房租大约与 CPI 持平。欧洲的巴黎、柏林等大城市房租受到较多政策管制, 涨幅超过 CPI 大约 0.5 个百分点, 普通城市房租大约与 CPI 持平。参考这些经验, 这里将北上深和其他重点城市的房租增速取值分别为 3% 和 2%。

风险溢价。北上深和其他重点城市

① 各经济体 CPI 与主要城市租金的长期变化可参见国际货币基金组织《世界经济展望》数据库及 OECD 住房价格数据库 (Analytical House Prices Indicators)。



表 1 中性情景下的房屋估值测算

北上深		其他重点城市	
房租 R	88.2	房租	29.2
折旧和维护 δ	1.8%	折旧和维护	1.8%
房屋结构占比 λ	30%	房屋结构占比	50.0%
长期国债利率 i	1.8%	长期国债利率	1.8%
风险溢价 σ	2.5%	风险溢价	3.0%
租金增速 g	3.0%	租金增速	2.0%
计算公式: $Q(t) = \frac{\lambda \times R}{i + \sigma + \delta - g} + \frac{(1 - \lambda) \times R}{i + \sigma - g}$			
房屋结构价值	10 243	房屋结构价值	3 811
土地价值	56 991	土地价值	6 261
模型隐含房价	67 233	模型隐含房价	10 072
实际房价	45 027	实际房价	13 001
模型租售比	64	模型租售比	29
实际租售比	43	实际租售比	36

注：房租为 2026 年一季度水平，单位为元 / 平方米 / 月；房屋结构价值、土地价值、模型隐含房价与实际房价单位为元 / 平方米。

的房屋资产的风险溢价取值分别为 2.5% 和 3%，依据如下：住房风险溢价属于事前不可直接观测变量，本文参考住房使用成本文献的常见参数范围进行情景校准。Himmelberg et al. (2005) 的住房使用成本框架及后续相关研究通常采用约 2% 的住房风险溢价，Poterba (1991) 的经典测算则采用 4% 的房地产投资风险溢价，因此 2%~4% 可作为住房风险溢价的一个参考校准区间。进一步地，Amaral et al. (2021) 基于 27 个国际大城市的长期住房回报数据发现，核心大城市住房的长期总回报低于本国其他地区，住房风险也随城市规模上升而下降，这意味着核心城市住房所要求的风险补偿可能相对较低。综合上述文献，中性情景下本文将北上深的住房风险溢价设为

2.5%，其他重点城市设为 3%，二者差异的来源在于前者更高且稳定的房租上涨预期。

将上述参数代入模型以后，北上深的模型隐含房价是 6.7 万元 / 平方米，模型隐含租售比是 64 倍，明显高于现实中的房价 4.5 万元 / 平方米和租售比 43 倍。重点城市的隐含房价是 1 万元 / 平方米，模型隐含租售比是 29 倍，稍低于现实中的房价 1.3 万元 / 平方米和租售比 36 倍。

(二) 警惕低迷情景下的继续调整压力 (表 2)

房租增速。这里主要参考日本人均收入超过 3 万美元以后的经验赋值。按照购买力平价计算的日本人均 GDP 在 2002 年超过 3 万美元，此后 20 年里，日本 CPI 平均保持在 0 左右的低位，全国房租与 CPI



表 2 低迷情景下的房屋估值测算

北上深		其他重点城市	
房租 R	88.2	房租 R	29.2
折旧和维护	1.8%	折旧和维护	1.8%
房屋结构占比	30%	房屋结构占比	50%
长期国债利率	1.8%	长期国债利率	1.8%
风险溢价	3.5%	风险溢价	4.0%
租金增速	1.5%	租金增速	1.0%
计算公式： $Q(t) = \frac{\lambda \times R}{i + \sigma + \delta - g} + \frac{(1 - \lambda) \times R}{i + \sigma - g}$			
房屋结构价值	5 670	房屋结构价值	2 656
土地价值	19 497	土地价值	3 652
模型隐含房价	25 167	模型隐含房价	6 308
实际房价	45 027	实际房价	13 001
模型租售比	24	模型租售比	18
实际租售比	43	实际租售比	36

注：单位与数据时点同表 1。

大致持平，其中东京房租涨幅高于全国 CPI 约 0.5 个百分点，人口流出城市低于全国 CPI 约 0.5 个百分点^①。这里我们假定低迷情景下，CPI 持续保持在 1%，北上深房租增速高于 CPI 大约 0.5 个百分点，其他重点城市房租增速与 CPI 增速持平。

风险溢价。在低迷的房地产市场环境下，投资者会要求较高的风险溢价，补偿可能面临的投资损失。从日本的情况来看，东京地区的房产风险溢价在 3.5%~4% 之间。这里将北上深的房产风险溢价取值 3.5%，其他重点城市取值 4%，二者差异的来源在于后者更低的房租增长预期。

将上述参数代入模型以后，北上深的模型隐含房价是 2.5 万元/平方米，模型隐

含租售比是 24 倍，明显低于现实中的房价 4.5 万元/平方米和租售比 43 倍。重点城市的隐含房价是 0.63 万元/平方米，模型隐含租售比是 18 倍，显著低于现实中的房价 1.3 万元/平方米和租售比 36 倍。

通过这两种情景的比较可以看到，在不同的宏观经济大环境下，对房地产的估值会带来巨大影响。如果能保持稳定合理的总需求水平和物价水平，大城市往往会有比 CPI 增速更高、不低于 2%~3% 的房租增速，这不仅带来了直接的资产回报，也有利于降低投资者持有房地产资产的风险溢价，房地产能够得到较高估值。反之，如果总需求水平和物价水平持续低迷，即便是大城市的房租也难以显著超过 CPI 增

① 日本 CPI 及东京房租数据可参见日本总务省统计局消费者物价指数（含房租分项）。



速，投资者对房地产投资会要求很高的风险溢价，房地产的估值也非常低。

需要说明的是，上述测算结果对关键参数的取值较为敏感。以北上深的中性情景为例，若风险溢价假设上调 0.5 个百分点，模型隐含房价将由 6.7 万元/平方米降至约 5.0 万元/平方米；反之，若风险溢价假设下调 0.5 个百分点，模型隐含房价将升至约 10.5 万元/平方米。其他重点城市的方向相同、幅度相对较小。这一敏感性也说明，本文情景测算的意义主要在于给出不同宏观环境下的估值区间，而非精确的点位预测。

五、激发购房需求的政策工具选择

当前环境下，购房与购买其他资产相比处于劣势。在未来房地产投资收益难以得到明确预期以前，卖房换成其他形式的金融资产，租房而不是买房成了更合理的选择。

直观地看，买债券获得每年 2% 左右的无风险收益。买股票，买大型银行、能源、公用事业、电信运营商的股票，获得每年 4%~6% 的分红收益，未来投资收益有波动但是波动并不剧烈；如果投资者愿意承担更高风险，相应的预期投资回报也会更高。买房地产，目前只有 1.5%~2.5% 的不稳定收益，这个收益与无风险资产相比没有优势但要承担很大的资产收益率波动风险，与风险资产相比收益率过低，得不到足够的风险补偿。

结合上面模型来看，如果未来宏观经济大环境和房租有更明确的稳定增长预期，以北上深为代表的大城市房产仍有较高投资价值，其他重点城市房价进一步下行的压力也相对有限。如果未来仍难以摆

脱低迷的物价水平，房租增速难有出色表现，全国房价仍面临进一步的大幅向下调整空间。

扩大购房需求的政策工具和手段有很多种。这要求我们甄别当前房地产市场相关政策的作用机制，找到能够切实激发购房需求的政策调整。

方案 1：侧重供给侧和开发商债务风险的政策。相关政策建议包括：通过政府出面“收储”，降低房地产市场现有的库存，改善部分开发商和地方融资平台的现金流。针对开发商面临的债务困境，将“风险处置”与“正常融资”隔离，支持房企合理融资需求。确保项目建设交付，阻断房地产风险向金融体系蔓延。这些政策对于改善保障房供应、缓解房地产开发企业债务压力，隔离金融风险蔓延有帮助。在特定时间段对于保障交房、防止由于交付风险带来的成交低迷和房价下行也有帮助。时至今日，这些政策仍有必要，但从本文关注的住房资产估值和购房需求渠道看，这些政策对于理顺价格机制、直接改善购房收益预期的作用仍相对有限。

方案 2：关注需求方，放开限购限售。就目前的各种比价关系而言，卖房换成其他形式的金融资产，租房而不是买房成了更合理的选择。只有少部分财力充裕、租房不能满足其需求、为获得自有住宅而不在于付出较高溢价的群体才会买房。这种情况下放开限购限售对房地产市场带来的改变很有限。当然，放开限购限售的意义不限于房价变化，这对于人口合理流动和城市发展也有重要意义，这个政策值得做，但在激发购房活力方面的作用同样相对有限。

方案 3：市场自发出清。从上面的估



值模型来看，在利率、通货膨胀和房屋租金没有显著改变的情况下，按照本文低迷情景的参数设定，需要房地产价格在目前的基础上再下降一半左右，才可能让房地产重新具备投资价值。如果考虑到房价下降过程中带来风险溢价的再度恶化，房价下跌与风险溢价攀升会形成自我放大的循环，这个方案最终会要求多大的价格调整才能让房地产市场重新出清很不确定。

方案4：充分的逆周期政策，改变整体物价水平。通过更大幅度的逆周期政策，特别是降低政策利率，可以通过三个渠道

支撑房价上升。一是利率下降直接降低住房资产的贴现率，有利于提高估值；二是改变整体物价水平，名义房租增速会在这个过程中改善，有助于提高估值；三是市场预期改善可能带动风险溢价下降，同样有助于提高估值。在房地产市场重新形成稳定的估值基础以后，中长期的住房制度建设仍需继续推进。这种情景下，拉长时间看，房地产税，特别是针对北上深这样大城市的房地产税就有必要提上日程。[N](#)

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] Albouy D, Ehrlich G, Liu Y. Housing demand, cost-of-living inequality, and the affordability crisis[R]. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 22816, 2016.
- [2] Amaral F, Dohmen M, Kohl S, et al. Superstar returns[R]. New York: Federal Reserve Bank of New York, 2021.
- [3] Balassa B. The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal[J]. Journal of Political Economy, 1964, 72(6): 584-596.
- [4] Baumol W J. Macroeconomics of unbalanced growth: the anatomy of urban crisis[J]. The American Economic Review, 1967, 57(3): 415-426.
- [5] Campbell J Y, Shiller R J. The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors[J]. The Review of Financial Studies, 1988, 1(3): 195-228.
- [6] Campbell S D, Davis M A, Gallin J, et al. What moves housing markets: a variance decomposition of the rent-price ratio[J]. Journal of Urban Economics, 2009, 66(2): 90-102.
- [7] Poterba J M. Tax subsidies to owner-occupied housing: an asset-market approach[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1984, 99(4): 729-752.
- [8] Saiz A. The geographic determinants of housing supply[J]. The Quarterly Journal of Economics, 2010, 125(3): 1253-1296.
- [9] Samuelson P A. Theoretical notes on trade problems[J]. The Review of Economics and Statistics, 1964, 46(2): 145-154.
- [10] Himmelberg C, Mayer C, Sinai T. Assessing high house prices: bubbles, fundamentals and misperceptions [J]. Journal of Economic Perspectives, 2005, 19(4): 67-92.
- [11] Poterba J M. House price dynamics: the role of tax policy and demography[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1991(2): 143-204.

Policy Choices for Stabilizing the Real Estate Market—An Analysis Based on a Housing Asset Valuation Framework

ZHANG Bin¹ ZHU He²

(1. Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences;

2. Research Department, China Finance 40 Forum)

Abstract This paper develops a housing valuation model as part of an effort to identify the sources of the sharp decline in housing prices since 2021. The model employs a discounted cash flow framework that distinguishes



between the value of residential structures and that of land. The results of this study indicate that slower rental growth and a higher risk premium have been the main drivers of the housing price decline, while lower interest rates have been insufficient to offset their effects. Scenario analysis shows that, under the neutral scenario, housing prices in Beijing, Shanghai, and Shenzhen have room to rise, whereas under the pessimistic scenario, housing prices nationwide remain subject to considerable downward pressure. After comparing various policy instruments, this paper argues that supply-side policies and measures such as lifting home-purchase and resale restrictions are unlikely to directly improve expected returns on housing investment. However, a sufficiently strong countercyclical policy response—particularly a reduction in policy interest rates—can raise housing valuations and stimulate housing demand. Three channels have been identified: lowering the discount rate, improving expectations for rental growth, and reducing the risk premium. The study suggests this combined response could be a successful policy option for stabilizing the real estate market at present.

Keywords Real Estate Valuation, Price-to-rent Ratio, Risk Premium, Countercyclical Policy

JEL Classification E52 G12 R31