

DOI: 10.13253/j.cnki.ddjgl.2022.06.002

# 外部冲击下的中国房地产市场发展格局演变及启示

彭旭辉, 倪鹏飞, 徐海东

(中国社会科学院财经战略研究院, 北京 100006)

**[摘要]** 房地产市场作为重要的资产市场易受意外事件的冲击影响。1997年以来, 中国经历了四次重要的外部事件冲击, 而此期间中国的房地产市场却从开始建立, 经过加速发展, 不断走向成熟。研究发现: 基于中国房地产市场潜力仍有待释放的前提背景下, 外部冲击事件虽然给中国房地产市场带来一定波动和分化, 但并未改变长期发展趋势, 而且还会加速中国房地产市场的发展; 宽松的货币政策环境在应对外部冲击上发挥着关键性作用, 也成为房地产市场持续繁荣的重要支撑因素。未来房地产市场应该在维持稳健性政策调控的过程中深化制度改革, 同时房地产市场应该回归居住属性, 更要防止过度金融化。

**[关键词]** 外部冲击; 新冠肺炎疫情; 金融危机; 房地产周期

**[中图分类号]** F293; F202

**[文献标识码]** A

**[文章编号]** 1673-0461 (2022) 06-0008-08

## 一、引言

2020年正当我们满怀信心迎接脱贫攻坚和全面小康社会目标, 开启基本现代化之旅时, 一场突如其来的新冠肺炎疫情从天而降, 并且在全球蔓延开来, 堪称“百年一遇的大流行病”<sup>[1-2]</sup>。新冠肺炎疫情给我国经济社会的发展带来严重影响和冲击, 同时也对正在调整中的楼市产生了重大影响。进入新世纪以来, 中国经济遭遇的外部冲击不止一次, 从1997年到2020年中国大体发生了四起外部冲击事件, 包括1997年东亚金融危机、2003年非典疫情、2008年国际金融危机和2019年新冠肺炎疫情等。这四次典型外部冲击贯穿于过去二十余年中国经济及房地产的发展历程之中, 并影响着宏观经济及楼市发展格局。从1997年到2020年中国经济环境发生了重要的变化, 一方面, 住房改革以及加入WTO融入全球经济形成两大发展驱动力, 由此带来中国经济十多年的高速增长, 而2008年金融危机后逐步转向中低速增长, 内外部经济环境发生深刻变化。另一方面, 随着城镇化的快速推进, 中国房地产市场经历了从开启到快速发展再到逐步成熟的过程, 自1998年全面启动住房市场化改革以来, 房地产市场需求获得极大的释放, 住房市场体系也在不断的完善。过去二十余年里发生的历次冲击都给中国经

济及楼市带来一定的影响, 这期间房地产市场的发展格局也在随之不断演变。因此, 回顾和比较这几次典型外部冲击是非常有意义的工作, 而且将其与房地产发展周期相结合更具有现实性, 能为未来房地产市场发展方向提供一定启示。

外部冲击是一种来自于外部的、突发性的、不可预测和预期的, 且不为一国政府或者一个经济体所控制的某种事件或者力量, 并对该国经济产生影响<sup>[3]</sup>。外部冲击是经济活动中值得关注的重要议题之一, 改革开放以来中国经济社会经历过多次不同类型的外部冲击, 不少研究者对此进行过剖析。从外部冲击来源的分类来看, 可以分为经济事件冲击和非经济事件冲击, 经济性外部冲击中以1997年亚洲金融危机和2008年国际金融危机最受关注。刘遵义<sup>[4]</sup>指出掠夺性的投机是东亚金融危机里的一个重要因素; 周景彤<sup>[5]</sup>认为由美国次贷危机引发的国际金融危机加快了我国房地产市场的调整; 单菁菁<sup>[6]</sup>则分析了国际金融危机对中国城市经济的影响。非经济性冲击即自然社会性外部冲击, 主要有2003年非典疫情以及2020年新冠肺炎疫情。非典(SARS)是进入新世纪以来我国经历的第一次重大流行病事件, 其对经济的影响受到众多学者的关注<sup>[7-9]</sup>。而相比于非典疫情, 新冠肺炎疫情带来的影响则更广泛而深远, 爆发以来就被社会各界所密切关注。何

收稿日期: 2022-01-29

基金项目: 国家自然科学基金项目(71804059); 中国社会科学院国情调研重大项目《房地产调控政策及其效果》(GQZD2020010)。

作者简介: 彭旭辉(1987—), 男, 湖北黄冈人, 博士, 中国社会科学院财经战略研究院博士后, 研究方向为城市与房地产经济; 倪鹏飞(1964—), 男, 安徽阜阳人, 博士, 中国社会科学院财经战略研究院研究员, 研究方向为城市与房地产经济; 徐海东(1991—), 男, 江苏宿迁人, 博士, 中国社会科学院财经战略研究院助理研究员, 研究方向为城市与房地产经济。

诚颖等<sup>[10]</sup> 比较全面地探究了新冠肺炎疫情对我国经济、产业、金融等各领域产生的影响及其具体路径。盛松成等<sup>[11]</sup> 分析了新冠疫情对房地产市场的冲击影响及对策建议。部分研究对多次不同外部冲击进行比较分析。席涛<sup>[12]</sup> 基于改革开放以来四次典型国际经济外部冲击, 指出四次外部冲击带来中国经济大约每十年一次的中周期, 并且外部冲击是导致中国经济不稳定与经济增长速度下降的重要原因。赖德胜和蔡宏波<sup>[13]</sup> 基于同样的四次外部冲击事件, 着重分析了外部冲击对我国就业产生的周期性影响及应对政策。王有鑫等<sup>[14]</sup> 从实证层面研究了疫情、国际金融市场波动、外部产出波动和美国贸易政策不确定性四种外部冲击对中国经济周期波动的差异化影响。从已有研究来看, 大多数研究侧重分析单次或两次冲击事件的经济影响, 少数研究虽然对比分析多次冲击事件, 但均侧重经济性冲击事件。现有研究主要围绕外部冲击对宏观经济的影响, 而很少有研究将多次外部冲击事件与房地产市场相结合, 本文将尝试弥补这个不足和缺口, 侧重于系统分析外部冲击下房地产市场发展格局的演变规律。

## 二、房地产市场发展周期中的四次典型外部冲击

自 1998 年住房制度改革拉开房地产市场化的大幕, 经过二十多年的发展, 中国房地产市场已经从婴儿走向成年, 并且经历开启、加速、调整和成熟等四个关键节点的完整成长周期。从这个完整成长周期来看, 商品房价格一直处于波动性上升的趋势中, 虽然其间经历了四次外部冲击, 但除 2008 年国际金融危机期间房价出现下降之外, 其余年份均是正向增长的趋势。如图 1 所示, 商品房价格增速在 1998 年至 2010 年之间速度较快且波动性较大, 但 2010 年开始随着住房调控政策的不断强化, 房价上涨速度开始趋于平稳。商品房销售面积表现出类似的发展趋势, 2010 年之

前销售面积高速增长且波动性较大, 而 2010 年之后随着调控政策的不断干预, 增长速度趋于下降, 具体如图 2 所示。值得指出的是, 自 2017 年开始, 商品房销售面积不断向峰值趋近, 增速开始下降并趋于平稳, 预示着商品房总体需求在走向饱和状态。在这二十余年里, 房地产制度和政策体系都在不断完善, 这里面既有渐进性的制度改革, 也有相机抉择的政策调控, 这些政策应对措施既有效对冲着各种外部冲击, 同时也推动着房地产市场进一步向前发展。从国房景气指数来看, 房地产市场的景气程度随着宏观经济形势及外部环境等的变化而呈现出明显的周期性, 且这种周期变化与房地产的发展阶段具有很大的关联性。

过去二十余年中国房地产市场的发展周期共受到四次重要的外部冲击。第一次的 1997 年亚洲金融危机, 属于经济系统内的外地直接冲击, 这次冲击虽给房地产市场带来一定影响, 但最重要的却是催生住住房市场化改革。第二次的 2003 年非典疫情, 属于经济系统之外的本地间接冲击, 这次冲击对房地产市场的影响总体上比较微弱。第三次的 2008 年国际金融危机, 属于经济系统内的外地直接冲击, 这次冲击给房地产市场带来很大影响, 量价均出现大幅下跌<sup>[15]</sup>。第四次的新新冠肺炎疫情自爆发以来, 目前仍在全球各地持续传播, 且新的变异病毒不断出现, 疫情何时结束仍然具有不确定性。此次新冠疫情的影响范围广、时间长, 并且给经济社会发展带来深远的影响, 因此具有多重冲击的属性。新冠肺炎疫情对全球及中国经济均带来极大的负面冲击, 尤其在 2020 年上半年冲击很明显, 随后在积极的政策应对下逐步复苏。新冠疫情爆发初期, 房地产市场受到短暂性的冲击影响, 但市场交易依然比较活跃, 随着疫情的持续, 房地产市场的发展阶段在发生变化, 高杠杆和债务问题的不断凸显, 疫情冲击下的房地产市场将迎来新的变局。

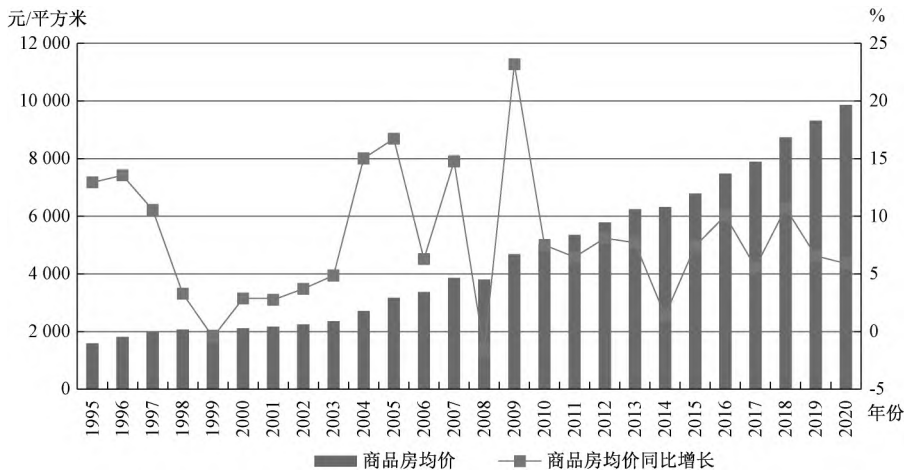


图 1 商品房价格及增长率

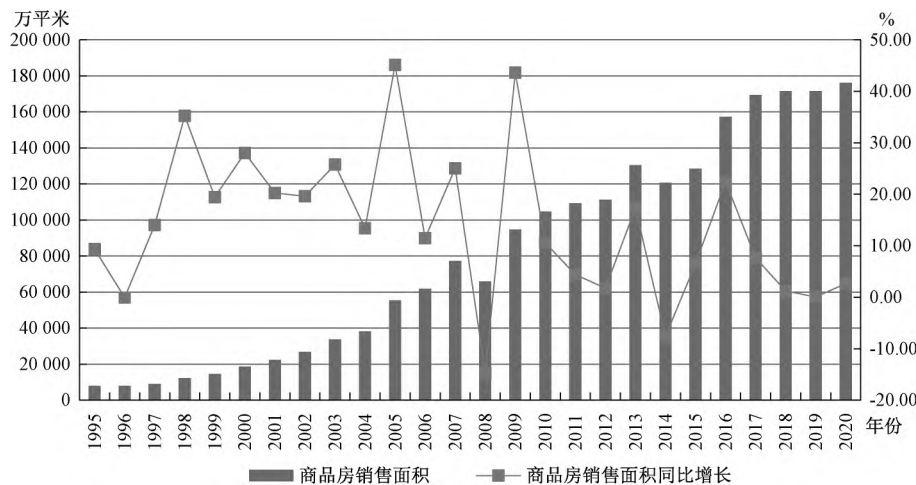


图2 商品房销售面积及增长率

简单比较四次外部冲击可以发现，它们都不是中国经济内生问题的冲击，都是特定外部事件带来的外部冲击。其中，两次金融危机属于社会事件冲击，同时属于经济系统内的外地冲击事件。两次疫情属于自然冲击事件，首先都属于经济系统外的本地冲击事件，但是当前的新冠疫情同时转化为经济系统的外部冲击，因此，新冠肺炎疫情的影响更为复杂，其具有多重属性。这些外部冲击事件相对于中国经济及房地产市场而言，既有相似之处也存在着很大差别。

结合中国房地产市场的发展周期以及四次冲击事件发生的时间节点，可以进一步形成房地产发展周期中的四个关键节点，由此将中国房地产的发展周期划分为五个典型阶段：1998年之前的萌芽期，1998—2003年的起步期，2004—2009年的加速与调整期，2010—2019年的快速扩张期，2020年及之后的逐步成熟期。1998年之前的房地产市场萌芽阶段，主要依靠计划性的福利分房，市场化程度很低。而1998年住房市场化改革之后的四个发展阶段则是房地产发展周期的核心，分别对应着四次外部冲击的时间节点之后，也是分析房地产发展格局演变的基础。

### 三、外部冲击下的房地产市场发展格局演变

经济发展过程中的外部冲击大多是在一定的宏观经济环境下偶然发生，冲击下政府主体都会采取一些政策应对措施<sup>[16]</sup>，由此产生与外部冲击的交叠效应而对经济运行带来不同的结果。基于外部冲击——宏观环境——政策应对——楼市格局的逻辑思路，从这四个主要方面细致的分析四次外部冲击下房地产市场发展格局的演变，并做深入比较分析，据此总结规律。具体分析上还做出进一步细化，外部冲击方面区分为直接冲击和间接冲击；宏观环境方面区分为短期经济环境和

长期经济背景；政策应对方面主要区分为宏观经济政策和楼市调控政策；最后在发展格局演变方面，更侧重于外部冲击对房地产市场的影响，因此重点关注楼市的反应状况和发展格局，分别从楼市的短期状态和长期趋势两个方面展开。整体分析逻辑及框架如图3所示。在这个演变过程中面对不同的外部冲击事件和宏观经济环境，政府采取不同的应对政策，由此带来不同的房地产市场反应。后文中将具体分析比较四次外部冲击下宏观环境与政策应对组合所带来的楼市格局变化。

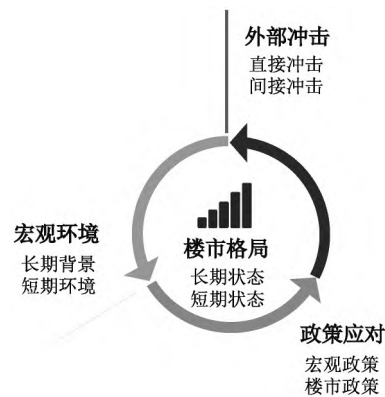


图3 基本分析框架

#### (一) 亚洲金融危机冲击下的房地产发展格局

宏观环境方面，在亚洲金融危机前后，中国的市场化改革在快速推进，经济处于高速增长阶段，出口竞争优势不断凸显，城镇化进入加速期，但同时也表现出内需不足的隐忧，经济增长对外需的依赖程度较大。冲击前中国经济处在短周期的下行阶段，经济增长率及固定投资等都出现周期性下行；亚洲金融危机的爆发对中国经济构成比较严重的冲击，尤其是出口方面的外需受到冲击很大。

当亚洲金融危机发生后, 政府采取积极的应对政策。宏观政策方面从侧重刺激出口转向刺激内需, 为寻找新的增长点和消费热点, 应对外需恶化的冲击, 房地产开始进入政策视野。为呼应扩大内需, 培育住房消费市场, 楼市政策做出重大调整和改革, 房地产制度实现从计划向市场的根本性转变。1998 年开始取消福利分房, 实行住房分配货币化, 推行商品房制度, 并进行金融信贷政策方面的配套改革促进消费, 促使房地产业成为国民经济的支柱产业。

1997—1998 年亚洲金融危冲开了房地产市场化的大门。在危机的冲击下, 中国楼市呈现出“V”型的调整。为了寻找新的增长点和扩大内需, 1998 年开始住房市场化改革正式铺开, 极大地释放了国民的住房需求, 由此住房市场迅速复苏并走上快速发展的道路。这一次的危机倒逼出住房制度改革, 给房地产后续的发展带来历史性契机, 随后房地产业保持着近二十年的繁荣发展, 也成为中国经济增长的重要动力之一。此阶段的楼市表现短期来看相对较为平稳, 主要任务在于消除住房市场化改革过程中的存量, 然而长期来看, 中国住房市场处于极度短缺的阶段, 大量住房需求仍然有待释放, 供需缺口极大。

### (二) 非典疫情冲击下的房地产发展格局

宏观环境方面, 中国在 2001 年正式加入 WTO 全面融入全球经济, 拥有较好的国际环境, 处在较好的战略机遇期。在冲击前后, 中国经济仍处于高速增长阶段, 发展潜力巨大, 出口依赖度进一步提高, 但同时内需仍然不足。非典冲击对中国经济造成的影响相对短暂和轻微, 主要在广东和北京等地, 疫情的冲击主要表现在 2003 年的第二季度, 而对全年经济增长的影响不大, 经济仍保持着快速增长。

政策应对方面, 宏观政策趋于收紧。非典疫情的发生, 虽然给经济带来一定的冲击, 但整体经济仍有些过热, 宏观经济政策由之前的刺激转向抑制。一方面, 房地产调控政策方面则由鼓励转向收紧, 为抑制房地产过热, 金融信贷政策也出现收紧。另一方面, 土地制度改革则为房地产发展奠定了基础。这个时期土地制度出现重大调整, 土地出让开始市场化, 土地财政之路开启。土地出让制度的变革, 不仅促进了房地产市场的发展, 而且直接催生了土地财政的流行, 自此房地产市场与土地财政之间的联姻就变得密不可分。

非典时期房地产市场整体处于平稳上行趋势中, 房地产的支柱地位得以确立并快速发展。2003 年“非典”给楼市带来的影响只是短暂干扰。长期看, 当时房地产处在加速发展的积累期。

土地出让正式市场化, 金融政策较宽松, 城镇人口快速增加, 这些都极大地刺激和支撑着房地产供给和需求层面的快速释放。因而在非典疫情的冲击下, 只是局部地区房地产市场受到暂时性的影响, 而房地产市场整体发展的上行趋势并没有改变。在良好的宏观大环境下, 一系列的制度及政策利好更是促进了房地产业的快速发展。这个时期中国融入全球经济的程度更大, 出口导向的发展特点明显, 同时房地产对经济的拉动作用也越发显著, 由此开启房地产与出口导向为主导的内外需双轮驱动发展模式, 经济保持着两位数的高速增长。在此情境下, 非典疫情对房地产市场的冲击并不明显, 反而一定程度上催生了房地产市场需求的扩张, 由此间接加快了房地产市场的发展。

### (三) 国际金融危机冲击下的房地产发展格局

宏观环境方面, 中国长期仰仗的廉价劳动力成本的比较优势以及外贸优势开始下降, 经济增速有所放缓, 同时存在维持收入增长和就业增长的压力。然而中国的城镇化仍在快速推进, 逐步展示出消费需求方面的巨大潜力, 居民消费从衣食温饱逐渐升级到住行娱乐主导。金融危机冲击前中国经济出现明显过热, 保持了数年的高速增长, 危机期间政府采取强力刺激政策, 使得经济增长总体保持平稳, 但国际金融危机之后经济增速放缓并持续下行, 增长动力仍显不足。

政策应对方面, 由于国际金融危机的冲击, 政府采取的宏观政策从危机前的抑制趋紧转向刺激宽松。金融危机爆发前整体经济过热, 实施稳健的财政政策和从紧的货币政策, 然而危机发生后政策就出现逆转, 实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 尤其是“四万亿”经济刺激方案影响巨大。房地产政策方面则由前期的控制趋紧转向强力救市。金融危机之前, 一系列涉及行政、金融、土地和财税的政策不断出台以平抑房价, 然而从 2008 年年底开始, 各种刺激扶持楼市的政策出台, 降低首付比、贷款利率、交易税费等, 银行信贷也不断放松。各个城市地方政府也纷纷出台救市措施, 此轮楼市刺激政策随后带来房价的快速上升。

此阶段房地产市场出现“V”型大反转, 后在政策扶持下走向非理性繁荣。在国际金融危机的冲击下, 房地产市场短期出现重大逆转, 由前期的过热转向下行趋势, 危机对金融市场及实体经济均带来明显的负面效应, 对住房需求也产生很大的冲击, 房地产开发投资、销售及房价等均出现回落。然而随后的强力刺激和扶持政策使得房地产市场迅速回暖甚至出现过热。究其原因来

看,金融危机后,以出口导向为依托的外需逐渐下降,拉动力有限,故而各地依托房地产进行强力刺激再次拉动经济增长。然而此阶段中国的住房整体上仍然是处于短缺状态的,在宽松的货币政策环境下,过度的刺激和扶持房地产反而带来了非理性的繁荣和过热,危机过后房价的快速上涨就是重要表现。面对房地产市场表现出的过度繁荣,2010年开始中国各个城市展开了新一轮的调控潮,然而房地产市场已进入过度繁荣的上行通道。

#### (四) 新冠肺炎疫情冲击下的房地产发展格局

宏观环境方面,经济正处于增长速度换挡期,增速持续下行的压力明显,同时各种外部压力凸显,中美贸易冲突及全球保护主义都不断显现,挑战前所未有。长期来看,虽然发展机遇有所变化,但在快速城镇化以及经济服务化的主导下,经济增长的结构性潜力仍然存在。新冠疫情冲击之前中国经济就处于增长速度持续下行的阶段,疫情的爆发在早期给国民经济造成巨大冲击,尤其对2020年一季度经济运行的冲击是史无前例的,各项指标的降幅均破历史记录,2020年一季度GDP增长为-6.8%。随着疫情防控常态化以及各项稳定经济措施的推进,整体经济的复苏相对较好,然而新冠疫情还在全球持续存在和蔓延,经济发展中的不确定性所带来的压力依然不小。

政策应对方面以稳为主,目标追求更多元化。这个阶段政府采取的宏观政策发生重要调整,开始追求多目标,从之前的宏观目标“六稳”转向“六稳”和“六保”,宏观政策实行的是稳健灵活适度的货币政策和积极的财政政策。疫情发生后,积极的财政政策变得更为积极,提高赤字率,大幅增加地方政府专项债券规模。房地产政策方面则保持调控目标不动摇。在疫情前后,政策层面一直坚持房住不炒、坚持房地产调控不动摇。整体来看,在疫情的冲击下,2020年的房地产调控政策随着房地产市场的“V”型反转而发生转向,但房地产政策的主基调并没有改变。在保持调控政策稳定的同时,住房体制改革也在逐步推进中。2020年12月18日,中央经济工作会议强调要解决好大城市住房突出问题。从此次会议来看,住房调控的“房住不炒”总基调将继续下去,发展租赁市场的重要性也将进一步提升,租售并举的住房体制有望持续推进。

疫情期间房地产市场整体运行趋于平稳,而结构性潜能有待释放。新冠疫情带来房地产市场交易及投资开发的暂停,期间房地产投资及销售均出现大幅下降,然而住房价格却整体平稳,热点城市反而继续上涨。新冠疫情从供给和需求两

个层面对房地产市场产生了冲击,使得住房成交量减少,一部分住房需求被推迟,然而在住房投机与刚需并存的市场格局下,房价却表现出平稳并上升的趋势。当前一、二线热点城市的住房被视为核心资产,在新冠疫情带来不确定性和恐慌的情况下,热点城市的住房依然炙手可热,资本的趋利性和避险性在这里表现得比较突出,再加上宽松化的货币政策环境,疫情的外部冲击甚至有加剧房价分化的趋势。新冠疫情冲击下房地产市场依然表现强劲,2020年全年的整体房价不降反升,这并非一个值得期待的好现象。在当前经济内生增长动力不足,外需变得更为不济的大背景下,房地产变得有些透支,越发扭曲实体经济发展以及整个国民经济内需结构的调整,尤其对消费内需的抑制更为明显<sup>[17]</sup>。一个明显的证据是疫情冲击之下,一边是快速回暖的房价,而另一边则是缓慢复苏的消费。另外,在当前阶段房地产供需两端的金融杠杆一直高位徘徊,潜在的金融风险也不容忽视。

长时期来看,住房市场未来的潜能主要在结构性潜力上,尤其是新市民及中低收入群体的住房需求,相关保障性住房需求要弥补的缺口还很大,这些是极需满足的。在中心城市、大都市圈和城市群等人口集中流入的地区还存在着住房短缺,新市民的刚需、部分改善型的需求和老城改造的重置需求也有较大的潜力。但是楼市存在的风险却不容忽视,一些城市的房价过高和另一些城市空置率过高并存,住房市场的结构性矛盾依然存在。新冠疫情有望为房地产市场带来新一轮的制度变革机遇,把握住房市场的结构性潜能,弥补房地产的结构性缺口,合理控制房地产金融杠杆,逐步回归到健康理性的发展道路上,这些应该成为房地产市场发展的核心关注点。未来房地产市场的发展更应该明确其在经济中的定位,服务于居住功能的实现以及经济结构的调整。

#### 四、四次外部冲击的比较及主要结论

四次外部冲击事件在性质上存在不同,发生的宏观经济背景不同,政策应对的表现以及所处的房地产发展格局也有明显不同。很明显,四次冲击给中国楼市带来的负面影响的程度也不一样。但结合房地产发展的周期规律以及通过比较研究的视角,仍然可以归纳总结出一些共性特点。关于四次外部冲击,基于比较分析可以初步得到以下几点结论:

第一,四次外部冲击都是外部偶然事件,但在积极的政策应对下均未引发系统性风险。这四次冲击事件相对于中国经济及房地产市场而言,

都是外部发生的偶然事件, 或直接或间接的对中国经济及楼市产生一定影响, 但在政府积极有效的政策干预下都获得很好的控制和化解, 最终都未演变为我国经济系统内的危机事件。与此同时, 在历次外部冲击下, 中国经济及房地产市场均表现出很好的韧性和复苏能力。

第二, 在房地产市场自身潜力和政策调控的作用下, 外部冲击并未改变房地产的长期发展趋势。历次的外部冲击对中国楼市的影响基本都是带来短期性的调整, 随后都复苏并快速发展, 其中 2008 年金融危机期间的冲击相对最大, 但在强力刺激政策的作用下反弹力度也更大。因为中国房地产市场还处于相对短缺的阶段, 需求并未完全得到释放和满足, 在外部冲击的影响下, 政府制定的刺激政策以及宽松的政策环境使得房地产获得更为有利的发展条件, 尤其是相对宽松的金融信贷政策, 给楼市提供了极大的缓冲空间。所以, 最终在政策作用下短期回调后都会快速复苏并重新繁荣, 外部冲击反而给楼市提供了契机, 推动着长期趋势的延续。外部事件也可以成为倒逼并促进房地产市场制度建设和创新的重要外力, 由此为房地产市场的长期发展提供正面的影响。

第三, 外部冲击对楼市均带来一定影响, 并加剧楼市波动与分化。由于长期宽松化的货币政策环境, 使得整个经济及楼市的金融化程度变得更高, 在外部冲击来临时, 新的经济周期起点会由此产生, 而高度金融化的经济和楼市在冲击下会变得更为具有弹性空间, 并引发楼市更大的周期性波动。随着城镇化的不断推进, 大型城市以及城市群不断形成, 中国城市体系的发展格局在不断演变, 这也决定着楼市的格局。历次外部冲击之下, 一、二线的强势中心城市与其他弱势城市之间的差距在冲击中会出现分化趋势, 发展潜力大以及基础面好的城市能抵御外部冲击, 并重新获得新生和快速发展, 而中小城市面对外部冲击如果不能很好的应对就将走向衰落, 由此城市与楼市之间的分化就会进一步被强化。

第四, 四次冲击均发生在快速城镇化的大背景下, 房地产市场的潜力能得以持续释放。自 1996 年以来中国的城镇化就进入快车道, 年均增长 1 个百分点左右, 人口不断向大中城市聚集, 当前城镇化率已经超过 60%, 未来城镇化率将进一步提升达到 70% 以上<sup>[18]</sup>。在这快速的城镇化趋势中, 住房需求不断释放出来, 这也是历次冲击下房地产市场依然能稳健发展的重要支撑。大量的新市民及城镇转移人口在进入城市后都具有强烈的刚性住房需求。与发达国家相比, 中国的城镇化还有很大空间, 城镇新增人口还会继续增加

并衍生出相应的住房需求, 因此未来一段时期房地产市场的潜力还会持续释放。

第五, 外部冲击下政府都会积极采取应对之策, 而宽松的货币政策环境发挥着关键性作用。历次外部冲击发生后, 为了维护经济的稳定运行, 政府都会积极地采取应对之策进行政策干预, 其中货币信贷政策成为重要手段之一, 而且对于房地产市场来说更为关键。银行信贷以及利率水平对于房地产市场如同生命线, 直接关系到其发展状况。四次冲击下金融信贷政策都在房地产市场中发挥着关键影响作用, 但这个共同因素在金融危机期间和流行疫情时期也存在着不同点。1998 年亚洲金融危机时期引入住房抵押贷款和公积金政策, 直接促进了住房消费的释放; 国际金融危机时期实行宽松灵活的货币政策, 极大地促进房地产市场的复苏和繁荣, 所以两次金融危机时期货币信贷政策对房地产市场而言都是很宽松的。而非典疫情和新冠疫情时期, 整体的货币政策环境依然是偏宽松的, 银行信贷政策对房地产市场则有针对性的适度收紧, 以防止房地产市场过热, 目的在于通过金融信贷政策维护房地产市场的平稳健康发展。

第六, 流行性疫情与金融危机冲击的影响机制和效果存在显著差异。四次外部冲击中, 亚洲金融危机和国际金融危机均是外部经济系统带来的冲击, 对经济及楼市的影响比较直接和严重。非典疫情只是对中国局部地区产生一定冲击影响, 对整体经济影响并不显著, 且主要侧重旅游及服务业等。新冠疫情冲击的影响机制相对更为复杂, 不仅涉及到疫情对国内经济的间接影响, 还涉及到全球疫情及国外经济形势恶化带来回传效应的影响。同时, 外部疫情的蔓延也对国内疫情的防控和稳定带来很大的潜在风险。总体来看, 非典及新冠肺炎等流行性疫情对房地产市场的影响冲击比较短暂, 主要表现是房地产供给和需求市场出现暂停和推迟, 对信贷市场影响也不明显, 所以没有金融危机这种源于经济系统的冲击那么严重。金融危机对房地产市场的冲击则有所不同, 其中重要的一点是金融危机往往与一定的经济泡沫有关<sup>[19]</sup>, 且危机发生后银行信贷会出现收缩, 从而对房地产市场带来直接而深远的影响。金融危机扩散期间, 金融加速器效应会通过信贷市场而放大外部冲击对经济及房地产市场的影响, 因此可以看到金融危机对房地产市场的冲击远大于流行性疫情的冲击。

## 五、反思与启示

通过对四次外部冲击与房地产市场发展的比

较分析,可以获得不少有益的启示,主要包括两大方面的重要启示,一方面是经济政策的应对策略,另一方面是房地产市场的发展方向。这里具体阐述主要的几点思考。

第一,房地产市场需要政策调控,更要制度改革。政策调控可以对冲外部冲击的影响,而制度改革则决定着房地产的长期发展趋势。无论是整体宏观经济还是房地产市场,在面临一定外部冲击时都有必要采取对应的调控政策。放任市场自行恢复或变动是不现实的,所以合理而及时的政策调控非常有必要,而且应该根据经济形势变化做出适应性调整。对于住房市场来说,持续而稳定的调控已经趋于成熟,并取得较好效果,但住房市场的一些根本问题还未解决,如住房保障、租售同权等,所以有效的制度变革也不可或缺。自1998年住房市场化以来,住房市场的调控政策未曾间断,制度变革也在持续推进中。一般住房政策调控着眼于短期应急,而制度变革更着眼于房地产的长期平稳健康发展。现阶段尽管房地产市场还有一定潜力,但房地产给经济社会带来的扭曲和负面影响也在凸显,大城市的住房问题仍然比较突出。这就急需通过改革的方式来解决,而非仅仅通过政策调控可以做到的。考虑到中国当前的房地产市场现状,制度改革不可能一蹴而就,应该在政策调控中不断深化改革,如此才能促进房地产市场的平稳发展。面对中国经济发展的新阶段以及经济结构转型的需要,住房体系有必要进行新一轮的制度改革以回归居住本位,加大住房保障力度,同时开征存量房房地产税也是重要改革方向<sup>[20]</sup>。

第二,房地产市场的政策应对要因时而动,更要把握力度。房地产市场的调控政策需要把握好时机和力度,充分考虑当时的经济环境和状况,而不能刺激过度,尤其是面对外部冲击时更要把握好力度,否则容易给后期经济发展带来负面影响。如2008年危机之前我国整体经济过热并处于调整期,而金融危机期间的逆向调控政策力度过大,并带来一些经济后遗症。也正是在这一轮的大力度刺激政策的推动下,楼市在随后的两三年里出现报复性的上涨,给后续的楼市调控带来很多问题和挑战。值得指出的是,这一次金融危机引发的周期性调整应该是中国房地产市场实现软着陆的良好时间契机,如能在合理政策扶持的同时加大住房体制改革,那么后续十年中房地产市场的调控顽疾或许能够很好的解决。政府对房地产市场的每一次救市或刺激都会带来房价的爆发式上涨,所以政府对楼市的调控应该把握好度,考虑到中国房地产市场缺口的结构性矛盾,对热

点城市的持续性调控应该成为楼市的一种常态和长效机制,同时兼顾好因城施策,部分地区可择机推行空置税等以引导预期<sup>[21]</sup>。

第三,房地产市场要继续发掘潜力,更要防止透支。随着城镇化继续推进,房地产市场的需求潜能还将持续释放。对于中国房地产业来说,其潜力确实还有,但更多属于长期性的和结构性的潜力,不可一次用完,未来主要潜力在于中低收入群体住房需求以及保障性住房需求。房地产业发展潜力的释放对于拉动经济增长具有重要作用,但其效用仍然具有一定的限度,不可过度依赖,必须把握好短期应急与长期繁荣的关系,既要应对经济中的短期冲击,也要做好长期发展的规划。2003年美国互联网泡沫破灭后,美国政府寄希望于房地产刺激整体经济的恢复,然而当时美国的住房市场潜力有限,过度的刺激反而带来新一轮的房地产泡沫,由此带来2008年的全球性金融危机。中国房地产的发展应该充分吸取其教训,防止房地产过度繁荣并透支整体经济的发展潜能。经济发展过度依赖房地产投资驱动,不仅会带来经济扭曲和挤出效应<sup>[22]</sup>,而且不具有可持续性,不利于经济转型升级,也不利于扩大内需,其负面效应是极其严重的。

第四,房地产市场要回归居住属性,更要防止过度金融化。中国未来的房地产市场发展必须把握正确的方向,真正回归到居住属性上来。住房体制改革必不可少,大力发展租赁住房 and 保障房建设,实现租售并举,这些都是体现住房居住属性的核心<sup>[23]</sup>。“房住不炒”应该成为主导,虽然房地产天然的具有投资属性,但过度的发挥投资功能会带来房地产市场的金融化和泡沫化。从四次外部冲击的比较分析可以看出,流行性疫情等自然性外部冲击对经济及房地产的影响可能相对短暂或不明显,但金融性外部冲击更值得关注,其对房地产市场的影响往往具有持久性且极其深远。历史规律表明,金融危机往往与房地产具有紧密的联系,房地产在国民经济中的地位突出,经济史称“房地产是周期之母”,甚至表现出“十次危机九次地产”的历史韵律。金融问题已经成为房地产的核心问题,尤其在当前阶段,房地产市场的高金融杠杆问题不断凸显。应该充分吸取美国次贷危机的教训,时刻提防房地产走向过度金融化和泡沫化,高度关注房地产信贷风险。2008年之后我国居民杠杆率快速上升,当前居民杠杆率(居民债务/GDP)已经超过60%,正在赶超发达国家,这其实与房地产市场具有直接关联性,值得高度警惕。未来一段时期里,房地产泡沫可以说是威胁金融安全的最大“灰犀牛”。



[参考文献]

- [1] BILL GATES. Responding to Covid-19—a once-in-a-century pandemic? [J]. *New England journal of medicine*, 2020, 382 ( 18): 1677-1679.
- [2] 托马斯·A·加勒特, 汤筠露. 大流行病经济学: 1918 年大流感及其现代意义 [J]. *金融市场研究*, 2020 ( 3): 37-50.
- [3] 鞠国华. “外部冲击”的国内研究综述 [J]. *经济学动态*, 2009 ( 5): 75-78.
- [4] 刘遵义. 十年回眸: 东亚金融危机 [J]. *国际金融研究*, 2007 ( 8): 9-14.
- [5] 周景彤. 外部冲击与我国房地产政策调整 [J]. *经济学动态*, 2008 ( 11): 63-65.
- [6] 单菁菁. 金融危机对中国城市经济的影响及其应对 [J]. *城市发展研究*, 2009, 16 ( 9): 81-87.
- [7] 李正全. SARS 影响国民经济的短期与长期分析 [J]. *经济科学*, 2003 ( 3): 25-31.
- [8] 宋宁, 陈祖新, 侯万军, 等. SARS 对我国经济的影响及其新变化 [J]. *经济学动态*, 2003 ( 7): 8-10.
- [9] 王健, 韩康. 宏观调控政策协调: 正视“非典”对宏观经济的影响 [J]. *中国行政管理*, 2003 ( 7): 12-16.
- [10] 何诚颖, 闻岳春, 常雅丽, 等. 新冠病毒肺炎疫情对中国经济影响的测度分析 [J]. *数量经济技术经济研究*, 2020, 37 ( 5): 3-22.
- [11] 盛松成, 宋红卫, 汪恒. 新冠疫情对房地产市场的冲击与对策建议 [J]. *中国房地产*, 2020 ( 8): 10-12.
- [12] 席涛. 国际经济外部冲击对中国经济的影响 [J]. *山东大学学报 ( 哲学社会科学版)*, 2019 ( 4): 134-145.
- [13] 赖德胜, 蔡宏波. 周期性外部冲击对我国就业的影响及其应对 [J]. *求是学刊*, 2019, 46 ( 3): 60-70, 181.
- [14] 王有鑫, 王祎帆, 杨翰方. 外部冲击类型与中国经济周期波动——兼论宏观审慎政策的有效性 [J]. *国际金融研究*, 2021 ( 3): 14-26.
- [15] 倪鹏飞. 金融危机冲击下的中国房地产——2008—2009 年中国房地产市场分析与预测 [J]. *现代城市研究*, 2009, 24 ( 3): 21-28.
- [16] 林跃勤. 外部冲击与“金砖”国家反危机政策比较研究 [J]. *中国工业经济*, 2009 ( 6): 36-45.
- [17] 梅冬冬, 温兴春. 外部冲击、土地财政与宏观政策困境 [J]. *经济研究*, 2020, 55 ( 5): 66-82.
- [18] 巴曙松, 杨现领. 从城镇化大趋势看房地产市场的未来发展 [J]. *东岳论丛*, 2020, 41 ( 2): 5-16.
- [19] 理查德·韦格, 崔秀梅. 金融危机史和中国的未来 [J]. *国际经济评论*, 2020 ( 2): 101-123.
- [20] 蔡真. 疫情冲击下的房地产市场与长效机制建设 [J]. *金融市场研究*, 2021 ( 6): 58-66.
- [21] 侯思捷, 耿纯, 刘怡. 房地产市场调控: 形格势禁还是政策信号 [J]. *北京大学学报 ( 哲学社会科学版)*, 2020, 57 ( 4): 109-118.
- [22] 刘润秋. 双循环新发展格局下的房地产市场 [J]. *人民论坛*, 2021 ( Z1): 93-95.
- [23] 丁如曦, 倪鹏飞. 房地产市场调控优化及深化改革: 目标原则与路径找寻 [J]. *改革*, 2018 ( 10): 28-38.

## Evolution of China’s Real Estate Market Development Pattern under External Shocks and Its Enlightenment

*Peng Xuhui , Ni Pengfei , Xu Haidong*

( National Academy of Economic Strategy , Chinese Academy of Social Sciences , Beijing 100006 , China)

**Abstract:** As an important asset market , real estate is vulnerable to the impact of external events. Since 1997 , China has experienced four major external shocks. During this period , China’s real estate market has been established from birth to growing and gradually becoming matured. The research has found that: Based on the premise that the potentiality of China’s real estate market has yet to be released , although the external shocks have brought some fluctuations and differentiation to China’s real estate market , they have not changed the long-term development trend , and they will promote the development of China’s real estate market; The loose monetary policy environment plays a key role in dealing with the external impact of the real estate market , and has also become an important supporting factor for the sustained prosperity of the real estate market. In the future , the real estate market should deepen the system reform in the process of maintaining the stability of policy regulation. At the same time , the real estate market should return to the residential attribute , and more importantly , excessive financialization should be prevented.

**Key words:** external shocks; COVID-19; financial crisis; real estate cycle

( 责任编辑: 张积慧)