

政策研究报告

2015 年第 3 期 (总第 42 期)

2015 年 4 月

中国房地产的危局及破解之道

张思思 陈杰

房地产与城市研究中心

摘要: 当前中国房地产市场正进入一个非常危险的境地, 房屋不仅短期而且在中长期都出现严重过剩, 随时可能引发金融的系统性风险和加速宏观经济的下滑。政策在刺激与不刺激之间存在两难困境, 迫切需要做出决断。在当前破解中国房地产险境的要害在于推动房地产融资模式转换, 从间接融资为主转向直接融资, 大力发展房地产贷款证券化和房地产企业融资证券化, 尤其鼓励发展公司制的房地产投资信托基金即 REITs, 降低系统性风险、分散风险的同时, 也提供全民参与分享城市增值红利的机会。唯有这样, 中国房地产才能走出困境, 避免引发金融系统性风险的同时, 实现与社会经济协调的转型发展, 为中国宏观经济稳步进入“新常态”做出应有的贡献。

关键词: 房地产融资、资产证券化、REITs

一、房地产市场危局

销售全面严重下滑

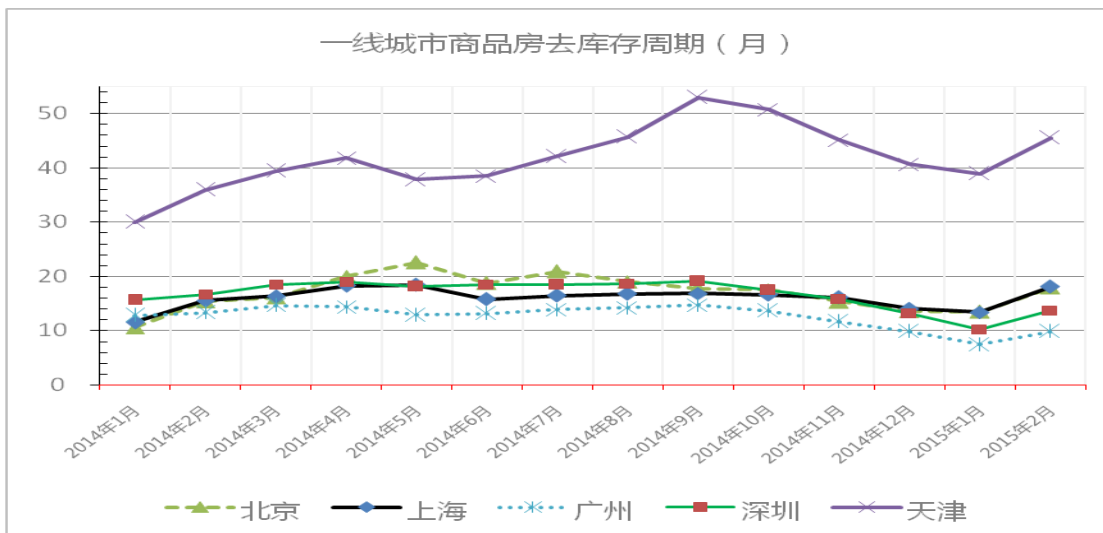
2014年，全国商品房销售面积12.1亿平方米，同比下降7.6%，商品房销售额7.6万亿，同比下降6.3%。进入下半年全国主要城市的房价全面出现环比下跌甚至同比下跌，到2014年12月，国家统计局70个大中城市新建商品住宅价格，有68个城市出现同比下降。即使北京和上海房价永远不跌的神话也被打破，如根据国家统计局大中城市房价指数，北京2015年1月的房价已跌回到了2013年8月的水平，上海更是回到了2013年第二季度的水平。

2015年初1-2月商品房销售面积8764万平方米，同比下降16.3%。2015年3月30日央行网发布《中国人民银行、住房城乡建设部、中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，大力度松绑二套房贷款。此政策有利于刺激商品房销量的回升，但回升大小尚待时间检验。

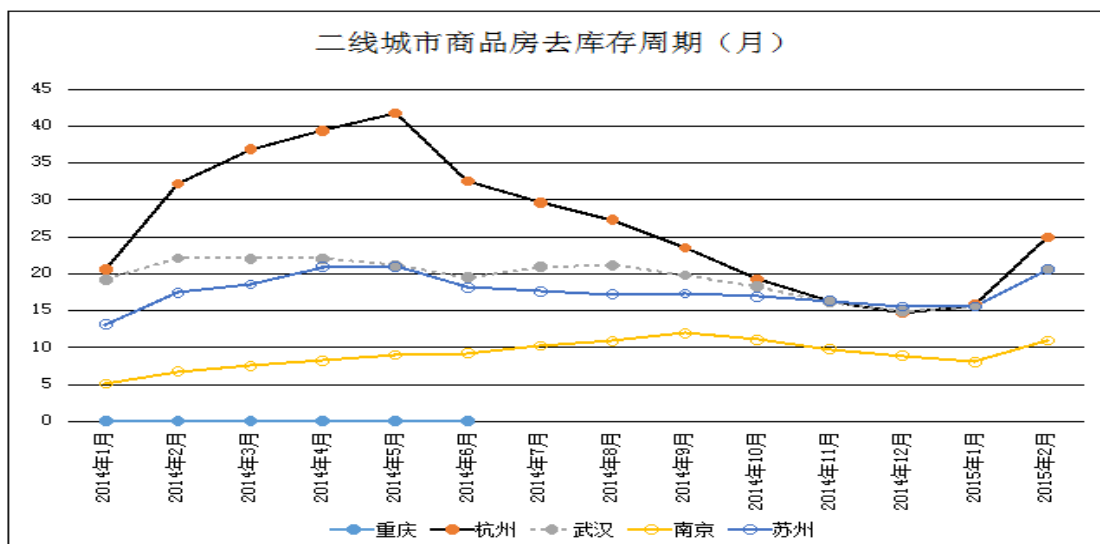
短期库存快速增加

在商品房销售量下滑的同时，潜在供给量却大量涌来。2014年末，全国商品房待售面积6.2亿平方米，同比增长26.1%；商品住宅待售面积4.1亿平方米，同比增长25.6%。房地产业界一般认为，待售面积除以销售面积的去库存周期不宜超过10-12个月。但2014年1月以来全国一线和二线重点城市商品房存量大多一直持续处于高位。一线城市中，广州相对安全一些，去库存周期通常在10-15个月，北京、上海和深圳在15个月上下波动，天津则最危险，去库存周期经常超过40个月，楼市出现崩盘的风险最大。二线城市，南京相对最安全，去库存周期超过10个月的时候不多，但其他二线城市去库存压力都较大，如苏州通常在15个月，武汉经常超过20个月，二线城市中

楼市风险最大的是杭州，2014 年中段一度达到 40 个月，后期在信贷和地方楼市政策刺激下去库存速度有所加快，曾下降到 15 个月左右，但近期又有明显反弹。2014 年末的央行一系列信贷放松政策和地方纷纷救市的行为，曾经让大部分城市的楼市去库存加快。最新数据显示，进入 2015 年以来，几乎所有重点城市的房屋去库存压力都出现反弹。



数据来源：国家统计局；注：按每 4 个月的移动平均数进行平滑

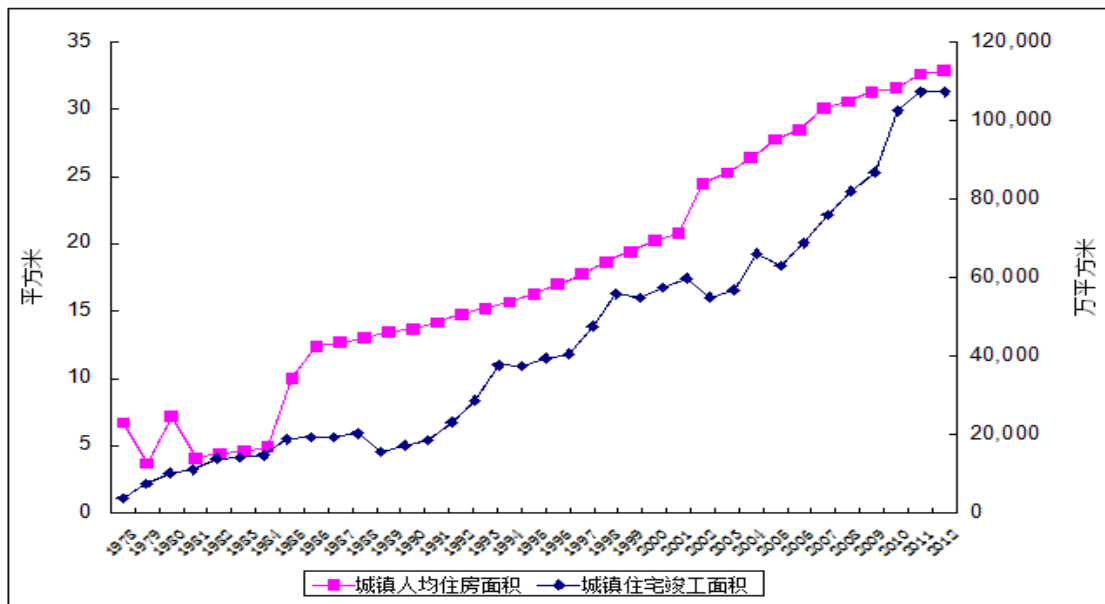


数据来源：国家统计局；注：按每 4 个月的移动平均数进行平滑

短期过剩趋势不可逆转

2014 年，全国房地产开发企业房屋施工面积 72.6 亿平方米，其中住宅施工面积 51.5 亿平方米。房屋新开工面积 17.9 亿平方米，其中住宅新开工面积 12.5 亿平方米。房屋竣工面积 10.7 亿平方米，其中住宅竣工面积 8.1 亿平方米。

这意味着，全国目前潜在的房屋供给——在建施工加待售的商品房合计有 78.8 亿平方米，其中商品住宅 55.6 亿平方米，相当于每个现有城镇人口未来几年内需要消化 10.5 亿平方米的商品房和 7.4 亿平方米商品住宅增量。



数据来源：国家统计局

这还意味着，即使全国房地产企业从现在起一平方米商品住宅不再新开工兴建，同时房屋销售情况还能保持 2014 年水平不再继续下降，那全国已有的商品房与商品住宅潜在供给分别需要 6.5 年和 5.3 年才能销售消化完毕。

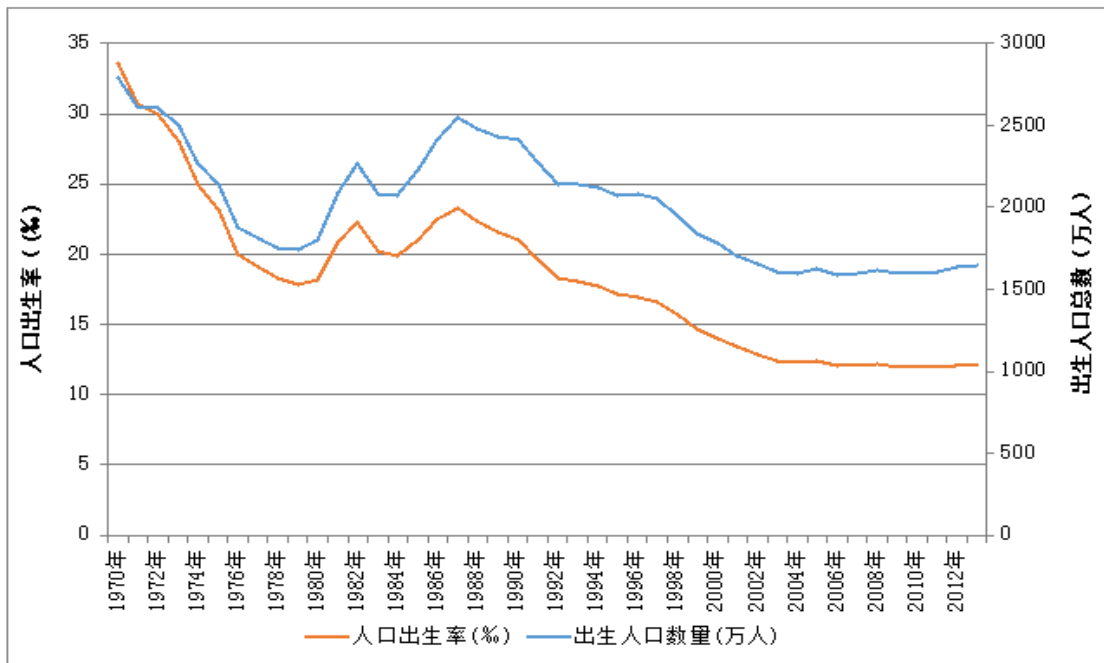
1999-2014 年全国城镇范围竣工房屋面积累计 238 亿平方米，其中城镇竣工住宅面积约 120 亿平方米，相当于新增了整个欧洲的住房存量，2014 年底全国城镇住房存量估计 232 亿平方米，即使包含外来流动人口在内的城镇常

住人口的人均住房面积达到 34 平方米。而且目前城镇住房存量 53%以上是 2000 年之后新建的，90%以上是 1990 年之后新建的，意味着平均质量上也不差了。从住房到办公楼、商用楼，总体上都已经不再短缺。

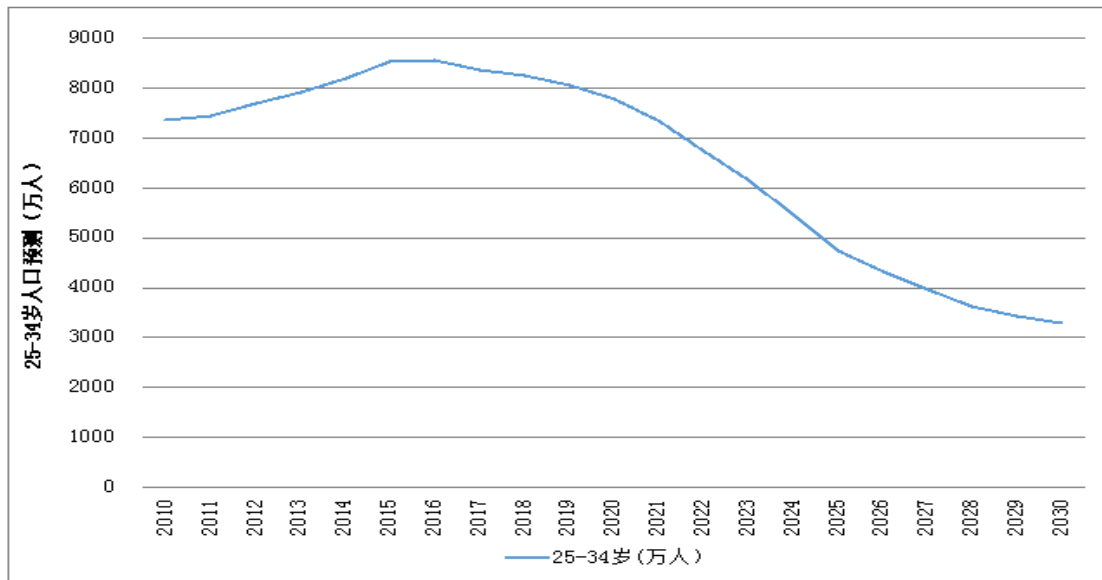
中长期需求继续下降

根据前面分析，即使现在一平方米商品住宅也不再兴建，2020 年预期全国城镇住宅存量也将达到 300 亿平方米。而那时候城镇常住人口比较乐观地预计将达 8.4 亿，人均住房面积将达到 36 平方米，超过大多数中等发达国家的水平。如果未来每年再新开工商品住宅 10 亿平方米，2020 年城镇住宅存量将突破 360 亿平方米，全国城镇人均住房面积将达到 43 平方米，相当于发达国家的平均水平。

中国的人口结构也来到一个转折点。我国的“一胎政策”使出生率自上世纪 80 年代后期达到顶峰后一直持续下降，从 1987 年的 23.3%持续下降到 2013 年的 12.08%。虽然中国人口总数在上升，但出生人口数（总人口乘以出生率）也从 1987 年的 2550 万人持续下降到 2013 年的 1644 万人。今后二十至三十岁的年轻夫妇将继续减少，因组成家庭而购买住房的需求也将因此而减少。基于 2010 年第六次人口普查的人口总数的年龄分布，笔者在假定年轻人口死亡率为零的情况下预测 2010 年之后每一年 25-34 岁的人口总数，作为婚龄人口的估测（比如，2020 年 25-34 岁人口总数预测值为 2010 年普查数据中 15-24 岁人口之和）。从下图中可以看到，预期婚龄人口在今后 15 年间下降的速度相当之快。住房总体将持续供大于求，局部出现严重过剩是不可逆转的。在中国进行房地产开发的风险越来越大。



数据来源：国家统计局



数据来源：笔者基于第六次人口普查人口分布的预测

二、政策两难困境

刺激需求与刺激供给：政策的两难困境

面对楼市重挫下行、市场严重失去信心并已经威胁到宏观经济和金融安全的局面，政策刺激并非不可想象。但困难的是，政策在刺激需求与刺激供给之间存在两难选择。

在供需关系已经出现供大于求的基本格局之后，如果政策再去刺激房地产开发，只能是饮鸩止渴，遗毒后果十分严重。当前政策的最主要挑战就是去库存、保证已经建成和在建房屋的资本价值不过快下跌、不引发金融系统性崩溃的同时，还不能给市场错误信号，要严格控制新增房屋开发量。但地方政府又在经济下滑调整期、财政税收出现严重困难，还在迫切指望通过房地产投资来拉动土地财政、经济增长和 GDP。然而，刺激房地产开发投资的举动一旦发生，会加速市场对现有房屋存量资本价值估价的下调，迫使房地产泡沫的破裂更快出现。目前确实是非常难的困局。在避免现有房地产商大规模破产和银行大规模坏账，与避免 GDP 经济速度下滑，两者之间只能选一，必须要有所决断。

据统计，2014 年末中国金融机构人民币各类房地产贷款余额 17.37 万亿元，占同期人民币贷款余额的 21%，当年新增房地产贷款 2.7 万亿元，增量占同期各项贷款增量的 28.1%。这还没有计算到数十万亿的地方融资平台和地方政府负债都主要以房地产和土地为抵押品，还有数以万亿计的房地产信托、私募基金和保险资金都在房地产方面有巨大投入和高杠杆。因此，如果中国房价大幅下跌的话，将不仅会对中国的房地产企业和居民家庭财富造成巨大损失，还会对银行业和乃至整个金融系统都产生巨大冲击，若无法及时应对，将很可能形成灾难性的金融系统性风险。

但房地产对政府的最大意义不在于销售，而是其开发投资过程中长长一条产业链对经济的极强带动作用。尤其地方政府在经济下滑调整期中财政税

收出现严重困难，还在迫切指望通过房地产投资来拉动土地财政和恢复相关税收。

2013 年全国财政收入 12.92 万亿元（中央 6.02 万亿元，地方 6.90 万亿元），直接或间接来自房地产的税收就有 2.39 万亿元，占全国财政收入的 18.6%。如果考虑政府性基金性收入（共 5.23 万亿元，其中土地相关基金收入 4.14 万亿），那么 2013 年全国各级政府总收入约 18.14 万亿元（中央 6.44 万亿元，地方 11.70 万亿元），其中房地产贡献的政府收入就占到 6.53 万亿元，对全国各级政府总收入的贡献度高达 35.98%，对地方政府的财力贡献度更是达到 50%以上。然而，财政部最新数据显示，2014 年第四季度土地出让收入下降 21.6%，综合 2014 全年，全国招拍挂的土地出让收入 3.79 万亿元，仅增长 1.7%。2014 年全国财政收入 14 万亿元，仅增长 8.6%，全国税收收入 11.9 万亿元，仅增长 7.8%，双双创下 2009 年以来最低点。财政部公告明确表示这与房地产市场下滑直接有关。全国财政税收情况在 2014 年第四季度已经出现下降趋势，最新数据显示，进入 2015 年后全国财税情况加速恶化，各主要税收均普遍出现极低速甚至负增长。

德意志银行中国区首席经济学家张智威日前发表研究报告称，因为房地产市场下滑和土地出让金下降带来的财政风险，是 2015 年中国经济将面临的巨大风险。该报告以江苏省为例，指出江苏省 2014 土地招拍挂交易金额下降近一半，13 个地级市有 12 个出现大幅下降，最高的下降了 67%。该报告还发现，地方政府的融资平台是土地市场的主要买家，江苏 44%和浙江 28%的土地出让总价来自地方政府的融资平台。这意味着，如果开发商不去大规模拿地接盘开发，房地产危机不仅会引发地方债务危机，还会直接引发地方财政危机。

面对这个局面，政策的两难处境就是，一方面政府有很强的刺激需求压力，要加速推进去库存、恢复供需平衡给购房者信心，要紧缩供给、消除过剩以保证库存房屋的资本价值不过快下跌，从而给金融市场信心、不引发金融系统性崩溃；另一方面政府刺激供给即房地产开发的压力也很大，否则地方债务危机、财政危机、经济下滑危机都会爆发。但一旦刺激供给，会加速市场对现有房屋存量资本价值估价的下调，迫使房地产泡沫的破裂更快出现。2008年-2013年，全国房地产新开工房屋面积从10.3亿平方米突飞猛进到20.1亿平方米，短短5年间翻了一倍，年新开工量达到存量的10%，人均新增近3平方米，是导致目前房屋积压和市场陷入困境的直接原因。

三、问题根源及破解出路综述

问题的根源所在

中国房地产当前困境有很多原因，但根本的根源在于过多地充当了城镇化的融资工具，投资功能被过度放大，地方政府为追求短期利益，过度诱导了开发投资，加上在住房保障建设过程在不适当的时间采取了不适当的方法，导致不可逆转的过剩。

在中国过去的城市发展模式中，政府依靠土地进行的债务型城镇发展融资模式是一个核心环节，为“中国奇迹”增加了动力。但是现在这种方法已经不堪持续，也解决不了中国经济的结构性问题。同时，基于土地的债务融资给当前中国带来了明显的副作用——高杠杆，尤其造就地方政府的高杠杆率。地方政府债务缠身，债台高筑，严重制约了其对经济的引导能力，还形成了金融体系的系统风险。

由于政府广泛参与各项经济活动，使得高杠杆转移到整个社会经济中。当前经济活动因为地方政府债务危机导致的高杠杆率所紧紧束缚而接近窒息。由于国内主要金融机构被国有企业垄断，地方政府和国有企业在金融政策上比民营企业有很大优势。在新政府上台后艰难推行“去杠杆化”过程中，地方政府的高杠杆又被很大程度上转移到民营企业中去。这个去杠杆的过程中，资金密集型高负债经营的房地产业首当其冲，受冲击最大。

破解的出路所在

中国房地产困境的根子在城镇化融资模式，在于财政税收体制，需要这些方面的全面改革。但这会是一个漫长的过程。短期内，走出困境的要害是房地产融资模式转换，从间接融资走向直接融资，从债务融资走向股权融资。

过去的经济增长与城镇化发展模式让整个国家的宏观资产负债表难以维系，必须重新修补和再重构。现如今新一届政府“去杠杆”的策略已经明晰，总体思路则是使原来在地方政府部门、企业部门特别是国有企业部门中相对较高的杠杆，进行一次“乾坤大挪移”，即地方移中央、财政移货币（PSL）、政府移居民（PPP）、国企移民企（混改）、传统移新兴（并购）、影子移标准、商行移投行（CLO）、国内移国外（人民币国际化）。

从长远看，中国房地产已经因为住房总体出现过剩和人口衰减而丧失了总体上的长期投资价值。中短期内大中城市本来应该还具有的潜在投资价值，则因为融资模式的缺陷而备受打击。

重点城市房地产市场当前出现的困境，固然有房地产开发商为追求利润而盲目狂热投资的因素，也有地方政府追求楼市繁荣、主动参与制造房价泡沫的制度环境，但深层次原因是整个城市发展模式的扭曲。原来基于土地财

政上债务型融资的城市发展模式不仅让地方政府债务累累，也让整个国家实体经济都陷入高杠杆的巨大包袱。在政府不得不重构国家资产负债表的时候，高杠杆、高度依赖间接融资的房地产自然首当其冲，受害最大。

“新常态”提法的出现，不仅意味着我国宏观经济进入一个新时局，房地产发展模式也发生重大变化。从根本上说，房地产就是金融，金融的非常重要组成部分是房地产。

中短期内，房地产要走出困境，就要顺应国家金融体系改革的需求，在融资模式上做大调整。其中一个调整是从过度依赖间接融资大步转向直接融资，大力发展房地产贷款证券化和房地产企业融资证券化，尤其鼓励发展公司制的房地产投资信托基金即 REITS，降低系统性风险、分散风险的同时，也提供全民参与分享城市增值红利的机会。唯有这样，中国房地产才能走出困境，避免引发金融系统性风险的同时，实现与社会经济协调的转型发展，为中国宏观经济稳步进入“新常态”做出应有的贡献。根据多年的相关工作经验及研究经验，我们着重介绍 REITs 在中国的发展进程、存在的问题及相关建议。

四、REITs 在中国的现状及发展出路

何为 REITs? REITs 在中国的发展进程

所谓 REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产信托投资基金)，是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。房企将其旗下部分或全部商业物业资产如办公楼、购物中心、公寓、产权酒店等各类不动产打包上市，向投资者发行信托单位或股票，并以物业资

产的租金等收益为来源定期向投资者派发红利，并由专业的基金管理公司或投资机构进行投资经营管理。商业地产开发前期投入很大，REITs 标准化设定可以使开发商解除对银行贷款的依赖，打破融资瓶颈，更快地获得整体资金回流，而不需要把物业分割出售。在美国，传统的房地产开发公司只有 36 家，却有 244 只 REITs 在美国上市，其中最大的西蒙地产 REITs 市值是美国最大开发商市值的 6 倍。

REITs 是房地产资产证券化的一种方式。REITs 典型的运作方式有两种，其一是特殊目的载体公司(SPV)向投资者发行收益凭证，将所募集资金集中投资于写字楼、商场等商业地产，并将这些经营性物业所产生的现金流向投资者还本归息；其二是原物业发展商将旗下部分或全部经营性物业资产打包设立专业的 REITs，以其收益如每年的租金、按揭利息等作为标的，均等地分割成若干份出售给投资者，然后定期派发红利，实际上给投资者提供的是一种类似债券的投资方式。

房地产投资信托，是基于房地产行业细分的科学规律，随着房地产几个主要环节如资本运作、设计策划、拆迁 征地、建设施工、销售租赁、物业服务的分工合作，随着政府执政能力逐渐加强，房地产行业的逐渐规范而出现的。自 20 世纪 60 年代美国推出首支 REITs 以来，全球已有 31 个国家和地区相继出 REITs，总市值在 2014 年底达到 1.46 亿美元。其中美国的 REITs 占全球 60%以上。中国第一个比较接近国际标准的房地产投资信托产品，为 2002 年 7 月 28 日由上海国际信托投资公司推出的新上海国际大厦项目资金信托。2005 年越秀房地产信托基金在香港成功上市，成为第一只以内地物业为交易对象的 REITs。2009 年初，中国人民银行会同有关部门形成了 REITs 初步试点的总体构架，初步拟定了“REITs 试点管理办法”。然而，由于市场环境

和相关法律法规的限制，REITs 一直未能正式启动。2011 年 4 月由长江实业旗下的汇贤产业信托在香港上市，成为首支以人民币计价的 REITs。中国境内的真正的 REITs 尝试始于 2014 年 5 月的“中信启航专项资产管理计划”，可通过深交所综合协议交易平台挂牌转让，在中国第一次实现了 REITs 的上市流通。2014 年 12 月“中信华夏苏宁云创资产支持专项计划”（“苏宁云创”）成立并于 2015 年 2 月正式在深交所挂牌转让，成为资产证券化业务备案制后深交所挂牌的首个房增投资基金。

自 2014 年以来 REITs 在中国迎来新的转机。2014 年 5 月 13 日，证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》提出研究建立 REITs 的制度体系及相应的产品运作模式和方案。资产证券化业务改行政审批为备案制，资产证券化产品发行效率大幅提高。2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出将积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点工作。2014 年 11 月 20 日，银监会下发了信贷资产证券化执行备案制的文件，信贷资产证券化业务将由审批制改为业务备案制。2015 年 1 月 14 日住建部发布了《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，文件中提出，推进 REITs 试点，有利于促进住房租赁市场发展，有利于解决企业的融资渠道，有利于增加中小投资者的投资渠道。通过发行 REITs，可充分利用社会资金，进入租赁市场，多渠道增加住房租赁房源供应。积极鼓励投资 REITs 产品。各城市要积极开展 REITs 试点，并逐步推开。

中国 REITs 存在的问题

中国 REITs 目前离国际标准化 REITs 还有一定距离，开发商的担保责任、物业抵押、股权转让、收益率等都受到严格的限制，主要仍为私募产

品，缺乏流动性，而且偏债权而非股权，有预期收益率且到期需偿还本金。造成这一现状的原因是多方面的。国内房地产基金尚未经过系统统筹规划，也缺少针对性的规范性文件，债权相对操作简便。其次，房地产基金的从业者主要源于金融机构信贷、投资人员等，他们不完全了解金融、房地产或者私募股权的运作模式，但擅长抵押品的控制，因而以债权产品为主。此外，开发商从自身利益出发，不愿意分享盈利预期强的好项目，而存在风险或者内部收益率较低的项目房地产基金也不愿意股权合作来接手。

推进 REITs 由债权向股权的转变

美国 REITs 的主体是权益型 REITs，本质上是房地产公司的股票，因而 REITs 整体收益率走势与股指一致，长期来看 REITs 收益率表现甚至好于股指，这在国内却很难实现。中国的房地产证券化产品，不论是房地产信托，还是私募 REITs，都主要是为了满足原始权益人的融资需求，所以有预期收益率且到期需偿还本金，接近债权。而国际上标准的 REITs 本质上是投资于股权。我国房地产基金投资的主要模式是债权和以债权为基础的债权加股权投资模式，2012 年以这两种模式募集的基金占总募集规模的一半。而中资独立品牌的基金投资主要以债权为主。上文已分析 REITs 在国内以债权为主的原因。由债权向股权转变将是我国 REITs 标准化、国际化的必然趋势。

按国际惯例对 REITs 实行税收优惠

在国际资本市场上颇为活跃的 REITs 在中国发展却始终进展缓慢，一个主要原因是税收成本较高。美国的 REITs 的房地产运营收益在企业层面不需要交税或少缴税，投资者仅需在个人收益部分缴纳个人所得税，从而避免了重复征税。对投资人来说，由于 REITs 属于利润传递机构，经营利润的绝大

部分转移给了 REITs 股东，因此 REITs 在公司层面是免征公司所得税的。目前国内商业地产普遍的现状是租金回报率低于贷款成本，比如说大多数项目的融资成本接近 10%，但租金回报只有 5%，这意味着持有商用物业往往是负回报，要满足投资者对于房地产信托基金的回报要求几乎不可能，因此内地商业地产几乎是以散售为主。

而在中国，REITs 产品不仅涉及个人所得税，企业所得税还有高昂的土地增值税。以中信启航专项资管计划为例，由于中信有众多子公司和自有物业，其租户也基本都是中信的各类子公司，所以收益可以做到 7% 以上，这要好于国内行业平均水平。但即便如此，在考虑了企业所得税和个人所得税等税收负担之后，其收益率水平最终也只有不到 4%。这个收益率水平甚至低于同期限的国债。

所以，只有税务部门对租赁物业实行税收优惠，REITs 的收益率才能有所改观，更多的投资者才会进入这一领域。

完善相关立法及监管机制

发展 REITs 的首要任务之一是完善 REITs 运行的制度及法律环境。目前国内有信托法、信托投资公司管理办法、信托公司基金信托管理暂行办法等相关条例，但尚未有真正房地产投资信托基金法出现，对基金的资产结构、资产运用、收入来源、利润分配和税收政策等加以明确界定和严格限制。因此，国内的房地产投资基金大多处于较为原始的发展阶段，缺乏统一的标准和经营守则。目前需要加快房地产投资信托基金的立法，促使投资于房地产的信托基金和专业房地产基金转变为比较标准的房地产信托投资基金。防范委托代理风险，建立有效的激励、监督，和约束机制。

除立法之外，也可以借鉴美国的经验，引入独立董事制度来加强监督和约束。比如，对 REITs 基金聘请独立董事，明确独立董事是为基金工作而不是为投资公司工作。独立董事决定有关基金利益事项，而不是对投资公司的事项作出决策。这样可以更好地保证独立董事是为信托受益人的利益服务，而不是仅仅为公司的股东利益服务。只有通过严格的制度约束做好相关的配套改革，不断规范 REITs 操作流程和 REITs 机构的治理结构，建立监督机制和激励机制，完善信息披露制度，保证 REITs 运作的透明度，才能为险资投资创造良好的环境。

探索 REITs 投资对象的突破口

REITs 原则上只能投资于房地产，而不能投资于其他业务，收益主要来源于租金收入和房地产升值。但房地产的投资对象已经包括商场、写字楼、酒店、公寓、商业综合体、医院、工业房产、物流仓储、基础设施等。近年来招牌、广告，以及石油、天然气管道等也在尝试被视作房地产，其收入被视为租赁收入。因此 REITs 可以投资产业的范围还是相当宽泛的。

保障性住房也是 REITs 的突破口之一。保障性租赁租金回报率虽和商业地产比不具优势，但政策倾斜和税收优惠可能为使其成为当前 REITs 推广的突破口。住建部于 2014 年下半年推动 REITs 试点，主要领域也是保障性住房。当前在未全面放开 REITs 税收的情况下，最有可能优先享受到税收优惠的就是保障性住房，如果财税部门对保障性租赁物业实行税收优惠，辅之一定的财政补贴，REITs 的收益率必将有所改观，加上保障性住房风险相对较低，对 REITs 的推广非常有利。美国在 1986 年也推出过低收入住房返税政策。不过，对于库存量较大的三四线城市，住房租赁市场普遍还不发达，租金水平普遍偏低，如何建立可持续运作的商业盈利模式还有待进一步研究。

培养和引进房地产金融专业人才

房地产金融将是一个潜力巨大的新兴行业。REITs 基本上是权益类产品，而这类产品的收益率并不固定，基本上取决于 REITs 的管理团队专业能力。它的运作复杂，专业性强，需要有一个能既懂房地产专业知识，又掌握投资银行业务和相关法律法规的人才团队，实现 REITs 的专业化管理，制定最优投资策略，降低风险，提高收益。而目前这类人才在市场中相对很少。人才缺口也成为房地产金融发展受限的一个重要因素。在培养本土人才的同时，也可通过海归政策从国外引进有房利美、房地美、投资银行、基金公司等工作经历的专业人才，为中国的房地产金融改革提供前沿技术和经验。

总 结：“新常态”提法的出现，不仅意味着我国宏观经济进入一个新时局，房地产发展模式也发生重大变化。从大拆大建进入精细化管理，从增量时代进入存量时代，从工业模式进入金融模式，从间接融资转向直接融资。中国房地产金融化发展的时代刚刚开启。

发展新的风险较低的投资品种、完善证券市场产品结构、满足投资者需求是我国证券市场面临的一个重要问题。REITs 具有稳定性好、收益水平较高、流动性强、风险分散等优点，是中小投资者理想的投资工具。从宏观层面，更是有利于将债务型融资向股权型融资转移的国家金融战略调整，是房地产业配合国家资产负债表修补与重构的主动行为，有利于加速经济去杠杆化。

附 专家简介

张思思 美国波士顿学院经济学博士(2009年)。现任上海财经大学高等研究院副教授，高等研究院房地产及城市研究中心主任，曾任美国知名智库 Urban Institute 研究员、美国 Fannie Mae(房利美)研究员。Urban Institute 的十个研究中心之一房地产金融研究中心有着丰富的房地产金融改革研究经验。房利美是美国住房抵押贷款证券化的两家主要机构之一。曾在国际一流学术期刊 *American Economic Review Papers and Proceedings*, *Demography*, *Journal of Population Economics*, *American Journal of Agricultural Economics* 等发表论文。

陈杰 瑞典乌普萨拉大学经济学博士(2005年)。现任上海财经大学公共经济与管理学院教授、博导，上海财经大学学术委员会委员，上海财经大学不动产研究所执行所长，上海财经大学公共政策与治理研究院首席专家，世界华人不动产学会理事。2013年度上海市曙光学者，2013年上海市住房保障和房屋管理行业首批领军人才入选者，2011年复旦大学首批“卓学计划”(共50人)入选者。独立或以第一/通讯作者在国际房地产学界权威期刊和其他国际知名学术期刊 *Journal of Housing Economics*、*Urban Studies*、*Housing Studies*、*Annals of Regional Science*、*Habitat International*、*Journal of Economic Survey*、*Journal of Contemporary China* 等发表论文 20 篇(14 篇为 SSCI，其中 8 篇为 SSCI 一区期刊论文)，另参与 SCI 论文 2 篇。在《经济学季刊》、《金融研究》、《统计研究》、《中国工业经济》、《财经研究》、《学术月刊》等国内权威及 CSSCI 核心期刊发表论文 50 多篇。在《人民日报》(三次)、《中国社会科学报》、《解放日报》、《文汇报》、《财经》等报刊杂志发表理论文章 80 余篇。

如有领导批示，请及时直接与我院联系。联系人 陈旭东

电话：021-65903125

传真：021-65903125

网址：<http://iar.shufe.edu.cn>

电邮：chen.xudong@mail.shufe.edu.cn

通信地址：上海市杨浦区武川路 111 号上海财经大学经济学院楼 8 楼