

宏观视角下城镇居民房产收益率的测算及国际比较研究^{*}

李成庄 一^①

摘要：基于居民资产负债表和住户调查等信息，本文从宏观视角测算了2001-2023年中国城镇居民住房资产收益率，并与主要发达经济体进行了比较。研究表明，中国房租、房价收益率在考察期内均呈现下行趋势。其中，房租收益率下降平缓且持续，房价收益率则波动较大。从结构看，房产综合收益以房价增值为主，房租收益贡献相对较小。与国际对比，中国房租收益率处于中游水平，房价收益率则相对较高。研究指出，住房资产收益率下行可能对宏观经济运行产生多重不利影响。据此，提出深化对房产收益的认识、规范住房租赁市场、完善存量统计核算、改进住房相关公共服务、鼓励金融创新等政策建议，以期为促进房地产市场高质量发展提供决策参考。

关键词：居民住房资产 房租收益率 房价收益率 财富效应 资产负债表

一、引言

近年来，中国房地产调控以“房住不炒”为根本遵循，在住房制度改革持续深化的背景下，房地产及关联行业整体发展态势良好。与此同时，居民居住条件明显改善，住房也成为居民部门最大的资产项目。值得关注的是，新冠疫情以来中国房地产市场进入阶段性调整期，多地房价与房租开始深度下调。从宏观视角看，住房资产的存量规模调整与收益变动，已对商业周期、经济增长、金融体系等多方面产生重要影响，直接关系宏观经济的平稳运行与可持续发展。特别是负向“财富效应”可能促使居民通过缩减消费支出与信贷行为修复资产负债表。

面对这一严峻局面，中央决策部门适时调整了相关工作思路。2023年7月召开的中共中央政治局

会议做出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”的判断。2024年，党的二十届三中全会进一步强调“加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式”，指明了新形势下房地产市场的发展方向。同年，中央经济工作会议则明确提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，凸显问题紧迫性。中国人民银行等部门亦围绕房地产资产收益变化展开系统性分析（中国人民银行货币政策分析小组，2024）。但现有学术研究仍存在两方面局限：一是多聚焦微观城市层面的价格走势与风险分析，缺乏对宏观住房资产收益率的系统性测算。二是跨国比较研究不足，难以准确界定中国住房市场发展的共性特征与独特逻辑（况伟大，2016；刘刚等，2022）。

有鉴于此，本文试图从宏观视角出发，借助居

^{*} 基金项目：研究阐释党的二十届三中全会精神国家社科基金重大专项课题“国家宏观资产负债表管理的重要意义、难点问题和机制创新研究”（24ZDA037）；中国社会科学院重大创新项目“构建三次分配协调配套的制度体系研究”（2024YZD013）。

^① 李成，中国社会科学院经济研究所，研究员，研究方向：宏观经济、国家资产负债表；庄一，中国社会科学院大学经济学院，研究方向：国民经济核算。

民资产负债表以及 2024 年年末公布的第五次全国经济普查等信息,对 2001 年至 2023 年城镇居民房租收益率、房价收益率及房产综合收益率进行测算与分析。此外,本文还将中国经验同其他主要经济体进行比较,以探讨其共性与特色。最后,基于前述分析,本文从完善市场机制、优化政策工具等维度提出促进房地产市场高质量发展的对策建议。

二、测算方法及结果

城镇居民住房资产收益由房价增值与租金收益两部分构成。其中,房价增值可通过住房单价变动直接测算,而租金收益的精确测算成为研究的核心环节。租金收益由两部分构成:一是市场化出租产生的实际租金收入,二是自有住房服务的隐含价值(即虚拟租金)。

具体而言,对于出租收益,本文根据国家统计局《住户调查年鉴》公布的 2013–2023 年城镇居民人均“租赁房房租”支出及城镇人口数,得出各年房屋出租收益总额。

相较而言,自有住房服务增加值计算较为复杂。首先,根据住户调查公布的人均“自有住房折算租金”及城镇人口数,得出未经调整的自住房租金总额。需要指出的是,长期以来,我国对自有住房的租金折算主要依据折旧及修理、维护等居住成本计算,因而同市场租金相比存在较大低估(许宪春,2024)。就此,最新公布的第五次经济普查按照国际通用的市场租金法,对 2023 年数据进行了修订。修订结果显示,当年城镇居民自有住房服务增加值较此前估算增加 13433 亿元,据此测算市场租金法较成本法溢价 25.6%。基于 2013–2023 年租赁市场结构未发生显著突变的前提,假定该溢价比例适用于其他年份,进而得出 2013–2022 年修订后的各年自有住房虚拟租金总额。

在上述估算的基础上,结合国家金融与发展实验室对城镇居民住房资产价值的测算(张晓晶等,2024),可以得出年度住房租金收益率。具体公式如下:

住房租金收益率_{*t*} = (出租收益_{*t*} + 自有住房虚拟

租金_{*t*}) / 住房资产价值_{*t-1*} × 100%

需要指出,公式中的出租收益、自有住房虚拟租金及住房资产价值均为宏观加总数据,同微观层面的居住状况(如自有、租住、单套房、多套房等)无直接关联。

由于统计局现行标准的住户调查数据始于 2013 年,此前未公布居民房租、自住房折算租金等统计数据。为延展时间序列,本文借助《中国统计年鉴》中城镇居民消费价格指数的自住房折算租金价格指数,以及新建商品住宅销售单价增速,以 2013 年估算值为基准进行倒推。以 2012–2013 年数据为例,收益率推导逻辑如下:

住房租金收益率₂₀₁₃ = 住房租金收益率₂₀₁₂ × (自住房折算租金价格指数₂₀₁₂ / 住房单价增速₂₀₁₂)

以上关系的逻辑在于,若自住房折算租金价格增速超过住房单价增速,则租金收益率呈上升趋势,反之则下降。以此类推,其余年份的租金收益率均可按此逻辑推算。需要说明的是,我国城镇住房商品化改革起始于 20 世纪 90 年代末,本文将考察时段限定为 2001–2023 年,既因该区间数据完整覆盖了市场化改革后的住房资产演变周期,又因统计指标体系与国际标准接轨,使得住房资产价值及收益数据具备较高的跨期可比性与概念一致性。此后,本文进一步将房租收益率与住房单价增速(即房价收益率)加总,得出房产综合收益率,相应结果汇总于表 1。

表 1 2001–2023 年中国城镇居民住房收益率

年 \ 指标	房租收益率	房价收益率	房产综合收益率
2001–2023 均值	4.07%	7.93%	12.00%
2001–2023 标准差	1.77%	6.32%	6.83%
2001–2023 变异系数	0.44	0.80	0.57
2001–2012 均值	5.33%	9.25%	14.58%
2001–2012 标准差	1.62%	7.57%	7.63%
2001–2012 变异系数	0.30	0.82	0.52
2013–2023 均值	2.70%	6.50%	9.20%
2013–2023 标准差	0.22%	4.54%	4.68%
2013–2023 变异系数	0.08	0.70	0.51

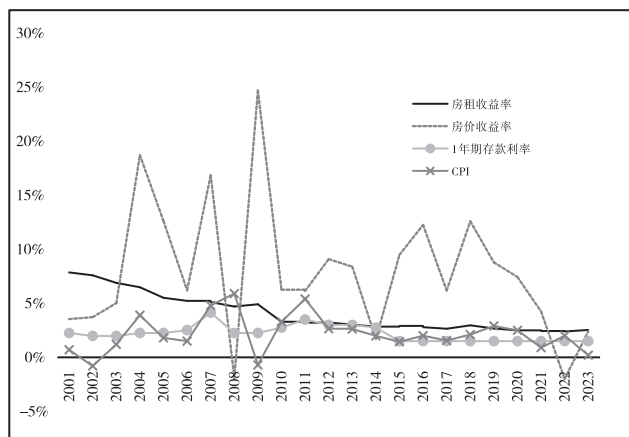
注:房产综合收益率=房租收益率+房价收益率;变异系数=标准差/均值。

数据来源:作者估算。

三、房产收益率的走势分析

如表1所示,整个考察期内房租收益率均值为4.07%。分阶段来看,2001-2012年与2013-2023年两个时期的收益率均值从5.33%降至2.70%。其中,最低点2.39%出现在2022年新冠疫情全面爆发时期,2023年虽反弹至2.53%,但仍低于疫情前水平。此外,两阶段的收益率波动性(以变异系数衡量)显著降低,表明近年来住房租金收益的稳定性逐步增强。

需要说明的是,现有文献尚未对中国城镇住房整体房租收益开展系统性估算,因此本文结论难以与既有研究进行直接对比。然而,部分学者对重点城市相关指标的分析提供了重要参照。例如,刘刚等(2022)引用上海易居房地产研究院数据指出,2016-2020年中国50个典型城市平均租金收益率从3.3%降至2.3%,且呈现三线、二线、一线城市依次递减的特征。这一结果在数值水平与变动趋势上,均与本文基于宏观总量的估算结果高度吻合。

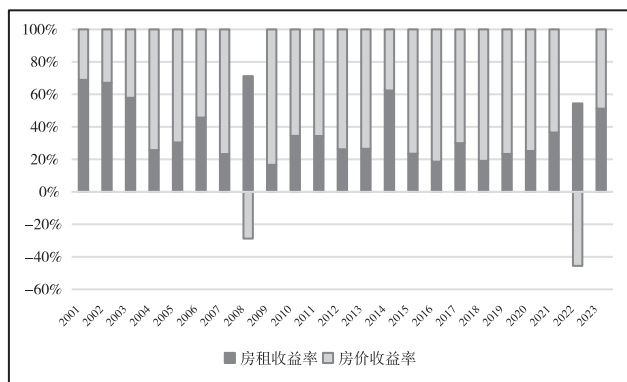


数据来源:收益率为作者估算。存款利率、居民消费价格指数(CPI)来自CEIC。

图1 2001-2023年中国城镇居民住房收益率及其他宏观变量

如图1所示,除少数年份外,房租收益率整体高于同期1年期居民存款利率与消费价格指数,但呈现持续下行趋势。值得注意的是,自2011年起,后两项指标同步进入下行通道,与房租收益率的变动趋势趋于一致,近年存款利率与租金收益的差额

基本维持在1个百分点左右。具体来看,房价收益率多数年份高于房租收益率,前者均值为7.93%,约为后者的两倍。但房价收益率波动幅度显著更大,2008年、2022年甚至出现负增长。考察期内房价收益率整体亦呈下行趋势,2018-2022年从12.58%骤降至-2.00%,2023年虽因疫情消退反弹至2.41%,但仍处于历史低位,且低于同期房租收益率。从收益构成看,房租与房价共同形成住房资产的综合收益,可进一步分析两者在综合收益中的贡献份额。



数据来源:作者估算。

图2 2001-2023年中国城镇居民房产综合收益率构成

如图2所示,除少数年份外,房租对房产综合收益的贡献显著低于房价,平均占比34%,不足房价贡献份额的一半。这一结构特征表明,中国住房资产收益主要源于体现投资属性的房价增值,而非反映居住属性的租金回报。值得注意的是,在“房住不炒”政策导向及配套调控措施作用下,近十年租金贡献度呈现波动上升趋势。2023年数据显示,租金在房产综合收益中的占比首次突破50%,达51%,标志着住房资产收益结构正逐步向居住属性回归。

四、国际比较分析

显然,中国房租、房价等收益的变动特征还需从国际视域加以理解。为此,本文根据Jorda et al. (2019)建立的Macro-history宏观资产收益率数据库,对中国及主要发达经济体进行比较分析。

表2 各国住房资产收益率比较 (2001–2020/2023 年平均值)

指标\国家	中国	美国	日本	德国	英国	法国
房租收益率	4.07%	4.77%	4.89%	4.79%	2.72%	3.04%
房价收益率	7.93%	4.04%	-1.35%	3.12%	5.53%	4.61%
房产综合收益率	12.00%	8.82%	3.54%	7.91%	8.25%	7.65%
名义 GDP 增速	11.75%	3.76%	0.06%	2.47%	3.33%	2.32%
CPI	2.17%	2.06%	0.14%	1.40%	1.99%	1.36%
房租收益率/综合收益率	33.92%	54.08%	138.14%	60.56%	32.97%	39.74%
房价收益率/综合收益率	66.08%	45.80%	-38.14%	39.44%	67.03%	60.26%

数据来源：中国收益率为作者估算；其他国家收益率来自 Jorda et al. (2019)，仅截至 2020 年。GDP、CPI 数据来自世界银行 World Development Indicators (WDI) 数据库，考察期与收益率相同。

表2呈现了2001–2023年（部分国家截至2020年）主要经济体的住房资产收益率及相关指标。数据显示，中国城镇居民房租收益率在国际比较中处于中游水平，但房价收益率显著高于美国、日本、德国等发达经济体。受此影响，中国房产综合收益率亦高于多数国家。值得注意的是，若对比各国名义GDP增速，中国住房资产的租金与房价收益率均表现偏低，致使其相对名义GDP增速的综合收益率在统计国家中处于最低水平。特别地，除英国外，美国、日本、德国、法国的房租收益率均超过本国名义GDP增速。这一现象表明，尽管中国住房资产的租金收益跑赢通货膨胀（以CPI衡量），但相较于高速增长宏观经济，其机会成本显著偏高。

同样由表2可见，中国房租对房产综合收益的贡献度仅略高于英国，显著低于美国、日本等国家。特别值得关注的是，日本在经历收入增长停滞与资产价格下行后，房价收益已进入负值区间，但房租收益率却高于包括中国在内的所有对照国家，其房租对综合收益的贡献度甚至超过100%，这一特征与中国形成鲜明对比。

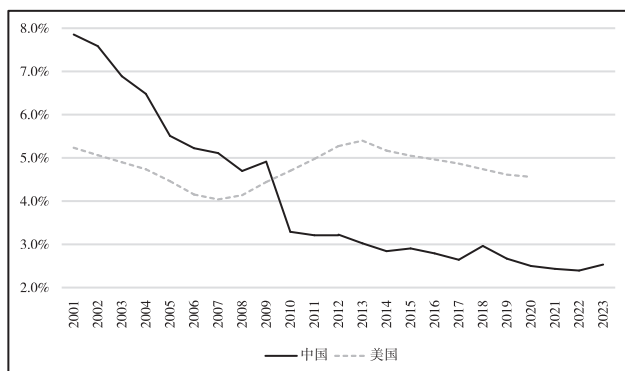
为聚焦近年市场变化，表3呈现了2013–2023年主要经济体住房资产收益率对比。数据显示，除英国外，中国房租收益率绝对水平已低于美国、日本等所有对照国家，对综合收益的贡献度不足30%，在国际比较中处于最低区间。与表2结论一致，若

对比名义GDP增速，中国房租、房价及综合收益率均显著低于其他经济体。作为全球最大经济体与国际经济周期的重要风向标，美国房地产市场变动对全球经济具有深远影响。基于此，本文进一步聚焦中美住房资产收益率比较，具体从房租与房价收益率的双重视角展开分析。图3首先呈现了2001–2023年两国房租收益率的演变趋势。

表3 各国住房资产收益率比较 (2013–2020/2023 年平均值)

指标\国家	中国	美国	日本	德国	英国	法国
房租收益率	2.70%	4.92%	5.21%	4.21%	2.51%	2.77%
房价收益率	6.50%	6.18%	2.22%	6.29%	4.85%	1.28%
房产综合收益率	9.20%	11.10%	7.43%	10.50%	7.36%	4.05%
名义 GDP 增速	8.08%	3.49%	0.97%	2.66%	2.65%	1.34%
CPI	1.83%	1.51%	0.71%	1.03%	1.59%	0.76%
房租收益率/综合收益率	29.35%	44.32%	70.12%	40.10%	34.10%	68.40%
房价收益率/综合收益率	70.65%	55.68%	29.88%	59.90%	65.90%	31.60%

数据来源：同表2。



数据来源：中国收益率为作者估算；美国数据来自 Jorda et al. (2019)。下图同。

图3 中国、美国房租收益率对比 (2001–2020/2023 年)

从图4可见，与中国房租收益率持续下行的趋势不同，美国房租收益率在2001–2023年间虽有波动，但未呈现明显单一趋势。其中，早在2007年“次贷危机”前数年，其房租收益已经开始下行，并在危机爆发时一度降至阶段低点。随后，该指标又出现长达近6年的回调，再后又缓慢下行，但高于前期低点。同期对比看，自2008年国际金融危机后，美国房租收益率持续高于中国。

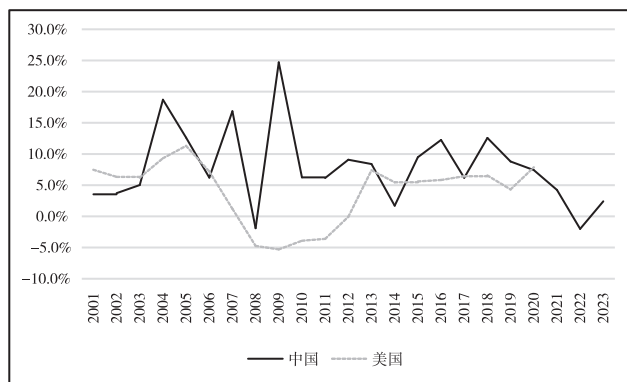


图4 中国、美国房价收益率对比（2001-2020/2023年）

图4进一步呈现了中美房价收益率的演变趋势。数据显示，两国房价收益率波动均较为显著，但美国指标的波动幅度显著小于中国。值得关注的是，与上述房租收益率类似，美国房价收益率也在“次贷危机”前开始下行，并在2009年触底后持续回调。这表明对美国而言，2007-2009年的一系列危机和衰退更多是一场内生性结构调整。相较之下，中国房价同期波动更为剧烈但持续时间更短，更趋近于外生冲击引发的短期扰动。综合以上分析可见，中国房价收益率高于美国等主要发达经济体，构成了房产综合收益的主要来源，但房租收益率处于中游偏下水平，对综合收益的贡献较小。为探究这一结构性差异的成因，表4系统列示了主要经济体居民住房资产配置及金融市场发展概况。

表4 各国居民住房资产相对规模及金融发展程度

指标\国家	中国	美国	日本	德国	英国	法国
住房资产/居民非金融资产	90.9% [†]	71.3%	31.1%	57.4%	26.4%	49.7%
住房资产/居民总资产	46.2% [†]	26.3%	11.4%	33.7%	13.5%	29.1%
住房资产/GDP	211.5%	177.1%	68.8%	171.7%	67.5%	171.7%
股票市场市值/GDP	64.1% [†]	155.0% [†]	126.4% [†]	45.4% [†]	99.4% [†]	85.1% [‡]
国家金融资产/国家非金融资产	183.0% [†]	326.5%	271.9%	181.2%	283.9%	230.2%

注：1. 中国居民口径仅限于城镇居民。2. 国家金融资产与非金融资产为国内部门合计数。3. [†]为2022年数；[‡]为2018年数；其余为2023年数。

数据来源：中国资产数据来自作者估算及张晓晶等（2024）；他国资产数据来自经合组织（OECD）；股票市值及GDP数据来自世界银行。

由表4可见，一方面，相对于居民部门总资产、非金融资产以及GDP，中国居民住房资产规模明显大于其他经济体。另一方面，从“股票市场市值/GDP”“国家金融资产/国家非金融资产”（即金融相关比）等指标所反映的金融发展或金融化程度看，中国与他国又存在较大差距，仅略高于传统上以银行信贷为主的德国。从逻辑上看，上述两方面特征可解释为：在金融深化程度较低、资本市场尚未成熟的背景下，中国居民缺乏房产之外的资产配置渠道，进而形成对自有住房（而非租赁住房）的强烈偏好，这也成为“高房价、低房租”现象的重要诱因。当然，受限于研究主题与篇幅，这一议题仍需后续深入探讨。

五、结论和政策启示

从宏观视角，本文对2001-2023年中国城镇居民房产收益率进行了测算与分析。研究发现，从整体看，考察期内房租收益率均值为4.07%，房价收益率均值为7.93%，综合收益率均值为12%。从趋势看，房租收益率变动较为平稳，但呈现明显的下降趋势，2013-2023年期间均值已持续低于3%。房价收益率在剧烈波动中也显示出下行趋势。从结构看，房价收益率的贡献显著高于房租收益率，但自2018年以来，房租收益率的贡献度持续上升，至2023年已占综合收益的51%。

从国际比较来看，受金融发展水平差异等因素影响，各国房产收益结构存在显著分化。中国房产收益更依赖房价增值而非租金收益，而发达经济体则更侧重租金回报。吴志强（2024）研究指出，这种收益结构导致中国居民财产性收入占比偏低且增速迟缓。值得注意的是，相较于名义GDP增速，中国房产收益率及其分项指标均显著低于国际对照国家，表明中国居民持有住房资产的机会成本较高。该结论尚未被现有文献充分关注。

需要指出的是，面对国际经贸关系趋紧、国内有效需求不足等重大矛盾挑战，上述的住房资产收

益率下行给转变需求结构、促进居民消费、维护金融稳定等带来诸多不利影响。此外，以房价为主的收益结构以及房价-房租变化的偏离，意味着住房资产价值在较大程度上仍脱离其“居住属性”，进而为房地产市场的健康平稳发展带来了不容忽视的隐患。针对上述问题，以下政策思路可供参考。

第一，在思想认识层面，应深化对住房资产收益的规律性认知，全面把握其结构特征、短期波动及中长期趋势。在此基础上，于“推动房地产市场止跌回稳”“推动构建房地产发展新模式”等工作部署中，既要关注住房交易市场的供求平衡，着力推动房价企稳，也要重视住房租赁市场的供需协调，促进房租企稳。二者均为“稳房市”的核心要义，不可偏废。此外，需遵循“因城施策”原则，结合各地发展阶段特征、主客观条件及内外部冲击等因素，深入研判房价与房租走势的内在关联及影响机制。同时，分析住房资产与股票、国债等其他资产配置渠道的互动关系。

第二，提升社区公共服务效能，激活住房资产与租赁价值潜力。各地政府需协同企业、居民等多元主体，加速推进棚户区与老旧小区改造等城市更新工程，系统完善供水供电、供暖供气、停车设施、绿化景观、健身场地、文娱空间等基础设施，持续优化人居环境，为房产长效增值筑牢硬件基础。在租赁市场治理层面，应立足地方实际构建规范化体系。一方面，加快推动租赁立法进程，明晰房主、租客、中介等主体的权利义务边界，从制度层面减少租赁纠纷。另一方面，探索建立租金动态调整机制及梯度化租赁补贴制度，既能提升市场透明度，又靶向缓解低收入群体租金压力。更深层地，需推动公共服务体系改革，会同教育、卫健等部门实现子女就近入学、医疗保障、便民服务等领域的“租售同权”实质化，从根本上破除“重购轻租”的制度性束缚。

第三，落实党的二十届三中全会“探索实行国家宏观资产负债表管理”的战略部署，强化住房资

产价值的统计核算与信息披露机制。如上所述，住房构成了居民持有的最大资产项目，房屋抵押贷款构成了居民最大的负债项目。因此，对住房价值及相关贷款的核算与统计也成为居民部门资产负债表管理的重要工作内容。为此，统计部门应会同有关单位，以经济普查及住户调查等为抓手，借助大数据、人工智能等技术手段与数据平台，全面整理、核算、发布不同地域、不同类型的住房资产价值及其变动信息，探索建立全国统一的住房资产信息数据库。同时，还应加强与房地产经纪等业界的合作与数据联通，改进对住房市场租金信息的收集与监测。

第四，提升住房金融服务水平并推动产品创新，促进居民财富持续、安全积累。为此，可进一步推广住房租赁 REITs（房地产投资信托基金）、租赁住房贷款、住房再贷款、租赁保险、租金分期支付系统、节能改造专项贷款等金融产品与服务，以提升住房价值、发掘收益潜力、规避金融风险，进而为居民提供多样、安全的资产保值增值渠道。同时，推动建立住房抵押贷款利率市场化形成机制，适时降低居民购房融资成本。此外，还应考虑进一步放宽住房公积金支付房租、物业费、装修款等费用的提取限制，增强微观主体的资金利用效率、自主性和灵活性。

参考文献：

- 况伟大. 租售比与中国城市住房泡沫 [J]. 经济理论与经济管理, 2016 (02): 46-58.
- 刘刚, 孙毅. 租售比失衡与租金调控矛盾: 政策调控如何权衡——来自国内外的观察与思考 [J]. 西南金融, 2022 (02): 42-53.
- 吴志强. 居民收入结构与收入差别的关系研究 [J]. 中国物价, 2024 (02): 80-84.
- 许宪春. 中国国内生产总值使用核算方法的重要变化研究 [J]. 中国社会科学评价, 2024 (02): 97-110.
- 张晓晶. 中国国家资产负债表 1978-2022: 改革开放以来中国经济的伟大变迁 [M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2024.
- Jorda, Oscar, Knoll, et al. The rate of return on everything, 1870-2015 [J]. Quarterly Journal of Economics, 2019 (134): 1225-1298.