

## 地产需求，去哪儿呢？

### 核心观点：

1.来有影，去无踪。无论是价格还是销量，年初以来房地产市场进一步深度调整。现实的直观感受是，住房需求锐减以及二手房供给骤增。如此短期变化，能否用人口、城镇化等长期因素来解释？是否能够通过不断降价，实现市场的自动出清和最终企稳呢？

2.毋庸置疑，房地产的整体趋势与人口、城镇化等长期因素相关。但目前的主要矛盾是，地产销售等指标显著偏离以上述变量拟合的长期均衡值。特别地，二手房挂牌量激增折射出的居民行为变化，与中央提及的“社会预期偏弱”或有互为因果的顺周期关系。

3.国际来看，当房地产出现单边调整预期后，仅靠降价似难实现自发企稳。尤其是当房价降幅超过居民首付款比例时，存在负向反馈循环进一步强化的可能。宏观总量政策而不仅是地产行业政策显著发力，才是扭转地产市场的先决条件，各国规律大都如此。

4.展望未来，由于一季度实际 GDP “高开”，以实际利率为表征的总量政策或难显著加力，进而按部就班落实“两会”既定政策安排。但解除限购、防范风险等举措仍将继续。年初专项债发行偏慢与中央转移支付前置相关，二三季度可能加快，部分对冲地产压力。

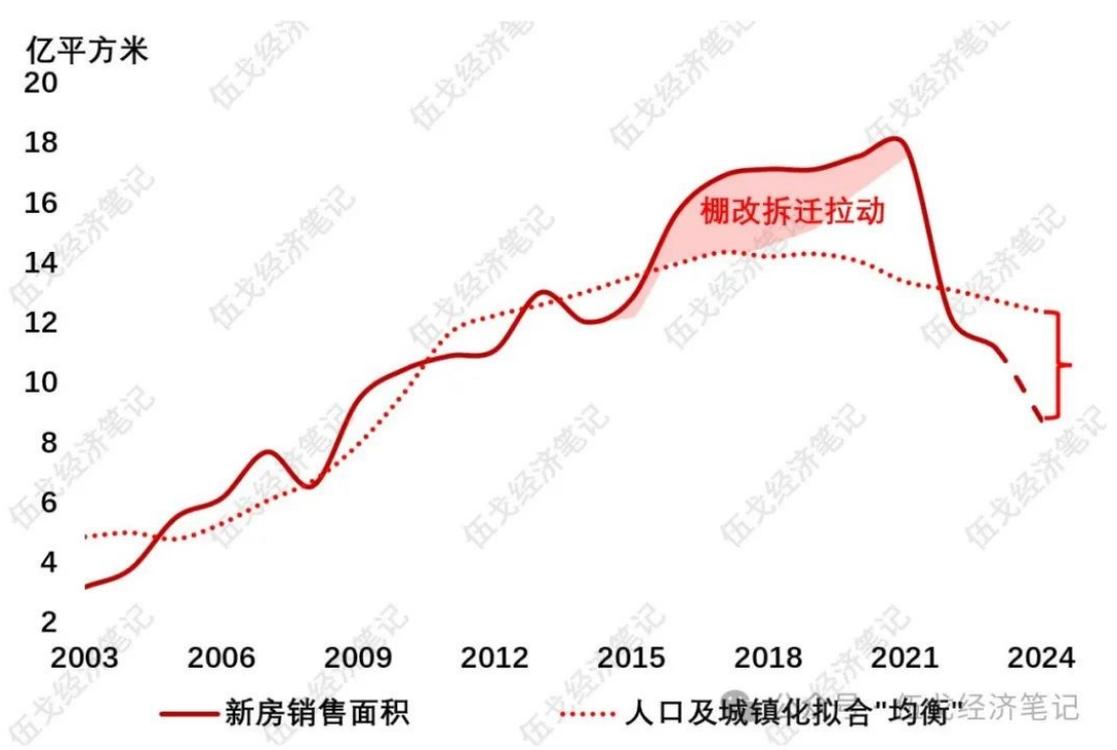
### 正文：

无论是价格还是销量，房地产市场进一步深度调整。今年一季度商品房销售额同比下降 27.6%，绝对规模相较 2021 年同期历史高点下降 44%。住房需求锐减以及二手房供给骤增，能否用人口、城镇化等长期因素解释？能否通过不断降价，实现市场的自动出清和最终企稳？

### 一、人口，是地产超调的主因吗？

按一季度数据推算，今年全年新房销售或仅为 9 亿平方米左右，显著偏离按人口及城镇化拟合的 12 亿左右的长期均衡值。即使考虑前期棚改拆迁引致的三四线城市需求“透支”，也难解释当前需求的颓势。

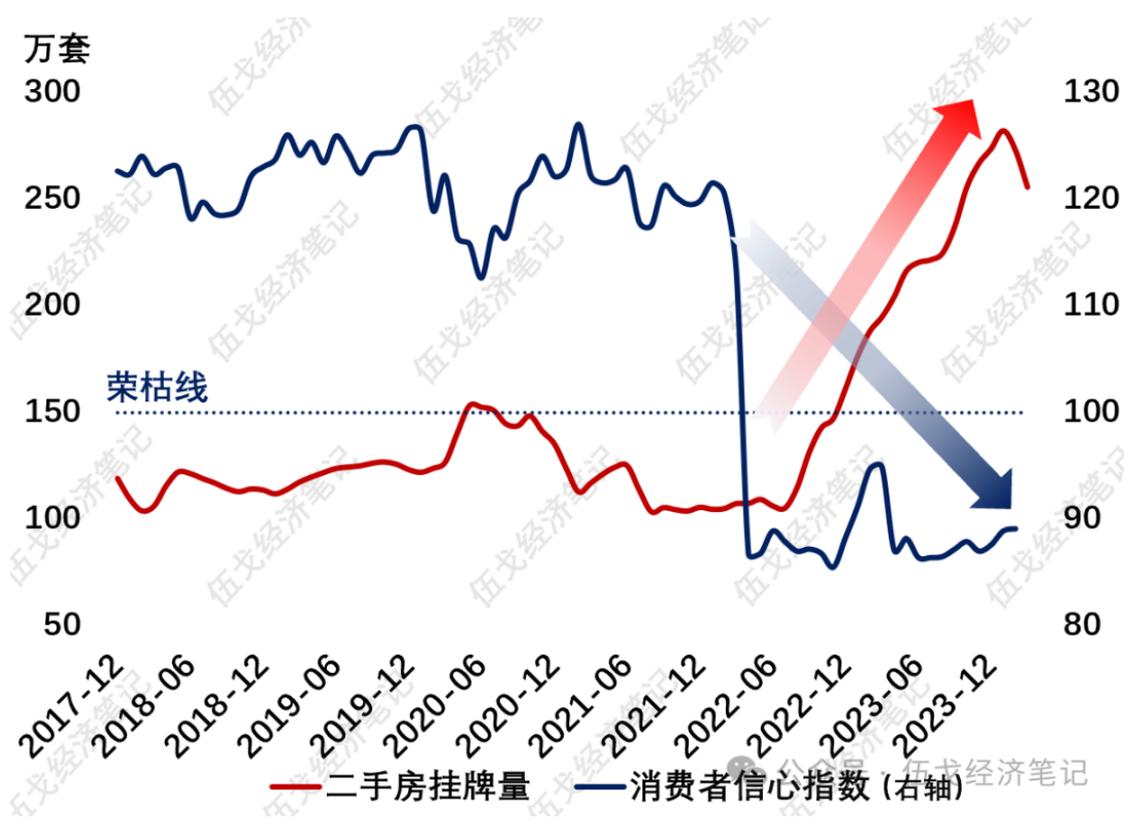
### 图 1. 需求明显偏离长期均衡



来源：WIND，笔者测算

不同过往，二手房正取代新房，成为供给变动的主导部分。以 14 个重点城市估算，近两年来新增的二手房挂牌量，至少需 17 个月左右才能消化。值得一提的是，潜在的供给规模难以估量，取决于预期的进一步演绎。

图 2. 供给骤增源于预期变化

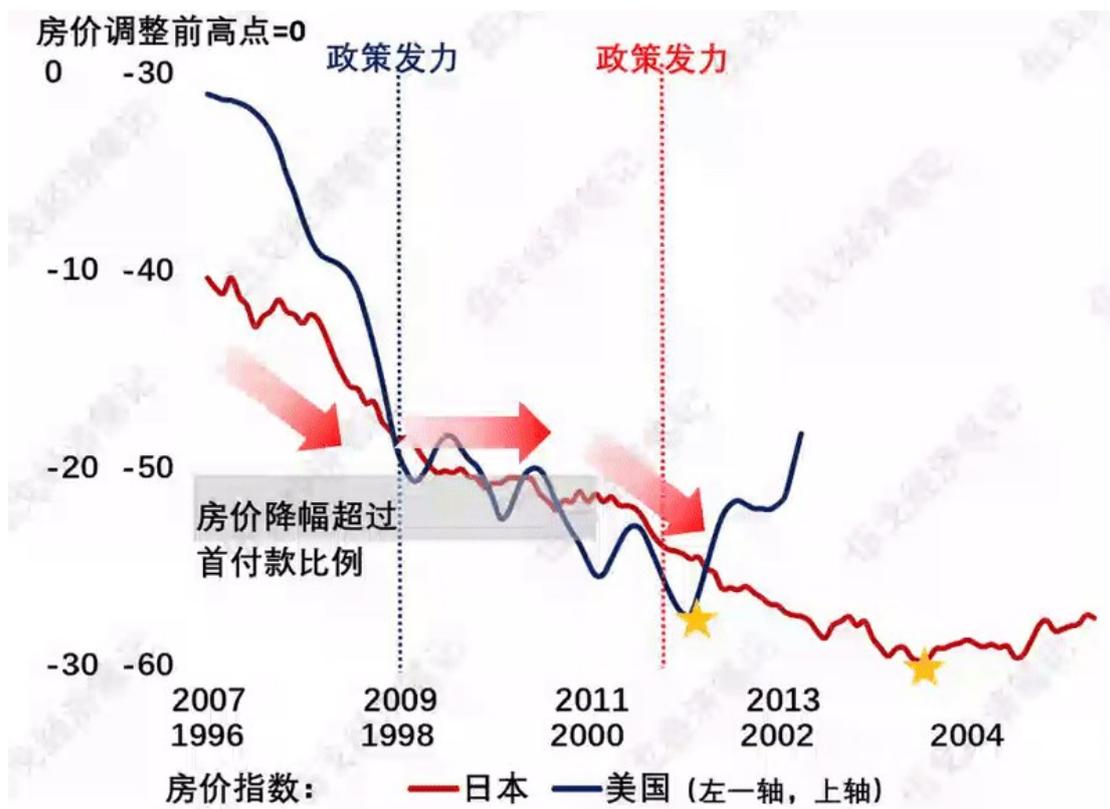


来源：WIND，诸葛找房，贝壳，笔者测算  
 注：挂牌量为京、沪、深等 14 城数据。

## 二、降价，能否实现市场自动企稳？

国际来看，当地产出现单边调整预期后，仅靠降价难以实现自发企稳。尤其是当房价降幅超过居民首付款比例时，存在着负向反馈循环进一步强化的可能。

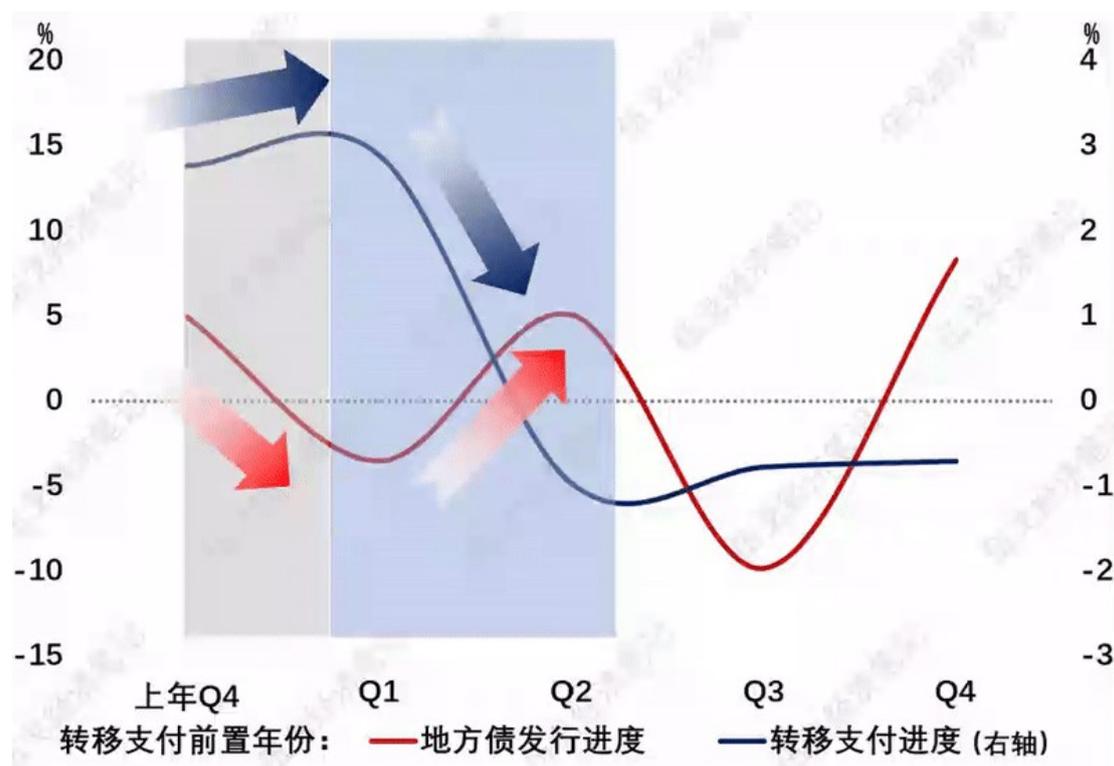
图 3. 仅靠降价，实现自发企稳？



来源：WIND, FHFA, GHLC, 笔者测算

要打破房地产单边预期，宏观总量政策而不仅是地产行业政策才是关键，各国规律大都如此。宏观总量和风险处置举措实施越晚，地产企稳时点也越滞后。

图 4. 对冲地产下行，但今年发债为何偏慢？



来源：WIND，财政部，笔者测算

注：指标剔除季节性，转移支付进度为预算下达进度，样本为 2017、2021、2022 年。

为对冲地产对经济的拖累，基建等发力不可或缺。但年初以来地方专项债等发行明显偏慢，或与今年中央转移支付前置相关。随着待转移支付规模的回落，二、三季度地方债发行有望提速。

### 三、基本结论

**一是**来有影，去无踪。房地产趋势与人口、城镇化等长期因素相关。但目前的主要矛盾是，地产销售等指标显著偏离以上述变量拟合的长期均衡值。特别地，二手房挂牌量激增折射出的居民行为变化，与中央提及的“社会预期偏弱”或有互为因果的顺周期关系。

**二是**国际来看，当房地产出现单边调整预期后，似难仅靠降价来实现自发企稳。尤其是当房价降幅超过居民首付款比例时，存在负向反馈循环进一步强化的可能。宏观总量政策而不仅是地产行业政策显著发力，才是扭转地产市场的先决条件，各国规律大都如此。

**三是**展望未来，由于一季度实际 GDP “高开”，以实际利率为表征的总量政策或难显著加力，进而按部就班落实“两会”既定政策安排。但解除限购、防范风险等举措仍将继续。年初专项债发行偏慢与中央转移支付前置相关，二三季度可能加快，部分对冲地产压力。

**风险提示：**居民预期的非线性变化。

## 【作者】

**伍戈**：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，远见杯经济预测冠军。

**俞涛、曹海巍、高童**：长江证券研究员。

## 【近期研究】

1. [经济，从幼儿园说起](#)，2024年4月17日
2. [经济，寻变](#)，2024年4月7日
3. [量价皆经济](#)，2024年3月26日
4. [经济的期许](#)，2024年3月16日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记