

## 地产失灵？

### 核心观点：

1.地产不稳，经济难稳。去年三季度以来，房地产放松举措层出不穷。但超乎预期的是，近期数据仍持续大幅下行。政策效果为何迟迟未现？究竟是纠偏力度不足，还是归因于疫情冲击，或是背后还有更深原因？

2.稳地产千头万绪，归根结底是稳销售。本轮地产下行中供给端房企受挫严重，但若需求端销售能有起色，也能纲举目张。对比历史，当前需求端放松的范围和力度都已不小，政策引领销售的经验规律却似有失灵。

3.每波疫情恶化及管控加强，商品房销售短期都恶化。今年这波也不例外，且影响强度和持续时间甚于过往。疫情管控常态化，意味着短期扰动长期化。居民收入及资产负债表持续三年受损，压制房地产修复弹性。

4.展望未来，随着疫情高峰显现，二季度末开始房地产销售和投资或将缓慢修复，但回升弹性明显弱于过往。疫情及管控政策仍有不确定性之下，居民储蓄意愿难以明显下降，房地产销售和投資全年增速预计为负。

### 正文：

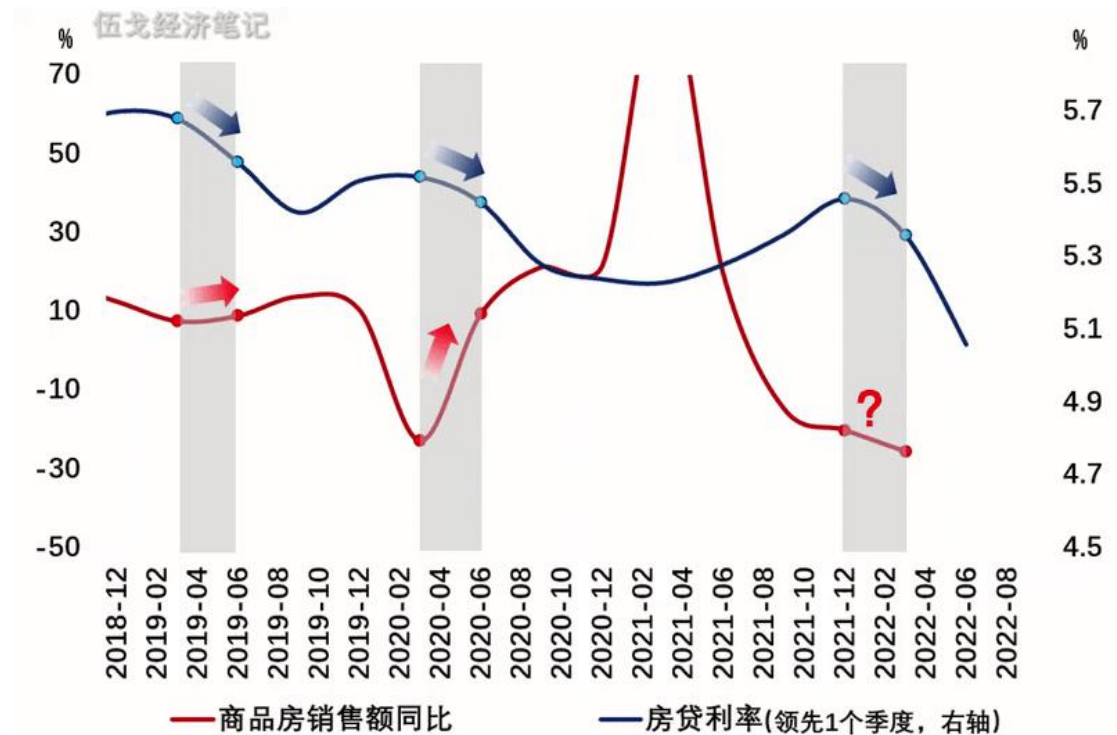
地产不稳，经济难稳。去年三季度以来，房地产放松举措层出不穷。然而，商品房销售额同比却连续 9 个月负增长，今年 3 月降幅甚至进一步扩大至 -26%。高频数据显示，4、5 月商品房销售或进一步恶化。政策效果为何迟迟未现？究竟是纠偏力度不足，还是归因于疫情冲击，或是背后还有更深原因？

### 一、为何失灵：纠偏力度不足？

稳地产千头万绪，归根结底是稳销售。本轮地产下行中供给端的房企受挫严重，但若需求端销售能有起色，也能纲举目张。

年初以来，各地加速出台需求端政策，并从公积金贷款、落户、补贴等方面转向力度更大的降首付、松“四限”等，松绑城市级别也从三四线不断提高至一二线。当前约 15 城下调了商贷首付比，30 余城放松“四限”，而 2020 年 1 季度疫情初次爆发时也仅 4 城松限购限售。

### 图 1. “利率下，销售上”的规律失效？



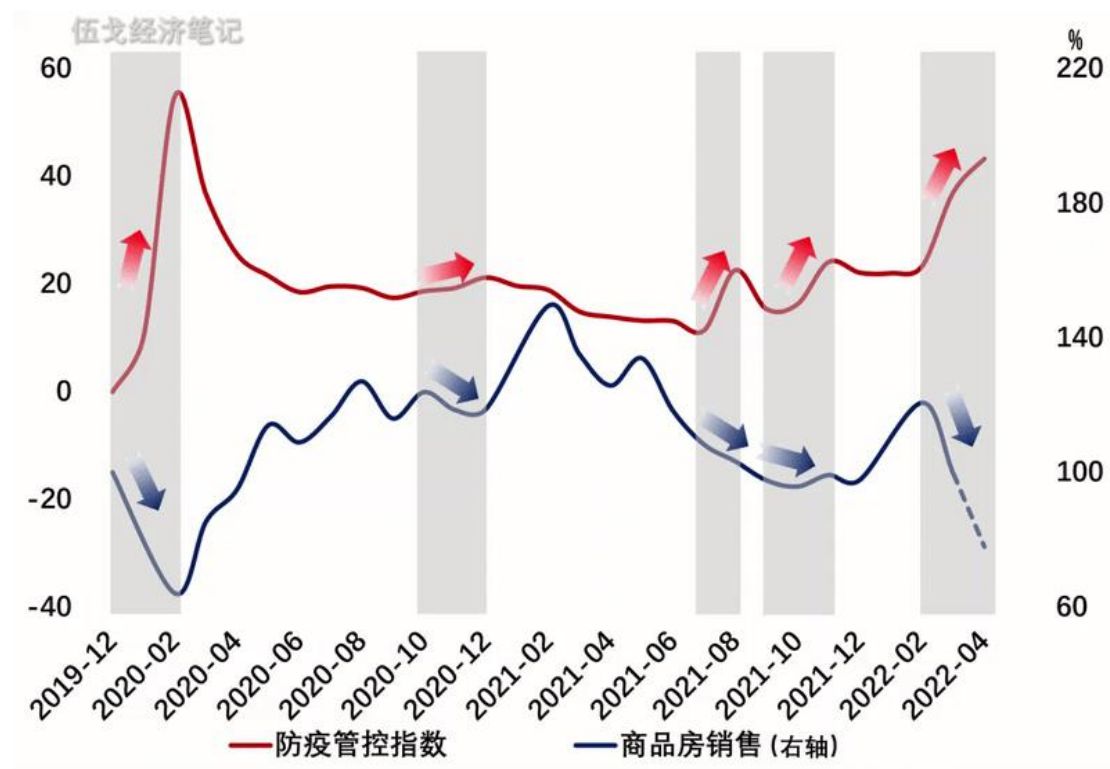
来源: WIND, 融 360, 贝壳研究院, 笔者测算

历史上, 当房贷利率下调约一个季度后商品房销售往往企稳回升。然而, 自去年 10 月开始首套房贷利率下调, 至今 7 个月累计降幅已约 57 个 BP, 但销售却仍未企稳。

## 二、为何失灵：疫情扰动长期化？

过往每一波疫情恶化及管控加强, 商品房销售都呈现短期恶化, 今年也不例外。尽管新感染人数自高点已回落近一个月, 但全国 300 余地级以上城市中仍有 40 城左右处于不同程度的封控状态。本轮防控强度处于高位已近 2 个月, 持续时间长于过往的 1 个月左右。

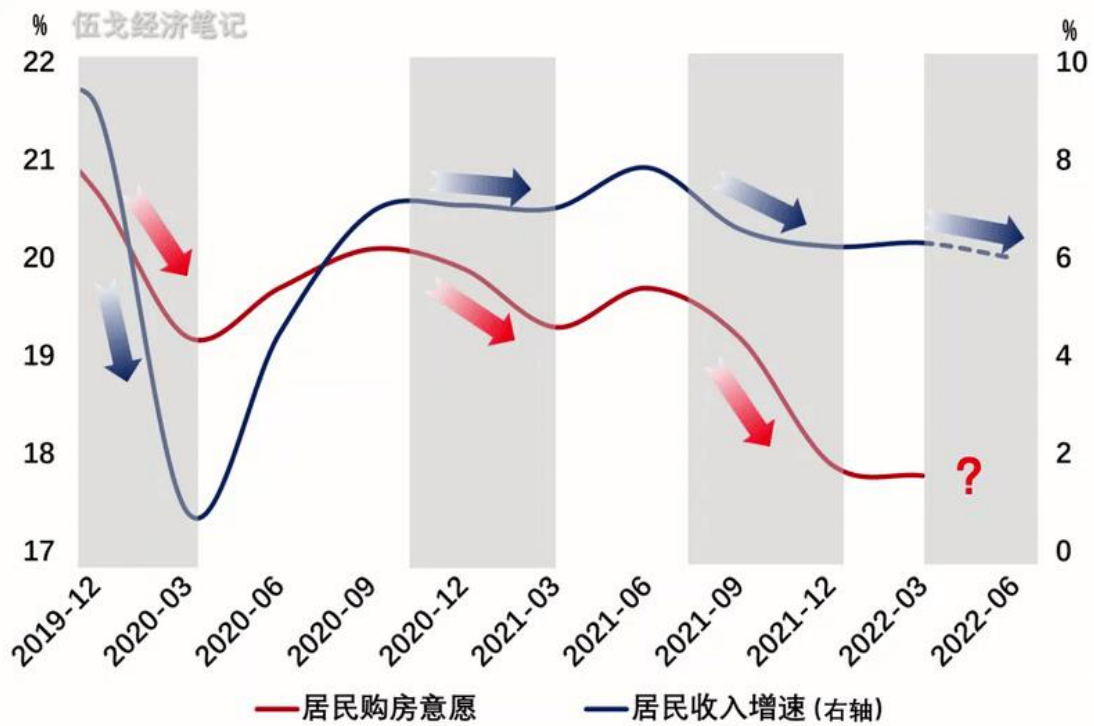
图 2. 疫情扰动地产纠偏进程



来源：WIND，牛津大学，笔者测算

疫情管控常态化，也意味着短期扰动长期化。大疫三年，居民收入持续三年受损，势必压制购房意愿。近期克而瑞调研显示，**购房计划暂缓1年以上的人群占比，较春节时的22%激增至66%。**而即使是2020年初疫情时，该比例也仅21%。

图 3. 收入受损三年，压制购房意愿



来源：WIND，笔者测算

### 三、为何失灵：政策的不确定性？

疫情管控等诸多政策的不确定性，显著增强了居民的储蓄意愿。**今年以来，政策不确定性程度已接近历史最高，相应地，居民储蓄意愿也升至历史最高。**这些都将影响居民的购房需求以及房地产修复的弹性。

图 4. 居民增加储蓄，应对不确定性



来源：WIND，笔者整理

**展望未来，纠偏政策有望继续加码，房贷利率仍有近 80bp 调降空间。本轮疫情冲击最为集中的时期或在二季度，此后房地产将缓慢修复。初步预计，商品房销售当月同比增速转正的时点可能要到 9 月，房地产投资则到 12 月。相应地，我们将销售全年增速预期由年初的 -5% 下修至 -12%，投资则由 0% 下修至 -4%。**

#### 四、基本结论

**一是**稳地产千头万绪，归根结底是稳销售。本轮地产下行中供给端房企受挫严重，但若需求端销售能有起色，也能纲举目张。对比历史，当前需求端放松的范围和力度都已不小，政策引领销售的经验规律却似有失灵。

**二是**每波疫情恶化及管控加强，商品房销售短期都恶化。今年这波也不例外，且影响强度和持续时间甚于过往。疫情管控常态化，意味着短期扰动长期化。居民收入及资产负债表持续三年受损，压制房地产修复弹性。

**三是**展望未来，随着疫情高峰显现，二季度末开始房地产销售和投资或将缓慢修复，但回升弹性明显弱于过往。疫情及管控政策仍有不确定性之下，居民储蓄意愿难以明显下降，房地产销售和投资全年增速预计为负。

#### 【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，曾获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，蝉联“远见杯”中国经济预测冠军。

**俞涛、高童、曹海巍**：长江证券研究员。

余吉双、王鑫鑫、牛犊、於紫馨：长江证券实习研究员。

**【近期研究】**

1. 新书：货币之四部曲，2022年5月9日
2. 疫下经济行，2022年5月4日
3. 资本流，谁主导？，2022年4月24日
4. 等这波疫情过后，2022年4月14日
5. 疫情，多扰，2022年4月5日
6. 内与外：谁为主？，2022年3月24日

