

地产，初芽

核心观点：

1. 物换星移。不变的，经济的重要内生动力仍有地产。节后我国地产呈现反弹趋势，但迈入“金三银四”传统旺季，高频数据似又现疲态。疫后地产的复苏动能是否可以持续？阻力来自何方？政策是否还将发力？扑朔迷离，却将在很大程度上决定着疫后经济前景。

2. 国别经验来看，疫后地产修复的时间跨度往往较长，平均需要三个季度才能弥合与疫前的缺口。其中，疫情期间积压的婚育需求释放，也是疫后商品房刚需的重要支撑。尽管全球婚姻登记数长期呈趋势下行，但近来较疫情时期已有明显反弹。我国或也不例外。

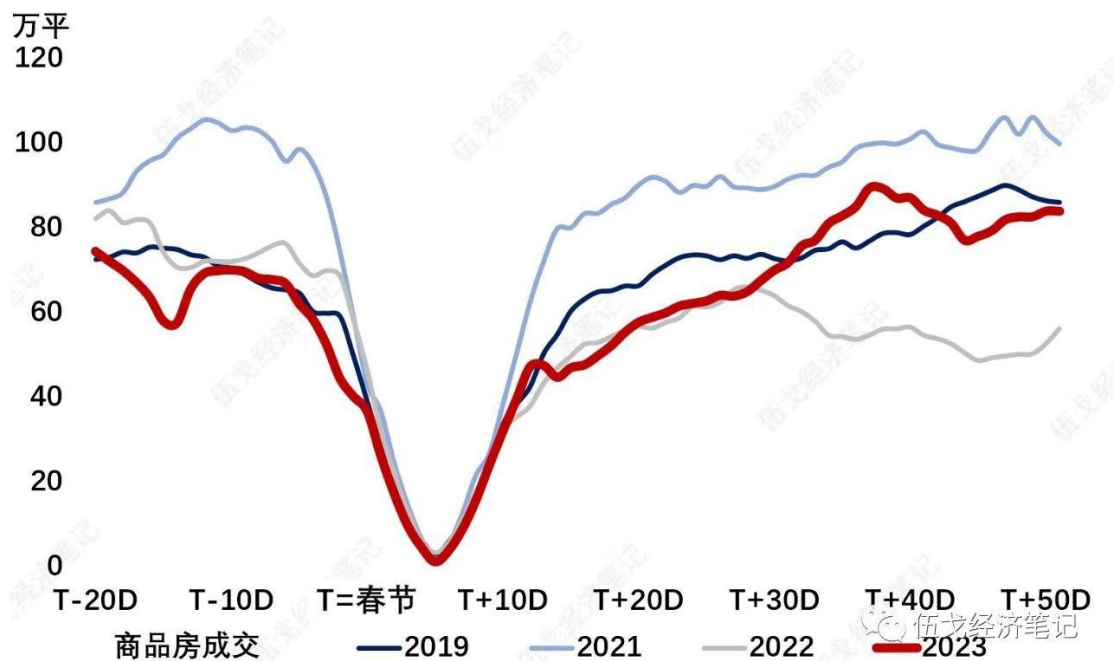
3. 经济似乎是有记忆的。对比疫后诸多经济体，我们发现前期居民资产负债表的受损，会对地产修复的斜率产生显著的负向影响。此外，房价见底后，无论是总量利率、还是因城施策等政策空间都会有限，尤其是当一线城市甚至全国商品房库存整体偏低的时期。

4. 展望未来，前期积压的刚需仍在释放，地产修复历程尚未结束。鉴于居民资产负债表受损，以及政策最宽松时已过，地产实际回升幅度温和。低基数下3月有望实现销售同比转正。保交楼支撑建安投资，但拿地扩张尚待时日，房地产投资全年或修复至零增速

正文：

疫情较预期更快退潮，自然为今年经济修复争取了更多时间。物换星移，节后我国地产开启反弹。但迈入“金三银四”的传统旺季，高频数据似又现疲态。疫后地产的复苏可否持续？阻力来自何方？政策是否还将发力？扑朔迷离，却将在很大程度上决定着疫后经济前景。

图 1. 地产修复已现疲态？



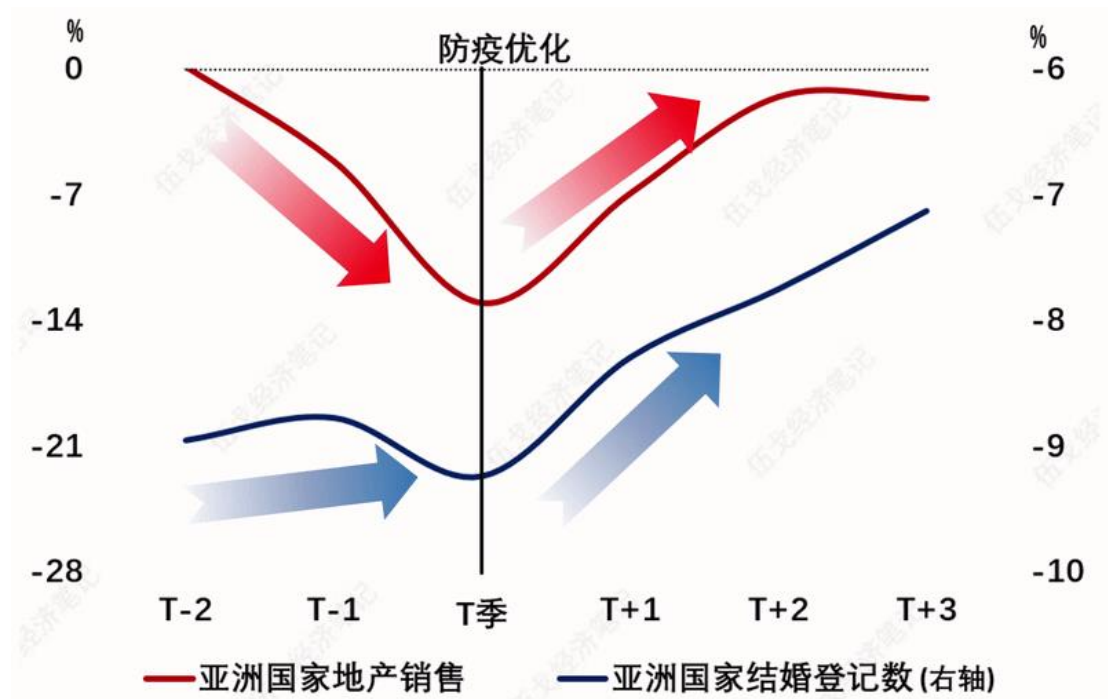
来源：WIND，笔者测算

注：成交包括 30 城新房和 13 城二手房。

一、修复将持续多久？

国别经验来看，疫后地产修复的时间跨度较长，平均需要三个季度才能弥合与疫前的缺口。其中，疫情期间积压的婚育需求释放，也是疫后商品房刚需的重要支撑。尽管全球婚姻登记数长期普遍趋势下行，但防疫优化后则有所反弹。**历史显示，我国婚姻登记数增速与商品房销售面积走势大体同步。积压三年的婚育需求释放，将有利于支撑今年地产销售。**

图 2. 积压需求的释放

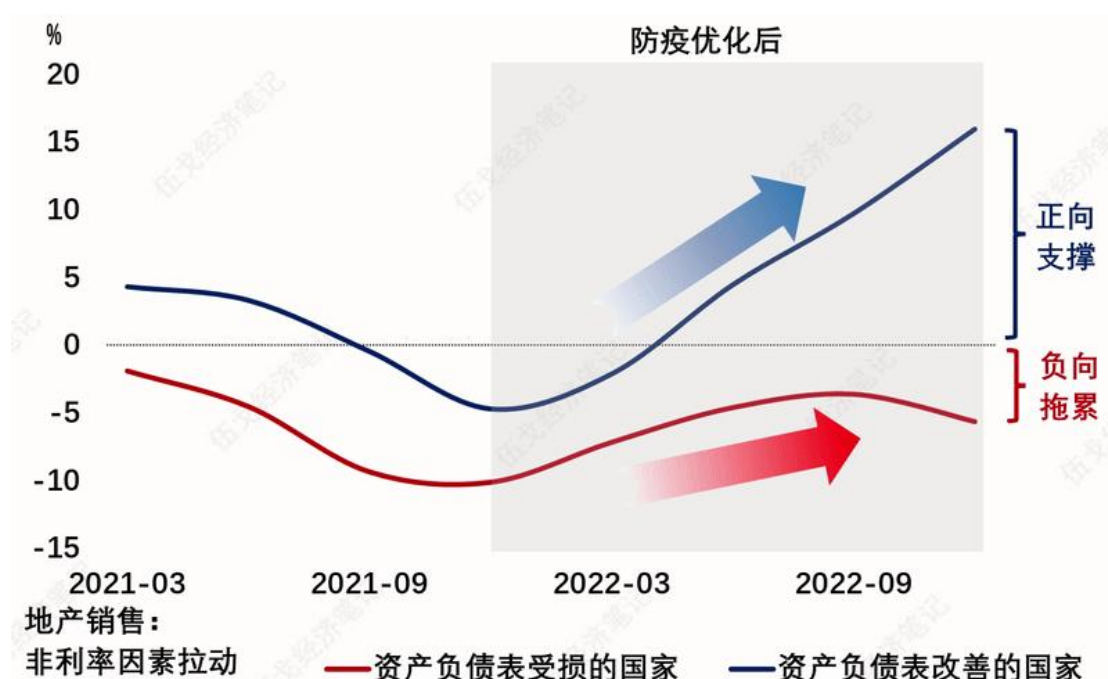


来源：彭博，CEIC，WIND，笔者测算
 注：样本含日本、韩国、新加坡、泰国、马来西亚。指标均为较疫前复合增速。

二、修复的阻力在哪儿？

对比疫后诸多国家，我们发现，前期居民资产负债表的受损，会对地产修复的斜率产生显著的负向拖累。剔除利率的影响，居民资产负债表受损国家的地产修复强度，显著弱于没有受损的国家。我国居民资产负债表修复缓慢，将对今年地产修复形成拖累。

图 3. 居民受损，影响地产修复斜率



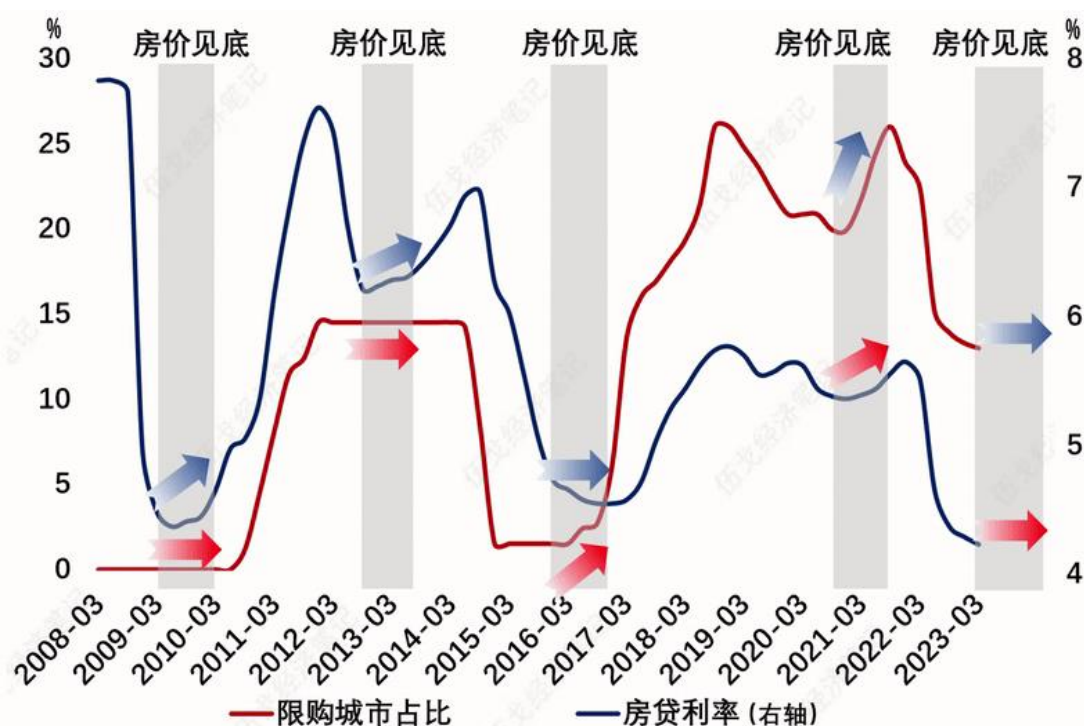
来源：彭博，CEIC，WIND，笔者测算

注：指标为销售增速中剔除利率拉动的部分。受损国含日本、韩国、马来西亚，改善国含美、英、法。

三、政策还会加力吗？基本结论

政策强调支持住房需求，但“房住不炒”是不变底线。历史可见，房价见底后，无论是总量利率、还是因城施策等空间都会有限，尤其是当一线城市甚至全国商品房库存整体偏低的时期。值得一提的是，目前房价企稳已现端倪，2月70城新房、二手房自2021年8月以来首次同时环比上涨，且上涨城市数首次超越下跌数，一线城市二手房挂牌价更创历史同期新高。

图 4. 房价见底后，政策加力或有限



来源：WIND，政府官网，笔者测算

三、基本结论

一是疫后经济的重要内生动力仍有地产。国别经验看，地产修复的时间往往较长，平均需要三个季度才能弥合与疫前的缺口。其中，积压的婚育需求释放，也是商品房刚需的重要支撑。尽管全球婚姻登记数长期趋势下行，但近来已有明显反弹。我国或也不例外。

二是经济似乎是有记忆的。对比疫后诸多经济体，我们发现前期居民资产负债表的受损，会对地产修复的斜率产生显著的负向影响。此外，房价见底后，无论是总量利率、还是因城施策等政策空间都会有限，尤其是当一线城市甚至全国商品房库存整体偏低的时期。

三是展望未来，前期积压的刚需仍在释放，地产修复历程未结束。鉴于居民资产负债表受损，以及政策最宽松时已过，地产实际回升幅度温和。低基数下3月有望实

现销售同比转正。保交楼支撑建安投资，但拿地扩张尚待时日，房地产投资全年或修复至零增速。

【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。

曹海巍、俞涛、高童：长江证券研究员。

张哲源、岳柯伶、刘宏彦：实习研究员。

【近期研究】

1. [经济，告别“真空期”](#)，2023年3月5日
2. [疫后经济，到哪了？](#)，2023年2月26日
3. [归雁留痕](#)，2023年2月17日
4. [疫后的财力](#)，2023年2月7日

