

房价降了，居民买吗？

核心观点：

1. 价格是“无形之手”。直觉来看，一般商品降价当然有利于促销，价跌而量增。然而，近期房价降幅进一步扩大，成交量却随之减少，量价齐跌。未来商品房销售的均衡究竟在哪儿？是否房价降到某个“均衡”位置，房地产市场就能自动出清而企稳呢？

2. 住房是居民最重要的资产，其价格显著下降意味着存量财富缩水。或许存在着与人口、城镇化相应的“均衡”销量，但国际来看，若预期走弱，居民会选择租房和延迟购房，现实“均衡”需求量降低。即使房价下降，也未必像一般商品那样自发出清。

3. 各国史实表明，房价持续下行，意味着金融体系最重要的抵押品价值的降低，从而影响整个社会的信用派生能力，有些国家甚至还引致金融风险。短期或可通过基建等来抵补信贷收缩，但若缺失抵押品价值稳定，终难实质性摆脱价格低迷的循环。

4. 展望明年，宏观政策着力点侧重“三大工程”等领域，而房地产的重心似仍在防风险。地产供需两端的举措或将不断，但在整体物价相对低迷情形下，无论是开发商还是购房者，其预期信心的逆转不仅依赖于地产行业政策，更取决于宏观政策的力度。

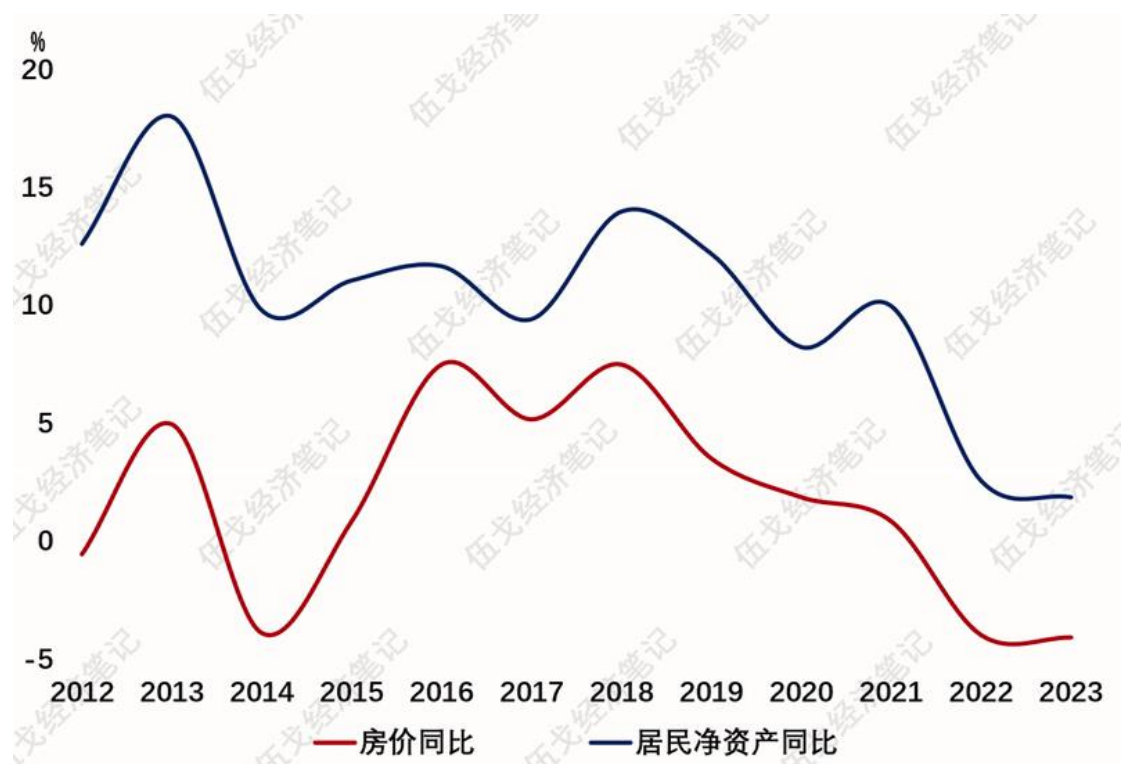
正文：

近期房价降幅进一步扩大，成交量随之减少，量价齐跌。未来房地产的均衡究竟在哪儿？价格是“无形之手”，是否房价降到某个“均衡”位置，房地产市场就能自动出清而企稳呢？

一、地产能自发出清吗？

住房资产约占我国居民总资产三分之二的比重。房价若显著下降，意味着存量财富缩水，势必反过来压制居民购房行为。当前房产回报率已明显低于居民负债端存量房贷利率，也低于其资产端理财收益率等机会成本，购房预期难言自发扭转。

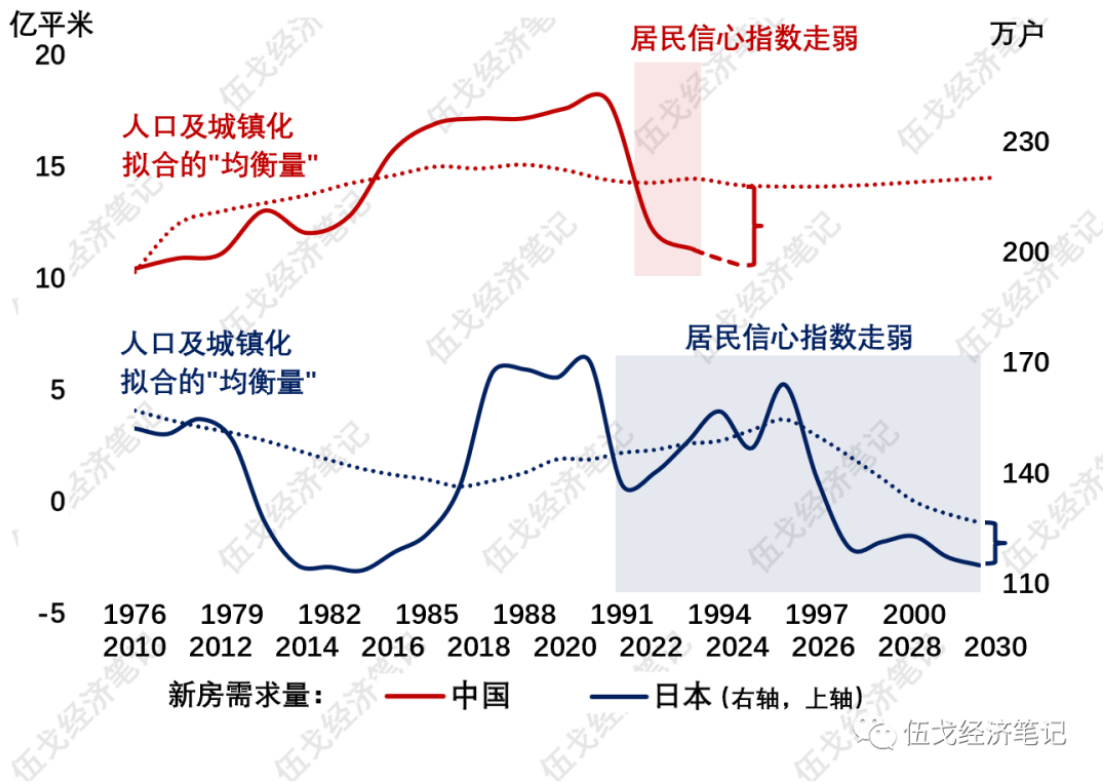
图 1. 房价持续下行，居民资产随之收缩



来源：WIND，社科院，笔者测算
 注：房价为 70 城二手住宅价格指数。

若按人口、城镇化等因素测算，我国未来住房需求中枢或仍有十几亿平米。但国际来看，若微观主体预期持续走弱，住房自有率会明显回落，居民延迟购房决策而更多选择租房。随着传统“刚需”收缩，现实中的住房“均衡”需求量动态降低。

图 2. 预期走弱后，传统住房“刚需”减少



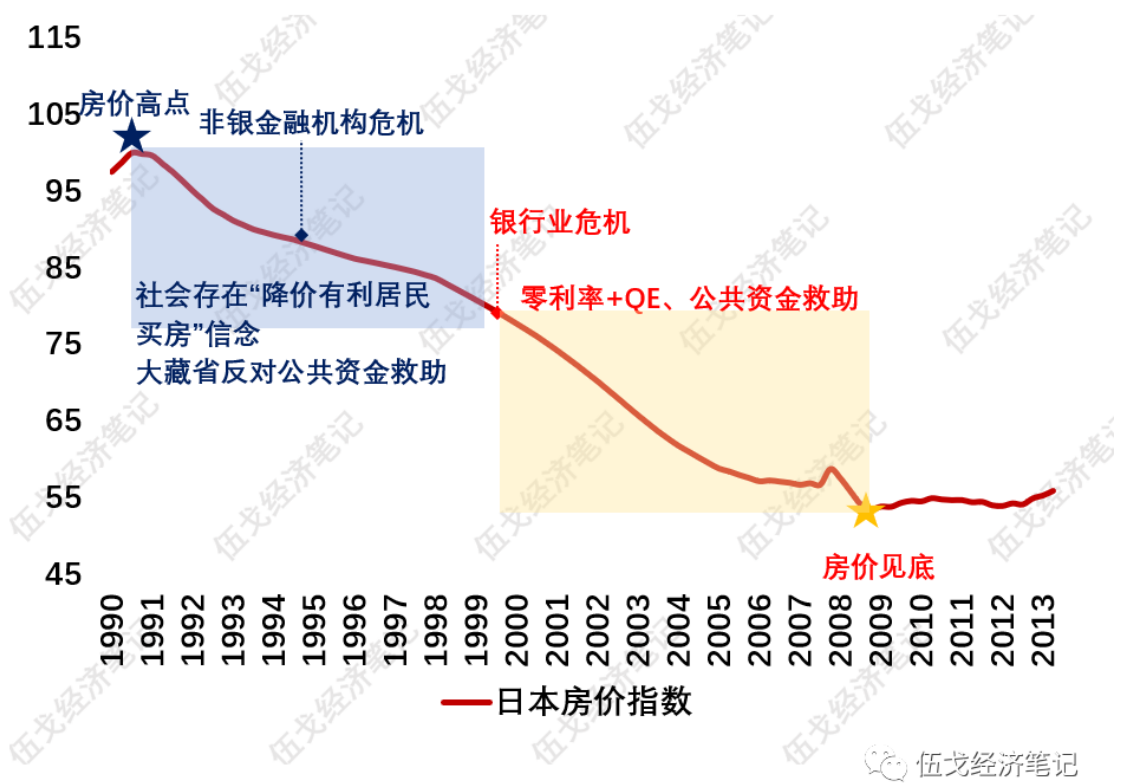
来源：CEIC, WIND, 笔者测算

注：中国为新房销售面积，日本为新屋开工数。

二、如何实现正向循环？

上世纪 90 年代日本，尽管地产已剧烈调整，但政策初期仍青睐市场化出清，鲜见救助房企，直至风险向金融业传导甚至引发大型机构破产。当前我国银行业不良率仍处低位，但数家大中型房企已有净资产为负等“资不抵债”的状况，或非简单的流动性风险。

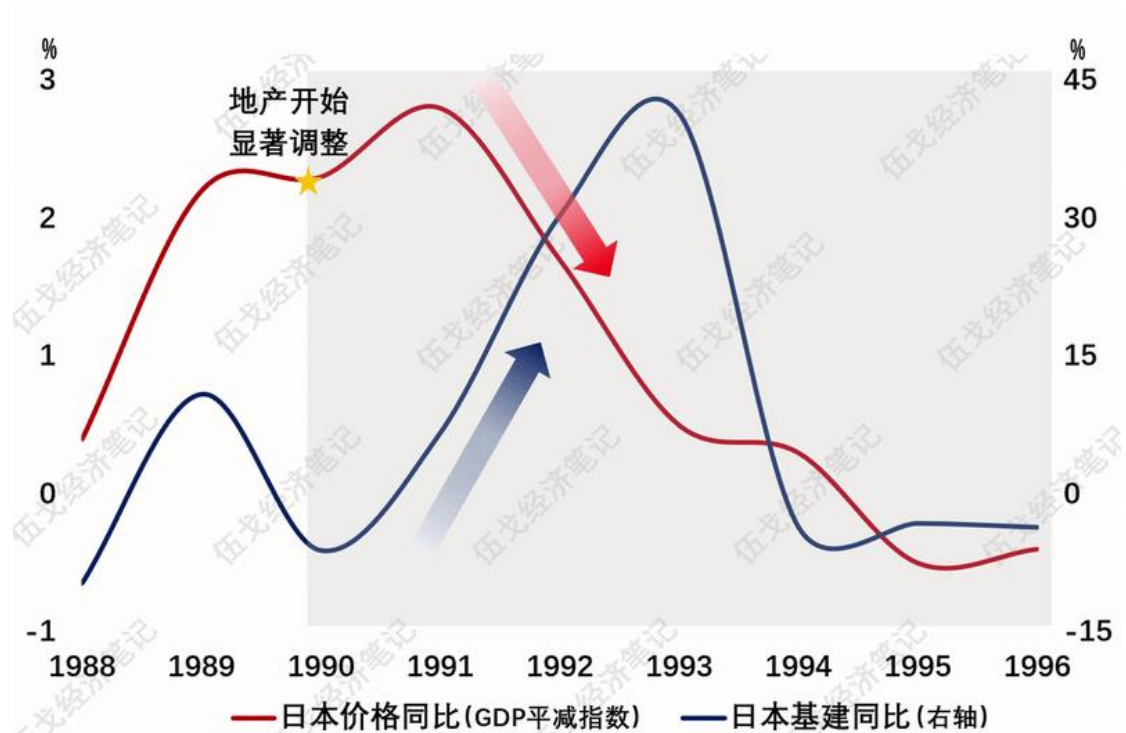
图 3. 地产如何实现正向循环？



来源：CEIC，笔者测算
 注：参考伊藤隆敏、星岳雄《繁荣与停滞》(2022)、西野智彦《日本的迷失》(2017)。

国际来看，房价持续下行，意味着金融体系最重要的抵押品价值的降低，从而影响整个社会的信用派生能力。短期或可通过基建等来抵补信贷收缩，但若缺失抵押品价值稳定，终难实质性摆脱价格低迷的循环。

图 4. 基建能否阻挡价格低迷？



来源：WIND，笔者测算

三、基本结论

一是住房是居民最重要的资产，其价格显著下降意味着存量财富缩水。或许存在着与人口、城镇化相应的“均衡”销量，但国际来看，若预期走弱，居民会选择租房和延迟购房，现实“均衡”需求量降低。即使房价下降，也未必像一般商品那样自发出清。

二是各国史实表明，房价持续下行，意味着金融体系最重要的抵押品价值的降低，从而影响整个社会的信用派生能力，有些国家甚至还引致金融风险。短期或可通过基建等来抵补信贷收缩，但若缺失抵押品价值稳定，终难实质性摆脱价格低迷的循环。

三是展望明年，宏观政策着力点侧重“三大工程”等领域，而房地产的重心似仍在防风险。地产供需两端的举措或将不断，但在整体物价相对低迷情形下，无论是开发商还是购房者，其预期信心的逆转不仅依赖于地产行业政策，更取决于宏观政策的力度。

【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。著有货币经济“四部曲”。

曹海巍、俞涛、高童：长江证券研究员。

魏羿晖、杜张颖：实习研究员。

【近期研究】

- 1.经济的惯性, 2023 年 12 月 6 日
- 2.谁能取代地产?, 2023 年 11 月 27 日
- 3.保交楼的底线, 2023 年 11 月 22 日
- 4.经济增速: 能与不能, 2023 年 11 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