

政策此岸，到经济彼岸

核心观点：

1. 究竟是 5%，还是 5.5%？岁末年初，各界对新年经济增速目标产生较大分歧。莫衷一是的现象背后，实则是在中央重提“以经济建设为中心”后有关稳增长实现路径的争议。毕竟，过去几年“房住不炒”、“遏制地方隐性债务”等多重约束之下，叠加疫情不断，悲观预期的缓释与增长信心的重塑或不是一蹴而就。

2. 纵观历史，有趣的事实是，中央的预期经济增长目标一旦确定，最终大都得以实现。由此看来，其实无论 5% 还是 5.5%，都不能低估政府稳增长的决心和执行力。当然，从现状来看，房地产局部指标虽有边际改善，但整体仍离正常区间甚远，违约风险犹存。基建预期近期有所升温，但高频指标还未明显体现。

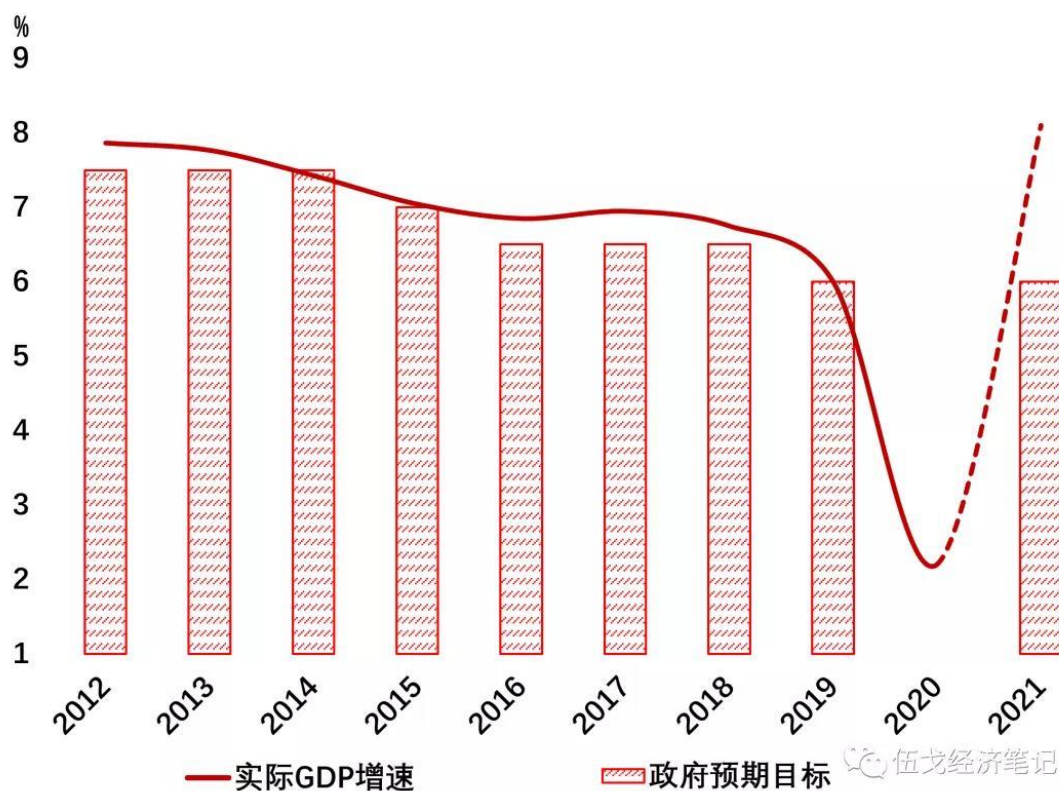
3. 经济偏离均衡的距离，预示着政策发力的空间。结合过往经验，若要商品房销售增速纠偏转正，房贷利率或仍有 30bp 左右的下行空间，历史上往往是通过调降贷款市场报价利率（LPR）与加点两种方式实现的。融资约束的进一步放松、因城施策的更多调整都值得期待，从而尽快让房地产回归“三稳”正常状态。

4. 展望新年，上半年政策集中发力，下半年经济相对平稳，这也是历次换届之年的基本特征。尽管地方隐性负债的约束难言放松，但其融资的正规渠道“前门”已明显打开，“跨周期”调节之下项目储备在去年下半年提前开始。基建投资开工加速可能会在春节后更明显。经济从此岸到彼岸，相隔的依然是政策时空。

正文：

高质量增长并不意味着没有目标底线，GDP 依然是当前我国经济运行的关键“锚”。2022 年经济增速目标究竟是 5%，还是 5.5%？各界对此有较大分歧。该现象背后，实则是在中央重提“以经济建设为中心”后有关稳增长具体实现路径的争议。毕竟，过去几年“房住不炒”、“遏制地方隐性债务”等多重约束之下，叠加疫情冲击不断，悲观预期的缓释与增长信心的重塑或不是一蹴而就。

图 1. 增长目标一旦设定，历次大都实现



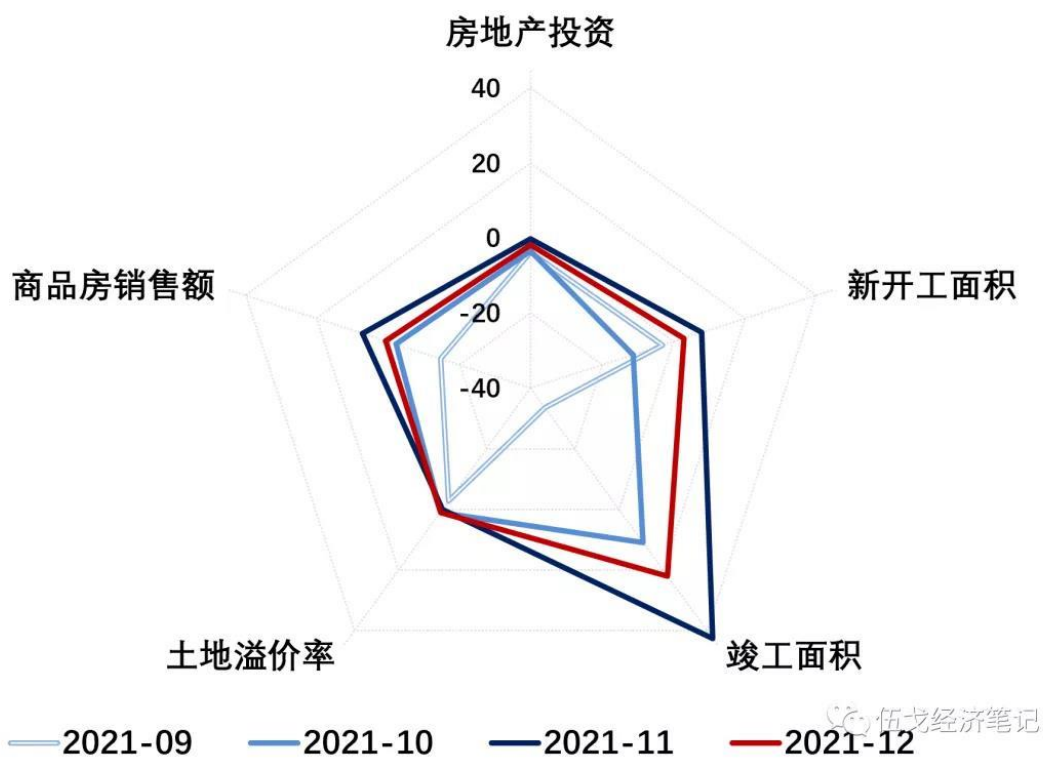
来源：WIND，政府工作报告

纵观历史，有趣的事实是，中央的预期经济增长目标一旦确定，最终大都得以实现。由此看来，其实无论 5% 还是 5.5%，都不能低估政府稳增长的决心和执行力。

一、在此岸：稳增长发力了吗？

去年 9 月之后，房地产融资有所松绑，按揭贷连续 2 月实现同比、环比多增，房地产贷款增速终结了 12 季度连降。商品房销售、投资先后出现边际改善，11 月环比增速普遍强于历史同期水平。**去年 12 月以来，房地产的改善程度却较 11 月有所弱化，特别是销售端。**今年 1 月上旬 30 城销售同比降幅较 12 月进一步扩大。近期，多家房企债券展期，评级持续下调，一季度境外债到期压力仍较大。全景图来看，目前房地产市场离正常状态仍相距甚远。

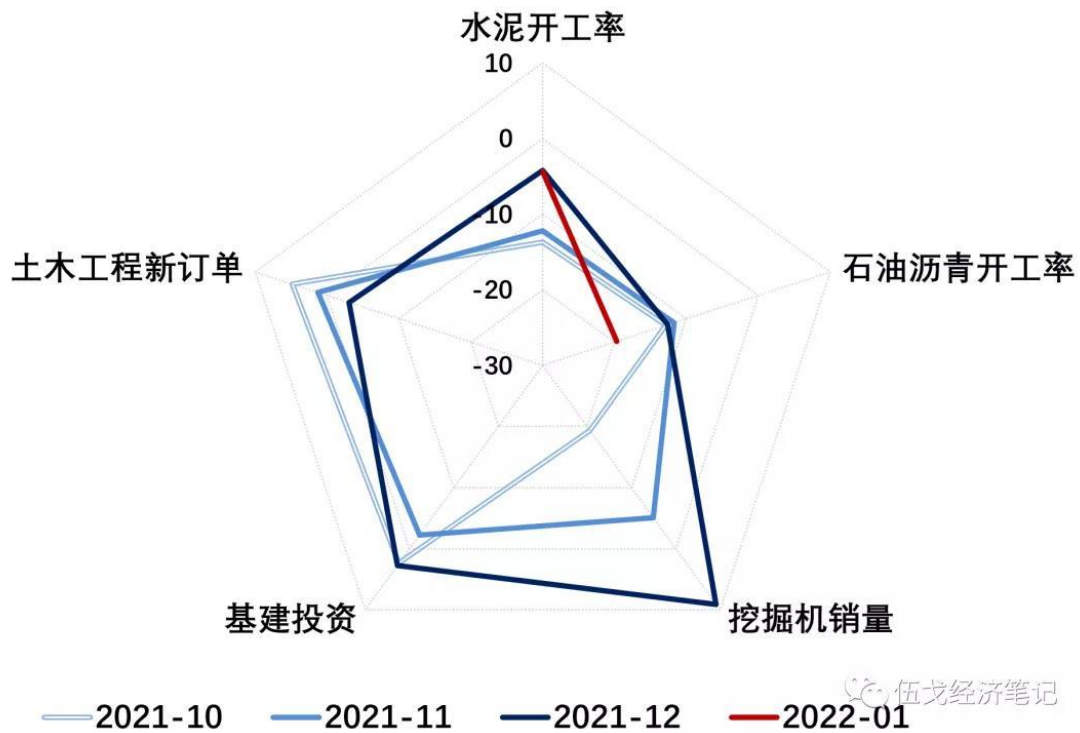
图 2. 房地产修复力度仍不足



来源：国家统计局，WIND，笔者测算
 注：各指标为当月环比与历年同期中枢的差值。

基建投资的预期近期有所升温，环顾高频指标，12月挖掘机销量环比上升10%，远超历史同期，但诸如石油沥青开工率、土木工程新订单、水泥开工率等与历史同期相较仍未有起色。

图 3. 基建投资的实效仍未体现



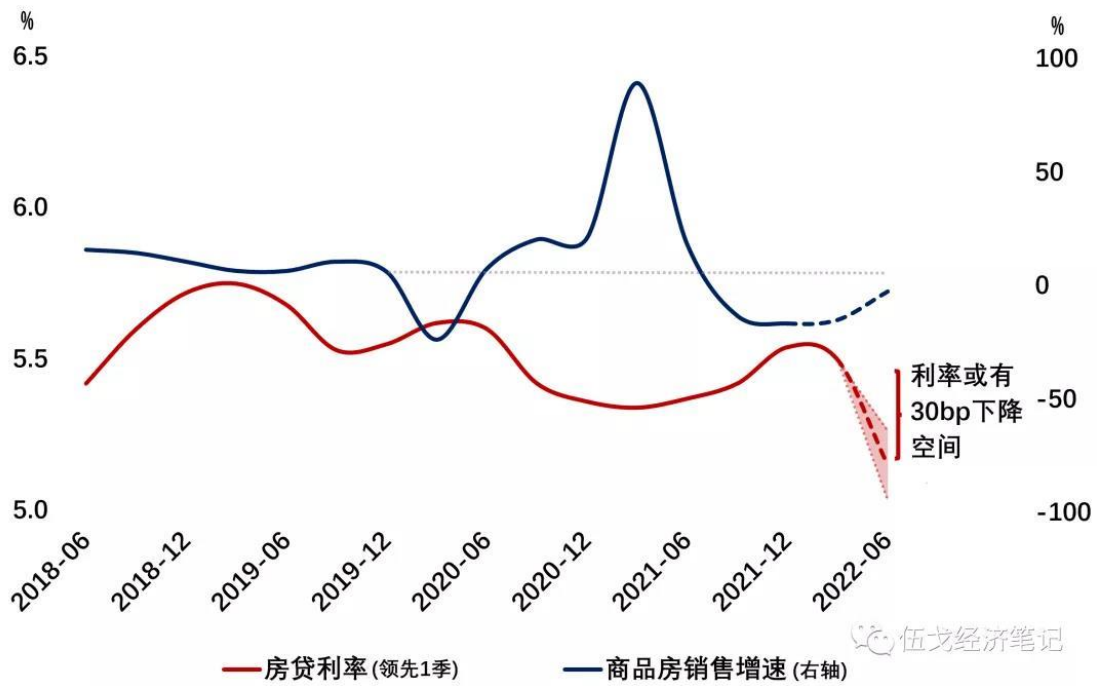
来源：WIND，笔者测算

注：各指标为当月值或其环比与历年同期中枢的差值。

二、到彼岸：发力抓手在哪儿？

过往房地产销售在负值区间一般不超过 12 个月，而本轮负增长已近半年。结合历史经验，若要销售增速纠偏转正，房贷利率或仍有 30bp 左右的下行空间，这往往是通过调降贷款市场报价利率（LPR）与加点两种方式共同实现的。融资约束的进一步放松、预售资金监管的优化、因城施策的更多调整都值得期待，从而尽快让房地产回归“三稳”正常状态。

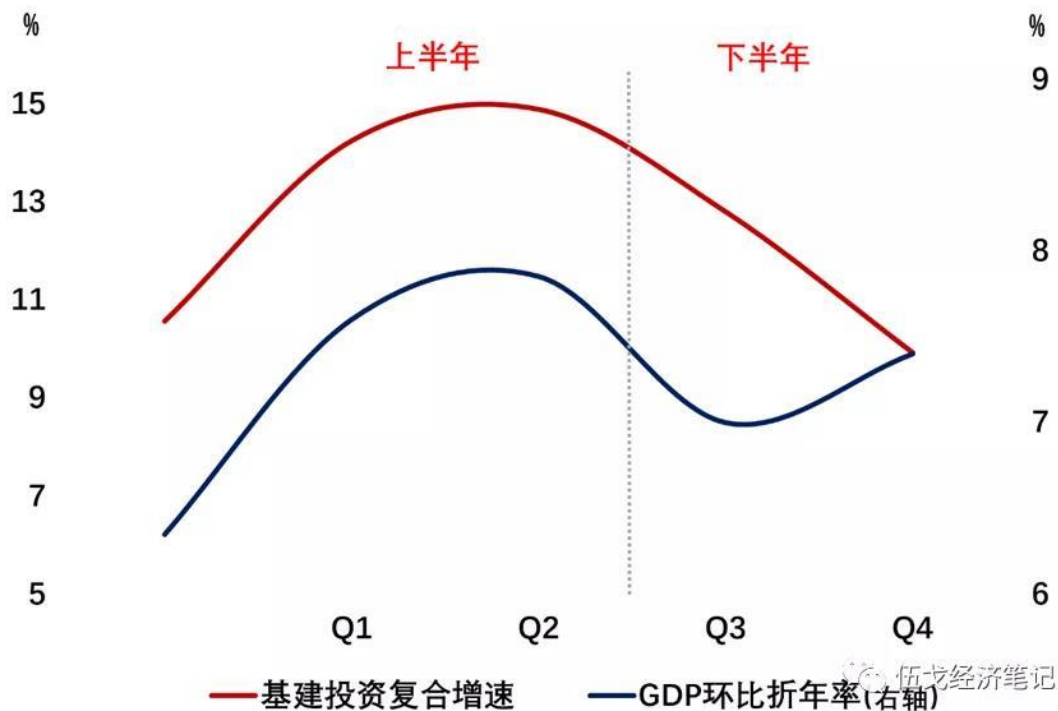
图 4. 房贷利率有望进一步下行



来源：中国人民银行，国家统计局，WIND，笔者测算

展望新年，上半年政策集中发力，下半年经济相对平稳，这也是历次换届之年的基本特征。尽管地方隐性负债的约束难言放松，但其融资的正规渠道“前门”已明显打开，“跨周期”调节之下项目储备在去年下半年提前开始。基建投资加速可能会在春节后更明显，全年有望实现 8%左右的增速，其中上半年或达到 9%。

图 5. 历次换届之年的上、下半年



来源：WIND，笔者测算

注：指标为过去两轮换届年（2012 和 2017）的均值。

三、基本结论

一是纵观历史，中央的预期经济增长目标一旦确定，最终大都得以实现。由此看，今年增速目标无论是订在 5% 还是 5.5%，都不能低估政府稳增长的决心和执行力。当然，从现状来看，房地产的局部指标虽有边际改善，但整体仍离正常区间甚远，违约风险犹存。基建预期近期有所升温，但高频指标还未明显体现。

二是经济偏离均衡的距离，预示着政策发力的空间。结合过往经验，若要商品房销售纠偏转正，房贷利率或仍有 30bp 左右的下行空间，历史上往往是通过调降贷款市场报价利率（LPR）与加点两种方式实现的。融资约束的进一步放松、因城施策的更多调整都值得期待，从而使得房地产尽快回归“三稳”的正常状态。

三是展望新年，上半年政策集中发力，下半年经济相对平稳，这也是历次换届之年的基本特征。尽管地方隐性负债的约束难言放松，但其融资的正规渠道“前门”已明显打开，“跨周期”调节之下项目储备在去年下半年提前开始。基建投资开工加速可能会在春节后更明显。经济从此岸到彼岸，相隔的依然是政策时空。

【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。“远见杯”中国经济、全球市场预测双冠军。

高童、俞涛、曹海巍：长江证券研究员。

陆元钢、李娜、程路捷：长江证券实习研究员。

【近期研究】

- 1.逆周期归来，2022年1月3日
- 2.稳增长，抓手呢？，2021年12月23日
- 3.供给，还是约束吗？，2021年12月15日
- 4.中美周期错位时，2021年12月5日
- 5.跨年经济，2021年11月30日
- 6.地产纠偏路，2021年11月24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