

稳地产，稳增长

核心观点：

1.地产不稳，经济能稳吗？纵观历史，答案似乎是否定的。究其原因，也许与现阶段房地产及其拉动行业在我国经济中的重要作用有关。当前稳增长迫在眉睫，稳地产理应成为当务之急。虽有部分纠偏措施出台，但房企违约风险未消，投资下行趋势明显。能否稳住房地产，或是今年我国宏观经济最重要的主线。

2.当前房地产销售和投资的下挫幅度、速度超出过往。若要实现及时纠偏，政策力度或许不能太小。与历史不同，本轮房地产收缩的症结更多来自开发商等供给端的约束，而非传统的购房需求端。解铃还须系铃人，稳地产的着力点或在于对开发商融资的松绑。当然，购房需求限制也可能有调整，但依然因城施策。

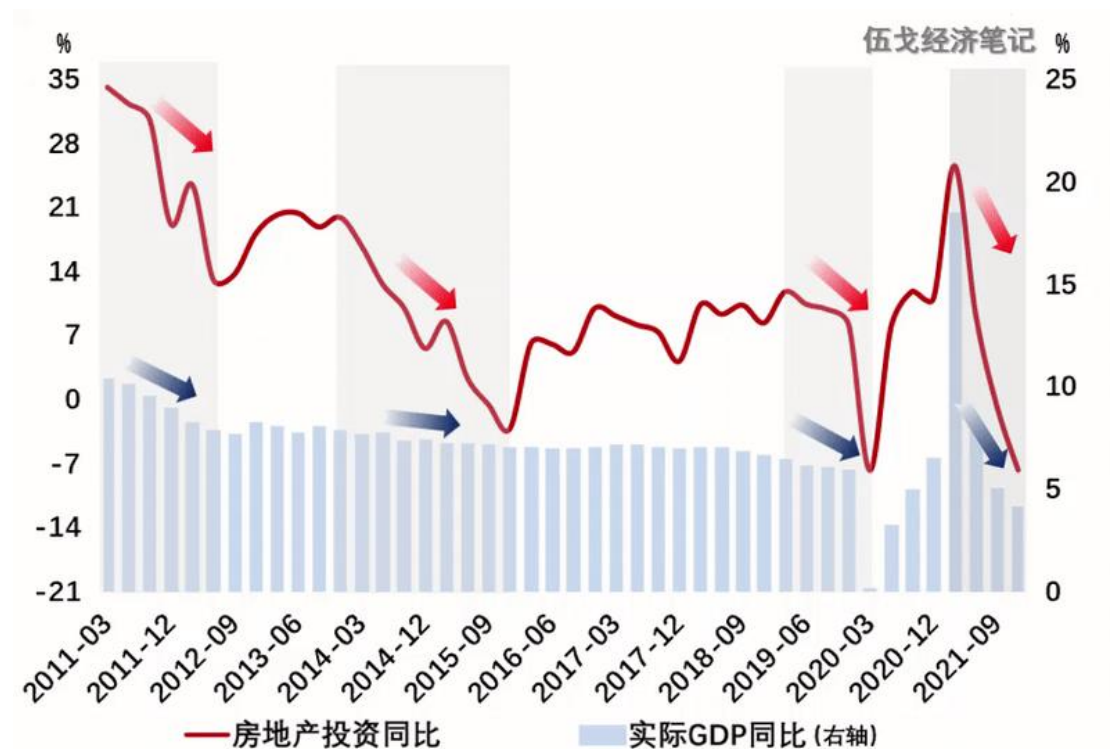
3.按照过往经验，随着房贷利率下行的延续，商品房销售的降幅有望在一季度收窄，房地产投资增速于年中前后开始回升。但如果考虑到本轮房企违约及危机处置对整个行业的深远影响，叠加疫情持续两年多来各项冲击对老百姓可支配收入等预期的负向作用，此次房地产企稳或将晚于上述历史规律的时间节点。

4.展望未来，面临稳增长的严峻形势，房地产政策的调整有望于上半年陆续落地，力度或由弱渐强。这与“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”等基调并无必然矛盾，只是将其销售和投资的纠偏至正增速的“房地产良性循环和健康发展”的轨道而已。在房地产实现明显企稳前，基建投资将承担维稳重任。

正文：

地产不稳，经济难稳。纵观历史，每轮地产下行期，虽然均有基建投资逆周期对冲，但经济增速大体上跟随房地产投资的方向。究其原因，也许与现阶段房地产及其拉动行业在我国经济中的重要作用有关。当前虽有部分纠偏措施出台，但房企违约风险未消，投资下行趋势明显。能否稳住房地产，或是今年我国经济最为重要的主线。

图 1. 地产不稳，经济难稳



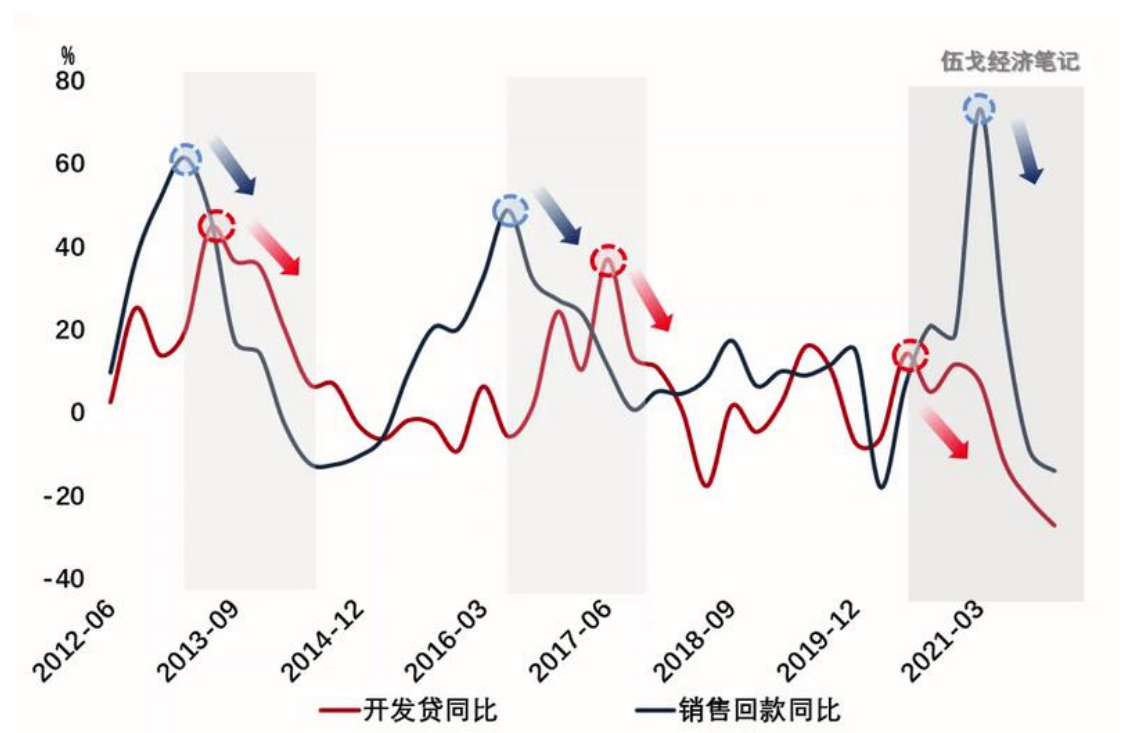
来源：WIND，笔者测算

当前房地产销售、投资当月同比增速自去年初高点已分别下滑 120 个百分点与 50 个百分点，降幅为历史之最；且此次从高点下滑转负仅经历 6 个月，而过往要用 1 年的时间。由于本轮房地产销售和投资的下挫幅度、速度远超历史，若要实现及时纠偏，政策力度或许不能太小。

一、地产如何稳？

与历史不同，本轮房地产开发贷的回落时点明显早于购房者的销售回款。由此可见，在“三道红线”、房贷集中度等政策作用之下，此次房地产收缩的症结主要来自开发商等供给端的约束，而非传统的购房需求端。解铃还须系铃人，稳地产的着力点或在于对开发商融资的松绑。

图 2. 与过往不同，本轮开发贷收缩早于销售下滑



来源：WIND，笔者测算

目前并购贷似已不计入“三道红线”，房企开发贷及其它融资渠道（除非标外）边际拓宽。“三道红线”与房贷集中度政策在执行层面或有优化调整可能。在保交楼、保竣工及工程款偿付前提下，各地预售资金监管存在灵活空间。当然，作为传统调控手段，购房需求端的限制也可能有所改变。按揭贷款与房贷利率趋松态势仍将持续。因城施策之下，各地限购、限贷、限售、限价甚至首付比等也有望适当调整，三四线城市或将更为明显。

表 1. 稳地产的政策有哪些？

稳地产期		2022年	2018年、2020年	2014-2016年
供给端	房企融资	√ 多渠道拓宽	√ 个别渠道拓宽	√ 全面拓宽
	三道红线	√ 执行层面优化	—	—
	贷款集中度		—	—
	预售资金监管		—	—
需求端	按揭额度及利率	√ 较大幅调整	√ 小幅调整	√ 大幅调整
	限购限贷	√ 因城施策调整	√ 少数城市	√ 全面调整
	首付比	√ 因城施策调整	—	√ 全国多次调降

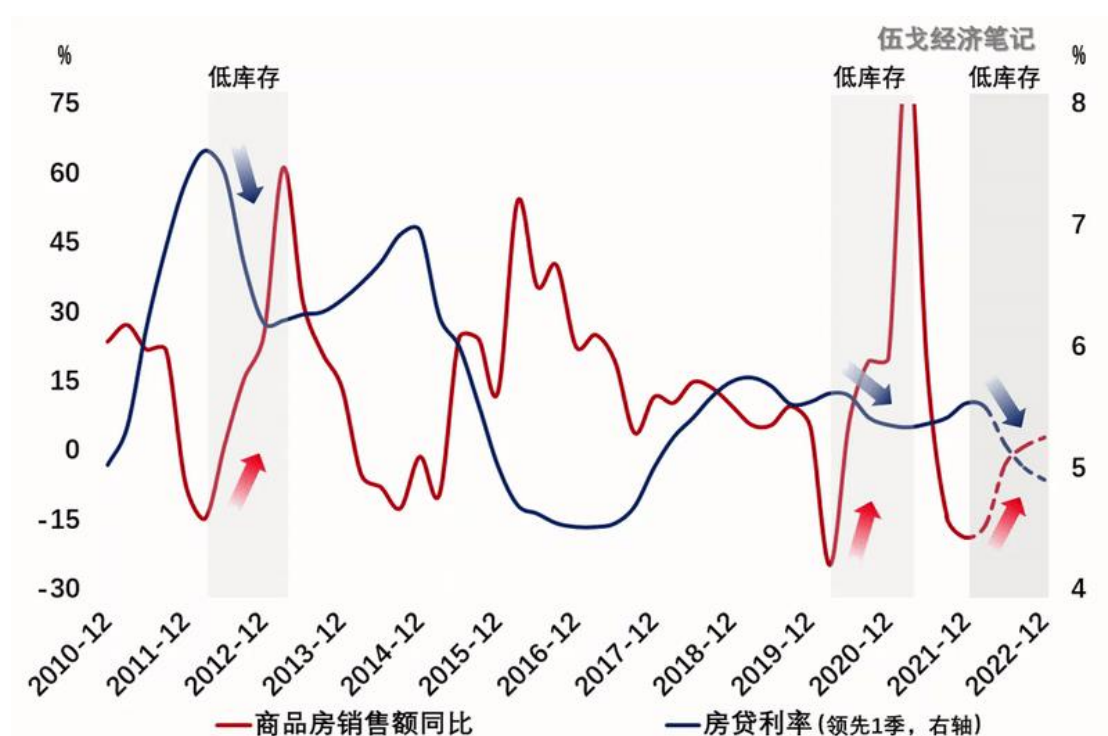
伍戈经济笔记

来源：各级政府网站，笔者整理

二、地产何时稳？

按照过往经验，随着房贷利率下行的延续，如果加之商品房处于低库存阶段，政策趋松的效果往往会比较明显。初步预计，商品房销售的降幅将在今年一季度收窄。不过，**考虑到购房者对房企风险、房地产税等顾虑，叠加疫情持续两年多来各项冲击对可支配收入及其预期的负向作用，本轮销售复苏的节奏和强度可能弱于过往。**

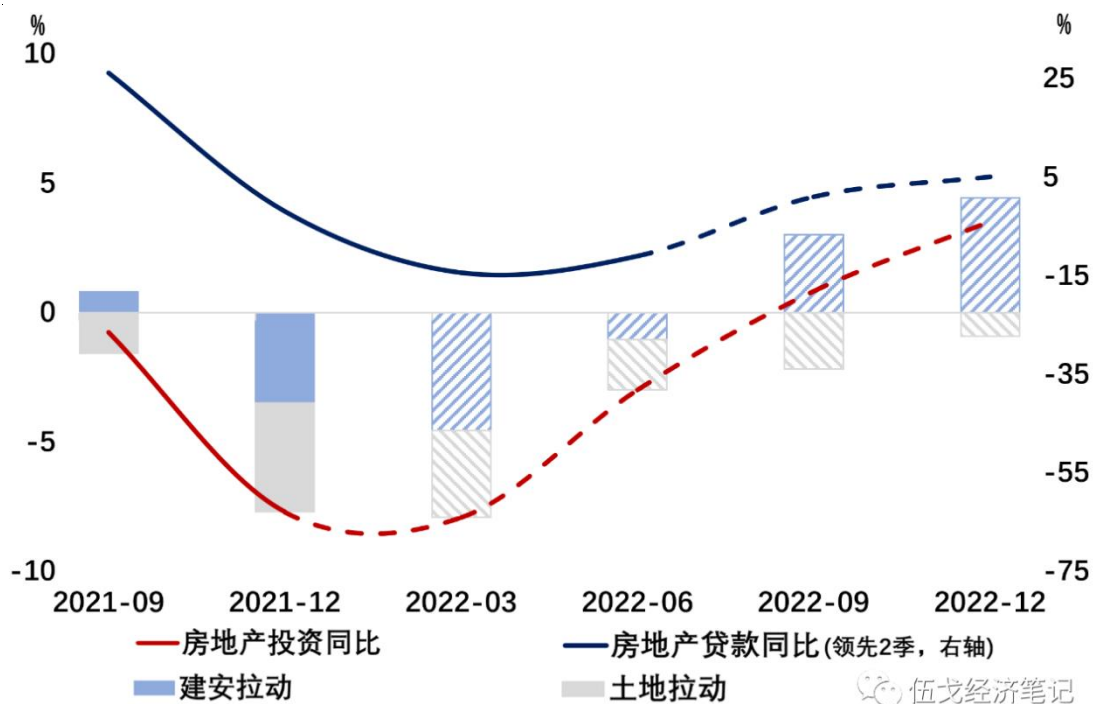
图 3. 商品房销售何时企稳？



来源：WIND，笔者测算

基于按揭贷、开发贷等房企到位资金的领先性规律，房地产投资当季增速有望于今年二季度开始回升。其中，**建安投资将成为今年房地产投资的主要支撑，土地投资或仍是负向拖累。不过，考虑到房企违约及危机处置对整个行业的深远影响，房企受损面较历史更广，本轮房地产投资的修复过程可能会被拉长。**

图 4. 房地产投资何时企稳？



来源：WIND，笔者测算

注：房地产贷款为房企到位资金中的按揭贷和开发贷。

展望未来，面临稳增长的严峻形势，房地产的政策调整有望上半年陆续落地，力度或由弱渐强。这与“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”等基调并无必然矛盾，只是将其销售和投資糾偏至正增速的“房地产良性循环和健康发展”的轨道而已。在房地产实现明显企稳前，基建投資將承擔維穩重任。

三、基本结论

一是地產不穩，經濟難穩。當前房地產的下挫幅度、速度超出過往。若要實現及時糾偏，政策力度不能太小。與歷史不同，本輪房地產收縮的症結更多來自房企等供給端的約束，而非傳統的購房需求端。解鈴須系鈴人，穩地產的着力點或在於對房企融資的鬆綁。當然，購房需求限制也會有所調整，但依然因城施策。

二是按照過往經驗，隨著房貸利率下行的延續，商品房銷售的降幅有望在一季度收窄，房地產投資增速於年中前後開始回升。但如果考慮到本輪房企違約及危機處置對整個行業的深遠影響，疊加疫情持續兩年多來各項衝擊對老百姓可支配收入等預期的負向作用，此次房地產企穩或將晚於上述歷史規律的時間節點。

三是展望未來，面臨穩增長的嚴峻形勢，房地產政策的調整有望於上半年陸續落地，力度或由弱漸強。這與“房住不炒”、“不將房地產作為短期刺激經濟的手段”等基調並無必然矛盾，只是將其銷售和投資糾偏至正增速的“房地產良性循環和健康發展”的軌道而已。在房地產實現明顯企穩前，基建投資將承擔維穩重任。

【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。

曹海巍、俞涛、高童：长江证券研究员。

薛宇东、陆元钢、程路捷：长江证券实习研究员。

【近期研究】

1. [政策此岸，到经济彼岸](#)，2022年1月13日
2. [逆周期归来](#)，2022年1月3日
3. [稳增长，抓手呢？](#)，2021年12月23日
4. [供给，还是约束吗？](#)，2021年12月15日
5. [中美周期错位时](#)，2021年12月5日
6. [跨年经济](#)，2021年11月30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