

居民，这次会加杠杆吗？

核心观点：

1.政策频出，无论是地产还是消费，似都希冀于居民加杠杆。但更为现实的挑战是，大疫三年之后居民会加杠杆吗？这究竟是居民的能力问题，还是意愿？当下地产政策放松能否像过往那般遂如人意？到底是靠地产来拉经济，还是得靠经济才能稳住地产？

2.直觉上，居民收入决定了其住房等购买力。但反直觉的是，历史上商品房销售的回升大都是在居民收入的低迷时期，当期收入并非制约购房的决定性变量。无论是刚性还是改善性需求，都属于居民的长期行为，其决策取决于对长期利率及预期收入的判断。

3.过去一年尤其是疫情结束后，包括房贷利率在内的各类地产政策放松层出不穷，但效果似乎并没有过往那样立竿见影，本轮商品房销售更与居民信心指数高度关联。过去靠地产政策往往能拉动经济，而本轮地产企稳更倚赖宏观经济尤其微观主体预期的改善。

4.展望未来，地产新政之下商品房销售的同比降幅有望收窄，近期看房热度超季节性抬升对此已有预示。但从今年较为审慎的经济增速目标来看，逆周期调节政策未必激进，加之微观主体预期修复的渐进性，居民加杠杆行为及其引致的地产“脉冲”可能较温和。

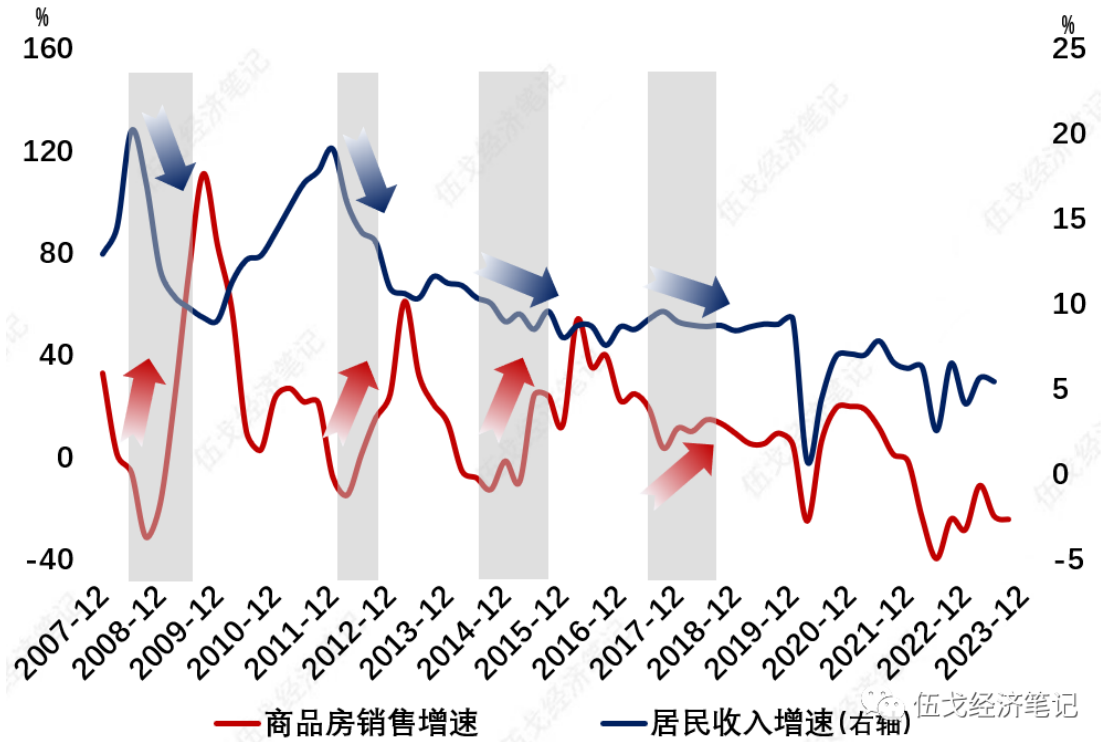
正文：

政策频出，无论是地产还是消费，似都希冀于居民加杠杆。但更为现实的挑战是，大疫三年之后居民会加杠杆吗？这究竟是居民的能力还是意愿问题？当下地产政策放松能否像过往那般遂如人意？到底是靠地产来拉经济，还是得靠经济才能稳住地产？

一、谁在主导居民加杠杆？

直觉上，居民收入决定了其住房等购买力。但反直觉的是，历史上商品房销售的回升大都是在居民收入的低迷时期。无论是刚性还是改善性需求，都属于居民的长期行为，其决策取决于对长期利率及预期收入的判断。

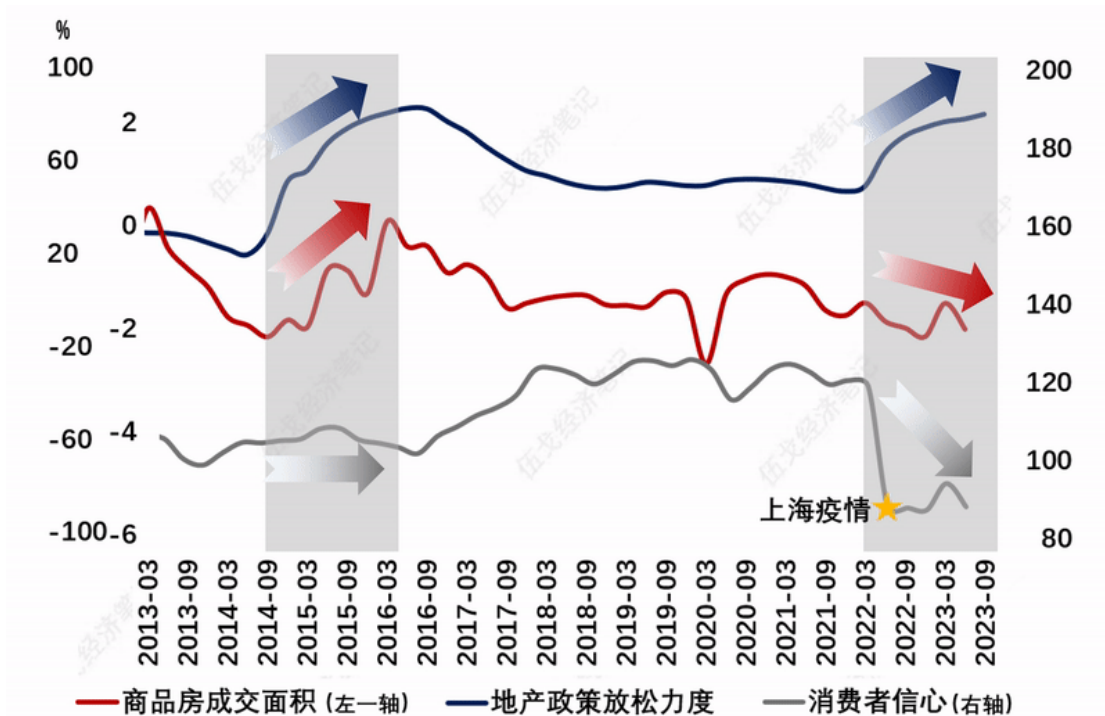
图 1. 当期收入并非购房的决定性变量



来源：WIND，笔者测算

过往，地产政策放松都会引致商品房销售回升。然而去年以来，政策虽持续放松，但销售依然趋弱，且与居民信心等非地产政策指标高度关联。

图 2. 居民信心更能解释本轮购房行为

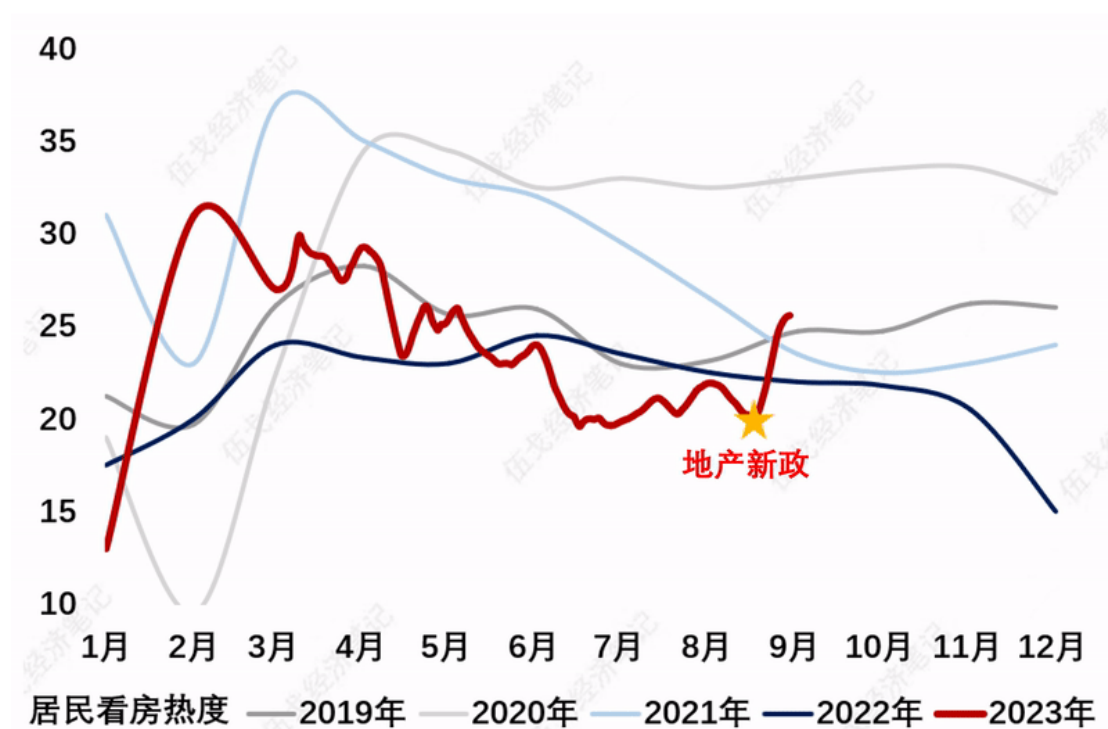


来源：WIND，政府官网，笔者测算

二、这次居民会加杠杆吗？

地产新政以来，居民购房意愿确实在抬升，看房热度明显高于季节性规律，“金九银十”可能值得期待。“认房不认贷”等政策或需要部分居民“先卖一，后买一”，意味着需求释放有个过程。

图 3. 地产短期“脉冲”可期



来源：安居客，贝壳，笔者测算

一般情形下，地产对名义利率反应敏感；但若物价陷入低位时，实际利率高企，则会弱化名义利率下降对地产的拉动作用，美、日等都有类似历史经验。过去靠简单的行业政策就能拉动地产，而本轮可能更倚赖整体宏观经济及微观主体信心的改善。

图 4. 预期如何改善？



来源：WIND，笔者测算

初步预计，房地产政策仍处放松通道，目前放松程度已处历史上较大水平（仅次于 2014-2015 年）。房地产销售、投资当月同比降幅有望于三季度开始收窄，全年销售额、投资累计同比约为-6%至-8%。

三、基本结论

一是政策频出，无论地产还是消费，似都希冀于居民加杠杆。直觉上，居民收入决定了住房等购买力。但反直觉的是，历史上商品房销售的回升大都是在居民收入的低迷时期。无论是刚性还是改善性需求，都取决于居民对于长期的预期，而不仅仅是短期收入。

二是过去一年尤其疫情结束后，包括房贷利率在内的各类地产政策放松层出不穷，但效果似乎并没有过往那样立竿见影，本轮商品房销售更与居民信心指数高度关联。过去靠地产政策往往能拉动经济，而本轮地产企稳更倚赖宏观经济尤其微观主体预期的改善。

三是展望未来，地产新政之下商品房销售的同比降幅有望收窄，近期看房热度超季节性抬升对此已有预示。但从今年较为审慎的经济增速目标来看，逆周期调节政策未必激进，加之微观主体预期修复的渐进性，居民加杠杆行为及其引致的地产“脉冲”可能较温和。

【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。

陈梦豪、杜张颖：实习研究员。

【近期研究】

1. [地产新政观察](#)，2023年9月9日
2. [预期的兑现](#)，2023年9月6日
3. [价格，改变的力量](#)，2023年8月27日
4. [地产的弹性](#)，2023年8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