

## 经济，重在落实

### 核心观点：

1.行胜于言。近期房地产新政开启，超长期国债发行，无不触及市场的敏感神经。政策频发，最终效果将会如何？多大程度上能缓解地产的单边预期？多大程度能改变物价的持续低位状况？即使政策短期力度有限，但是否意味着背后逻辑出现显著变化？

2.与过往不同，本轮地产面临的环境更具挑战性。供给端不仅有庞大的新房库存，还有高企的二手房挂牌。需求端购房者关注的不仅是地产行业政策，还有未来还款能力相关的就业、收入等宏观变量的考量。而地产新政的初衷侧重“防风险”而非“稳增长”。

3.近期财政发债进度慢于过往，固然与各界担心的融资成本与收益匹配难度加大等长期因素有关。但今年项目申报的启动和额度的下达均较历史偏晚，对发行、使用进度也未见明确要求，加之特别国债发行节奏平缓，或折射出“稳增长”的迫切性有别过往。

4.展望未来，地产新政能缓解非线性调整的预期。房贷利率下限取消、首付比例调降也能促进商品房销售降幅收窄。但其对投资的拉动作用短期难见，基建等实物工作量明显滞后。不过，外需向好等变化有助于二三季度名义 GDP 边际回升，但弹性较温和。

### 正文：

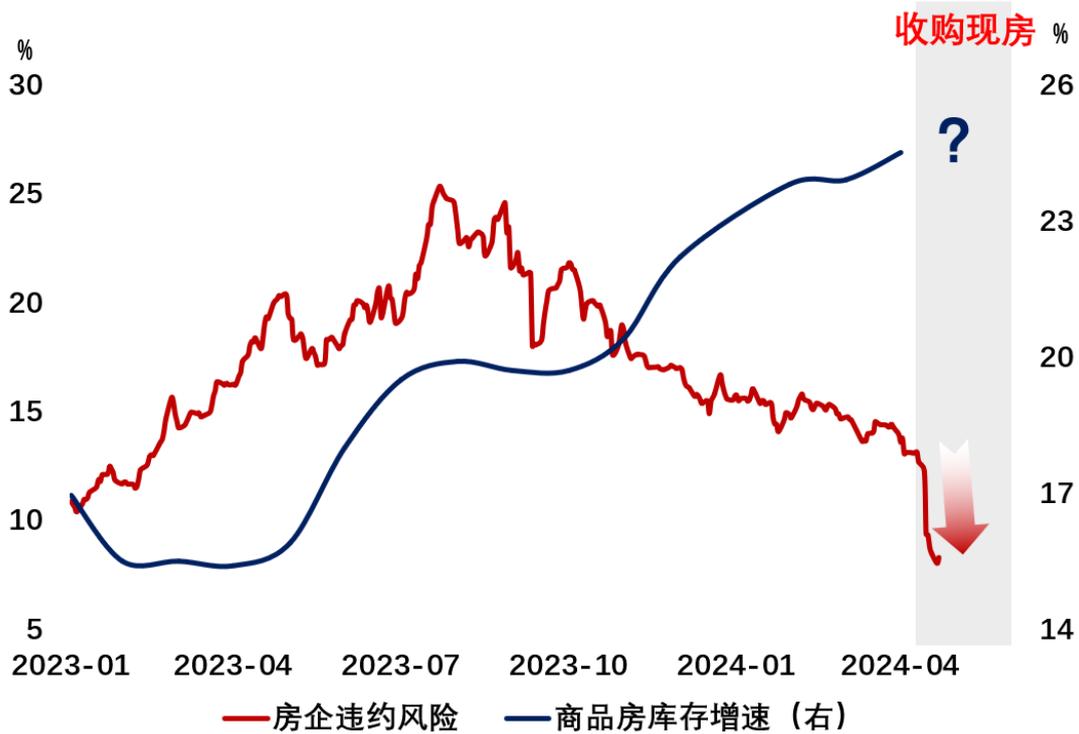
地产新政开启，超长期国债发行，无不触及市场的敏感神经。政策频发，最终效果将会如何？多大程度上能缓解地产的单边预期？多大程度能改变物价的持续低位状况？即使政策短期力度有限，但是否意味着背后逻辑出现显著变化？

#### 一、地产新政，实效如何？

从“供求关系发生重大变化”，到“事关经济社会发展大局”，再到“房地产工作的人民性、政治性”，中央对稳地产愈加重视。区别于此前市场化出清，近期供给端呈现公共资金介入迹象，地方国企收购现房有别于项目“白名单”等政策。

若用足 3000 亿保障房再贷款额度，或可消化现房约 6000-7000 万平，占商品住宅待售面积 15-20%。即便如此之后，现房库存仍处历史高位，此外还有高企的二手房挂牌。美日等经验显示，公共资金介入到风险出清仍需加力过程。

#### 图 1. 供给端：公共资金介入，风险偏好修复

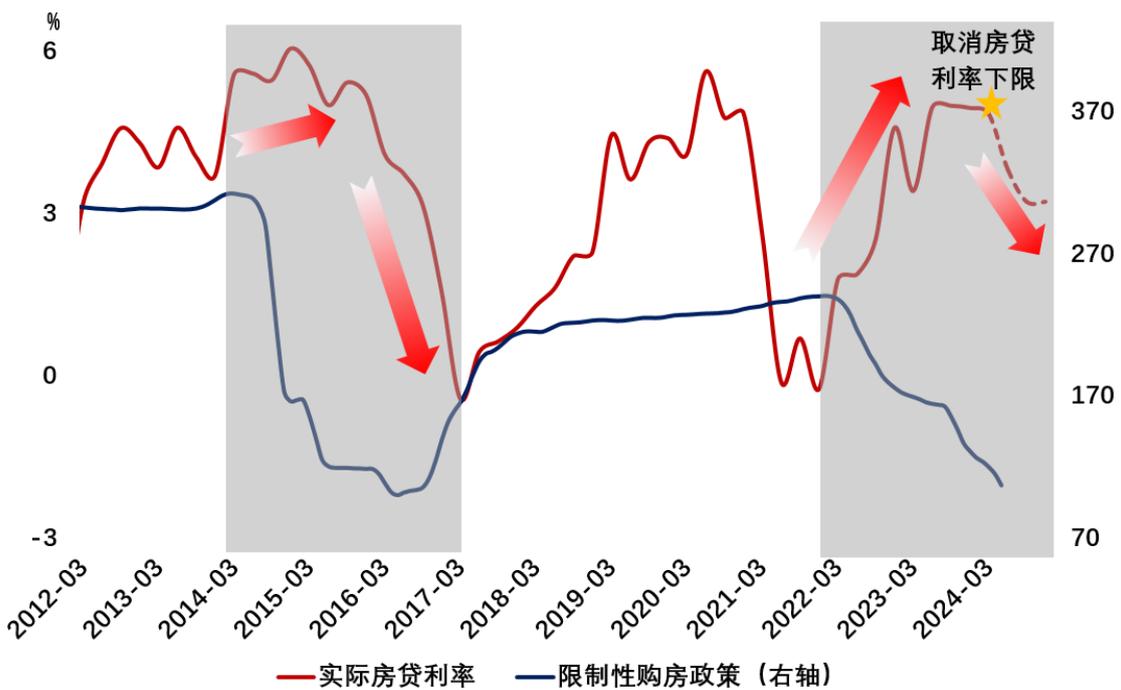


来源：WIND，笔者测算

注：风险为房企海外债信用利差，库存为商品住宅待售面积。

当前首付比、限购等行业政策已显著放松，但以实际利率表征的宏观变量仍对需求形成掣肘。不过，房贷利率下限打开后或有 40BP 左右的调降空间，叠加物价边际上行，将促使实际利率温和下行，有助于商品房销售降幅收窄。

图 2. 需求侧：实际利率方向改变，但力度待增强

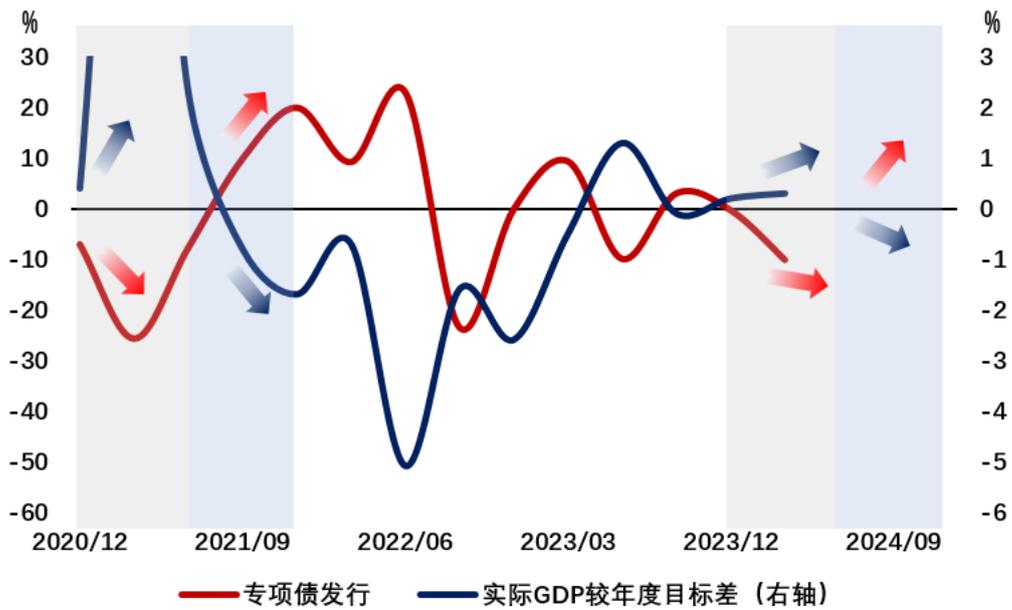


来源：WIND，各级政府官网，笔者测算

## 二、财政发债，实效如何？

财政发债进度慢于过往，固然与融资成本与收益匹配难度加大等长期因素有关。但今年项目申报的启动和额度的下达均较历史偏晚，对发行、使用进度也未见明确要求，加之特别国债发行节奏平缓，折射出“稳增长”的迫切性有别过往。

图 3. 发债节奏偏慢，与经济目标实现难度相关

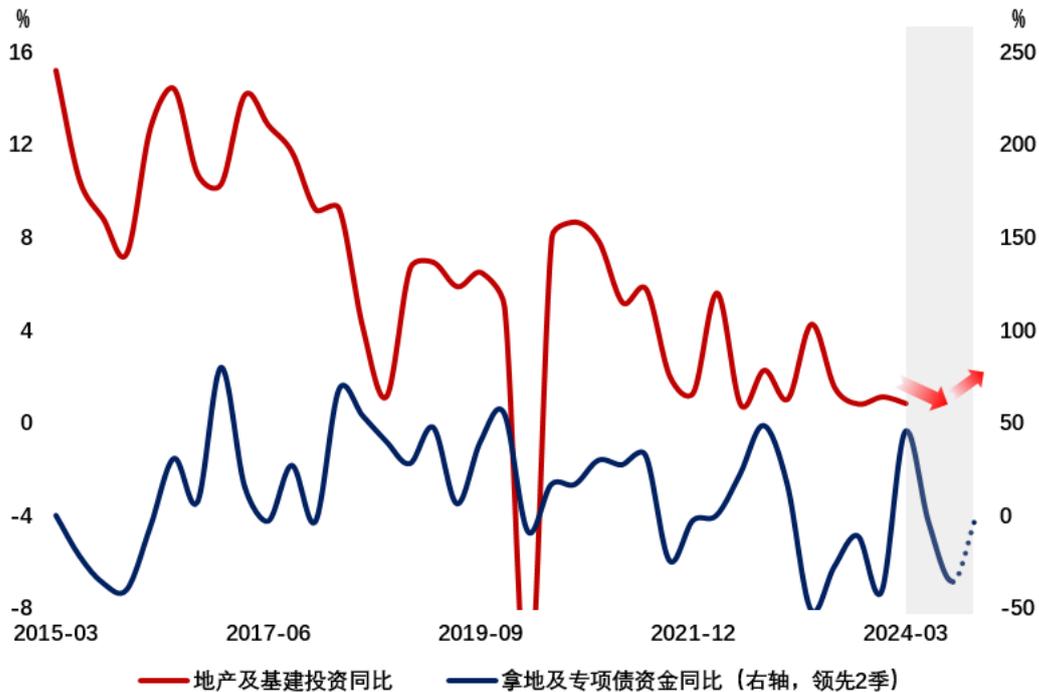


来源：WIND，笔者测算

注：发行进度为较季节性差值。

类比土地出让回落且发债后置的年份，二、三季度地产基建投资及实物工作量难有明显改善，四季度前后或有一定回升。全年 GDP 平减指数同比预计维持在-0.5% - 0%的低位区间，名义 GDP 的向上弹性仍温和。

图 4. 地产、基建投资及实物工作量仍将滞后



来源：WIND，笔者测算

注：投资 21 年及 23 年为复合增速。

### 三、基本结论

一是行胜于言。与过往不同，本轮地产面临的环境更具挑战性。供给端不仅有庞大的新房库存，还有高企的二手房挂牌。需求端购房者关注的不仅是地产行业政策，还有未来还款能力相关的就业、收入等宏观变量的考量。而地产新政的初衷侧重“防风险”。

二是近期财政发债进度慢于过往，固然与各界担心的融资成本与收益匹配难度加大等长期因素有关。但今年项目申报的启动和额度的下达均较历史偏晚，对发行、使用进度也未见明确要求，加之特别国债发行节奏平缓，折射出“稳增长”的迫切性有别过往。

三是展望未来，地产新政能缓解非线性调整的预期。房贷利率下限取消、首付比例调降也能促进商品房销售降幅收窄。但其对投资拉动作用短期难见，基建等实物工作量也明显滞后。不过，外需向好等变化有助于二三季度名义 GDP 边际回升，但弹性温和。

**风险提示：**贸易摩擦超预期。

#### 【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。

**高童、曹海巍、俞涛：**长江证券研究员。

#### 【近期研究】

- 1.横岭侧峰，2024 年 5 月 12 日
- 2.经济，不止于存量，2024 年 5 月 5 日
- 3.地产需求，去哪儿呢？，2024 年 4 月 28 日
- 4.经济，从幼儿园说起，2024 年 4 月 17 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