

稳经济：独木？森林？

核心观点：

1. 稳增长，拉投资。这是逆周期调节的传统思路，也是稳经济大盘的标准选项。然而，现实窘境是“强基建，弱地产”，过往投资的双轮驱动似乎变成单一引擎，如此组合能否实现合意的经济均衡？尤其在疫情多发、地产风险犹存背景下，基建能否独当稳增长重任？

2. 地产纠偏措施虽屡见不鲜，但以海外债信用利差表征的房企违约风险持续攀升至历史新高，房地产领域的负反馈循环尚未打破。“停贷”事件或有望平息，但其对居民购房意愿的负向冲击短期未必能消除。这势必延缓商品房销售降幅收窄的进程，并拖累整体经济。

3. 投资双轮驱动中的地产和基建并非相互独立，而是相互关联。作为财政收入的重要来源，土地出让金大幅减少使得基建资金来源受到影响。历史上，“强基建，弱地产”组合会给稳增长的效果和可持续性打上折扣，这也印证了地产比基建有着更大的经济拉动作用。

4. 展望未来，三季度仍处前期政策落地和效果观察期，叠加通胀抬升，短期再出台大规模增量政策的概率不大。即使提前发行明年专项债，年内可实现的工作量也有限。疫情反复下管控呈趋严态势，消费等内生性动能持续承压，信用扩张及经济修复前景并非坦途。

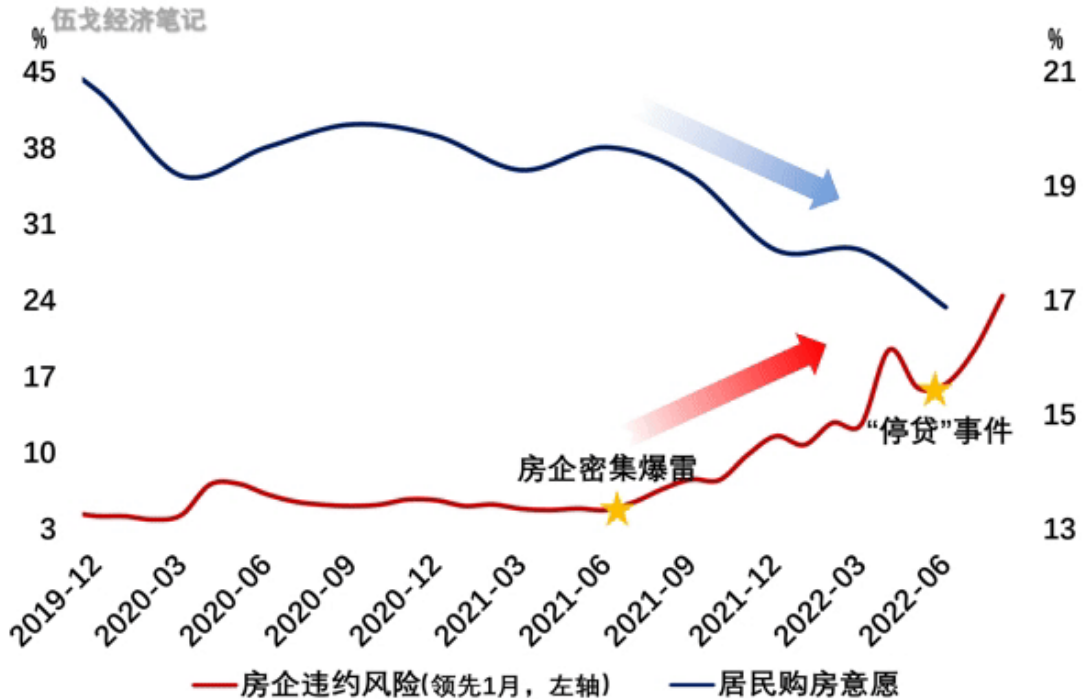
正文：

稳增长，拉投资。这是逆周期调节的传统思路，也是稳经济大盘的标准选项。然而，现实窘境是“强基建，弱地产”，过往投资的双轮驱动似乎变成单一引擎，如此组合能否实现合意的经济均衡？尤其在疫情多发、地产风险犹存背景下，基建能否独当稳增长重任？

一、房地产的负反馈循环能否打破？

在房住不炒定位下，本轮房地产需求端政策放松力度有限，供给端则强调市场化出清、“保交楼”而非“保房企”。回顾过去近一年，尽管纠偏措施屡见不鲜，但以海外债信用利差表征的房企违约风险持续攀升至历史新高，房地产领域的负反馈循环尚未打破。

图 1. 房企风险抬升+购房意愿下降：负反馈循环



来源：WIND，笔者测算

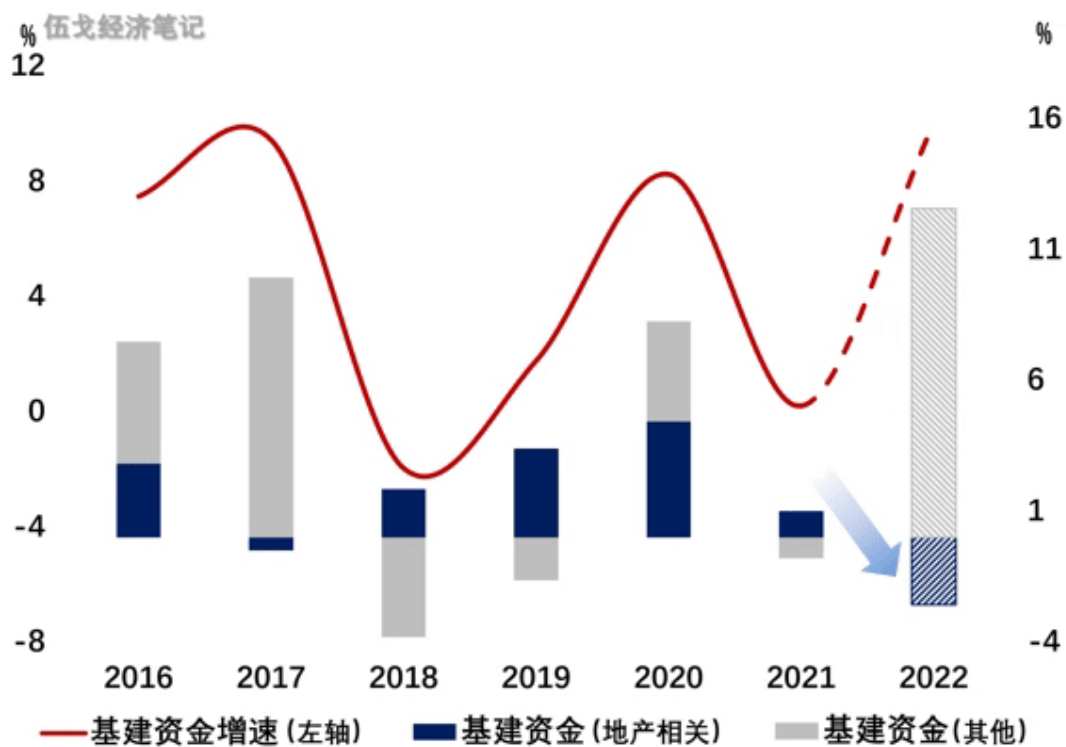
注：违约风险为房企中资美元债信用利差。

随着政府、银行等为停工项目提供支持，“停贷”事件短期有望平息，但其对购房意愿的影响未必能消除，势必延缓商品房销售降幅的收窄进程。7月以来30城商品房销售同比降幅较6月的7%重新扩大至38%。下半年销售增速虽将明显收窄，但低基数因素的贡献或达90%。

二、“强基建”能否对冲“弱地产”？

投资双轮驱动中的地产和基建并非相互独立，而是相互关联。初步测算，基建资金来源中约15%与房地产高度相关。而上半年，百城土地成交总价同比降幅超50%、创历史之最。“弱地产”格局下，基建发力节奏高度依赖专项债等其它渠道。

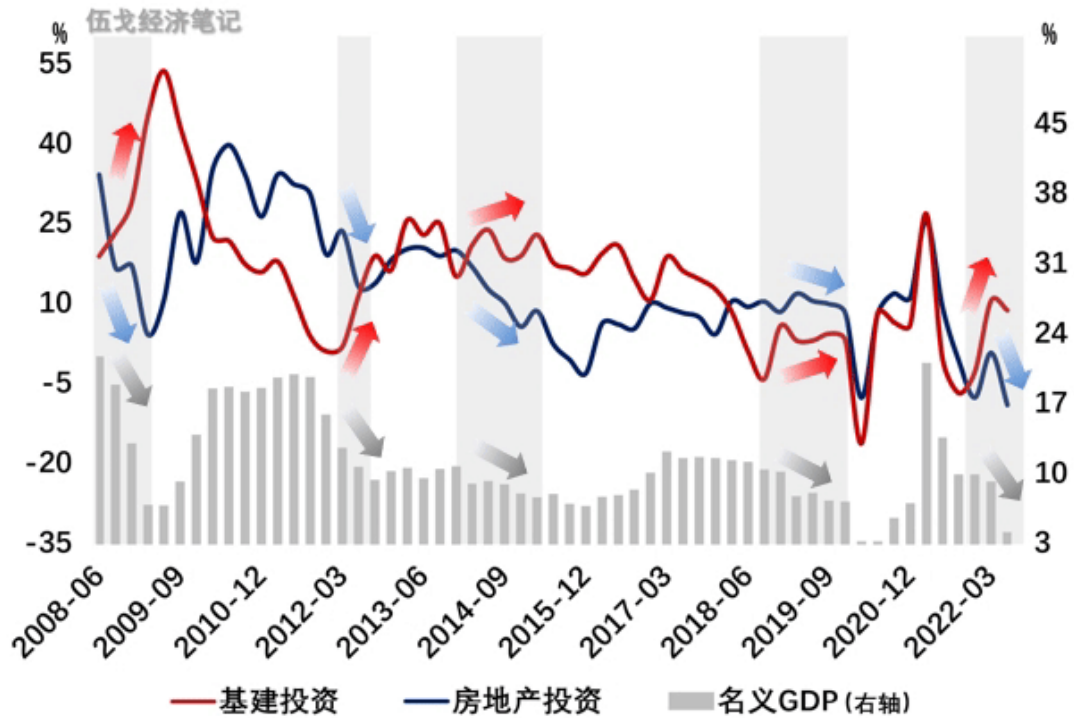
图2. “弱地产”拖累“强基建”



来源：WIND，笔者测算

历史上，“强基建，弱地产”组合会给稳增长的效果和可持续性打上折扣，这也印证了地产比基建有着更大的经济拉动作用。初步测算，**房地产及其拉动产业占GDP比重约为28%，占就业人数比重26%左右；基建则为20%和15%。**过去一年房地产及其上下游相关融资对社融存量平均拉动约3.6个百分点，基建则为2个百分点。

图 3. 弱地产+强基建，能否稳住经济？

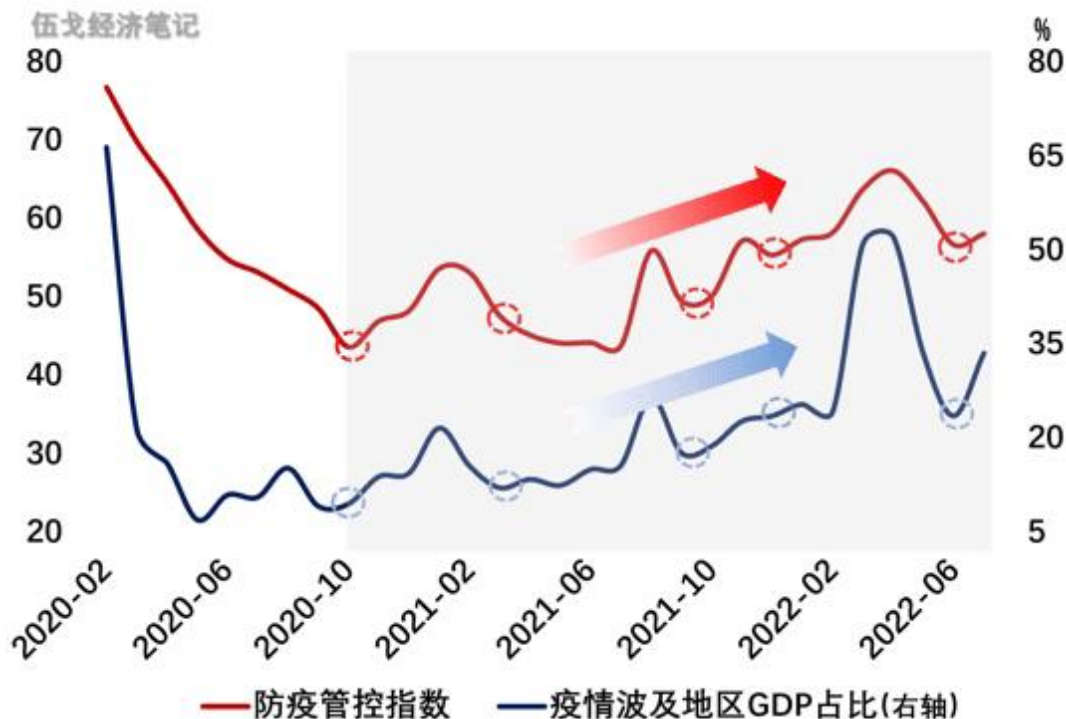


来源：WIND，笔者测算

三、地产基建之外，多扰依然是疫情

尽管多地开展常态化核酸检测，但难遏制疫情反复。3月至今，深圳已复发5轮疫情，天津、广州、西安等地也至少2轮。疫情波及地区的GDP占比在波动中呈现抬升趋势。每轮疫情来临，管控收紧幅度逐轮递增；而每轮疫情过后，管控放松幅度却逐轮递减。

图 4. 从严防疫的趋势仍在抬升



来源：WIND，Our World in Data，笔者测算

展望未来，三季度仍处前期政策落地和效果观察期，叠加通胀抬升，短期再出台大规模增量政策的概率不大。即使提前发行明年专项债，年内可实现的工作量也有限。疫情反复下管控趋严，消费、服务业等内生性动能持续承压。**考虑到政策性银行新增信贷和专项金融债等增量政策落地，社融增速或将在7-8月见顶并逐渐回落。**

四、基本结论

一是地产纠偏措施虽屡见不鲜，但以海外债信用利差表征的房企违约风险持续攀升至历史新高，房地产领域的负反馈循环尚未打破。“停贷”事件或有望平息，但其对居民购房意愿的负向冲击短期未必能消除。这势必延缓商品房销售降幅收窄的进程，并拖累整体经济。

二是投资双轮驱动中的地产和基建并非相互独立，而是相互关联。作为财政收入的重要来源，土地出让金大幅减少使得基建资金来源受到影响。历史上，“强基建，弱地产”组合会给稳增长的效果和可持续性打上折扣，这也印证了地产比基建有着更大的经济拉动作用。

三是展望未来，三季度仍处前期政策落地和效果观察期，叠加通胀抬升，短期再出台大规模增量政策的概率不大。即使提前发行明年专项债，年内可实现的工作量也有限。疫情反复下管控呈趋严态势，消费等内生性动能持续承压，信用扩张及经济修复前景并非坦途。

【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，蝉联“远见杯”中国经济预测冠军。

俞涛、曹海巍、高童：长江证券研究员。

高世宜、薛舒宁、牛犇：长江证券实习研究员。

【近期研究】

- 1.居民这一端，2022年7月17日
- 2.经济脉冲，2022年7月5日
- 3.忧通胀？忧增长？，2022年6月26日
- 4.追回的经济，2022年6月15日
- 5.疫情峰值，终究过去，2022年6月5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