

不止于地产

核心观点：

1. 环环相扣，生生相息，是经济系统。尽管强调新产业的重要性，但地产、基建等传统动能的稳定，对于维护总需求乃至就业举足轻重。经历疫后 1 个季度的积压需求释放，近期地产似显疲态，其与基建及地方财政过往的那种交互循环能否持续？

2. 作为经济的重要要素，土地一端连接老百姓的住房需求，一端关乎地方财政。最近看房热度下降预示着商品房成交的趋弱。尽管疫情消退，但居民资产负债表的修复仍需时日，加之存量房贷利率相对较高，或影响购房需求及房企拿地意愿的扩张。

3. 保交楼是今年诸多房企的首要任务，其本质是还过去的旧债，而非资产端扩张。可用于拿地的现金流拮据，事实上制约了大多数房企的拿地能力。即使销售有所修复的房企，其拿地销售比等表征购地意愿的指标依然低落，民企和城投平台尤为明显。

4. 展望未来，商品房销售弱势下，土地出让收入将低位徘徊。历史上，这都预示广义财政的支出压力，进而影响基建实物工作量。随着城投债到期规模将达历史最高，偿债压力势必抬升。短期稳定住地产与基建的循环机制，长期实现转型，已显迫切。

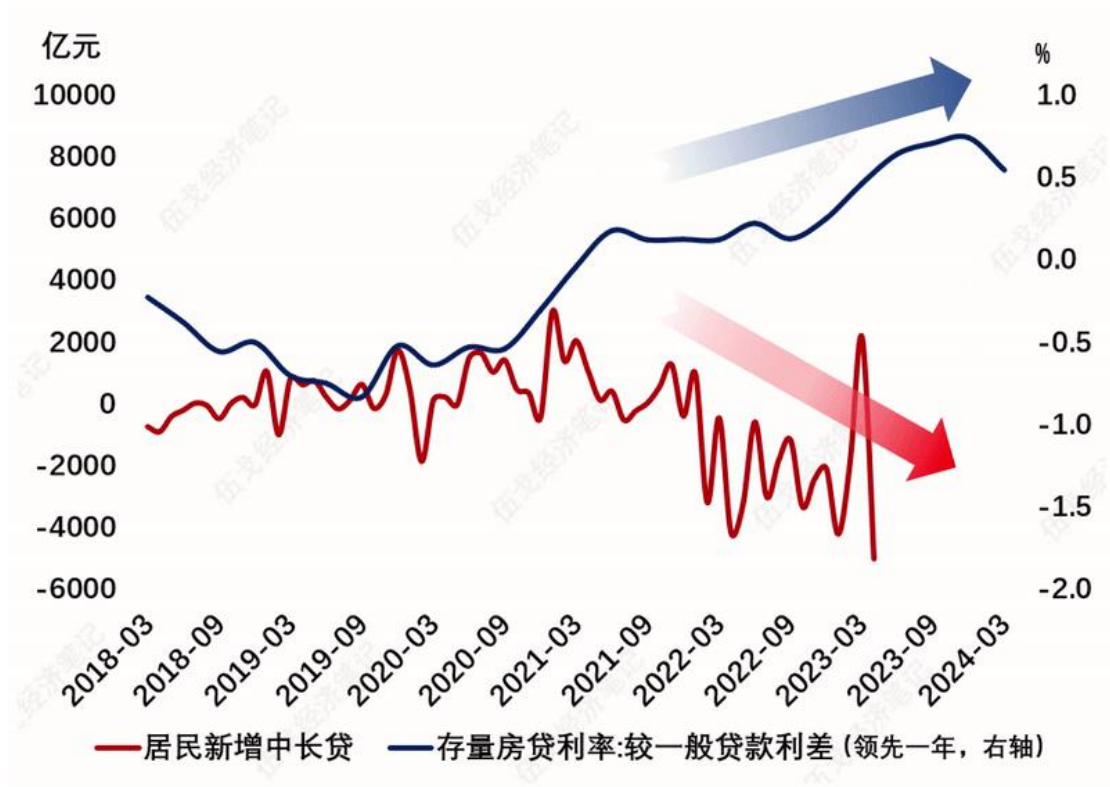
正文：

经历疫后 1 个季度的积压需求释放，近期地产似显疲态。尽管强调新产业的重要性，但地产、基建等传统动能的稳定，对于维护总需求乃至就业举足轻重。地产与基建及地方财政过往的那种交互循环能否持续？环环相扣，生生相息，关乎整个经济系统。

一、地产，为何重现弱势？

最近看房热度下降，预示着商品房成交的趋弱。尽管疫情消退，但居民资产负债表的修复仍需时日，加之存量房贷利率相对较高，或影响购房需求。

图 1. 存量房贷影响居民信用扩张



来源: WIND, CEIC, 笔者测算

注: 贷款为同比差值, 2021 年以来为较疫前同期差值。

作为“刚需”主力的青年人，推迟购房的意愿仍在持续。据安居客调研，一二线城市五年内有置业需求的青年中（18-38 岁），计划年内购房、1-2 年内购房的比例分别较去年下降了 5 个百分点至 20.3%、46.5%。

图 2. 房企拿地能力仍将承压



来源：WIND，笔者测算

注：各数为当季值同比差值。

二、经济，不止于地产？

作为经济的重要要素，土地一端连接老百姓的住房需求，一端关乎地方财政。**历史可见，土地出让收入不振时，其后一年的广义财政支出增速多有放缓。**此外，土地财政收入似在很大程度上影响基建实物工作量的走势。

图 3. 土地收入影响基建实物工作量

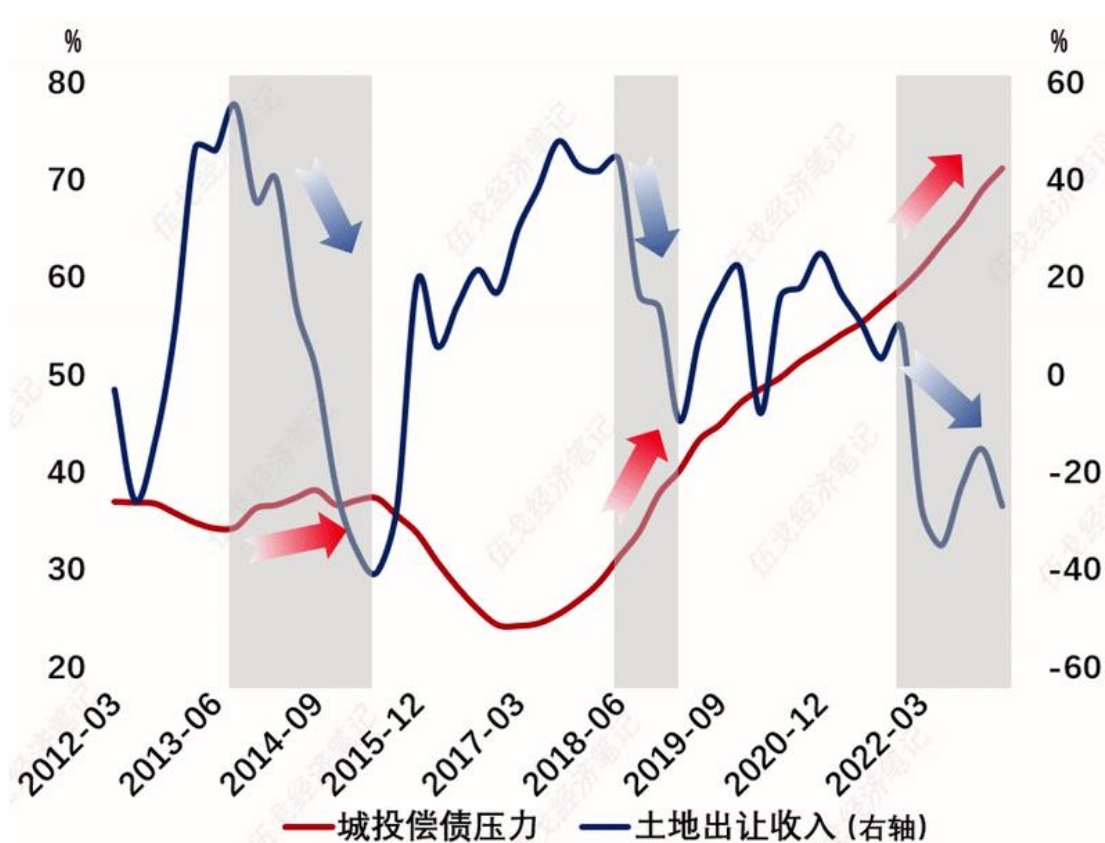


来源：WIND，CEIC，笔者测算

注：工作量含沥青、全钢胎、磨机开工率，特厚板、铁道用钢、挖掘机、压路机销量等。

不同于过往土地成交走弱期，本轮城投融资的政策环境反而有些趋紧。叠加今年城投债到期规模将达历史最高，债务偿付压力或将显著高于过往。

图 4. 城投偿债压力或继续抬升



来源：WIND，笔者测算

注：压力为现金短债比小于1的城投占比。

三、基本结论

一是环环相扣，生生相息。现阶段地产-基建之间的正常循环关乎经济系统的稳定。最近看房热度下降预示着商品房成交的趋弱。尽管疫情消退，但居民资产负债表的修复仍需时日，加之存量房贷利率相对较高，或影响购房需求及房企拿地意愿的扩张。

二是保交楼是今年诸多房企的首要任务，其本质是还过去的旧债，而非资产端扩张。可用于拿地的现金流拮据，事实上制约了大多数房企的拿地能力。即使销售有所修复的房企，其拿地销售比等表征购地意愿的指标依然低落，民企和城投平台尤为明显。

三是展望未来，商品房销售弱势下，土地出让收入将低位徘徊。历史上，这都预示广义财政的支出压力，进而影响基建实物工作量。随着城投债到期规模将达历史最高，偿债压力势必抬升。短期稳定住地产与基建的循环机制，长期实现转型，已显迫切。

【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，远见杯经济预测冠军。著有货币经济四部曲。

俞涛、曹海巍、高童：长江证券研究员。

刘霞、张采溢、董可歆：实习研究员。

【近期研究】

- 1.居民，购买力多少？，2023年5月7日
- 2.价格的温度，2023年4月26日
- 3.居民扩张，还是收缩？2023年4月16日
- 4.归雁留痕，2023年2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