



李迅雷：寻找 2022 年经济增长的动能



意见领袖 | 李迅雷

转眼已过了重阳，虽入深秋，但还未及闻到桂花香，却有直接从夏天切换到冬天感受。自从口罩成为生活必需品以来，总觉得这两年比以往过得更快。去年此刻，大部分人都认为疫情将过去了，疫情导致中西方的经济错位要被扭过来，因此，预计出口增速将大幅回落。谁知道，从9月份公布的数据看，GDP增速破5，固定资产投资增速一路下行，出口依然强劲，但房地产的金九银十却变成了“铜九铁十”。那么，明年的经济将如何演变，支撑经济的动能在哪里，本文试作推演。

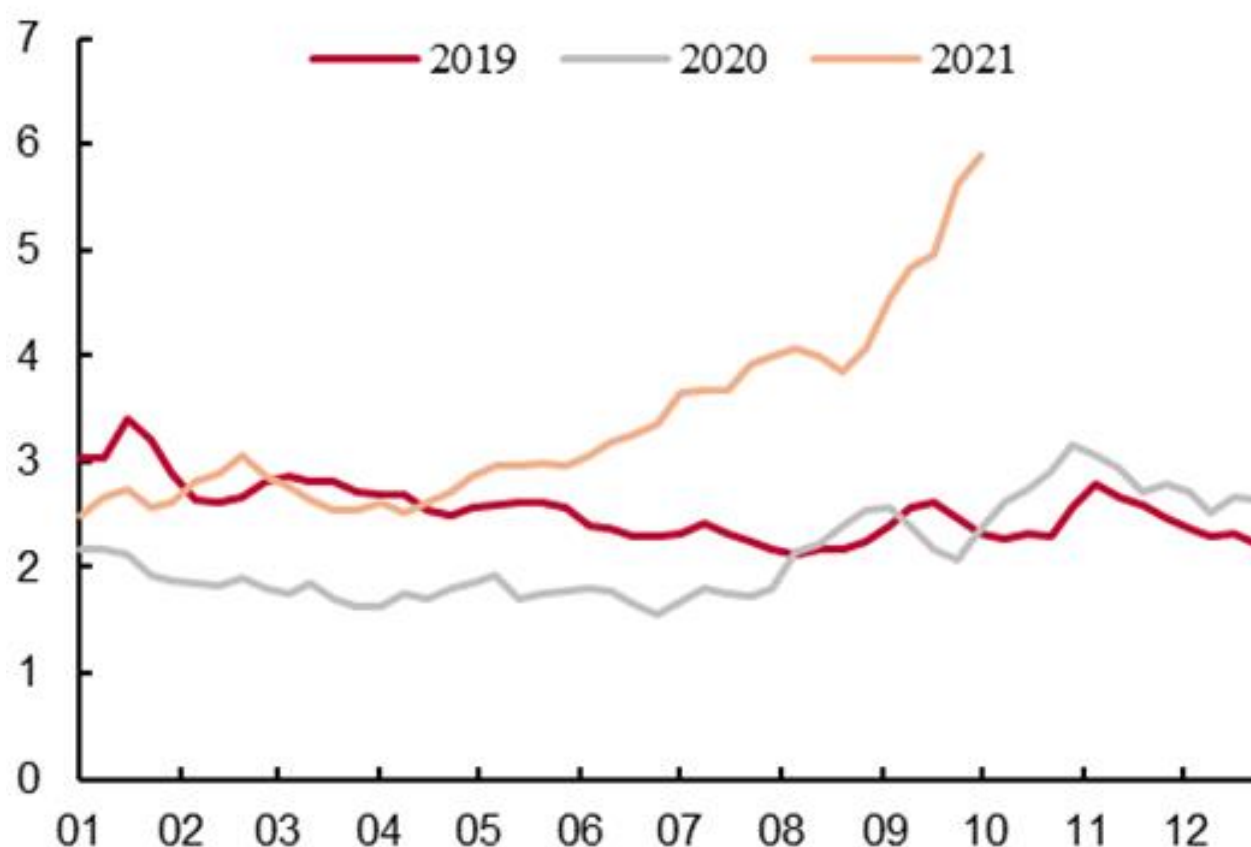


能源价格暴涨的“黑天鹅”会否在明年飞走？

去年四月份，国际原油期货价格一度跌至负值，这是历史上从未有过

的事件。因此，去年的这个时候，人们在展望 2021 年的时候，同样没有想到今年会出现“煤荒”。煤炭价格的大幅上涨，存在诸多因素，如与原油和天然气价格存在一定的联动性。但涨幅最大的还是天然气，截至 10 月 7 日当周，NYNEX 天然气价为 5.90 百万英热/桶，同比上涨 125.14%；中国 LNG 出厂价为 6067 元/吨，同比增长 152%，均大幅高于历史同期价格。

NYNEX 天然气价持续上涨（美元/百万英热）



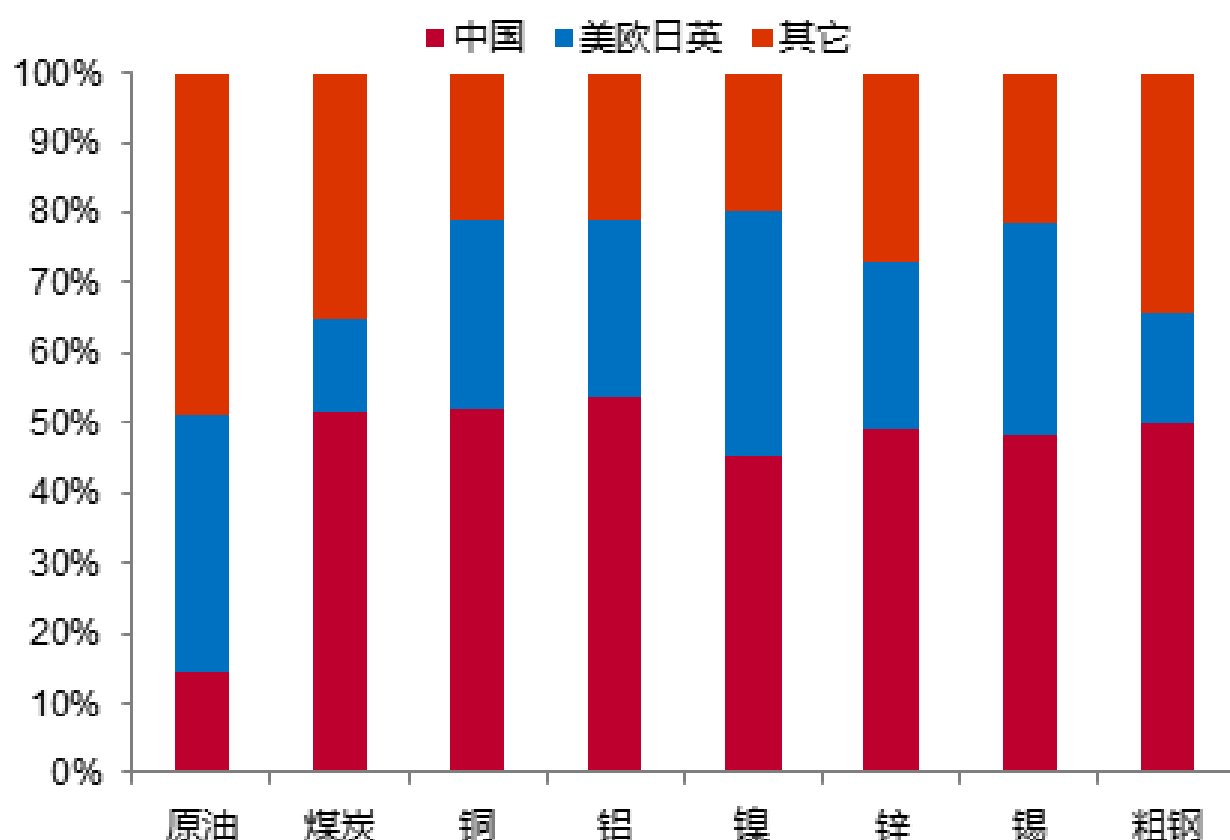
来源：Wind、中泰证券研究所

从供需关系上讲，中国并不缺煤，但当需求增加的时候，供给明显跟不上。这说明不管怎样调控，经济周期和商品周期仍然都存在：价格跌的

时候，资本开支减少；价格涨的时候，资本开支又增加了，由此带来了周期性波动。

尽管中国是全球第二大经济体，但中国每年贡献全球经济三分之一以上的经济增量。中国在很多商品的消费额，约占全球消费额的一半左右，如煤炭、铜、铝、镍、锌、锡和粗钢等，但中国这些年来的投资增速已经大幅下降，对主要大宗商品的需求增长有限。

部分大宗商品的全球消费结构

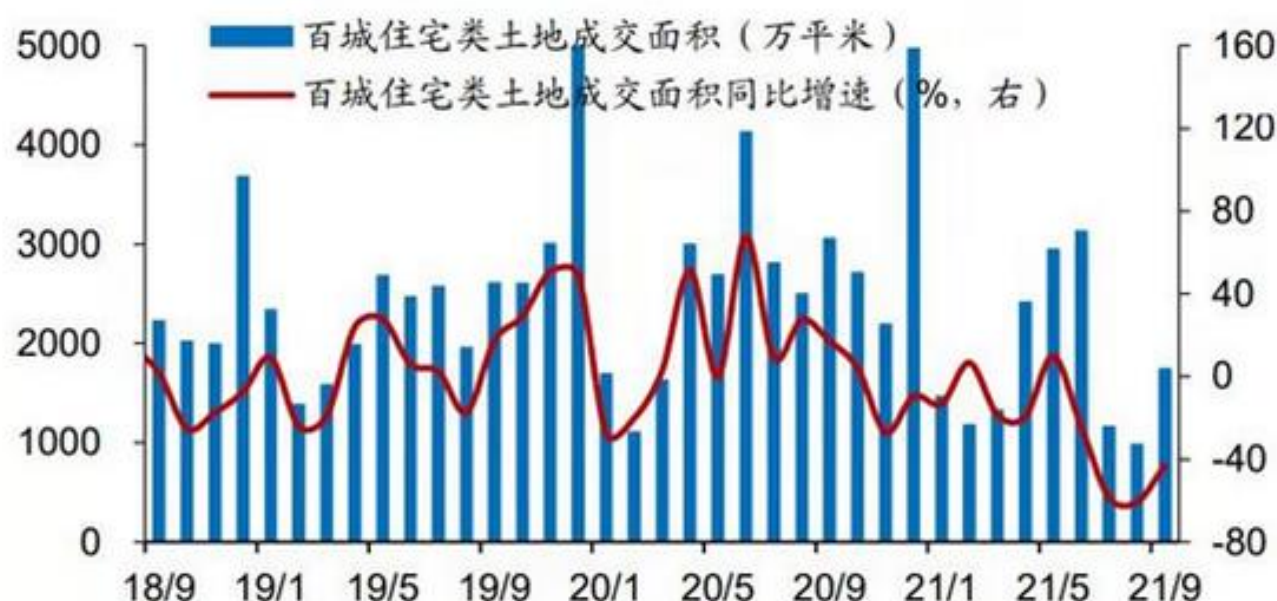


来源：Wind，中泰证券研究所

从房地产行业看，金九银十的风光不再，房地产行业疲态尽显。10月

前 15 天 35 城地产销量增速降幅收窄至-10.6%，但跌幅仍达到两位数，其中一二线城市销量增速受去年同期基数回落影响而有所上行，而三四线城市销量增速降幅仍在扩大。上周十大城市商品房库销比显著回升至 66.4 周，创 10 年以来同期新高。9 月土地市场量升价跌，百城土地成交面积同比增速降幅略有收窄，而土地成交溢价率回落。

百城土地成交面积及同比增速



来源：Wind、中泰证券研究所

同时，作为社会消费品零售总额占比最高的乘用车销售也不振，9 月中汽协、乘联会乘用车销量增速降幅分别扩大至-16.2%和-17.3%，对消费构成了拖累。

此外，与基建和房地产投资关联度较大的挖掘机行业也不景气。9 月挖掘机销量增速同比降幅继续扩大至-22.9%，已连续 3 个月下行，指向行

业需求有所走弱。其中大、中、小挖销量增速分别下行至-36.3%、-44.6%和-35.8%，大挖和中挖增速回落幅度较大。9月塔吊吨米利用率为69.1%，连续4个月回落，且创2018年以来同期新低，指向施工端景气依然不强。

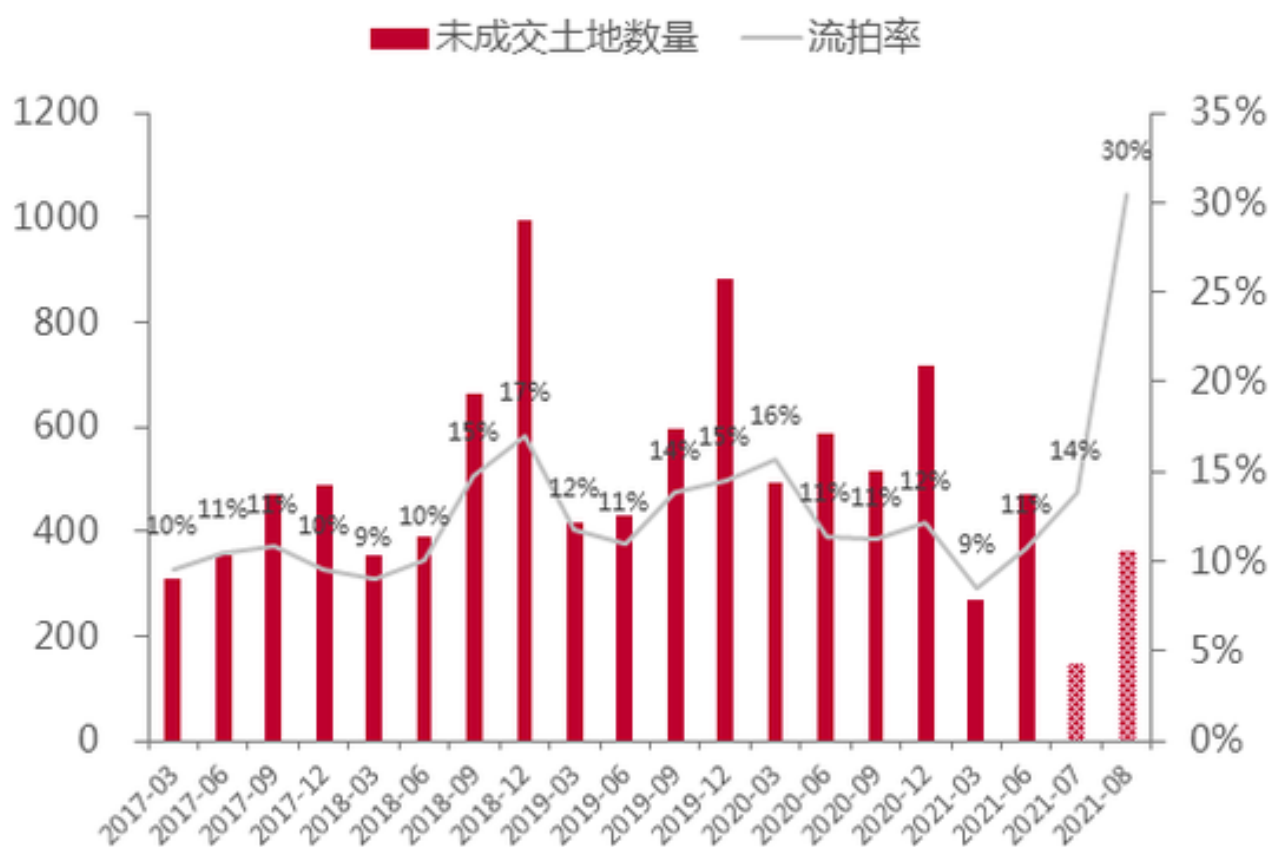
能源及部分大宗商品的上涨惯性依然存在，11月份PPI或许还将创新高，但这应该不是一轮超级周期。因此，随着明年全球产业链、供应链的逐步恢复正常，随着传统能源行业资本开支的增加，随着资源国供给规模的扩大，能源价格大概率会逐步回落，我认为最晚在明年下半年出现普遍回落。如果能源价格的回落，对中国这个制造业大国而言，经济上应该是利好。当然，它也会改变上中下游的收入结构。

明年的CPI应该会有所上升，毕竟煤电联动之后，电价上涨对于CPI的拉动会比较明显，但也不会出现CPI大幅上升的局面，估计明年平均为2%左右，因为CPI的上升需要居民收入上升作为支持，如美国就是典型案例。预计10月份的PPI与CPI之差将再创新高，达到历史峰值，之后则缓慢回落。

房地产投资回落难以用基建来替代

当前，影响购房者预期的核心因素主要有以下三点。第一，政策因素下，购房者对于买房持有成本预期上升；第二，恒大事件等引发行业系统性风险担忧；第三，销量下行进一步传递负面市场预期。因此，明年房地产投资增速显著回落应该比较确定。但到目前为止，大部分人对于房地产行业走弱给经济带来的负面影响还没有给予充分重视。

100 大中城市未成交土地数量及流拍率



来源：Wind、中泰证券研究所

房地产作为居民家庭的最大类资产，估计要占到中国居民部门总资产的 60%左右；与房地产直接相关的贷款，要占到银行贷款余额的 30%左右，房地产同时作为资产，也要占到银行总资产的 30%左右；此外，地方政府的土地出让金收益加上与房地产相关的税费，则要超过地方政府财政总收入的 30%。综上，我认为房地产对中国经济增长的直接加上间接贡献大约也在 30%左右。

从目前看，居民的购房意愿已经明显下降，除了限购城市的限价楼盘

存在供不应求现象外，其他城市的销售额呈现增速下降趋势，房地产开发投资增速也出现逐月下降趋势。前三季度，房地产企业的新开工面积和土地购置面积都出现净减少，反映出房企资金链的紧张。

2022 年，商品房的销售面积或出现负增长，房地产开发投资增速下降，进一步导致地方政府土地出让收入的下降。根据中指研究院的数据，第二轮集中供地拍卖成交价较储备成本平均溢价只有 4.6%，显著低于 5 月份首轮拍卖中 14.7% 的溢价均值，且近 52% 的土地拍卖被取消、改期或流拍。

地方政府的土地收入的减少，必然又会影响到其基建投资的能力，所以，2022 年，我们很难期望基建投资增速会有显著回升。回顾 2020 年年初，大家对新基建投资曾寄予厚望，但事实上，2018 年以后，基建投资的实际增速明显低于预期。从刚公布的数据看，前三季度基建投资同比增速只有 1.5%。结合前三季度地方专项债的发行进度只完成全年的 6 成多，与去年同期完成 90% 以上大相径庭。说明目前不少地方缺乏符合发行要求的发债项目，不符合财政要提质增效的要求。

因此，期望基建投资增速大幅提升来弥补房地产投资增速下降的缺口

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27994

