



# 汪涛展望 2022-2023 年： 房地产下行和防疫之中稳增长





## 2022 年增长驱动力会如何转变？

基准情形下，我们预计 2022 年 GDP 增速将降至 5.4%。我们的基准情形假设全球疫情无大规模反复，且到 2022 年国内已大范围接种了加强针疫苗。在这种情况下，我们假设 2022 年 3 月后国内出行限制将会有所放松，但对边境的管控仍会较为严格；同时全球经济持续复苏，供应链扰动会有所减弱。在此情形下，我们预计 2022 年国内经济增速将放缓至 5.4%，其中出口对经济增长的贡献可能会远低于 2021 年，基建投资反弹、部分抵消房地产活动走弱带来的拖累，消费可能短期内下行、二季度逐步回归常态。2022 年全球经济增速可能会放缓至 4.8%，同时海外消费可能会进一步从商品转向服务，因此我们预计出口增速将从今年的 27% 左右降至 10%。2023 年，我们预计经济增速将进一步放缓至 5%，接近潜在趋势增速。

消费复苏取决于防疫政策。相对于 2019 年水平，消费复苏慢于投资和出口，主要是由于疫情持续影响劳动力市场和居民消费行为，且疫情反复时防疫措施也有所收紧。未来几个月，我们预计疫情防控仍不会放松，明年 2 月冬奥会前后可能会进一步收紧，再考虑到房地产活动继续走弱、教育等受到监管收紧影响行业就业岗位减少，消费增长可能承压。自 2022 年二季度起，随着国内加强针接种大幅推进，我们预计防疫措施将会逐步放松。受益于此，二季度后消费有望明显反弹，尤其服务类消费和国内旅游，目前偏高的预防性储蓄率有望下降。我们预计明年消费实际增速将达到 5.7%，其中服务类消费的反弹可能会更为明显（餐饮、旅游、线下娱乐等）。消费复苏的力度将取决于国内防疫政策如何及何时调整，尤其是针对国内出行和线下活动的限制措施。

图表1: 中国主要经济指标基准预测

	%	2020 实际值	2021E 预测值	2022E 预测值	2023E 预测值
实际GDP增速		2.3	7.6	5.4	5.0
固定资本形成		6.3	3.3	4.4	4.3
消费		-1.0	6.7	5.7	5.6
净出口 (对GDP贡献)		0.7	2.3	0.4	0.2
经常项目顺差占GDP比重		1.9	2.1	2.2	2.0
以美元计出口增速		4.6	27.0	10.0	5.5
以美元计进口增速		-0.6	28.0	9.0	5.0
CPI增速 (均值)		2.5	0.9	2.0	1.6
10年期国债收益率 (年末)		3.2	2.8	3.0	3.0
整体信贷增速 (调整后社融)		13.3	10.2	9.8	8.6
USDCNY (年末)		6.5	6.4	6.5	6.5

来源: CEIC, 瑞银证券估算

消费复苏还取决于劳动力市场的恢复情况。长期看，促进共同富裕的相关政策有助于支撑消费。虽然官方城镇新增就业和城镇调查失业率均已恢复至疫情前的水平，但这可能未反映已经离开城镇的农民工的就业情况。

居民收入与薪资的两年平均增速也仍低于 2019 年。瑞银中国劳动力市场问卷调查显示, 2021 年上半年劳动力市场持续改善, 但三季度增加招聘和工资的企业占比都有所走弱, 尤其是建筑业。瑞银中国消费者问卷调查显示受访者对收入的预期也未达到疫情前增速, 同时储蓄率依然偏高、消费信心偏弱。政策层面, 我们预计政府会继续主要通过扶持中小企业来支撑就业, 但不太可能出台大规模刺激消费的措施(如规模较大的消费补贴等)或大幅上调消费税。长期而言, 扩大社保覆盖范围和和完善社保体系、推进户籍制度改革、提高公共服务水平等促进共同富裕的政策应有助于支撑消费。

房地产活动走弱可能拖累整体固定资产投资。房地产活动在 2020 年下半年和 2021 年上半年强劲增长, 但随着疫情后的积压需求基本得到释放、叠加自去年起相关政策收紧以及恒大事件对市场的冲击, 近几个月房地产活动大幅走弱。三季度, 房地产销售同比下跌 12.5%、新开工同比下跌 17.4%, 房地产投资也从 5 月的同比增长 10% 转为 9 月的同比下跌 3.5%。虽然央行已要求放宽房贷限额、政府要求银行和地方政府共同保障房地产市场的平稳运行, 但我们认为房地产活动走弱可能仍会持续到 2022 年。最新的瑞银中国住房问卷调查显示, 受访者未来两年的购房意愿大幅降低。我们预计 2022 年一季度后政府可能会进一步小幅放松房地产政策, 包括放松相关信贷政策、加快公租房建设等。我们预计 2022 年房地产新开工下跌 10%-12%、房地产投资下跌 4%-5%。老旧小区改造和公租房建设的推进有望部分抵消商品房市场走弱的拖累。

但基建投资有望反弹。2021 年一至三季度，财政支出、基建项目审批、地方政府专项债发行步伐均偏慢。在经济增长大幅反弹、大宗商品价格高涨的背景下，政府可能有意控制实际财政政策（收支平衡）相比预算方案更为偏紧。因此，前三个季度基建投资仅同比增长 1.5%，其中三季度同比下跌 6.9%。朝前看，考虑到房地产投资走弱、消费复苏受制于防疫政策、出口增长可能放缓，我们预计政府将会放松财政政策，包括加快地方政府债券的发行和资金拨付使用、加快地方项目审批及部分放松对地方政府融资平台融资的严格管控，同时还可能提前上马部分明年的基建项目。我们预计 2022 年基建投资增速将反弹至 4% 左右。发改委要求地方政府专项债资金要重点用于交通基础设施、可再生能源、农林水利、生态环保、社会事业、物流基础设施、市政和产业园区基础设施、保障性住房等领域。其他重要领域可能还包括电网和数字化相关基础设施等。

制造业投资增速可能会有所放缓。今年以来，企业营收和利润的大幅改善拉动制造业投资明显回暖，前三季度同比增长 15%。朝前看，房地产活动走弱、出口增长放缓、原材料价格高企可能会令企业需求和利润率承压，拖累制造业投资放缓。尽管如此，在外部限制持续的情况下，国内可能会进一步加强产业链供应链的自主可控，这可能会支撑制造业投资。此外，政府对技术升级、绿色发展和碳达峰碳中和的重视应会带动相关领域的投资。整体而言，我们预计基建投资反弹、制造业投资放缓但仍相对稳健有望支撑整体固定资产投资的实际增速小幅上行，不过其名义增速可能随着投资品价格趋稳而有所放缓。

我们预计 2022 年一季度缺电问题基本消退。由于能源需求大幅增长、煤炭供给增加受限且上网电价处于低位，再加上部分地方政府实现全年双控目标进展落后，近几个月部分地区出现了缺电和双控限产的情况。为应对电力供应短缺，政府已采取措施扩大煤炭生产和进口，并上调了上网电价。我们预计四季度缺电的问题会有所好转，不过可能仍会对工业生产造成部分影响。2022 年一季度，考虑到能源需求季节性回落、房地产活动走弱，及新的年度能源双控目标应会更容易实现，我们预计缺电问题将基本消退。另外，中央政府已要求地方避免运动式减碳和一刀切限产，制定更加切实可行的目标和实施方案。能源供给端限制的逐步消除将有望带动工业生产环比增长改善。

2022 年 CPI 增速可能会反弹至 2%，而 PPI 增速降至 2%-2.5%。近期由于国内上网电价上调、以及供给受限推高大宗商品价格，四季度 PPI 可能同比增长 10%以上。2022 年，上游产品供给有望进一步回升、房地产建设活动放缓应拖累重工业品需求走弱，我们预计原材料价格将企稳回落。我们预计 2022 年 PPI 增速将大幅降至 2%-2.5%。另一方面，居民用电价格基本稳定，而由于下游制造业竞争激烈且消费复苏偏慢，PPI 向 CPI 的传导也仍然有限。同时，猪价可能于 9-10 月触底、年底小幅回升，2022 年基本企稳。因此，我们预计 CPI 增速四季度可能有所回升、2021 年平均为 0.9%、2022 年反弹至 2%。

人民币汇率可能大致保持平稳，宽幅波动。2021 年，人民币对美元汇

率大致保持平稳，但对 CFETS 货币篮子升值。2022 年，主要外币走势可能涨跌不一。瑞银预计美元对部分主要货币（包括欧元和英镑）贬值，但对部分新兴市场货币小幅升值。美元对主要发达市场货币走弱、中国贸易顺差可观、资本持续流入，都应能为人民币汇率提供支撑。不过，2022 年中国增长势头可能减弱、海内外利差可能收窄，加之市场上对部分中国企业偿还外债方面仍存在担忧，这可能给人民币汇率带来一定贬值压力。综合考虑，我们预计 2022-2023 年人民币对美元汇率将在当前水平宽幅波动，年末汇率约为 6.5。

我们的预测所面临的风险主要来自与疫情相关的不确定性、尤其是国内防疫相关的活动限制，房地产活动的走弱程度，以及政策放松的时点及力度。如果国内零新增的防疫政策持续更长时间、或房地产活动出现更大程度的持续下降，2022 年 GDP 增速可能会降至 4%。另一方面，我们的预测面临上行风险可能有限，因为如果出口强于预期或防疫政策比我们预测更早更明显地放松，宏观政策的支持力度可能也会相应减弱。

### 房地产下行会有多严重？

房地产需求基本面走弱，房地产活动大幅放缓。国内的城镇化进程正在放缓，目前非农就业占整体就业的比重已经超过 75%，且城镇新增外来人口也逐年下降。主要购房群体（25-44 岁）人口也在减少。据估算，2019 年城镇住房自有率超过了 90%、人均居住面积达到 40 平方米左右。过去 10 年，国内也已基本完成了 5000 万套的棚户区改造。虽然房地产投资需

求的重要性逐渐上升，但当前居民财富中已有超过 50%是来自房地产，而居民债务（主要是房贷）占可支配收入的比重也已突破 100%。由城镇化快速推进带动的房地产行业超级上行周期已成为过去。

此外，房地产受到政策收紧及其他周期性因素的影响。出于对房地产泡沫和相关宏观金融风险的担忧，政府自 2017 年起提出“房住不炒”，即便在 2020 年受到疫情冲击的情况下也没有大幅放松房地产政策。随着 2020 年下半年经济大幅反弹，政府收紧了开发商信贷。之后房地产活动继续走强、房价进一步攀升，今年二季度起政府又收紧了房价调控和房贷政策。随着政策收紧以及疫情后的积压需求基本得到释放，新开工首先陷入同比下跌，销售和投资紧随其后。最近，恒大债务问题又导致其他开发商在离岸市场融资的渠道基本被切断，显著恶化了行业信贷条件和市场情绪。最新的瑞银中国住房问卷调查显示受访者购房意愿也降到了 2015 年调查启动以来的新低，仅有 11%的受访者计划在未来两年购置住房。

我们预计“房住不炒”的总体调控方针不会改变，但政策可能会边际放松，促进房地产行业平稳运行。考虑到决策层对防控房地产市场失衡和

**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\\_29110](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29110)

