

2022 经济增长：需求端逻辑

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：李紫洋

邮箱：lizy2@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

投资要点：

► 预计 2022 年 GDP 增速 4.5% 左右

预计明年各季度 GDP 环比增速均在 1% 附近，一至四季度 GDP 同比增速分别为 3.8%、4%、5% 和 5%；2022 年全年 GDP 增速在 4.5% 左右。

► 消费：汽车和服务消费或成结构性亮点

居民收入中位数增速在 2020 年三季度达到高点，随后的 4 个季度出现明显的趋势性回落，今年三季度全国居民收入中位数两年复合增长率已降至 5% 以下。失去收入增速回升的支撑，明年消费整体呈现大幅改善的可能性不大。预计明年全年居民消费增速在 5% 附近。

结构上，若海外疫情持续好转、本土疫情反复频次降低，服务消费或将有较大改善空间。此外由于缺芯情况缓解和新能源汽车相关政策利好，预计明年汽车类消费或将较明显增长。

► 投资：明年下半年房地产基建或将触底回升

房地产投资：通过对土地购置费和建安投资的测算，我们判断房地产开发投资增速将在明年一季度达到低点，全年房地产投资增速在 -2.4% 左右。

基建投资：预计明年基建投资增速在 5% 附近，今年下半年新增的地方政府专项债资金或将对明年一季度基建投资形成支撑，同时明年专项债部分额度有望提前至今年底下达。

制造业投资：由于订单和企业盈利增速回落，预计明年二季度起制造业投资将边际走弱，明年全年制造业投资增速约为 5.5%。受到信贷政策支持，碳减排相关行业以及专精特新企业投资或将成为结构性亮点。

综合来看，预计 2022 年固定资产投资完成额增速在 3.2% 附近。

► 出口：明年外需或将降温

预计随着海外经济增速放缓，明年外需或将有所降温；同时随着海外经济体的生产能力逐步回升，在疫情期间转移到我国生产的部分订单面临回流压力。预计 2022 年我国出口增速将在 7% 附近。

风险提示

宏观经济或政策出现超预期变化。

正文目录

1. 消费：汽车和服务消费或成结构性亮点.....	3
2. 投资：明年下半年房地产基建或将触底回升.....	5
2.1. 房地产投资：度过调整、趋向稳定.....	5
2.2. 基建投资：预计明年全年增长 5%左右.....	12
2.3. 制造业投资：明年二季度起或将边际走弱.....	13
3. 出口：明年外需或将降温.....	15
4. 总结：预计明年 GDP 增速 4.5%左右.....	18
5. 风险提示.....	19

图表目录

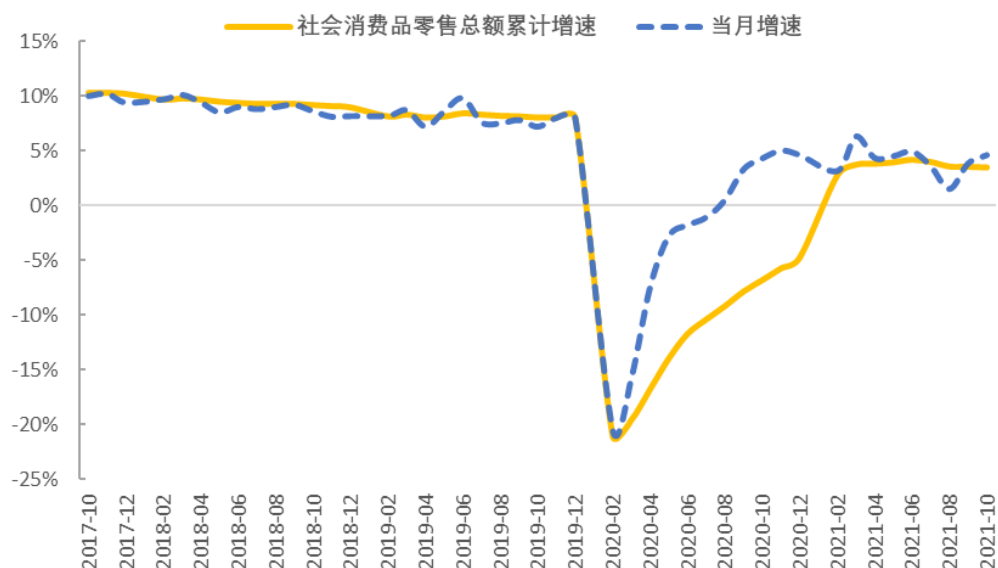
图 1 疫后消费恢复程度持续较低(2021 年采用两年复合增速).....	3
图 2 疫情以来，居民可支配收入的平均数增速持续高于中位数增速.....	4
图 3 居民消费率较疫情前水平仍有差距.....	4
图 4 三季度全国居民收入中位数两年复合增长率降至 5%以下.....	5
图 5 今年 5 月以来房地产开发投资增速连续下滑.....	6
图 6 房地产投资跟随房地产销售回落，滞后期约 12 个月.....	7
图 7 预计房地产投资复合增速回落约 9.4 个百分点（2021 年起为两年复合增速）.....	8
图 8 近两年土地购置费占房地产开发投资比重稳定在 37%附近.....	9
图 9 土地成交价款对土地购置费具有较明确的领先性.....	10
图 10 新开工面积可作为预测建安投资的先行指标.....	11
图 11 新开工面积受土地成交规模影响.....	11
图 12 预计明年房地产开发投资全年增速-2.4%.....	11
图 13 今年下半年基建投资增速中枢降低（2021 年采用两年复合增速）.....	12
图 14 预计明年基建投资增速在 5.0%附近.....	13
图 15 年内制造业投资回升(2021 年为两年复合增速).....	14
图 16 去年下半年至今年上半年产能利用率处于高位 %.....	14
图 17 制造业投资增速受到前期企业利润水平影响.....	15
图 18 海外经济体修复速度有所放缓（%）.....	16
图 19 发达经济体产能利用率升至高点（%）.....	16
图 20 PMI 新出口订单连续 6 个月位于收缩区间（%）.....	17
图 21 近期出口运价指数小幅回落.....	17
图 22 预计 2022 年 GDP 增速在 4.5%左右.....	19
表 1 2021 年 1-10 月各类商品限上零售两年复合增长率.....	5
表 2 “三道红线”与“两个上限”收紧房企融资.....	6
表 3 历轮调控周期房地产销售与投资增速降幅.....	7
表 4 房地产开发投资增速预测（至 2022 年底）.....	11
表 5 预计 2022 年财政赤字率 3.0%.....	12
表 6 2022 年主要经济指标季度预测.....	18

受到煤电供应缺口、高杠杆行业控压、垄断行业整顿等因素影响，2021 年下半年经济增速有所降档。本报告从需求端出发，对明年我国投资和消费的增长情况进行分析与预测，寻找明年经济增长的亮点。

1. 消费：汽车和服务消费或成结构性亮点

三大需求中，消费在疫后的恢复程度持续处于较低水平。2020 年 GDP 最终消费支出实际同比下降 0.9%，对 GDP 增长的拉动为-0.5 个百分点。进入 2021 年，由于本土疫情时有反复、地区性灾害性天气以及居民消费意愿较低等原因，消费仍未得到大幅度改善：今年以来除 3 月外，各月社会消费品零售总额的两年复合增速均低于 5%，距离疫情前 8%左右的增速仍有较明显差距。

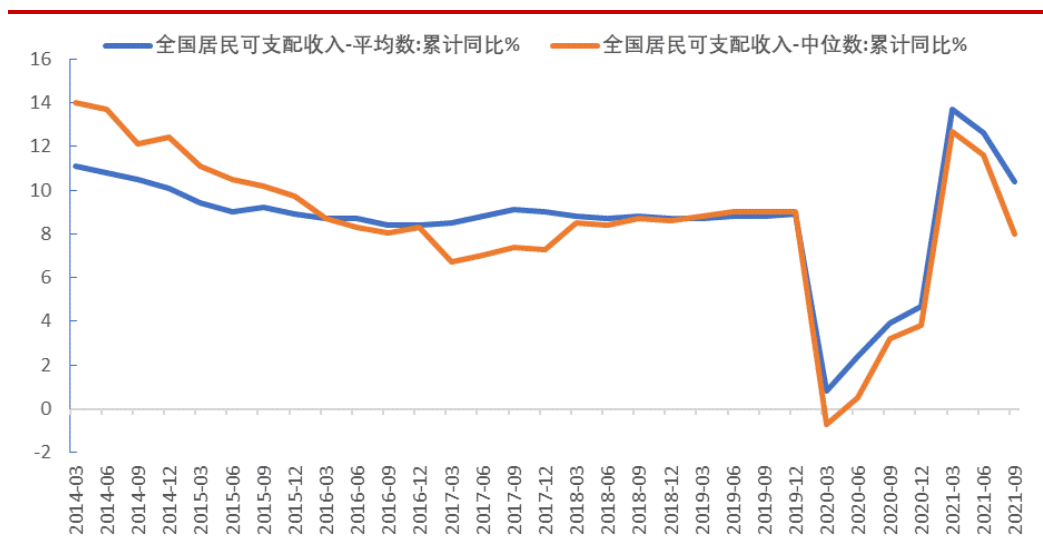
图 1 疫后消费恢复程度持续较低(2021 年采用两年复合增速)



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

消费修复力度较弱与居民收入息息相关。从城乡一体化住户调查数据看，2020 年以来，全国居民可支配收入的平均数增速持续高于中位数增速，前三季度全国居民人均可支配收入同比增长 10.4%，可支配收入中位数同比增长 8.0%。侧面证明疫情以来由于货币宽松等因素导致高收入人群收入增速相对较高，而占据主体的中低收入群体收入增长相对缓慢。由于边际消费倾向递减，因此采用全国居民可支配收入中位数进行收入-消费分析较为合理。

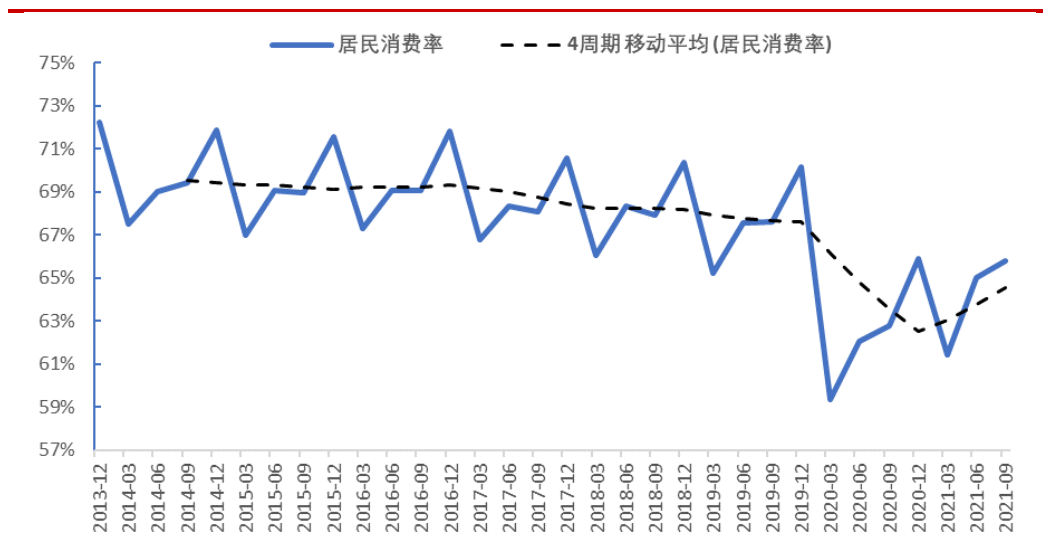
图 2 疫情以来，居民可支配收入的平均数增速持续高于中位数增速



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

从居民消费率来看，2021 年各季度消费率较 2020 年普遍有所上升，今年三季度居民消费率回升至 65.8%，但与疫情前 69%左右的中枢相比仍有差距。

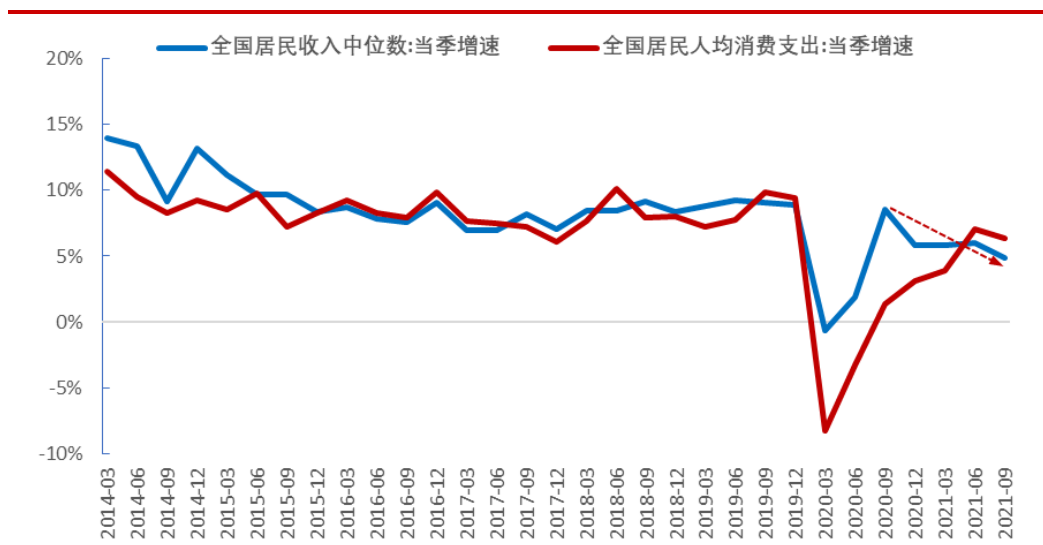
图 3 居民消费率较疫情前水平仍有差距



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

从全国居民收入中位数与人均消费支出关系看（图 4），居民收入增速变化略领先消费支出。观察疫情后居民收入与消费当季增速（2020 年及之前采用同比增速，2021 年采用两年复合增速），可以发现全国居民收入中位数增速在 2020 年三季度达到高点，随后的 4 个季度则出现了明显的趋势性回落，2021 年三季度全国居民收入中位数两年复合增长率已降至 5%以下。消费方面，疫情后全国居民人均消费支出持续修复，增速连续上升至今年二季度的 7.1%，随后在今年三季度同样出现增速回落。展望未来，失去收入增速回升的支撑后，预计明年消费的修复空间仍较有限。预计明年全年居民消费增速在 5%附近。

图 4 三季度全国居民收入中位数两年复合增长率降至 5% 以下



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

从消费结构看, 今年以来, 通讯器材类、粮油食品饮料烟酒、化妆品类、文化办公用品类以及日用品类的消费增长较快, 各类别 1-10 月限上零售的两年复合增速均超过 8%; 而建筑装潢材料、家具以及家用电器等房地产后周期消费以及中西药品类零售增长较为缓慢或出现回落。

展望明年, 实物消费方面: 房地产销售的持续回落, 预计对建材、家具类消费拖累仍将延续; 对于今年年内受益于大宗商品涨价的石油制品等类别, 随着明年 PPI 的回落, 其消费增速或将有所下滑; 由于缺芯情况的缓解和新能源汽车相关政策利好, 预计明年汽车类消费或将有明显改善。**服务消费方面,** 相较疫情前, 目前差旅等类别消费的修复程度约为 70%; 若海外疫情持续好转, 明年海外关联的本土疫情反复频次降低, 则服务消费或有较大改善空间。

表 1 2021 年 1-10 月各类商品限上零售两年复合增长率

限上零售类别	粮油食品+饮料+烟酒	服装鞋帽、针纺织品类	化妆品类	金银珠宝类	日用品类	家用电器和音像器材类	中西药品类	文化办公用品类	家具类	通讯器材类	石油及制品类	建筑及装潢材料类	汽车类
1-10 月两年复合增长率	8.4%	1.1%	14.0%	7.7%	9.8%	0.8%	-1.3%	12.6%	-7.6%	14.0%	1.5%	-2.6%	5.6%

资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

2. 投资: 明年下半年房地产基建或将触底回升

今年受到政策对于高杠杆领域的控压, 自年中起基建投资和房地产投资增速均出现明显回落; 制造业投资持续得到改善。展望明年, 我们判断明年房地产、基建以及制造业投资增速分别为-2.4%、5%和 5.5%, 预计 2022 年固定资产投资完成额增速在 3.2% 附近。

2.1. 房地产投资: 度过调整、趋向稳定

今年5月起，房地产开发投资增速出现明显回落，结束了自去年下半年开始的高速增长。根据统计局10月数据计算，房地产开发投资单月同比增速已降至-5.4%。

图5 今年5月以来房地产开发投资增速连续下滑



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

近月房地产投资快速回落主要受到前期房地产调控政策收紧的持续影响：自去年下半年起，针对房地产行业融资端、土地端以及销售端出台了一系列政策，以降低房企杠杆率、抑制房价过快上涨。其中以“三道红线”和“两个上限”影响最为广泛。房企维度，“三道红线”锁住房企有息负债增长空间；金融机构维度，“两个限制”进一步压制涉房贷款比例。

表2 “三道红线”与“两个上限”收紧房企融资

时间	政策来源	政策内容
2020年8月23日	住建部、央行联合召开房地产企业座谈会	“三道红线”：房地产企业剔除预收账款的资产负债率不得大于70%；净负债率不得大于100%；现金短债比不得小于1。 若三项指标全部“踩线”，有息负债不得增加；若指标中两项“踩线”，有息负债规模年增速不得超过5%；若只有一项“踩线”，有息负债规模年增速可放宽至10%；若全部指标符合要求，则有息负债规模年增速可放宽至15%。
2020年12月31日	《建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	按照金融机构规模划分为五档，分别限定了其房地产贷款占比与个人住房贷款占比上限。对于个人住房贷款，第一档至第五档的占比要求分别为不超过32.5%、20.0%、17.5%、12.5%以及7.5%；对于房地产贷款，第一档至第五档的占比要求分别为不超过40.0%、27.5%、22.5%、17.5%和12.5%；三四五档银行占比可在增减2.5%的范围内进行调整。 超出上限的金融机构，须制定业务调整过渡期内逐步达到管理要求的调整方案，明确向管理要求边际收敛的具体举措。

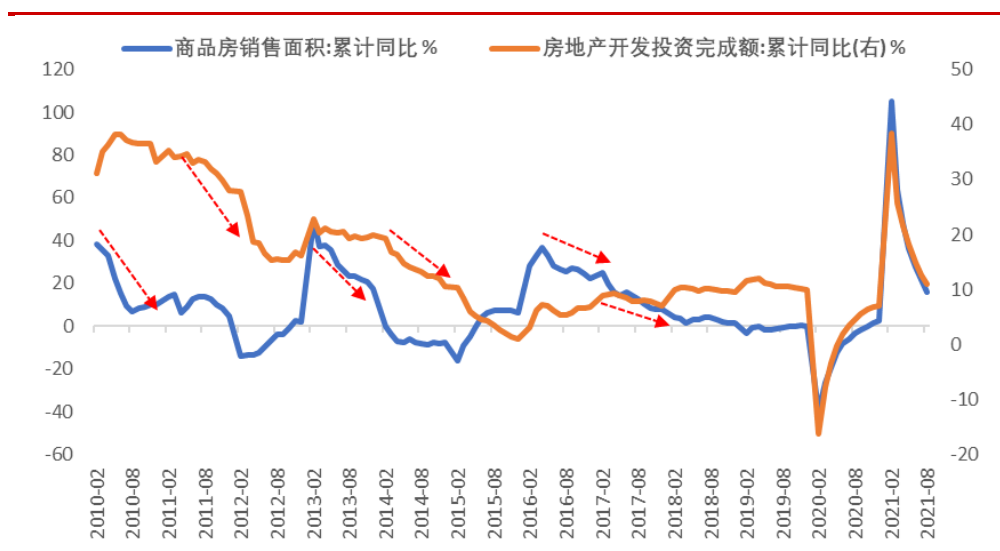
资料来源：人民银行网站，华西证券研究所整理

在抑制投机炒房、稳定楼市预期方面得到良好成效后，政策将更加优化，满足刚需群体的购房需求。9月24日召开的央行货币政策委员会2021年第三季度例会，明确要求“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”；随后央行座谈会上，强调衔接好今年下半年和明年上半年的信贷工作。根据10月金融数据，以房贷为主的居民中长期贷款在连续5个月同比少增后企稳回升；10月末，个人住房贷款余额37.7万亿元，当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元，数据显示房地产销售端信贷需求逐步得到满足。

展望未来，我们认为随着政策的边际放松，房地产销售或将由低点小幅回暖，但“房住不炒”的基调不会改变，房地产市场重回“爆发式”增长的可能性不大。

从房地产销售与投资关系看，销售端不景气将导致房企将减少项目投资，对一段时间后的房地产开发投资完成额增速产生影响。观察2010年以来商品房销售面积增速与房地产开发投资完成额增速关系，可以发现三轮房地产调控政策收紧周期均造成房地产开发投资完成额增速下滑，且滞后时间均在12个月左右。

图6 房地产投资跟随房地产销售回落，滞后期约12个月



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

从增速降幅来看，2010-2012年房地产调控政策收紧时期，商品房销售面积累计增速下降52个百分点，房地产开发投资完成额累计增速降幅在20个百分点；2013-2015年房地产调控政策收紧时期，商品房销售面积累计增速下降28个百分点，房地产开发投资完成额累计增速降幅为14个百分点；2017年房地产调控政策收紧周期，商品房销售面积累计增速回落约8个百分点，房地产开发投资完成额累计增速下降约3个百分点。从历史数据看，大约商品房销售面积增速降幅每扩大2个百分点，房地产开发投资完成额降幅增加1个百分点。

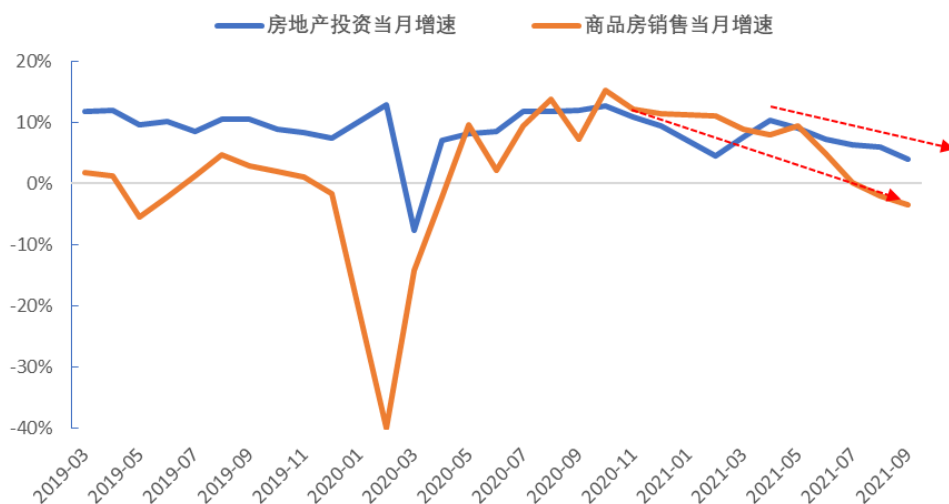
表3 历轮调控周期房地产销售与投资增速降幅

	回落周期	降幅	回落周期	降幅	回落周期	降幅
商品房销售面积:累计同比	2010. 2-2012. 2	52%	2013. 2-2013. 11	28%	2016. 5-2016. 12	8%
房地产开发投资完成额:累计同比	2011. 2-2012. 7	20%	2014. 2-2015. 5	14%	2017. 4-2017. 12	3%

资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

在本轮房地产调控周期中，单月商品房销售增速（2021 年起采用两年复合增速）由 2020 年 10 月的 15.3%持续下滑至今年 9 月的-3.5%，降幅为 18.8 个百分点，回落时长 11 个月。根据房地产销售与投资的降幅对应关系，预计房地产投资两年复合增速下降约 9.4 个百分点，将由今年 4 月的 10.3%降至明年 3 月的 0.9%附近。将复合增速换算成同比增速，预计房地产投资单月同比增速将在明年 3 月降至低点，同比增速-11%附近。

图 7 预计房地产投资复合增速回落约 9.4 个百分点（2021 年起为两年复合增速）



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

接下来我们从房地产投资结构入手，对其明年增速做出更精细的预测：房地产开发投资完成额由土地购置费和建安支出构成，房企融资的收紧和房地产销售的下滑影响着房地产企业的拿地意愿，一方面抑制了土地成交，造成土地购置费增速回落；另一方面，房屋新开工面积的下滑将导致未来一段时间房屋施工面积增速的回落，影响着建筑安装工程及设备工器具购置支出。

随着土地购置单价的提升，土地购置费占全部房地产开发投资的比重由 2016 年以前的约 20%，逐步上升至 2019 年的接近 40%。2019 年至今，土地购置费占比相对稳定：根据 2020 年全年以及最新公布的 2021 年 1-10 月数据，土地购置费占比均保持在 37%，建筑安装工程及设备工器具购置占房地产开发投资比重为 63%。

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_29912

