

四问四答：托经济会从哪方面入手？

证券研究报告

2022 年 11 月 04 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-汽车和基建韧性几何？》 2022-11-01
- 2 《宏观报告：大盘风格进入超配区间—10 月资产配置报告》 2022-10-27
- 3 《宏观报告：风险定价-中期选举可能是分水岭-10 月第 4 周资产配置报告》 2022-10-26

展望四季度及明年，在欧美共振衰退、地产压力尚存的情况下，稳增长诉求仍然存在。

但随着二十大顺利召开以及换届工作基本完成，我们预计接下来稳增长的模式将与今年有所不同——出台大规模房地产刺激政策的可能性较小，地产、基建预计更多以推进前期政策落地为主，托底经济的边际增量或将更侧重于疫情变化和产业政策。

节奏方面也会有所分化，上半年稳增长的重心仍在基建，下半年或将逐渐切换到消费以及制造业投资。

风险提示：疫情反复可能超预期；政策出台可能不及预期；欧美衰退超预期导致明年稳增长压力加大。

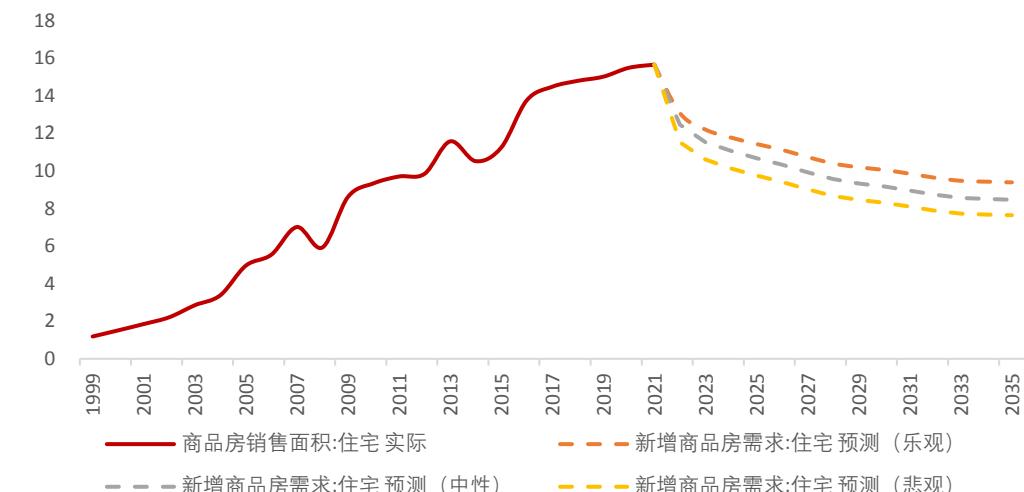
展望四季度及明年，在欧美需求衰退、地产压力尚存的情况下，稳增长诉求仍然存在。但随着二十大顺利召开以及换届工作基本完成，我们预计接下来稳增长的模式将与今年有所不同——出台大规模房地产刺激政策的可能性较小，地产、基建预计更多以推进前期政策落地为主，托底经济的边际增量或将更侧重于疫情变化和产业政策。节奏上，上半年稳增长的重心仍在基建，下半年或将逐渐切换到消费以及制造业投资。

问题 1：地产领域还会有进一步刺激吗？

我们认为，大规模刺激房地产的可能性较小，重点在推进前期保交楼政策、“930 新政”¹更好落地。

根据我们在报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》中的预测，2022-2035 年，中国新增商品房需求预计呈现“L”型回落的趋势——2022-2025 年，新增商品房的需求中枢约为 11.3 亿平方米，2026-2030 年约为 9.6 亿平方米，2031-2035 年约为 8.7 亿平方米。2022 年，由于投机性需求集中衰退，相比于 2021 年，新增商品房需求将出现较大幅度的回落；而此后，尽管新增商品房需求仍在逐年回落，但回落的斜率将逐渐放缓。

图 1：2022-2035 年新增商品房需求预测（单位：亿平方米）



资料来源：WIND，国家统计局，天风证券研究所

从这个角度来看，房地产短期问题的答案实际上一目了然：第一，房地产需求进入了新的周期，真实需求长期回落的情况下，小规模刺激效果有限。第二，未来想要实现此前几轮放松周期的政策效果，需要比以往更大的刺激力度，相应带来的高杠杆、高房价等潜在问题也会更大，因此再次出台大规模刺激政策的可能性有限。

此外，从二十大报告中可以看出，“房住不炒”、“高质量发展”仍然是我国当前乃至未来一段时间经济政策的主要基调，刺激房地产有悖于这一基调。

因此，我们认为，明年房地产政策的基调仍然是“不刺激”，加快推进前期政策落地会更

¹ 指央行、财政部、国税局在今年 9 月 29、30 日先后推出的阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、换购住房退还个税等政策。

加重要。一方面，保交楼不仅仅是房地产问题，更是民生问题，而 8 月中旬推出的政策性银行保交楼专项借款²直到 9 月 22 日才完成全国首笔投放³，推进速度相对较慢，有必要加快相关政策的落地生效。另一方面，央行在 9 月 29 日推出的阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限政策⁴、在 9 月 30 日下调首套个人住房公积金贷款利率政策⁵，以及财政部、国税局在 9 月 30 日推出的换购住房退还个税政策⁶等三项稳地产政策仍处在推进过程中，政策效果尚未完全体现，进一步出台增量政策的必要性不强。

问题 2：基建政策能否进一步加码？

我们认为，考虑到明年出口承压、消费短期难有反弹、地产“不刺激”的情况下，基建短期内仍然需要承担稳增长重任，但当前存量政策及项目施工仍有延续性，进一步出台大规模增量政策的可能性有限。

一方面，当前已出台的政策对明年基本面仍有支撑。6 月 29 日⁷、8 月 24 日⁸国常会推出两批合计 6000 亿元以上政策性金融工具作为投入到基建项目的资本金，其对基建投资有明显的撬动作用。按照农发行披露的首批农发基础设施基金投放 900 亿元，可拉动项目总投资超万亿来计算⁹，政策性金融工具对基建总投资的撬动倍数超过 10 倍，则当前已推出的 6000 亿元以上政策性金融工具可撬动基建总投资超过 6 万亿元。**基建项目除资本金以外的配套资金通常按照施工进度分批融资、投资，而今年下半年上马的基建项目在明年仍有投资、施工需求，意味着今年的政策性金融工具对经济基本面的托底作用仍然能够延续到明年。**

另一方面，明年专项债申报的相关等工作已经在提前推进，项目储备预计更加充分。根据 21 世纪经济报道，2023 年专项债项目的申报工作已经开始，并且此次申报的专项债需求规模，要按照提前下达的 2023 年用于项目建设的专项债券分配本地区额度的 3 倍左右把握。¹⁰从 2019、2020、2022 年提前下达专项债限额的情况来看，上一年度提前下达的专项债限额占总专项债限额的比例平均为 35%。如果假设明年仍然维持这一比例，那么当前要求地方政府按照提前批限额 3 倍左右来申报项目，相当于提前储备了明年全年的基建项目。从这个角度来看，今年基建项目储备工作比往年推进地更早，基建靠前发力的条件更加充分，基建托底经济的效果预计也会更加显著。

² http://www.news.cn/fortune/2022-08/19/c_1128930216.htm

³ <http://www.stcn.com/article/detail/690678.html>

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4671913/index.html>

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4673584/index.html>

⁶ http://szs.mof.gov.cn/zhengcefabu/202209/t20220930_3844156.htm

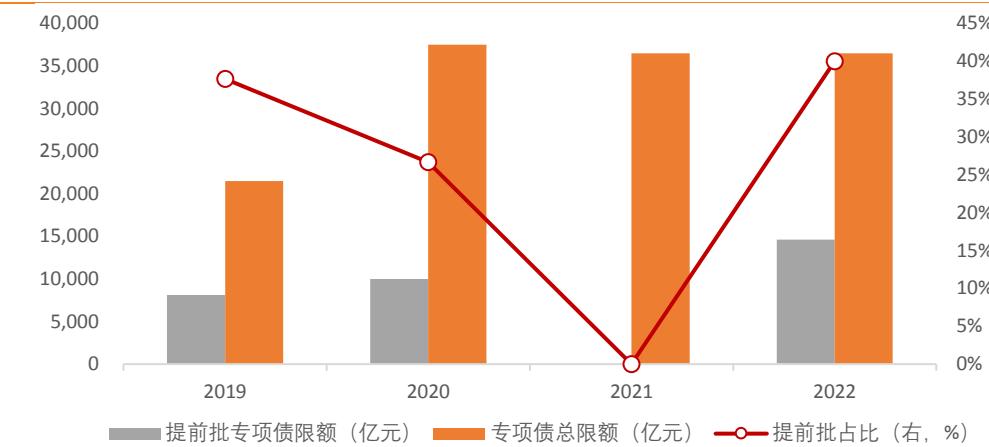
⁷ http://www.gov.cn/premier/2022-06/30/content_5698644.htm

⁸ http://www.gov.cn/premier/2022-08/24/content_5706689.htm

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/-3T7o2CYFYPIMYxSoirgPQ>

¹⁰ <https://m.21jingji.com/article/20221018/herald/aa471755bf4ecbd7811dbec57c0eae90.html>

图 2：2019-2022 年专项债限额提前下达情况



资料来源：财政部，天风证券研究所

注：此处提前批仅包含在前一年度提前下达的专项债限额，不包含当年年初至两会之间下达的限额

此外，明年宏观环境与今年有本质的不同，存量政策能够更好地发挥效果。我们曾在报告《3 季度稳增长可能会超预期》中指出，造成今年上半年基建开工端强、施工端弱的原因主要有三个——资金不足、疫情扰动和地方政府执行政策的意愿不足，而这些约束基建发力的因素在今年下半年都会逐一扫除，存量政策将加速执行、增量政策将加速落地。回头来看，7-9 月基建投资当月同比增速分别录得 11.5%、15.4%、16.3%，我们此前的判断已经得到了充分的验证。往后再看，除了疫情这个不确定因素以外，专项债提前下达、项目靠前储备、换届基本完成，今年上半年制约基建政策效果的资金、执行力等问题在明年大概率不会继续存在，政策的效率会更高。而政策效率的提升，反过来意味着明年政策大规模加码的必要性相应降低。

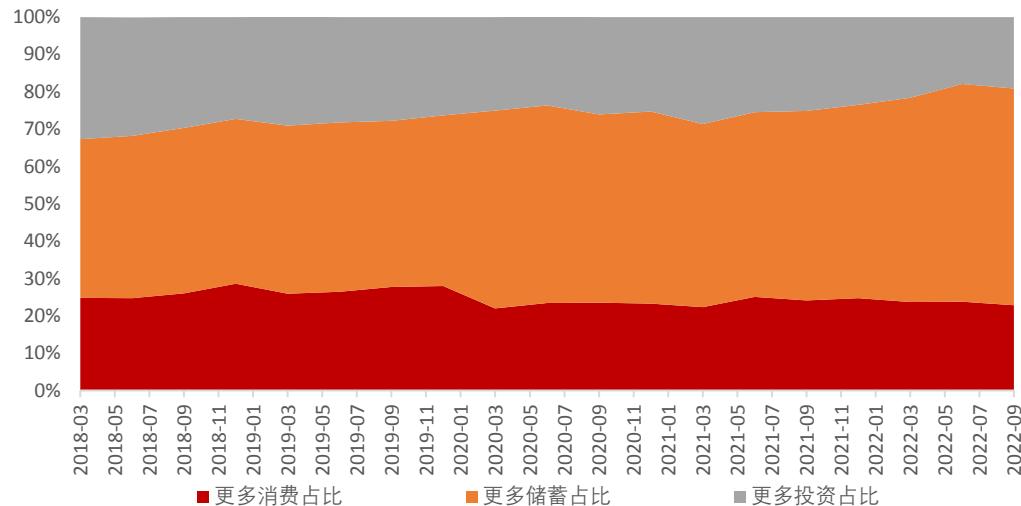
问题 3：消费是否会成为稳增长的新动能？

我们认为，市场当前对明年消费的反弹空间可能存在低估，居民消费修复的基础仍然稳固，可能会成为明年稳增长的关键变量。

2020 年以来，由于疫情导致的消费场景缺失以及居民收入下降，使得居民消费随着经济增长逐步下台阶。但是，从消费意愿和居民资产负债表角度看，消费修复的基础仍然存在。

居民消费倾向基本稳定。央行调查显示，2022 年三季度选择更多消费的居民占比 22.8%，尽管环比回落 1%，但整体来看并没有出现趋势性的下降，居民消费意愿仍然较为稳定。我们认为，疫情的出现打破了消费内部的正反馈，同时形成了抑制消费的负反馈。疫情对中高收入群体的收入影响较小，消费意愿仍然存在，但疫情之下消费场景缺失，导致中高收入群体被动减少了线下消费，进而使得下游群体收入下降，进一步又抑制了整体的消费需求。正反馈因疫情而打破，也会随着疫情影响减弱而重新恢复。**如果疫情影响在明年能够出现实质性的弱化，消费场景恢复正常，消费内部正反馈的恢复也会助力消费复苏。**

图 3：央行调查显示，居民消费意愿仍然较为稳定（单位：%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

居民部门资产负债表结构比较健康。我们在报告《消费是不是被低估了？》中指出，房价对居民消费既有财富效应，也存在挤出效应。随着住宅相对价格不断提高，挤出效应会增强，而财富效应会逐渐减弱。在 2017 年之后，国内房价上涨的挤出效应已经超过了财富效应，房价上涨对居民整体消费的影响更多体现为抑制而非拉动。**随着房地产周期的回落，地产对居民整体消费的挤出效应也会下降，并可能大于财富效应的下降，这也有助于消费能力的长期稳定。**

实际上，这个过程可能正在发生——今年以来，由于地产周期下行，居民购房需求快速回落，反映在居民资产负债表上则是居民贷款减少、存款上升。2022 年 1-9 月，居民部门新增人民币存款 13.2 万亿元，大幅高于 2020 年和 2021 年同期水平；与此同时，居民部门新增贷款仅有 3.4 万亿元，明显低于往年。**我们认为，今年高增的存款为后续居民消费的修复提供了必要的基础。**

图 4：2022 年 1-9 月，居民大幅减少贷款、增加存款（单位：亿元）



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_48295

