



李迅雷展望 2022 市场：水往何处流



意见领袖 | 李迅雷 徐驰



“能源风暴”与联储紧缩周期下的全球资本市场是否面临系统性风险？

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”“气荒”：截止 10 月底，全球原油、动力煤等主要能源商品全年涨幅均超过 70%，天然气涨幅更是达到 143%。

归根溯源，本轮全球天然气、煤炭、石油价格的暴涨的原因虽然有长周期维度下，全球主要经济体为实现“碳中和”目标，对于传统能源的资本开支与资源开采力度的减少，限制了长期供给的增加。但更重要的因素恐怕仍在于诸多因素共振下短期供求阶段性缺口的形成，包括：发达国家

经济体疫情解封后，被积压的航空、交通需求的集中释放，“拉尼娜现象”下，北半球供暖季的提前开启和今年“寒冬”供暖需求快速增加的预期等。

所谓“飘风不终朝，骤雨不终日”，这些在今年底明年初集中爆发的短期扰动因素虽可能在 1-2 个季度时间内推动全球能源价格涨幅超预期，但从明年全年角度看，明年一季度后，冬季供暖需求和全球航空、交通等积压需求的集中释放等当前能源市场多头最为关注的问题就将大大缓解。更重要的是，一些缓解今年大宗商品“供求缺口”的中期因素将开始逐步显现：就供给侧而言，在全球疫情复苏的大趋势下，发展中国家，特别是原材料出口国的疫情在明年也将逐渐复苏；就需求侧而言，中国每年贡献全球经济三分之一以上的经济增量。中国在很多商品领域的消费额，约占全球消费额的一半左右。

因此，展望明年全年，我们不认为，以能源为代表的大宗商品和 PPI 将开启一轮“超级周期”，其价格演绎更可能的路径或在一季度达到顶峰后，最晚在明年下半年出现普遍回落。

在这此基础上，明年美联储的紧缩周期进程同样大概率难以超市场预期，比如：市场普遍认为，11 月后美联储或将开启一轮较快的减少购债规模（Taper）的进程。但美联储大概率不会在发债洪峰过去前，进行超预期紧缩以进一步增加当前本已债台高筑的美国政府的融资成本。而明年年中之后，美国又将进入“中期选举”竞争白热化的竞选期，当前拜登的支持率跌幅超过二战以来历任美国总统的现实，以及美国各州重新划分选区后，

民主党国会选举中面临的严峻形势，使我们认为，美联储很难在明年四季度前开启实质性加息周期。

在全球流动性整体充裕程度不会低于市场预期的基础上，今年年中后，抑制美国经济和就业恢复的重要因素——美国“财政补贴”暂停后，美国居民因为惰性，短期不愿工作，将在今年四季度后或逐步缓解：疫情前，40%的美国居民“零储蓄”以及美国居民普遍热衷“超前消费”而负债累累的现实，意味着美国居民很难坚持超过一个季度以上不回到工作岗位。而伴随明年美国工业生产的修复，美国经济增长也或将略好于当前。同时，美国国内供应链的修复也将在一定程度上，缓解当前推升美国国内通胀的一些因素，如：因缺乏工人造成的汽车生产停滞、港口集装箱堆积等。

与此同时，过去两年以来，因为疫情等造成的危机感加重，美国社会整体对于科技创新的投入力度有所加强，纳斯达克科技型企业 mRNA 疫苗、半导体、智能驾驶等领域均出现了较以往更大力度的科技突破。故我们认为，至少在明年，特别是在前三季度，以美股为代表的全球资本市场发生大级别调整的系统性风险概率不大。

除了上述市场热议的美股等影响因素外，明年海外一个被市场忽视的潜在风险在于：全球发展中国家供应链逐步恢复后，对我国出口产业链将产生何种影响？众所周知，去年疫情以来，我国“清零式”的强力防控措施，在海外疫情失控，全球供应链中断的背景下，使得我国在全球出口中的份额占比快速提升，一度达到了 17.5% 以上。这种出口的高景气是支撑

过去两年我国经济韧性，乃至 A 股上市公司整体盈利韧性的最重要动能之一。

明年起，伴随全球发展中国家供应链进一步正常化，特别是全球对“疫情常态化”逐步适应后，全球航运、空运、货运的逐步“全面解封”，以及我国居民对疫情整体仍维持高度紧张的心态，预计去年以来支撑我国出口高景气的“替代效应”或进一步承压。在此基础上，我国近年来人工成本、原材料成本等的快速上涨对利润较为微薄的中小出口制造业企业的冲击，是否会使得全球供应链格局出现一定程度的变数？这些影响更加深远的海外风险因素，值得投资者密切跟踪、关注。

地产下行对经济的影响或仍被市场所低估

今年 8 月以来，尽管地产数据不尽如人意，但银行股、地产股以及地产中资美元债均出现较强的反弹，或反映了投资者在经济下行下，对于地产政策放松和重启的押注。但当前包括购房者在内的社会各界对于“房地产永远涨”的预期或发生了具有“拐点性质”的变化以及其可能的连带影响，则或被市场所低估：

第一，房地产税试点的进度加速，在增加了潜在购房者观望情绪的同时，通过增加买房持有成本，对当前我国整体负债率高，但现金流较差的“多套房”拥有者构成冲击；第二，恒大等事件改变了居民对于期房和涉房理财产品，承包商对于高预收款比例融资，银行对于涉房信贷等的信心，这些都将加深房企的现金流压力，并使得“低利润率、高负债率、真实资

产质量较差”的当前房地产主流经营模式受到冲击。因此，我们认为，明年商品房的销售面积或出现负增长，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。

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，我们认为，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。这意味着，地产下行对明年经济增长的负面影响或不容忽视。在此基础上，房地产销售的下行与融资难度的加大，又必然带来房企拿地意愿的降低，进而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，展望明年全年，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。从最新公布的数据看，前三季度基建投资同比增速只有 1.5%。因此，就 2022 年全年来看，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并不现实。故我们预计，明年全年经济增速，特别是投资增速或将下行，全年 GDP 增速预计在 5% 上下。

2022 年资本市场的投资机会：关注“水往何处流”？

就明年资本市场而言，虽然地产及经济增速下行，或将带来 A 股整体，特别是地产链相关上市公司的业绩出现一定程度上的下修，进而使得明年整体 A 股的波动有所加大。但是，这并不意味着明年资本市场缺乏投资机会，特别是结构性的投资机会。在明年经济增速整体下行的背景下，资金在大类资产和股市中各个板块间的配置变化将是决定明年市场投资主线与节奏最重要的变量，即 2022 年的资本市场要格外关注“水往何处流”？

首先，就总量角度而言，如前文所述，明年一季度后，PPI 整体见顶回落，同时，CPI 虽在煤电联动、电价上涨以及上游涨价向下游传导下有所上升，但居民收入与消费能力的制约，使得 CPI 很难出现大幅上升的局面，估计明年平均为 2% 左右。PPI 与 CPI “剪刀差”的收敛，叠加地产带来的经济下行，以及明年特殊年份下，对于“六保”“六稳”的格外强调，都意味着，明年货币政策仍有空间，流动性整体仍将维持较为充裕的水平，

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_29524

