



李迅雷：房地产的回落靠基建来弥补？





比较历年中央经济工作会议的文稿，发现今年的中央经济工作会议把困难讲得最具体、最明确，实为罕见：面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，即所谓的“三难”。这是否意味着明年我国经济将面临空前大的压力？靠更加积极的财政政策或宽松的货币政策，能否就可以实现稳增长的目标？我觉得，光凭想象是不够的，还得好好算算账。

需求收缩：房地产的回落靠基建来弥补？

所谓需求，既有内需，即投资和消费，也有外需，即出口。此三项构成推动经济的三驾马车。过去两年，出口对中国经济的贡献最显著，得益

于中国疫情的完美控制，在全球产业链、供应链受阻的情况下，中国在全球的份额不断提高。

消费与居民收入有关，尤其与中低收入阶层的收入增速相关性更大。问题在于，过去五年来，我国高收入组的人均可支配收入累计增速超过中等收入组 10 个百分点，即便从今年前三季度的数据看，高收入者的收入增速仍快于平均水平。这大致可以说明 2022 年消费增速不会出现大幅上升，除非疫情彻底结束。当然，2022 年我国会出台一些鼓励消费的政策，如“家具下乡”等，但这一方面对社零的整体拉动作用有限，另一方面也难以持久。

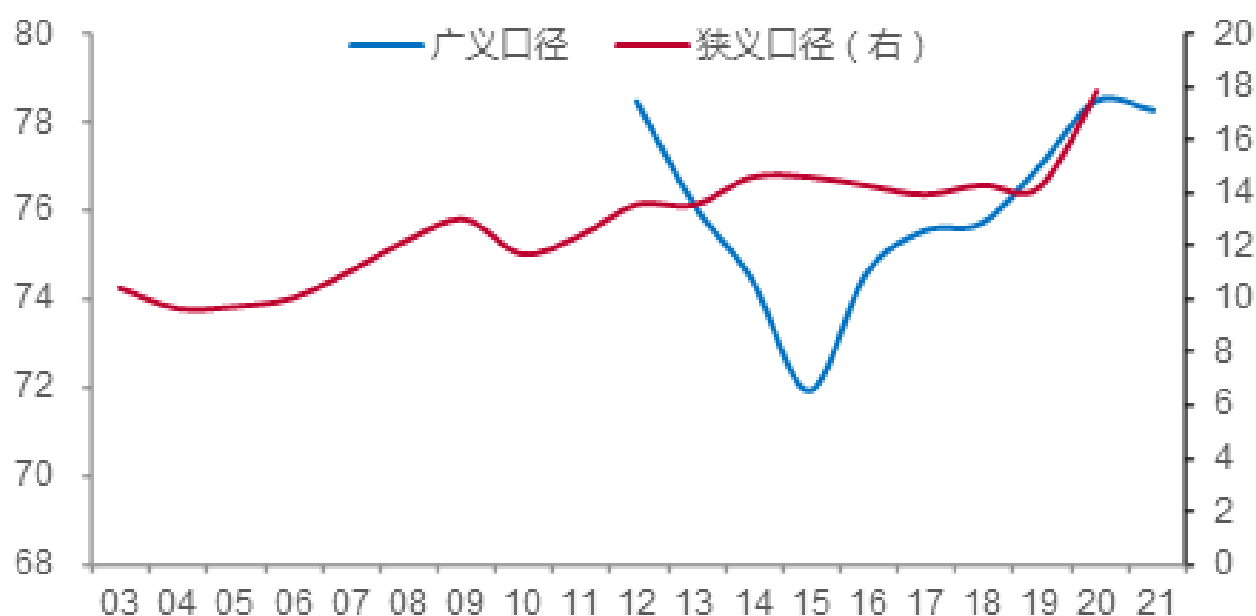
出口是反映外需的主要指标，从去年到今年，中国的出口增速均大超预期，原因在于中国疫情控制得非常好，使得我国的企业有能力接收海外从其他新兴经济体转来的大量订单。2022 年的出口应该不会比 2021 年更好了吧？在经历了两年疫情之后，如果 2022 年的疫情有所好转，其他新兴经济体获得订单能力提升，那么出口恐怕就不能再乐观了。

因此，2022 年最大的能够掌控的变量还是固定资产投资，固定资产投资主要包括制造业投资、房地产投资和基建投资，三者约占到整个固定资产投资额的 80% 左右，其中制造业 30% 左右，房地产 25%-30% 之间，基建投资 20% 左右。

假设 2022 年制造业的投资份额基本不变，而房地产受周期性拐点的影响而回落，那么，基建投资需要提高多少增速来弥补房地产投资的负增

长呢？根据我们房地产行业分析师的估算，2022 年房地产开发投资的增速，上半年维持 4.0%左右，下半年则大幅下行至-10.1%，全年增速约为-3.3%。假设 2022 年固定资产投资增速要达到 3.5%，制造业及其他投资增速均同步增长，则基建投资增速大约要达到 14%才能实现固定资产投资增速 3.5% 的增长，这一目标显然很难实现，故还得要让制造业投资增速超过 3.5%，或者在稳房价、促进房地产投资方面要采取更加积极的政策。

政府在基建投资中的贡献率



由于数据统计口径原因，政府资金在基建中的占比很难完全拆解清晰，市场观点也并不一致，我们采用了两个口径，一是狭义口径，完全按照基建资金来源中的预算内资金来计算，这部分估计占比在 20%左右；二是广义口径，把基建资金中非民间投资的部分都包括在内，就是包含了来自政府和国有企业的资金，大概占比不到 80%。

我们发现, 2003 年以来, 政府 (狭义) 在基建投资中的占比不断上升, 这可能与这些年来基建投资的回报率下降有关, 即民间投资的参与率在下降。更进一步的理解是, 好的项目已经投完了, 剩下的通常是能产生现金流极为有限的项目。例如, 最近国家已经限制的部分地区高铁和地铁项目的投资。

在过去三年卖方分析师对基建投资增速的预测中, 普遍都存在高估现象, 这从一个侧面反映分析师们是否高估了中国经济的潜在增速? 当基建投资主要靠政府来拉动时, 则政府部门的杠杆率水平势必会上升。2022 年若要让基建投资大幅增长, 则地方政府的杠杆率水平就得大幅提升。

通过历史数据比较, 发现美国在基建投资中, 来自政府部门的投资约占 GDP 的 1% 左右, 而我国占比 (狭义) 为 3.3% 左右, 说明我国政府部门对基建投资的投入幅度已经很大了, 假如把国企也包含在内, 则更是大得惊人。

基于上述分析, 我认为, 2022 年拉动基建投资增速是必须的, 但估计仍然弥补不了房地产投资增速下降带来的固定资产投资增速的回落。而且, 房地产投资增速回落, 又会对其上下游产业链造成负面影响, 进而拖累制造业投资。因此, 2022 年看来还是得在 “稳房价、稳地价、稳预期” 方面加大力度。

预期转弱: 仅仅靠宽松政策还不足以扭转

“预期转弱”的出现很正常，例如，受疫情影响，旅游出行、休闲娱乐等服务消费的需求都明显下降；又如，由于经济增速下降使得预期投资回报率下降，那么，投资意愿自然也下降了。总之，无论是疫情导致的非正常性因素，还是经济在经历长期高增长之后出现的自然回落，都会导致“预期转弱”现象。

当今世界各国都越来越重视预期管理，例如，美联储的每次议息会议都会给大家一个比较明确的信号，这有利于引导投资，避免出现资产泡沫与流动性危机。我国近年来的政策导向也非常重视预期管理，如今年的两次降准，都是事先通过公开媒体给予了明确信号。

记得过去我们的货币政策曾不止一次地“出其不意”，如今则在预期管理上做得非常好，例如，当上半年对“政策不会急转弯”有多种解读的时候，央行在预期管理上就很好地化解了大家的疑惑：转弯已经完成了。

再远一些也有一个预期管理非常成功的案例，回顾 2018 年中美贸易摩擦比较激烈时候，上证综指曾一度跌破 2500 点，但次日金融稳定发展委员会主任及一行两会领导就联合接受央视记者采访，给市场打气。最高

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_31741

