中國經濟已築底 反彈可期

財經評述

龐溟 經濟學博士，華興證券（香港）首席經濟學家兼首席策略分析師

根據國家統計局的最新數據，2021年中國國內生產總值為1,143,670億元（人民幣，下同），按不變價格計算，比2020年增長8.1%，兩年平均複合增長率為5.1%。分季度來看，一至四季度分別同比增長18.3%、7.9%、4.9%和4%。分產業來看，第一產業、第二產業和第三產業增加值分別比2021年增長7.1%、8.2%和8.2%。

2021年，最終消費支出、資本形成總額、貨物和服務淨出口分別拉動經濟增長5.3個、1.1個和1.7個百分點，對經濟增長的貢獻率分別為65.4%、13.7%和20.9%，經濟增長依然以內需拉動為主，內需對經濟增長的貢獻率比2020年提高了4.4個百分點。

2021年是「十四五」的開局之年。我們認為，中國經濟活動總的來說已觸底、見底、築底，經濟數據整體與預期較為一致，宏觀政策的跨周期調節力度和對實體經濟支持力度穩步提升，國民經濟持續恢復發展，改革開放創新、產業升級發展、製造業紓困支持、民生保障等各項政策效果逐步顯現，實體經濟繼續加強，積極變化逐步增多。

疫情反覆 復甦不穩固

當前國際環境更趨複雜嚴峻，內地疫情散發影響仍在持續，內地經濟恢復仍然不穩固、不均衡，且在疫情影響之外還存在若干結構性因素，導致國內經濟恢復仍不穩固不均衡，供給和需求仍面臨較多制約。

數據顯示，2021年四季度最終消費支出、資本形成總額、貨物和服務淨出口分別拉動經濟增長3.4個、-0.5個和1.0個百分點，對經濟增長的貢獻率分別為85.3%、-11.6%、26.4%。投資、消費等方面增長動能仍偏弱，資本形成總額對經濟增長的貢獻率為負，新冠疫情對消費仍有結構性影響和疤痕效應，且須警惕冬季部分地區出現多點疫情散發情況對未來消費尤其是接觸型消費的拖累。

不過，中國經濟穩中向好、長期向好的基本面沒有變，中國經濟潛力足、韌性大、活力強、回旋空間大、政策工具多的基本特點沒有變。2022年中國經濟要堅持穩字當頭、穩中求進。未來12個月內宏觀政策應更為注重穩增長、保增長、促增長。

針對當前中國經濟面臨的三重壓力，要用穩預期、擴內需、保供給三重努力來應對，創新和完善宏觀調控，強化政策協同協調，亟待宏觀政策的精準有效支持和跨周期調節，統籌做好宏觀政策跨周期調節和逆周期銜接銜接，繼續保持宏觀政策連續性、穩定性、可持續性，加強財政、金融、就業政策聯動，穩定市場合理預期。

各地區各部門各方面要有機結合跨周期和逆周期宏觀調控政策，把握好調整政策和推動改革的時度效，把握好政策之間的協調聯動，積極推出有利於經濟穩定的政策，政策發力適當靠前，狠抓政策落地。在出口和房地產這兩個疫情以來驅動中國經濟快速復甦的主要引擎之外，宏觀經濟需要努力尋找更為穩定持續的長期增長點，尤其需要在「六保」、「六穩」的基礎上努力穩定總需求，刺激和打造真實需求、有效需求。

科技創新料成增長動力

值得注意的是，為了有效應對當前經濟領域面臨的三重壓力和緩解經濟新的下行壓力，擴張性貨幣政策發揮逆周期調節職能刺激需求的空間有限，短期內需要寬財政、寬貨幣、寬信用。但在更長一段時間內，亟待宏觀政策精準有效支持，統籌做好宏觀政策跨周期調節和逆周期銜接銜接，繼續保持宏觀政策連續性、穩定性、可持續性，加強財政、金融、就業政策聯動，貨幣政策選擇應當堅持「穩健」基調，以結構性貨幣政策改善信用融資約束，通過調整前期部分「緊縮性」產業政策解決當前有效需求不足，最主要的是要穩定市場合理預期，以扭轉微觀經濟主體的「降槓桿」行為、對沖投資增速放緩、緩解就業市場壓力並促進消費和釋放。

我們認為，2022年經濟增長的動力將主要來自穩定性較強、確定性較高的以科技創新為核心的製造業投資和基建投資的加速增長、消費復甦以及出口持續向好，積極的財政政策將成為助力經濟增長的主要着力點和托底經濟的主要手段，對中高端製造業、科技發展和綠色投資的政策支持將成為穩定經濟增長和優化經濟結構的平衡點，助力中國經濟發展結構優化、質量提升、動力轉換、科技創新和高質量發展。

考慮到疫情對生產、投資、消費及進出口的影響，我們目前對2022年全年和2023年GDP增幅的預測分別為5.6%與5.8%，預計2022年第一至第四季度GDP將分別同比增長4.4%、5.3%、6.1%和6.2%。主要風險點包括：疫情反覆，政策刺激力度及速度不及預期，消費和內需不振，外需疲軟，供應鏈擾動，就業壓力，外部環境不確定性與地緣政治風險，等等。

聯儲加息又減買債 估值恐再打折

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

投資者都在等待下周美聯儲議息會議，觀望氣氛濃。十年期美國國債收益率一度在周三升至兩年高位，惟隨後從1.9%以上的高位回落，美匯指數轉跌。外界普遍認為，在下周的議息會議，美聯儲會釋放鷹派信號，從3月開始加息，年內或有四次加息。如果之後美聯儲行動超出市場普遍預期，各類資產波幅將明顯增加，反之，波幅有限。

值得留意的是，美聯儲有可能同時進行多於一項收水行動，短期為通脹計加息固然是箭在弦上，而同時又有中長期必須進行的減買債縮表退市等，若同步一起做，外界有必要在現水平估值上，再打一個折扣。

英通脹30年新高 加息機會增

除了美聯儲以外，英倫銀行本月加息的可能性增加，最新公布的去年12月通脹升至三十年新高。

誠然，隨着十年期美國國債收益率自高位回落，市場擔憂情緒看似略有緩和，美股在周三更一度止跌，但最終還是轉跌，道指連跌四日，納指進一步回落1.15%。顯然，大家對美聯儲決定還是非常敏感，股市調整壓力難免，但美股未必馬上急速大跌，反而有可能是以時間換取空間，直到加息預期落實，相關部署才會平倉完成。

作為市場互動的觀察，不妨同時留意金價波幅有機會隨時增加。事實上，隨着美匯和美債息回落，金價周三反彈，一度高見1,843.6美元，創下近兩個月來新高，最終收報1,840美元。此外，地緣政治風險也給金價帶來支持，但部分投資者可能對此反彈態度有所保留，畢竟下周議息會議在即，金價波幅會隨時增加。

貴金屬方面值得留意的是，白銀從周二開始反彈，周三更是進一步走高，站上24美元水平，是比較重要的一個突破，看來需求前景改善給白銀帶來的支持明顯起來，後市有望延續升勢，但也不能馬上樂觀。

◆ 市場普遍預期美國聯儲局今年會加息三至四次。

地緣政治風險推升油價

其他大宗商品方面，即市焦點在油價。原本受到需求端擔憂減弱的支持而反彈，現在地緣政治風險升溫，是給其帶來進一步推動。誠然，每次中東局勢緊張，投資者都會擔心原油供應端，令油價走高，這次也不例外。此外，各界都釋放出樂觀信號，認為Omicron不會對經濟影響太大，所以需求前景還是樂觀的。

紐油在周三已經逼近87美元水平，是2014年10月9日以來最高位，布油更是一度突破89美元一線。可是，周四早上公布的API報告顯示，上周原油庫存意外增加，數據公布後油價回吐部分漲幅，關注稍後公布的EIA數據。

整體而言，短期走勢方面，投資者對加息一事非常敏感，重點是如何落實大家一年多以來的預期，而不會令大家太失預算。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。）

新一年財政預算案 商界冀助港品牌闖大灣區

史立德 香港中華廠商聯合會會長

財政司司長將於2月23日公布新一年財政預算案，雖然香港現時面對疫情衝擊，經濟似已逐步走出困境，例如勞工市場明顯改善，失業率連跌10月至3.9%，不過復甦仍未夠全面。香港執行「清零」政策以盡快與內地通關，屬無可厚非。為了加強香港與內地的經濟聯繫，特區政府應考慮推出措施，支援港商融入國家內循環，並推廣「香港品牌」的價值。

把握機遇融入內循環

在「十四五」規劃中，內循環是國家未來重要的經濟發展模式。現時內地的港資製造業企業有4萬多家，如果它們可以參與內地大循環，將帶來重大機遇。特區政府應考慮配合國策，鼓勵和協助港商加快「出口轉內銷」的轉型，特別是把握電子商貿蓬勃發展的機遇，從而拓寬內銷渠道，依託「香港品牌」的優勢來參與和促進內地市場的高品質發展。

重塑「香港品牌」信譽形象

提到「香港品牌」，經過港商長期用心經營，「香港品牌」已是優質、時尚、信譽、物有所值和上佳服務的象徵，是香港重要的「軟實力」。然而，受近年香港與內地社會關係發生變化和2019年社會運動影響，香港形象在大灣區的消費者心中可能出現弱化跡象，「香港品牌」的形象亦因而大打折扣。

因此，特區政府、業界和社會各方應致力攜手重振、重塑香港形象，例如特區政府可考慮將「香港品牌」作為香港在疫的其中一個形象重建工程，率先倡導「品牌大灣區(Brand Greater Bay)」願景，提倡以品牌經濟為着力點，推動大灣區的高品質發展，宣傳香港在打造城市品牌以及本地工商界在產品設計、生產及管理和品牌創建方面的努力與成就。

組織推介會直播活動

此外，作為疫後復甦及慶祝香港回歸25周年的活動，特區政府可於大灣區開展宣揚「香港品牌」的公關活動，並資助和鼓勵商會、行業協會等中介機構牽頭走進大灣區，結合大灣區各城市消費者的消費習慣和偏好，組織「香港品牌及產品」推介會、展覽會和公益性直播活動。同時透過在社交媒體發放介紹選定行業的科技、生產及營商等特點和成就宣傳，提升香港、香港相關行業和香港品牌的集體形象！

漸行漸近的灰犀牛——美國加息與港樓價跌

汪心浩 華坊評估董事

在經濟金融領域，黑天鵝和灰犀牛都是指代大型風險事件。「黑天鵝事件」比喻的是小概率會出現，無法預先得知，完全出乎人們意料的風險；而「灰犀牛事件」則比喻大概率會出現，有種種跡象顯露，卻由於某些原因被人們視而不見的風險。

如果說2020年初突然爆發、席捲全球的新冠病毒疫情是典型的「黑天鵝事件」，那麼到了2022年年初，在經歷了2年疫情動盪後，有一頭「灰犀牛」正在向人們直衝而來，那就是美元即將進入加息縮表周期。

美通脹狂升 加息無懸念

2020年上半年，為了應對疫情，美聯儲啟動了無限制量化寬鬆的金融政策以穩定金融市場和經濟秩序。截至今日，美聯儲的資產負債表從疫情前的約4萬億美元擴張到了約9萬億美元。而與此同時，美國伴隨產生的通貨膨脹也是一路上升，先後突破4%、5%和6%。去年11月，美國通貨膨脹已經來到了不可思議的6.8%，並繼續處於上升的趨勢中。

就在短短數個月前，美聯儲仍然認為2022年末開始加息較為合適，但隨着愈發強烈的通脹壓力，美聯儲的口風也是一變再變。 1月以來，摩根大通、高盛、德意志等投資銀行紛紛表示，預計美聯儲將在2022年加息4次，以及提前進入縮表周期，和不久前緩慢的加息預期截然不同。

美元加息會導致資產價格下降，這是一個無須多言的基本金融邏輯。但十分值得思考的是，全球資本市場，包括美國的股市和香港的樓市，對越來越強的加息預期反應甚少，似乎掩耳盜鈴一般。筆者在香港亦看到不少蜻蜓點水的市場點評，難免為此擔憂。

港樓倘跌價 承受能力成疑

從過往10多年來看，美元周期無疑是影響香港樓市的第一大因素。香港樓市10多年前的上升趨勢正是應金融危機後美元的量化寬鬆而開啟，而上一次較為明顯的下降趨勢出現在2018年下半年，亦是由於當時美聯儲短暫的縮表動作而導致。此後，無論是2019年的社會運動，或是2020年以來的新冠疫情，都沒有本質地影響到香港樓市的資產價格。

那麼我們在這裏要提出一個問題，當幾個月後，美聯儲宣布進入一個持續且明確的加息縮表周期時，香港的樓市屆時會如何表現？如果今年7月即將上任的下屆香港特區政府又雄心勃勃地要大幅增加樓宇供應和土地供應，那對樓市又會造成如何的影響？誠然，高企的樓價對香港固然不利，但在2年疫情的反覆消耗後，香港普通民眾亦無法承受資產市場的大起大落。

面對即將衝上來的「灰犀牛」，市場和投資者準備好了嗎，而香港特區政府又準備好了嗎？

中國維持高速增長挑戰性大

艾西亞 法國外貿銀行亞太區首席經濟學家

在經歷2020年較低的GDP增速之後，中國經濟在2021年實現了8.1%的增速反彈。儘管2021年四季度的GDP同比增速放緩至4%，但目前的增長勢頭仍是積極的：季度調整後的GDP環比增速從三季度的0.7%加速至四季度的1.6%。不過，從很多跡象來看，中國經濟面臨的挑戰日益增加， 2022年是否能夠維持較高的經濟增速仍有待觀察。

家庭消費復甦進程較慢

經濟面臨的主要挑戰之一是家庭消費復甦進程相對緩慢。中國政府實施較為嚴格的防疫政策，不可避免地會影響到消費部門。目前，消費增速尚未恢復到疫情前水平。雖然家庭的消費傾向已經回升至77%，但由於家庭可支配收入增長放緩，四季度人均家庭支出由三季度的11.5%下降至8.6%。最終消費對GDP增長的貢獻率也從三季度的3.9%下降到四季度的3.4%。同時，12月的零售銷售同比增長也進一步放緩至1.7%，低於11月份的3.9%。我們預計2022年消費——尤其是服務業消費——仍然會在嚴格防疫措施下受到影響。

推動中國經濟增長的另一個重要動能——固定資產投資，在2021年四季度也經歷負增長，主要的原因之一是房地產行業的調整。在房地產銷售和價格的增速較為疲軟的情況下，房地產的行業增加值在2021年四季度同比減少-5.6%。房地產投資在2021年四季度也繼續呈現同比下降趨勢。

政府加強監管也對其他一些服務性行業的短期增速造成影響。例如，資訊和軟體行業的增加值在2021年四季度同比增長9.7%，低於2019年四季度的同比增速（13.4%）。不過，與之相對應，金融行業則表現穩健，其增加值在2021第四季度同比增長8.9%，超過2019年四季度的同比增速（8.1%）。

中國的製造業仍然表現亮眼，在2021年四季度增加值同比增速為13.9%，遠高於2019年四季度的2.7%。在2021年12月，製造業固定資產投資同比增長10%以上。這部分在一定程度上得益於出口的強勁增長。在供應鏈仍然不暢通的情況下，中國在11月和12月以美元計算的出口同比增幅仍然均超過20%。由於這兩個月的進口增速從31.7%降至19.5%，中國貿易順差從11月71.7億美元進一步增至12月的944億美元。

放寬銀根 提振疲弱樓市

審慎的宏觀經濟政策也是中國經濟在2021年增長放緩的原因之一。畢竟，在經歷疫情衝擊之下，中國在2020年和2021年的平均經濟增速仍然是超過5%，這應該是令人滿意的結果。不過，鑑於2022年初始經濟承受放緩的壓力，進一步的貨幣與財政刺激支持是必要的。中國人民銀行最近的政策也可以反映出這一思路。繼2021年12月下調RRR（存款準備金率）和1年期LPR（貸款市場報價利率）後，央行又於1月17日將MLF（1年期中期貸款便利）和7天逆回購利率分別下調10個基點。如果隨後進一步下調5年期LPR，那麼對房地產市場的信心穩定也會起到重要作用。財政政策方面，地方政府已經加快發行專項債券，以支持固定資產投資，特別是基礎設施投資。不過，地方政府在基礎設施方面的投資愈加謹慎，這也意味着基礎設施投資的增長可能會趨於穩健。

外匯市場方面，中國經濟復甦支撐了2021年人民幣的走勢。去年，人民幣兌美元匯率從6.5元升值至6.4元。即使在未來一段時間內中國央行與美聯儲的貨幣政策態度不一致，人民幣仍可能在一段時間內保持一定程度的韌性。中國央行同時明確表達了對人民幣「單向波動」的擔憂，意味着央行並不希望人民幣在短時間內出現過大的波動。

我們預計，2022年一季度中國將會繼續保持靈活的財政和貨幣政策，以扭轉經濟放緩的趨勢。事實上，近期官方公佈的製造業和非製造業PMI已分別上升至50.3和52.7，表明中國經濟增長出現了一些企穩跡象。總體而言，我們預測在這些刺激措施的推動下，2022年中國經濟增速將為5.2%。

◆ 內房去年十分難捱，期望在財政政策和貨幣政策的協調下，今年情況有改善。 資料圖片

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。