

2022年中國經濟重回「增速換擋」，主要原因就是新冠疫情後推動中國經濟快速恢復的房地產投資和出口這兩個增長動能可能放緩，而基建、製造業投資和消費較難對沖，預計在跨周期政策的適度發力下，全年實際GDP增速有望達到5%以上。這一增速雖然相較2021年有所回落，但大致與中國經濟的潛在增長率相契合，亦能為2035年基本實現社會主義現代化奠定扎實的年度基礎。

中國經濟明年增速換擋



▲近期中國出口的韌性十足，分析指，海外疫情反覆和工業品通脹是主因。

中新社

鍾言讜論



鍾正生

平安證券首席經濟學家

先看地產和出口這兩個新冠疫情以來支撐中國經濟快速修復的力量。

地產出口均有壓力

房地產投資方面，我們從投資的直接構成，以及投資資金來源兩個角度，對「穩地價、穩房價和穩預期」目標下的房地產投資增速做定量測算。中國房地產投資由土地購置和建安投資兩個部分構成，前者佔比約為36.7%，後者佔比約為63.3%。我們假設2022年土地購置費的增速為-3%，建安投資的增速為3%。考慮到目前房地產市場仍在深度調整，這一假設也許不算太過悲觀。在此假設下，中國房地產投資增速將從2021年的5%左右，下降到2022年的1%左右。

2021年9月，中國房地產銷售和投資的單月同比均已轉負，從已經發布的10月數據來看，房地產從「銷售一開工一施工」的鏈條儼然進入負向循環，這也是前期房地產調控政策適時「糾偏」，以滿足房地產領域的合理融資需求的原因所在。但目前政策放鬆的力度仍較有限，且房地產行業震動之下，居民購房意願下滑，房企拿地意願下滑，從供需兩端共同擠壓房地產投資的增長空間。若不能在居民/供地/房企任何一個起點上有力地修復預期，房地產投資的調整或有失速風險。

出口方面，近期中國出口的韌性依然令人矚目，海外疫情反覆和工業品通脹是主因。以IMF（國際貨幣基金組織）統計的CIF價格衡量的出口份額看，2021年一季度中國的出口份額比新冠疫情前高了1個百分點。中國出口份額的提升主要來自美國和除東盟、印度、巴西和墨西哥以外的欠發達國家，而歐盟、印度、巴西和墨西哥的出口份額已經恢復到疫情前的水平。隨着美國復工復產、供應鏈修復，以及欠發達國家新冠疫苗接種率提高，2022年出口份額從中國流出應是大勢所趨。

在地產和出口對中國經濟的支撐放緩的同時，其他的增長動能卻難充分對沖。

基建方面，其投資資金來源於國有預算資金（包括專項債投向基建的部分）不到兩成，主要依靠地方政府債務融資。2020年中國城投有息負

債增長13%，在壓實化解隱性債務風險下，地方政府為基建項目配套融資的空間不足。與資金問題相比，合適項目不足對基建投資形成的約束更緊。2017年隱性債務高壓監管之前，地方城投平台是基建項目的主要承擔者，因此可把地方城投平台的投入資本回報率（ROIC）近似看作是基建項目的回報率。地方城投平台ROIC中位數在2011年見頂後持續回落，2020年降到了1.2%，比地方專項債的成本還低，合適項目儲備不足的約束由此可見一斑。

製造業投資方面，民企佔中國製造業企業比例超過八成。在原材料成本攀升、二季度工業企業產能利用率超季節性環比下降1.3%的情況下，目前我們所觀察到的企業擴大投資更可能是被動的設備更新。參考2018年的經驗，預計企業本輪設備更新的持續周期在一年左右，因此，製造業投資的景氣高點可能在2022年上半年出現。當然，綠色投資可能成爲一個較大的增量來源，尤其是在央行出台碳減排支持工具的情況下，但這或許需要政府先做引導性的、成規模的投資，私人投資才會有能力、有動力「跟投」。

消費方面，新冠疫情後中國「補償式消費」遲遲沒有出現，一個主要原因就是中國家庭的債務壓力超過大多數發達國家，而疫情可能又放大了償債壓力。2020年，中國家庭部門的債務餘額/可支配收入為137.9%，高於英國（135.9%）、法國（120.0%）、日本（108.5%）、美國（95.0%）和德國（90.8%）；中國家庭部門的債務還本付息額/可支配收入為15.0%，高於韓國（12.4%）、英國（9.0%）、美國（7.8%）、日本（7.6%）、法國（6.5%）和德國（6.1%）。

未來關注三大風險

新冠疫情後中國居民消費意願下降，四個季度移動平均的全國居民人均消費支出佔可支配收入的比例，2021年三季度為68%，比2019年四季度仍低2.1個百分點。

央行城鎮儲戶問卷調查顯示，2021年三季度城鎮儲戶選擇更多消費佔比為24.1%，比2019年四季度下降3.9個百分點。從債務壓力和疫情衝擊的角度看，未來中國消費大概率只會延緩溫和修復。且若經濟下行壓力加大，消費可能隨之走弱，難以發揮好它在穩定經濟運行中的「壓艙石」作用。

下一階段中國經濟面臨的三個風險值得關注：

第一，中國經濟「類滯脹」特徵進一步顯性化。

2021年以來，中國生產者物價指數（PPI）與消費者物價指數（CPI）的價格剪刀差不斷擴大，除了工業品價格持續攀升外，也與食品價格拖累CPI、上游原材料漲價向下游工業消費品傳導不暢有關。但後續需警惕CPI同比較快回升的風險：

一是，CPI翹尾因素抬升。若取2018-2020年這三年10月到12月的CPI環比均值，作為2021年對應月份的CPI環比，可算得2022年CPI翹尾為0.2%，比2021年的高了0.3個百分點。二是，豬肉價格可能已經見底，或者接近底部位置。2021年10月12日到20日短短數日，全國豬肉批發價反彈16.4%。三是，受北方9月降雨和10月降溫的影響，9月中旬到10月20日，全國蔬菜批發價反季節性上漲了23.3%。四是，加工工業是連接PPI生產資料和生活資料的環節。

2012年後中國PPI向CPI的傳導消失，關鍵原因就是這個環節受阻，即生活資料生產企業承擔成本上升，但未轉移出去。2021年9月中國加工工業PPI同比8.9%，創1996年有統計以來的新高。若加工工業PPI同比進一步上升，即使終端需求不強，生活資料生產企業也可能在成本壓力下減產，供給收縮後或將導致工業消費品進一步漲價。

第二，美聯儲貨幣政策正常化提速帶來外溢效應。

目前，美聯儲已經宣布了2021年11月和12月的削減資產購買規模，市場預計將在2022年6月前完成。但由於美國通脹的高度不確定和持續超預期，有越來越多的聲音認為美聯儲可能誤判了通脹形勢，要求美聯儲更快地削減資產購買規模，從而也會更快地啟動加息。雖然美聯儲仍然堅持只是暫時的論調，但市場的加息預期已經非常濃厚。

據CME FedWatch數據，截至11月22日，市場認為2022年6月美聯儲不加息、加息一次、加息兩次的概率分別是27.9%、47.2%、21.6%。對比來看，一周以前不加息概率為31.2%，一個月以前不加息概率是38.4%。

在中國「類滯脹」風險加大的背景下，美聯儲貨幣政策正常化提速，特別是節奏上的不確定性，給中國貨幣政策帶來的掣肘需要關注。

「一帶一路」促文化融合創新

明觀四海



梁海明

海南大學「一帶一路」研究院院長

相信很多曾到過海外的朋友們會發現，自2013年底以來，中國的產品、技術、商品廣告，甚至是學者，已在全世界無處不見，包括外國友人和我們所談論的話題，也大多涉及中國。是什麼力量導致如此巨大的改變？這是源於國家主席習近平提出的「一帶一路」倡議，改變了中國對外開放、對外合作的格局。

自2008年爆發環球金融危機之後，環球經濟欲振乏力，西方國家不但自顧不暇，也難尋拯救世界經濟的良策，凸顯當前由西方主導的經濟發展模式已難奏效，亟需變革。

面對環球經濟的窘境，作為全球第二大經濟體，中國希望更加主動去了解全球的發展趨勢，更加深入地與世界各國進行經濟融合及文化交流，更加注重穩定和完善國際金融體系，以了解各國人民所需，了解世界經濟發展所求，以共商、共建、共享的方式，與世界各國打造「共同發展夥伴關係」，以及打造人類命運共同體，為全人類的福祉，作出中國應有的、力所能及的貢獻。

而隨着「一帶一路」建設的推進，中國模式、中國經驗、中國技術及中國商品，為正陷入泥淖的世界經濟開出了一劑良方，推動了中國人的身影逐漸站上世界舞臺的中央，中國青年學者的聲音也逐漸獲得西方主流社會的重視。

由於確信「一帶一路」必將深刻影響中國及全球未來數十年乃至更長的時間，筆者和美國德州大學達拉斯分校前副校長馮達旋教授合作，共同向全球提出了「一帶一路」原創理論：無處不在經濟學（Omnipresence Economy）理論。

無處不在經濟學理論旨在告訴全球，中國通過「一帶一路」倡議，發揮互學互鑒、互利共贏、和平合作和開放

包容的規範性力量（Normative Power），借助中國的文化價值準則和中國發展模式，與西方國家努力構建不同文明相互理解、互相促進的格局，並共同推進文化融合創新，以及進行「第三方市場」合作，共同向全球推出新的文化產品和移動互聯網、智能製造等產業，以此引導世界發展潮流，推動全球科技進步和經濟發展。

此外，在「一帶一路」框架下，主動深入了解新興國家、發展中國家的歷史、文化、生活和希望發展的訴求，以基礎設施建設、國際產能合作為「雙核心」，並在文化、金融、環保、跨境電商、人工智能和大數據等領域增強合作，為新興國家、發展中國家的經濟發展、社會進步提供中國的智慧、中國的方案。通過中國與環球各國的互聯互通、共商、共建和共享，以無處不在的經濟合作形式，打造人類命運共同體。

推動全球互利共贏

無處不在經濟學理論的具體形式，則主要體現在與美國的合作、與歐洲的合作、與新興國家和發展中國家的合作、中國自身發展需求、推動移動支付系統、人工智能和大數據的應用，以及智慧城市發展、穩定和完善國際金融體系等這六個方面。

該理論的提出，受到了西方輿論的關注。之所以受到重視最主要的是「一帶一路」的中國方案、中國經驗確實能夠推動世界各國的經濟發展、社會進步，因此，中國青年學者以及提出的相關理論才受到各國的重視。

可以說，強大的祖國已經成爲中國青年學者最大的後盾。未來在這個最大的後盾之下，相信中國的青年學者們也將繼續推動世界各國在互學互鑒、互利共贏和互相尊重的基礎上，更多參與「一帶一路」的建設，通過中國的發展模式、中國的智慧，再加上沿線各國的智慧和努力，以無處不在的經濟合作模式，以此推動世界各國的共同發展、共同富裕。

買樓群體年輕化

樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

中環再次誕生商業地王，成交價高達508億元，由恒基地產投得，由此證明發展商看好本

港未來商業發展的前景。近來兩地通關日子的洽商進行得如火如荼，通關之後對各行各業都會帶來好處，未來房地產的前景更不在話下，至少長遠樓價仍然可以睇高一線。

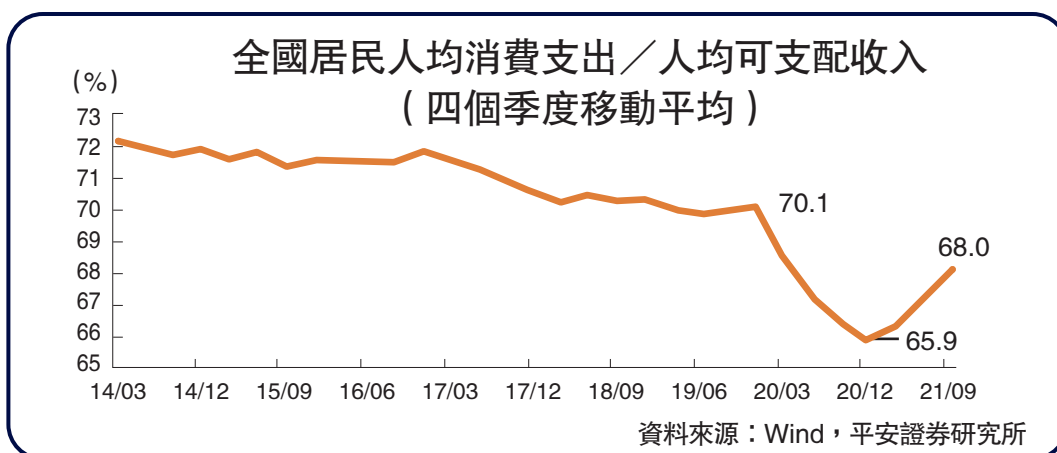
行政長官林鄭月娥在任內最後一份施政報告中，提出在房屋供應及拓展方面主要集中在新界北部，同時亦會繼續積極發展明日大嶼。突然間，香港未來的供應量看似會急劇上升，那麼樓價在未來豈非要面臨大考驗？筆者完全明白此憂慮，但是計劃歸計劃，時間是一個重要的因素，開發土地及發展絕對需要頗長的時間。市民亦需明白，土地的增加未必一定是供應的增加，當政府有了足夠的土地儲備之後，就可以調整及控制

市場的供求問題，這樣反而有利未來樓市及樓價趨向更健康發展。

自從2019年四季度政府推出政策放寬首置按揭樓價上限計劃，擴闊了市民上車的能力及意欲。有關計劃在這兩年確實幫助了不少人圓了置業夢，令他們有能力上車。

隨着資訊科技的發達，年輕人創業變得更加容易，再加上內地在這十多年來的經濟急速起飛，香港背靠祖國，或多或少在經濟發展方面都可以搭到順風車。年輕人財富不斷有所累積及增加，買樓年輕化的現象同時出現；再者，近年很多已手持物業的父母為了減免稅項的支出，都喜歡用子女的名義去購買物業，形成房地產市場入市年輕化的現象。

筆者公司作為地產代理，有見及此，在多年前已不斷投放資金發展資訊科技，目的都是為了迎合市場需要，特別是目前的新世代，年輕人喜歡接觸互聯網，買樓亦年輕化，這些客戶群就是筆者公司銳意吸納的對象。



第三，中美經貿關係演化中仍存不確定性。

近期中美關係出現一些回溫信號，尤其在格拉斯哥氣候大會上中美發布聯合聲明，以及中美兩國元首視頻會晤後，市場對美國有選擇性地削減對華關稅上持有偏樂觀的預期。但仍應注意到中美經貿關係演化的不確定性，以及由此給中國出口和資本市場帶來的潛在影響。

2020年初達成的中美第一階段經貿協議

將在2021年年底告一段落。預計今年底或明年年初，中美兩國將圍繞第一階段的經貿協定做收尾工作，第二階段經貿談判也可能將要開始。2020年新冠疫情對中國完成第一階段協議中的擴大進口目標產生較大拖累，今年航空器進口還將繼續受到壓制，筆者預計為期兩年的中美第一階段經貿協議擴大進口部分完成80%都有較大難度。關注若中美關係再度緊張升級，可能對中國出口和資本市場產生新的衝擊。