

消費復甦出口景氣 中國經濟強韌

招商基金李湛：政策微調 內房投資回暖

投資人語

儘管2021年下半年面臨多重衝擊，中國經濟全年仍實現2.3%的經濟增長，彰顯了巨大的發展活力和韌性。招商基金首席經濟學家李湛認為，今年中國經濟增長面臨三重壓力，但總量無憂，預計全年增速約為5.5%。可期待的內生動能有：消費復甦、出口維持較高景氣，拉動製造業投資，另外房地產投資增速有回暖跡象。

大公報記者 毛麗娟

談及今年中國經濟增長面臨的三重壓力，李湛分析，首先是需求的收縮，疫情衝擊下消費仍未完全復甦，去年1月至11月社會消費品零售總額兩年平均增速約為4%，遠低於疫情前8%左右的水平。餐飲消費受疫情影響明顯，汽車消費則顯著走弱。長周期來看，2010年以來內地消費呈現逐步放緩態勢。在「雙循環」新發展格局、全球貿易保護主義抬頭大背景下，需要更加重視內需對經濟增長的拉動作用。

面臨內外三重壓力

內需走弱與就業形勢有關連。李湛坦言，2021年新增就業增速基本與2019年持平，就業總量無憂，但結構性失業新情況值得關注。雖然去年1月至10月城鎮新增就業人口1133萬，提前完成了當年政府年初確定的目標，但青年群體就業和中小微企業吸納就業等結構性問題

仍存。

第二重壓力問題是供給衝擊，包含大宗商品價格飆升、關鍵原材料受制與供應鏈的全球競爭。國際大宗商品的價格飆升，逐步傳導至中國，2020年10月以來，中國生產價格指數（PPI）出現加速上行，由負轉正一路上行至2021年10月的歷史新高，高達13.5%，儘管後續在國家保供穩價調控下，PPI出現回落，但目前仍處於歷史高位。

「此外，製造業轉型升級壓力仍在，芯片等關鍵材料和零部件受制於人，獲取困難，如汽車等部分行業缺芯問題突出；而供應鏈的全球競爭方面，短周期來看，疫情消退後，競爭國家供

給端復甦將衝擊中國供給。」李湛分析，長期來看，人口紅利消退，用工成本上升，外資緩慢撤離，將對中國供給形成長期衝擊。

今年GDP增速料5.5%

第三重壓力是預期轉弱，李湛指出，經濟增長預期轉弱；地產債違約企業增多、購房者預期趨於謹慎；居民收入感受、就業預期下降，帶動消費、投資意願降低；同時海外流動性收緊，美聯儲局縮減買債的步伐加快，並提前展開加息周期，全球資本回流美國、流動性擾動預期濃厚。

基於對上述三重壓力的謹慎，李湛

判斷，2022年中國經濟向潛在增速回歸，預計全年增速約為5.5%左右，壓力主要集中在二、三、四季度。他說：「一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二」，隨著政策逐步發力和預期好轉，經濟增速逐步回暖。國內生產總值（GDP）同比增速，全年呈現逐級抬升的態勢。」

值得關注的是，2022年中國經濟的內生動能值得期待。李湛認為，首先是消費復甦將迎來更多有利條件，包括防疫措施精準性提升，經濟成本下降；隨着線下消費場景不斷復甦，線上消費蓬勃發展，居民消費傾向邊際修復。李湛預計，社會消費品零售總額2022年同比，有望達到6%至7%左右。

另一個內生動能來自出口維持較高景氣，拉動製造業投資，2022年出口增速有望回落至8%左右，呈現較強的韌性。李湛判斷：「外需依舊偏強，國際貨幣基金組織（IMF）去年10月發布《世界經濟展望》，預計2022年全球經濟增速為4.9%，高於疫情前（2019年）2.84%；相比歐盟、東南亞國家疫情反覆，尋求穩定貨源的進口商更傾向於選擇從中國進口，中國產業鏈可靠性、穩定性已受世界認可；此外，中國出口商品的結構正在逐步高端化，外貿轉型升級紅利逐步釋放，客戶黏性有所增強。」

第三個內生動能是房地產投資增速有回暖跡象。本輪地產投資快速下行屬於主動調控的結果，政策微調後有望扭轉市場預期，中央經濟工作會議更是強調「加強預期引導」，「支持商品房市場更好滿足購房者的合理住房需求」；另據統計，目前房地產行業整體土儲可供3年開發，只要銷售能有所起色，房地產商就可以通過不拿地、消耗土儲的低現金消耗方式繼續開工建設。李湛預計，2022年房地產開發投資全年增速0.1%。



▲中國出口維持較高景氣，拉動製造業投資，成為經濟增長內生動能。



▲中國出口維持較高景氣，拉動製造業投資，成為經濟增長內生動能。

投資主線 吼「硬科技」「軟消費」

現，政策逐步向暖微調、支持購房者合理需求，可關注優質龍頭地產估值修復。

技術趨成熟 關注VR產業

對於主題投資機會，李湛說：「虎年股市投資的四大主題有數字貨幣、VR、軍工和國企改革。」北京冬奧會消費場景全覆蓋，如食品、旅行、住宿、購物等，人行積極推廣數字人民幣，帶來相應投資機會。VR關鍵技術已較為成熟，國內外互聯網巨頭加速布局VR產業，可重點關注是否出現現象級應用或遊戲引爆行業。

他續說，地緣政治衝突、局部摩擦等突發事件可能催化國防軍工行情。2022年是國企改革三年行動方案收官之年，關注國企重組、混改等相關投資熱點下的機會。



▲互聯網巨頭加速布局VR產業，遊戲行業隨時引爆。

高度關聯

近期，歐美經濟體通脹數據相繼「爆表」，美聯儲局高層釋放加息信號。李湛認為，今年一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二，美國通脹數據在沒有顯著回落前，美聯儲局將持續釋放鷹派信號，美股和美債的波動率都會階段性顯著加大。

在持續超預期通脹數據的帶動下，10年期美債收益率近期升破2%關口，為兩年半來首次。與美聯儲局利率變動關聯度最為緊密的2年期美債收益率，也漲至1.60%以上，創下2009年6月5日以來最大單日漲幅。

李湛認為，美債結構性的供需失衡關係可能階段性逆轉，美聯儲局將加速縮表，債務上限達成後，美國財政部在美聯儲局的賬戶（TGA）將補庫存，而美國過窄的期限利差也將制約交易商吸收長債的意願。展望未來，他判斷，不排除美聯儲局持續引導市場將加息預期前置，而海外股價波動均不利於A股高估值標的股價。

美加息臨近 高估值A股恐調整

近期，歐美經濟體通脹數據相繼「爆表」，美聯儲局高層釋放加息信號。李湛認為，今年一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二，美國通脹數據在沒有顯著回落前，美聯儲局將持續釋放鷹派信號，美股和美債的波動率都會階段性顯著加大。

在持續超預期通脹數據的帶動下，10年期美債收益率近期升破2%關口，為兩年半來首次。與美聯儲局利率變動關聯度最為緊密的2年期美債收益率，也漲至1.60%以上，創下2009年6月5日以來最大單日漲幅。

李湛認為，美債結構性的供需失衡關係可能階段性逆轉，美聯儲局將加速縮表，債務上限達成後，美國財政部在美聯儲局的賬戶（TGA）將補庫存，而美國過窄的期限利差也將制約交易商吸收長債的意願。展望未來，他判斷，不排除美聯儲局持續引導市場將加息預期前置，而海外股價波動均不利於A股高估值標的股價。

幣策精準發力 降準減息仍可期

長▶社融信號核心指向穩增長

收效顯著

李湛認為，目前中國經濟處於穩增長，政策落地與經濟探底的逆周期調節階段，近期發改委對於穩增長的發聲，工信部對於鋼鐵行業碳達峰的調整，都是為了確保經濟運行在合理區間，未來貨幣政策降準、降息仍可期。

他說，中國財政政策將前置發力，保證支出強度，穩增長，對沖經濟下行壓力。「2022年實際專項債使用規模有望超過4萬億元（人民幣，下同）（含2021年已發行，但尚未使用的部分），加快支出進度。」

貨幣政策方面，最新數據顯示，2022年1月中國社融增量6.17萬億元，新增人民幣貸款3.98萬億元，廣義貨幣供應（M2）增速9.8%，社融增速10.5%（環比增長0.2%），信用數據超預期。

寬信用逐步顯效

李湛強調，社融信號核心指向穩增長的決心之強和政策力度之大，一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二，政策連貫性將得到保證，無需擔憂持續性。回顧過往，政策發力初期常伴隨短期融資明顯改善的特徵，此為寬信用的前期階段，一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二，中長期融資才會出現明顯好轉。市場底也逐步探明，權益市場機會出現。

他續說，去年12月人行全面降準和1年期貸款市場報價利率（LPR）降低5基點、今年1月人行降低中期借貸便利（MLF）與逆回購利率10個基點，均體現了決策層對經濟增長的呵護態度，在一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二，季度穩增長壓力面前，信貸總量支持依舊可期。

從結構上看，李湛指出，實體內生的融資需求確實比較弱，居民融資同比負增長，反映了房地產市場數據依然疲軟。因此，除了貨幣信用政策，預計房地產的政策也會進一步放鬆。政策糾偏方面，高層連續出手糾偏不合理舉措和預期，注重工作節奏。



李湛小檔案

- 招商基金首席經濟學家
- 金融學博士（教授）
- 深交所博士後
- 深圳市先行示範區經濟專家
- 中國證券業協會首席經濟學家委員會委員
- 中國首席經濟學家論壇理事
- 中國社科院國家金融與發展實驗室特邀研究員
- 香港中文大學深圳高等金融研究院碩導
- 資本市場學院和深圳證券交易所投教中心講座老師
- 中國證監會和深圳證券交易所債券研究顧問

三大投資主線

- 1 硬科技
清潔能源相關的風電、光伏和配套儲能，以及低碳交通大背景下新能源車和配套交換電網；半導體科技突圍
- 2 軟消費
下游需求向好的汽車，直接受益於漲價的農林牧漁，下游消費復甦相關的食品飲料和醫藥生物
- 3 金融
低估值優勢銀行股；優質龍頭地產股

四大投資主題

- 1 數字貨幣
人行積極推廣數字人民幣，帶來相應投資機會
- 2 虛擬實境（VR）
可望出現現象級應用或遊戲引爆行業
- 3 軍工
地緣政治衝突、局部摩擦等突發事件，可能催化國防軍工行情
- 4 國企改革
2022年是國企改革三年行動方案收官之年



▲美國即將展開加息周期，可能影響A股走向。



長▶社融信號核心指向穩增長