

关于经济、政策和投资逻辑的推演

- 首先，明年美欧经济和我国经济所面临的主要矛盾不同，政策应对也因此走向分化。美欧经济中的主要威胁来自于通胀上行。美欧目前的通胀率都位于过去 40 年的高位，消费者的通胀预期也逐渐升温。美联储和欧央行的货币政策呈趋紧态势，加息预期不断升温。中国经济的主要矛盾是经济下行压力加大，而通胀形势基本可控。明年经济增长的底线目标应在 5% 以上。从资本市场的角度来看，明年的大类资产配置，建议采取攻守兼备的策略，降低进攻并增强防御。
- 其次，面对需求收缩、供给冲击和预期转弱“三重压力”，“稳”成为经济工作的基调，中央要求“积极推出”有利于经济稳定的政策，政策发力“适当靠前”。货币政策在方向上总体更偏宽松。在节奏上，央行可能需要在美国启动加息之前完成主要的政策操作。此外，货币政策的结构性特征也将进一步强化。财政政策在收入端减税降费以激发市场主体活力，在支出端保证必要的支出强度。关于产业政策，投资者要仔细甄别产业政策的意图，寻找政策友好型的行业机会，细心观察分析各个“赛道”中不同的投资机会。房地产政策方面，“房住不炒”和政策定力不变，保障性住房等公共住房建设的重要性显著提升；调控政策力度边际上有望适当调整，稳定房地产交易预期。
- 最后，对若干重大理论和实践问题的认识偏差需要及时纠偏。一是共同富裕是一个不断追求的永远的彼岸，做大做好“蛋糕”是共同富裕的基石。二是资本在经济发展中具有两面性，中央首次提出要为资本行为设置“红绿灯”。三是保障初级产品的供给，守住能源和粮食安全底线。四是在“防风险”上，个别问题企业不能“大而不倒”，要压实企业自救的主体责任，但同时也需防范风险扩散蔓延。五是“双碳”工作是持久战而非突击战，运动式减碳的现象有望得到遏制，我国低碳转型的长期路径将更为渐进平滑。

丁安华，首席经济学家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

又快到新的一年。是时候思考明年的经济、政策和资本市场的各种可能性。本文主要探讨三个方面的内容。一是对明年全球宏观经济进行展望，对大类资产投资逻辑提出策略建议。二是结合中央经济工作会议精神，对我国的经济政策方向做出预判。三是对当前若干重大理论和实践问题的认识。

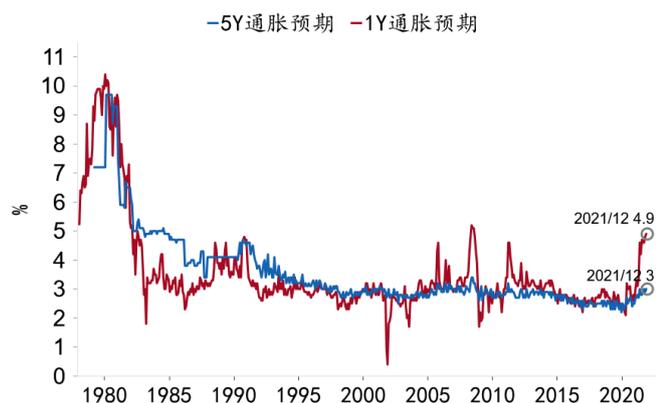
一、经济展望与投资逻辑

明年，一个重要的判断是：美欧经济和我国经济所面临的主要矛盾不同，政策应对也因此走向分化。

从海外看，美欧的经济增速预计在4%左右，仍处于疫后复苏的轨道之上。**经济中的主要威胁来自于通胀上行**，今年11月美国的消费者物价指数为6.8%，欧元区的通胀率为4.9%，德国的通胀率达到5.2%，都处于过去40年的高位。与此同时，消费者的通胀预期也在逐渐升温，目前密歇根大学调查的美国1年期通胀预期约为5.0%，5年期通胀预期突破了3.0%（图1），均远高于央行2%的通胀目标。在此背景下，美联储和欧央行的货币政策呈趋紧态势，加息预期不断升温。

图1：美国消费者通胀预期升温

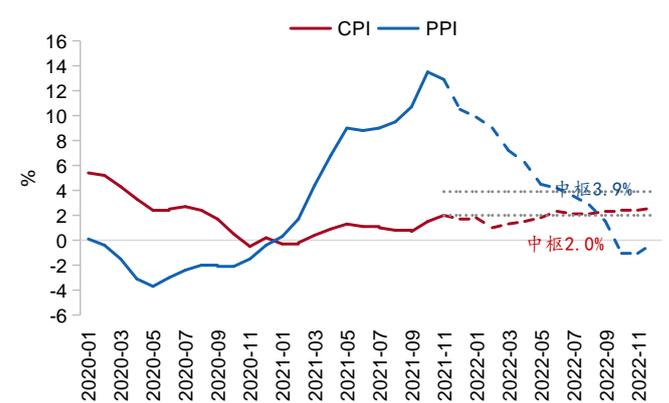
美国消费者通胀预期（密歇根大学调查）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图2：明年中国通胀形势基本可控

CPI与PPI同比增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

与美欧不同，对于中国而言，明年的通胀形势基本可控（图2）。大部分机构预估明年消费者物价指数中枢在2%左右。在国际大宗商品价格边际回落、国内保供稳价政策起效的基准情形下，2022年工业品价格指数有望稳步下行，预计全年中枢为3.9%。**中国经济的主要矛盾是经济下行压力加大**，今年三季度GDP增速已经跌落到5%以下，情况极不理想。要实现中央提出的2035年经济总量或人均收入翻一番的中长期经济发展目标，我国需在这15年间保持平均4.7%的增长。如果在“十四五”开局期间就跌到5%以下，对中长期发展目标的实现是不利的。因此，明年我国经济增长的底线目标应在5%以上。基于这一判断，我国的经济政策方向是保增长，货币政策趋于放松，流动性合理充裕，财政政策保持积极姿态。

从资本市场的角度来看，结合经济形势和政策方向，明年的大类资产配置，建议采取攻守兼备的策略，降低进攻并增强防御。

首先，对于境外资产，由于美国进入加息窗口，利率敏感型资产趋于弱势，预计境外固定收益资产表现相对较弱；权益市场在无风险利率上行背景下，需要降低收益预期；同时美国加息节奏可能快于欧洲，美元有望维持强势，非美货币包括人民币走势大概率偏弱；黄金价格“易下难上”。

其次，对于境内资产，由于国内主要面临“滞”的风险，企业盈利增速下行，因此也需要降低对A股的收益预期，权益资产在大类配置中的进攻性弱于过往两三年；相应地，在“滞”的大背景下，固定收益资产在大类配置中的防御价值有所提升。

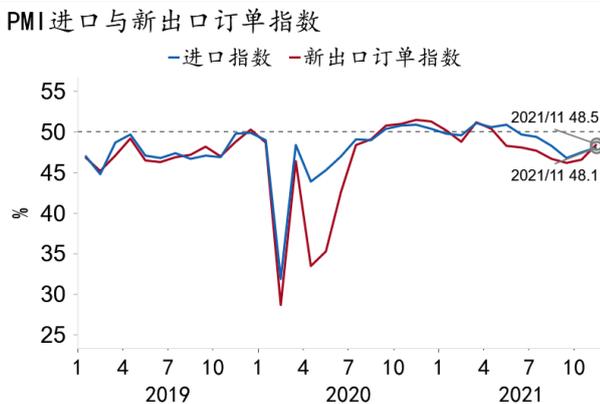
最后，明年中国的股票市场大概率还是一个结构性行情。其含义就是不会出现指数级的牛市，同时会把某一种风格特征演化到极致，很可能是继续沿着高景气度赛道发展，比如成长风格下的新能源、碳中和、硬科技方向。同时，由于明年处于货币政策放松的轨道之上，将存在一定的估值修复的可能性，包括互联网、金融等板块会存在估值修复的要求。

二、关于中央经济政策的预判

今年底召开的中央经济工作会议，明确地提出了我国面临“三重压力”，即需求收缩、供给冲击和预期转弱。我认为，这一判断是客观而准确的。

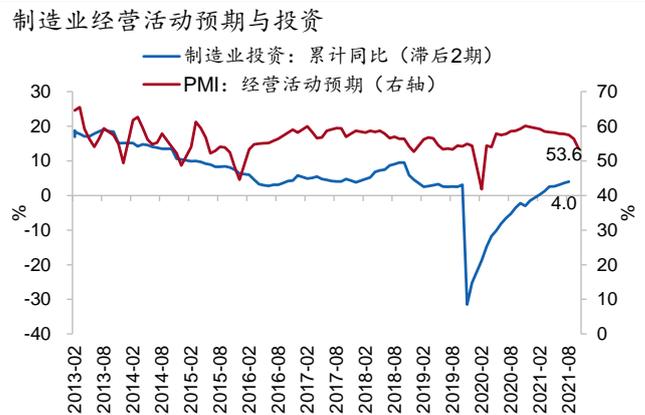
第一重压力是需求收缩，体现在外需缺口收窄、出口增长面临拐点、房地产投资增长承压、消费弱复苏、制造业投资动能不足等方面（图3）。

图3：制造业新出口订单持续处于收缩区间



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图4：制造业企业经营预期走弱



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

第二重压力是供给冲击，体现在工业和服务业受到疫情、供应链紊乱、“双碳”“双控”产业政策等多重因素的制约。

尤其值得关注的是第三重压力，即预期转弱。这是一个新的表述，也是点睛之笔。国际环境恶化、经济压力加大、监管政策趋严、行政问责加强，企业家和普通民众对于竞相加码的重大改革措施认识不充分、理解不统一，信心严重不足。普遍蔓延的悲观心态，体现在房企拿地减少、居民购房意愿下降；居民预防性储蓄增加，边际消费倾向降低；企业经营预期下滑，资本开支趋于谨慎（图4）。相比于需求收缩和供给冲击，预期转弱对经济

的影响更加深远，因为需求和供给可以在一定程度上通过市场调节自动修复，但信心问题不能完全依赖市场，需要政策响应甚至是政治行动来调动企业家和市场主体的积极性和创造性。

在“三重压力”之下，中央提出“稳字当头”，“稳”成为经济工作的基调。中央经济工作会议通稿全文“稳”字共出现 25 次，将“稳经济”作为“稳社会”和“稳政治”的前提，凸显出经济建设的中心地位。中央要求“积极推出”有利于经济稳定的政策，政策发力“适当靠前”。通过宏观政策“扩需求”，通过微观、结构、科技和改革开放政策“调供给”，通过区域和社会政策实现稳定发展和共同富裕。

关于货币政策，中央的表述为“灵活适度、合理充裕”。当前的经济运行低于潜在水平，需要货币政策予以响应。方向上，明年的货币政策总体更偏宽松；节奏上，央行可能需要在美国启动加息之前完成主要的政策操作。因此，上半年仍然存在降准降息的可能。此外，货币政策的结构性特征也将进一步强化，以实现经济发展重点领域和薄弱环节的支持。

关于财政政策，在收入端，通过新的减税降费激发市场主体活力，强化对中小微企业、个体工商户、制造业的支持力度。在支出端，保证必要的支出强度是重点所在。一是“适度超前”开展基建，推动“十四五”重大工程、保障性住房、绿色经济等方面的投资。二是保基本民生、保工资、保运转。中央对财政政策的意愿较为积极，但财政能力仍会受到一定的制约。由于经济下行导致税收收窄，土地出让放缓拖累地方财政，财政收支紧平衡压力将加剧。预计明年目标赤字率将回归 3% 的常态积极水平，考虑到今年沉淀的财政存款可结转至明年使用，政府新增债务限额或将稳定在 3.5 万亿元水平。

关于产业政策，近年来采用“供给侧政策”替代了学术上有争议的“产业政策”一词。实际上，两者是一回事。产业政策，要么是鼓励的，要么是限制的，要么是中性的。从这个意义上，投资者要仔细甄别产业政策的意图，寻找政策友好型的行业机会。过去两年，鼓励性和限制性政策的表述非常明确。当前鼓励性行业主要是指科技创新，“强化国家战略科技力量”；限制性行业主要包括传统的化石能源、环境不友好型行业。制造业和消费行业则是政策中性行业，这类行业和公司大多受制于市场的规律，而政策鼓励或者限制的行业则主要受制于政策逻辑。市场投资者需要细心观察分析各个“赛道”中不同的投资机会。

最后，关于房地产政策。中央提出要“探索新的发展模式”，说明房地产行业原有的运行逻辑可能面临颠覆性变革。从大的逻辑来讲，“房住不炒”和政策定力不变，保障性住房等公共住房建设的重要性显著提升，对商品房市场形成部分替代。小的逻辑则是边际上适当调整调控力度，保障房地产行业合理的资金需求，重点满足首套房、改善性住房按揭要求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，稳定房地产销售和建安投资，稳定土地交易预期。针对目前房地产行业个别企业出现的风险因素，中央态度明确。一是要妥善化解个别房企的风险，确保不出现系统性危机。二是部分盲目扩张或者决策失误的企业，不存在“大而不倒”，决策者必须付出代价，受到市场的惩罚。

三、对当前若干重大理论和实践问题的纠偏

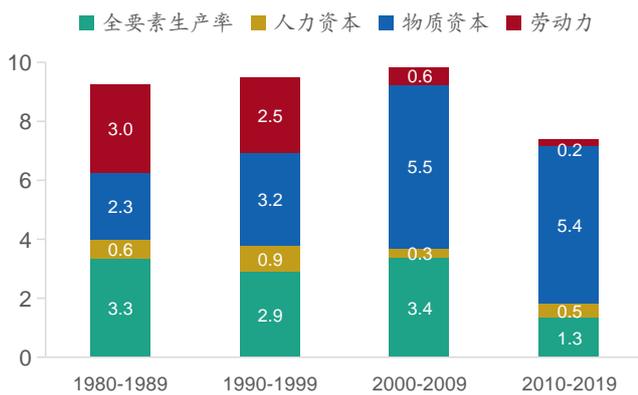
中央经济工作会议对当前可能存在误解的五个重大理论和实践问题，进行了专门论述，对当前可能存在的思想分歧和误读进行纠偏，帮助市场主体正确理解和把握政策内涵，以起到“稳预期”的作用。

第一，共同富裕被置于需要澄清的重大理论问题之首，折射出社会上对于共同富裕的理解存在较大分歧，有必要统一思想。经济发展需要兼顾效率和公平，平衡好“做蛋糕”和“分蛋糕”的关系，中央指出共同富裕“是一个长期的历史过程”。在我看来，共同富裕是一个不断追求的永远的彼岸。首先，做大做强“蛋糕”是共同富裕的基石，仍要坚持以经济建设为中心的基本路线，保持必要的经济增长速度。其次，通过“三次分配”切分好“蛋糕”，总体上将沿着“重劳动、轻资本”的方向进行改革。最后，完善公共服务体系，应该成为实现“共同富裕”的重点抓手，特别是在教育、医疗、住房、养老等领域。

第二，关于资本的性质和作用，是社会主义经济治理中的一个核心问题。中央提出，资本在经济发展中具有两面性：作为生产要素，资本具有积极的作用（图5），但同时也要有效控制其消极作用。一方面，中央肯定各种形态资本的合理性，强调两个“毫不动摇”，巩固和发展公有制经济的同时，鼓励支持引导非公有制经济发展。另一方面，中央首次强调要为资本设置“红绿灯”。究竟哪些资本扩张行为将面对“红灯”？这是需要回答的关键问题。我认为，那些进入公共领域野蛮生长，伤害广泛公共利益，形成垄断力量的资本，尤其是私人资本，可能面临“红灯”的制约。

图 5: 物质资本是我国经济增长的主要驱动

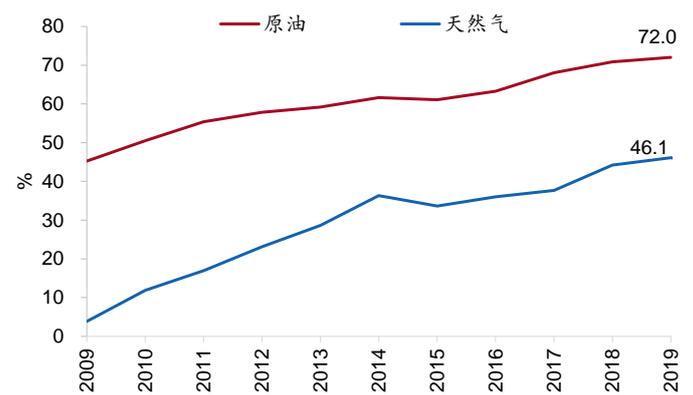
GDP增长分解（百分点）



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 6: 我国油气进口依赖度较高

油气进口依赖度



资料来源：Wind，招商银行研究院

第三，关于经济安全，中央提出“正确认识和把握初级产品供给保障”和“实施全面节约战略”，这既是保障我国经济安全的必然选择，也是高质量发展的内在要求。初级产品主要是指农产品和资源品，是经济运行和经济安全的基础物质保障。一方面，我国部分初级产品外部依赖度较高（图6），在“更趋复杂严峻和不确定”的外部环境下，安全风险不断上升。另一方面，现阶段我国经济发展面临的硬约束明显增多，资源环境的约束越来越接近上限。因此，中央要求“增强国内资源生产保障能力”，“提高农业综合生产能力”，守住能源和粮食安全底线，同时“推进资源全面节约、集约、循环利用”，降低消耗、提升效率。

第四，关于防范风险，中央特别强调了企业自救的主体责任。近来，民营房企的信用风险事件持续发酵，成为我国经济增长中的主要风险点。中央特别强调地方、金融监管、行业主管要各司其职，特别是“压实企业自救主体责任”。个别问题企业不能“大而不倒”，需要为过去的激进扩张埋单。另一方面，在“稳定大局”和“宏观审慎”的要求下，监管部门也需要“统筹协调、分类施策、精准拆弹”，防范风险扩散蔓延。

第五，中央经济工作会议最后对“双碳”工作执行中存在的问题进行了纠偏。会议明确要求坚定不移推进“双碳”工作的同时，强调“不可毕其功于一役”，不把长期目标短期化，系统目标碎片化，不把持久战打成突击战。预计短期内运动式减碳的现象将得到一定遏制，我国低碳转型的长期路径将更为渐进平滑。传统能源的逐步退出，要建立在新能源安全和可靠的替代基础上，技术上先立后破。

总之，明年我国“保增长”的压力较大，供需两端均存在一些问题，需要宏观政策积极应对。而社会上对若干重大理论和实践问题的认识偏差更需要及时纠偏，这样我们才能在一个困难的形势下，真正做到勇于面对，不惧未来。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際证券并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。