

2021年全球經濟強勁復甦，主要經濟體GDP增長均超過潛在經濟增長水平。展望2022年，全球經濟仍無法擺脫新冠疫情帶來的不確定性，先進經濟體與新興市場可能因為疫情、疫苗接種及成效的差異，呈現出經濟增長和通貨膨脹雙重分化的局面。

# 香港經濟增長前景評估(下)



▲長遠而言，香港在國家「雙循環」新格局中是內循環的參與者和外循環的促進者，將迎來源源不斷的經濟發展動力。

寰球視野



鄂志寰  
博士

中銀香港首席經濟學家

香港作為典型的小規模開放經濟體，總體受益於中國內地經濟增長和美國寬鬆政策刺激，2021年首三個月，香港GDP同比增長7%，雖然三季度略有放緩，但預計全年仍將實現6%以上的增長水平，將收復2019年及2020年連續六季錄得收縮的失地，回到疫情此前的體量。

文接6日A13版：

## 四、內地經濟增長繼續保持領先趨勢

2022年，中國經濟將延續增長態勢，能耗雙控、行業監管政策落實及穩增長政策等或會略為微調，加上疫情大致受控，經濟和社會活動復甦等均會對經濟帶來支持。一方面，內地出口繼續受惠於全球經濟復甦，歐美大規模刺激經濟措施和部分地區因疫情導致生產受阻等進一步提升對內地商品的需求，有利於工業生產和製造業投資的改善，但部分行業受到原材料價格上升及能耗雙控等因素的制約。固定資產投資將取決於財政、貨幣及房地產政策的調整等，消費則取決於個別地區疫情和就業市場復甦前景，以及居民整體收入水平的提升幅度。

內地穩增長仍有較大政策空間，貨幣政策更加強調靈活精準、合理適度，以我為主、穩字當頭，做好跨周期調節，統籌考慮今年明年政策銜接，保持流動性合理充裕，增強信貸總量增長的穩定性。2021年10月，社會融資增速從2月份的同比增長13.3%高位回落至10%，廣義貨幣供應量M2增長率亦從10.1%放緩至8.7%，保持貨幣供應量和社會融資規模增速同名義經濟增速基本匹配，助力中小企業和困難行業持續恢復，並要增強宏觀政策自主性，保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。支持實體經濟仍是貨幣政策的主要目標，同時兼顧穩增長、保就業和防風險。7月內地再次降準是為防範經濟增長進一步放緩的預防措施，支持中小企業抵禦大宗商品價格上漲和抵銷財政政策增速疲弱的影響，而非新一

輪寬鬆措施的開始。

最近內地推出碳減排支援工具，向提供相關貸款的銀行提供資金，為短期內抵銷下行壓力提供定向寬鬆支援，長期則有助實現碳減排的目標。同時決策層將進一步發揮好再貸款、再貼現和直達實體經濟貨幣政策工具等措施的牽引帶動作用，支援增加小微企業和個體工商戶貸款，並將繼續保持信貸增長有序放緩和對個別行業和企業提供差異化信貸支持的政策組合，輔以審慎監管措施，以解決與住房、地方政府債務和影子銀行等一系列金融穩定的問題，繼續運用多種貨幣政策工具，如中期借貸便利和公開市場操作等，保持流動性合理充裕，預期今年餘下時間微調存款準備金率 and 輕微降息的概率較低。

2021年財政政策重點是恢復經濟、穩定就業和增加收入，赤字率3.2%左右和新增專項債規模與2020年相近等財政指標支持力度超出預期，下半年財政空間充裕。2021年首九個月財政支出同比僅增長2.3%，財政收入增長16.3%，而地方政府專項債的發行量使用了約84%，顯示財政政策仍有空間。2022年，財政政策的作用應繼續加大，推動信貸增長趨於穩定，保持基建等投資增長，確保內地經濟能於穩中過渡至正常化水平。

中國經濟進入新時代的突出特點是增長放緩、監管收緊和去槓桿化。負責調控經濟和風險管理的工作將落在宏觀政策上，而行業和監管政策則是為達到金融穩定、結構性調整，以至長遠經濟和社會發展需要服務。監管亦要適應新經濟領域的需要，並在平衡盈利與社會責任中實現共同富裕、國家利益和安全等多方面考慮。未來財政和貨幣政策將繼續擔當管理宏觀經濟表現和控制風險的主要作用。

面對百年未有之大變局，國家「十四五」規劃創造性地提出了以國內大循環為主體，促進國內國際雙循環的構想。國內大循環將加強對內改革，推動生產要素的市場化改革，在生產領域補短板、鍛長板，在分配領域逐步縮小貧富差距，實現共同富裕。國際大循環則重點在於對外開放，加快從貿易布局和制度開放等角度提升和擴大金融市場的對外開放，

放寬市場准入，繼續提升人民幣的走出去和國際化的使用範圍。

## 五、2022年香港經濟增長可期

長遠而言，香港在國家「雙循環」新格局中是內循環的參與者和外循環的促進者，將迎來源源不斷的經濟發展動力。「十四五」規劃明確提出，香港要鞏固傳統優勢，提升香港國際金融中心、國際航空中心、國際貿易中心、貿易及法律及爭議解決服務中心地位；同時香港要再創新優勢，大力建設創新科技中心，發展文化藝術交流中心、知識產權的貿易中心和鞏固國際航空樞紐地位，為香港融入國家發展提供了新的切入點。今年施政報告重點強調要用好國家對香港四個傳統中心建設的支持，以及掌握四個新興中心的定位，推動新措施和新突破，為香港發展布局謀篇。

從中短期看，香港的經濟增長仍然要看周邊環境的變化。

國際貨幣基金組織（IMF）預計2022年全球經濟增長4.9%，其隱含前提是先進經濟體受制於供應受阻，新興及發展中經濟體受到疫情打擊，變種病毒的傳播增加疫情發展的不確定性，全球經濟和跨境流動難以在短期內完全回復正常和實現平穩復甦，基本延續2021年實際運行軌跡。

2022年，從全球範圍看，新冠疫情影響仍將持續，疫苗接種率提高和藥物研發取得突破，疫情反覆對全球經濟復甦影響仍需觀察。此外，寬鬆貨幣政策常態化不會顯著轉變低息和流動性充裕的狀況，為全球和香港經濟帶來支持。

若未來先進經濟體通脹持續高企，美國聯儲局可能改變通脹屬暫時性的看法，繼而調整其縮減買債及加息時間和步伐，或會引發金融市場的新輪波動，對於由此可能引發的外部風險應保持高度警惕。

在疫情控制較佳的時期，在有效控制風險的前提下，香港可以逐步擴大內地居民來港免檢疫的安排，促進旅遊業復甦，進一步改善服務出口，共同提升外需對香港經濟增長的貢獻。隨着全民接種疫苗的推進，限聚令等社交距離措施可根據疫情變化做出調整，減少圍封和強檢對消費和服務業的影響，以及對實體經濟的衝擊。

目前，特區政府正努力爭取與內地通關，以提升跨境旅遊業、零售業對整體經濟復甦的推動力。特區政府將於四季度繼續分階段發放消費券，將繼續推動消費表現，預期今年明年香港經濟和就業市場將進一步復甦，2022年失業率有望進一步回落。

特區政府預期2021年香港經濟增長將達到6.4%，經濟規模回到2019水平。2022年，香港經濟有能力保持一個相對穩健的增長，並為長遠經濟發展蘊蓄新的動力。

# 投資如何應對新變種病毒？

斌眼觀市



朱斌

西南證券首席策略分析師

新冠疫情一直是擾動全球經濟與市場的重大因素。在2020年10月份新冠病毒印度突變株Delta出現後，新冠

病毒開啟了又一輪的蔓延狂潮。2021年的幾個新增感染人數的高峰，都與Delta的蔓延擴散有關。目前全球新冠新增確診人數中，已經基本由Delta、Alpha、Gamma、Beta、Lambda、Mu幾種變異型佔據。其中，Delta佔據了90%以上的感染者份額，其他五個變異型瓜分餘下不到10%的份額。這些現存的變異型新冠病毒的變異速率是最初新冠病毒的六倍，使得人類需要不斷針對新的變異去建立免疫屏障。

但眼下傳染性比Delta更高的變異毒株Omicron在南非爆發，並進一步傳播到了世界各地。目前已經有五個國家和地區（南非、埃及、比利時、以色列、中國香港）被發現了Omicron的傳播。由於這一變異型病毒對於免疫屏障的突破能力遠高於Delta，已有不少國家（以色列、日本）已經重新啟動了封國。市場擔憂這一舉措會擴大化，從而再次影響經濟和企業盈利的預期。

可以說，當前市場面臨着各類重大不確定性，需要在不確定中把握確定性。這種重大市場風險主要來自兩個方面：其一，新冠病毒的高傳染性變異株有可能突破人類目前的防疫體系，給新冠病毒的防控又增加了極大不確定性，這對緩慢復甦中的世界經濟將造成重大衝擊；其二，人口負增長即將到來，中國房地產的長期下行壓力遠遠沒有釋放，房地產商仍然面臨着各種困境，而這種困境不是通過融資放開就能解決的，隨着房地產的下行，信託、保險、銀行等房地產類資產較多的板塊都會承受壓力，而土地出讓收入的減少，也讓地方政府的財政壓力逐漸加大。

總體來看，上述兩大不確定性，讓市場面臨着較大的調整壓力。那麼，如何應對這種市場波動的風險呢？我們需要配置能夠規避這些風險、在經濟整體下行時還能保持自身穩健增長的板塊。根據股價等於PE乘以EPS，估值和盈利是決定漲跌的兩個關鍵變量。一般而言，公司的業績增速穩健，能夠在提升

EPS的同時提高PE，也就是實現戴維斯雙擊。通過統計近三年申萬二級行業指數漲跌幅與歸母淨利潤增速，我們可以發現兩者具有明顯的正相關性，即當年業績增速較高的板塊獲得高收益的概率較大。

例如，2018年在經濟下行、中美貿易戰、去槓桿、信用利差上升等多重利空疊加影響下，指數及估值幾乎是單邊下行趨勢。光學光電子、家用轻工、半導體、園林工程、漁業等細分板塊歸母淨利潤增速下滑40%以上，同時跌幅較大；而業績增速較高的水泥製造、其他休閒服務等板塊相對較為抗跌。2019年，券商、保險、生物製品、專用設備等細分板塊歸母淨利潤增速都在40%以上，漲幅在30%以上；石油開採、環保工程及服務等細分板塊業績增速較低，跌幅居前。2020年，電氣自動化設備、航天裝備、生物製品、其他建材、元件等細分板塊業績增速都在30%以上，同時漲幅也都在30%以上，石油開採、鐵路運輸等細分板塊受疫情影響較大，業績下滑明顯，跌幅較為居前。

## 看好醫藥軍工 必選消費

展望2022年，我們發現軍工、生物醫藥、必選消費可能是少數幾個仍然能夠維持業績穩健增長的大類領域。具體而言，有三個方向可以特別關注：

其一，醫藥板塊值得特別關注。從二級行業上看，生物製品、化學製藥等細分行業值得關注。因為醫藥板塊前期調整比較充分，而在政策端，醫保控費過嚴的後果逐步顯現，預計未來醫保控費政策有望逐步寬鬆，藥廠盈利有望逐步恢復，同時人口老齡化趨勢、新冠疫情的不確定性，都增加了醫藥板塊的需求，因此值得配置。

其二，能夠規避經濟下行風險的軍工板塊，仍然值得重視。從二級行業上看，航空裝備、航天裝備等值得關注。軍工板塊前期有一定回調，整體估值在50多倍，與2022年的業績增速相匹配，其中的龍頭標的業績增長有望在2022年翻倍，因此仍然具備較高的性價比。

其三，具備價格傳導機制、需求比較穩健的必選消費板塊。從行業上看，調味品、高端白酒等細分領域值得關注。



# 疫後新常態 市場難免反覆

樓語縱橫



楊永偉

世紀21，Q動力總經理

常言道：「知否世事常變、變幻原是永恆」，正當大家仍然滿懷信心迎接兩地恢復有限度通關之際，全球又出現新變種病毒Omicron，疫情再起變化，部分歐洲地區亦宣布再度「封城」，連帶通關安排亦或許變成泡影。無可否認，通關安排再度延期對兩地疫後經濟的重啟難免帶來影響。

本地疫情已延續接近兩年，病毒又再出現變種，相信現階段亦難言，全球疫情會否延續至第三年、甚或第四年。當然疫情或許反覆，但無論如何市場仍聚焦經濟的重啟步伐，但疫情延續一段長時間，經濟新常態已經出現，各行業需應對經濟新常態所出現的變化。

初步而言，現時本地經濟情況已踏入疫後復甦中期，谷底反彈已經過去，部分行業明顯已率先復甦起來。隨着第二期消費券派發，近期無論是飲食業、零售業均已逐步復甦過來，但因應整體疫情仍未過去，仍有個別行業仍未恢復過來，特別是旅遊業以至航空業仍處於

嚴冬期，未來的復甦中期整體經濟復甦勢必有所反覆。

相信大家亦明白，各行業的復甦步伐難免不一，其中地產代理應該會是一個較幸運的行業，復甦程度確實相對理想。今年整體一、二手交投均顯著增長，按早前預期，相信今年全年二手註冊量可達至6萬宗的九年新高，整體一手新盤市場的成交量亦按年大幅增長逾兩成。

## 後市交投料趨淡靜

不過，隨着股市持續橫弱，加上變種病毒出現，令環球疫情出現反彈，整體樓市氣氛再度變得疲弱。近月一、二手交投同步轉趨淡靜，加上還有不足一個月就踏入聖誕節，兩個月後亦是農曆新年的長假期，接連兩個長假期，未來兩、三個月樓市或許會較為淡靜。

總體而言，始終疫後經濟仍未完全重啟，市場氣氛難免反覆，任何行業疫後復甦均需要以「新常態應對」，因應疫後市場的轉變、消費模式的轉型，加上疫後市場可能帶來的新機遇，企業自然需要作轉變應對。事實上，面對未來市場的轉變，儘管市況反覆，但低息環境繼續為行業帶來新機遇。

