

這兩天我們都在祝新年快樂，預測着新一年會有哪些事件發生及相應的投資機會。實際上，元旦只是地球繞太陽一圈後的一個標誌日，接下來繼續繞，而不是逆轉，因此，2022年與剛剛過去的一年有什麼大區別嗎？應該沒有。筆者覺得，把觀察時間的區間收窄了，其實看到的只是波動，把時間拉長了看，才能發現趨勢。

2022：小賽道與大方向



▲擴內需和消費升級是大趨勢，「虛擬人」的應用將解決傳媒等行業藝人成本與風險高的痛點，2022年消費電子、傳媒等板塊估值料有機會提升。

察股觀經

2020年開始，流行一個詞語叫「賽道」，好賽道上的投資收益率會比較高。但好賽道上的投資標的難道都是好公司嗎？於是筆者在2020年9月份寫了一篇文章質疑，叫《好賽道上跑的究竟有多少匹好馬》？

記得2020年公募基金的業績也都非常好，僅上半年股票型基金的平均收益率就達到24.21%。從行業ETF的淨值變化看，醫藥生物、食品飲料、半導體等行業的投資回報率名列前茅，成為令人羨慕的「好賽道」。然而，2021年過完年之後，基金在好賽道上的「抱團」就解體了。「喝酒吃藥」行情在經歷了兩年風光之後，2021年風光不再。

金融資產前景好於樓市

關於長期和短期資產價格的走勢如何演變，筆者曾提出過這樣一個觀點：短期走勢符合辯證邏輯，即漲多了要跌，跌多了要漲，實現均值回歸；長期走勢符合形式邏輯，即取決於基本面，從而形成趨勢。因此，短期走勢無非就是圍繞着長期趨勢線作上下波動而已。

所以，找準大方向，追隨大趨勢很重要。例如，在過去二十年，大類資產配置中，重配房地產的邏輯是成立的。因為中國開啟了城市化進程，大量農民湧向城鎮。但隨着農民工進城數量的減少，中國開啟了大城市化進程。大約從2015年開始，三、四、五線城市的人口出現了淨流出，一線、新一線和二線城市的人口淨流入。

從主要靠農業人口轉移來實現的城鎮化，到如今的主要靠存量人口流動的大城市化，意味着房地產的總需求增速在下降。因此，從大趨勢看，房地產作為資產的配置比例應該降低了。根據麥肯錫公司的研究，中國的淨資產從2000年的7萬億美元增長到2020年的120萬億美元，增長了十七倍。同一時期，美國的淨資產翻了一番，達到90萬億美元。全球淨資產從156萬億美元增加到514萬億美元。

也就是說，過去二十年中國的資產（主要靠房地產）增長幅度超過美國的一倍多。從而使中國成為全球財富規模最大的國家。作為人均GDP水平還低於全球平均水平、只有美國的六分之一經濟體，怎麼可能位居財富規模全球第一？顯然，從總體看，中國的房地產不僅存在泡沫，而且過大了。

相信大城市的核心地段房價還會堅挺，但性價比應該不大了。資產配置是着眼於未來的價值提升空間，譬如國內投資者在權益類資產的配置比例太低了，大約只有美國投資者的十

分之一。那麼，好的金融資產多嗎？應該不少。

擴內需和消費升級是大趨勢，全球幾乎所有的國家都是消費主導的，而且隨着中國居民收入水平的不斷上升和人口的老龄化，消費升級會越來越明顯，如高端消費、服務消費的佔比會不斷上升。

所以，吃藥喝酒的相關頭部企業依然可以長期看好。今年應該是PPI與CPI之間剪刀差縮小，那麼，上游的盈利會減少，下游的成本會下降，而且還有漲價預期。

最近中藥股漲了，中藥和足球都是被提倡且國人喜歡的，但後者容易被證偽，前者不容易被證偽，因此，在消費升級和漲價的大背景下，中藥股則具有自主定價權，其估值和盈利的提升應該都還有空間。

服務消費中，如果今年疫情緩解，則機場、航空、旅遊休閒、文化娛樂等都會出現恢復性增長，尤其是傳媒行業中的短視頻產業鏈和元宇宙產業鏈更值得看好。伴隨2022年蘋果等主流廠商或推出元宇宙概念類相關「爆品」，將開啟「元宇宙元年」的序章，而「虛擬人」等的應用又將解決傳媒等行業藝人成本風險高的行業痛點。這將帶來2022年A股相關的消費電子、傳媒等板塊估值提升的機會。

消費升級中，智能汽車（電動車）取代傳統汽車（燃油車），應該是今後20年的大趨勢。就今年而言，下游行業補庫存很可能成為拉動後續經濟增長的重要力量。以汽車行業為例，受制於供給端芯片短缺的制約，經銷庫存存系數自2021年5月以來持續下降，10月和11月雖略有回升，但也只有1.29左右，遠低於過去三年同期水平。如果芯片短缺問題得到逐步緩解，汽車行業有望迎來一輪補庫期。

今後拉動經濟增長的另一個動力則是自主創新和製造業的產業升級。因此，高端製造業中的頭部企業應該值得看好，就今年而言，如果原材料成本下降，限電不再繼續，則高端裝備製造、電子通訊、軍工等有望迎來盈利的顯著增長。而且，國家為了推動製造業的投資增長，也可能推出一些新項目。如「十四五」期間會啟動一批產業基礎再造工程項目，激發湧現一大批「專精特新」企業。其中，工業5G可能獲得大規模投資，值得關注。

此外，一個長期趨勢已經形成，即新能源領域的投資迎來井噴式增長，相關產業鏈具有較高的中長期投資價值。新舊能源替代是大趨勢，圍繞「雙碳」的投資機遇，在「碳中和」目標的驅動的產業變革中，新能源產業鏈的景氣度或持續保持高位。

外部不確定性大於內部

賽道實際上與凱恩斯炒股的「選美理論」是一個意思，即選擇與大部

分投資者偏好一致的行業或公司。2021年滬深300跑輸中證500和中證1000，這並不意味着什麼，因為2019至2020兩年滬深300都是跑贏後兩者的。從大趨勢看，在存量經濟主導下，企業的優勝劣汰和向頭部集中是大趨勢。所以，2022年滬深300跑贏全市場是大概率。

2021年應該是改革之年，不僅因為它是「十四五」規劃的第一年，而且由於基數原因，GDP增速遠超6%，保增長無憂，也成為了2021年多個部委推進改革的時間窗口。2022年則應該是維穩之年，因為經濟下行壓力增大，「需求收縮、供給衝擊和預期轉弱」。維穩重點應該是在投資方面，尤其會體現在房地產投資的維穩方面。至於基建投資和製造業投資，肯定會大力推進，但通過政府主導來拉動投資，其效果不會太強，因為「需求收縮，預期轉弱」，而房地產投資則靠民間資本主導，房地產對中國經濟的直接和間接增量貢獻接近30%。

如何來穩房地產投資呢？那就需要讓「預期轉穩」甚至「預期轉強」，降準降息、擴張財政、刺激內需，都是必不可少的。總體來看，今年中國的政策環境應該趨於寬鬆，對資本市場有利。

反觀美國，今年可能面臨兩大風險。

首先是美聯儲大概率會在6月份以後加息，意味着貨幣政策的收緊。綜觀歷史，不難發現美股走牛主要得益於低利率環境。在低利率環境下，美股龍頭公司加槓桿和發債回購股份對EPS（每股盈利）和股價產生了重要推動作用。僅2019年以來，蘋果、谷歌、微軟、Facebook分別回購了約14%、7%、4%、3%的股份。如果用納斯達克100指數PE的倒數與Aaa級企業債收益率的差值來衡量納斯達克龍頭股的風險溢價，則當前仍處於相對合理水平，而一旦加息，則下行波動的可能加大。

其次，2022年拜登將面對中期選舉，這將給美國經濟和資本市場帶來不確定性。目前拜登的民意支持率較低。回顧歷史，2016年底—2018年，特朗普時期「一黨獨大」、「減稅再通脹」行情的終結源於2018年10月其中期選舉丟掉眾議院，市場預期其無法實施新的減稅計劃；1932至1935年，羅斯福政府「一黨獨大」的背景下，「廢除金本位+大基建牛市」的終結源於其在1935年10月因激進改革而促使國會形成其反對力量佔多數的「保守派同盟」，其後續所有經濟計劃無法通過。

目前民主黨維持「一黨獨大」的局面，一旦拜登在其2022年中期選舉丟掉參、眾兩院中一個或兩個，引發市場對其無法實施新的財政計劃的預期，則美股將面臨調整的壓力。故我們還需要緊密觀察美國民意今年的變化趨勢。

寬鬆政策短期難收緊



梁中華
海通證券
首席宏觀分析師

站在2022年年初，在普遍悲觀的氛圍下，筆者認為中國經濟的底部已經過去了，就在2021年三季度，當前經濟已經在改善通道，開始底部「爬坡」，沒必要過度悲觀。政策端也已經在積極穩增長，流動性會更加充裕，對權益資產仍是利好，無風險利率或趨於震盪。

去年三季度經濟見「底」

宏觀經濟的最低點，就是2021年的三季度。首先，從數值上來說，去年三季度GDP環比折年增速只有0.8%，可以說是過去十幾年的最低增速（剔除2020年疫情衝擊較大的一季度），這個數值意味着，如果接下來每個季度都延續去年三季度的GDP增長速度，那麼中國經濟的全年增速可能還不到1個百分點。所以從數值上來說，接下來的季度增速恐怕也很難比0.8%的年化增速更低。當然純粹看數值判斷是否見底，只能作為參考，不妨來看下影響經濟下行的結構因素。

去年三季度經濟之所以下行這麼快，是多種因素疊加的結果。一方面是宏觀和結構政策收緊的影響。例如，隨着融資政策不斷收緊，房地產經濟下行速度在去年三季度明顯加快。從7月份開始，房地產銷售面積當月同比增速由正轉負，從7.5%跳降至-8.7%，8、9月份依然維持大幅負增長；房地產名義投資增速也逐漸由正轉負，剔除漲價後的實際投資，從三季度開始明顯負增長。其他結構的政策如教育培訓、互聯網等政策的影響，也在去年三季度有集中體現。

另一方面，新冠疫情對於去年三季度經濟的衝擊也較大。每逢疫情，消費必然走弱，幾乎成了去年的規律。7月至8月內地爆發的那一波疫情影響範圍是較大的，政策防控收緊後，消費出現明顯走弱。根據測算，去年三季度社會消費品零售環比折年增速降至1.7%，遠遠低於二季度13%的增速。

積極因素推動經濟「爬坡」

從去年四季度以來，很多影響經濟的因素已經在朝着積極的方向發生變

化。一方面，宏觀和結構政策已經明顯轉向積極，穩增長上升到政治高度。中央經濟工作會議將穩增長放在極其重要的位置，「各地區各部門都要擔負起穩定宏觀經濟的責任，不僅是經濟問題，更是政治問題」、「慎重出台有收縮效應的政策，政策發力要適當靠前」。這就意味着所有部委、地方政府今年最重要的任務就是穩定經濟增長，對經濟有收縮效應的政策盡可能少推或者不推。

其實在去年9月底房地產金融工作會議召開後，四季度對地產相關融資已經在糾偏，10月份居民融資就大幅回升至7156億元（人民幣，下同），僅次於一季度的高水平，11月份略有回落，但仍有6800億元，所以我們看到季調後的大中城市房地產銷售沒有進一步減少，暫時穩住了。在房地產融資政策放鬆的情況下，至少大中型城市的房地產市場大概率會觸底回升，房地產銷售端跌幅先收窄，投資端跌幅後收窄，對經濟拖累作用會逐漸減少。

另一方面，新冠疫情的影響有所減少。儘管去年四季度以來，疫情也時有爆發，但對經濟的影響沒有像7月至8月份那麼大。所以我們看到消費增速已經有了明顯回升。8月社會消費品零售增速降至2.5%，但10月、11月增速分別為4.9%和3.9%，在2020年四季度基數偏高的情況下，去年四季度的消費恢復還是很不錯的。我們跟蹤的高頻消費指數（HTCI）顯示，12月消費仍在改善。如果今年疫情防控的策略再發生變化的話，消費可能還有進一步修復的空間，當然這個需要耐心觀察和等待。

寬鬆會持久：沒有收緊風險

筆者一直在強調，2021年就是縮小版的「2018年」，2022年就是放大版的「2019年」。既然現在經濟已經在改善通道中，未來一年會不會出現類似於2019年4月份的政策收緊呢？筆者認為今年政策收緊可能性很小。

在2019年時候，房地產經濟是從高位回落，而當前的情況是從很低的底部爬坡，房地產投資增速更多是跌幅收窄，回正可能性不大。

今年出口可能高位回落，而且出口這塊更多取決於外部因素，消費延續弱復甦，宏觀經濟更像是從底部向上「爬坡」，要實現目標增長水平，全年政策可能都難以收緊。



新盤丁財兩旺 細單位主導



楊永健
世紀21，Q動力總經理

2021年可謂「悲喜交集」，有人形容是「被因的一年」，因為絕大部分市民都被迫留港沒有外遊，相信對於不少人來說都是「迷惘的一年」，期待了差不多一整年的兩地通關，至今仍然「只聞樓梯響」。疫情未過去，變種病毒又來勢洶洶，經濟環境仍未明朗。

正如去年英女王在聖誕文告中的結語，引用的一段聖誕歌「小伯利恆城」（O Little Town of Bethlehem）的歌詞，「萬世希望與驚懼，今宵俱集於你」（the Hopes and fears of all the years are met in thee tonight）。確實，這是充滿希望，亦充滿恐懼的一刻，對於疫後經濟重啟、恢復通關滿懷希望，同時亦恐懼疫情還會持續一段時間，出現第五波、或第六波的疫情。

幸好，總括而言，剛過去的2021年是新盤市場驚喜的一年。儘管疫情陰霾未完全消散，但總計去年新盤銷售仍大幅增加，全年錄得超越1.7萬宗，較2020年全年的1.4393萬宗激增18%，

整體新盤銷售總額亦接近2300億元，較前年全年的1632億元，大幅增加逾40%之多，絕對是發展商最豐收的一年，絕對是「丁財兩旺」的一年。

總結去年的新盤銷售，當中仍是細單位主導市場，當中600平方呎以下的小型單位佔七成以上，面積僅400平方呎以下的納米細單位，更佔整體銷售的四成以上。如果以房間間隔作統計，去年的整體新盤中，以一房及四房單位的表現最突出，其中一房的單位全年共售出逾4720伙，佔整體近28%，較2020年全年的2850伙大幅增加65%；至於四房單位的銷情，去年共售出約700伙，較2020年的450伙增加55%，相對於其餘開放式單位，以至二房及三房單位，總體銷售只是按年增加約10%或以下。

2021年新盤市場一房細單位銷售大幅增加，筆者相信是因應自2019年10月政府放寬自住物業的按揭成數上限後，令「上車客」買家的入市預算可以更寬鬆，發展商再不用「將貨就價」地集中興建400萬元以下的單位。

另外，政府放寬按揭保險措施，令一房單位成為市場焦點及搶手貨，同時間換樓客入市亦更見輕鬆，變相增加四房大單位的客源。