

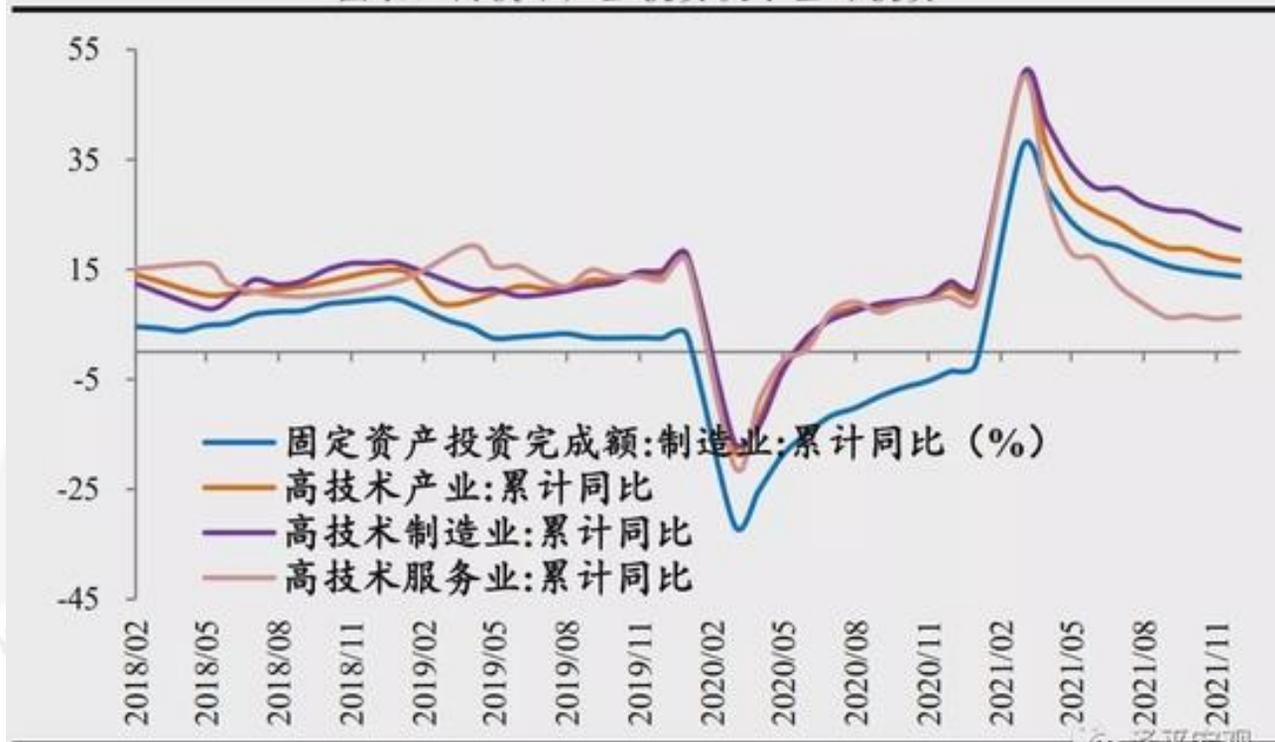


任泽平：未来有哪些黑天鹅 和投资机会？





图表：高技术产业投资快于全部投资



资料来源: Wind, 泽平宏观

同比增速 (%)	工业增加值	固定资产投资	房地产投资	社零	出口	进口	CPI	PPI	社融
	当月	累计	累计	当月	当月	当月	当月	当月	当月
2021-11	3.8	5.2	6.0	3.9	22.0	31.7	2.3	12.9	10.1
2021-10	3.5	6.1	7.2	4.9	27.1	20.6	1.5	13.5	10.0
变化值	0.3	-0.9	-1.2	-1.0	-5.1	11.1	0.8	0.6	0.1

一、经济持续下行，新一轮稳增长启动

11月数据表明，经济周期正从滞胀步入衰退，经济下，政策上。具体看：传统动能低位、新动能高增、物价高位回落；房地产投资降幅收窄、但仍然低迷严峻，基建投资乏力，消费疲软；制造业有韧性、新经济高增，出口强势；PPI 高位回落、CPI 回升。

中央经济工作会议传递清晰信号：面对三重压力，新一轮稳增长来了，货币转向宽松，财政政策转向积极，支持新基建、新能源、科技创新，促进房地产良性循环软着陆。

15日央行进行5000亿元1年期MLF操作，利率维持在2.95%不变。15日有9500亿元MLF到期；央行降准生效，投放1.2万亿。总和测算，央行净投放7500亿基础货币。

近期央行、财政部、银保监会部署2022年重点工作任务。央行强调，要做好跨周期和逆周期政策设计，提高货币政策的前瞻性针对性；持续释放贷款市场报价利率改革潜力，促进企业综合融资成本稳中有降。财政部表示，要积极推出有利于经济稳定的政策举措，着力稳定宏观经济大盘，推动经济运行在合理区间；坚决遏制新增地方政府隐性债务。银保监会强

调，要积极推出有利于经济稳定的金融监管政策，满足基础设施适度超前投资的资金需求。

1、房地产多项指标降幅收窄，但仍然低迷严峻。10月以来房地产相关政策出现合理松动迹象，12月中央政治局、中央经济工作会议均提及“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。

11月房地产销售、投资、资金面、竣工等多个指标均降幅收窄、但仍然低迷。其中，商品房销售面积和销售额同比分别为-14.0%和-16.3%，分别较10月回升7.7和6.3个百分点；房地产开发资金来源同比-7.0%，较10月回升2.5个百分点，除定金及预收款外其他主要资金来源回笼速度均边际改善；房地产投资同比增长-4.3%，较10月回升1.1个百分点；土地购置面积和土地成交价款同比分别为-12.5%和24.2%，分别较10月回升11.7和24.5个百分点；土地成交方面呈现区域分化和房企分化的特点；新开工、施工、竣工速度均边际改善。

2、基建投资乏力，受制于地方隐性债务收紧。1-11月基础设施建设投资（不含水电燃气）同比增长0.5%，较1-10月下滑0.5个百分点。中央经济工作会议提出适度超前开展基础设施投资。11月专项债发行达到高峰，基本完成全年专项债任务，且2022年部分专项债额度已经下达至各省。但基建投资受制政府隐性债务监管趋严，发力效果有待观察。

3、制造业投资保持高增，1-11月制造业投资累计同比13.7%。主要

原因有三，一是保供稳价政策下，原材料成本回落、中下游企业产品涨价缓解利润受挤压问题，利润向好提升投资意愿；二是缺芯影响有所好转，汽车制造业投资同比大幅回升；三是经济新动能高增。

新能源、新能源车、数字经济为代表的新基建快速增长。11月高技术制造业、装备制造业 PMI 维持景气扩张。高技术制造业增加值同比增长 15.1%，快于规模以上工业增加值 11.3 个百分点；工业机器人、新能源汽车产量分别增长 27.9%和 112%。1-11 月高技术制造业投资同比增长 22.2%，快于固定资产投资 17.0 个百分点。2020 年，高技术制造业占规模以上工业增加值比重为 15.1%，未来仍有很大发展空间。

4、消费受疫情、就业、收入、复苏 K 型分化影响，仍疲软。11 月社会消费品零售总额两年复合增长 4.4%，较上月下降 0.2 个百分点；扣除价格因素，实际两年复合同比 3.3%，较上月上升 0.1 个百分点。分品类看，必需消费品和升级类消费品表现强劲；石油制品类消费受能源价格上涨拉动；汽车仍造成拖累，除汽车以外的消费品两年复合同比 5.4%。

5、出口维持强势，11 月新出口订单较上月有所改善。11 月中国出口额同比增 22.0%，两年复合增速 21.2%，较上月上升 2.5 个百分点。价格因素贡献作用持续强化；外需仍然维持高景气，美、欧制造业 PMI 保持在 58% 以上，韩国 11 月出口同比 27.9%；国际港口拥堵状态尚未缓解。未来，随着产能替代效应消退、外需见顶、价格水平回落，出口增速将回落至合意水平。

6、PPI 高位回落、CPI 抬升暂不构成掣肘。明年将出现通胀大挪移，从工业品通胀到消费品和结构性资产价格通胀，与货币宽松、稳增长有关。警惕明年中期猪周期或进入上行阶段、对 CPI 产生压力。

7、展望未来，双周期、稳增长、新基建、软着陆、提估值是明年五大关键词。世界经济的关键词是中美双周期，中国宏观政策的关键词是稳增长，新经济的核心是新基建，老经济的核心是房地产软着陆，资本市场的主要机会是“提估值、稳增长和新基建”。明年经济增长动能也将发生切换，由出口支撑转向消费复苏、新基建发力、房地产软着陆。

8、2022 年资本市场的主要机会是“提估值、稳增长和新基建”，提估值和稳增长是周期性机会，新基建是长期历史性机遇。股市是货币的晴雨表，货币宽松降低资金成本和利率，提升股市估值。

2021 年股市的主要逻辑是通胀预期和新能源新基建，受益于涨价、业绩和政策的表现出色。

2022 年股市的主要逻辑将是“提估值、稳增长和新基建”，受益于货币宽松提估值、稳增长政策和新基建爆发的行业板块将跑赢大市。

9、我们在 2017 年提出“新周期”，房地产、重化工业等传统行业落幕，新经济快速崛起，经历 20 年来最大的经济结构巨变。

2020 年初提出“新基建”，新能源、数字经济、绿色经济等成为最大的投资机会。

2021年初提出三大关键词“通胀预期、流动性拐点和市场风格切换”，均被验证。

二、工业增加值低位略升，限产限电缓解

11月规模以上工业增加值同比增长3.8%，较上月上升0.3个百分点；两年平均增长5.4%，较上月加快0.2个百分点，延续回升。主因9、10月份集中限产限电缓解、国家保供稳价政策效果显现。分三大门类看，11月份，采矿业增加值同比增长6.2%；制造业增长2.9%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长11.1%。

分行业看，11月份，41个大类行业中有29个行业增加值保持同比增长。本月高技术行业和消费类优于平均，装备制造业表现分化，纺织、黑色冶炼和汽车行业持续造成拖累。

1) 消费类行业中，农副食品加工业同比7.0%，较上月上升3.7个百分点；食品制造业同比9.0%，较上月上升2.2个百分点。

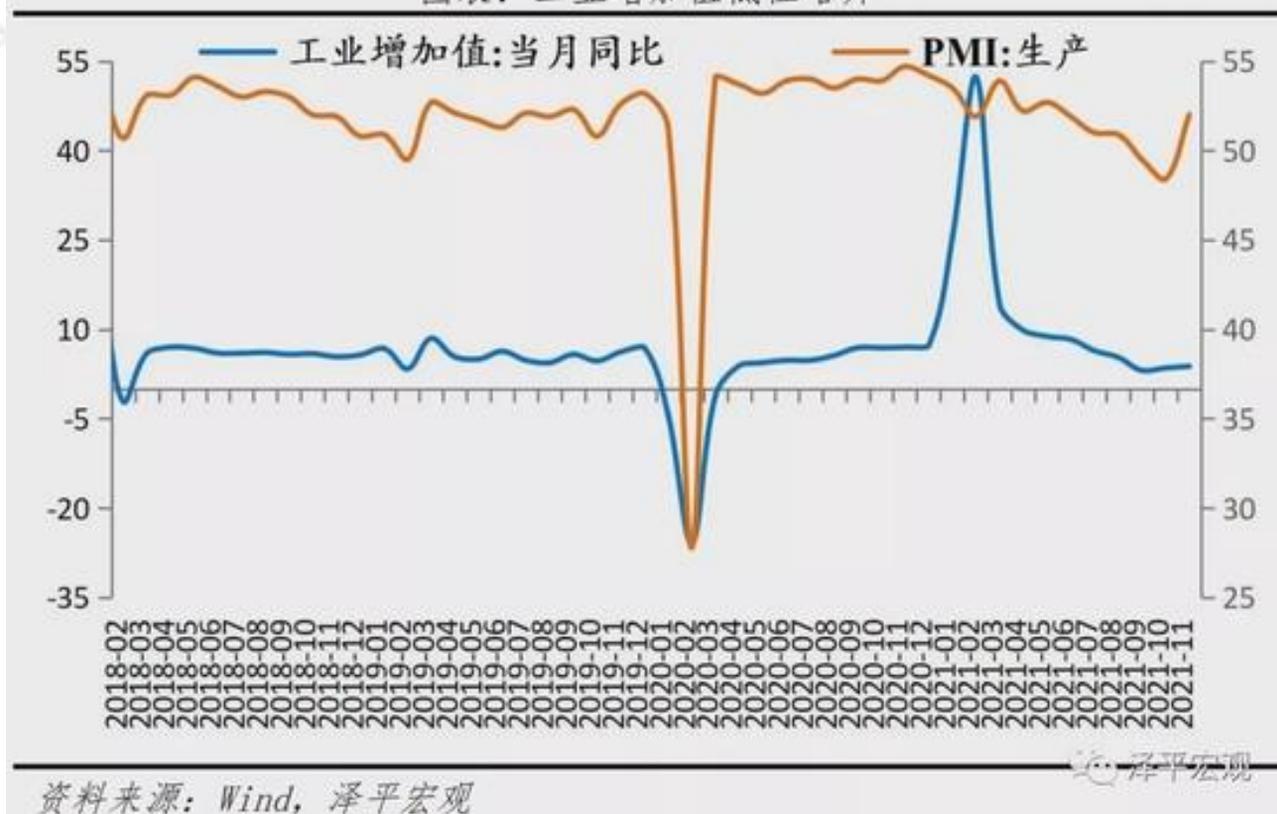
2) 高技术行业中，医药制造业同比17.0%，较上月上升0.7个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业同比13.5%，较上月下降0.5个百分点。

3) 装备制造业中，金属制造业同比3.5%，较上月下降3.2个百分点；电气机械和器材制造业同比9.4%，较上月上升4.1个百分点；专用设备制造业同比4.0%，较上月下降3.2个百分点。

4) 汽车制造业同比-4.7%，较上月上升 3.2 个百分点，其中，新能源汽车产量同比增长 112%。

5) 纺织业同比-3.5%，较上月上升 2.4 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业同比-11.2%，较上月上升 1.6 个百分点。

图表：工业增加值低位略升



三、固定资产投资增速持续下滑，高技术产业投资高增

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31885

