

關於經濟和市場的幾個判斷

- 2020年對於全球是一個非常特殊的年份。展望2021，若干重大不確定性因素，如美國大選、英國脫歐、香港社會事件等正在消退。當前制約全球經濟形態最重要的因素仍是新冠肺炎疫情的演變。雖然目前在全球範圍內確診人數還在不斷增長，但是從資料上也看到新冠的病死率持續走低。隨著疫苗接種的普及，**全球經濟將進入共振復蘇**。低基數下，美國和歐洲經濟將快速上行，於今年二季度達到高點。
- 今年中國經濟的表現也有比較確定的前景，全年GDP預計同比增長**8.5%-9%**，同比增速前高後低；環比增速預計呈現先走高，後下行的格局。2020年四季度中國經濟可能超出潛在增速水準，主要歸因於出口對於製造業的拉動以及出口替代和進口替代行業表現亮眼。今年上半年，中國產出或將繼續得益於海外經濟復蘇帶來的貿易增量；而四季度開始可能會面臨拐點，即產出增長將受制於替代效應的減弱和貿易份額的穩定。
- 貨幣政策回歸常態。10年期國債利率已經回到2019年疫情前的水準。財政政策方面，預算赤字安排可能回到**3%傳統紅線**。相較於去年增長主要依靠疫情期間的逆週期政策調節，今年的經濟增長將更多依靠順週期的消費。由於基數原因，消費的高頻指標增速會加快。
- 對於資本市場的主要觀點。**A股**：在貨幣政策回歸常態的背景下，估值提升空間不大；但在經濟從谷底向上攀升的週期裡，盈利改善還有上調的可能性，且尚未被充分定價。預計全年指數還有15%上行空間，上證指數高點能到3,800點。**港股**：在同樣的盈利改善的邏輯下，港股還將進一步受益於人民幣升值帶來的匯兌優勢；此外，貿易戰、香港社會事件、疫情等風險因素影響下，港股已經連續三年跑輸美股和A股，當前估值水準相對最低，隨著這些不確定因素逐漸消退，作為國際投資者投資中國的開放市場，港股優勢明顯。預計恒指今年高位超過30,000。
- 值得關注的風險因素。**1) 房地產**。總的來看，房地產行業和價格被高度控盤，措施可能有過於嚴厲的隱憂，需要關注房住不炒、房企三條紅線、銀行信貸兩條紅線的影響及其演變；但同時也看到，房地產政策相機決策的靈活性比較強。**2) 杠杆和信用風險**。雖然中央未提壓降杠杆率目標，但今年宏觀杠杆率趨穩對M2、社融增速形成了制約。此外，應格外關注邊緣城投和高負債國企面臨的重新定價和違約風險。**3) 反壟斷，防止資本無序擴張的政策措施**。去年底中央經濟工作會議將此作為今年的八大重點任務之一。然而反壟斷目前只是定性表述，沒有很清晰的界定，未來的具體舉措有待觀察。但無疑，涉及的民營科技巨頭今年面臨的風險會上升。
- 總結來看，今年將是充滿希望的年份，中國經濟在全球復蘇帶動下共振前行。從政策角度來看，擔心過於用強用急，需要持續跟蹤關注。

丁安華，首席經濟學家
 (852) 3761 8901
 dinganhua@cmbi.com.hk

一、今年經濟形勢的判斷

全球經濟步入由疫苗接種帶來的普遍復蘇

對於宏觀經濟而言，今年最重要的變化之一無疑是疫苗問市和接種人口的增加。目前全球幾款獲得緊急使用的疫苗有效率都在 90% 以上，而瓶頸在於產能限制和全球分發。根據 WHO 和各國公共衛生機構頒佈的接種次序指引，疫苗接種大致分為三個階段：第一階段，高危人群優先接種，當高危人群完成接種後，預計病亡率繼續下行，醫療系統壓力得到緩解；第二階段，必要行業和接觸性服務業接種；第三階段，低風險人群接種。

也許我們會擔心出現接種意願問題，從而令達到群體免疫需要更長的時間。但事實上，從宏觀經濟的角度看，這種擔心意義不大，因為在前兩類人群得到接種之後，全球經濟就能開啟復蘇和共振。接種意願問題只有到第三階段，即低風險人群接種時才會浮現。當前討論接種意願沒有太大意義，因為高危人群的接種仍供不應求。

疫苗的接種將開啟全球經濟的普遍復蘇。在低基數下，預計美國、歐洲經濟增速會快速上行，2Q21 達到高位。

疫苗對中國經濟的提振作用低於對週邊經濟的提振作用

主要原因是疫情在中國內地得到了有效的控制（雖然近期北方等地有疫情反復）。對於中國經濟來說最重要的問題並非疫情本身，而來自於防疫政策對經濟活動的影響。

我認為，今年中國經濟的表現有比較確定的前景，預計**全年 GDP 同比增長 8.5%-9%，同比增速前高後低**，對此市場也已經有比較一致的預期。這樣的預期大部分是由於去年基數原因。但在今年，僅僅看同比資料很可能會產生誤導。判斷中國經濟運行的真實形態更需要觀測**季調環比資料**，可惜我們沒有高品質的官方季調環比資料。

從我們的預測看，2020 年四季度的經濟增速可能略高於潛在增速，主要由於製造業生產受到出口的提振，工業增加值增速甚至略高於疫情前的水準。放眼全球看，疫情後中國工業產出高於趨勢水準，而消費（以社零作為高頻指標衡量）低於趨勢水準。歐美的情況則相反，由於財政刺激直接向家庭部門發錢，消費運行好於產出，由此存在供給、需求的缺口向中國溢出，因而中國的出口和工業產出表現不錯。去年中國經濟表現比較亮眼的部門，有出口替代，也有進口替代（由於發達國家製造業活動疲軟，以前出口到中國的產品被中國國內生產所替代）。

這樣的趨勢在 2021 是否能夠維持？我們認為，今年海外經濟復蘇對中國的影響有兩方面，一方面可能減弱上述的替代效應，另一方面又可能增加全球貿易需求總量，即擴大蛋糕。結構因素和總量因素此消彼長，決定今年中國經濟運行的形態。

我們判斷：今年上半年，中國的產出仍將得益於海外經濟恢復帶來的貿易增量；然而自四季度始可能會看到拐點，即中國的產出增長受制於貿易份額的減少。所以從環比看，我們認為經濟增速難以維持在潛在增速之上“持續走高”，而呈現出環比增速先走高，後下行的格局。

關於價格走勢

相對於去年而言，PPI明顯走高，上半年上行幅度明顯，下半年趨緩趨平。CPI相對去年略走低，呈現前低後高的趨勢。這種背景之下，企業盈利改善的趨勢成立，特別是上游部門。

宏觀政策的演變

貨幣政策回歸常態。10年期國債利率已經回到2019年疫情前的水準，乃全球罕見。

財政政策方面，預算赤字安排可能回到3%傳統紅線。相較於去年增長主要依靠疫情期間的逆週期政策調節，今年的經濟增長將更多依靠順週期的消費。由於基數原因，消費的高頻指標增速會加快。

對人民幣走勢的判斷

人民幣強勢是市場預期。當前人民幣升值會持續到什麼時候何種程度？**我認為今年二季度末三季度初，人民幣升值對出口的負面影響逐漸顯現。**至於人民幣升值從去年到現在並沒有對出口產生太大的影響，是由於海外生產受制於疫情，只有選擇中國這條供應鏈。隨著疫苗接種、經濟復蘇、海外生產恢復，今年中國的替代效應會逐漸消退，人民幣升值的負面影響就會顯現。

此外，人民幣升值從來不是央行貨幣政策的目標。所以對人民幣走勢不宜簡單線性外推。今年上半年在內外經濟分化的情況下，升值可能還會繼續，年中可能走緩，甚至我認為目前的位置已經沒有太大升值的空間。

當然人民幣走勢也和美元指數變化相關。當前美元走弱主要是由於疫苗接種和經濟復蘇，風險偏好上升。從美歐的比較看，我傾向於認為美國經濟仍會強於歐洲。

二、對資本市場主要的策略觀點

A股

從估值角度看提升空間不大，由於貨幣政策回歸常態，並且當前A股估值已處於在歷史90%以上分位。分類來看，高估值個股有回檔壓力，而低估值個股，如銀行和地產，又受到監管趨嚴的影響，風格轉換幾番受阻。剩下的恐怕只有低估值週期類股票壓力較小。

盈利增長比較確定，當前市場預期A股有10-15%的盈利增長。我認為在經濟從谷底向上攀升的週期裡，盈利上調的可能性比較大。**所以盈利改善存在上調的可能性，目前的股市定價並不完全充分。**因此我們對A股持積極態度，結構上更有期待。全年指數可能還有15%上行空間，上證指數高點能到3,800點。

港股

過去三年持續落後於美股和A股。經歷了2018貿易戰，2019香港社會事件，2020疫情，港股連續三年回撤，A/H價格分化明顯走闊。相比於美股和A股，港股估值水準最低，因此香港的中國概念股，估值壓力比A股低很多，不需要過於擔憂。

在同樣的盈利改善的邏輯下，港股還將進一步受益於人民幣升值帶來的匯兌優勢。香港作為國際投資者投資中國的市場，優勢很明顯，沒有理由不看好。但港股也有脆弱性，與地緣政治相關，隨著拜登當選和香港國安法推出，主要的地緣政治風險在逐漸消除。今年對港股可以更樂觀，高位可能超過 30,000 點。

中國資產對於全球的吸引力上升

在國外低利率甚至負利率、債務不斷擴張的背景下，中國資產，尤其是在開放框架下的中國資產對於全球資本的吸引力逐漸上升。但另一方面也有長期博弈的力量，因為中美兩國面臨在認同政治上的衝突。短期趨勢看 2021-22 年，我們認為中國資本市場的收益率是上升的。港股是國際投資者投資中國的特別市場，有其不可替代的優勢。

三、今年 A 股和港股市場存在的懸念和值得關注的風險因素

主要風險因素中，疫苗的問市和普及確定性較強。在當前的情形下，中美關係似乎也不再是最主要的制約。特朗普在最後的任期內對中國企業的制裁舉措可能是最後的瘋狂。拜登上臺後大概率回歸傳統外交政策，可預見性比較強。雖然長期而言，美國可能會通過重回全球領導地位而繼續施壓於中國，中美關係在認同政治的衝突不可避免。但是在今年，中美關係在拜登上任後會有一段時間穩定期，有緩和的空間。

我認為 2021 年中國經濟主要有以下三個風險值得關注：

一是房地產

總的來看，房地產行業和價格被高度控盤，措施可能有過於嚴厲的隱憂，需要關注房住不炒、房企三條紅線、銀行信貸兩條紅線的實質影響及其演變。

疫情後的房地產市場加速結構性分化。去年住宅銷售和銷售價格在上升，但寫字樓和商鋪下行；一二三線城市繼續分化。銀行兩條紅線也將使得銀行在區域資產配置方面進行調整，低線、住房供給多的城市，可能會受到更多的負面衝擊。

過去幾年，房地產政策具有很強的靈活性，需要觀察在不斷推出各種“調控紅線”的行政措施下，相機決策的空間是否在縮小，政策是否存在過於用強的可能。

二是杠杆問題和信用風險

中央將“金融監管機構”界定為“金融管理部門”，這一細小的變化反映中央在金融控制上力度趨嚴，行政化色彩提升。去年宏觀杠杆率上升近 30 個百分點，今年中央希望杠杆率與名義經濟增速相一致，後者預測在 10% 左右。今年沒有提出壓低宏觀杠杆率的目標，一定程度上體現了“不急轉彎”的導向。但宏觀杠杆率趨穩對 M2、社融增速形成了制約。而疫情之後，風險資產對於流動性的敏感性上升。

邊緣城投、高負債國企面臨重新定價和違約風險。在國企改革過程中，國有資產出現分化，一種是傳統國企（產業國企）；另一種是 2008 年後興起的城投或財政類國企，也稱為政府平臺。這兩種國企在地方政府支持意願和能力方面出現了分化。財政類國企是在過去 10-15 年擴張出現的新的國企種類，也產生了全新的問題，它們不進行產業運作，只承

擔政府投資功能，可能是未來金融穩定的重大隱患。據悉，中央可能對城投類國企採用紅黃綠區分類管理。

三是反壟斷，防止資本無序擴張的政策措施

去年底中央經濟工作會議將“強化反壟斷和防止資本無序擴張”作為今年的八大重點任務之一。這一表態主要是針對民營科技巨頭。後者經歷多年的快速成長，已經構成了龐大的生態圈，也是資本市場追逐的標的。然而反壟斷目前只是定性表述，沒有很清晰的界定，或許主管部門還未形成系統的梳理，未來的具體舉措有待觀察。但無疑，涉及的民營科技巨頭今年面臨的風險會上升。

反壟斷是否會遏制創新？防止資本無序擴張的過程中，是不是會打擊資本投入科技創新的積極性？這是投資者非常關注的問題。十四五規劃將“科技創新”提到了前所未有的高度，並強調在產業鏈重要的節點上能夠自立自強。但當前決策者有一種傾向，認為當前民營科技巨頭並不是真正意義上的科技創新企業，他們不斷拓展商業場景的應用並深入金融領域，以服務於自身生態圈和商業利益，但在基礎科學領域貢獻少，並沒有改變中國在關鍵技術上受制於人的現狀。這種理解有合理性，但也值得商榷。所以對於反壟斷和防止資本無序擴張的政策舉措，還需要觀察。

以上三個風險因素可能是今年最主要的不確定性，在特定的時期可能對市場產生不小的衝擊，目前還沒有得到資本市場的充分認知。

(招銀國際2021年宏觀經濟與資本市場展望線上會議講話整理稿)

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400) 聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。