

## 山頭斜照：疫苗復蘇的未來想像

- 進入 2021 年，若干曾經困擾全球市場的重大不確定性因素，如美國大選、英國脫歐、香港社會事件等正在消退，新冠疫情仍舊是制約當前全球經濟運行最為關鍵的因素。
- 今年，全球經濟有望步入由疫苗廣泛接種所帶來的復蘇，人類將迎來最終戰勝疫情的曙光。疫情期間，中國和外部世界構成了特殊的經濟關係：中國生產替代海外生產，海外需求向中國外溢。由於疫情對國外經濟的損害更為嚴重，疫苗對海外經濟的提振作用可能大於對中國經濟的提振作用，使得上述關係出現逆轉。結構和總量的力量此消彼長，邊際上決定未來中國經濟運行的形態。
- 判斷中國經濟運行的真實形態，需要我們觀察季調環比資料。今年經濟環比增速可能的形態是，一季度防疫升級、就地過年，經濟活動環比趨於放緩，可能運行在潛在水準之下；之後兩個季度受益於全球經濟復蘇帶來的外部需求上升，增速再次上行至潛在水準之上，四季度受制於中國生產替代效應的消退和全球貿易份額的減少，環比增速再次下行。整體來看，2021 年經濟環比增速難以持續維持在潛在增速之上，第四季度可能會出現經濟增長的拐點。
- 隨著疫苗復蘇，出口增長將失去動力，內需自然成為經濟的引擎，特別是順週期的消費。“全面促進消費”，關鍵在於提高居民可支配收入，同時通過“促進住房消費健康發展”和“發展服務消費”激發居民消費潛力。
- 歷史上，大流行病對經濟社會都造成了程度不一的永久性影響，將催生政治變革和科技發展。一百年前的西班牙流感帶來了繁榮的“咆哮的二十年代”。展望未來，新冠大流行為世界帶來三個不可阻擋的歷史性趨勢：一是中國趕超美國；二是經濟安全成為最重要的國家安全；三是貧富差距擴大推動政治傾向“左轉”。有理由相信，新冠大流行之後，我們將迎來一個新的“咆哮的二十年代”。

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

## 一、全球經濟有望步入由疫苗廣泛接種帶來的普遍復蘇

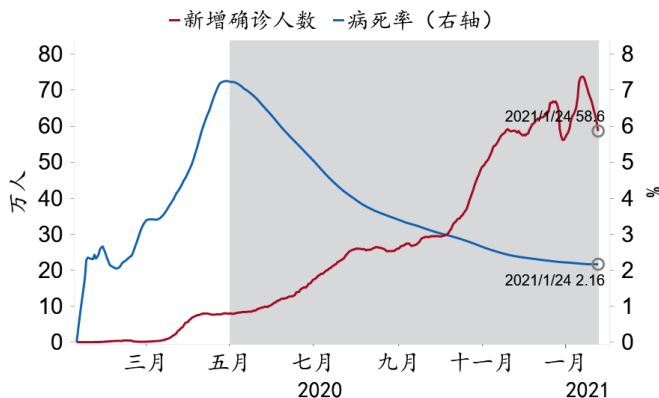
進入2021年，若干曾經困擾全球市場的重大不確定性因素，如美國大選、英國脫歐、香港社會事件等正在消退，當前制約全球經濟運行最為關鍵的因素還是新冠疫情的演變。不過，隨著疫苗的問世和接種，全球經濟有望進入復蘇共振的階段。

事實上，雖然全球範圍內新冠確診病例還在不斷增加，但是新冠死亡率早在去年的二季度就開始持續走低（圖1）。資料上看，新冠致死的案例中65歲以上的老人佔比達80%（圖2）。這意味著，在高危人群（醫護和老人）完成接種並獲得免疫保護之後，死亡率肯定還將繼續下行。人類對新冠病毒的恐懼將逐漸消釋，醫療系統的壓力將大幅緩解。歐美國家的醫護和老人約佔總人口的20%，可望在一季度完成接種。達到群體免疫則需要更長的時間。然而，經濟活動的復蘇並不需要等到群體免疫的那一刻。我們早已失去將病毒“清零”可能性，人類必須與其共存，學會在各種病毒的威脅下“正常”生活。

目前全球幾款獲得緊急使用授權的疫苗有效率均顯著高於傳統流感疫苗。基準的判斷是，今年全球經濟有望實現疫苗的廣泛接種而帶來的復蘇。不妨稱之為“疫苗復蘇”（Vaccine Recovery）吧。

圖1：新冠新增確診人數與病死率顯著背離

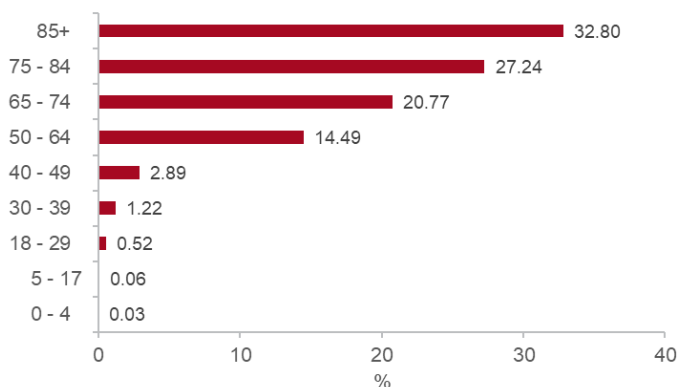
全球新冠新增确诊及病死率（七日移动平均）



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖2：美國新冠死亡人數中65歲以上佔比80%

美国新冠死亡各年龄段人数占比



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

## 二、疫苗復蘇對海外生產起到強勁的提振作用

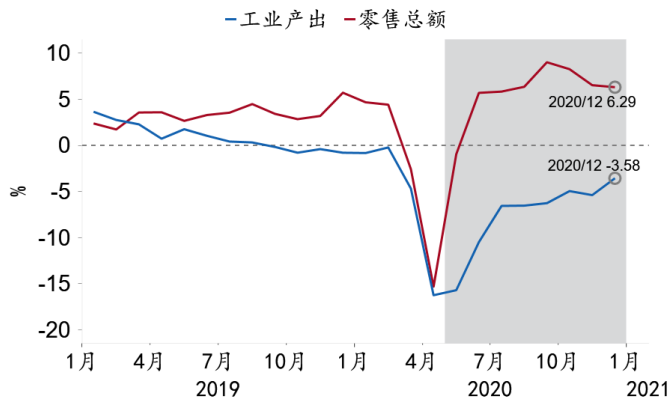
疫情衝擊下，歐美的刺激政策以居民家庭為目標，我國的政策以支援企業為主。表現在歐美向居民派發現金，中國為企業減負讓利。從經濟運行的結果看，歐美家庭獲得現金資助，消費強勁而企業生產受損（圖3）；中國防控措施嚴厲而有效，消費受損而企業生產強勁（圖4）。中國和外部世界，在疫情期間構成了特殊的經濟關係：中國生產替代海外生產（進口替代），海外需求向中國外溢（出口替代）（圖5）。

如果疫苗復蘇判斷成立的話，上述特殊經濟關係將出現逆轉。首先將表現在歐美的生產恢復，之後中國生產在大流行時期的替代作用勢必走弱。這一過程是漸進的，也是相當確定的。從經濟資料上，可以觀察到的趨勢是，一方面中國出口佔全球出口的比重將從去年第三季度的高位回落，即中國出口在全球貿易中的份額下行；另一方面疫苗接種帶來的經濟復蘇將推動貿易活動增加，中國出口得益於全球出口市場的回暖。結構和總量的力量此消彼長，邊際上決定未來中國經濟運行的形態。

不難理解的是，疫苗對海外經濟的提振作用，可能大於對中國經濟的提振作用。這當然是因為疫情對中國和外部經濟的損害程度不同所導致的。對海外經濟而言，今年上行幅度存在超出預期的可能性。拜登上臺，民主黨控制參眾兩院，新任財長耶倫在國會作證時明言有“大動作”(act big)。相對而言，中國經濟今年具有比較確定的前景，難有大的驚喜。

**圖 3：美國消費強勁企業生產受損**

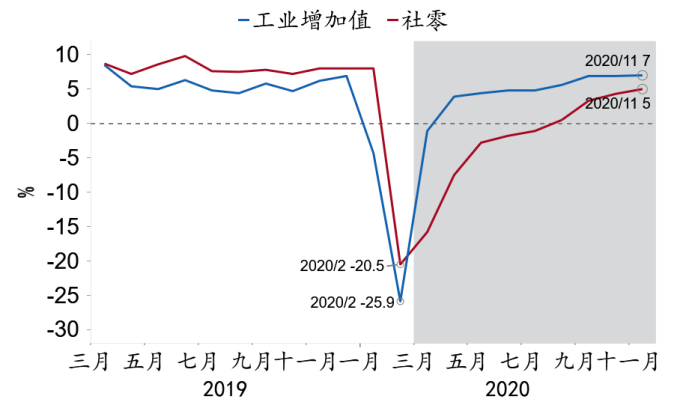
美国生产销售同比增速



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

**圖 4：中國消費受損企業生產強勁**

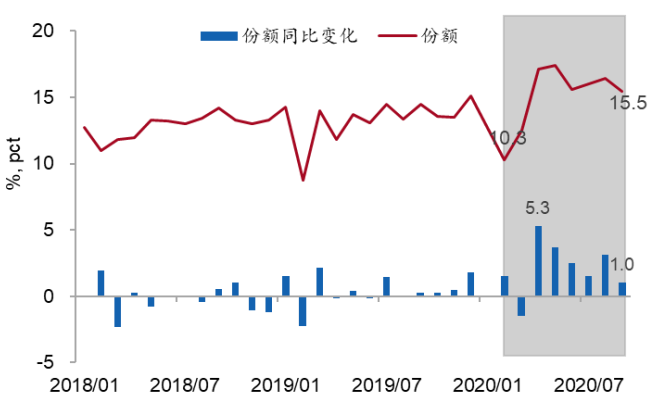
工业增加值与社零当月同比



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

**圖 5：海外需求向中國外溢**

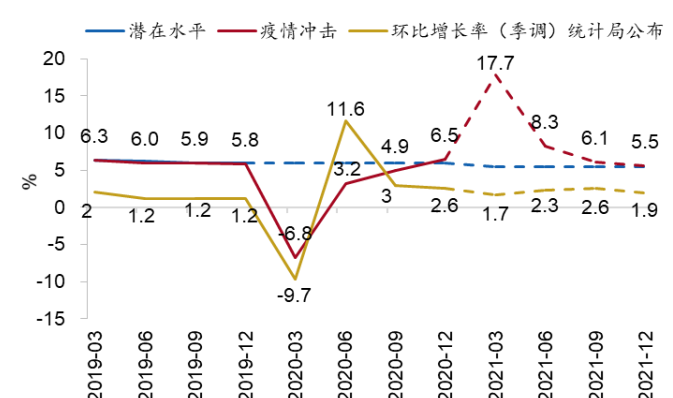
中国在全球贸易中当月份额及同比变化



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

**圖 6：2021年我國經濟增速預測**

潜在水平与疫情冲击下的GDP同比增速



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

### 三、正確理解中國經濟運行的真實形態

我們預測今年中國經濟全年增長 8.8%。形態上按季同比前高後低，一季度可能出現 15-20% 的增速，然後逐季快速回落，至四季度在 5.5% 附近 (圖 6)。不過，這幾個常用的同比資料，由於去年同期基數的異常，很容易被誤讀。出現了兩種互相矛盾的觀點：一是全年 9% 左右的實際增速，經濟重回高增長軌道；二是季度同比逐季下行，經濟表現越來越差。

正因為同比資料很可能產生誤導，所以判斷中國經濟運行的真實形態，需要我們觀察季調環比資料，把去年上半年的異常資料從基數中排除。去年第四季度，國內生產總值同比增速為 6.5%，季度環比折年率為 10.8%，均為經濟運行在潛在速度之上提供有力證據。

我判斷，今年經濟環比增速可能的形態是，一季度防疫升級、就地過年，經濟活動環比趨於放緩，可能運行在潛在水準之下；之後兩個季度受益於全球經濟復蘇帶來的外部需求上升，增速再次上行至潛在水準之上，四季度受制於中國生產替代效應的消退和全球貿易份額的減少，環比增速再次下行。從環比看，我認為經濟增速難以持續維持在潛在增速之上，拐點可能出現在第四季度。

#### 四、範式轉移：消費成為經濟增長的引擎

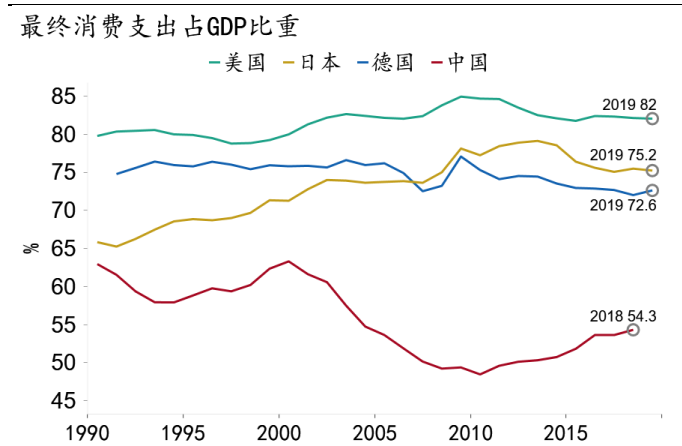
隨著中國生產的替代效應逐步消失，出口增長難以維持在目前的高位，明年有可能出現較為明顯的回撤。如果出口製造業這一鏈條逐漸失去動力，經濟增長可否持續？這裡涉及一個討論已久的範式轉移：內需驅動。

所謂內需，一是投資，具逆週期調節功能，常被用於保增長；二是消費，具有順週期的特點，很容易被忽視。隨著疫苗復蘇，順週期的消費成為經濟增長的主要引擎。長遠看，五中全會提出“全面促進消費”，無疑是十分正確的方向。從發展規律上講，最終消費對我國經濟增長的貢獻低於高收入國家水準，仍有很大的提升空間（圖7）。關鍵在於提高居民可支配收入和激發居民的消費潛力。

從先行指標看，我國PMI就業分項指標正在逐步改善，居民可支配收入增長重拾升軌（圖8）。加之去年的低基數為今年的反彈創造了空間。可選消費和服務消費具有較強的彈性，今年消費需求有望得到進一步釋放。我國的人均收入已超過一萬美元，如何激發居民的消費潛力，決定內迴圈增長範式轉換的成敗。過去五年，住房消費佔居民消費的比重從10%迅速上升到25%，制約了其它消費潛力的提升，需要改變過於偏重居住的消費結構。展望未來，中央反復強調“房住不炒”，居住消費佔比有望保持穩定，醫療保健教育文化娛樂出行等服務型消費構成新的增長源泉。

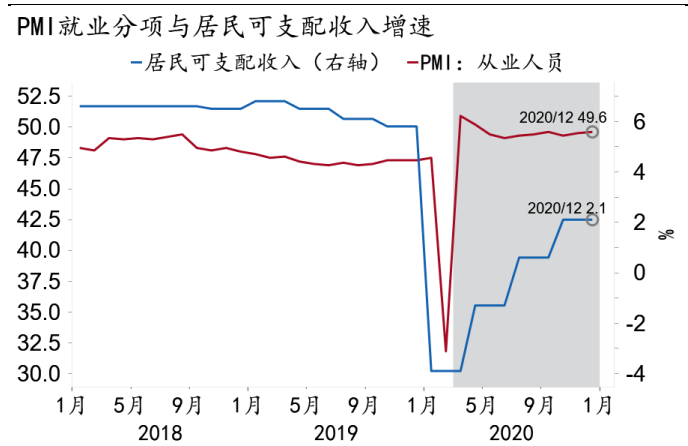
現在，我們來理解五中全會對促進消費的要求就十分清晰了。出口增長失去動力的時候，內需自然成為經濟的引擎。要刺激消費，就必須“提高人民收入水準”；要提高居民消費潛力，必須“促進住房消費健康發展”，同時進一步“發展服務消費”。這關係到增長範式的轉換，如果明年出口形勢逆轉，那麼留給我們的時間不多了。

圖7：最終消費在我國GDP中的佔比相對較低



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖8：我國消費需求有望得到進一步釋放



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

## 五、大流行的遺產：咆哮的二十年代

今年，全球經濟有望步入由疫苗廣泛接種所帶來的復蘇，人類將迎來最終戰勝疫情的曙光。站在疫苗復蘇的“前夜”，或許是時候展望疫後的世界，思考一下新冠大流行會給我們留下哪些“遺產”。

歷史上，大流行病對經濟社會都造成了程度不一的永久性影響，催生了政治變革和科技發展。一百年前的西班牙流感，疫後西方社會進入了十年的繁榮期，被史學界稱為“咆哮的二十年代”（The Roaring 20s）。醫學、工業、運輸等部門出現了創新引領的科技浪潮，汽車、飛機、冰箱、電視機、收音機等產品快速普及，助推社會經濟持續高速增長。在上世紀二十年代，美國的年均經濟增速達到 5%，道瓊斯工業指數上漲了五倍（圖 9）。社會經濟繁榮，文化藝術興盛，百姓生活富足，西方社會生產力迅猛發展。

百年之後，新冠大流行。疫苗快速問世，人類依靠科學和理性的力量與病毒鬥爭，推動“百年未有之大變局”進一步加速演化。有理由相信，一個新的“咆哮的二十年代”正在不遠處等待著我們。其中，至少有三個歷史性趨勢，浩浩湯湯，不可阻擋：

一是中國趕超美國。新冠疫情加快了中國對西方的趕超速度。中國經濟的體量正在超越歐盟，中美之間的差距也在加速收斂。部分國際組織和智庫機構認為，中國將在 2028 年超越美國，比此前預測的時間點提前兩年（圖 10）。中國的崛起將不可避免地催化世界格局的轉變。在可預見的將來，一場認同政治之爭，勢必成為中美競爭的主題，我國所面臨的國際環境將日趨嚴峻複雜。

二是經濟安全成為最重要的國家安全。疫情之下，部分西方政客和商界人士認為，全球化下產業鏈分工過細過長、過分依賴中國的缺陷暴露無遺。我國依靠完善的產業鏈結構、持續向好的防疫形勢，實現了對其它國家生產的替代，在全球市場的份額顯著上升。這種力量的此消彼長，自然引起西方國家的“挫敗感”。疫情之後，有理由相信，西方國家將更加重視自身的“經濟安全”，推動產業鏈佈局回歸“本土”。

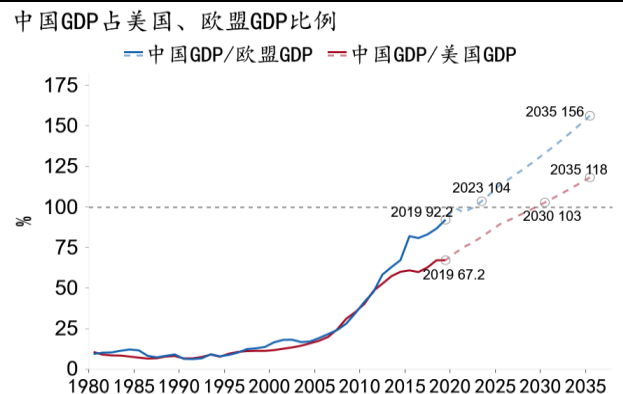
三是貧富差距擴大推動政治傾向“左轉”。從全球看，疫情對依賴工資收入的低收入人群衝擊更大，而高收入人群則受益於寬鬆貨幣政策帶來的股票和住房等資產價格上漲，貧富差距進一步惡化。歷史告訴我們，日益惡化的貧富差距，將推動政治和經濟政策“向左轉”，自由主義經濟主張失去感召力，“公平”重回國際政治經濟的主題。

圖 9：咆哮的二十年代



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 10：2028 年中國經濟將趕超美國



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

## 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。