

山头斜照：疫苗复苏的未来想象

- 进入 2021 年，若干曾经困扰全球市场的重大不确定性因素，如美国大选、英国脱欧、香港社会事件等正在消退，新冠疫情仍旧是制约当前全球经济运行最为关键的因素。
- 今年，全球经济有望步入由疫苗广泛接种所带来的复苏，人类将迎来最终战胜疫情的曙光。疫情期间，中国和外部世界构成了特殊的经济关系：中国生产替代海外生产，海外需求向中国外溢。由于疫情对国外经济的损害更为严重，疫苗对海外经济的提振作用可能大于对中国经济的提振作用，使得上述关系出现逆转。结构和总量的力量此消彼长，边际上决定未来中国经济运行的形态。
- 判断中国经济运行的真实形态，需要我们观察季调环比数据。今年经济环比增速可能的形态是，一季度防疫升级、就地过年，经济活动环比趋于放缓，可能运行在潜在水平之下；之后两个季度受益于全球经济复苏带来的外部需求上升，增速再次上行至潜在水平之上，四季度受制于中国生产替代效应的消退和全球贸易份额的减少，环比增速再次下行。整体来看，2021 年经济环比增速难以持续维持在潜在增速之上，第四季度可能会出现经济增长的拐点。
- 随着疫苗复苏，出口增长将失去动力，内需自然成为经济的引擎，特别是顺周期的消费。“全面促进消费”，关键在于提高居民可支配收入，同时通过“促进住房消费健康发展”和“发展服务消费”激发居民消费潜力。
- 历史上，大流行病对经济社会都造成了程度不一的永久性影响，将催生政治变革和科技发展。一百年前的西班牙流感带来了繁荣的“咆哮的二十年代”。展望未来，新冠大流行为世界带来三个不可阻挡的历史性趋势：一是中国赶超美国；二是经济安全成为最重要的国家安全；三是贫富差距扩大推动政治倾向“左转”。有理由相信，新冠大流行之后，我们将迎来一个新的“咆哮的二十年代”。

丁安华，首席经济学家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

一、全球经济有望步入由疫苗广泛接种带来的普遍复苏

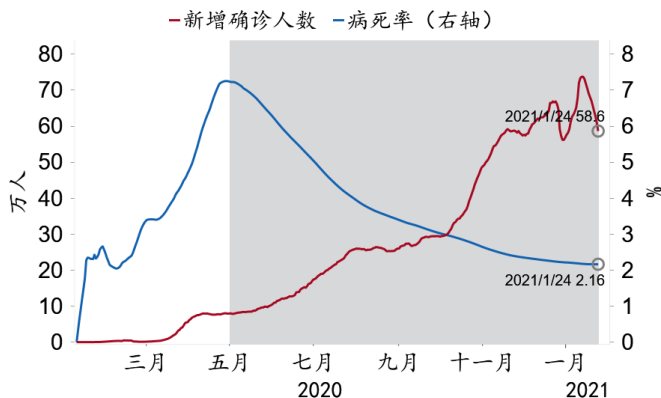
进入2021年，若干曾经困扰全球市场的重大不确定性因素，如美国大选、英国脱欧、香港社会事件等正在消退，当前制约全球经济运行最为关键的因素还是新冠疫情的演变。不过，随着疫苗的问世和接种，全球经济有望进入复苏共振的阶段。

事实上，虽然全球范围内新冠确诊病例还在不断增加，但是新冠死亡率早在去年的二季度就开始持续走低（图1）。数据上看，新冠致死的案例中65岁以上的老人占比达80%（图2）。这意味着，在高危人群（医护和老人）完成接种并获得免疫保护之后，死亡率肯定还将继续下行。人类对新冠病毒的恐惧将逐渐消释，医疗系统的压力将大幅缓解。欧美国家的医护和老人约占总人口的20%，可望在一季度完成接种。达到群体免疫则需要更长的时间。然而，经济活动的复苏并不需要等到群体免疫的那一刻。我们早已失去将病毒“清零”可能性，人类必须与其共存，学会在各种病毒的威胁下“正常”生活。

目前全球几款获得紧急使用授权的疫苗有效率均显著高于传统流感疫苗。基准的判断是，今年全球经济有望实现疫苗的广泛接种而带来的复苏。不妨称之为“疫苗复苏”（Vaccine Recovery）吧。

图1：新冠新增确诊人数与病死率显著背离

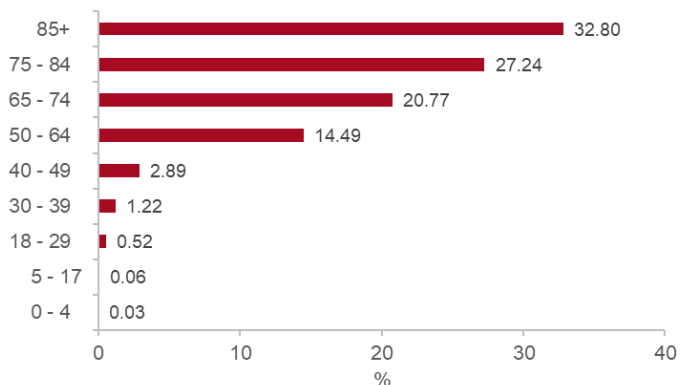
全球新冠新增确诊及病死率（七日移动平均）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图2：美国新冠死亡人数中65岁以上占比80%

美国新冠死亡各年龄段人数占比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

二、疫苗复苏对海外生产起到强劲的提振作用

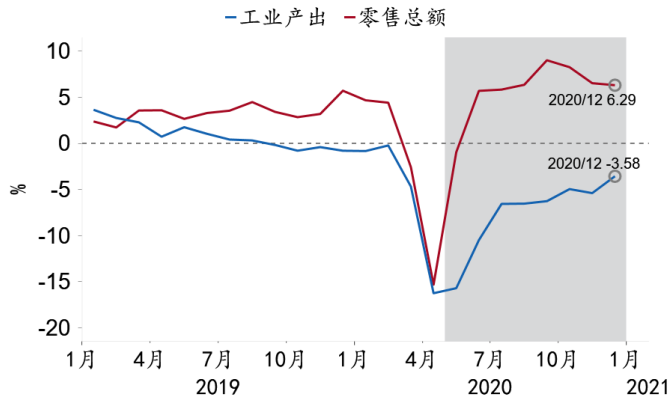
疫情冲击下，欧美的刺激政策以居民家庭为目标，我国的政策以支持企业为主。表现在欧美向居民派发现金，中国为企业减负让利。从经济运行的结果看，欧美家庭获得现金资助，消费强劲而企业生产受损（图3）；中国防控措施严厉而有效，消费受损而企业生产强劲（图4）。中国和外部世界，在疫情期间构成了特殊的经济关系：中国生产替代海外生产（进口替代），海外需求向中国外溢（出口替代）（图5）。

如果疫苗复苏判断成立的话，上述特殊经济关系将出现逆转。首先将表现在欧美的生产恢复，之后中国生产在大流行时期的替代作用势必走弱。这一过程是渐进的，也是相当确定的。从经济数据上，可以观察到的趋势是，一方面中国出口占全球出口的比重将从去年第三季度的高位回落，即中国出口在全球贸易中的份额下行；另一方面疫苗接种带来的经济复苏将推动贸易活动增加，中国出口得益于全球出口市场的回暖。结构和总量的力量此消彼长，边际上决定未来中国经济运行的形态。

不难理解的是，疫苗对海外经济的提振作用，可能大于对中国经济的提振作用。这当然是因为疫情对中国和外部经济的损害程度不同所导致的。对海外经济而言，今年上行幅度存在超出预期的可能性。拜登上台，民主党控制参众两院，新任财长耶伦在国会作证时明言有“大动作” (act big)。相对而言，中国经济今年具有比较确定的前景，难有大的惊喜。

图 3：美国消费强劲企业生产受损

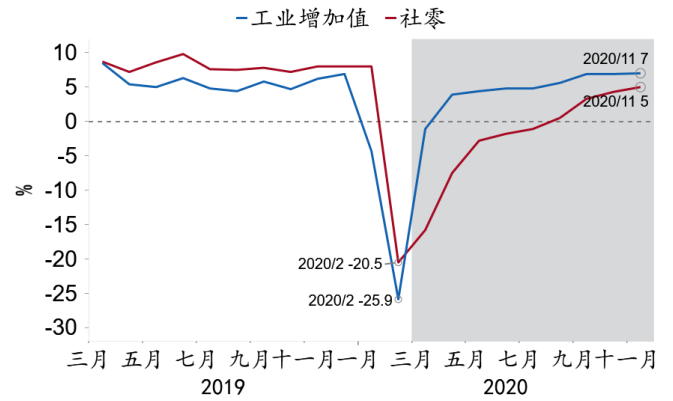
美国生产销售同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：中国消费受损企业生产强劲

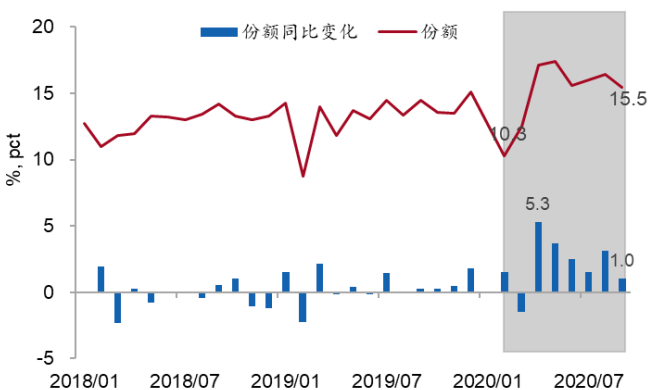
工业增加值与社零当月同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：海外需求向中国外溢

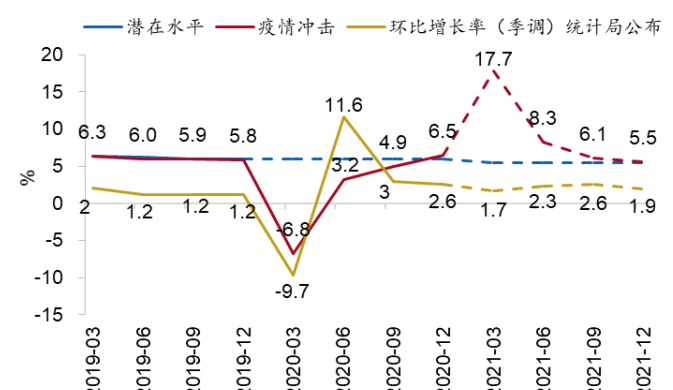
中国在全球贸易中当月份额及同比变化



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：2021 年我国经济增长预测

潜在水平与疫情冲击下的GDP同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三、正确理解中国经济运行的真实形态

我们预测今年中国经济全年增长 8.8%。形态上按季同比前高后低，一季度可能出现 15-20% 的增速，然后逐季快速回落，至四季度在 5.5% 附近 (图 6)。不过，这几个常用的同比数据，由于去年同期基数的异常，很容易被误读。出现了两种互相矛盾的观点：一是全年 9% 左右的实际增速，经济重回高速增长轨道；二是季度同比逐季下行，经济表现越来越差。

正因为同比数据很可能产生误导，所以判断中国经济运行的真实形态，需要我们观察季调环比数据，把去年上半年的异常数据从基数中排除。去年第四季度，国内生产总值同比增速为 6.5%，季度环比折年率为 10.8%，均为经济运行在潜在速度之上提供有力证据。

我判断，今年经济环比增速可能的形态是，一季度防疫升级、就地过年，经济活动环比趋于放缓，可能运行在潜在水平之下；之后两个季度受益于全球经济复苏带来的外部需求上升，增速再次上行至潜在水平之上，四季度受制于中国生产替代效应的消退和全球贸易份额的减少，环比增速再次下行。从环比看，我认为经济增速难以持续维持在潜在增速之上，拐点可能出现在第四季度。

四、范式转移：消费成为经济增长的引擎

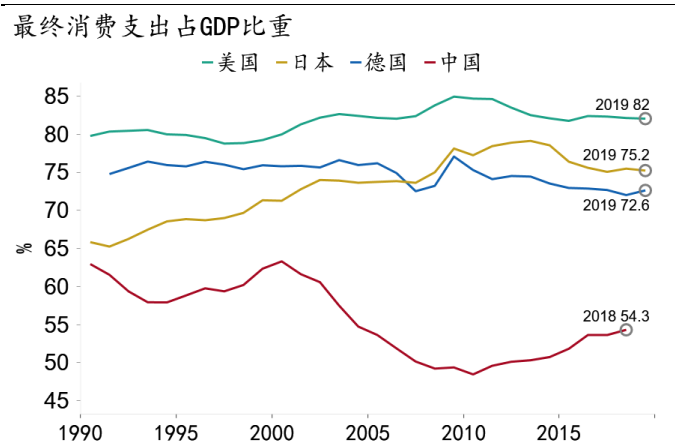
随着中国生产的替代效应逐步消失，出口增长难以维持在目前的高位，明年有可能出现较为明显的回撤。如果出口制造业这一链条逐渐失去动力，经济增长可否持续？这里涉及一个讨论已久的范式转移：内需驱动。

所谓内需，一是投资，具逆周期调节功能，常被用于保增长；二是消费，具有顺周期的特点，很容易被忽视。随着疫苗复苏，顺周期的消费成为经济增长的主要引擎。长远看，五中全会提出“全面促进消费”，无疑是十分正确的方向。从发展规律上讲，最终消费对我国经济增长的贡献低于高收入国家水平，仍有很大的提升空间（图7）。关键在于提高居民可支配收入和激发居民的消费潜力。

从先行指标看，我国 PMI 就业分项指标正在逐步改善，居民可支配收入增长重拾升轨（图8）。加之去年的低基数为今年的反弹创造了空间。可选消费和服务消费具有较强的弹性，今年消费需求有望得到进一步释放。我国的人均收入已超过一万美元，如何激发居民的消费潜力，决定内循环增长范式转换的成败。过去五年，住房消费占居民消费的比重从10%迅速上升到25%，制约了其它消费潜力的提升，需要改变过于偏重居住的消费结构。展望未来，中央反复强调“房住不炒”，居住消费占比有望保持稳定，医疗保健教育文化娱乐出行等服务型消费构成新的增长源泉。

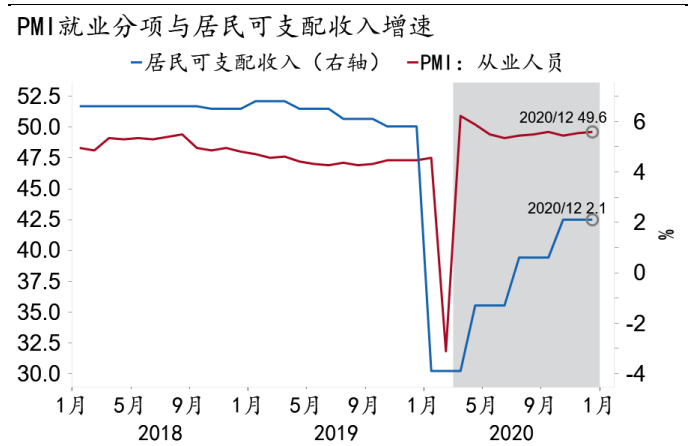
现在，我们来理解五中全会对促进消费的要求就十分清晰了。出口增长失去动力的时候，内需自然成为经济的引擎。要刺激消费，就必须“提高人民收入水平”；要提高居民消费潜力，必须“促进住房消费健康发展”，同时进一步“发展服务消费”。这关系到增长范式的转换，如果明年出口形势逆转，那么留给我们的时间不多了。

图7：最终消费在我国 GDP 中的占比相对较低



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图8：我国消费需求有望得到进一步释放



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

五、大流行的遗产：咆哮的二十年代

今年，全球经济有望步入由疫苗广泛接种所带来的复苏，人类将迎来最终战胜疫情的曙光。站在疫苗复苏的“前夜”，或许是时候展望疫后的世界，思考一下新冠大流行会给我们留下哪些“遗产”。

历史上，大流行病对经济社会都造成了程度不一的永久性影响，催生了政治变革和科技发展。一百年前的西班牙流感，疫后西方社会进入了十年的繁荣期，被史学界称为“咆哮的二十年代”（The Roaring 20s）。医学、工业、运输等部门出现了创新引领的科技浪潮，汽车、飞机、冰箱、电视机、收音机等产品快速普及，助推社会经济持续高速增长。在上世纪二十年代，美国的年均经济增速达到 5%，道琼斯工业指数上涨了五倍（图 9）。社会经济繁荣，文化艺术兴盛，百姓生活富足，西方社会生产力迅猛发展。

百年之后，新冠大流行。疫苗快速问世，人类依靠科学和理性的力量与病毒斗争，推动“百年未有之大变局”进一步加速演化。有理由相信，一个新的“咆哮的二十年代”正在不远处等待着我们。其中，至少有三个历史性趋势，浩浩汤汤，不可阻挡：

一是中国赶超美国。新冠疫情加快了我们对西方的赶超速度。中国经济的体量正在超越欧盟，中美之间的差距也在加速收敛。部分国际组织和智库机构认为，中国将在 2028 年超越美国，比此前预测的时间点提前两年（图 10）。中国的崛起将不可避免地催化世界格局的转变。在可预见的将来，一场认同政治之争，势必成为中美竞争的主题，我国所面临的国际环境将日趋严峻复杂。

二是经济安全成为最重要的国家安全。疫情之下，部分西方政客和商界人士认为，全球化下产业链分工过细过长、过分依赖中国的缺陷暴露无遗。我国依靠完善的产业链结构、持续向好的防疫形势，实现了对其它国家生产的替代，在全球市场的份额显著上升。这种力量的此消彼长，自然引起西方国家的“挫败感”。疫情之后，有理由相信，西方国家将更加重视自身的“经济安全”，推动产业链布局回归“本土”。

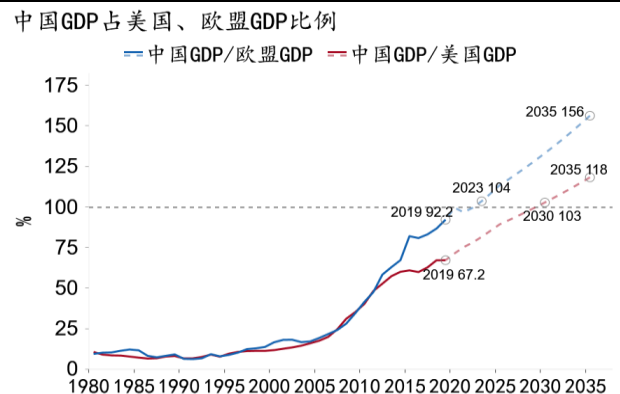
三是贫富差距扩大推动政治倾向“左转”。从全球看，疫情对依赖工资收入的低收入人群冲击更大，而高收入人群则受益于宽松货币政策带来的股票和住房等资产价格上涨，贫富差距进一步恶化。历史告诉我们，日益恶化的贫富差距，将推动政治和经济政策“向左转”，自由主义经济主张失去感召力，“公平”重回国际政治经济的主题。

图 9：咆哮的二十年代



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 10：2028 年中国经济将赶超美国



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D) 在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。