

## 此行何處：中國經濟年終回顧與展望

- 2020 年的經濟表現，超出所有人的預期。疫情的防控差異，使得中國經濟的生產迅速恢復，出口增長強勁，疊加進口替代，產出增長超出疫前水準。明年的主要變化，在於疫苗研發的進展和廣泛接種，最終將迎來人類戰勝病毒的曙光。
- 展望明年的經濟運行的形態，需要把握幾個重要趨勢：經濟增長方面，上半年中國依然是“一枝獨秀”，但隨著疫苗的推出，下半年全球將進入到一個共同復蘇的軌道。貿易方面，中國供應鏈的“替代效應”將會逐漸消退，出口增長逐漸回落。匯率方面，美元並不會進入長週期熊市，人民幣還有一定的升值空間，對出口增長造成負面影響。區域合作方面，RCEP 區域貿易協定的簽訂為多邊體系的重建提供了一個契機，但美國和歐洲的缺席，並不是值得誇耀的勝利。中美關係方面，中美戰略競爭定位不會改變，但拜登上臺能夠為中美打開一定的合作空間。信用方面，近期的信用違約事件主要是個體的失敗。如果無序違約形成系統性風險，就需要宏觀管理部門的及時介入。
- 明年全球經濟會進入到疫後修復的大框架中。主要國家的經濟增速都會較 2020 年有較大的上升，形成“V”型反彈。中國經濟增長按季逐步向潛在增速回歸，全年經濟增長 8.5-9.0%。中國的股票市場，得益於企業盈利的改善，將呈結構性上漲行情。

丁安華，首席經濟學家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbi.com.hk

一年以前，無人知曉 2020 年人類會遭遇如此突如其來的新冠疫情。其時各大機構對經濟的預判，今天看來已經失去了意義。這場大流行病超出了所有人的預期，全球經濟瞬間跌入穀底。

為應對疫情對經濟社會的負面衝擊，中央在“六穩”基礎上提出“六保”政策，財政貨幣轉向“雙寬鬆”，金融機構勇敢地承擔了為實體經濟減負的主體責任。進入下半年，防控得當使得中國經濟復蘇前置於其他主要發達經濟體，出口增長屢創新高。新形勢下，11 月召開的五中全會制定了“十四五”規劃藍圖，提出構建“國內國際雙迴圈”的新發展格局。

又是一年終結時。明年會怎麼樣？中國經濟會走向何方？展望明年的經濟形勢，有必要對幾個重要問題進行梳理和回答。

## 中國經濟：還會是“一枝獨秀”嗎？

受益於有效的防控措施，我國經濟從二季度開始企穩回升。今年中國是全球主要經濟體中唯一實現正增長的國家，可以用“一枝獨秀”來形容。**那明年中國還會是“一枝獨秀”嗎？現在看起來，明年上半年還會是，下半年全球就會進入到一個共同復蘇的軌道上。**

觀察當下經濟運行的特徵，有兩點值得關注：一個是當下中國經濟的表現，主要是因為疫情受控帶動我國經濟復蘇前置於其他主要經濟體。中國的生產和供應鏈成為全球最穩健和最安全的選擇；另一個是海外的經濟恢復，依然受到疫情蔓延的影響，復蘇的斜率取決於疫苗推出的時點。

雖然全球確診案例還在不斷上升，但死亡率卻在下降。這意味著人類對於新冠疫情的認知在不斷加深，並加速推動治療方案的形成和疫苗的研發。**基準情形下，明年年中人類將迎來戰勝新冠疫情的曙光。**

隨著疫苗的推出和廣泛接種，這場肆虐全球的新冠疫情最終將受到控制，並推動海外經濟加快恢復。當全球生產活動恢復後，中國的供應鏈不再是唯一的選擇，全球經濟將回復到疫情以前的框架，中國的經濟增長也將回歸到潛在水準。

## 貿易：“替代效應”還存在嗎？

出口貿易的“異軍突起”是今年人意表的經濟亮點，也是現下最值得關注的問題之一。在全球疫情蔓延的第二季度，我國出口增速出現明顯回升。**這主要源於出口的“替代效應”。**當時海外受困於疫情，生產和供應鏈都遭到了拖累。而我國疫情的成功防控帶領生產活動“突出重圍”，從而對海外相關出口產品形成了替代。

目前大家談論較多的是出口的替代效應。時至今日，海外生產和供應鏈的受損仍未完全恢復，補庫存的需求拉動了出口增速，特別是傳統產品和防疫產品。**與此同時，我們不能忽視進口替代對生產活動的刺激作用。**10 月我國的工業增加值同比增速已經達到 6.9%，超過了疫情前的潛在水準。生產活動如此活躍，部分原因是進口的替代效應，特別是在高端製造業上。最近我做了兩個企業調研，涉及壓縮機和精密儀器的生產，以前這兩個領域主要的競爭對手是海外企業的進口。由於今年海外供應鏈受損，出現國內市場的進口替代，推升了相關製造業的生產。

**明年這種替代效應還會延續嗎？答案應該是否定的。**到了明年下半年，隨著全球經濟恢復常態，我國的進出口會回到潛在的增長水準。不過，這一兩年的時間視窗，還是為中國的企業爭取到了成長機會和市場空間。

## 美元：進入長週期熊市了嗎？

當下認為美元進入長週期熊市的聲音不絕於耳。從歷史上來看，美元的熊市週期平均持續 5-6 年，跌幅大概在 20% 到 30% 左右。單從美元指數上來看，近一年美元的確是呈現了一個下行的趨勢。**但說美元下跌是長週期趨勢，我認為依據仍然不足。**從經濟基本面來看，美國與非美地區的經濟增長並不是“此消彼長”的關係。相較於歐洲，美國的創新機制對經濟增長的拉動力仍然很強，我不接受“歐洲經濟將長期超越美國”的觀點。另外，考慮到美歐利差的邊際變化會趨於鈍化、赤字對美元的拖累邊際弱化以及美元信用長期內仍然穩固，現下並不能做出美元長期下跌的判斷。最近美元指數的下行更多是因為市場風險偏好提升所導致，美元本身的“避險”的邏輯絲毫未變。

**那麼人民幣會升值嗎？我認為還會持續一段時間，但不存在長期升值的邏輯。**一是國內經濟復蘇明顯前置於其他國家，對匯率會形成支撐。但到了明年下半年，全球主要經濟體的增速會向一個均值或者常態收斂；二是中國的貨幣政策當局無意看到人民幣匯率出現長期升值預期。我們的政策目標是“保持人民幣匯率在合理均衡水準上保持穩定”，並增加人民幣匯率的彈性。考慮到匯率上升對出口的不利的影響，貨幣當局的意圖還是會將人民幣匯率保持在一個穩定的區間內。**所以，人民幣雖有一定的升值空間，但不宜簡單地趨勢外推。**

## RCEP：誰的勝利？

歷時八年之久的《區域全面經濟夥伴關係協定》（RCEP）正式簽署，引發熱烈討論。**在我看來，不宜把 RCEP 的簽署簡單理解為中國的勝利。**追根溯源，RCEP 是在東盟十國的倡議上擴展的一個多邊體系，也就是所謂的“10+3+2”（東盟十國+中日韓+澳新）。在全球保護主義興起的背景下，RCEP 的簽訂為多邊合作構建了一個“樣板”，可能會推動擱置已久的多邊貿易談判進程。從重建全球多邊體系的意義上來看，RCEP 的簽訂是現象級的。

但詳細地解剖 RCEP 包含的經濟體，可以發現兩個特徵：一是 RCEP 包含的基本上是出口導向型經濟體，他們都是上一輪全球化和自由貿易的共同受益者。二是 RCEP 區域可以理解為全球主要的製造業中心，更多地體現全球貿易的供給端，而不是最終需求端。構建完整的多邊貿易體系，必須包含供給與需求兩端。從這個意義上講，RCEP 區域貿易協定簽署，為多邊體系的重建提供了一個契機。但是，美國和歐洲的缺席，並不是值得誇耀的勝利。

## 中美關係：會轉好嗎？

拜登的獲選應該是塵埃落定了，特朗普的卸任令人們處於希望高漲的狀態。拜登上臺，肯定會影響中美關係的未來。

不過，中美關係的性質是不會改變的，也是不以人的意志為轉移。經過特朗普和他的幕僚四年來的論述，中美之間已經不可能回到戰略夥伴關係之上，拜登將延續兩國之間的戰略競爭的定位。拜登帶來的變化，更多是行為上的，重回彬彬有禮的職業外交傳統。拜登會通過爭取盟國的認同實現美國的領導力，繼續遏制中國。

但是，拜登上臺還是為中美關係打開一定的合作空間。一是拜登可能會恢復奧巴馬時期與中國建立的戰略經濟對話管道；二是拜登明言重回世界衛生組織，有可能在全球防疫以及疫苗研發等議題上進行合作；三是拜登新政中最重要議題之一是“綠色新政”，他本人強調要重回巴黎氣候協議。這與我國的綠色經濟發展目標不謀而合，有可能形成共同的利益。

## 債券違約：可能導致系統風險嗎？

最近信用違約事件增多，給市場帶來了一些恐慌。在貨幣和信用政策從寬鬆走向中性的過程中，信用事件的出現是可預期且正常的現象。我們需要關注的是這些違約事件，究竟是個體的失敗還是系統性的風險。我認為，迄今為止發生的違約，主要是個體的失敗。

重要的信用事件通常會導致投資邏輯的重構，進而體現在市場價格的波動。債券市場的價格發現是否有效，存在一個難題，就是對地方政府和國有企業的神秘信仰。近期的違約事件引發了監管部門的高度關注和積極介入，以維護市場穩定，相信這些違約事件能夠得到妥善處理，不會構成系統性風險。

展望明年，在貨幣政策回歸中性的過程中，違約事件的發生將會持續。如果是有序違約，打破剛性兌付，對信用定價和信用市場的發展是有益的；如果是無序違約，那就有可能形成系統性風險，需要宏觀管理部門的及時介入。

## 此行何處：2021年經濟展望

明年全球經濟會進入到疫後修復的大框架中。主要國家的經濟增速都會較2020年有較大的上升，形成“V”型反彈。不過，我們不要被同比增速所迷惑，因為今年不是一個正常的年份。預計明年美國經濟增速將從今年的-3.3%上升至4.3%，歐洲將從今年的-6.9%回升至5.3%。GDP的名義值方面，全年來看美歐離潛在水準還有一段距離。因此，美聯儲和歐央行將繼續實施寬鬆的貨幣政策，將利率維持在較低的水準上。財政政策方面，歐洲將繼續推動現有政策落地，拜登的上臺或推動美國實施更大規模的財政刺激。

中國經濟將回歸常態。防疫得當的前置效應在明年上半年依然奏效，但下半年將回歸到正常的經濟框架中。由於基數的原因，按季度的經濟增速前高後低，全年增速將升至8.5-9.0%。政策方面，貨幣政策回歸中性，財政政策依然積極。金融市場方面，人民幣匯率仍有一定的升值空間。股票市場方面，資本市場進一步開放和企業盈利的邊際改善，將帶動整體股市溫和上漲。

2021年註定是帶來變化的一年，也是挑戰和機遇共存的一年。新冠疫情仍有諸多不確定性，對人類活動的影響充滿變數。逆全球化趨勢和中美緊張關係很難實質性轉向，地緣

政治環境或將繼續惡化。但我們也要看到變化中的機遇，區域合作意願正在抬升，人類共同利益或推動全球多邊體系的重建。滌舊蕩新，做好準備，懷抱希望，才能在時代更迭的風浪中屹立不倒。



## 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士。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。