

此行何处：中国经济年终回顾与展望

- 2020 年的经济表现，超出所有人的预期。疫情的防控差异，使得中国经济的生产迅速恢复，出口增长强劲，叠加进口替代，产出增长超出疫前水平。明年的主要变化，在于疫苗研发的进展和广泛接种，最终将迎来人类战胜病毒的曙光。
- 展望明年的经济运行的形态，需要把握几个重要趋势：经济增长方面，上半年中国依然是“一枝独秀”，但随着疫苗的推出，下半年全球将进入到一个共同复苏的轨道。**贸易方面**，中国供应链的“替代效应”将会逐渐消退，出口增长逐渐回落。**汇率方面**，美元并不会进入长周期熊市，人民币还有一定的升值空间，对出口增长造成负面影响。**区域合作方面**，RCEP 区域贸易协议的签订为多边体系的重建提供了一个契机，但美国和欧洲的缺席，并不是值得夸耀的胜利。**中美关系方面**，中美战略竞争定位不会改变，但拜登上台能够为中美打开一定的合作空间。**信用方面**，近期的信用违约事件主要是个体的失败。如果无序违约形成系统性风险，就需要宏观管理部门的及时介入。
- 明年全球经济会进入到疫后修复的大框架中。主要国家的经济增速都会较 2020 年有较大的上升，形成“V”型反弹。中国经济增长按季逐步向潜在增速回归，全年经济增长 8.5-9.0%。中国的股票市场，得益于企业盈利的改善，将呈结构性上涨行情。

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

一年以前，无人知晓 2020 年人类会遭遇如此突如其来的新冠疫情。其时各大机构对经济的预判，今天看来已经失去了意义。这场大流行病超出了所有人的预期，全球经济瞬间跌入谷底。

为应对疫情对经济社会的负面冲击，中央在“六稳”基础上提出“六保”政策，财政货币转向“双宽松”，金融机构勇敢地承担了为实体经济减负的主体责任。进入下半年，防控得当使得中国经济复苏前置于其他主要发达经济体，出口增长屡创新高。新形势下，11 月召开的五中全会制定了“十四五”规划蓝图，提出构建“国内国际双循环”的新发展格局。

又是一年终结时。明年会怎么样？中国经济会走向何方？展望明年的经济形势，有必要对几个重要问题进行梳理和回答。

中国经济：还会是“一枝独秀”吗？

受益于有效的防控措施，我国经济从二季度开始企稳回升。今年中国是全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，可以用“一枝独秀”来形容。那明年中国还会是“一枝独秀”吗？现在看起来，明年上半年还会是，下半年全球就会进入到一个共同复苏的轨道上。

观察当下经济运行的特征，有两点值得关注：一个是当下中国经济的表现，主要是因为疫情受控带动我国经济复苏前置于其他主要经济体。中国的生产和供应链成为全球最稳健和最安全的选择；另一个是海外的经济恢复，依然受到疫情蔓延的影响，复苏的斜率取决于疫苗推出的时点。

虽然全球确诊病例还在不断上升，但死亡率却在下降。这意味着人类对于新冠疫情的认知在不断加深，并加速推动治疗方案的形成和疫苗的研发。基准情形下，明年年中人类将迎来战胜新冠疫情的曙光。

随着疫苗的推出和广泛接种，这场肆虐全球的新冠疫情最终将受到控制，并推动海外经济加快恢复。当全球生产活动恢复后，中国的供应链不再是唯一的选择，全球经济将回到疫情以前的框架，中国的经济增长也将回归到潜在水平。

贸易：“替代效应”还存在吗？

出口贸易的“异军突起”是今年出人意表的经济亮点，也是现下最值得关注的问题之一。在全球疫情蔓延的第二季度，我国出口增速出现明显回升。这主要源于出口的“替代效应”。当时海外受困于疫情，生产和供应链都遭到了拖累。而我国疫情的成功防控带领生产活动“突出重围”，从而对海外相关出口产品形成了替代。

目前大家谈论较多的是出口的替代效应。时至今日，海外生产和供应链的受损仍未完全恢复，补库存的需求拉动了出口增速，特别是传统产品和防疫产品。与此同时，我们不能忽视进口替代对生产活动的刺激作用。10 月我国的工业增加值同比增速已经达到 6.9%，超过了疫情前的潜在水平。生产活动如此活跃，部分原因是进口的替代效应，特别是在高端制造业上。最近我做了两个企业调研，涉及压缩机和精密仪器的生产，以前这两个领域

主要的竞争对手是海外企业的进口。由于今年海外供应链受损，出现国内市场的进口替代，推升了相关制造业的生产。

明年这种替代效应还会延续吗？答案应该是否定的。到了明年下半年，随着全球经济恢复常态，我国的进出口会回到潜在的增长水平。不过，这一两年的时间窗口，还是为中国的企业争取到了成长机会和市场空间。

美元：进入长周期熊市了吗？

当下认为美元进入长周期熊市的声浪不绝于耳。从历史上来看，美元的熊市周期平均持续 5-6 年，跌幅大概在 20% 到 30% 左右。单从美元指数上来看，近一年美元的确是呈现了一个下行的趋势。**但说美元下跌是长周期趋势，我认为依据仍然不足。**从经济基本面来看，美国与非美地区的经济增长并不是“此消彼长”的关系。相较于欧洲，美国的创新机制对经济增长的拉动力仍然很强，我不接受“欧洲经济将长期超越美国”的观点。另外，考虑到美欧利差的边际变化会趋于钝化、赤字对美元的拖累边际弱化以及美元信用长期内仍然稳固，现下并不能做出美元长期下跌的判断。最近美元指数的下行更多是因为市场风险偏好提升所导致，美元本身的“避险”的逻辑丝毫未变。

那么人民币会升值吗？我认为还会持续一段时间，但不存在长期升值的逻辑。一是国内经济复苏明显前置其他国家，对汇率会形成支撑。但到了明年下半年，全球主要经济体的增速会向一个均值或者常态收敛；二是中国的货币政策当局无意看到人民币汇率出现长期升值预期。我们的政策目标是“保持人民币汇率在合理均衡水平上保持稳定”，并增加人民币汇率的弹性。考虑到汇率上升对出口的不利影响，货币当局的意图还是会将人民币汇率保持在一个稳定的区间内。**所以，人民币虽有一定的升值空间，但不宜简单地趋势外推。**

RCEP：谁的胜利？

历时八年之久的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署，引发热烈讨论。**在我看来，不宜把 RCEP 的签署简单理解为中国的胜利。**追根溯源，RCEP 是在东盟十国的倡议上扩展的一个多边体系，也就是所谓的“10+3+2”（东盟十国+中日韩+澳新）。在全球保护主义兴起的背景下，RCEP 的签订为多边合作构建了一个“样板”，可能会推动搁置已久的多边贸易谈判进程。从重建全球多边体系的意义上来看，RCEP 的签订是现象级的。

但详细地解剖 RCEP 包含的经济体，可以发现两个特征：一是 RCEP 包含的基本上是出口导向型经济体，他们都是上一轮全球化和自由贸易的共同受益者。二是 RCEP 区域可以理解为全球主要的制造业中心，更多地体现全球贸易的供给端，而不是最终需求端。构建完整的多边贸易体系，必须包含供给与需求两端。从这个意义上讲，RCEP 区域贸易协议签署，为多边体系的重建提供了一个契机。但是，美国和欧洲的缺席，并不是值得夸耀的胜利。

中美关系：会转好吗？

拜登的获选应该是尘埃落定了，特朗普的卸任令人们处于希望高涨的状态。拜登上台，肯定会影响中美关系的未来。

不过，中美关系的性质是不会改变的，也是不以人的意志为转移。经过特朗普和他的幕僚四年来的论述，中美之间已经不可能回到战略伙伴关系之上，拜登将延续两国之间的战略竞争的定位。拜登带来的变化，更多是行为上的，重回彬彬有礼的职业外交传统。拜登会通过争取盟国的认同实现美国的领导力，继续遏制中国。

但是，拜登上台还是为中美关系打开一定的合作空间。一是拜登可能会恢复奥巴马时期与中国建立的战略经济对话渠道；二是拜登明言重回世界卫生组织，有可能在全球防疫以及疫苗研发等议题上进行合作；三是拜登新政中最重要议题之一是“绿色新政”，他本人强调要重回巴黎气候协议。这与我国的绿色经济发展目标不谋而合，有可能形成共同的利益。

债券违约：可能导致系统风险吗？

最近信用违约事件增多，给市场带来了一些恐慌。在货币和信用政策从宽松走向中性的过程中，信用事件的出现是可预期且正常的现象。我们需要关注的是这些违约事件，究竟是个体的失败还是系统性的风险。我认为，迄今为止发生的违约，主要是个体的失败。

重要的信用事件通常会导致投资逻辑的重构，进而体现在市场价格的波动。债券市场的价格发现是否有效，存在一个难题，就是对地方政府和国有企业的神秘信仰。近期的违约事件引发了监管部门的高度关注和积极介入，以维护市场稳定，相信这些违约事件能够得到妥善处理，不会构成系统性风险。

展望明年，在货币政策回归中性的过程中，违约事件的发生将会持续。如果是有序违约，打破刚性兑付，对信用定价和信用市场的发展是有益的；如果是无序违约，那就有可能形成系统性风险，需要宏观管理部门的及时介入。

此行何处：2021 年经济展望

明年全球经济会进入到疫后修复的大框架中。主要国家的经济增速都会较 2020 年有较大的上升，形成“V”型反弹。不过，我们不要被同比增速所迷惑，因为今年不是一个正常的年份。预计明年美国经济增速将从今年的-3.3%上升至 4.3%，欧洲将从今年的-6.9%回升至 5.3%。GDP 的名义值方面，全年来看美欧离潜在水平还有一段距离。因此，美联储和欧央行将继续实施宽松的货币政策，将利率维持在较低的水平上。财政政策方面，欧洲将继续推动现有政策落地，拜登的上台或推动美国实施更大规模的财政刺激。

中国经济将回归常态。防疫得当的前置效应在明年上半年依然奏效，但下半年将回归到正常的经济框架中。由于基数的原因，按季度的经济增速前高后低，全年增速将升至 8.5-9.0%。政策方面，货币政策回归中性，财政政策依然积极。金融市场方面，人民币汇

率仍有一定的升值空间。股票市场方面，资本市场进一步开放和企业盈利的边际改善，将带动整体股市温和上涨。

2021 年注定是带来变化的一年，也是挑战和机遇共存的一年。新冠疫情仍有诸多不确定性，对人类活动的影响充满变数。逆全球化趋势和中美紧张关系很难实质性转向，地缘政治环境或将继续恶化。但我们也要看到变化中的机遇，区域合作意愿正在抬升，人类共同利益或推动全球多边体系的重建。涤旧荡新，做好准备，怀抱希望，才能在时代更迭的风浪中屹立不倒。

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。

招銀國際证券投资评级

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	：招銀國際证券并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

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

招銀國際证券有限公司

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

招銀國際证券有限公司(“招銀國際证券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際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。招銀國際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銀國際证券编写，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。招銀國際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，未经招銀國際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

招銀國際证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際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师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。