年中展望：復蘇曲折前行，貨幣潮水退去

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

- 2021 年棋至中局，驅動全球經濟復蘇和金融市場走勢的關鍵因素，出現了新的變化。疫苗效應、再通脹和政策回歸三大主題，正在兌現其對金融市場的影響。雖然疫情時代仍未過去，全球經濟已經踏上疫苗復蘇之路，宏觀政策處於回歸的路口，貨幣潮水即將退去。
- 自去年底新冠疫苗投入緊急使用以來，已證明了其有效性。不過，疫苗有效性仍存在缺口，短期內人類不可能通過疫苗接種實現流行病學意義上的"群體免疫"。從西方國家來看，疫苗接種推出以來，感染率、住院率和死亡率顯著降低，經濟活動快速修復。
- 中國獨樹一幟，疫情"先進先出"，經濟率先復蘇。疫苗推出之後，受可得性限制，各經濟體將梯次進入"疫苗復蘇"階段。美國為第一梯隊，歐洲為第二梯隊，大部分發展中國家和不發達國家為第三梯隊。
- 今年以來，受週期性大宗商品價格上漲、發達國家現金補助拉升居民可支配收入和疫苗接種帶來的樂觀情緒影響，通脹快速上升。考慮基數效應和美聯儲可能釋放縮減 QE 信號，大宗商品價格同比增速將趨於回落。
- 隨著疫苗復蘇加速，再通脹趨勢確立，全球超寬鬆宏觀政策的拐點隱現。美聯儲已經開始著手佈局政策調整的路線圖；歐洲復蘇進程晚於美國一個季度，政策轉向相對滯後。
- 相對於去年底對 2021 年度的全球經濟預測，我們上調了週邊經濟增長預測，其中美國經濟預測由 4.5%大幅上調至 6.8%；中國經濟預測由 8.8%小幅下調至 8.6%。上調美國經濟預測，主要原因在於拜登政府的"財政刺激三部曲"以及疫苗加快接種。下調中國經濟預測，主要原因在於上半年基建專案新開工進展不理想，消費修復也不及預期，加之近期南方局部地區新冠病毒疫情反復，壓制出行、消費和出口。
- 對我國資本市場而言，利好因素仍佔居上風。一方面，流動性條件已經趨於穩定，資金面相對平穩、總體寬鬆適度。另一方面，上市公司盈利改善趨勢明顯，中下游企業利潤受到擠壓的情況將邊際緩解。

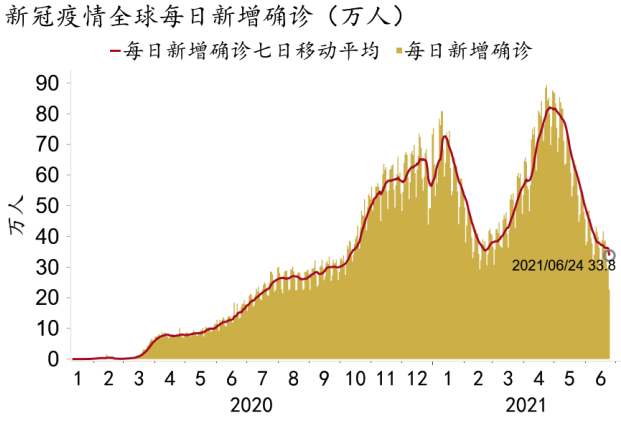
引言

2021 年棋至中局，驅動全球經濟復蘇和金融市場走勢的關鍵因素，出現了新的變化。我們小幅下調中國經濟預測，大幅上調美國經濟預測。箇中因由，值得細品。其中，疫苗效應、再通脹和政策回歸三大主題，正在兌現其對金融市場的影響。雖然疫情時代仍未過去，全球經濟已經踏上疫苗復蘇之路，宏觀政策處於回歸的路口，貨幣潮水即將退去。這一過程註定充滿崎嶇。

一、疫苗預期基本兌現

自去年底疫苗投入緊急使用以來，半年時間全球疫苗接種累計已超過 28 億劑。這項人類歷史前所未見的公共衛生行動，正在與病毒傳播和毒株變異賽跑。從全球新冠確診資料來看，上半年呈現先升後降的陡峭曲線形態，說明技術干預對疫情演變產生了實質性的影響（圖 1）。新冠疫苗已經證明了其在真實世界中的有效性。美國疾控中心（CDC）研究顯示，輝瑞和莫德納兩款 mRNA 疫苗在完成第二劑接種的 14 天后，保護率到達 90%。完全接種後發生突破性感染（breakthrough infection）[1]的概率小於萬分之一。以色列接種了兩劑輝瑞疫苗的人群中，有症狀感染病例減少了 94%，住院率降低 87%，重症率下降 92%。

圖 1: 全球新冠日新增確診人數快速回落



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

不過，殘酷的事實是，疫苗有效性仍存在缺口，在數學意義上不可能推導出“清零”。受疫苗生產和分配的制約，加之疫苗政治的操縱，短期內人類不可能通過疫苗接種實現流行病學意義上的“群體免疫”。

首先，即使疫苗供應充裕，接種意願也極大地制約了接種率的上升。隨著高意願人群完成接種，接種率上行斜率將顯著放緩。這種情況已經在美國和以色列等接種率領先的國家出現，達到群體免疫仍有相當距離。

[1] 突破性感染是指在完全接種 14 天后，接種者再度感染新冠病毒。

其次，發展中國家的疫苗接種明顯落後，病毒在這些地區激劇變異，傳播能力持續增強，突破性感染可能摧毀發達國家構築的疫苗防線。人類達成真正的群體免疫仍然路途遙遠。

病毒變異具有巨大的不確定性，近期 Delta 變異毒株快速傳播，全球確診感染曲線下行趨勢減緩。好消息是，目前幾款主要疫苗的有效性仍能得到基本保障，同時各國科學家還在疫苗開發上日以繼夜地工作，以期推出更有效的醫療解決方案。

從西方國家來看，疫苗接種推出以來，感染率、住院率和死亡率顯著降低，人們對新冠病毒的恐懼開始消退，醫療體系的壓力得到緩解，人民生活逐漸回歸正常，經濟活動快速修復。

二、全球復蘇：梯次井然

中國獨樹一幟，疫情“先進先出”，經濟率先復蘇。

疫苗推出之後，受可得性限制，各經濟體將梯次進入“疫苗復蘇”階段。其中，美國為第一梯隊，經濟在二季度進入加速修復階段，三季度隨著疫苗接種率觸及上限，經濟活動將基本恢復正常。

歐洲為第二梯隊。年初由於供給約束，歐洲疫苗接種進展受到拖累，但目前接種速度已經超越美國，預計接種率將在三季度追平美國，經濟修復的時點約比美國晚一個季度。

大部分發展中國家和不發達國家為第三梯隊，由於缺乏資金、疫苗、技術和專業人員，這些國家的“疫苗復蘇”將顯著滯後於歐美國家，經濟恢復所需時間也相對更長。

在梯次復蘇格局下，各國經濟面臨結構性的變化。這一變化的路徑是，首先生產和就業恢復，然後服務消費逐步回暖，最後宏觀政策回歸正常。中國“先進先出”，基本上已經完成這一過程。美國、歐洲和其它經濟體也將梯次進入這一修復的不同階段。這將會對全球經濟的格局產生持續而動態的影響。

首先，看中國。我國的生產恢復領先全球，在其它國家生產仍受衝擊的情況下，中國生產體現了一種替代的作用，這點明顯反映在出口增長之上。特別是，歐美國家的現金補助提升了商品消費需求，這部分需求外溢成為中國出口的助推器。不過，隨著全球梯次進入生產恢復階段，這種替代作用終將緩慢消退。

其次，看美國和歐洲。隨著疫苗接種率的提升，它們的生產活動將會恢復，供給缺口開始收窄，需求外溢進入尾聲。此外，美歐接觸性服務消費將快速回暖，商品消費增長相對放緩。隨著通脹預期的上升，政策回歸的節奏和力度將持續困擾全球金融市場。

最後，看發展中國家。目前，疫情在印度、東南亞和拉美國家依然嚴峻，病毒持續變異。這些國家的生產和供應鏈恢復仍需時日。對中國而言，部分生產替代作用依然存在。但隨著疫苗接種的上升，東南亞國家的出口產能逐步恢復，全球供應鏈還是會朝向疫前格局均值回歸。這一轉折最早可能發生在四季度。

三、再通脹交易趨於收斂

今年以來，全球通脹快速進入上升通道。支撐通脹快速上升的因素主要有三：一是全球經濟持續修復，週期性大宗商品價格明顯上漲；二是主要發達國家現金補助拉升居民可支配收入；三是疫苗接種帶來的樂觀情緒推動通脹預期上行。

在全球經濟體中，美國通脹走勢最為引發關注。由於主要大類資產均由美元定價，美國通脹上升無疑將影響全球資產價格，並外溢到其它國家，形成全球通脹風險。年初至今，美國 CPI 同比快速上升，從 1 月份的 1.4%升至 5 月份的 4.9%。作為實際通脹的領先指標，美國盈虧平衡通脹率（5 年期）從年初的 2.0%附近上行至目前的 2.57%左右。

大宗商品的上漲有其特殊性。其一是經濟復蘇帶動需求上升，同時疫情制約部分生產國的供給能力；其二，流動性充裕導致市場風險偏好升高，對大宗商品的投機需求上升；三是美元持續貶值通過匯率平價機制抬升大宗商品價格。展望下半年，雖然大宗商品價格仍可能再繼續保持高位，但同比增速將由於低基數效應消退而趨於回落。如果美聯儲釋放縮減 QE 的信號，美元流動性收緊，也可能抑制大宗商品的投機需求。所以，大宗商品的價格升勢大概率走緩。

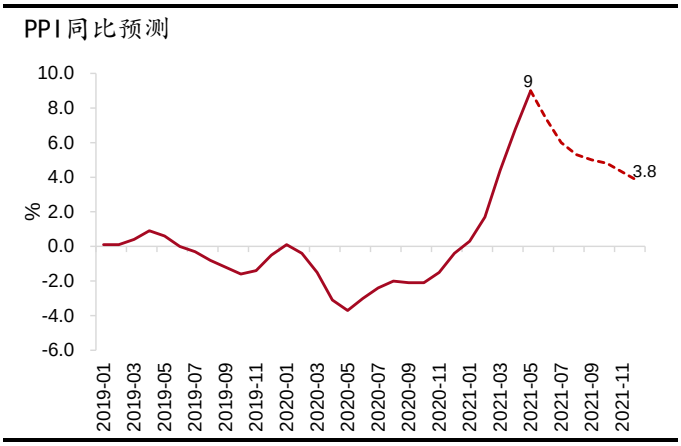
此外，發達國家的現金補助，已經告一段落，對消費的拉動作用逐漸衰減。加之疫情在東南亞和拉美國家依然嚴峻，病毒變異可能導致確診病例階段性反彈，疫苗帶來的樂觀預期並不牢靠。所以，下半年，金融市場對再通脹的憂慮很可能趨於收斂。

美國 CPI 同比增速將呈“前高後低”的倒 V 型走勢，但全年中樞仍將大幅攀升至 3%左右。正如鮑威爾所言，美國通脹可能是“暫時性”而非“持久性”。全年高點出現在 5 月份，三四季度逐步回落至 2%上方。金融市場對通脹的預期趨於穩定，日頻資料呈現出下行趨勢。

對於我國而言，美國再通脹的“溢出”更多體現在 PPI 上，對 CPI 的影響較小。究其原因，大宗商品價格與生產資料價格之間有較好的領先滯後關係。特別是原油、鐵礦石、銅等進口依賴度較高的原材料價格上漲，疊加低基數的影響，拉動 PPI 迅速由負轉正，並於 5 月飆升至 9%。下半年在低基數效應消退後，我國 PPI 同比將明顯低於二季度，全年整體“前高後低”，中樞將處於 4.9%附近（圖 2）。

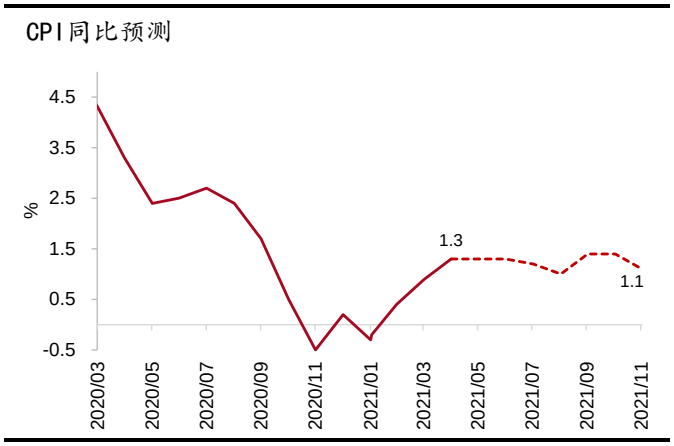
大宗商品對我國 CPI 的影響有限。3 月以來，我國 CPI 的主要驅動力由往年的食品轉化為非食品。服務性消費的修復驅動核心 CPI 同比以相對更快的速度上行。雖然原油等大宗商品價格的上行導致交通工具用燃料和水電燃料分項價格上漲，但生豬供給量增加導致豬肉價格大幅下跌，使得 CPI 同比仍處於較低水準。在豬肉價格持續下行以及消費修復緩慢的影響下，我國 CPI 同比將呈類 M 型的走勢，全年中樞將處在 1.2%附近，遠低於 3%的政策目標（圖 3）。

圖 2: 下半年我國 PPI 同比增速將趨於回落



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 3: 我國 CPI 同比全年將呈類“M”型的走勢



資料來源：Wind、招商銀行研究院

四、政策回歸的路線圖

隨著疫苗復蘇加速，再通脹趨勢確立，全球超寬鬆宏觀政策的潮水將逐漸退去，政策拐點隱現。美聯儲已經開始著手佈局政策調整的路線圖；歐洲復蘇進程晚於美國一個季度，政策轉向相對滯後。

6 月議息會議上，美聯儲發出了貨幣政策轉向的明確信號。美聯儲的考慮，在於就業與通脹“雙重目標”的平衡。5 月份 PCE 的 12 個月移動平均值已逼近 2%，但新增非農就業連續不及預期。非農就業低於疫前水準 760 萬人，部分原因是就業參與率偏低，財政補貼和照顧孩子對就業市場造成了極大的摩擦。隨著現金補貼的終結和面授課堂的恢復，非農就業將在三季度出現實質性改善，就業供需缺口收斂。

觀察美聯儲近期的動作，結合次貸危機後的退出經驗，美國貨幣政策轉向的路線圖逐步清晰，可視為三步曲：

第一步，調整管制利率（administered rates）以回收過剩流動性。6 月議息會議後，美聯儲宣佈上調超額準備金利率（IOER）和隔夜逆回購利率（ON RRP），幅度為 5bp（基點）。目前，美聯儲隔夜逆回購工具用量大幅上升，餘額已經達到創紀錄的 7,440 億美元，目的是回收流動性。

第二步，縮減購債並最終停止量化寬鬆。預計美聯儲最早將在今年 9 月發出縮減購債指引，明年開始實質縮減並在年底前結束量化寬鬆。

第三步，進入加息週期。目前點陣圖隱含 2023 年加息 2-3 次，這一時點仍然存在較大不確定性。預計美聯儲可能採取慢啟動、快提速的策略。推遲啟動加息，以便完成“廣泛而包容”的就業修復；之後再快速提升利率以抑制通脹預期。

五、展望：上調週邊經濟預測，下調中國經濟預測

相對於去年底對 2021 年度的全球經濟預測，我們上調了週邊經濟增長預測，其中美國經濟預測由 4.5%大幅上調至 6.8%；中國經濟預測由 8.8%小幅下調至 8.6%。

上調美國經濟預測，主要原因在於拜登政府的"財政刺激三部曲"，包括已出臺的 1.9 萬億美元的《美國救助計畫》，以及正在國會拉鋸的 1 萬億美元《美國就業計畫》（5 年期）和 1.8 萬億美元的《美國家庭計畫》（10 年期）。第一部應對疫情衝擊；後兩部聚焦中長期基建和社會保障。不管最後兩黨妥協出怎樣的方案，都將是天量的財政刺激，為美國經濟注入活力。此外，由於疫苗加快接種，公共衛生狀況明顯改善，美國的服務業下半年將加快恢復，有望實現更為強勁的反彈。

下調中國經濟預測，主要原因在於上半年財政支出進度明顯偏緩，基建項目新開工進展不理想，消費的修復也不及預期。加之近期南方局部地區新冠病毒疫情反復，高強度的防疫措施壓制出行和消費，特別是廣東地區乃出口經濟大省。下半年，我國財政存在著顯著的後置特徵，特別是專項債發行可能提速。但後置的專項債融資進入專案實施環節，可能要拖到明年。出口方面，維持原有的判斷，即四季度將出現替代效應減退的拐點。

六、投資策略：積極因素仍主導市場

今年上半年，美國股市明顯跑贏全球，理據顯而易見。疫苗接種進展理想，經濟復蘇速度加快；拜登財政新政規模龐大；消費者儲蓄水準提高，企業庫存很低，盈利預測積極。雖然市場估值不算便宜，但在 10 年國債收益率目前的低位，殺估值的可能性極低。標普 500 指數每股收益（EPS）預測在 40%以上，業績驅動下牛市有望繼續。

年初至今，中國股市跑輸全球市場，但結構性行情明顯，週期股表現亮眼。"先進先出"導致貨幣政策率先回歸，風格調整的脈絡清晰可見。

展望下半年，雖然不確定性仍存，但積極因素將主導市場。一方面，流動性條件已經趨於穩定，央行無意"敲打"市場，"穩增長""穩通脹"目標均處於合意區間。資金面相對平穩、總體寬鬆適度，廣義流動性缺口呈現收斂態勢，制約利率上行空間。若經濟出現走弱跡象或企業信貸需求顯著回落，央行可能加大流動性投放力度，保障流動性處於偏寬鬆格局。另一方面，上市公司盈利改善趨勢明顯。年初至今，PPI 快速上升導致 PPI-CPI 剪刀差迅速擴大，上游企業利潤同比保持增長，中下游企業利潤增速受到擠壓。下半年 PPI-CPI 剪刀差將逐步收窄，中下游企業利潤受到擠壓的情況將邊際緩解。投資風格逐漸趨於均衡，週期品行情仍有餘溫，成長型企業機會分化，可以看好中小成長。

總之，我們正處於重要的十字路口。雖然貨幣退潮存在不確定性，但全球經濟已踏上復蘇的道路。對股票市場而言，利好因素仍佔居上風。

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。而過去的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篇制的報告。 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。