招商银行
CHINA MERCHANTS BANK

首席观点
2021 年 1 月 29 日

山头斜照：

疫苗复苏的未来想象

丁安华　招商银行首席经济学家
☎ 0755-83146635　✉ dinganhua@cmbchina.com



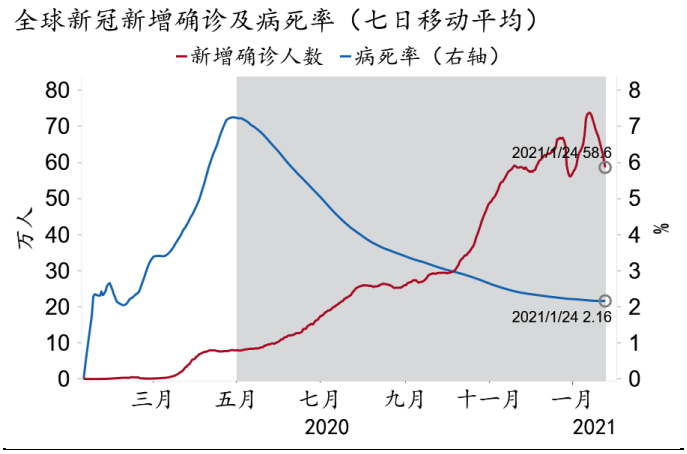
一、全球经济有望步入由疫苗广泛接种带来的普遍复苏

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，但是新冠病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，病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。

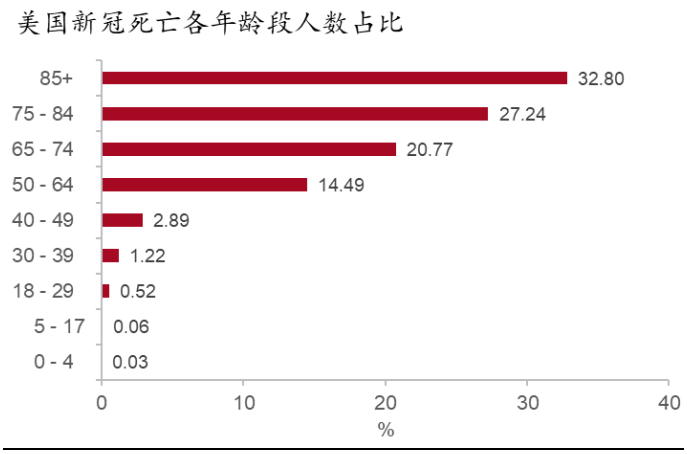
目前全球几款获得紧急使用授权的疫苗有效率均显著高于传统流感疫苗。基准的判断是，今年全球经济有望实现疫苗的广泛接种而带来的复苏。不妨称之为“疫苗复苏”（Vaccine Recovery）吧。

图 1：新冠新增确诊人数与病死率显著背离



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%



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

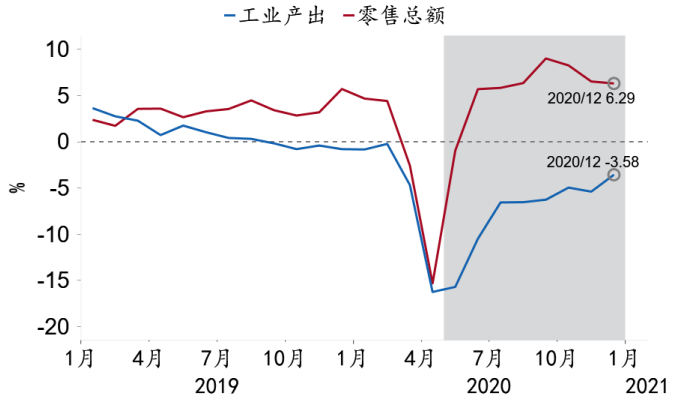
疫情冲击下，欧美的刺激政策以居民家庭为目标，我国的政策以支持企业为主。表现在欧美向居民派发现金，中国为企业减负让利。从经济运行的结果看，欧美家庭获得现金资助，消费强劲而企业生产受损（图 3）；中国防控措施严厉而有效，消费受损而企业生产强劲（图 4）。中国和外部世界，在疫情期间构成了特殊的经济关系：中国生产替代海外生产（进口替代），海外需求向中国外溢（出口替代）（图 5）。

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

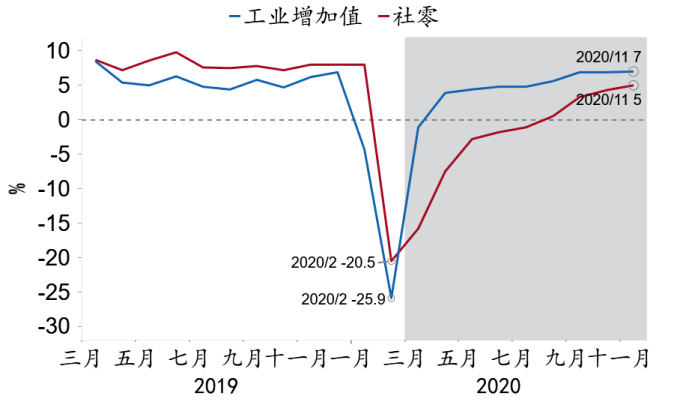
美国生产销售同比增速



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

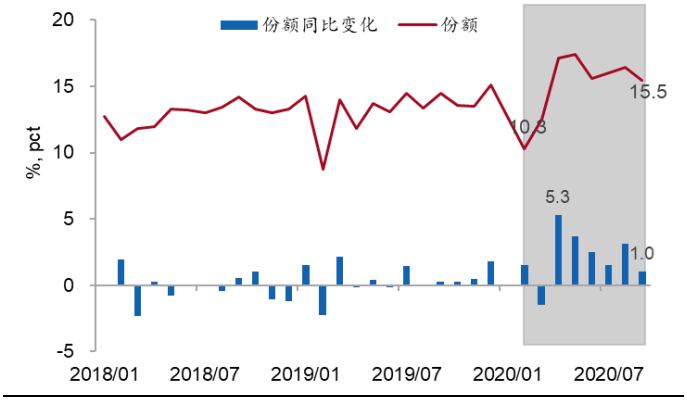
工业增加值与社零当月同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：海外需求向中国外溢

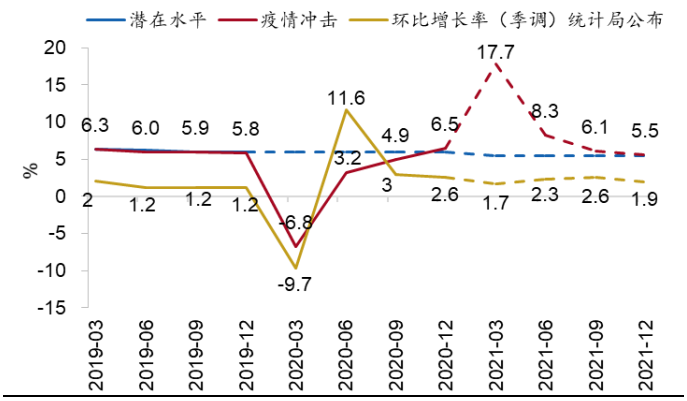
中国在全球贸易中当月份额及同比变化



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：2021 年我国经济增速预测

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

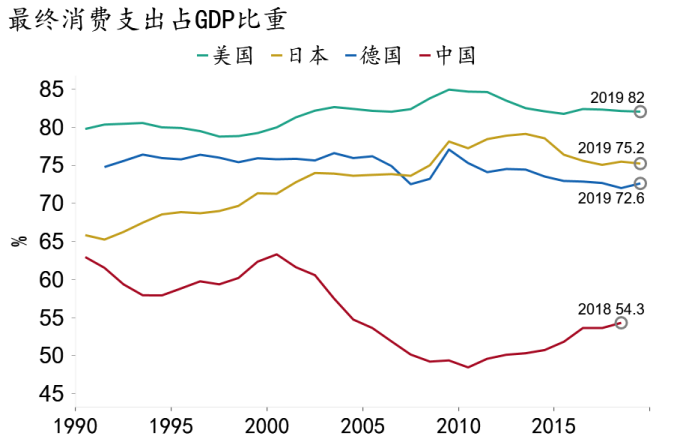
随着中国生产的替代效应逐步消失，出口增长难以维持在目前的高位，明年有可能出现较为明显的回撤。如果出口制造业这一链条逐渐失去动力，经济增长可否持续？这里涉及一个讨论已久的范式转移：内需驱动。

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。

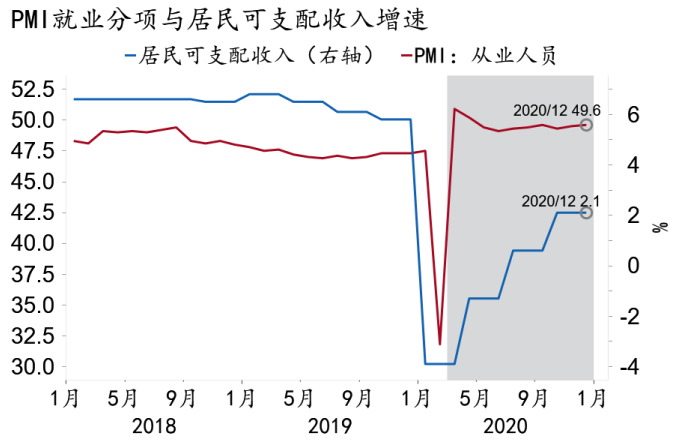
现在，我们来理解五中全会对促进消费的要求就十分清晰了。出口增长失去动力的时候，内需自然成为经济的引擎。要刺激消费，就必须“提高人民收入水平”；要提高居民消费潜力，必须“促进住房消费健康发展”，同时进一步“发展服务消费”。这关系到增长范式的转换，如果明年出口形势逆转，那么留给我们的时间不多了。

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。

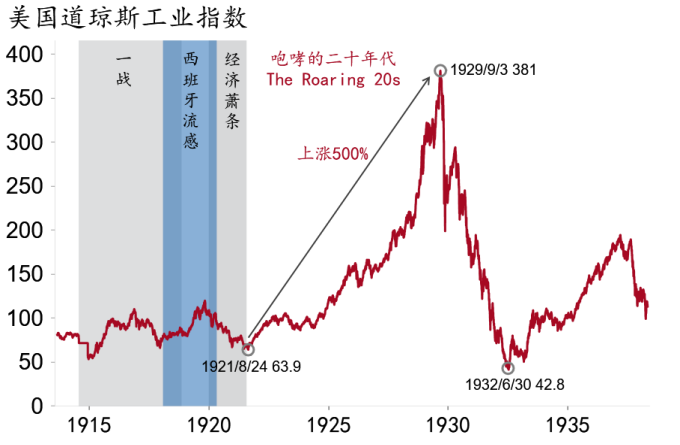
百年之后，新冠大流行。疫苗快速问世，人类依靠科学和理性的力量与病毒斗争，推动“百年未有之大变局”进一步加速演化。有理由相信，一个新的“咆哮的二十年代”正在不远处等待着我们。其中，至少有三个历史性趋势，浩浩汤汤，不可阻挡：

一是中国赶超美国。新冠疫情加快了中国对西方的赶超速度。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”。

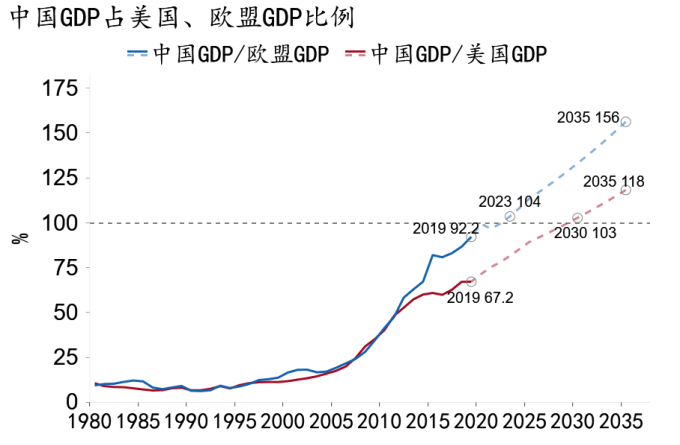
三是贫富差距扩大推动政治倾向“左转”。从全球看，疫情对依赖工资收入的低收入人群冲击更大，而高收入人群则受益于宽松货币政策带来的股票和住房等资产价格上涨，贫富差距进一步恶化。历史告诉我们，日益恶化的贫富差距，将推动政治和经济政策“向左转”，自由主义经济主张失去感召力，“公平”重回国际政治经济的主题。

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

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址　深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话　0755-22699002

邮箱　zsyhyjy@cmbchina.com

传真　0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号