# 关于经济和市场的几个判断

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

- 2020 年对于全球是一个非常特殊的年份。展望 2021，若干重大不确定性因素，如美国大选、英国脱欧、香港社会事件等正在消退。当前制约全球经济形态最重要的因素仍是新冠肺炎疫情的演变。虽然目前在全球范围内确诊人数还在不断增长，但是从数据上也看到新冠的病死率持续走低。随着疫苗接种的普及，**全球经济将进入共振复苏**。低基数下，美国和欧洲经济将快速上行，于今年二季度达到高点。

- **今年中国经济的表现也有比较确定的前景，全年 GDP 预计同比增长 8.5%-9%，同比增速前高后低；环比增速预计呈现先走高，后下行的格局**。2020 年四季度中国经济可能超出潜在增速水平，主要归因于出口对于制造业的拉动以及出口替代和进口替代行业表现亮眼。今年上半年，中国产出或将继续得益于海外经济复苏带来的贸易增量；而四季度开始可能会面临拐点，即产出增长将受制于替代效应的减弱和贸易份额的稳定。

- **货币政策回归常态**。10 年期国债利率已经回到 2019 年疫情前的水平。**财政政策方面，预算赤字安排可能回到 3%传统红线**。相较于去年增长主要依靠疫情期间的逆周期政策调节，今年的经济增长将更多依靠顺周期的消费。由于基数原因，消费的高频指标增速会加快。

- **对于资本市场的主要观点。A 股**：在货币政策回归常态的背景下，估值提升空间不大；但在经济从谷底向上攀升的周期里，盈利改善还有上调的可能性，且尚未被充分定价。预计全年指数还有 15%上行空间，上证指数高点能到 3,800 点。**港股**：在同样的盈利改善的逻辑下，港股还将进一步受益于人民币升值带来的汇兑优势；此外，贸易战、香港社会事件、疫情等风险因素影响下，港股已经连续三年跑输美股和 A 股，当前估值水平相对最低，随着这些不确定因素逐渐消退，作为国际投资者投资中国的开放市场，港股优势明显。预计恒指今年高位超过 30,000。

- **值得关注的风险因素。1）房地产。**总的来看，房地产行业和价格被高度控盘，措施可能有过于严厉的隐忧，需要关注房住不炒、房企三条红线、银行信贷两条红线的影响及其演变；但同时也看到，房地产政策相机决策的灵活性比较强。**2）杠杆和信用风险。**虽然中央未提压降杠杆率目标，但今年宏观杠杆率趋稳对 M2、社融增速形成了制约。此外，应格外关注边缘城投和高负债国企面临的重新定价和违约风险。**3）反垄断，防止资本无序扩张的政策措施。**去年底的中央经济工作会议将此作为今年的八大重点任务之一。然而反垄断目前只是定性表述，没有很清晰的界定，未来的具体举措有待观察。但无疑，涉及的民营科技巨头今年面临的风险会上升。

- **总结来看，今年将是充满希望的年份**，中国经济在全球复苏带动下共振前行。从政策角度来看，担心过于用强用急，需要持续跟踪关注。

# 一、今年经济形势的判断

## 全球经济步入由疫苗接种带来的普遍复苏

对于宏观经济而言，今年最重要的变化之一无疑是疫苗问市和接种人口的增加。目前全球几款获得紧急使用的疫苗有效率都在 90%以上，而瓶颈在于产能限制和全球分发。根据 WHO 和各国公共卫生机构颁布的接种次序指引，疫苗接种大致分为三个阶段：第一阶段，高危人群优先接种，当高危人群完成接种后，预计病亡率继续下行，医疗系统压力得到缓解；第二阶段，必要行业和接触性服务业接种；第三阶段，低风险人群接种。

也许我们会担心出现接种意愿问题，从而令达到群体免疫需要更长的时间。但事实上，从宏观经济的角度看，这种担心意义不大，因为在前两类人群得到接种之后，全球经济就能开启复苏和共振。接种意愿问题只有到第三阶段，即低风险人群接种时才会浮现。当前讨论接种意愿没有太大意义，因为高危人群的接种仍供不应求。

疫苗的接种将开启全球经济的普遍复苏。在低基数下，预计美国、欧洲经济增速会快速上行，2Q21 达到高位。

## 疫苗对中国经济的提振作用低于对外围经济的提振作用

主要原因是疫情在中国内地得到了有效的控制（虽然近期北方等地有疫情反复）。对于中国经济来说最重要的问题并非疫情本身，而来自于防疫政策对经济活动的影响。

我认为，今年中国经济的表现有比较确定的前景，预计**全年 GDP 同比增长 8.5%-9%，同比增速前高后低，**对此市场也已经有比较一致的预期。这样的预期大部分是由于去年基数原因。但在今年，仅仅看同比数据很可能会产生误导。判断中国经济运行的真实形态更需要观测**季调环比数据，**可惜我们没有高质量的官方季调环比数据。

从我们的预测看，2020 年四季度的经济增速可能略高于潜在增速，主要由于制造业生产受到出口的提振，工业增加值增速甚至略高于疫情前的水平。放眼全球看，疫情后中国工业产出高于趋势水平，而消费（以社零作为高频指标衡量）低于趋势水平。欧美的情况则相反，由于财政刺激直接向家庭部门发钱，消费运行好于产出，由此存在供给、需求的缺口向中国溢出，因而中国的出口和工业产出表现不错。去年中国经济表现比较亮眼的部门，有出口替代，也有进口替代（由于发达国家制造业活动疲软，以前出口到中国的产品被中国国内生产所替代）。

这样的趋势在 2021 是否能够维持？我们认为，今年海外经济复苏对中国的影响有两方面，一方面可能减弱上述的替代效应，另一方面又可能增加全球贸易需求总量，即扩大蛋糕。结构因素和总量因素此消彼长，决定今年中国经济运行的形态。

我们判断：**今年上半年，中国的产出仍将得益于海外经济恢复带来的贸易增量；然而自四季度始可能会看到拐点，即中国的产出增长受制于贸易份额的减少。所以从环比看，我们认为经济增速难以维持在潜在增速之上“持续走高”，而呈现出环比增速先走高，后下行的格局。**

### 关于价格走势

相对于去年而言，PPI 明显走高，上半年上行幅度明显，下半年趋缓趋平。CPI 相对去年略走低，呈现前低后高的趋势。这种背景之下，企业盈利改善的趋势成立，特别是上游部门。

### 宏观政策的演变

**货币政策回归常态。** 10 年期国债利率已经回到 2019 年疫情前的水平，乃全球罕见。

**财政政策方面，**预算赤字安排可能回到 3%传统红线。相较于去年增长主要依靠疫情期间的逆周期政策调节，今年的经济增长将更多依靠顺周期的消费。由于基数原因，消费的高频指标增速会加快。

### 对人民币走势的判断

人民币强势是市场预期。当前人民币升值会持续到什么时候何种程度？**我认为今年二季度末三季度初，人民币升值对出口的负面影响逐渐显现。**至于人民币升值从去年到现在并没有对出口产生太大的影响，是由于海外生产受制于疫情，只有选择中国这条供应链。随着疫苗接种、经济复苏、海外生产恢复，今年中国的替代效应会逐渐消退，人民币升值的负面影响就会显现。

此外，人民币升值从来不是央行货币政策的目标。所以对人民币走势不宜简单线性外推。**今年上半年在内外经济分化的情况下，升值可能还会继续，年中可能走缓，甚至我认为目前的位置已经没有太大升值的空间。**

当然人民币走势也和美元指数变化相关。当前美元走弱主要是由于疫苗接种和经济复苏，风险偏好上升。从美欧的比较看，我倾向于认为美国经济仍会强于欧洲。

## 二、对资本市场主要的策略观点

### A 股

**从估值角度看提升空间不大，**由于货币政策回归常态，并且当前 A 股估值已处于在历史 90%以上分位。分类来看，高估值个股有回调压力，而低估值个股，如银行和地产，又受到监管趋严的影响，风格转换几番受阻。剩下的恐怕只有低估值周期类股票压力较小。

**盈利增长比较确定，**当前市场预期 A 股有 10-15%的盈利增长。我认为在经济从谷底向上攀升的周期里，盈利上调的可能性比较大。**所以盈利改善存在上调的可能性，目前的股市定价并不完全充分。**因此我们对 A 股持积极态度，结构上更有期待。全年指数可能还有 15%上行空间，上证指数高点能到 3,800 点。

### 港股

过去三年持续落后于美股和 A 股。经历了 2018 贸易战，2019 香港社会事件，2020 疫情，港股连续三年回撤，A/H 价格分化明显走阔。相比于美股和 A 股，港股估值水平最低，因此港股的中国概念股，估值压力比 A 股低很多，不需要过于担忧。

在同样的盈利改善的逻辑下，港股还将进一步受益于人民币升值带来的汇兑优势。香港作为国际投资者投资中国的市场，优势很明显，没有理由不看好。但港股也有脆弱性，与地缘政治相关，随着拜登当选和香港国安法推出，主要的地缘政治风险在逐渐消除。今年对港股可以更乐观，高位可能超过 30,000 点。

### 中国资产对于全球的吸引力上升

在国外低利率甚至负利率、债务不断扩张的背景下，中国资产，尤其是在开放框架下的中国资产对于全球资本的吸引力逐渐上升。但另一方面也有长期博弈的力量，因为中美两国面临在认同政治上的冲突。短期趋势看 2021-22 年，我们认为中国资本市场的收益率是上升的。港股是国际投资者投资中国的特别市场，有其不可替代的优势。

## 三、今年 A 股和港股市场存在的悬念和值得关注的风险因素

主要风险因素中，疫苗的问市和普及确定性较强。在当前的情形下，中美关系似乎也不再是最主要的制约。特朗普在最后的任期内对中国企业的制裁举措可能是最后的疯狂。拜登上台后大概率回归传统外交政策，可预见性比较强。虽然长期而言，美国可能会通过重回全球领导地位而继续施压于中国，中美关系在认同政治的冲突不可避免。但是在今年，中美关系在拜登上任后会有一段时间稳定期，有缓和的空间。

我认为 2021 年中国经济主要有以下三个风险值得关注：

### 一是房地产

总的来看，房地产行业和价格被高度控盘，措施可能有过于严厉的隐忧，需要关注房住不炒、房企三条红线、银行信贷两条红线的实质影响及其演变。

疫情后的房地产市场加速结构性分化。去年住宅销售和销售价格在上升，但写字楼和商铺下行；一二三线城市继续分化。银行两条红线也将使得银行在区域资产配置方面进行调整，低线、住房供给多的城市，可能会受到更多的负面冲击。

过去几年，房地产政策具有很强的灵活性，需要观察在不断推出各种“调控红线”的行政措施下，相机决策的空间是否在缩小，政策是否存在过于用强的可能。

### 二是杠杆问题和信用风险

中央将“金融监管机构”界定为“金融管理部门”，这一细小的变化反映中央在金融控制上力度趋严，行政化色彩提升。去年宏观杠杆率上升近 30 个百分点，今年中央希望杠杆率与名义经济增速相一致，后者预测在 10%左右。今年没有提出压低宏观杠杆率的目标，一定程度上体现了“不急转弯”的导向。但宏观杠杆率趋稳对 M2、社融增速形成了制约。而疫情之后，风险资产对于流动性的敏感性上升。

边缘城投、高负债国企面临重新定价和违约风险。在国企改革过程中，国有资产出现分化，一种是传统国企（产业国企）；另一种是 2008 年后兴起的城投或财政类国企，也称为政府平台。这两种国企在地方政府支持意愿和能力方面出现了分化。财政类国企是在过去 10-15 年扩张出现的新的国企种类，也产生了全新的问题，它们不进行产业运作，只承

担政府投资功能，可能是未来金融稳定的重大隐患。据悉，中央可能对城投类国企采用红黄绿区分类管理。

**三是反垄断，防止资本无序扩张的政策措施**

去年底的中央经济工作会议将“强化反垄断和防止资本无需扩张”作为今年的八大重点任务之一。这一表态主要是主要针对民营科技巨头。后者经历多年的快速成长，已经构成了庞大的生态圈，也是资本市场追逐的标的。然而反垄断目前只是定性表述，没有很清晰的界定，或许主管部门还未形成系统的梳理，未来的具体举措有待观察。但无疑，涉及的民营科技巨头今年面临的风险会上升。

**反垄断是否会遏制创新？防止资本无序扩张的过程中，是不是会打击资本投入科技创新的积极性？**这是投资者非常关注的问题。十四五规划将“科技创新”提到了前所未有的高度，并强调在产业链重要的节点上能够自立自强。但当前决策者有一种倾向，认为当前民营科技巨头并不是真正意义上的科技创新企业，他们不断拓展商业场景的应用并深入金融领域，以服务于自身生态圈和商业利益，但在基础科学领域贡献少，并没有改变中国在关键技术上受制于人的现状。这种理解有合理性，但也值得商榷。所以对于反垄断和防止资本无需扩张的政策举措，还需要观察。

以上三个风险因素可能是今年最主要的不确定性，在特定的时期可能对市场产生不小的冲击，目前还没有得到资本市场的充分认知。

（招银国际 2021 年宏观经济与资本市场展望线上会议讲话整理稿）

# 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之分析员，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为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，请与我们联络。

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之分析员，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篇制的报告。 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。