

全球再循环

- 新冠疫情已进入下半场，全球感染人数虽持续攀高，但疫情对经济的冲击已经明显小于半年前。相应地，全球经济已从 2020 年上半年疫情砸出的深坑里复苏，并带动我国出口表现亮眼。
- 疫情爆发之后，中国与发达国家不一样的刺激政策导致了二者间“互补式复苏”的格局——我国生产的复苏好于发达国家，而终端需求的复苏则不及发达国家。“中国生产—美国消费”的国际大循环因而得以重构。
- “中国生产—美国消费”的全球再循环不会永远持续下去，但也不会很快结束。宜乐观看待全球再循环中的 2021 年全球经济。

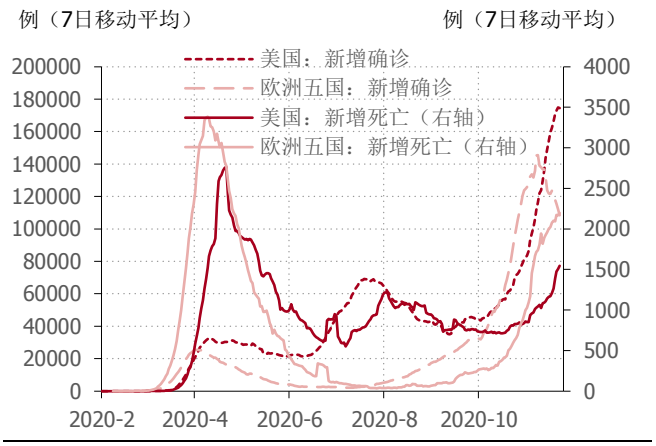
中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

新冠疫情已进入下半场，全球感染人数虽持续攀高，但疫情对经济的冲击已经明显小于半年前。从新增确诊病例数来看，新冠疫情在全球的蔓延仍然没有得到有效遏制。近期，美国日度新增确诊病例数已经接近 20 万人。欧洲新增确诊病例数虽有所下降，但每日也在 10 万以上。尽管美国已经有两款疫苗的三期临床实验结果不错，但疫苗何时能够上市、上市后接种速度能有多快、大规模接种之后对疫情传播的阻断效果能有多高，看起来仍然有相当高的不确定性。因此，现在谈论疫情何时结束还为时尚早。但另一方面，在与疫情斗争了大半年之后，人类社会应对疫情的经验和能力都大为增强。一个表现是，当前欧美国家日度新增确诊病例数虽然已经大幅超越今年 4 月的水平，这两个经济体的日度新增死亡数却还明显低于今年 4 月的峰值水平。这使得防控疫情的社交隔离政策无需像之前那么严厉，经济活动受到疫情防控措施的影响也低于之前。因此可以说，疫情已经进入了下半场——疫情虽未结束，但对经济的冲击已经大为下降了。（图表 1）

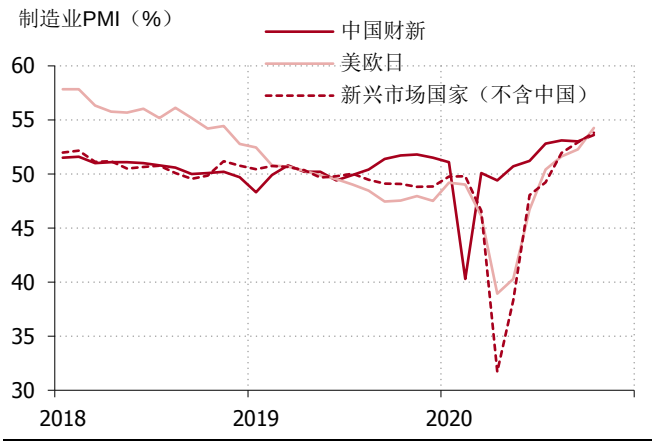
图表 1. 当前欧美新冠新增确诊病例数已攀升至高位，但新冠新增死亡数却明显低于今年 4 月



资料来源：万得，中银证券

随着疫情进入下半场，全球经济已从 2020 年上半年疫情砸出的深坑里复苏。目前，无论是发达经济体，还是包括我国在内新兴市场国家，反映经济景气度的制造业采购经理人指数（PMI）都回升到了 50%以上的扩张区间。我国在疫情的蔓延中“先进先出”，PMI 首先下滑，并在今年 2 月触底后率先回升。而其他国家的 PMI 则在今年 4 月触底后同步回升。（图表 2）

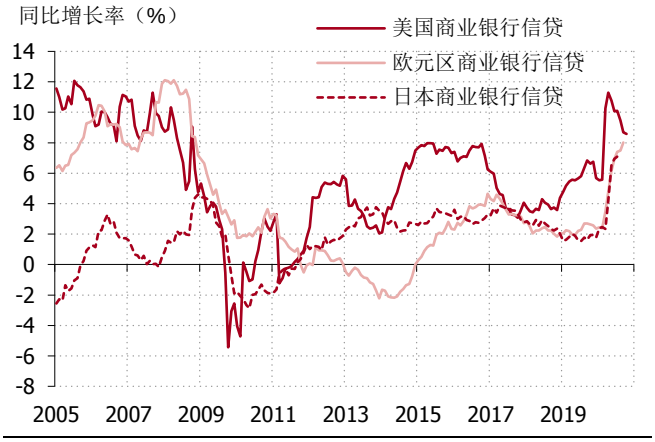
图表 2. 全球各国制造业 PMI 都已回升至 50%以上



资料来源：万得，中银证券

极宽松的宏观政策是全球经济复苏的主要推动力。疫情爆发之后，全球政府都采取了极为宽松的货币和财政政策来支持遭受疫情冲击的实体经济——如给居民发钱以维持其生活，给企业发放信贷以避免资金链断裂等。这些政策部分对冲了疫情对经济活动的冲击，一定程度上避免了疫情影响的长期化，提振了经济活动。以美国、欧元区和日本三个发达经济体为例。在今年 3 月到 10 月这短短 8 个月里，这三个经济体的中央银行（美联储、欧央行和日本央行）资产总额就增长了 5.8 万亿美元，增幅达到了惊人的 42%。更为重要地，这三个经济体的银行信贷增速也在疫情之后明显跳升，表明央行投放的货币已大量流入了实体经济。再加上这些国家大幅扩张的财政赤字，宏观政策对经济的推动作用在疫情之后显著增强，带动了这些国家的经济景气从上半年的低谷回升。（图表 3）

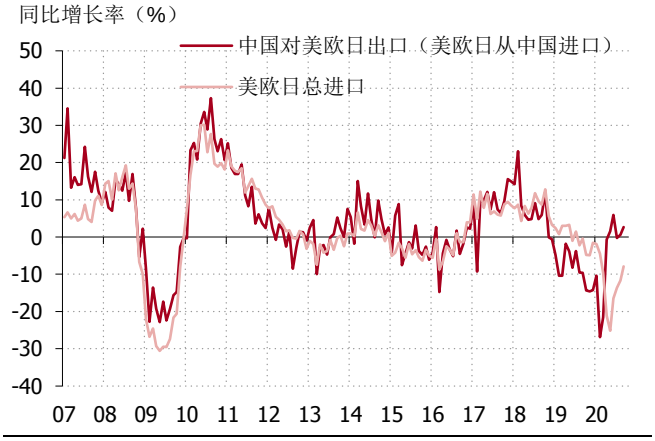
图表 3. 美欧日银行信贷增速在疫情之后都明显跳升



资料来源：万得，中银证券

在疫情下半场的全球经济复苏中，我国出口表现亮眼。2020 年 1、2 两月，受疫情影响，我国出口曾同比收缩 17%。但随后我国出口增速就明显回升。到今年 10 月，我国出口增速已回升至同比正增长 11.4%。而在疫情爆发之后，我国还明显扩张了自己在全球出口市场中的份额。在从 2018 年 4 月到 2020 年 2 月这差不多两年时间里，我国对美欧日（美国、欧元区和日本）的出口增速持续低于美欧日的总进口增速。但疫情让情况逆转。从今年 3 月开始，我国对美欧日的出口增速就一直高于美欧日的总进口增速。在 2020 年 3 月到 9 月间，我国对美欧日的平均出口增速为-1.3%。而同期美欧日总进口月平均增速仅为-15.1%。这使得我国在发达国家进口市场中的份额明显提升（图表 4）

图表 4. 疫情爆发之后，我国对美欧日的出口增速显著高于美欧日的总进口增速



资料来源：万得，中银证券

近期我国出口改善主要缘于全球经济的复苏。疫情爆发之后，全球对防疫物资需求的提升确实给我国出口带来了助力，但这并非我国出口复苏的主因。在我国出口中，药品、消毒剂及医疗用品这样的疫情防护物资占比不超过 4%（根据海关 HS 编码统计），并不能影响我国出口的大局。真正带动我国出口整体走强的是国际经济景气的回升。目前，美欧日加权平均制造业 PMI（以中国对美欧日的出口为权重）已经从上半年的低位显著回升。从过去十多年的历史规律来看，发达国家 PMI 的回升通常会带动我国对发达国际出口增长的加速。放在这样的背景中，当前我国出口的走势并不反常。（图表 5）

图表 5. 美欧日 PMI 的回升会带动我国对美欧日出口增长的加速

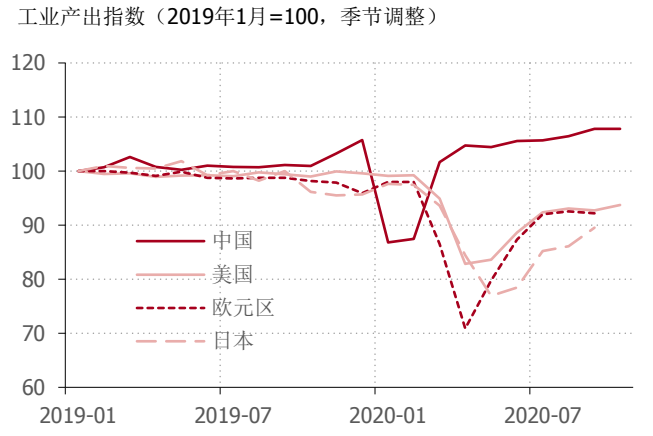


资料来源：万得，中银证券

在当前的全球经济复苏中，中国与发达国家形成了“互补式复苏”的格局。

一方面，我国生产的复苏情况好于发达国家。到今年 10 月，我国工业产出的绝对水平（用工业增加值估算）已经超过了疫情之前的高点。但在美国、欧元区和日本，工业产出虽然在近几个月有所回升，但产出绝对水平仍然比疫情之前低了不少。相比之下，疫情之后我国生产复苏的态势好于发达国家。（图表 6）

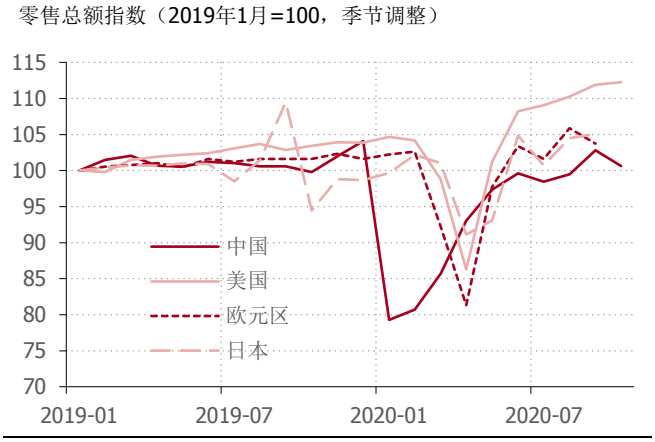
图表 6. 中国的工业产出水平已经超过了疫情之前的高点，而美欧日的工业产出仍明显低于疫情之前



资料来源：万得，中银证券

另一方面，我国终端需求的复苏情况不及发达国家。目前，美欧日三个发达经济体的零售总额都已经回升到了疫情之前的水平——美国当前的零售规模甚至明显高于疫情之前。但同时，我国的零售总额仍然不及疫情之前。在终端需求方面，我国经济的复苏脚步慢于发达国家，这与我国快于发达国家的生产复苏态势形成了鲜明反差。（图表 7）

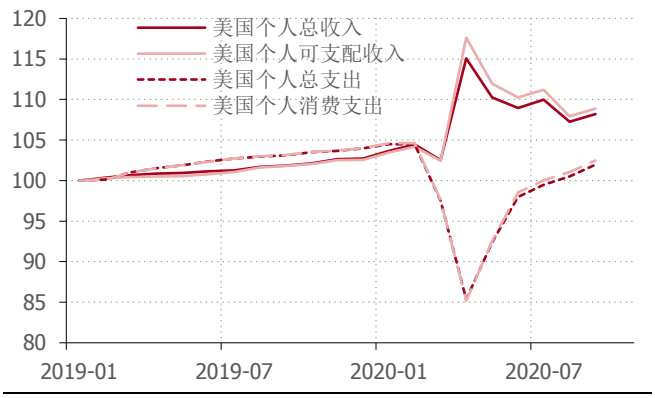
图表 7. 中国的零售规模仍低于疫情之前，而美欧日的零售规模都已回到或超过疫情之前水平



资料来源：万得，中银证券

中国与发达国家不一样的刺激政策是“互补式复苏”形成的主要原因。疫情爆发之后，我国通过扩张性的财政和货币政策带动投资快速复苏，加速增长的信贷和社融也主要流向企业部门。这些措施让企业部门成了疫情后宽松政策主要受益者，生产活动因而明显回暖。但在欧美国家，尤其是美国，居民是疫情后宽松政策主要受益者。疫情爆发之后，美国政府向居民做了大量财政补贴，使得美国居民的收入水平反而明显高于疫情之前。刺激政策向居民的倾斜使得发达国家终端需求复苏得更好。（图表 8）

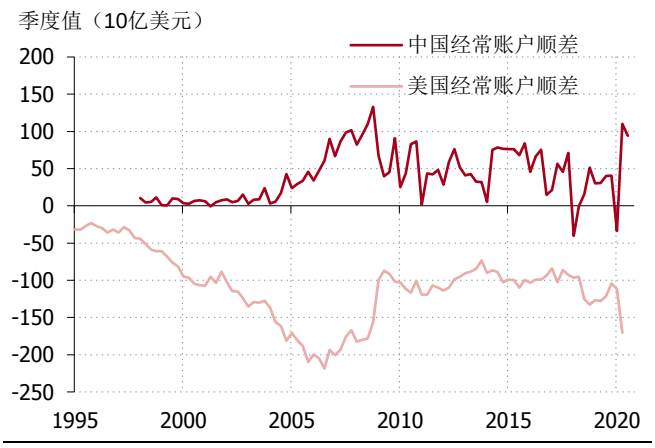
图表 8. 疫情爆发之后，美国居民的收入反而高于疫情之前



资料来源：万得，中银证券

在疫情后的“互补式复苏”中，“中国生产—美国消费”的国际大循环正在重构。由于中国生产复苏得更快，美国需求复苏得更好，中国产品因而在疫情后加速向美国流动，令中国经常账户顺差和美国经常账户逆差同步激增。（图表 9）这样的局面像极了 2008 年次贷危机之前的情景。当时，中国的过剩产能与美国过剩需求结合，令中美两国经济都走向过热。可以想象，随着“中国生产—美国消费”的国际大循环的重建，我国将在外需拉动下迎来一段时间经济的繁荣。

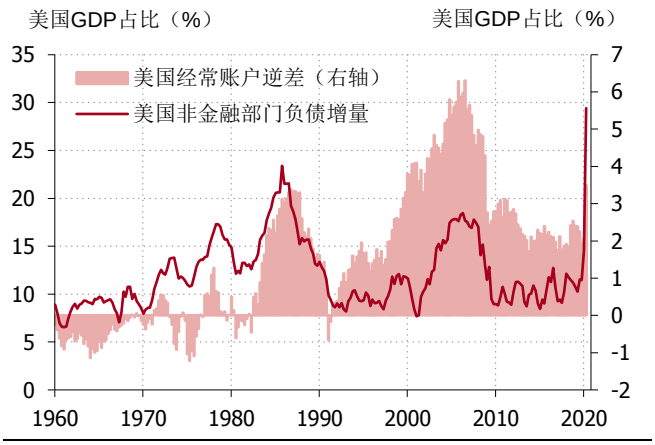
图表 9. 疫情爆发之后，中国经常账户顺差和美国经常账户逆差同步扩张



资料来源：万得，中银证券

“中国生产—美国消费”的全球再循环不会永远持续下去。在“中国生产—美国消费”的全球循环中，美国的债务一定会持续攀升（因为美国需要借债来购买外国产品），令美国债务风险上升，并反过来遏制全球循环的进行。2008 年的次贷危机就是一场爆发在美国的债务危机，并终结了 2008 年前的全球大循环。今年的全球再循环也建立在美国债务的快速攀升之上。从美国资金流量表数据来看，当前美国债务增量占 GDP 比重已飙升至半个多世纪以来的最高点，令次贷危机时期也相形见绌。可以预见，此轮的全球再循环终究会因为美国债务的压力而逐步结束。（图表 10）

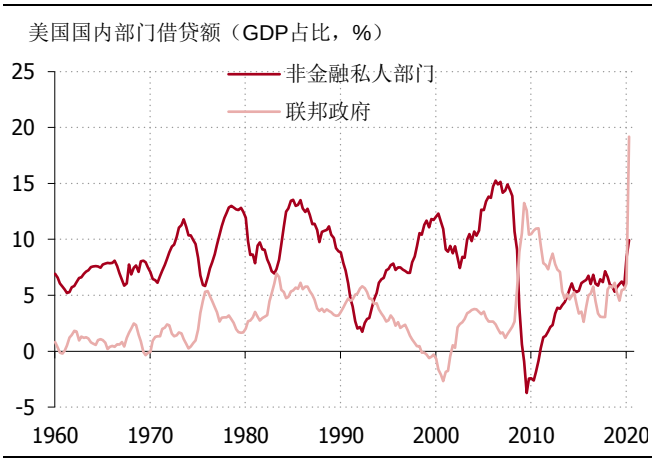
图表 10. 疫情爆发之后，美国非金融部门负债激增



资料来源：万得，中银证券

但当前“中国生产—美国消费”的全球再循环也不会很快结束。与次贷危机前不同的是，当前美国债务累积的主力是美国联邦政府。而美国非金融私人部门（非金融企业和居民）积累债务的速率仍然明显低于次贷危机之前。（图表 11）这种债务累积的局面比次贷危机前更为可控。毕竟，对手握着美元印钞机的美国政府来说，债务可持续性远非私人企业和居民可比。而且，美国联邦政府债务占 GDP 比重目前只有 115%，比起日本超过 200%的政府债务占 GDP 比重，美国政府有不小的增债空间。而就 2021 年美国政策而言，货币政策几乎可以肯定会继续保持目前的宽松态势，拜登就职美国总统后也会进行又一波财政刺激。因此，美国当前债务快速上升的势头大概率会在 2021 年延续，从而令“中国生产—美国消费”的循环延续。

图表 11. 疫情爆发之后，美国联邦政府是累积债务的主力，而美国私人部门的债务上升幅度相对温和



资料来源：万得，中银证券

宜乐观看待全球再循环中的 2021 年全球经济。以当前新冠疫苗的研发进展来看，2021 年应该能够看到疫苗的大规模接种。这意味着疫情对经济活动的干扰会大为降低。而从总量上来看，疫情之后的全球宏观政策会比疫情之前宽松很多，从而让全球总需求扩张得比疫情之前更快。但另一方面，疫情让全球产能扩张速度大为减缓，并在部分国家（如美国）造成了产能的收缩。这意味着疫情之后全球产能过剩问题会明显好于疫情之前。所以，在疫情之后，全球经济并不是简单回到疫情之前的状态，而是会有一段时期经济运行好于疫情之前。全球再循环只不过是这种总量变化的结构体现——全球产能过剩问题缓解，中国因而有更好的出口环境。因此，在分析预测 2021 年全球和中国经济时，次贷危机之前的全球繁荣期是比新冠疫情之前更好的对标时段。分析 2021 年全球资产市场也更应该参考次贷危机之前的时段。笔者的下一篇文章《全球再循环中的各类资产》将对资产走势前景做更深入分析。（完）

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371