

关于经济和市场的几个判断

- 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 and 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。

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

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世和接种人口的增加。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，房地产行业价格被高度控盘，措施可能有过于严厉的隐忧，需要关注房价不炒、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行，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存在缩小，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序扩张”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序扩张的政策举措，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)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_278

