

自新冠肺炎疫情爆發以來已逾一年。這場席捲全球的疫情不僅是一場嚴峻的公共衛生事件，更是加速了全球「百年未有之大變局」的演變。筆者預計，疫後全球經濟格局注定將經歷控疫、免疫、槓桿率對比三個階段的跌宕起伏變化。



▲隨著新冠肺炎疫苗的推廣，居民的新冠免疫水平將成為影響競爭力的重要變量。

疫後經濟格局三步曲

疫情突如其來地在全球擴散的時期，此時「控疫」是關鍵。得益於強有力的疫情防控措施，中國在主要經濟體中一枝獨秀。

第一階段：控制疫情

在此階段，疫情防控的好壞是左右不同經濟體表現好壞的關鍵，這種對比可以從匯率的表現上折射出來。2020年一季度，新冠疫情在中國大範圍蔓延，海外疫情零星、形勢相對溫和，人民幣對美元出現了貶值壓力。此後，隨着中國疫情逐漸受控，中國國內復產復工的節奏加快，經濟增速出現V形反轉。而美國的疫情逐漸擴散，單日新增新冠病例數量波動上升，美國居民消費與企業生產均受到疫情的負面影響。由於中美疫情防控形勢的差異，2020年6月以來人民幣對美元走出了一段較為流暢的升值行情。

第二階段：疫苗推廣

疫情全球蔓延，此時「免疫」是關鍵。隨着疫苗的推廣，居民的新冠免疫水平將成為影響競爭力的重要變量。由於中國人口基數較高，且新冠疫苗接種速度目前慢於美國，美國或更早實現群體免疫，進而獲得更強的復甦動能。

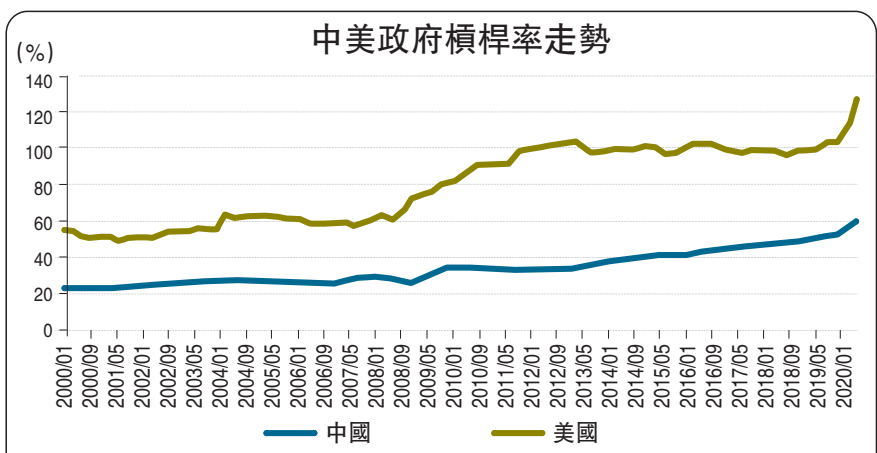
雖然中國新冠疫情得到了有效的控制，但全球疫情至今仍在蔓延。可能需要實現「群體免疫」之後，生產生活才能最終完全恢復到過去那種正常的狀態。從目前來看，「群體免疫」要麼通過自然選擇，要麼借助疫苗。由此，全球對於疫情關注的焦點進入到對疫苗的研發、臨床試驗、上市、訂購、接種的進度上了。在這一階段，居民的新冠免疫水平將成為影響經濟進一步復甦的重要變量。我們根據以下公式估算中美實現群體免疫所需的天數：

實現群體免疫所需的天數=（群體免疫所需免疫人口比例-已免疫人口比例）/（新增感染人口比例+疫苗有效率*接種比例）

其中，假設群體免疫所需免疫人口比例為70%，已免疫人口既包括已感染人口，也包括已接種疫苗的人口。假設接種兩支疫苗方為有效接種，已接種疫苗的人口比例數據來自Our World in Data，該數據截至1月15日。（見配表）

在美國方面，為減輕季節因素對感染比例的影響，我們假設新增感染人口比例為2020年7月以來日均感染比例的均值。在假設接種兩支疫苗方為有效接種的前提下，則美國1月上半月新增單日接種人口比例最高在0.12%左右。此外，如果美國新任總統要實現100天內接種1億劑疫苗的目標，那麼，接種比例將提高至0.15%。

在中國方面，由於疫情防控形勢較好，新增病例在總人口中的佔比微乎其微，這裏忽略新增感染人口的影響。同樣地，我們假設接種兩支疫苗才是有效接種，那麼，中國1月上半月新增單日接種人口比例最高約



中國實現群體免疫所需天數			
每日新增 接種比例	0.02%	0.15%	0.20%
疫苗有效性			
79%	4406	587	441
85%	4095	546	409
95%	3664	489	366
註：表中為中國自2021年1月15日起實現群體免疫所需天數。結算方法詳見正文。			

美國實現群體免疫所需天數			
每日新增 接種比例	0.12%	0.15%	0.20%
疫苗有效性			
75%	495	418	333
85%	451	379	300
95%	414	347	273
註：表中為美國自2021年1月15日起實現群體免疫所需天數。結算方法詳見正文。			

0.02%。

按照上述方法推算，如果美國每日新增接種比例達到0.15%，而疫苗有效性達到95%，那麼，美國還需347天才可實現全民免疫。這意味着，美國將在2021年底至2022年初左右實現全民免疫。不過，雖然輝瑞宣布其疫苗有效性可以達到95%，但其他公司新冠疫苗的有效率有可能低於95%。如果疫苗總體的有效率下降到85%，則美國還需要379天才能實現群體免疫。

據媒體報道，12月30日，國藥集團新冠滅活疫苗Ⅲ期臨床試驗期中分析數據顯示，疫苗針對由新冠病毒感染引起的疾病的保護效力為79%。如果中國接種的疫苗有效率均為79%，且未來將接種比例提高至0.15%，那麼，中國可能還需要587天才能實現群體免疫。需要指出的是，當疫苗有效性與安全性得到進一步驗證之後，中美兩國可能集中力量加快疫苗生產與推廣的速度，最終實現群體免疫所需要的時間可能更短。

考慮到中國實現群體免疫的時間或晚於美國，在疫後世界的第二階段，美國經濟復甦的勢頭或更為強勁。

第三階段：穩住槓桿率

長期來看，沉重的槓桿率包袱和逼仄的宏觀政策空間將削弱美國經濟增長的動能。而穩定住宏觀槓桿率、擁有相當宏觀政策空間的中國，有望成為未來全球經濟的領跑者。

疫情如戰火。各國抗疫，都用盡了全身氣力：疫情中，部分企業斷流

倒閉，一些經濟體的政府依靠MMT（現代貨幣理論）支撐開支，貨幣利率降至歷史最低位，部分央行甚至採取了負利率政策，失業的居民靠接濟度日。由此，影響疫後經濟的關鍵，就是槓桿率水平和政策空間，其將決定誰是新一輪全球經濟增長的「火車頭」。

為應對新冠疫情的影響，中美均推出了強有力的逆周期政策，但在此過程中，美國的宏觀槓桿率上升速度更快。根據BIS（國際清算銀行）的統計，到2020年6月，中國的宏觀槓桿率較2019年底上升了22.7個百分點，而同期美國宏觀槓桿率則上升了32.5個百分點。

在宏觀槓桿率顯著攀升的同時，美國的宏觀政策空間被進一步壓縮。從財政政策來看，2020年6月美國政府部門槓桿率達到126.5%的高位，較2019年12月提高了23.0個百分點，而中國的政府部門槓桿率為58.7%，較2019年12月提高了5.8個百分點。

從貨幣政策來看，在新冠肺炎疫情爆發後，美國聯邦基金目標利率區間已經下調至0%至0.25%，直逼零利率下限（Zero Lower Bound），價格型工具的空間已經十分逼仄。而中國2020年下半年以來隔夜利率多數時間內依然運行在1%以上。此外，美國數量型工具的運用空間也在壓縮。到2020年12月，美聯儲持有的美國政府債券佔全部美國政府債券的比例已經達到22.4%，而日本央行在持有的日本政府債券佔比達到37.4%時，開啟了收益率曲線控制操作。

資金南下的機會與風險

近期北水看好港股是有原因的：第一，自中美貿易戰以來，中美政治關係和香港政經環境是壓制港股估值的兩個重要因素，而2021年中美政治關係有望在拜登新政府上台後從脫鉤重新回到再接觸狀態，香港的政經環境也有望逐漸改善，壓制港股估值的兩大因素有所減弱。

第二，在港上市公司（特別是內地企業）中有較大比例為周期性行業，可以預見的是受益於全球經濟復甦，這部分公司的2021年業績將有確定性改善。

第三，港股受海外市場流動性的影響大於受內地市場流動性的影響，2021年海外流動性在疫苗帶來群體免疫前仍然會維持寬鬆，而內地流動性在大多數時候是緊平衡的狀態，對於港股而言，整體的流動性壓力小於A股。

因此從全年來看，港股的投資機會應該好於過去兩年。但以上利好因素並不是最近才出現，自去年12月拜登確認成為美國當選總統之後，看多港股的聲音就越來越多，但最近南下資金大舉買入港股，還是遇到了催化劑，讓看多港股成為共識。

這個催化劑就是內地流動性環境的預期發生了變化。1月白馬股抱團的主要驅動力是12月以來超预期寬鬆的流動性環境，但是12月社融增速低於預期和1月MLF（中期借貸便利）縮量續作，讓機構產生了流動性環境再度收緊的擔憂，抱團白馬的結構開始解體，資金趨向於流入低估值和業績確定性改善的方向，因此資金流入港股的邏輯與資金進入半導體和周期金融板塊輪動的邏輯是一樣的。

這也意味着，南向資金流入港股是市場的短期風格切換，並不代表市場的長期投資方向發生變化。從港股基金的表現就能看出來，南向資金在港股依然是抱團狀態。今年以來場內交易的港股基金累計漲幅大多在15%以上，漲幅遠超恒生指數，其中港股100ETF、港股

通LOF、恒生H股開年以來均漲超20%，上證港股通ETF、香港證券ETF等多隻基金也已上漲15%以上，多隻基金溢價率超5%。

警惕美元升值風險

港股的投資機會好於過去兩年，特別是價值股有確定性修復機會，但作為一個獨特的市場，港股也有一些不同於A股的風險因素：

第一，港股實際上並不便宜。港股的便宜只是和A股相比，去年9月AH溢價處於歷史高位，當前AH溢價位於過去十年中位數附近，恒生指數靜態PE為16.9倍，PB為1.42倍；Wind全A靜態PE為23.8倍，PB為2.1倍。但港股目前的估值和自己歷史比並不便宜，恒生指數的風險溢價在10%分位以下，整體處在盈虧比較低的狀態。原因是港股估值兩極分化嚴重，成長科技很貴，傳統周期很便宜。2020年恒生指數下跌了3.4%，但恒生科技指數2020年上漲了80%，恒生地產指數下跌了近20%，恒生能源指數下跌了超30%。

第二，港股是一個機構市場，港交所的報告顯示，港股中個人投資者的佔比只有十分之一左右。內資在港股市場的投資經驗不如香港本地機構與外資機構。而香港市場幾乎所有投資者都非本土資金，香港本身也缺乏貨幣政策和財政政策空間，匯率更是聯繫制度。大經濟體的流動性溢出是港股市場流動性的主要來源，而港股市場受海外流動性的影響大於內地流動性。今年港股的一個投資機會是內外流動性收縮的不同步，港股受益於海外流動性溢出，但未來也要警惕美元走強、人民幣貶值後，海外流動性收縮的風險。

最後，對於港股的投資要分清楚哪些是賺Beta的錢，哪些是賺Alpha的錢。港股市場以舊經濟公司為主，整體的成長性較弱，長期來看盈利增速不具有吸引力，賺Beta的錢來自於海外流動性的外溢，背景是內外流動性收縮不同步，但這個機會不會長期存在。賺Alpha的錢來自於在港上市的新經濟公司，部分公司不在A股上市，未來績優中概股回港上市有望持續，港股的科技消費板塊不缺乏好標的。

負面因素無礙樓市小陽春

新冠肺炎疫情至今已不斷續接近一年，在這段期間無論整體經濟、各行各業以致市民日常生活均大受影響，尤其是本港就業市場可謂岌岌可危，政府新近公布最新失業率高達6.6%，創出十六年來新高。另一邊廂，本港政經局勢未穩，有市場人士指不少港人正部署移民，令二手放盤量急增，新一波移民潮似乎在醞釀爆發，究竟會否對近期有「陽春早現」之勢的香港樓市構成影響？

近期失業率高企，的確對不少「重災」行業如零售、酒店、膳食及服務業等從業員的生計構成不少打擊，但由於置業人士以較高收入及專業人士為主，今次疫情暫時未見對他們造成太大影響。也因此，失業率上升暫時對樓市構成的影響不算太大，最近無論新盤銷情及二手交投均頗為暢旺。況且環球央行持續奉行低息政策，各國「大水猛灌」下令香港資金豐盈，截至去年11月本港銀行存款高達14.6萬億元，資金氾濫促使資金追逐較高回報資產。

此外，過往香港樓市不乏在失業率上升的情況下錄得可觀升幅的先例，例如2008年金融海嘯爆發，當年失業率

曾由2008年低位3.2%升至2009年最高5.5%，但2009年全年二手樓價上升約27%。

觀乎踏入新一年港股即「牛氣畢現」，故相信樓市有望慢慢「追落後」，隨着疫苗推出及開始接種，若疫情緩和及可受控，失業率甚至有望改善，繼而進一步惠及樓市。

至於有指本港將出現新一波移民潮，個人相信對樓市影響不大，原因之一一是香港以前也曾有移民潮，但「有人辭官歸故里，有人漏夜趕科場」，其後本港長遠居住人數依然持續上升，衍生對住宅的需求。

雖然現時市場的確有個別移民盤，業主叫價的確比市價「低水」，因為趕移民而不介意以平價賣樓。然而，此類「移民急走盤」數量不多，而較苟價的盤源往往被市場快速吸納，準買家要找出這類平價盤，亦殊非容易。

儘管困擾樓市的利淡因素猶在，但近期樓市已見「早春」，配合置業剛需強、息口低、資金多及供應少等利好條件，再加上市場對兩地恢復通關及北水重臨的憧憬，只要疫情慢慢緩和甚至退去，相信今年首季整體樓市可延續1月份的強勢，季內一二手交投齊升，料首季新盤銷售量或升至5000伙，挑戰七個季度新高；至於首季二手成交量料升至1.3萬宗，有望創九年同期高位。



▲香港今年首季整體樓市可延續至五月份的強勢，新盤銷售量有機會升至五千伙。