

鑒於去年同期基數較低、加上3月以來經濟活動限制放鬆，筆者估計即將公布的3月和一季度中國經濟數據將顯示多數經濟活動指標同比繼續大幅反彈，但鑒於基數效應開始消退，3月經濟活動的同比增速應較1至2月明顯放緩。此外，一季度實際GDP同比增速料躍升至19.6%，但環比增速明顯放緩。

# 中國經濟首季料增19.6%



▲3月工業生產估計同比增長19%，依然較為強勁。

## 市場解碼



汪濤

瑞銀亞洲經濟研究主管

筆者依然預計今年中國實際消費有望增長10%、名義出口增速上升到16%，

二者拉動企業資本開支顯著好轉，並抵銷房地產活動和基建投資走弱的拖累。

二季度開始季調後實際GDP環比折年增長率有望保持在6%以上，但隨着基數效應消退，GDP同比增速應會逐季回落。

兩會政策定調沒有預期的緊，官方預算赤字率和地方政府專項債券新增額度僅小幅下調。貨幣政策要求要處理好恢復經濟與防範風險的關係，筆者預計年底調整後社融增速（剔除股票融資）可能從去年10月13.8%的本輪周期峰值放緩至今年年底的11%左右，今年中國宏觀槓桿率有望下降4至5個百分點。此外，十四五規劃提出了未來幾年重要的宏觀主題，包括擴大國內消費和關鍵領域投資、推動創新、經濟結構優化升級、碳中和、結構性改革等。

地產面臨下行壓力

對於即將公布的3月和一季度宏觀數據，筆者估計：

3月工業生產同比增長19%。受季節性因素影響、加上經濟活動限制放鬆，3月統計局製造業PMI（採購經理人指數）中的生產量指數反彈，表明製造業增長動能可能有所走強。高爐開工率小幅走弱，但全國平均電弧爐開工率比2月高出24個百分點、同比也提高27個百分點。此外，3月前二十天粗鋼生產也繼續保持穩健。考慮到基數效應有所消退，筆者估計3月工業生產可能同比增長19%、依然較為強勁。另一方面，「就地過年」政策已經結束，估計3月社會消費品零售可能同比增長28%、較2019年同期增長8%。

房地產活動保持穩健。高頻數據顯示，3月30個大中城市房地產銷售在去年的低基數上同比增長了84%。鑒於居民購房情緒較為穩健、去年同期基數仍較低（同比下跌14%），估計3月全國整體房地產銷售可能同比增長45%至50%。此

外，考慮到低基數的拉動作用減弱，新開工可能同比增長10%至15%、房地產投資同比增長16%左右，均較1至2月回落。相比2019年，房地產銷售和投資可能較2019年同期增長15%至25%，新開工則與2019年同期大致持平。筆者預計房地產開發商融資條件和房貸監管收緊會逐漸給房地產活動帶來下行壓力。

整體固定資產投資同比增速可能回落至14%至15%。鑒於低基數的拉動作用減弱、加之年初至今新增地方政府專項債較為有限，3月基建投資同比增速可能放緩至10%左右，和2019年同期水平大致持平。製造業投資可能同比增長24%，但仍略低於2019年同期。再考慮到房地產投資可能保持穩健，筆者估計3月整體固定資產投資可能同比增長14%至15%左右（年初至今同比增長近23%）、略超2019年同期水平。

出口同比增長40%左右。3月統計局PMI中新出口訂單指數反彈，2月歐美PMI也雙雙走強。瑞銀美國經濟學家認為3月可能是經濟活動改善的拐點。3月前二十天韓國出口同比增長13%、進口同比增長16%，二者增速均超過1至2月份。整體而言，估計3月出口可能同比增長40%、進口同比增長20%左右，月度貿易順差小幅擴大至610億美元。3月進出口規模均明顯高於2019年同期水平。

CPI同比可能零增長、PPI同比增速大幅上行。高頻數據顯示3月食品平均價格環比增速走弱，其中蔬菜價格環比下跌15%，雞蛋價格環比下跌5%，豬肉價格環比下跌13%，抵銷了水果（環比上漲2%）和水產品價格（環比上漲2.4%）的影響。春節後非食品價格可能也環比小幅下跌。但由於去年同期基數較低，筆者估計3月CPI同比可能零增長。另一方面，高頻數據顯示3月統計局公布的主要生產者價格環比繼續反彈。再考慮去年同期基數較低，估計3月PPI同比增速可能進一步大幅上行至3.6%。

外匯儲備規模可能下降350億美元。3月人民幣對美元匯率貶值1.4%，資本外流壓力可能小幅上升。考慮到美元走強、發達經濟體政

府債券價格大幅下跌，筆者估算主要儲備貨幣匯率變動帶來的估值損失可能達400億美元以上。進一步考慮其他因素（服務貿易逆差維持低位、淨FDI大致持穩等），估算3月外匯儲備規模可能下降350億美元左右，至3.17萬億美元。

去年同期基數很低，一季度實際GDP同比增速可能躍升至19.6%。

由於去年一季度基數非常低，大部分經濟活動指標可能都同比大幅反彈。其中受益於發達經濟體需求改善，一季度出口可能同比增長超過50%、較2019年一季度水平增長30%以上，名義貿易順差較去年同期明顯擴大。整體固定資產投資同比增速可能從去年四季度的8.4%上升到23%，略強於2019年一季度水平。

另一方面，整體社會消費品零售可能同比反彈30%以上，但受此前「就地過年」政策和經濟活動限制影響，服務類消費可能仍未完全恢復至疫情前水平。從生產端來看，一季度工業生產同比增速可能反彈至近30%，而且，房地產活動強勁，意味着房地產行業增加值同比增速可能走強。整體而言，筆者估計一季度實際GDP同比增速在去年的低基數上躍升至19.6%、但是環比增速明顯放緩。

全年GDP預測上調至9%

二季度開始經濟環比增長有望提速。由於去年同期基數非常低，筆者估計一季度實際GDP同比增速大幅升至19%至20%，但環比僅小幅正增長，部分是由於兩會前沒有新的支持性政策出台。朝前看，二季度開始季調後實際GDP環比折年增長率有望保持在6%以上，但隨着基數效應消退，GDP同比增速應會逐季回落。筆者依然預計今年國內實際消費有望增長10%、名義出口增速上升到16%，二者拉動企業資本開支大幅好轉，並抵銷房地產活動和基建投資走弱的拖累。我們也已在近期報告中將今年全年實際GDP增速預測上調至9%。

政策定調沒有預期的緊，但政策正常化繼續推進。兩會提出宏觀政策要繼續為市場主體紓困，保持必要支持力度、不急轉彎，整體定調沒有預期的緊。今年擬安排的官方預算赤字率仍在3%以上（3.2%），地方政府專項債券新增額度相比去年也僅少了1000億元人民幣。貨幣政策要處理好恢復經濟與防範風險的關係，並且將小微企業貸款推遲還本付息政策進一步延長到年底。但筆者認為政策正常化應會進一步推進，今年年底調整後社融增速（剔除股票融資）可能會從去年10月13.8%的本輪周期峰值放緩至11%左右，今年中國宏觀槓桿率有望在去年增加了24個百分點後下降4至5個百分點。

零售反彈 樓價微升

近日本地疫情再現曙光，新增確診數字已經連續多日處於單位數水平，不明源頭個案更加「少之又少」，踏入二季度本地疫情或許仍會反覆，但相信距離走出疫情陰霾已不遠了。剛過去的復活節假期，市面明顯轉趨暢旺，今年首兩個月的零售總銷貨值按年大增，近月樓市表現更加明顯搶跑，按私人住宅樓價指數計算，過去一年樓價不單企穩，更出現微升。

儘管過去一年多整體租金持續受壓，但樓價保持企穩，個別屋苑更有微升，當然亦有業主需要蝕讓離場。按差餉物業估價署最新公布，2月份私人住宅樓價指數為384.5，較1月份的381按月上漲近1%，較去年同期的373.4按年上升2.9%。相信大家亦明白，今年2月份樓價顯著上升，主要是因應近月整體成交量增加，而短期內整體放盤量未明顯回升，樓價自然企穩或有所上升。

當然樓價上升是多個因素綜合而成，不能單靠過去一年的經濟數據來推

算。從家庭入息中位數來看，過去一年市民平均收入亦有明顯減少，即使經濟仍然受壓，樓價仍然逆市上升，皆因樓價並非單看現時經濟環境，始終置業是長線投資，因此買樓看前景。

疫苗接種大落後

隨着疫情漸露曙光，縱使最新的季節性調整失業率已升至7.2%，全港失業情況持續惡化，並創十七年來新高，但隨着疫情放緩，現時防疫措施亦可望逐步放寬，或許稍後公布的最新失業率仍會「保七」，維持7%以上的水平。再者，市面經濟活動已逐步恢復，2月份零售業總銷貨價值已按年急增30%，零售業復甦，相信稍後失業率應可「降七」，降至7%以下甚至更低的水平。

當然在疫苗接種方面，香港明顯落後於全球其他主要金融城市。按照彭博最新資料統計，截至本月24日，至少接種一劑疫苗的人口計算，現時本港接種比率只有5.3%，比對於倫敦的30.8%、紐約的22.6%以至新加坡的12.9%均為低。當然，隨着接種疫苗的誘因增加，本地接種比率勢必顯著回升，加上復活節過後，限聚令可望放寬，未來旅客回歸，到時本地零售業銷貨價值勢必持續急增，對整體樓價亦有一定推動作用。

復活節假期，市面轉旺，市民休閒活動之一便是逛商場。

資料來源：Wind、平安證券研究所

圖表顯示了2007年至2021年2月的中國GDP與工業生產增速。GDP增速（藍色線）和工業生產增速（紅色線）均顯示了強勁的增長勢頭，特別是在2021年首兩月，工業生產增長了35.1%，而去年四季度的GDP增長了6.5%。

## 歐元升勢恐難為繼

### 鍾言謹論



鍾正生

平安證券首席經濟學家

2020年，在歐元區7500億復甦基金落地的利好作用下，疊加歐洲疫情得到階段性控制，歐元兌美元匯率大幅升值8.9%，以歐元為第一大權重貨幣的美元指數則貶值6.7%。弱美元一度成為資本市場的主旋律，美元進入長期貶值周期的論調不絕於耳。進入2021年，拜登政府上任之後推出包括1.9萬億美元財政刺激方案、百日接種1億劑新冠疫苗等有力政策，美國從政策力度和疫情控制方面均反超歐洲，導致歐元兌美元匯率不斷收回去年漲幅，一季度美元指數即反彈3.62%，重新站上93，牽動着全球資產配置方向。

在此背景下，筆者希望通過展望2021年歐元匯率走勢，換個視角看全球資產配置格局。從2020年歐元大幅升值談起。總結2020年歐元升值過程，歐洲一體化財政刺激方案推出、歐美疫情形勢演變、歐元區相對經濟表現，在不同階段對歐元走勢產生了重要影響。歐元區經濟在去年一季度受新冠疫情影响重創，但在歐盟各國的財政刺激以及寬鬆的貨幣環境下，2020年歐元區經濟前景不斷「撥雲見日」，且經濟復甦的速度在全球主要發達經濟體中相對領先，為歐元升值提供了動力和支撐。

歐元升值對歐洲經濟的影響。2008年全球金融危機以來，歐元兌美元匯率可以用「牛短熊長」來形容，升值很少超過一年，而這可能從歐元升值對其經濟通脹的影響中尋求答案。歐元升值可能產生的影響主要在於三個方面，一是出口、二是通脹、三是美元。就出口而言，歐洲出口主要受疫後全球製造業復甦勢頭帶動，2020年歐元升

值對其出口、從而對經濟的負面影響並不明顯；就通脹而言，歐元區苦低通脹久矣，歐元升值會進一步壓低通脹水平，顯然非歐央行所樂見；就美元而言，歐元作為美元指數的第一大權重貨幣，二者蹺蹺板關係明確，從貨幣博弈的角度也會影響歐央行的決策。

疫苗接種不及預期

2021年歐元還會延續升勢嗎？筆者認為2021年歐元升值態勢恐難為繼。隨着美國疫苗的率先普及、美國經濟的更強復甦、進而美聯儲貨幣政策的率先轉向，歐元兌美元匯率或將收回去2020年的大部分漲幅，回到1.1至1.13區間。原因包括：

第一，規模空前的7500億財政刺激帶來的前景值得期待，但從金額上看，相較於美國仍是「小巫見大巫」，而且由於各國財政上的非一體化和國別狀況分化，歐盟的復甦資金使用是否能直達各國經濟修復過程中的「痛點」，在這一點上歐盟的財政刺激比美國有更高的不確定性；

第二，2021年歐洲經濟難尋「亮點」，歐洲疫情在2月中旬再次抬頭，加上疫苗接種速度不及預期，使得2021年歐洲的經濟修復速度大概率弱於美國；

第三，目前歐央行表態「鴿意十足」，與美聯儲「樂見美債收益率走高」的態度形成鮮明反差，歐央行沒有太多直接干預（壓低）匯率的政策工具，但通過更加寬鬆的貨幣政策亦可間接起到效果；

最後，短期來看，歐元的空頭持倉比重自2020年下半年便開始走高，且目前仍處在快速上升通道，由於此前「多歐元、空美元」的交易過於擁擠，從交易層面上看，歐元貶值的勢頭可能會加劇。

圖表顯示了2002年至2020年的歐元兌美元匯率與美匯指數。兩者呈現出強烈的反向關係，即美匯指數上升時，歐元兌美元匯率往往下降，反之亦然。

圖表顯示了2002年至2020年的歐元兌美元匯率與美匯指數。兩者呈現出強烈的反向關係，即美匯指數上升時，歐元兌美元匯率往往下降，反之亦然。