

面對仍然肆虐的疫情，全球資本市場情緒持續緊繃，股價波動性均有加劇趨勢，關於海外市場後市的預測，似乎悲觀的看法較多。然而，風物長宜放眼量，立足境內外市場聯結點的香港，注目全球復甦穩固、超常規貨幣政策漸次退出的後疫情時代，我們應當思考如何把握經濟復甦時期的全球投資機遇。

# 後疫情時代投資機遇(上)



▲中國對疫情反應迅速並在去年錄得百分之二點三的經濟增速，今年增速料達到百分之八點四。

三石點金



王磊

華泰金控CEO

2020年疫情對全球經濟帶來巨大衝擊，世界經濟停擺，但中國對疫情反應迅速並在2020年錄得2.3%的GDP增長率，與負增長的各個發達經濟體形成鮮明對比。今年年中，在部分地區疫情發展不明朗的背景下，世界經濟呈現整體復甦，結構分化的特徵。

## 世界經濟增長分化嚴重

全球經濟復甦分化，發達經濟體優於發展中經濟體。根據國際貨幣基金組織（IMF）及多個機構的預測，今年全球經濟增速可達6%，但這並不意味著不同經濟體都能錄得相近增長。在當前預測下，以美國為首的發達經濟體增速要顯著高於新興經濟體。其中，美國預計增長6.4%、歐元區增長4.4%、日本增長3.3%。相比之下，位於撒哈拉以南的非洲、拉丁美洲、中東及中亞經濟體，增長則只有3%至4%。

發達經濟體復甦，美國經濟增長前景依然樂觀。在IMF的預測表中，美國以超過6%的2021年增速，拔群於發達經濟體。投資者通常的感受是，美國目前還有大量根本性問題懸而未決，例如貧富懸殊、族群矛盾、債務高企等。但實際上，其國內經濟增長的前景依然樂觀，以綜合PMI（製造業採購經理人指數）為例，截至2021年4月底，美國達到63.5，比歐元區高出9.7個點，比日本高出15.4個點。而在疫情發生之前的2019年12月，三者之間的PMI差距不超過4個點，這也意味著現階段美國實體經濟的復甦快過日本和歐洲至少一個身位。

新興經濟體增速預計低於發達經濟體，中國經濟一枝獨秀。以備受關注的土耳其、巴西及印度為例，三國受疫情衝擊超預期，復甦前景不樂觀。除每日新冠病毒感染人數屢創新高以外，其國內金融市場也異常動盪。土耳其為防止資金外流，自去年11月起累計上調基準利率875個基點，達到19%，引起國內金融市場巨大動盪；巴西則自2015年以來首次加息

75基點；印度股市僅4月單月即流出11億美元。此外，截至一季度末，土耳其、巴西及印度的失業率分別為13.1%、14.7%及8.2%。更有甚者，印度新增感染人數三天過百萬；巴西政局異常動盪，先後有六位部長和三軍司令先後被撤換或離職。種種跡象顯示，疫情對新興經濟體的金融體系及經濟民生衝擊巨大，遲滯了復甦進程。

唯一的特例就是中國，雖非發達國家，但在2020年正增長基礎上，2021年預計仍有8.4%增速。中國GDP總量在2019年已達美國的66.9%，而到了2020年，由於中國逆勢增長而美國經濟下滑，使得中國對美國的GDP佔比提升至70.3%，這一數字已超過日本黃金年代的69.6%及蘇聯巔峰時期的40.6%。按照目前的增速預測，中國對美國的GDP佔比將在2021年和2022年進一步抬升至73.4%和75.1%。

## 全球放水推升通脹風險

雖然整體復甦是2021年全球經濟基調，但由於主要經濟體大規模推行刺激政策，溢出效應明顯，故需警惕由此帶來的一系列新風險。

通脹預期顯著上漲，推升美債利率，引致風險資產波動加大和再定價。後疫情時代，伴隨着經濟復甦，市場對於通脹上行的預期逐漸增強，背後的實質在於全球主要央行為了應對疫情衝擊而投放了大量流動性。

從央行資產端分析，截至今年4月月末，美聯儲總資產由疫情前約4.2萬億美元上升到8萬億美元，歐盟央行的總資產則由疫情前約5.2萬億美元漲至9.2萬億美元，日本由疫情前5.2萬億美元升至約6.6萬億美元，中國則由約5.7萬億美元微增到約6萬億美元。可見，中國的貨幣政策表現出極為克制的姿態。不僅如此，實際操作中，中國並非單純以貨幣投放為政策工具，而是結合發行股票的形式向市場直接融資來促進經濟活力，從而避免造成間接融資的過度發展，導致社會整體債務水平過高。

從貨幣供給分析，全球各主要經濟體M2（廣義貨幣供應）都有大幅增長，直接導致市場的通脹預期急劇抬升。截至今年4月底，美國M2達

20.3萬億美元，同比增18.7%；歐盟14萬億歐元，同比增10.1%；日本1161萬億日圓，同比增9.2%；中國則是226萬億人民幣，同比增8.1%。其中，中國的M2主要來自於歷史負擔，早在2008年時中國就為應對全球金融危機推行了「四萬億投資計劃」，但也帶來了之後的過剩產能和供給側改革。

而通脹預期的急劇上漲則直接推升了美債收益率，引起風險資產波動加劇和再定價。上月，10年期美債最高突破1.7%，雖然目前回落至1.6%左右，但市場也普遍預期今年年底會上漲到2%。按債券市場具備對沖股市風險的特性而言，2%的債券收益率也意味着投資人會開始意識到，美債的估值將與美股持平而變得頗具吸引力，加之投資者普遍以加槓桿的方式投資美債，這導致大量資金回流債券市場。進一步地，美債收益率的迅速提升和未來上漲的預期，引起股價和其他資產價格的劇烈波動，也引致市場對各類資產的再定價。

超預期的聯儲資產負債表緊縮，新興經濟資本外流恐慌情緒累積。新興經濟體面臨的問題則與美債市場恰相反。在疫情爆發之前，新興經濟體一直處於資本淨流入趨勢。但這一輪美聯儲加息的預期，導致了大量資金從新興市場外流。據國際金融協會數據，新興市場日均淨流入在2020年末達到17億美元的高位，之後持續縮量，截至2021年一季度末已經翻轉為日均淨流出約3億美元，使得新興經濟體資本市場的不確定性急速上升。

## 各國債務水平屢創新高

即便是在2008年金融危機，新興經濟體的資金外逃程度，也遠不及本次疫情帶來的負面影響。如今巨量的資本外流，可能伴隨流動性縮減和資產拋售，對於已深陷疫情泥沼的新興經濟體，可謂雪上加霜。

發達及新興國家債務水平創新高，全球金融風險抬升。債務水平一定程度上反映潛在風險和政府調控手段的剩餘施展空間。截至2020年三季度末，美國的「政府債務對GDP佔比」由疫情前的99.3%大漲至118.9%，發展中國家整體的該比值則由疫情前的51.7%攀升至59.3%，而G20國家的該比值也由疫情前84%漲超過100%，均達到五年內的新高水平。除了政府部門，企業部門背負的債務也急劇上升，非金融私營部門債務對GDP佔比而言，發達經濟體是180%，美國是160%，發展中國家為165%（五年內首度超過美國），G20平均約175%。

綜合而言，無論是政府還是企業部門，為應對突如其來的疫情，債務水平均創新高。在經濟復甦放緩的情況下，伴隨着經濟體的脆弱性不斷加劇及金融風險的不斷抬升，考驗了各國如何明智地推行財政刺激措施。

# 中國出口替代效應顯現

明若觀火



明明

中信証券固定收益首席研究員

今年5月以來，東南亞疫情再次升級，多國採取相應措施加以應對。考慮到東南亞在國際貿易及全球製造業中的重要地位，其疫情的反覆或對國際貿易和全球產能修復造成衝擊。接下來本文將探討東南亞疫情爆發下，中國出口的替代效應會如何表現？如何影響未來全球出口？

受印度疫情擴散影響，今年5月以來東南亞地區疫情有所加重。東南亞各國政府對此採取了多項政策應對疫情，馬來西亞6月1日起執行為期十四天全國封鎖；越南關閉餐館並禁止公眾聚會，北寧省和北江省實施宵禁和其他限制。

東盟是國際貿易中的重要一環，為全球供應機電、礦產品、塑料、化工原料及製品和紡織原料及製品等。全球視角來看，東盟2019年貨物出口金額佔同年全球出口金額的7.49%，2020年小幅上升至7.87%；2019年貨物進口金額佔全球進口金額的7.22%，2020年輕微下降至7.12%。疫情的爆發及日趨嚴格的防疫政策或使得東南亞製造業企業受到衝擊。以越南為例，此次疫情集中爆發在北江省和北寧省，兩省作為越南的主要工業地區，工人密集度高，部分工廠當前已經暫時關閉。考慮到疫情得到整體控制尚需時間，全球供應能力或因此再受打擊。

東盟成員國對世界出口什麼？我們分析越南、馬來西亞和印度尼西亞三個東盟成員國出口貿易結構，其中（1）機電產品和輕工製品出口佔越南出口比重較大，二次疫情或對2021年二季度和三季度越南相關產品出口影響較大；（2）馬來西亞以出口機電產品和礦物燃料為主，類比2020年二季度，本輪疫情對其機電產品出口產生影響較大；（3）印尼主要向全球出口礦物燃料和動物油脂，疫情對主要出口品的影響分化明顯。對比2020年二季度，礦石燃料出口大跌，動物油脂則逆勢增長。

如何看待中國對東南亞出口的替代效應？中國與東南亞國家主要在機電產品類和紡織品類領域存在競爭關係。具體來看，勞動密集型產品（以紡織品為代表）的替代效應較容易發生，具體表現

為2020年二季度東南亞疫情爆發，在紡織產品出口方面中國對東盟在短期內呈現出較強的替代效應。隨着後續東南亞疫情得到控制，強替代效應又促使此類訂單快速回流至東南亞地區。因此，筆者認為中國對紡織產品出口的替代效應將呈現「來的快，去的快」的特徵，具體時間點取決於東南亞疫情恢復情況。另一方面，中國的機電產業正處於轉型升級階段，勞動密集型和資本密集型的機電產業鏈並存，因此機電產品出口方面既存在一定韌性，又具備與東盟之間的替代效應。

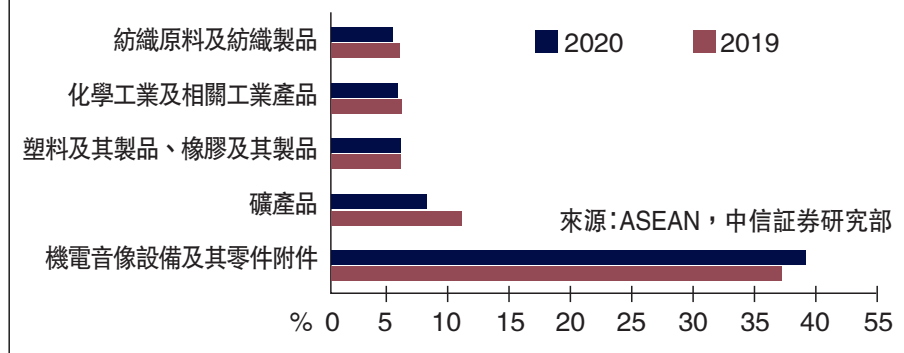
外需是觀察中國出口的另一重要視角，作為中國主要的貿易夥伴，歐盟和美國的外需將是拉動中國年內出口的主旋律。歐盟和美國方面，隨着疫苗接種率的提升、疫情隔離的逐漸解除，兩大經濟體或將在二、三季度相繼迎來第二波修復高峰，進而為中國出口形成支撐。此外，東盟作為中國第三大貿易夥伴，疫情或對來自東南亞的外需造成一定衝擊，對中國出口形成擾動。從產品來看，預計短期內東南亞對中國防疫物資相關產品出口需求同樣會有所增加，中間品和消費品需求將面臨一定壓力。

## 歐美外需表現強勁

經過對比中國與東盟及其部分成員國的出口貿易結構，筆者認為中國的出口替代效應尚能繼續維持。主要原因有：一是紡織品作為勞動密集型產品，其具有較強的替代效應。此次東南亞疫情或導致部分紡織產品訂單回流中國，待東南亞疫情得到控制後又將流出，預計由紡織品引發的此輪替代效應時長較短。二是機電產品在長期內為中國出口提供支撐。長期來看，中國機電產品正處於從勞動密集型向資本密集型、技術密集型轉型階段，東南亞疫情或對勞動密集型機電產品出口形成一定支撐，同時資本和技術密集型產品也使中國未來的出口維持韌性，機電產品替代效應的長期性將逐漸體現。

出口替代效應延長疊加歐美等經濟體的修復高峰，中國出口預計在年內將繼續保持良好表現，同時需要關注東南亞外需對中國出口形成擾動。從全球視角下來看，儘管東南亞的外需或為中國出口形成擾動，但整體上看歐美外需的強勁將帶動中國出口保持強勁。

## 東盟出口產品佔比



# 猶豫不決 易失入市時機

樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

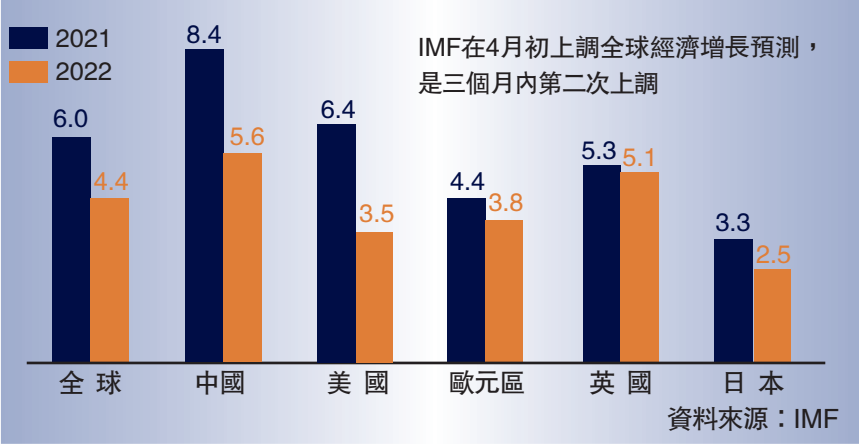
香港在地理上優點多，在營商方面亦有很多優點，低稅率絕對是吸引外資投資的優點，自由貿易區、國際金融中心，世界不同類別的公司都設辦事處於香港，香港是搭建橋樑進入中國內地營商的好地方。

相信今年很多已入市或想入市的買家及投資者，已認同大部分利淡的消息漸漸消除，上半年樓市已形上升浪。這些買家掌握市場脈搏，可以肯定，當下半年旅遊氣泡成行及兩地放寬通關條件，樓市的行情更看好。

俗語說「習慣成自然」，任何事情經過重複之後就會成為習慣，對事物的認識就會加深，就不會有恐懼感，亦能夠輕輕去處理事情。

筆者認為，就算從未進入房地產市場的買家，在進入市場購買單位之前，最好是習慣性地了解房地產的資訊。在未入市之前，都要抽時間嘗試重複睇樓，將自己當成是一個投資者，盡量了解各區樓價的指標，了解買賣及財務安排的過程，到決定需要入市的時候，就容易掌握速度。因為很多第一次入市的買家經常都會猶豫，擔心買賣及買錯，這樣的猶豫，就會錯失市場的好時機，反之，養成睇樓習慣就能捕捉入市時機。

## IMF對全球主要經濟體GDP增速預測 (單位:%)



發達經濟體普遍接種疫苗進度非常理想，截至5月底，美英德意法均超過50%；新興經濟體的接種進度則明顯落後，接種率能達到10%以上的國家屈指可數，僅中國和智利超過40%，而印度、印尼、馬來西亞、埃及等國家處於非常低的接種水平。不樂觀的接種數據使得市場對發展中國家的經濟復甦前景感到異常擔憂，世界經濟的發展將處於嚴重失衡狀態，尤其亞洲周邊國家的普遍低恢復預期可能造成較大的連鎖影響。過去一年的事實已經證明，疫情之下沒有一個國家可以獨善其身，在

經濟全球化的大背景下，一個環節的延誤就會拖累一整個鏈條的恢復。

除了上述風險，地緣政治風險引起的連鎖反應也不容忽視。在中美關係交惡的大環境下，即使拜登上台後的美國對華政策可預測性提高，但他也要回應國內疑華派對華政策的期望，因此可以預見中美之間緊張關係會持續。此外，日本願周邊國家反對排放核廢水、美國呼之欲出的亞洲北約計劃及俄羅斯與烏克蘭緊張局勢等，不斷上升的地緣政治風險，給世界經濟復甦帶來更多不確定性。