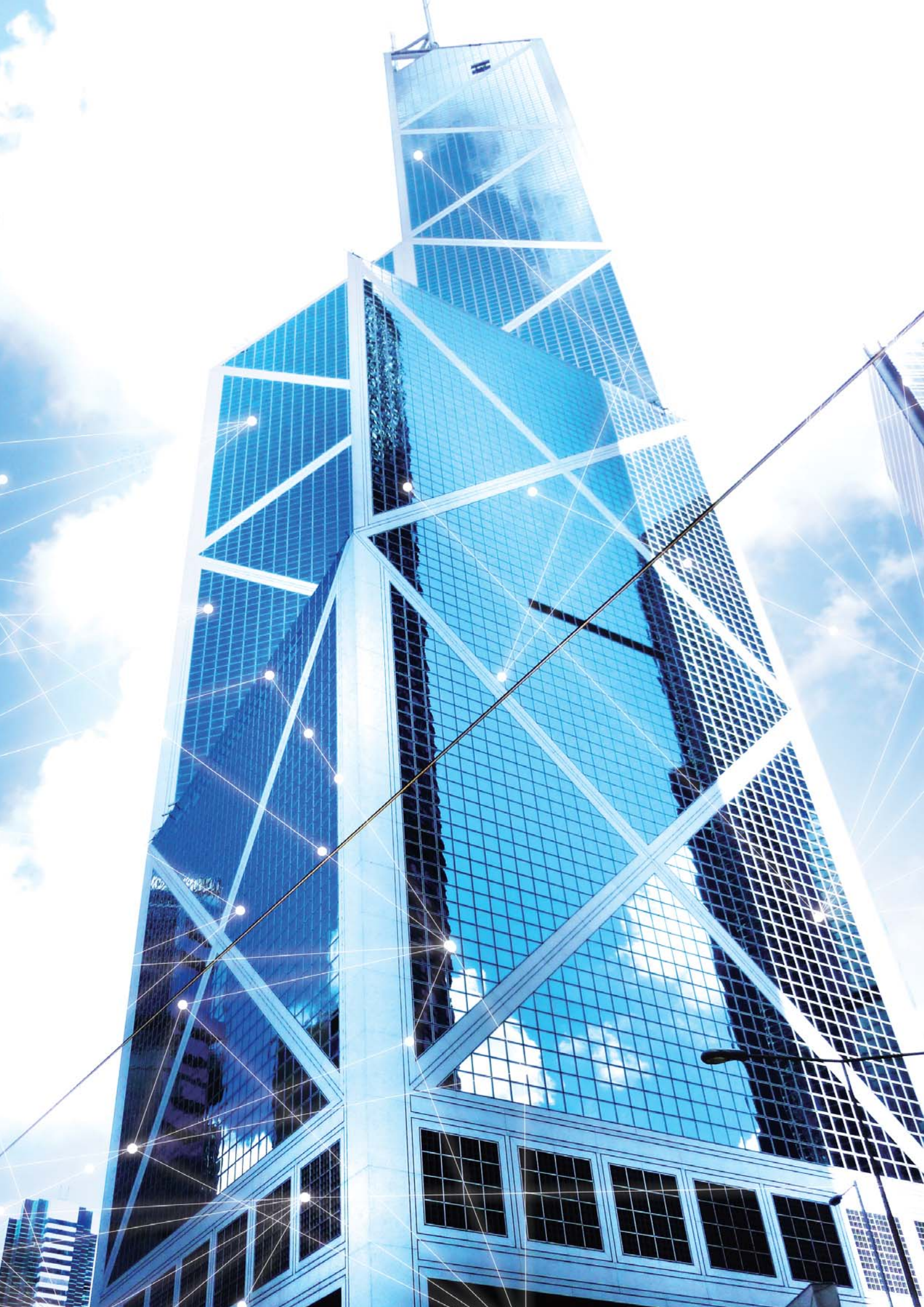


2021年香港與 外圍經濟及金融 市場展望

24,490
28,433



目錄

2. **香港經濟：**
曙光初現，復甦有望
4. **香港樓市：**
可望溫和回升
6. **香港股市：**
波動中緩慢向好
8. **國際利率：**
主要經濟體國債利率
曲線或上行並走陡
10. **國際匯率：**
疫苗驅動的復甦將推
動貨幣方向
12. **人民幣匯率：**
先升後回，基本穩定
14. **東盟經濟：**
疫情後有望實現強勁復甦
16. **RCEP 與香港：**
RCEP 將在中長期推動香港發展
18. **國家十四五規劃與香港：**
全面配合，把握良機

香港經濟：

曙光初現，復甦有望

作為高度依賴服務業的開放型經濟體，香港在 2020 年遭受新冠疫情的重創，經濟活動急劇惡化，失業率快速上升。2020 年上半年，香港 GDP 實質收縮約 9%，創有紀錄以來最大半年跌幅。由於前期基數較低，2020 年下半年經濟同比跌幅有所收窄，但全年跌幅估計仍將達到 6%。新冠疫情下百業蕭條，香港季調失業率從 2019 年底的 3.3% 快速上升到 2020 年 11 月的 6.3%；目前實際失業人數已達到 24.4 萬人，相比於 2019 年底的 12.4 萬人多出近 1 倍。

不過，香港對外商品貿易已開始復甦，金融地產市場基本保持穩定。得益於中國內地強勁的外貿活動，香港商品貿易活動在 2020 年下半年開始恢復。據政府統計處資料，2020 年第三季度香港商品進出口已由跌轉升。相對來說，香港金融市場受疫情影響較小，聯繫匯率制度穩定，金融系統和市場運作基本暢順。而香港房地產市場表現則出現分化，2020 年前 10 個月私人住宅樓價比 2019 年底略有上升，而非住宅物業樓價則有一定程度的下調。

圖 1：香港經濟增速與失業率 (%)

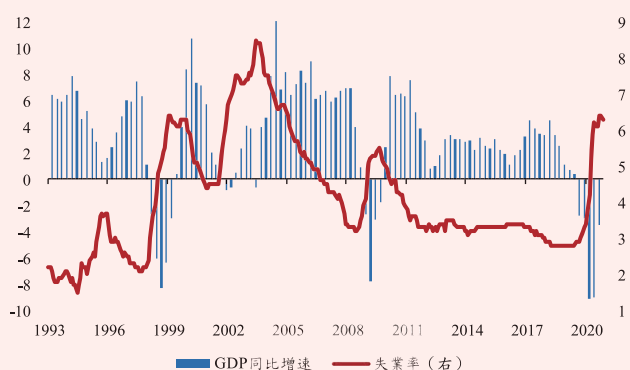
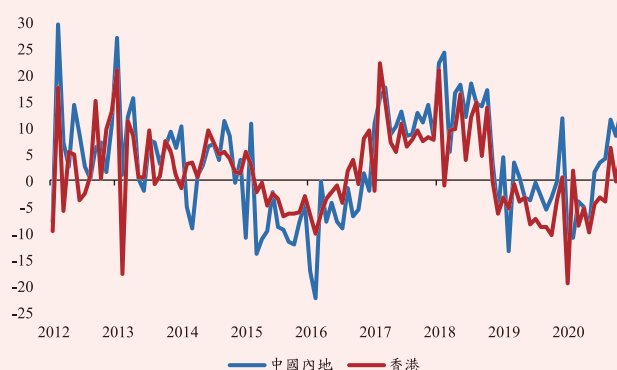


圖 2：香港和中國內地外貿增速 (%)



資料來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

展望 2021，風險與機遇並存。有效疫苗何時能大規模推廣使用是影響香港經濟最關鍵的因素。同時，拜登當選總統後中美關係的走勢，後疫情時代全球金融市場的穩定性等都

會對香港經濟表現產生影響。另一方面，2021年是內地“十四五”的開局之年，倘若香港能融入國家發展大局，並作出全面配合，將會贏得巨大發展空間。根據IMF的最新估算，2021年全球經濟有望迎來衰退後的“共振”復甦，經濟增速將達到5.2%。我們預計香港經濟也將在2021年恢復正增長，失業率則將迎來拐點。具體而言：

（一）經濟反彈，前低後高

2021年香港經濟將迎來復甦。目前新冠疫情在海外仍在快速擴散且尚未受控，全球感染人數遠高於半年之前，但疫情對經濟活動和市場情緒的衝擊卻已大為減弱。只要新冠病毒不發生惡性變異，其對經濟的影響已比較可控。疊加有效疫苗推廣使用後對經濟的提振效果，2021年香港經濟將出現反彈。按照全球疫苗研發和香港採購安排進度，本港有望在2021年上半年實現全面接種，之後將逐漸放開疫情防控措施，帶動經濟復甦，估計2021年下半年經濟總體表現將優於上半年。在較為樂觀的情況下，香港全年經濟可能錄得5%左右的增幅。

（二）失業率先升後降

香港失業率高點還未到來，未來將繼續走高。一方面，失業率為滯後數字，疊加政府第二輪保就業計劃目前已宣告結束，在沒有第三輪保就業計劃安排的大背景下，2021年上半年香港的失業率有可能再度走高，高點大概率超過7%。另一方面，失業率又是慢變數，危機過後企業重新招人開展經濟生產活動是一個非常漫長的過程。估計在有效疫苗推廣應用之後，香港失業率有望迎來緩慢下降。預計到2021年底香港失業率將維持在5-6%之間，若要回到疫情前3%左右的水平，或許需要數年時間。

（三）外貿穩中向好

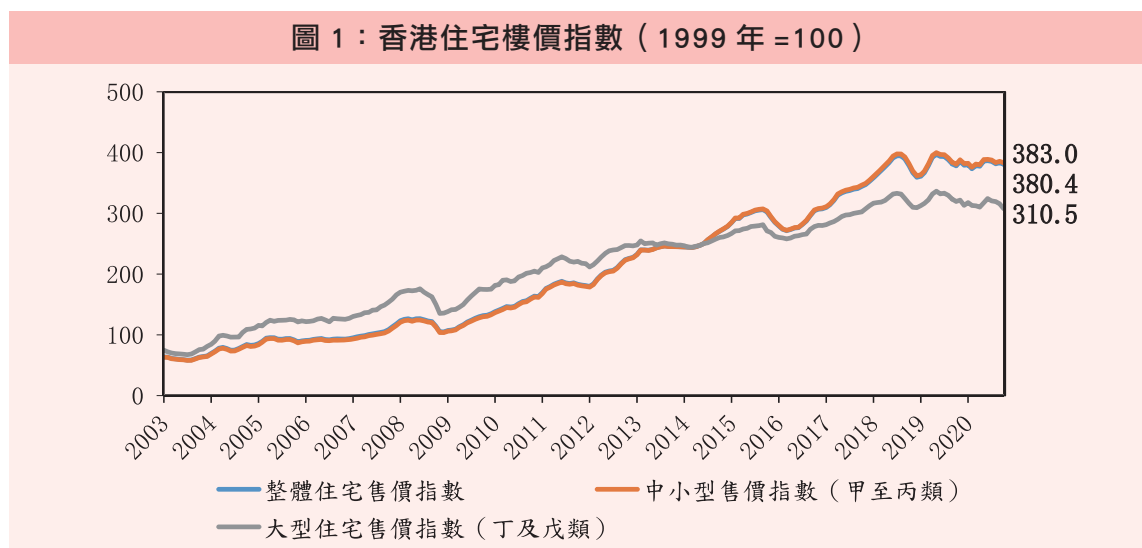
預計2021年內地外貿增長強勁，將帶動香港外貿整體穩中向好。目前疫情依然在多國蔓延，2021年上半年內地出口將繼續保持較高增長。同時內地的零售市場潛力巨大，進口在2021年可能提速。進入2021年下半年，隨著疫苗逐步推廣使用，世界經濟逐漸正常化，防疫物資需求減少和供給替代減弱可能導致內地出口增速回落。作為高度依賴內地外貿活動的香港，將直接受益於內地強勁的外貿增長；預計香港外貿在2021年將穩中向好，外貿增速將呈現前高後低走勢，全年有望錄得低個位數增長。

香港樓市： 可望溫和回升

（一）住宅物業可望溫和回升

2020年香港疫情走向、經濟衰退、中美摩擦等不明朗因素均對住宅樓價帶來壓力，期間溫和調整和反彈交替出現，但總體表現仍較佳，首十一個月整體私人住宅價格指數較2019年末微升0.3%。2021年隨著疫苗問世，經濟有望逐步復甦，在利率維持低位、供應仍然緊張的預期下，香港住宅樓價有望溫和上升。

圖 1：香港住宅樓價指數（1999年=100）



資料來源：差餉物業估價署，中國銀行香港金融研究院

一是環球及香港經濟將進一步復甦。疫苗的逐步接種將極大提振經濟增長，令失業率升幅放緩、直至緩慢下降。疫情受控下，邊境管理措施有望放寬，有助香港零售及旅遊業復甦。隨著拜登當選美國總統，料對華強硬態度延續，但政策手段將趨理性及多邊，對外貿、投資，以及金融市場帶來的不確定性將會減小。

二是香港低息環境料將持續。美國聯儲局已將聯邦基金目標利率下調至接近零的歷史低位，並在其後的會議中預期零利率將至少維持至2023年。因此，香港的低利率環境料將持續，銀行體系充裕的資金及低利率環境將繼續支持樓市表現。

三是香港私人住宅供應仍將緊張。根據運輸及房屋局的最新統計，未來3-4年私人住宅一手市場的潛在供應為9.2萬伙，維持在四年的低位。中長期來看，政府亦不斷下調未來十

年的私樓供應目標。2018年至今，未來十年的年均私營房屋供應目標已由1.8萬伙降至1.29萬伙。在供給目標減少的基礎上，香港家庭數目已連續六年維持1%以上的中高速增长，對住房的需求有增無減。

四是市民財務狀況健康。近年來，由於政府及金管局推出的多輪需求管理及按揭審慎監管措施，需要按揭供款的家庭整體上財務狀況比較健康。截至2020年7月，新批出住宅按揭貸款的平均供款與入息比率為37%，仍屬於健康低水平。從2020年的情況亦可看出業主持盤能力較強，不至於出現大規模拋售的情況，住宅樓價得以支撐。

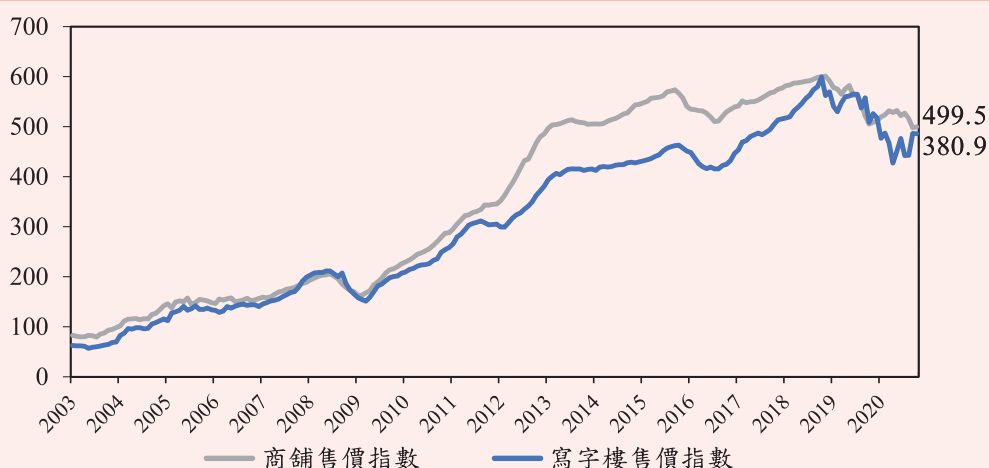
當然，經濟復甦的力度仍受制於疫苗的接種進度，以及邊境管制措施的放寬進度，而中美關係前景、本地社會事件是否能完全平息等，也為2021年住宅樓市帶來不確定性。但整體上，2021年經濟向好的趨勢及低利率環境可望推動香港住宅樓市溫和回升。

（二）商業物業或已接近見底

相比住宅物業，商用物業與經濟的關聯性較大，2021年環球及香港經濟復甦將利好商業物業市場表現。一方面，內地經濟引領全球復甦，香港背靠大陸，可以把握與內地『互聯互通』所帶來的機遇，吸引跨國企業來香港經營；而拜登當選美國總統後亦有望降低中美關係的不確定性，增強企業在香港擴張及投資的信心，推升對寫字樓物業的需求。另一方面，香港零售銷售跌幅已縮窄至個位數，低基數加上經濟逐步復甦，人民幣走強，都將利好2021年零售業，對商舖物業帶來支持。

此外，商業物業市場已連續低迷兩年，政府於2020年8月及11月分別放寬非住宅物業按揭成數，以及撤銷非住宅物業的雙倍印花稅，亦會對商業物業市場帶來支持。當然，鑑於目前香港經濟仍受制於疫情控制情況，相信短期內，商業物業市場仍受到一定下行壓力，復甦速度料將緩慢。

圖 2：香港寫字樓及商舖售價指數（1999年=100）



資料來源：差餉物業估價署，中國銀行香港金融研究院

香港股市： 波動中緩慢向好

2021年在新冠疫苗日漸成熟並在全球普遍使用，疫情有望得到有效控制的預期之下，受惠於主要央行貨幣政策持續寬鬆、流動性充裕、利率仍低，以及經濟表現觸底反彈、企業盈利恢復增長等利好因素，港股或將延續2020年9月以來的溫和反彈、持續向好態勢。與此同時，疫情走向仍存不確定性、中美博弈常態化，以及地緣政治等利淡因素亦將繼續為港股前景帶來變數。

疫情發展。隨著全球各國陸續啟動疫苗接種計劃，新冠疫情逐漸受控的預期正在增強。但病毒變異導致疫情反覆，以及疫苗接種速度及有效性等不明朗因素仍未消除，本地疫情受控仍待時日。

利率與資金。全球主要央行延續貨幣寬鬆政策，並出台刺激經濟措施，利率低企、流動性充裕狀況料將持續。2020年11月香港市場綜合利率為0.3厘，雖結束連續下跌，但仍處歷史低位。隨著風險偏好上升、風險資產看漲，截至12月11日彭博全球主要股票基金連續三個月淨流入1,877.69億美元，亞太新興市場同期淨流入540.96億美元。香港市場持續錄得資金流入，銀行體系收市總結餘從1月2日的544.02億港元升至12月23日的4,574.59億港元。透過滬深港通機制南下資金亦持續維持淨流入。

中美博弈。預期美國新總統就職後，中美之間以貿易為先導，圍繞經濟、科技、金融等領域的鬥爭基調並未改變。作為中美角力的主要戰場，香港在《國安法》實施過程中，持續面臨以美國為首的西方經濟體各種制裁，料成為影響市場的負面誘因。

基本面與企業盈利。預期2021年香港經濟將擺脫衰退，走上復甦之路，但經濟增長力度與速度仍受疫情及其他內外因素影響。企業盈利總體或逐步回升，但受影響較大的零售、旅遊、航運等本地企業前景不容樂觀。內地企業方面，2020年前11月規模以上工業利潤

增長 2.4%。截至 2020 年 12 月 20 日，滬深兩市共有 635 家上市公司披露年報業績預告，業績預喜公司佔比 34.02%，遠遜之前水平。

外圍市場。2021 年隨著美國新總統上台，受到政策預期、利率低企、資金充裕、企業盈利恢復增長，以及估值高企等相互影響，美股三大指數升幅或將放緩；內地股市方面，2021 年是“十四五”開局之年，中國經濟增速全球領先，疊加財政貨幣政策支持、內部改革與對外開放進一步升級等，全年 A 股或維持平穩向好。

技術及其他因素。目前港股主機板 PE 基本位於 17 倍左右，與其他成熟市場相比仍低；恒生 AH 股溢價指數普遍高於 140 點，顯示港股估值較內地 A 股更具吸引力；預期兩地市場聯通機制將持續優化，推進港股市場縱深發展。預估 2021 年港股總體溫和上揚，全年日均成交約 1,200 億港元。

IPO 方面，除市況向好提振外，主要支持因素還包括：一是上市資源充足。截至 2020 年 11 月底港交所已原則批准上市申請 161 宗，已批准未上市的公司有 145 家；二是在美國上市的中概股退市或返港第二上市陸續有來；三是新經濟上市制度日趨完善，香港作為生物科技企业集資中心角色正在形成；四是海外推廣與行銷持續，東盟新經濟企業或成重點。粗略計算，2021 年全年港股 IPO 集資金額或達 3,000 億港元。

圖 1：香港 IPO 金額及宗數

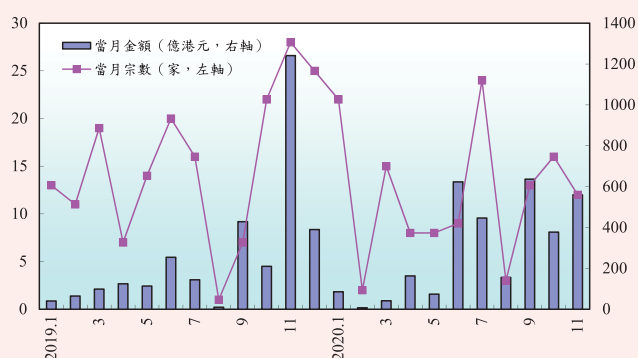


圖 2：香港股市每月日均成交額 (億港元)



資料來源：香港交易所，中國銀行香港金融研究院

國際利率：

主要經濟體國債利率曲線或上行並走陡

考慮到新型冠狀疫苗研發、製造，以及分配所需時間，預計世界主要經濟體要到 2021 年中才能廣泛接種疫苗。因此，各經濟體至少要到 2021 年中後期才能恢復到疫情之前的生產總值水平。我們認為 2021 年主要經濟體通脹會相較於 2020 年上漲，但不會出現顯著的通脹壓力，這與目前通脹保值債券所反映的市場預期一致。因此，多數主要經濟體國債長期利率會在 2021 年走高，因寬鬆的貨幣政策持續，收益率曲線可能變陡。

具體來看，美國經濟復甦將因疫苗大規模使用而在 2021 年持續，加上能源價格或上漲，美債長端利率將受益於經濟實際增長和更高的通脹預期。同時，美聯儲明確承諾將採取一切措施支持美國經濟，預計將維持聯邦基金目標利率在目前的水平。因此，參考 2020 年 2 月底美國疫情爆發前的美債收益率曲線水平，預計 2021 年底 10 年期美債利率或從目前的 0.92% 上升至 1.25% 左右，2 年期 / 10 年期美債利差將擴大約 22 個基點。

歐元區方面，隨著疫苗的廣泛使用，歐洲經濟將受惠於世界經濟的復甦。但是，失業率上升和部分成員國經濟嚴重受損或拖累歐元區經濟反彈，並影響通脹回升（歐洲預測 2021 年核心通貨膨脹率僅達到 0.8%）。貨幣政策方面，歐央行在關鍵的 2020 年 12 月議息會議後，宣佈將 1.35 萬億歐元的緊急債券購買計劃（PEPP）再增加 5,000 億歐元，達 1.85 萬億歐元。PEPP 和第三輪定向長期再融資操作（TLTRO）優惠利率將分別持續至 2022 年 3 月和 6 月。持續增長的過剩的流動性仍將是 2021 年的歐央行政策的主要特徵，而加息並不在歐央行的議程表上。因此，以德國國債為代表，預計 10 年期德債利率預計將從目前的 -0.64% 升至 2021 年底的 -0.25%。由於加息可能性較小，預計 2 年期德債利率從目前的 -0.79% 上漲至 -0.65%。這應該會導致 2 年期和 10 年期德債利差增加。

圖 1：美國國債利率

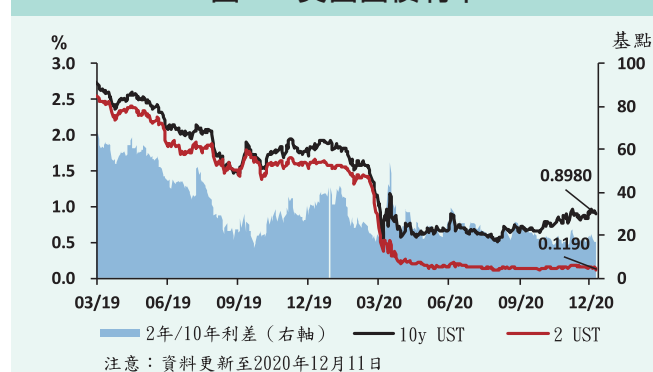
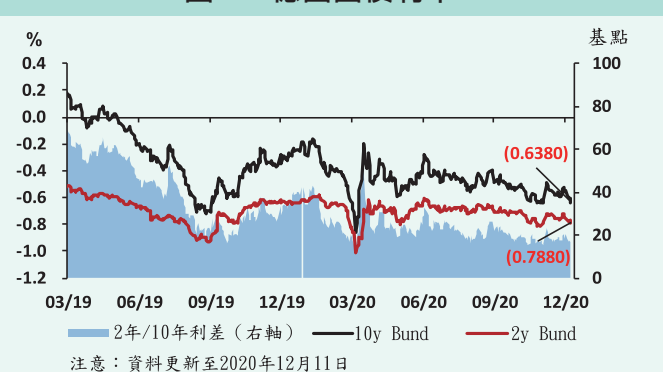


圖 2：德國國債利率



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

英國已經開始注射疫苗，從 2021 年初開始，隨著社會隔離等限制措施取消，經濟的增長或將保持。即使英國沒有硬脫歐，但至少部分時間內，英國貨物貿易會因種種摩擦而不那麼

順暢，服務出口也將受到影響。預計英國經濟總量不會在 2022 年底之前達到疫情前的水平。在經濟恢復的背景下，英國 2021 年通脹率或上升至 1.8%，略低於英央行的目標。英央行也將繼續專注於支持經濟復甦，不會在 2021 年提高利率，因此利率曲線前端將保持在低位。雖然長期利率或將上漲，但高債務的長期影響將限制利率的上升速度和幅度。預計 2 年期和 10 年期英國國債利率分別將從目前的 -0.12% 和 0.17% 上漲至 2021 年末的 0.1% 和 0.5%。

日本方面，由於前期就採取了嚴格的防控措施，疫情對經濟的衝擊要小於歐美。但是日本經濟本來就處於低增長狀態，全球疫情導致需求不足，嚴重拖累日本的出口。2021 年全球經濟的復甦將提升日本出口，帶動經濟復甦。日本央行預計將在 2021 年維持之前的貨幣政策，包括收益率曲線控制（YCC）。預計明年 10 年期日本國債收益率仍將維持在零水平左右。

圖 3：英國國債利率

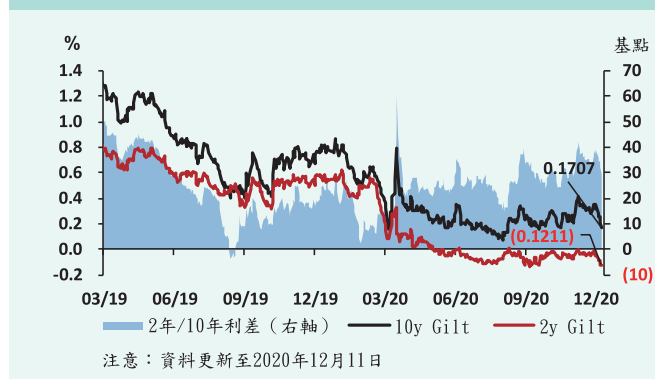
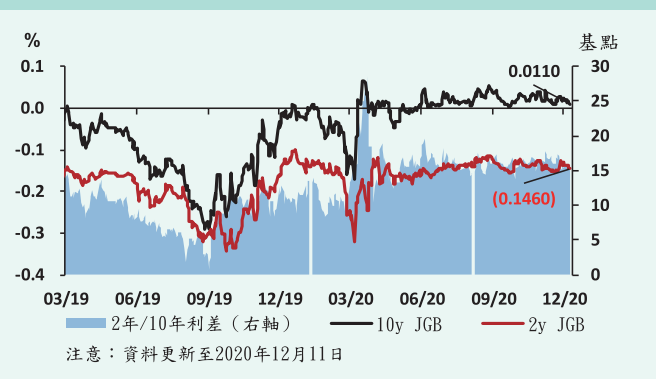


圖 4：日本國債利率



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

最後，中國國債利率上升勢頭預計將持續到 2021 年二季度，10 年國債利率或上行至 3.6% 左右，並在下半年逐步下行至 3.1% 左右，呈倒 U 型。2021 年上半年中國經濟強勁，以及 PPI 逐步上行是支持利率上行的主要理由。在三季度，由於經濟增速逐步回歸潛在增長，PPI 從二季度高位逐漸回落將改變國債收益率上行趨勢。加上中國國債 10 月份納入富時世界國債指數，以及政府債券發行減少，10 年國債利率或下行至 2019 年年末水平。考慮到 2020 年下半年貨幣政策進一步正常化，短期遞減幅度或有限度，預計國債收益率曲線仍將發生變化。

圖 5：中國國債利率

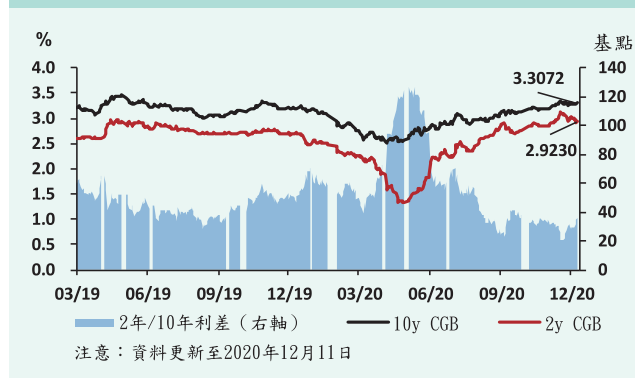


圖 6：主要利率預測

經濟體	政策利率	國債利率					
		2年		10年			
		目前	2021年底	目前	2021年底		
美國	聯邦基金基準利率	0-0.25	0-0.25	0.1190	0.2500	0.8980	1.2500
德國	再融資利率	0.0	0.0	-0.7880	-0.6500	-0.6380	-0.2500
英國	官方銀行利率	0.1	0.1	-0.1221	0.1000	0.1707	0.5000
日本	補充性存款機制利率	-0.1	-0.1	-0.1450	-0.1000	0.0100	0.0000
中國	7天逆回購利率	2.2	2.3	2.9519	2.8000	3.3072	3.1000

注意：資料更新至2020年12月11日

資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

國際匯率：

疫苗驅動的復甦將推動貨幣方向

美元：未來走勢將取決於疫苗接種進展

2020年，與 COVID-19 危機相關的四起事件導致 2011 年以來美元牛市的趨勢逆轉。首先，隨著 G10 所有政策利率降低至接近零，美國相對於其他發達市場的利差優勢大致消失。其次，美聯儲不僅在國內提供緊急流動性，還通過向 14 家全球央行提供近 4,500 億美元的外匯掉期額度，平息了美元融資危機。第三，歐元區向財政聯盟邁出了重要一步，啟動了新的 7,500 億歐元緊急基金，並發行了歐盟支持的債券。第四，美國選舉拜登為新總統，他更提倡多邊外交主義，不太容易引發地緣政治緊張局勢。

2021 年，三個關鍵的不確定因素可能會影響美元目前的下行路徑。首先，歐洲央行資產負債表相對於 GDP 增長率已經超越美聯儲，且這一趨勢可能在 2021 年繼續。其次，如果民主黨能夠在參議院達成 50 對 50 的平局，並在副總統打破平局的投票中贏得 2 萬億美元或更大的財政刺激方案，那麼美元可能會在財政更加友好、貨幣政策相對不那麼寬鬆的環境下反彈。第三，如果 COVID-19 疫苗不能夠在 2021 年有效的在全球部署，那美國 GDP 的復甦可能也不會比 IMF 十月份預測的全球復甦相差那麼大。

圖 1：歐洲央行資產負債表增速在 2020 年超過美聯儲

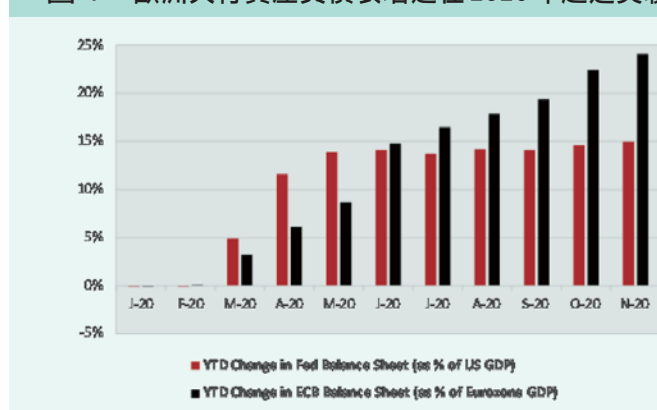


圖 2：美元與美國對全球 GDP 的貢獻緊密相連



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

由於美國採取了相對不嚴格的社會隔離措施，2020 年美國 GDP 增長率的下滑幅度可能僅僅略高於全球 GDP 增長率的下滑幅度（根據 IMF 十月份的預測，美國 GDP 增長率

為 -4.3%，而全球為 -4.4%）。然而，IMF 同時預測 2021 年美國經濟復甦為 3.1%，遠低於全球經濟 5.2% 的增長率。考慮到美元指數總體上跟美國對全球 GDP 的相對貢獻成正比，除了出現美元流動性緊縮的情況，美國經濟復甦強於預期才會阻止美元繼續走弱。

歐元：全球復甦進展將掩蓋歐元區的不佳表現

從經濟上來說，歐元區的狀況要比美國差。其第三季度國內生產總值同比下降了 4.3%，低於美國的 2.9% 的收縮。歐元區的失業率為 8.4%，而美國為 6.7%。歐元區的核心通脹率則低得多，為 0.2%，而美國為 1.4%（核心 PCE）。相對於美國，歐洲更多地依賴貨幣寬鬆政策，而不是財政刺激措施。歐洲央行決定在 12 月將其緊急資產購買計劃擴大至 1.85 萬億歐元，同時將終止日期延長至 2022 年 3 月。相比之下，美聯儲可能仍無法決定是否增加目前每月 1,200 億美元的資產購買速度，直到進一步明確國會財政刺激措施的規模。但是，由於 2020 年美國（131%）和歐元區（101%）的政府債務對 GDP 比率都很高，因此 2021 年的資本流動更有可能轉向政府債務更低的高收益貨幣。

英鎊：英國退歐對英鎊不是好兆頭

鑑於英國軟退歐的協定圍繞在貿易商品上，英鎊在 2021 年將很難大幅升值，因為服務業佔英國經濟的 70% 以上。英國央行考慮負政策利率的意願也會給英鎊造成壓力，因為自疫情開始以來，英國的失業率的上升一直沒有停息。

日圓：兌美元升值空間大於兌其他交易夥伴

由於 G10 貨幣之間的利差大量消失，日圓在 2020 年的表現不太像避險貨幣，例如其在今年 3 月份市場動盪期間貶值。同時，在下半年市場復甦後，日圓升值的表現也不像一個融資貨幣。但是，鑑於日本與美國的貿易額不到 20%，日圓的貿易加權匯率在下半年基本穩定。在強勁的財政刺激措施下，日本央行可能不會對日圓兌美元升值那麼敏感，尤其是在 11 月簽署 RCEP 之後，日本應會與更多的區域夥伴進行貿易。

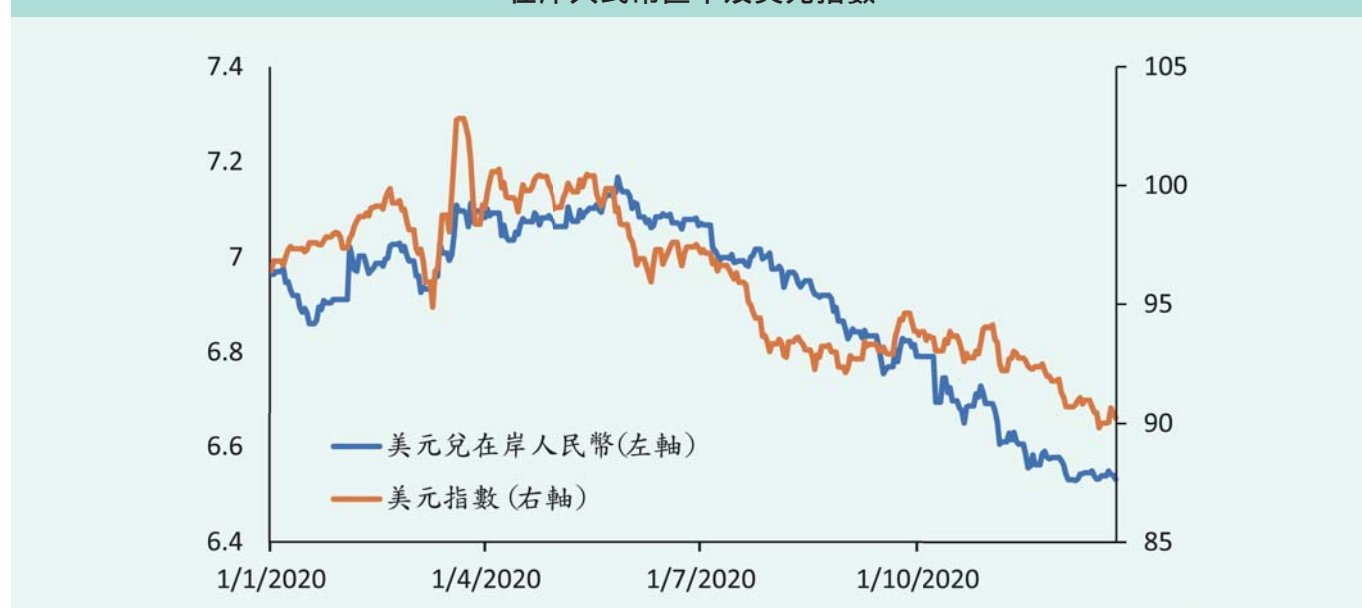
商品貨幣和東盟貨幣：有些更看漲

如果 2021 年全球復甦可以順利進行，具有經常帳戶盈餘和低債務比率的商品貨幣（如澳元，挪威克朗和瑞典克朗）都有望升值。東盟貨幣可能會繼續受益於中國在全球經濟復甦中的領先地位，尤其是那些與旅遊業緊密相關的貨幣，如泰銖。儘管如此，這些貨幣的走勢將在很大程度上取決於由疫苗接種帶領的全球復甦步伐。

人民幣匯率： 先升後回，基本穩定

2020年，人民幣兌美元匯率先抑後揚，呈A字型走勢：1月至5月底人民幣持續走弱，5月27日跌至7.1671的年度低位，市場普遍感到焦慮；6月之後人民幣匯率風格切換，穩步攀升，走出單邊行情。全年中間價、CNY和CNH價差收窄，均升值約6%至6.54左右水平，與美元指數下跌約6%基本對稱。

在岸人民幣匯率及美元指數



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

人民幣匯率風格切換，主要受四個驅動力影響：一是美國疫情失控，美國當局以財政、貨幣政策雙寬鬆做法應對疫情衝擊，致美元指數創下15年來第二大跌幅。二是中國率先控制住疫情，經濟穩步復甦，2020年GDP增長2.0%左右，是全球唯一正增長的主要經濟體。三是中國國際收支超常態變化。受益於產業鏈、供應鏈穩定，貨物出口優於前兩年，特別是防疫物資出口快速增長，貨物貿易順差前低後高；旅行支出銳減，服務貿易逆差收窄。四是中美息差較大，基準國債息差超過250個基點，令人民幣資產吸引力上升。

展望 2021 年，人民幣兌美元匯率受疫情變化影響，大概率呈先升後回、雙向波動、基本穩定特徵。

首先，當前人民幣升值預期並不強烈。下面三個指標預示，人民幣進一步升值空間有限，“新周期”之說難成立：一是 11 月結匯率和售匯率分別為 63% 及 65%，市場主體結售匯意願平穩。二是 CFETS 人民幣匯率指數全年升 3.6%，顯著低於人民幣兌美元匯率 6% 的升幅，且指數已從 11 月 20 日的 95.83 點回落至目前的 94.84 點。三是無本金交割遠期合約 NDF 數據反映 2021 年人民幣匯率偏軟。

其次，2021 年上半年，全球疫情延續，將令 2020 年人民幣升值的四大驅動力持續發力，不排除人民幣升至 6.35 的可能。其中，兩個因素的影響將較為突出：一是美元偏弱。拜登政府在疫苗支持下有效控制疫情預估需時半年，為了緩解疫情對經濟的衝擊，加大放水應沒有懸念，美聯儲也可能加大擴表力度，美國自身因素將令美元承壓。二是中國產業鏈、供應鏈穩定的優勢將助出口延續良好增長勢頭。

第三，2021 年下半年，人民幣走勢風格可能再次切換，將令匯率止升回穩、雙向波動。主因是美國將先於歐洲控制住疫情，令人民幣升值的四大驅動力發生變化：一是美國經濟復甦前景惹憧憬，中國經濟雖在“雙循環”推動下有望增長 8% 或以上，但已不再是全球唯一正增長的主要經濟體。二是美元下行空間或受歐央行放水抑制，甚至止跌反彈。三是中國國際收支將回歸常態。美國等經濟體的產業鏈、供應鏈恢復後，對中國防疫物資的需求將有所減少，訂單轉移將消退，中國貨物貿易順差將下降；中國出國旅遊支出可能增加，服務貿易逆差將上升。四是美國經濟復甦可能推動債息回升，人民銀行將按中央經濟工作會議的要求落實穩健的貨幣政策，將保持貨幣供應量和社會融資規模增速同名義經濟增速基本匹配，保持宏觀槓桿率基本穩定，預示貨幣政策回歸常態將延後，意味著中美息差有望收窄。隨著中國穩步推進金融市場雙向開放，穩慎推進人民幣國際化，跨境資金雙向流動將趨於合理均衡。

綜上，我們研判，2021 年人民幣兌美元匯率單邊行情難長久，大概率呈先升後回、雙向波動走勢，將在合理均衡基礎上保持基本穩定，預計全年貶值 1% 至 6.6 左右水平。

東盟經濟： 疫情後有望實現強勁復甦

受疫情影響，2020年主要東盟國家經濟增長先後陷入技術性衰退。新冠肺炎疫情3月中下旬在部分東盟國家開始爆發，菲律賓、泰國和新加坡第一季實質GDP率先錄得按年負增長。第二季度除了越南，主要經濟體GDP按年收縮逾10%，部分國家跌幅甚至大於1998年亞洲金融危機。隨著下半年本地限制措施逐步有所放寬，第三季度經季節性調整的實質GDP較上季錄得明顯增長。第四季全球疫情反覆，雖然東盟GDP按季有望進一步改善，但仍會低於2019年疫情前水平。預計2020年全年東盟經濟將收縮約3.2%。

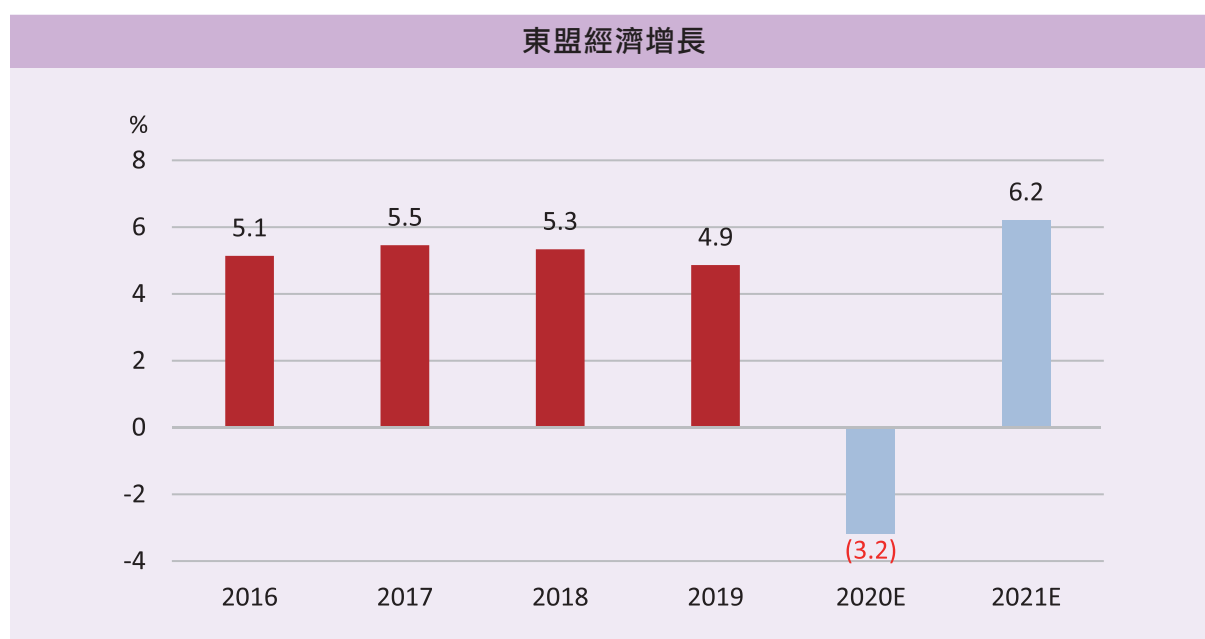
內外部需求萎縮對東盟經濟形成巨大衝擊，但與中國的貿易往來顯示了強大韌性。東盟五國（新加坡、印尼、馬來西亞、泰國和菲律賓）2020年首三季的GDP同比負增長6.96%。越南受惠於穩健的電子產業和較佳的疫情防控表現，預計全年增長可達2.92%，將成為今年少數可實現GDP正增長的國家之一。東盟經濟對外依存度高及依賴旅遊業，各國封關和全球貿易總需求下降令多個東盟國家第二季商品出口錄得超過20%的同比收縮，同時令服務出口、旅遊業收入大幅受壓。內部需求方面，近年私人消費開支成為經濟增長的主要動力。但封城、大規模社交距離限制等措施和失業人數急升削弱消費意欲和能力，同時東盟國家的財政援助力度亦較發達國家少。馬來西亞的政治僵局、泰國和印尼示威浪潮一度為疫情控制和經濟回穩帶來壓力。儘管外部需求曾嚴重受挫，但東盟與中國的經貿合作逆勢上揚，2020年前三季度雙方貿易額達4,818億美元，同比增長5%，東盟成為中國第一大貿易夥伴。

展望2021年，東盟經濟增長有望實現強勁復甦。預期2021年隨著疫苗在全球展開大規模接種，外部需求、本地經濟活動和消費有望逐步恢復正常。財政刺激措施將繼續援助家庭和小型企業，加大公共消費及投資支持經濟恢復。在低基數效應下，估計2021年東盟經濟增長可從2020年約-3.2%回升至6.2%左右，高於近年5%的趨勢增長。未來RCEP

協定的實施能夠帶動更多成員國的貿易和投資往來，同時加快供應鏈向東盟國家轉移及促進東盟在區域內的出口，對疫情後東盟重拾增長動力提供支援。2021年為中國和東盟建立對話關係30周年，雙方戰略夥伴關係更趨緊密，經貿合作空間更為廣闊，中國在東盟經濟復甦進展中將繼續發揮重要作用。

東盟主要國家貨幣政策預計維持寬鬆，以支持經濟恢復。多個東盟國家在2020年大幅度降息、購買中長期國債及降低存款準備金以刺激經濟。預計2021年東盟國家將跟隨美聯儲而不進行加息，並繼續壓低借貸、償債成本，以及增加市場流動性和鼓勵銀行放貸。在通脹水平持續低位的情況下，部分實際政策利率較高的國家會根據經濟恢復表現有可能再度減息一至兩次。印尼和菲律賓央行預期繼續採取非常規貨幣政策，為政府提供借貸並分擔財政支出。央行的獨立性和財政赤字貨幣化的問題或會繼續受到市場關注。

短期風險對經濟復甦的影響值得關注。歐美經濟復甦前景的不確定性依然存在，影響東盟的外部需求，以及經濟復甦速度。旅遊業將成為2021年經濟的主要拖累。疫情反覆和償債能力是部分東盟國家面臨的主要短期風險。經濟下滑令債務比例快速上升，財政狀況較差國家的償還外債壓力和信貸風險需要繼續關注。



資料來源：國際貨幣基金組織，中國銀行香港金融研究院

RCEP 與香港： RCEP 將在中長期推動香港發展

香港對主要的貨物進口實行免稅，而香港對外出口的本地生產貨物只佔香港 GDP 很小的比重，RCEP 在短期內更重視削減貨物貿易關稅，因此，加入 RCEP 對於香港經濟的短期直接提升較小。但是作為航運中心，香港經濟仍可受益於簽訂 RCEP 的國家所組成的經濟區域的貿易繁榮，特別是受益於協議帶來的中國進出口的增長。就此而言，RCEP 相關國家是中國重要的貿易夥伴，近三年來，中國對上述國家的貨物出口持續佔中國貨物總出口的 25% 以上。與此同時，中國從 RCEP 國家的進口更是佔中國貨物總進口的 35% 以上。香港作為航運中心，貿易和物流行業佔到香港 2018 年 GDP 總額的 21.2%，在此前的五年中，上述比重穩定保持在 20% 以上。作為中國商品進出口的重要中轉管道，香港經濟將極大受益於 RCEP 帶動的中國進出口的增長。

除了作為航運中心以外，香港更是全球金融中心，金融服務業佔香港 2018 年 GDP 的 19.8%。之前的五年，上述比重持續上升，除金融服務以外，專業服務及其他工商業支援服務作為對於香港 GDP 貢獻排名第四的主要行業，2018 年對於香港 GDP 的貢獻高達 11.9%。爭取加入 RCEP 可以在中長期提升香港服務業，特別是金融業具有的優勢，這主要受益於 RCEP 中關於實現國民待遇和最惠國待遇的條款。在這方面，香港將從受益於中國內地發展帶動的相關需求和自身行業優勢發揮兩個層面上受益：

一方面，同進出口一樣，香港會受益於 RCEP 對於中國內地 FDI 和 ODI 的提升，2019 年內地 FDI 中有 12.75% 來自 RCEP 國家。更重要的是，香港作為進入內地市場的重要中轉，其貢獻了內地 FDI 中的 72%（參見圖 1），預計在這 72% 中有很多來自 RCEP 相關國家的投資經由香港中轉進入內地。例如，以截止 2018 年的存量計算，外部對香港的直接投資中，

RCEP 國家中的新加坡和日本分別排在總投資量的第六位和第八位。按行業統計，上述投資中，主要投入投資及控股、地產、專業及商用服務、銀行、進出口貿易、批發及零售和金融等香港存在比較優勢，同時也是向內地輸入投資較多的行業。參考 ODI 的數據可以對於上述情況有一個更加全面的展現，2019 年 RCEP 國家在中國 ODI 目的地中的佔比 11.58%。除此之外，香港更是佔中國內地 2019 年 ODI 總量的 66.1%。分行業來看，香港對外輸出的投資同樣集中在投資及控股、地產、專業及商用服務、進出口貿易、批發及零售、銀行、製造、保險、運輸、倉庫、郵政及速遞服務（參見圖 2）等香港存在產業比較優勢的行業。將香港的 FDI 和 ODI 與中國內地的數據相互比較印證，香港作為外資進入內地的門戶的特點明顯。除此之外，在香港的對外投資中，剔除對於離岸金融中心的投資，RCEP 國家中的新加坡和澳大利亞分別佔香港對外投資的第六位和第七位。

圖 1：中國 FDI 中來自 RCEP 國家的部份將提速

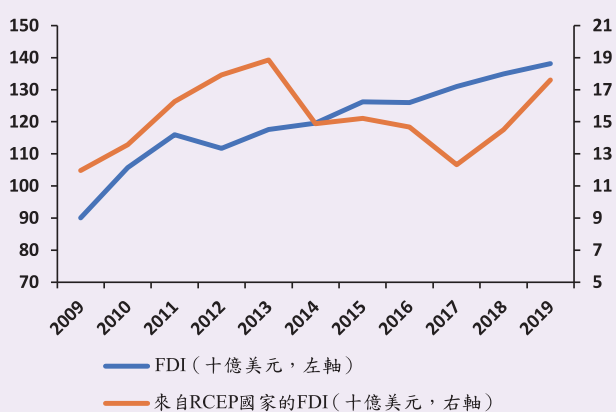
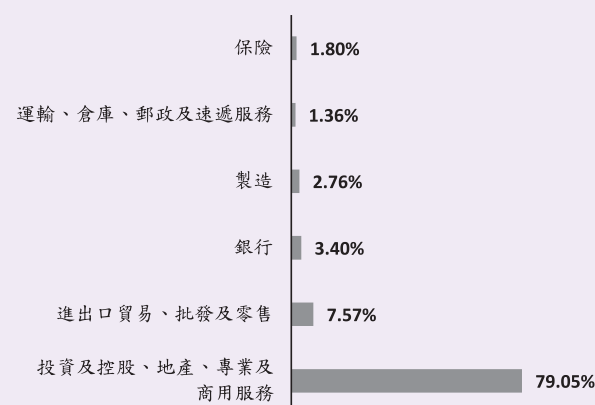


圖 2：香港對外投資（除對於連金融中心投資）主要行業分佈（2018）



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

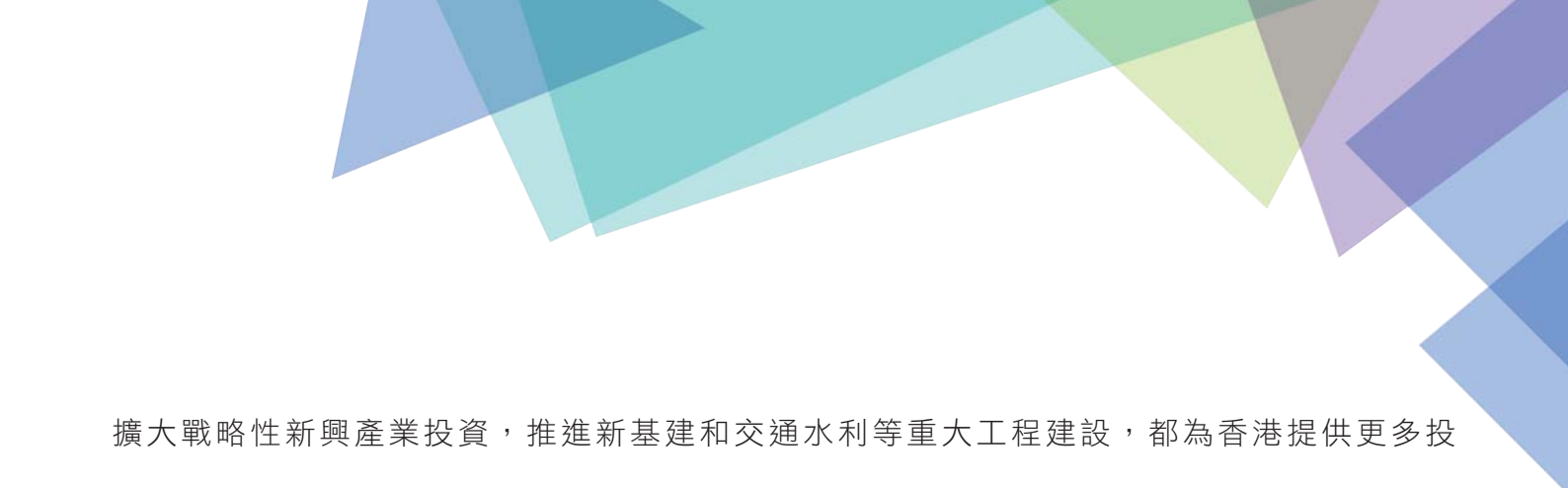
綜上所述，RCEP 在區域內推廣和香港未來加入的前景將從短期內提升香港作為航運樞紐的地位。中長期，從作為中國資金進出的中轉和發揮香港在金融和專業服務領域優勢的兩個維度上，加入 RCEP 可以進一步推動香港發展。

國家十四五規劃與香港： 全面配合，把握良機

「十四五」規劃建議把「高質量發展」和構建「雙循環」作為未來五年的重要指導思想，這是百年大變局歷史關口國家經濟發展模式的根本轉變。香港融入國家發展大局，需要擁抱這一轉變及作出全面配合，並爭取更大發展空間。

一是全力打造國際科創中心，服務國家創新驅動戰略。今次《建議》的一個突出特點，是確立創新在國家現代化建設全域中的核心地位，強調唯有自立自強，才能實現真正的高質量發展。這就需要在基礎研究、創新金融和保護知識產權等諸多創新要素上取得突破，而這正好是香港的強項。香港創新及科技上游產業之基礎研究已晉升至世界級水平，原始創新能力居亞太區前列，未來應更好配置資源全力打造國際科技中心；在創新金融引導資本市場的今天，香港可進一步推動創新金融和創新科技的深度融合，打造亞洲領先的資本市場，為內地創新科技企業發展壯大提供更多支援；香港還可與內地加強合作，探索知識產權保護法律體系和協同保護機制的對接，協助內地建立與國際接軌的知識產權保護體系。

二是充當內需促進者，有效配合「內循環」戰略。內需是構建「雙循環」的最重要引擎，其中消費將成第一大支柱，目前全國有 4 億多中等收入群體，預計到 2030 年將增至 8 億；投資是「內循環」的另一大動力，預計到 2030 年投資總額將比目前擴大一倍或以上。未來香港可從推動港企優勢產品擴大內銷、拓展進口分銷業務、提升政府專項基金支援中小企拓展內銷的針對性及有效性、為港資企業拓展內銷市場提供金融支援，以及協助內地完善消費者保障等方面入手，促進內地擴大內需。內地將加快補齊市政工程和民生領域等短板，



擴大戰略性新興產業投資，推進新基建和交通水利等重大工程建設，都為香港提供更多投資機會，預計未來五年香港有機會為內地提供 5,000 億美元的 FDI。共建優質生活圈也是從區域層面促進「內循環」的重要抓手，未來應為香港居民在大灣區提供金融便利，推動大灣區內需登上新台階。

三是作為開放加速器，推進內地更高水平對外開放。「十四五」時期最大不同之處是外部環境日趨複雜，但內地仍將堅定不移實施更大範圍、更寬領域、更深層次對外開放。香港可助力內地建設更高水平開放型經濟新體制，打造國際一流的營商環境；借助自身在綠色發展、高度開放和規範廉潔等優勢，為高品質共建「一帶一路」營造良好外部環境；通過完善「互聯互通」機制，包括疏通粵港澳跨境人民幣流動管道、培育粵港澳跨境銀行信貸資產轉讓市場、率先試點大灣區南向債券通和完善北向債券通機制等，為國家穩慎推進人民幣國際化提供有益經驗。

四是攜手發展綠色金融，建設綠色低碳灣區。「十四五」規劃把推動綠色發展作為重大任務，未來五年內地至少需要投資逾兩萬億美元在綠色項目上，發展綠色金融乃當務之急。《關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見》提出推動大灣區綠色金融合作，支持香港打造粵港澳大灣區綠色金融中心，未來香港可通過發行基準「綠色債券」、舉辦有關綠色金融及投資的全球會議、為綠色金融專案和證券設立「綠色金融標籤計劃」，以及大力培育綠色金融人才等途徑，為建設綠色低碳灣區提供資金支援。

除了上述四大要點外，香港配合國家「十四五」規劃還可在建設高標準市場體系、促進區域協調發展、推進新型城鎮化、建設高質量教育體系、提高文化軟實力，以及創新社會治理等方面發力，助力國家在全面建設現代化強國新征程中開好局、起好步，並為香港爭取更大發展利益。



中國銀行(香港)

BANK OF CHINA (HONG KONG)

您的最佳選擇

YOUR PREMIER BANK