

2021年全球經濟金融展望

受新冠疫情打擊，2020年全球經濟陷入二戰以來最嚴重衰退，但隨著疫苗廣泛使用、各國繼續實施擴張性財政政策、主要央行維持寬鬆貨幣政策以配合財政政策並抑制金融風險，以及低基數等因素支持下，全球經濟料將在2021年逐步恢復，中國經濟則可能成為唯一連續兩年錄得增長的主要經濟體。鑑於全球經濟復甦需時、疫情反覆和地緣政治等不確定性，以及整體通脹壓力不大，預期主要央行超寬鬆貨幣政策將繼續持續一段時間。2021年各主要匯率變化則取決於市場的避險情緒、各經濟體的實際表現和政策變化等因素。

一、 全球經濟展望

疫苗提振經濟反彈信心

目前國際貨幣基金組織和各國央行對2021年的全球經濟預測均認為全球經濟在經歷2020年新冠疫情帶來大衰退後將大幅反彈。各國經濟反彈的幅度將在很大程度取決於其在2020年偏離經濟趨勢增長率的程度。例如，雖然2020年中國經濟仍然保持正增長，但明顯低於過去五年增長的平均增速，因此，預計2021年經濟增速將很大可能超過過去五年的平均水平（具體資料參見表1）。

表1. IMF2021年全球經濟預測

發達經濟體	美國	歐元區	日本	英國	新興市場和發展中經濟體	新興亞洲	新興歐洲	加拿大	澳大利亞	中國香港	中國	
	3.9%	3.1%	5.2%	2.3%	5.9%	6.0%	8.0%	3.9%	5.2%	3.0%	3.7%	8.2%

資料來源: IMF, 中國銀行香港金融研究院

與國際貨幣基金組織預測的情況相似，我們對2021年全球經濟增長的預測主要建構在兩個經驗證據上。首先，在年初遭受疫情重創的經濟體，其經濟增速於2020年三季度均有很大的反彈，主要受益於疫情緩和以及封鎖政策的解除，疫苗帶來的經濟提振亦料至少與此類似。其次，從中國的經驗看，當疫情受控以後，經濟增速明顯向潛

在增速回歸。我們使用基於新凱恩斯經濟學的動態隨機一般均衡模型，對 2021 年主要經濟體經濟增速預測如下：

表2. 中國銀行香港金融研究院2021年全球主要經濟體經濟預測

中國	美國	歐元區	日本	英國
8.4%	3.5%	5.4%	2.6%	5.5%

資料來源：中國銀行香港金融研究院

此外，主要經濟體額外的財政和貨幣刺激政策也將對全球經濟帶來額外提振：美聯儲、歐洲央行、英國央行和日本央行都表示將維持超寬鬆貨幣政策直至經濟恢復，以及容忍通脹重返甚至超出目標。同時，美國和歐盟將很快提出新的大規模財政刺激計劃。

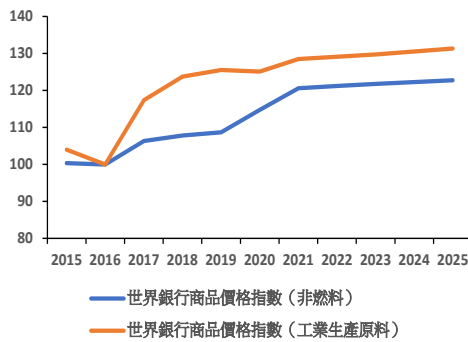
商品價格或會因基數效應推高通脹，但整體壓力有限

由於疫苗生產、分配和民眾接種意願等因素的影響，全球經濟可能在 2021 年上半年都無法完全恢復正常運轉。考慮到通脹往往滯後於經濟增長一段時間，因此，預計通脹上升的風險將在 2021 年開始顯現，但可能要等到較後時間才會在大範圍浮現。

根據世界銀行 2020 年 10 月的預測，2021 年煤（澳大利亞）、原油、天然氣（歐洲）、天然氣（美國）4 大類能源價格將高於 2020 年水平。在五個能源大類中，只有液化天然氣（日本）於 2021 年的預測價格將較 2020 年持平。四種飲料和 16 種食品中則僅有泰國稻米和美國香蕉於 2021 年的價格預測將低於 2020 年，木材、棉花等原材料價格預測則料高於 2020 年。銅、鋁、鋅鉛等基本金屬同樣是漲價預測，僅有鐵礦石價格預測略低（詳細預測參見：World Bank Commodity Markets Outlook, October 2020）。

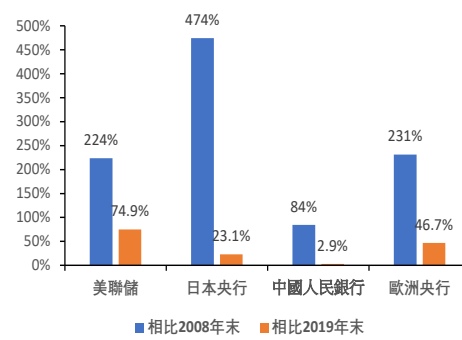
再考慮到全球主要央行資產負債表擴大和主要國家財政赤字擴大的因素，預計出現更多貨幣追逐更少商品的情景的可能性將顯著提高。

圖1. 世界銀行預測多數大宗商品價格將上漲



資料來源: CEIC, 中國銀行香港金融研究院

圖2: 2020年主要國家央行資產負債表擴張



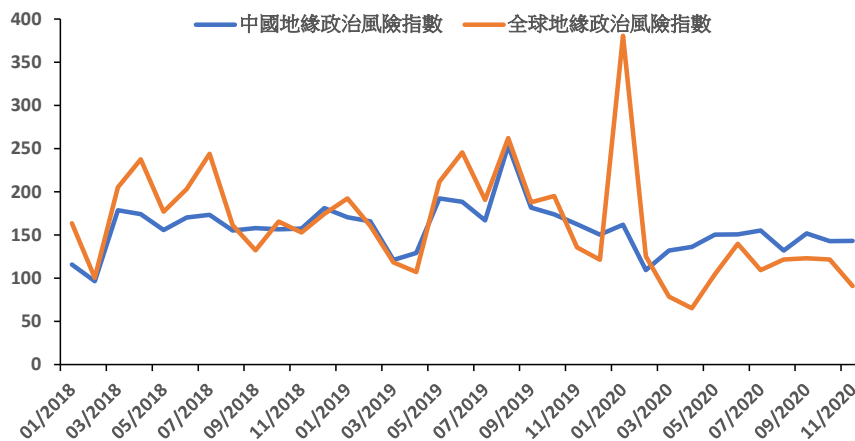
資料來源: CEIC, 中國銀行香港金融研究院

地緣政治風險仍值得警惕

從影響全球經濟的角度看，以地緣政治風險指數衡量（Dario Caldara and Matteo Iacoviello, Measuring Geopolitical Risk, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers），2020年 全球地緣政治風險相比 2018 年和 2019 年實際是下降的（參見圖 3）。

中美貿易戰以來，中國地緣政治風險指數和全球地緣政治風險指數的相關性已經從三年前的 0.44 上升至 0.63，如果不考慮 2020 年，相關性 更是高達 0.80，顯示中美關係可能將帶來全球地緣政治風險感知度的波動。

圖3. 全球和中國地緣政治風險在2020年均有所下降



資料來源: CEIC, 中國銀行香港金融研究院

拜登勝選以來，中美關係能否出現緩和跡象尚待觀察。由於中美關係影響著全球最大的兩個經濟體，因此它仍將是 2021 年影響全球經濟的最大變數之一。拜登當選後，中美經濟關係第一個看點是原先特朗普時代對於中國出口加徵關稅和貿易協定是不是會有所調整。在此方面，拜

登在 12 月 2 日接受媒體採訪時表示不會取消貿易協定，也不會取消對中國出口商品加徵的關稅。

另外一個看點是特朗普在整個任期內增加對於中國經濟限制的政策將有多大程度延續到拜登的任期。目前，美國國會兩院都已經通過了對於中資企業在美國上市的限制，由於這種限制獲得參眾兩院一致支持，故大概率會延續至拜登的任期。而對於特朗普將更多中國企業標記為與中國軍方有所關聯，從而限制美國投資人作出投資，基於拜登上任後料短期不會修改這些安排的預測，MSCI 已將被包括在內的中國企業剔除出其中國相關的股票指數，可見一些特朗普任期推出針對中國的限制政策將可能延續至拜登任內。

第三個關注點是拜登就任總統後對中國的經濟政策，其與特朗普的不同在於更加強調對於知識產權、傾銷和補貼行為做出回應，而不僅是局限於貿易領域，且更強調與美國的盟友協調行動。這將增加與中國在多方面出現摩擦的可能性。

二、全球通貨膨脹展望

2020 年全球經濟飽受新冠疫情打擊而陷入深度衰退，即使預期 2021 年全球經濟將在低基數、疫苗接種及寬鬆貨幣和財政政策支持下錄得反彈，但不確定性仍然較高，加上主要經濟體失業情況嚴重，現時只是受惠於政府政策而避免大幅上升，整體經濟表現仍遠遜於其潛在增長水平，故未來需要一段時間全球通脹仍會處於低於各央行的政策目標，有助於維持整體寬鬆貨幣環境不變。

美國：平均通脹目標政策引導其高於目標水平

美國最新 FOMC 會議中強調疫情對通脹已構成重大影響，故在未來更長時間聯儲局或將繼續維持零利率政策。此外，美國實施“平均通脹目標”的政策框架，意味著美國不僅要基於菲利浦斯曲線模型關注就業市場狀況，還要將名義 GDP 增長情況納入通脹目標。這雙重因素將使聯儲局更大程度允許通脹超出目標，這種超調預期或將影響通脹預期變化。最後，前聯儲主席耶倫出任美國財政部長或將強化財政與貨幣政策的協調機制，從而更加積極改善就業市場。綜上，假設美國疫情逐步受控，在經濟活動及就業持續恢復，寬鬆貨幣及積極財政緊密協調及通脹超調預期的共同作用下，2021 年美國通脹水平將攀升至 2.9%。

歐元區：中期通脹率預測仍較目標差距甚大

歐洲央行在 2020 年 12 月宣佈開始擴大 QE (量化寬鬆)，我們認為這是歐洲央行對歐元區中期價格穩定的承諾。然而，2021 年歐元區中期通脹率預測較 2% 的目標差距較大。進入 2021 年，歐元兌主要貨幣匯率、新冠疫情防務形勢、英國“脫歐”談判進展、美國相關財政措施等因素，是判斷未來歐元區通脹率走勢的主要因素。在基準情景下，我們假設若歐洲疫情得到控制，歐元區與英國可避免硬脫歐情況下，歐元區通脹水平將緩慢抬升，預料 2021 年歐元區通脹平均值在 1.0% 上下水平。

日本：2021 年有望擺脫階段性通縮

受到此次疫情衝擊影響，私人需求下降已將日本拖入階段性通縮狀態。不過短期來看，日本經濟已經處於復甦通道中，商品實際價格上升將有助日本通縮收窄並實現再通脹。但日本若想通過維持多年的負利率政策實現 2% 的通脹目標仍存在較大挑戰。一方面，日本通脹與貨幣供應之間的顯著關係已弱化至不再滿足費雪方程下的基本條件；另一方面，長期低通脹與日本經濟結構問題存在複雜的非線性關係。長期低迷的勞動生產率使得居民形成一種根深蒂固的心理預期，即薪資和物價不會輕易增加。假設疫情進一步受控，經濟復甦將支持 2021 年日本通脹升至 0.4% 的平均水平。

英國：食品及零售或將助力通脹率攀升

受到疫情影響，英國 2020 年通脹率屢創新低。而進入三季度以來受到服裝及食品價格上升影響，英國通脹水平持續上升。然而，英國近期出現新型變種新冠病毒，該變種病毒傳播力較原有病毒高出 70%，英國因此緊急啟動第四級封鎖並嚴禁聖誕聚會。我們預料嚴格的封鎖及聖誕禁令將弱化消費者對食品及服裝的季節性需求。新型變異病毒的擴散和英國硬脫歐的潛在風險，令其將短期面臨通縮挑戰。展望 2021，我們預期疫苗對新型變種病毒仍具較高有效性，並在英國與歐盟部分達成脫歐協定下，2021 年英國通脹率將可攀升至 1.5% 上下水平。

表 1. 全球主要經濟體通脹率預測（全年通脹均值）

	2020 通脹率%	2021 通脹率%
	預測	預測
美國	1.2	2.9
歐元區	0.2	1
日本	0.1	0.4
英國	0.8	1.5

資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

三、2021 年全球宏觀政策展望

美國財政寬鬆力度大於歐元區，聯儲局料長期維持低息

具體來看，2020 年美國經濟表現好於歐元區等經濟體的關鍵原因在於美國通過政府增加槓桿來維持企業和居民部門資產負債表穩定，避免總需求螺旋式收縮。據美國國會預算辦公室估算，美國抗疫紓困法案推行的財政刺激力度令 2020 年美國實際 GDP 增速避免了 4.7 個百分點的收縮。目前，除了疫情防控和部分基本保障相關救濟以外，絕大部分政策即將在 2020 年末到期，惟兩黨已達成共識推出新一輪刺激方案，避免因財政措施未能延續影響經濟表現。

2021 年，預計拜登政府將全面強化現有刺激措施，通過加大財政支出以支持受損的個人和企業繼續抗疫。考慮到疫情和此前的政策刺激對低收入和服務業民眾的影響最大，以及耶倫將更注重結構性失業問題，拜登政府可能頒布一些針對結構性失業的法案，使得勞動力市場復甦更為均衡。

此外，拜登政府還提出大規模基建投資、增加住房供應和購房支持、對高收入階層和大公司加稅、促進清潔能源、加大教育投入等總規模超過 10 萬億美元的政策。這些支出預計將縮小貧富差距並支持經濟，符合拜登的競選承諾。民主黨能否順利推行財政政策計劃的一個膠著點在於民主黨能否拿到參議院半數席位。若在無法取得國會合作的情況下，拜登政府可能會利用行政命令來推行兩黨有共識的政策以作為其優先施政項目，包括新冠疫情紓困法案、藥品訂價與醫療改革，規模相對有限的基礎建設法案。

雖然經濟和勞動力市場的改善將推動美國核心 CPI 在 2021 年回升，但是“平均通脹目標”的引入將使美聯儲對更高通脹有較大的容忍度，不會受到通脹影響而過快收緊貨幣政策。2020 年 12 月議息會議結果亦顯示，美聯儲將維持當前的貨幣寬鬆政策，包括按目前規模繼續其資產購買計

劃（每月 1,200 億美元）以及維持聯邦基金利率在 0-0.25%。由於部分臨時政策工具的使用遠低於上限，且目前金融市場穩定下來，這些政策可能將逐步退出。另外，鮑威爾認為財政部應更積極推出財政紓困政策，我們預期美聯儲將積極配合新一輪財政政策，以調降政府的融資成本。

歐洲財政刺激有所突破，歐央行亦延續寬鬆貨幣政策

歐洲各國政府已延長早期疫情援助計劃的期限以提供足夠的貸款、信貸擔保和工資支持。雖然債務問題或進一步擴大，但歐盟仍將繼續放鬆其成員國於 2021 年的預算赤字率至超過 3%，歐元區各國得以繼續實行擴張性政策，並逐步用長期援助代替緊急援助。規模達到 1.8 萬億歐元的未來 7 年預算與刺激計劃（2021-2027）將在 2021 年開始落實，這項突破性的預算或將成為提振歐洲經濟的重要動力。

貨幣政策方面，歐央行於 2020 年 12 月議息會議上維持了政策利率不變，並將目前規模達 1.35 萬億歐元的歐洲緊急抗疫購債計劃（PEPP）再增加 5,000 億歐元，並延長 9 個月。第三輪定向長期再融資操作（TLTRO）的優惠利率到期日則延長 12 個月。2021 年歐元區通脹預期仍然較低，平均將在 1% 左右，遠低於歐央行目標，促使歐央行繼續實行寬鬆政策。另外，歐央行或將調整通脹目標，允許通脹率在 2% 附近有較大波動空間，或採用平均通脹率目標框架，來強化未來數年利率維持在極低水平的預期。

英國飽受疫情和脫歐困擾，政策寬鬆持續

英國在 2021 年將繼續著力於保護就業、幫助企業和支持公共服務。英國 2021 至 2022 財年的總支出將達到 5,400 億英鎊，其中 550 億英鎊將被用於公共醫療上。除此之外，英國將通過提高最低工資來保護低收入群體，並通過一項重啟就業計劃來重振就業市場。部分由於新冠疫情暫緩的基建項目將被重啟，尤其是在英格蘭北部。英國政府預計將在經濟復甦後著手令其財政狀況返回可持續水平。但按照英國央行的預測，英國經濟規模要到 2022 年一季度才能超過新冠疫情前的水平。目前，即使英國與歐盟達成脫歐協議，但 2021 年至少部分時間內，英國貨物貿易料會因種種摩擦而運輸不暢，且脫歐協議更多是討論商品貿易，而不是佔英國經濟 70% 以上的服務業，故服務出口也將受到影響，令經濟前景存在高度不確定性。在此背景下，我們預計 2021 年英國央行將繼續保持目前 0.1% 的政策利率並維持目前資產購買的節奏。如果經濟表現再次顯著下滑，英國央行或將通過增加資產購買甚至負利率等措施來提振經濟。

日本則繼續其結構性寬鬆

疫情衝擊下，日本低迷的社會總需求受到進一步重大打擊，內外需求嚴重拖累經濟。儘管目前日本政府債務佔 GDP 的比例可能達到 266%（據 IMF 預測），但這並沒有給日本經濟帶來明顯問題。鑑於日本新首相表示在借錢方面沒有硬性限制，2021 年日本政府採取更大規模財政刺激的可能性仍然存在。日本央行預計將在 2021 年維持目前貨幣政策，包括維持短期利率目標於-0.1%，實現控制收益率曲線下的 QQE 和資產購買，並視乎經濟復甦程度進行調整。

四、2021 年全球匯率及利率展望

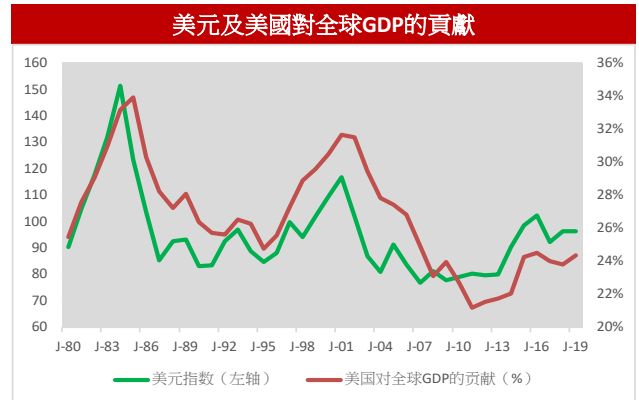
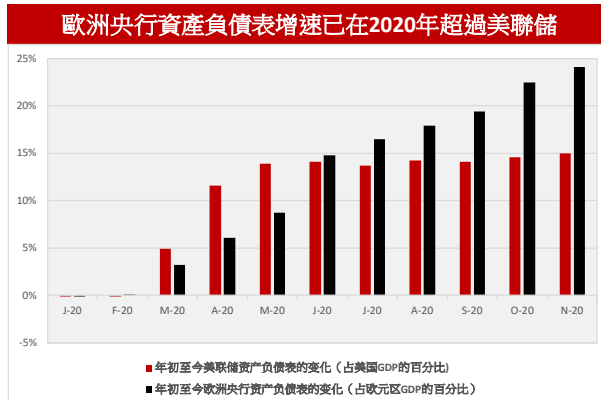
2020 年，美元顯著走弱有利歐元、英鎊和其他貨幣的表現，部分與美國積極的財政和貨幣政策、中美貿易爭端越演越烈和美國總統選舉帶來不確定性有關。目前，市場對疫情、美國總統選舉和 2021 年全球經濟復甦等不確定性的憂慮有所緩和，帶動避險需求減弱，惟未來一些新因素出現亦可能影響美元表現，具體分析如下：

美國：未來走勢將取決於疫苗接種進展

2021 年，三個關鍵的不確定因素將可能影響目前美元的下行走勢。首先，歐洲央行資產負債表規模佔國內生產總值的比例已經超越美國，如果這一趨勢在 2021 年繼續，將可能會對美元帶來支撐。其次，如果民主黨能夠拿下喬治亞州在參議院的兩個席位，使兩黨在參議院達成 50 對 50 的平局，那麼副總統決定性的一票可能幫助民主黨贏得 2 萬億美元或更大的財政刺激方案。這種情況下，美元可能會在財政更加友好、貨幣政策相對歐元區不那麼寬鬆的環境下反彈。第三，如果新冠疫苗在 2021 年未能於全球有效使用，那麼美國 GDP 增速與 IMF 對全球經濟增長預測的差距或不及原來預期般大。由於美國採取較寬鬆的社會隔離措施，2020 年美國 GDP 增長下滑幅度可能略低於全球 GDP 增長的下滑幅度（根據 IMF 10 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 年美國經濟增長 3.1%，將遠低於全球經濟 5.2%。考慮到總體上美元指數跟美國對全球 GDP 相對貢獻成正比，除非出現美元流動性緊縮，強於預期的美國經濟復甦可能會防止美元繼續走弱。

美債利率方面，由於美國經濟復甦將受惠於疫苗大規模使用而在 2021 年持續，加上能源價格或會上漲，美債長端利率將受益於實質經濟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，預計聯邦基金利率將維持在目前水平一段較長時間。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，我們預計 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 年期國債或上升至 0.25% 左右。這意味著，2 年期/10 年期美債息差將擴大約 22 個基點。



歐元區：全球復甦進展將掩蓋歐元區的疲弱表現

從經濟表現來看，歐元區的狀況要比美國差。其三季度國內生產總值同比下降了 4.3%，遜於美國的-2.9%。歐元區失業率在 10 月仍高達 8.4%，而美國為 6.9%，並在 11 月進一步下降至 6.7%。歐元區的通脹率亦較美國低，10 月核心 CPI 僅為 0.2%，而美國為 1.4%（核心 PCE）。相對美國，歐元區更大程度依賴貨幣寬鬆政策，而不是財政刺激措施。在 2020 年 12 月會議歐洲央行決定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，美聯儲或仍無法決定是否增加每月 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，故 2021 年資本流動更有可能轉向政府債務更低的高收益貨幣。利率方面，以德國國債為代表，我們預計 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，我們預計 2 年期德債利率從目前的-0.79% 上漲至-0.65%，將導致 2 年期和 10 年期德債利差增加。

英國：脫歐無助英鎊匯率表現

目前，英國與歐盟達成脫歐協議，但脫歐協定更多討論的是商品貿易，而不是佔英國經濟 70% 以上的服務業，這或導致英鎊難以在 2021 年大幅升值。英國銀行考慮負政策利率的意願亦會給英鎊造成壓力，因為自疫情開始以來，英國失業率一直持續上升。我們預計英國經濟總量不會在 2022 年底前返回疫情前的水平。在此背景下，2021 年英國通脹率或會上升至 1.8%，仍略低於英央行的目標。英央行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低企。雖然長期利率或將上漲，但高債務的長期影響將限制利率上升速度和幅度。我們預計 2 年期和 10 年期英國國債利率將分別從目前-0.12%和 0.17%上漲至 2021 年末的 0.1%和 0.5%。

日本：日圓兌美元升值空間大於兌其他經貿夥伴

由於 G10 貨幣之間的利差大幅地消失，令 2020 年日圓表現不太像一種避險貨幣，其在 2020 年 3 月份市場動盪期間更出現了貶值情況。同時，在 2020 年下半年市場復甦後，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 2020 年下半年基本穩定。在強勁的財政刺激下，日本銀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。2021 年全球經濟復甦將提升日本出口，帶動經濟復甦。日本央行預計將在 2021 年維持其目前的貨幣政策，包括控制收益率曲線。我們預計 2021 年 10 年期日本國債收益率仍將維持在零水平左右。

2021全球匯率及利率展望

經濟體	政策利率		國債利率				匯率		
			2年		10年				
	目前	2021年底	目前	2021年底	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	0.12	0.25	0.90	1.25	90.4	88.9
德國	再融資利率	0.0	0.0	-0.79	-0.65	-0.64	-0.25	1.22	1.24
英國	官方銀行利率	0.1	0.1	-0.12	0.10	0.17	0.50	1.34	1.31
日本	補充性存款機制利率	-0.1	-0.1	-0.15	-0.10	0.01	0.00	104	102
中國	7天逆回購利率	2.2	2.3	2.95	2.80	3.31	3.10	6.53	6.43

注意：資料更新至2020年12月11日

數字來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

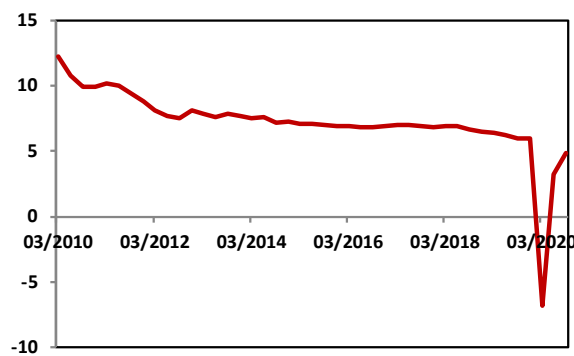
五、2021年中國經濟及金融展望

2020 年是中國經濟充滿挑戰的一年，但相比全球疫情尚未受控，中國疫情防控取得成效，經濟和生產等活動可以逐步重開，加上國家加大了貨幣和財政政策的寬鬆力度，支持盡快復工復產，協助企業和經濟渡過難關，同時受益於國外生產受阻和醫療裝備的需求，推動中國經濟快速復甦。

在各經濟組成部分中，投資和製造業復甦較消費和服務業為快，在近月經濟活動轉趨正常下，經濟動力擴大至各個環節。中國經濟在首季

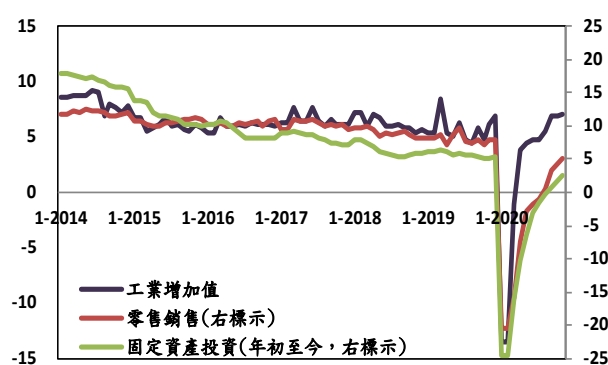
度錄得 6.8% 按年跌幅後，二、三季度經濟增長分別達到 3.2% 及 4.9%，四季度料加快至 5.7%，全年增長料達 2.1%，為全球唯一錄得正增長的主要經濟體。

圖 1：中國實質經濟增長率(%)



資料來源：國家統計局、中國銀行香港金融研究院

圖 2：中國主要經濟指標增長率(按年%)



資料來源：國家統計局、中國銀行香港金融研究院

2021 年中國經濟將取決於 1) 全球疫情變化及經濟復甦步伐；2) 拜登上場後的中美關係；3) 利好政策支持十四五的良好開局，以及 4) 貨幣和財政政策變化等。

疫情變化將直接影響全球經濟復甦步伐

目前，疫苗研發帶來了好消息，但仍待更多測試結果及產量足以供應全球，經濟活動才能回復正常，故 2021 年上半年全球經濟難以全面重開，世界各國因生產受阻和對醫療裝備的需求將繼續利好中國工業生產和出口表現。其後，若疫情逐步受控，全球經濟料可在 2021 年下半年顯著復甦，將為中國經濟表現提供相對有利的外部環境，在一定程度上抵銷原來各國因生產受阻和醫療裝備需求因素變化的影響。

中美關係仍是困擾中國經濟的一個不確定性因素

拜登上任初期料將率先處理疫情和刺激經濟等事務，針對中國的措施或會略為推遲，但料其對中國的立場不會出現明顯變化，美國外交立場將從單邊主義向多邊主義轉移，從美國優先轉為美國領導的政策，涉及範圍將不限於貿易、科技和金融，還包括人權和環境問題等。美國預料仍然會視中國為競爭對手，在個別科技競爭領域尋求脫勾、減少合作和限制技術共用，並在金融業要求在美上市中國企業符合上市和匯報要求，限制中美雙方於某些領域投資。因此，即使拜登上場，中美關係和中國外部經濟環境料難有明顯改善，惟拜登的政策有較高預測性，或可減少對金融市場的衝擊。

2021 年是十四五規劃和中國開展第兩個百年目標的首年，宏觀政策支持良好開局

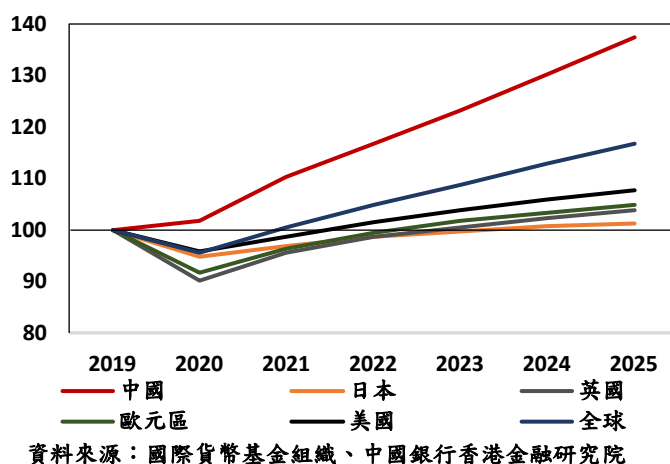
2020 年中國完成全面建成小康社會的第一個百年目標。在未來 30 年間，中國將分兩階段實現成為富強民主文明和諧美麗的社會主義現代化強國的第二個百年目標。因此，2021 年具有作為十四五規劃和中國踏上新征程之始的特別意義。未來目標是到十四五末中國經濟將達到現行的高收入國家標準、到 2035 年實現經濟總量或人均收入翻一番。針對複雜多變的國際環境，國家提出了國內國際雙循環相互促進的新發展格局，以國內「內循環」為經濟主體，以內部需求作為中國經濟主要支撐，對外的「國際循環」變為輔助性質，發揮中國超大規模市場優勢和內需潛力，將以財政、行業和刺激消費等政策的相互配合，以支持其良好開局。

中國貨幣和財政政策將在刺激經濟、長期健康發展、以及防範風險的需要三方面尋找平衡

在疫情爆發初期，中國實行大幅寬鬆的貨幣和財政政策。目前，中國經濟快速復甦，政策當局將更好把握穩增長和防風險的平衡，預期穩增長的政策措施將進行微調，不會過快和全面退出。未來，穩健的貨幣政策將更加靈活適度、精準導向，保持貨幣供應與反映潛在產出的名義國內生產總值增速基本匹配，促進普惠型小微企業貸款和製造業中長期貸款合理增長，可能適時下調存款準備金率，增加公開市場操作和再貸款等空間，保持宏觀槓桿率基本穩定。利率調整與否則取決於整體經濟復甦和通脹的走勢。財政政策則維持大致寬鬆，但無需再次發行特別國債，赤字率和發行地方專項債規模將低於 2020 年。整體而言，中國貨幣和財政政策將繼續為穩增長帶來支持。

總括而言，2021 年中國經濟將受惠於低基數、成功抗疫、疫苗推出、國家政策大致寬鬆等支持，經濟增長料加速至約 8.4%，2021 年的經濟規模料較 2019 年增長超過 10.7%。全球其他經濟體的復甦則繼續落後於中國，並在疫苗大量分發(預計於 2021 年下半年)後才能顯著改善，惟全球經濟表現亦受惠於低基數、鬆弛有度的防疫措施、以及持續寬鬆貨幣和財政政策等。據國際貨幣基金組織預測，繼 2020 年錄得負增長後，2021 年全球經濟規模將僅較 2019 年輕微擴張，只有中國於 2020 及 2021 連續兩年錄得正增長，反映疫情對全球經濟帶來中長期負面影響。

圖 3：全球實質經濟規模比較(2019 年=100)



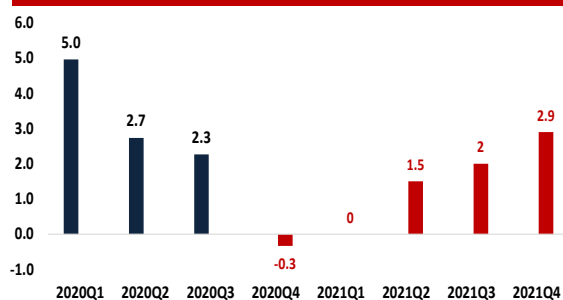
通脹壓力可能上升

2020 年 11 月中國居民消費物價指數 (CPI) 同比自 2009 年以來首次進入負值水平。主因受 2019 年非洲豬瘟影響下豬肉價格高升的基數效應拖累 CPI 滑落至負值水平。展望 2021，未來 3 個月內 CPI 將持續受到豬肉價格飆升的基數效應影響處於負值區間，進入 2021 年 2 季度，CPI 將快速反彈至正值水平，2021 年下半年，排除疫情及氣候等不確定性因素，CPI 將持續上行至趨近 2.5-3.0% 的區間。

2021 年上半年 CPI 再通脹的原因如下：1) 若疫情進一步受控且疫苗按預期快速覆蓋全國，經濟活動恢復及失業率下降將進一步推高中國 CPI 水平；2) 財政政策的滯後效應將傳導至通脹水平。我們的模型估計財政政策將通過減稅降費傳導至通脹，從而提高通脹水平達 0.5-0.7 個百分點；3) 受到 2020 年拉尼娜等惡劣氣候現象影響，小麥、大豆、玉米等主要農作物價格上行將進一步支撐通脹水平；4) 2021 年中國 CPI 統計將迎來新一輪基期輪換。從 2011 及 2016 年兩次 CPI 基期輪換主要調整內容以及近期中國對重大民生問題（如住房，醫療）的政策調整，2021 年統計局將大概率提高居住及醫療項的計算權重，這或將提高中國通脹率 0.1-0.2 個百分點。

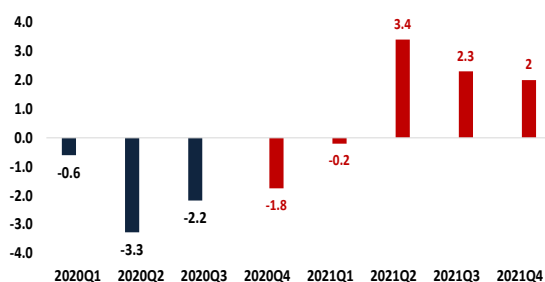
至於工業生產價格 (PPI)，首先，PPI 與貨幣供應量存在顯著相關性。根據我們的觀測，M1 同比領先 PPI 同比走勢 10-11 個月。疫情下 M1 走勢持續上升，因此我們預料 2021 年 PPI 將進入上行週期。再者，我們使用量化模型對 PPI 進行預測，我們發現國際原油、國內螺紋鋼及 10 年國債收益率與 PPI 趨勢存在較高同向性。因此，我們構建了貝葉斯結構向量自回歸模型 (BSVAR) 對 PPI 價格走勢進行預測，估算二季度 PPI 將攀升至全年頂峰（預測在 4.5%），並於下半年回落至 2.0% 上下。

圖 4：中國 CPI 預測(同比%)



資料來源：彭博、中國銀行香港金融研究院

圖 5：中國 PPI 預測(同比%)



資料來源：彭博，中國銀行香港金融研究院

上半年人民幣和利率還有上升空間

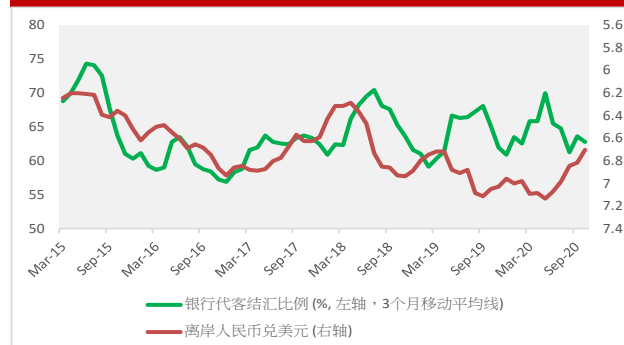
儘管人民幣兌美元自 5 月底以來升值了將近 10%，但我們認為目前人民幣的價位仍然處於穩定區間。原因在於：1) 美元兌人民幣的年度平均價格在 2020 年約為 6.9，跟 2019 年大概一致；2) 中國外匯交易中心的人民幣一籃子貨幣指數目前為 95.6，距離最近四年 90.9 至 97.9 區間的高位仍有約三分之一的距離，而且官方一直強調人民幣於 2020 年相對美元的升值與其他主要貨幣的表現是一致的；3) 銀行代客外匯交易繼續呈現逆週期行為，表現在人民幣升值的同時，銀行客戶在跨境交易時的結匯比例在下降。然而，如果人民幣進一步升值到最近 4 年 6.2 至 7.2 區間的高端，很有可能顯著壓制出口，吸引更多投機資金流入，並打壓已較低迷的國內物價（過去 4 個月，中國的核心通脹僅為 0.5%）。所以，雖然我們認為人民幣兌美元在 2021 年仍有增值空間，但幅度有限。另外，2021 年人民幣走勢還將在很大程度取決於中國央行收緊貨幣政策的速度、美元在全球經濟復甦環境下的走向以及拜登政府領導下的中美關係。

人民幣和中美十年國債利差



資料來源：彭博，中銀香港金融研究院

自 2019 年以來，外匯結匯體現逆週期效應



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，逐步呈倒 U 型走勢。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水平，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 10 月份中國國債納入 FTSE 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 2021 年下半年貨幣政策進一步正常化，短期遞減幅度或有限。