



▲2021年，貨幣政策的溢出性將直接體現為在全球金融市場，注入巨額流動性，導致債務積累上升，增加金融脆弱性，驅動全球金融市場大幅波動

2021全球經濟金融格局(下)

2021年全球經濟金融前景取決於三個關鍵因素，一是全球經濟發展的線性周期性軌跡；二是新冠疫情對周期性趨勢進行非線性擾動的度；三是全球主要經濟體的宏觀政策取向及溢出效應。在上述因素的疊加及交互作用下，全球經濟大概率觸底回升並將推進結構性調整進程，寬鬆貨幣政策帶來巨額流動性，但債務積累增加金融脆弱度，全球金融市場波動率上升，經濟金融背離程度可能趨於收斂。

寰球視野
鄧志寰
博士

中銀香港首席經濟學家

【文接12月26日A11版】
四、2021年全球主要經濟體宏觀政策前景及外溢性決定全球經濟復甦模式

全球主要經濟體的宏觀政策對全球經濟和金融市場具有巨大的影響力。2020年，面對應對突如其來的疫情衝擊，各國普遍推出超級寬鬆的宏觀政策，主要貨幣利率接近零利率區間，各主要央行大幅減息並放寬借貸，美聯儲資產超過7.22萬億美元，歐央行資產達6.74萬億歐元，日本央行資產達690萬億日圓，全部創出歷史最高水準。美國、歐元區等亦推出大規模的財政刺激，政府債務急升，美國國會預算辦公室預測，2020年美國預算赤字增加兩倍至3.1萬億美元，佔GDP比重為15.2%，是1945年以來的新高。2021年，美聯儲、歐洲央行、英國央行和日本央行都將繼續維持超寬鬆貨幣政策直至經濟恢復，並容忍通脹重返甚至超出目標。事實上，主要經濟體推出這一輪寬鬆政策可謂駕輕就熟，一夜回到2008年。當時全球各主要經濟體高度依賴宏觀政策刺激，出現了擴張性政策慣性，並進行了應對危機的政策實驗和理論創新，為今天的大放水提供了輿論準備和理論支撐。

總體而言，寬鬆的財政政策可以直接提升本經濟體的經濟表現，並帶動相關經濟體的表現。疫情期間，美國通過政府增加撥款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。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。兩黨能否達成共識推出新一輪刺激方案仍有一定的不確定性。預期2021年美國將推出新的刺激計劃，加大財政支出，支持受損的個人和企業繼續抗疫。同時，進行大規模基建投資、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。此外，前任美聯儲主席耶倫出任新的財政部長，她長期注重結構性失業問題，將進一步

強化財政與貨幣政策的協調能力，通過頒布針對結構性失業的法案，改善就業市場環境，提升市場復甦的均衡性。

美國的貨幣政策仍然是全球經濟金融的風向標。2020年12月的議息會議結果顯示，美聯儲將維持貨幣寬鬆政策，按目前規模繼續每月1200億美元的資產購買計劃，並將聯邦基金利率維持在0至0.25%。

在上述政策的影響下，2021年的全球經濟復甦模式可能有別於2020年。國際貨幣基金組織（IMF）預測，2020年美國GDP增長的增長率為-4.3%，而全球為-4.4%，美國經濟下滑幅度略好於全球平均，2021年美國經濟增長3.1%，將低於全球經濟5.2%。歐元區經濟表現比美國要差，2020年三季度歐元區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%，而美國核心PCE為1.4%。

五、國際金融市場波動性加劇
2021年，貨幣政策的溢出性將直接體現為在全球金融市場，注入巨額流動性，導致債務積累上升，增加金融脆弱性，驅動全球金融市場大幅波動。目前，全球流動性持續攀升，美元資產趨向零利率，歐元、日圓負利率長期持續，債務積累增加金融脆弱性，改變全球資本配置模式。

在利率市場，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在較長時間內維持目前水準，2021年底10年期美債利率可能從目前的0.92%上升至1.25%左右，2年期國債或上升至0.25%左右。2年期及10年期美債

息差將擴大約22個基點。

歐元區利率以德國國債為代表，仍將處於負利率區間。預計10年期德債利率將從目前的-0.64%升至2021年底的-0.25%。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。

在外匯市場，美元匯率2020年有所貶值，但2021年其影響因素可能出現一些變化。

其一，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，對美元匯率有一定支持。如果民主黨推出更大規模財政刺激方案，美元可能對歐元有所反彈。

其二，總體上美元指數跟美國對全球GDP相對貢獻成正比，如果美國經濟復甦強於預期，將對美元指數形成支持。

其三，相對美國，歐元區更大程度依賴貨幣寬鬆政策。2020年12月，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。2020年美國政府債務對GDP比率為131%，歐元區為101%，2021年資本流動有可能轉向政府債務更低的高收益貨幣。

日圓兌美元仍有一定升值空間。由於G10貨幣之間的利差大幅消失，日圓在2020年3月份市場動盪期間出現貶值，下半年市場復甦後日圓有所升值。鑒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。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。預計2021年10年期日本國債收益率仍將維持在零水準左右。

全球經濟增長預測一覽

	1998–2007	2008–2009	2010–2019	2020 (預測)	2021 (預測)
全球	4.2	1.5	3.7	-4.4	5.2
發達經濟體	2.8	-1.5	2.0	-5.8	3.9
新興市場	5.8	4.2	5.1	-3.3	6.0
美國	3.1	-1.3	2.3	-4.3	3.1
歐盟	2.4	-2.0	1.4	-8.3	5.2
英國	3.0	-2.3	1.9	-9.8	5.9
日本	1.0	-3.3	1.3	-5.3	2.3
中國	10.0	9.5	7.7	1.9	8.2
東盟	3.8	4.0	5.3	-3.4	6.2
拉美及加勒比地區	3.1	1.0	2.0	-8.1	3.6

資料來源：IMF

明年樓市審慎樂觀

樓按明鑒
曹德明

經絡按揭轉介首席副總裁

2020年新冠肺炎疫情肆虐全球，多國面對前所未有的挑戰，環球經濟無可避免地受到拖累，香港亦未能獨善其身。然而，多項因素支撐本港樓市，包括剛性需求強勁、房屋供應不足、息口持續低企、政府及銀行推出多項支援及紓困措施等，以至樓市仍然尚算穩健，暫未見大跌的危機。市民對未來樓按市況有何看法？經絡按揭轉介於本月初進行了一項「來年置業意向調查」，成功訪問670位受訪者，並藉着調查結果作出四大分析。

逾七成業主未感壓力

在受訪的已置業市民中，七成業主對現時供樓未有感到壓力。在三成供樓感到壓力的業主中，只有近四分之一打算或已經使用銀行提供物業按揭貸款「供息不供本」計劃以減輕負擔，反映大多數業主的財務狀況，仍處於相對穩定健康的狀態，經濟狀況對樓市暫未有造成很大的衝擊。

按揭成置業新趨勢

接近七成打算來年置業的受訪者考慮購買二手住宅，一手樓花及一手現樓各佔約一成半。考慮購買二手住宅及一手現樓的受訪者當中，超過六成考慮以新按保承造高成

數按揭入市，而考慮購買一手樓花的市民當中，有逾半受訪者考慮以建築期方式付款。首期仍為置業者的一大考慮因素，新按保措施改變了不少市民的置業取態。從數據可見，大部分受訪者打算以高成數入市及換樓，相信未來承造高成數按揭的比例仍會保持高企。

三成受訪者籲減稅收

對於新一份施政報告中未有對住宅物業減辣，超過六成的受訪者對此感到失望，當中有近三成受訪者認為政府應放寬置業稅收，進一步放寬按揭成數及放寬壓力測試則各佔四分之一。數據反映，大部分市民仍希望政府可於住宅物業上「減辣」，或放寬逆周期措施，以增加入市機會。另一方面，在未有考慮置業的受訪者當中，近四成認為現時樓價太高，其次則為計劃移民及欠缺首期。

四成受訪者料來年樓市平穩

展望2021年，四成受訪者認為樓價走勢相對平穩，只保持5%上落的幅度，認為下跌5%至10%的則佔約四分之一。當中近三成受訪者認為，疫情問題最影響樓按市場發展，其次則為「本港經濟衰退」及「環球經濟衰退」。相信來年業主、有意置業人士，以至銀行均會對樓按市場持審慎樂觀的態度。如疫情問題解決，將吸引一些財力充裕、條件良好的買家入市。筆者建議，政府屆時可因應市況而考慮對住宅物業進行「減辣」措施，把握為樓市復甦提振的機會。

變異病毒提高抗疫難度

洞若觀火
李湛

中山證券首席經濟學家

由於新冠病毒株變異大大增強了傳播力度，也提高了全球抗疫的難度，同時，近期陸續上市的新冠疫苗是否能夠有效應對新的病毒株，也有待驗證，全球疫情迎來拐點的不確定性和難度都有所加大。

近日，英國出現新冠病毒變異株。英國首相約翰遜於12月19日表示，名為VUI-201212/01的新冠病毒變異株的傳染性比其他毒株高70%。新冠病毒變異株由於更強的傳染性加速了疫情爆發。自9月首次出現後，變異株在11月初造成倫敦28%的感染，截至12月9日的一周，已經造成倫敦62%的感染，英國的日新增確診病例也從12月初的2萬，迅速增加至3萬以上。而且，目前在丹麥、荷蘭、比利時和澳洲等地也發現了該變異毒株導致的感染，各國防控壓力都明顯加大，多國也陸續進一步加強防控措施。資本市場也受新冠病毒株變異帶來的不確定性影響，出現恐慌情緒。12月21日海外股市悉數大跌，其中德國DAX指數下跌2.8%、法國CAC40指數下跌2.4%、英國富時100指數下跌1.7%。

新冠疫苗效果是否受影響仍不清晰：四季度以來，全球疫情在歐美發達國家主導下進入新階段，目前全球日新增病例約50萬至70萬，其中美國日新增病例約20萬至25萬、歐洲超20萬，同時，部分發展中國家也逐漸進入二次爆發。疫情持續蔓延的勢頭何時能夠終止，主要取決於新冠疫苗的進展。

近日全球新冠疫苗的研發持續取得突破，目前BioNTech、Moderna、國藥集團及阿斯利康等企業的新冠疫苗，已經陸續遞交上市申請，並相繼在多國獲批，後續也有多家企業的研發進入臨床後期階段。儘管早期仍存在產能等諸多限制，但新冠疫苗在各國的接種工作已經有序展開。

目前沒有證據表明新冠疫苗對此次新冠變異株無效，但現有疫苗對新毒株的有效性尚須驗證。此次

的變異病毒株具有三種主要疫苗靶向的刺突蛋白突變，但疫苗常會針對刺突蛋白的許多區域產生抗體，因此，一次突變或不會顯著影響疫苗活性；另一方面，疫苗除誘導產生抗體作用於刺突蛋白外，還會誘導T細胞克隆等其他免疫功能。因此，筆者認為疫苗完全失效的可能性並不大。

病毒變異實屬常態，全球抗疫難度或會提高：事實上，新冠病毒作為一種RNA病毒，結構相對不夠穩定，疊加其較強的傳播複製能力，必然會出現變異。自新冠疫情首次爆發以來，新冠病毒也已經出現了數千種突變和不同譜系，絕大部分突變對於病毒沒有明顯影響。英國的新冠病毒突變之所以引起較大變化，主要係涉及編碼刺突蛋白的基因（刺突蛋白決定了病毒的侵入，以及與受體細胞的融合），因此對病毒傳染性等造成較大改變。

短期關注防疫板塊

由於新病毒株的出現，全球抗疫難度或提高。一方面，新冠病毒變異株的傳染性確實提高，另一方面，現有的新冠疫苗能否繼續發揮較好的保護效力，仍存較大不確定性。因此，變異病毒株毫無疑問給全球抗疫蒙上陰影。目前，歐美國出現相關感染病例，壓力最大，而包括中國等在內的尚未受到波及的國家，也應提前加強防控措施。

不過，即使變異株降低了疫苗的保護效力，隨着RNA疫苗等技術在此次抗疫中的快速發展，預計後續針對新型病毒株疫苗的開發速度也會大大加快。因此，與流感疫苗類似，根據變異的病毒株不斷設計新型疫苗、通過持續接種新型疫苗或仍能幫助人類早日戰勝疫情。

病毒株變異對醫藥板塊的影響：由於新冠病毒株變異大大增強了傳播力度、也提高了全球抗疫的難度，同時近期陸續上市的新冠疫苗是否能夠有效應對新的病毒株也有待驗證，全球疫情迎來拐點的不確定性和難度都有所加大。因此，建議短期積極關注防疫概念板塊，包括口罩等醫用防護板塊、核酸等檢測板塊，以及新冠疫苗和藥物相關板塊。