

# 亞洲展望

## 2021年經濟復甦：過渡至疫後新常態

2020年12月



高級投資策略師

### 概要：

- ◆ 亞洲經濟活動於2020年大幅波動，我們預期2021年將會持續過渡至新冠疫情後的新常態
- ◆ 2020年的復甦主要由中國大陸 / 北亞洲帶動，2021年應會進一步擴大至區內其他國家，印度及東盟追趕的增長幅度將會較大，令各國的增長分歧縮小
- ◆ 有效疫苗可望增加供應，提高了市場對經濟更快回復正常的期望，但疫苗分配及應用仍面對物流方面的考驗。我們預期人口流動或跨境旅遊未必能於2021年完全恢復正常
- ◆ 疫苗帶來樂觀情緒，但新冠疫情仍對經濟造成一定深遠影響。較大憂慮為疫情削弱區內的中期增長潛力
- ◆ 宏觀政策預料會維持寬鬆，藉以推動經濟復甦及減輕經濟所受打擊。但隨著經濟復甦漸入佳境，加上政策空間減少及對債務 / 金融穩定性的憂慮，逐步加碼的政策刺激將會減弱，政策支援將更具針對性及取決於數據
- ◆ 我們預期各國將更加注重結構性改革，藉以提升長遠增長潛力（此舉亦有助減輕債務可持續性風險）。亞洲的經濟增長前景將取決於醫療及宏觀政策是否奏效，以及能否有效實施改革



**HSBC Global Asset Management**  
滙豐 環球投資管理

## 由增長分歧過渡至增長一致；印度及東盟從後趕上

新冠疫情引發的健康危機及控制疫情措施打擊經濟，加上環球經濟衰退的外溢效應，令亞洲經濟遭受嚴重衝擊。亞洲經濟活動於2020年大幅波動，我們預期2021年的經濟活動——尤其是表現落後的經濟體及行業——將會過渡至新冠疫情後新常態。近期數據顯示流動限制逐步放寬、2020年推出大規模刺激經濟政策及外貿表現穩健，帶動亞洲經濟由第二季的谷底持續復甦（惟分佈並不平均），這有賴亞洲處理第一波疫情相對成功、工業生產較快回復正常、產品組合受惠「在家工作」（科技）及醫療需求殷切，以及運往中國大陸及美國的貨運保持穩健。

中國大陸 / 北亞洲於2020年的增長表現相對領先。於2021年，經濟復甦應會進一步擴大至區內其他國家，印度及東盟追趕的增長幅度將會較大，令各國的增長分歧縮小。我們認為全球及本地確診個案回升將構成短期風險，但預期經濟復甦不會顯著偏離或逆轉。有助減輕部分負面影響的因素包括醫療政策及架構已有妥善準備、控制疫情方針更具針對性及較為寬鬆，以及消費者和企業更加適應新常態。有效疫苗面世，即使剛開始時供應的劑量難以滿足全球人口，但應有助增強家庭及企業信心，有利經濟活動反彈。

## 疫苗面世提高了市場對經濟加快回復正常的期望，但疫苗應用仍面對挑戰

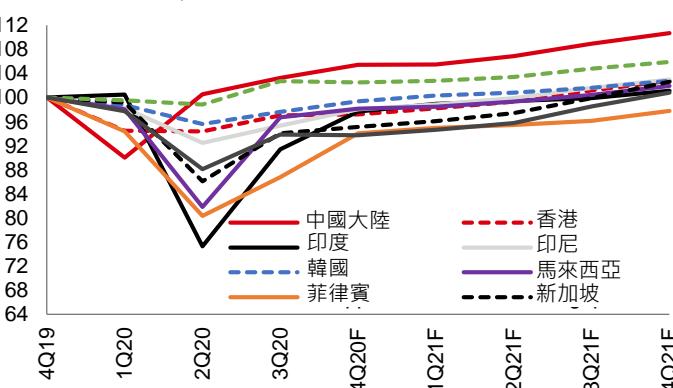
疫苗面世或可惠及倚賴國際旅遊 / 旅遊相關服務的經濟體（如東盟及香港），以及在控制疫情方面較為落後的經濟體（如印度及個別東盟經濟體）。我們預期亞洲大部分國家可望於2021年下半年 / 2021年底前開始大規模疫苗接種，但疫苗分配的物流安排及供應鏈將會備受考驗。即使中國大陸多款疫苗已進入最後測試階段，並計劃優先供應給東盟成員國，但預期這些難題仍會出現；若干亞洲經濟體亦會加強製造產能，並與藥廠合作在區內生產及分配疫苗（印度是全球最大疫苗生產國之一）。疫苗能夠有效應用是關鍵所在。我們認為各國只能逐步為民眾接種疫苗，預期人口流動或跨境旅遊未必能於2021年完全恢復正常。假設各國分階段重開邊境，但在疫情未有顯著好轉前，民眾未必會急於出國旅遊。國際旅遊相關服務及面對面 / 面對消費者的服務於2021年可能只會逐步改善。整體而言，增長前景將取決於醫療及宏觀經濟政策是否奏效。

## 亞洲控制疫情的表現相對較佳，但經濟難免受到一些深遠影響

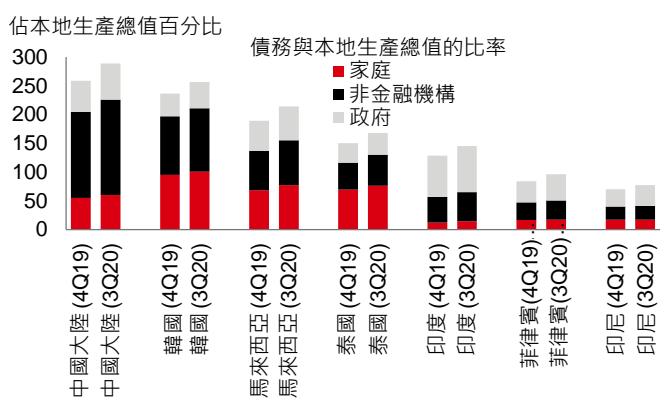
疫苗有望在各國廣泛供應，將有助降低病毒威脅，令週期性增長前景更加明朗，但預料疫情仍會為經濟失衡及弱勢造成持久影響。經濟復甦步伐或會受制於若干深遠經濟影響及多項因素，當中包括勞動市場復甦緩慢及部分永久職位可能流失、家庭收入及私營機構資產負債狀況受到打擊、信貸違約及銀行資產品質面臨風險，以及市場憂慮債務可持續性。預料中國大陸將會是2020年唯一出現正增長的主要經濟體，我們預期中國2021年的經濟增長將會加快至約8%。我們認為大部分亞洲經濟體於2021年下半年的產出 / 國內生產總值可望回復至疫情前「水平」（即2019年第四季的水平），但菲律賓及泰國分別因封鎖期較長及極為依賴旅遊業，表現或會落後。然而，回復至疫情前的「經濟增長走勢」將需要較長時間及存在較大憂慮，當中包括疫情令投資、生產力及勞動力參與承受壓力，繼而可能削弱亞洲的中期增長潛力。

## 預期2021年經濟增長趨向一致

實際本地生產總值指數（經季節性調整）  
2019年第四季=100 (Q=季；F=預測)



## 債務可持續性 / 金融穩定性的憂慮



資料來源：CEIC、彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年12月。

本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。僅供說明。

宏觀政策預料會維持寬鬆，藉以推動經濟復甦及減輕經濟所受打擊。通膨溫和及亞洲未有出現嚴重外部不平衡，加上聯準會推行平均通膨目標框架，將可讓亞洲各央行長期保持低利率。負產出差距限制了由需求帶動的通膨壓力。預期印度以外國家的核心通膨將會逐漸回升（印度的核心通膨不振，為短期政策限制）。由於2020年的基數較低，加上服務消費逐步恢復及全球油價上漲，中國大陸及印度以外國家的整體通膨於2021年應會上升（但保持溫和）；中國大陸及印度方面，由於供給面因素及物流中斷的問題正逐步紓緩，食品通膨預期將會回軟，預料整體通膨溫和。另一方面，疫情期間進口急跌，但出口相對穩健，兩者令經常帳差額有改善，但隨著預期進口將會反彈，以上情況於2021年可望逆轉，預料恢復正常的過程將會循序漸進。

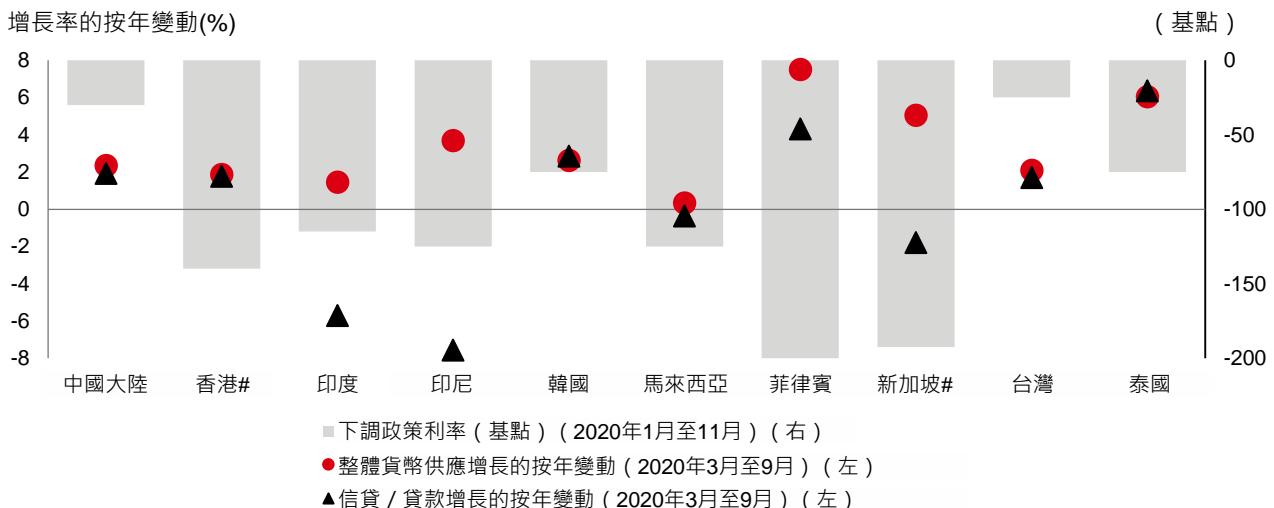
## 支援政策更具針對性，進一步加碼的政策刺激將會減弱；突然轉向的可能性不大

若干經濟體的經濟受疫情嚴重打擊、面對較大的財政限制及 / 或實際利率相對較高，可能會導致經濟進一步放緩（如印尼），但我們預期2021年大多數亞洲國家的貨幣政策將大致穩定。我們認為，於2020年下調政策利率、注入流動性及推行非常規措施（如購買債券）等大刀闊斧的寬鬆政策後，各國進行政策調控的空間更加有限。預期經濟復甦步伐將會加快，多家央行正考慮在通膨目標以外為廣泛措施隱含 / 融入多重目標，當中可能包括增長及就業，以及在金融穩定性憂慮下的資產 / 房屋價格（如中國大陸及韓國）。中國大陸央行已展開利率正常化程序，信貸增長於2021年預料將會減慢。儘管如此，我們預期針對性寬鬆措施及流動性支持將會維持，尤其是違約風險值得密切關注，原因是延後中小企償還貸款的政策將於明年3月到期。雖然中國大陸的政策立場相對強硬，個別經濟體有機會於2021年下半年就政策正常化進行會談，但突然撤回政策支援的可能性不大。

我們預期財政與貨幣政策協調將會持續，包括致力減輕償付能力風險及金融體系風險（一旦政府的延期還款，或其他短期債務紓緩措施到期）。各國央行可能會以維持有利利率環境及 / 購買債券的方式支持政府融資，尤其是印尼及菲律賓，但將會更嚴格及按實際情況進行（如在政府債務拍賣擔任後備買家）。儘管如此，由於憂慮通膨、資金流動及外匯方面的中期宏觀穩定性，預料新興市場採取類似量化寬鬆計劃，或進行債務貨幣化時會受到較多掣肘。

2020年進行大規模財政擴張及因應疫情採取廣泛政策措施，導致財政收支急劇惡化，公共債務比率亦顯著上升。大多數亞洲主要經濟體的公共債務比率大致維持在可控制範圍，在審慎管理財務方面的成績有目共睹，但預期債務可持續性將會備受關注。雖然財政赤字預期只會輕微縮小（部分由於名義國內生產總值上升），按過去標準計算處於偏高水平，但2021年財政狀況可能漸見穩定。若干紓困措施（如為受疫情嚴重影響的行業提供援助及推出工資補貼計劃）可能以更具針對性的方式延長，過往公佈各項措施的部分影響亦可能繼續支持經濟，但隨著經濟復甦漸入佳境，可能會降低政府加緊推出額外刺激經濟措施的誘因。整體而言，我們預期2021年財政政策的擴張性將會降低，但仍可提供支持。

## 大規模貨幣寬鬆政策減少政策空間



# 香港及新加坡採用三個月銀行同業拆款利率

資料來源：CEIC、彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年12月。

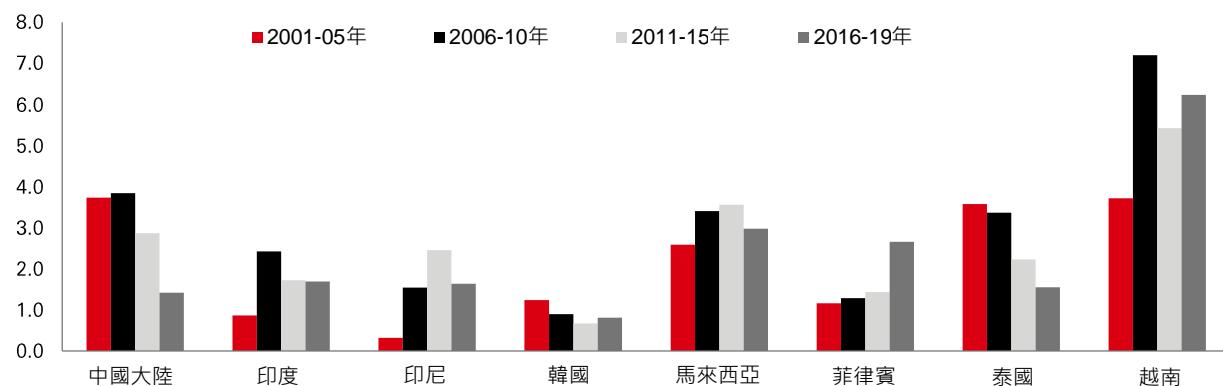
本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。僅供說明。

## 注重結構改革及數位化 / 創新以提升生產力

疫情最嚴重的時期已經過去，政策重點如今更集中於結構改革以提升長遠增長潛力（這亦有助減輕財政 / 債務風險）。在中國大陸，第14個五年規劃集中提升國內科技及創新能力、擴大國內（消費者）需求，以及追求更高品質、更平衡和可持續的增長。「雙循環」發展戰略的重點在於加強對外開放，同時增強自給自足能力及競爭力。區內多個經濟體亦繼續推行結構改革及放寬限制，藉以在全球化速度放緩及地緣政治有欠明朗下提升經商便利程度，增強經濟的穩定性；這些改革旨在創造就業、吸引外國直接投資、充份利用供應鏈重組（如「中國+1」戰略及 / 或區域化）的機遇及提升長遠生產力 / 潛在增長。近期簽訂的區域全面經濟夥伴協定(RCEP)應有助促進區內經濟整合，長遠而言亦會對國內生產總值帶來溫和提升作用。一套通用的原產地規則及經協調的稅率與標準，應可為RCEP經濟體的企業提供更大誘因在區內建立供應鏈及生產樞紐。另一方面，疫情加快數位轉型，中期而言將會振興亞洲的互聯網經濟，而多個經濟體亦將綠色及永續發展列為政治及政策大綱的優先項目。整體而言，疫情過後有效推行改革為區內中期增長前景的關鍵所在。

## 吸引外來直接投資推動改革

外來直接投資淨流入佔本地生產總值百分比



資料來源：CEIC、彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年12月。

滙豐中華投信係滙豐環球投資管理境外基金總代理人，以上觀點來自滙豐環球投資管理。

滙豐中華證券投資信託股份有限公司  
台北市敦化南路2段99號24樓 02-6633-5808

滙豐中華投信 獨立經營管理  
[www.assetmanagement.hsbc.com.tw](http://www.assetmanagement.hsbc.com.tw)

本資料僅供參考，請勿將其視為投資任何有價證券或其他金融產品之建議或要約，滙豐中華投信已盡力尋求可靠之資料來源以提供正確之意見與消息，但無法保證該等資料之正確及完整性，投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的、投資風險，承擔投資損益結果，滙豐中華投信及其董事、受僱人不因此而承擔任何損害賠償責任。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書或投資人須知。內容涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產價值變動。**由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。不適合無法承擔相關風險之投資人。**文中個股、類股、產業或歷史數據，僅為參考舉例，不代表個股、類股或產業推薦，且不為未來投資獲利之保證，亦不為基金未來之持倉，HSBC不負擔任何預測或目標無法達成之責任。