

# 宏觀月刊

## 儘管存在通脹風險，但全球經濟仍會反彈

- ◆ 全球經濟似乎會在 2021 年強勁反彈，儘管增長率可能不平衡
- ◆ 通脹是金融市場關注的焦點，但我們認為，考慮到就業市場疲軟，明年通脹會有所回落
- ◆ 我們最近將全球 GDP 增長預測上調至 5.6%，其中對美國和英國的上調幅度最大

儘管疫情防控仍在持續，但**全球經濟正在同步復蘇**。我們預計，儘管季度環比增長率會不穩定且經濟體間和經濟體內都存在巨大差異，但我們覆蓋的各經濟體的 GDP 增長都會在今年大幅反彈。

### 增長因素

各種因素可以解釋今年經濟增長反彈速度的差異。考慮到有如此之多的閒置產能，2020 年 GDP 大幅下降的經濟體，如英國和西班牙，**隨著經濟重啟應會強勁增長**。與此同時，最脆弱的人口接種疫苗且病例數下降至可控水準後，希望抑制（而不是消除）疫情的政府似乎更願意重啟經濟。獲取並迅速推廣有效的疫苗是這一戰略的關鍵所在。此外，如果家庭願意花費其在 2020 年積累的部分「過剩」儲蓄（參見有關美國的圖 1），**消費可能強勁復蘇**，而對於消費服務占比較高的經濟體，如美國，其在重啟經濟後，可能出現更大幅度的反彈。

對於去年 GDP 大幅下降的經濟體，其增長可能反彈

花費過剩儲蓄資金可以提振消費

圖 1：美國家庭儲蓄存量大幅上升



資料來源：Refinitiv Datastream、滙豐銀行。計算的過剩儲蓄占 2019 年消費的比例

美國的財政刺激必定令美國經濟增長加快

### 美國的財政刺激

目前，美國已啟動大規模的財政刺激，而此時經濟已開始復蘇且美聯儲也表示，在經濟實現充分就業之前，將容忍適度的高通脹。最新的刺激計劃規模達到 1.9 萬億美元（占 GDP 的 8.5%），其中 4000 億美元直接支付給家庭，且更傾向於低收入者，他們可能比高收入者花費更大比例的資助金。我們認為，這將有助於美國在 2021 年成為發達經濟體中 GDP 增速最快的經濟體，且顯著超過大多數新興經濟體，但主要例外是中國內地、印度和其他一些亞洲經濟體。

通脹是金融市場關注的焦點……

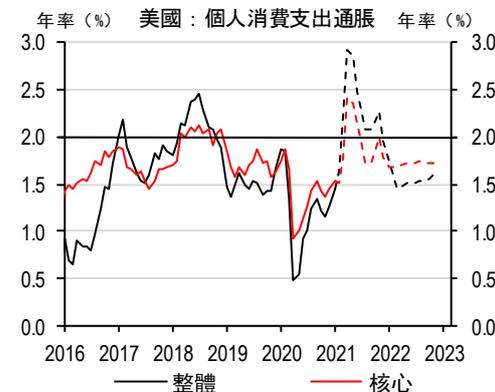
### 通脹風險

考慮到美國最新刺激計劃專注於支撐短期需求，我們不能忽視經濟過熱的風險。再加上石油和其他大宗商品價格上漲、從運輸成本到半導體等領域的供應鏈瓶頸，以及去年的低通脹水準，通脹仍是金融市場關注的焦點，這導致全球（主要是美國）債券收益率上升。我們的預測顯示，到 5 月，美國的消費價格指數可能接近 4%，而即使在更疲軟的歐元區經濟體中，通脹也可能在 2021 年最後幾個月升至 2% 以上。

……但我們認為明年會回落

但在這兩個主要經濟體中，我們預計，隨著基數效應的消退及考慮到勞動力市場疲軟，通脹將在 2022 年回落至 2% 以下（參見圖 2 和 3）。勞動力市場疲軟可能使工人在談判加薪時很難有太高的議價能力。即使在快速復蘇的亞洲經濟體中，勞動力市場也沒有迅速緊縮。但一個關鍵風險是，通脹在 2021 年底沒有下降，或市場開始擔憂通脹不會下降。那麼問題在於：各國央行將如何應對？

圖 2：我們預計，2022 全年，美國核心個人消費支出通脹將低於 2%



注：虛線表示預測。2%是美聯儲的目標。  
 資料來源：滙豐預測、Haver Analytics

圖 3：即使是歐元區的通脹也必定會暫時升至 2% 以上



注：虛線表示預測。2%是美聯儲的目標。  
 資料來源：滙豐預測、Refinitiv Datastream

一些新興市場已經上調利率

### 央行

由於貨幣面臨壓力，新興世界的央行已經開始加息，其中一些央行的加息幅度很大，尤其是土耳其、俄羅斯和巴西：所有這些國家都有較高的通脹預期。一些國家的態度越來越強硬，包括挪威，其可能在今年加息。其他央行，如澳洲儲備銀行和歐洲央行抵制債券收益率上升勢頭，其中歐洲央行表示不會將通脹的短期上升誤認為是持續趨勢的開始。

波動性加劇可能危及風險資產，但會減緩美聯儲縮減資產購買規模的計劃

然而，英格蘭銀行和美聯儲對債券收益率上升的抵制較少，兩家央行都認為債券收益率上升反映經濟前景的改善。但一個關鍵問題是，市場是否相信，即使經濟增長強勁反彈、通脹預期遠高於 2%，美聯儲也會維持利率不變。如果目前的市場波動演變成全面的「縮減恐慌」，風險資產可能受到影響，但這可能減緩美聯儲實際開始縮減資產購買規模的計劃。壓低債券收益率和持續貨幣政策支持可能令金融穩定風險有所下降，但也可能導致其他風險上升。

**一些經濟體正在採取措施來降低金融穩定風險**

**金融穩定**

一些新興經濟體對金融穩定風險保持警惕，尤其是在中國，由於擔憂金融體系中的杠桿和過度冒險行為，中國是第一個暫停實施寬鬆貨幣政策的大國。中國政府已採取措施來減緩房地產市場泡沫擴大速度和收緊流動性。但除了紐西蘭之外，發達經濟體的警鐘尚未敲響。政府最近要求紐西蘭儲備銀行在制定政策時考慮房價上漲（目前漲勢十分強勁）。

**貨幣政策支持會加劇金融風險**

然而，脆弱性不斷上升。短期內，脆弱性與股市、信貸市場及其他金融資產的高估值有關，這些資產可能容易受到債券收益率大幅上升的影響。但是，激進的貨幣政策支持所持續的時間越長，**家庭和公司杠桿上升及金融資產高估值變得不穩定的風險就越大**。脆弱性也可能源自疫情本身，且只有在貨幣政策支持力度減弱且破產率（過去一年發達經濟體的破產率有所下降）開始上升時才會顯現出來。

**花費過剩儲蓄的速度加快是經濟增長面臨的主要上行風險**

**我們的 GDP 增長預測**

經濟前景顯然存在不確定性，因此我們的預測也存在不確定性。**過去一年積累的巨額「過剩儲蓄」可能更迅速減少，這是全球經濟增長面臨的主要上行風險**。疫情本身仍是最大下行風險，特別是考慮到疫苗接種延誤和一些國家的病例數不斷增加，可能出現對現有疫苗具有抗藥性且毒性更強的新毒株。一些經濟體面臨的另一個下行風險是金融狀況過早收緊。

但是，假設疫苗持續穩定推廣，偶爾出現中斷，且世界大多數經濟體有越來越多行業重啟，我們將**2021年**全球經濟增長預測從**5.2%**上調至**5.6%**，並將**2022年**預測從**3.7%**上調至**4.1%**，對美國和英國的上調幅度最大。

**主要 GDP 增長預測**

年率 (%)	2020	2021		2022	
全球	-3.5	5.6	(5.2)	4.1	(3.7)
美國	-3.5	6.0	(5.0)	3.9	(3.0)
中國內地	2.3	8.5	(8.5)	5.6	(5.6)
日本	-4.8	3.8	(3.8)	1.3	(1.3)
印度*	-6.9	11.0	(10.7)	5.8	(5.6)
歐元區	-6.8	3.6	(3.6)	4.0	(3.5)
英國	-9.9	5.8	(4.7)	6.1	(5.4)
俄羅斯	-3.1	3.1	(2.3)	2.9	(1.3)
巴西	-4.1	3.2	(3.2)	2.3	(2.3)

注：\*為便於比較，印度數據為日曆年度預測。此前預測在括弧中顯示，來自於2021年2月26日的上一期宏觀月刊。綠色表示上調，紅色表示下調。

資料來源：滙豐銀行、彭博資訊

**最近發佈的重要數據**

日期	市場	數據	期間	實際值	市場預期	前值	實際值與市場預期對比
3月15日	中國內地	工業增加值（年率）	2月	35.1%	32.2%	2.8%	↑
3月15日	中國內地	零售銷售額（年率）	2月	33.8%	32.0%	-3.9%	↑
3月16日	美國	零售銷售額初值（月率）	2月	-3.0%	-0.5%	7.6%	↓
3月22日	中國內地	政策利率（%）	-	3.85%	3.85%	3.85%	→
3月24日	英國	消費價格指數（年率）	2月	0.4%	0.8%	0.7%	↓
3月24日	歐元區	Markit 製造業採購經理人指數（指數）	1月初值	62.4	57.6	57.9	↑
3月24日	英國	Markit/CIPS 服務業採購經理人指數（指數）	1月初值	56.8	51.0	49.5	↑
3月24日	美國	Markit 服務業採購經理人指數（指數）	1月初值	60.0	60.1	59.8	↓
3月25日	美國	實際 GDP（季度環比折年率）	第四季，第3次發佈	4.3%	4.1%	4.1%	↑

資料來源：彭博資訊、滙豐銀行

↑高於預期——實際值高於市場預期，↓低於預期——實際值低於市場預期，→實際值符合市場預期

**即將到來的關鍵事件**

日期	市場	數據	期間
4月1日	中國內地	財新製造業採購經理人指數	3月
4月1日	美國	Markit 製造業採購經理人指數	3月
4月2日	美國	非農就業數據	3月
4月6日	中國內地	財新服務業採購經理人指數	3月
4月6日	澳洲	利率公告	-
4月9日	中國內地	消費價格指數/生產價格指數	3月
4月13日	英國	GDP	2月
4月13日	美國	消費價格指數	3月
4月15日	美國	零售銷售額	3月
4月16日	中國內地	GDP	第一季
4月21日	加拿大	利率公告	-
4月22日	歐元區	利率公告	-
4月23日	美國/英國/歐元區	採購經理人指數	4月
4月30日	歐元區	GDP	第一季

資料來源：彭博資訊、滙豐銀行

# 披露附錄

- 1 本報告發佈日期為 2021 年 3 月 29 日。
- 2 除非本報告中列明不同日期及 / 或具體時間，否則本報告所載的所有市場資料均截至 2021 年 3 月 26 日收市時間。
- 3 滙豐設有識別及管理與研究業務相關的潛在利益衝突的制度。滙豐分析師及其他從事研究報告編制和發佈工作的人員有獨立于投資銀行業務的彙報線。研究業務與投資銀行及自營交易業務之間設有資訊隔離牆，以確保機密及 / 或價格敏感資訊得到妥善處理。
- 4 您不得出於以下目的使用本檔中的任何資訊作為參考：(i) 決定貸款協議、其它財務合約或金融工具項下的應付利息，或其他應付款項，(ii) 決定購買、出售、交易或贖回金融工具的價格，或金融工具的價值，及 / 或 (iii) 衡量金融工具的表現。
- 5 本報告為滙豐環球研究發佈的英文報告的中文翻譯版本。香港上海滙豐銀行有限公司、滙豐銀行（中國）有限公司和加拿大滙豐銀行已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的内容有差異，須以英文版本內容為準。

# 免責聲明

本報告由香港上海滙豐銀行有限公司(簡稱「HBAP」)，註冊地址香港皇后大道中 1 號編製。HBAP 在香港成立，隸屬於滙豐集團。

本報告由加拿大滙豐銀行、滙豐銀行(中國)有限公司、滙豐(台灣)商業銀行有限公司及 HBAP(合稱「發行方」)向其客戶分發。本報告僅供一般傳閱和資訊參考目的。本報告在編製時並未考慮任何特定客戶或用途，亦未考慮任何特定客戶的任何投資目標、財務狀況或個人情況或需求。HBAP 根據在編製時來自其認為可靠來源的公開信息編製本報告，但未獨立驗證此類資訊。本報告的內容如有變更恕不另行通知。對於因您使用或依賴本報告，而可能導致您產生、或承受因此造成、導致或與其相關的任何損失、損害或任何形式的其他後果，HBAP 及發行方不承擔任何責任。對於本報告的準確性、及時性或完整性，HBAP 及發行方並不作任何擔保、聲明或保證。本報告並非投資建議或意見，亦不以銷售投資或服務或邀約購買或認購這些投資或服務為目的。您不應使用或依賴本報告作出任何投資決定。HBAP 及發行方對於您的此類使用或依賴不承擔任何責任。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所地區的專業顧問。您不應為任何目的向任何個人或實體複製或進一步分發本報告部分或全部的內容。本報告不得在任何禁止分派本報告的地區分發。

以下條款僅適用於滙豐(台灣)商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況

滙豐(台灣)辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐(台灣)不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

© 版權香港上海滙豐銀行有限公司 2021，版權所有。

未經香港上海滙豐銀行有限公司的事先書面許可，不得對本報告任何部分進行複製、存儲於檢索系統，或以任何電子、機械、影印、記錄或其它形式或方式進行傳輸。

[1168074]