

經濟分析

貨幣寬鬆繼續推動股市，美經濟有望明年中復元

- 寬鬆政策使經濟回暖，料美聯儲會繼續向經濟注入資金，環球股市有望繼續受惠。
- 但股市升幅純粹由資金推動，美國經濟必須全面重啟，疫苗面世為逆轉關鍵。
- 料美國經濟有明年中前後復元。中長線建議持有航空、消費等深受疫情打擊版塊。

盧景新

高級分析員

研究及組合管理部

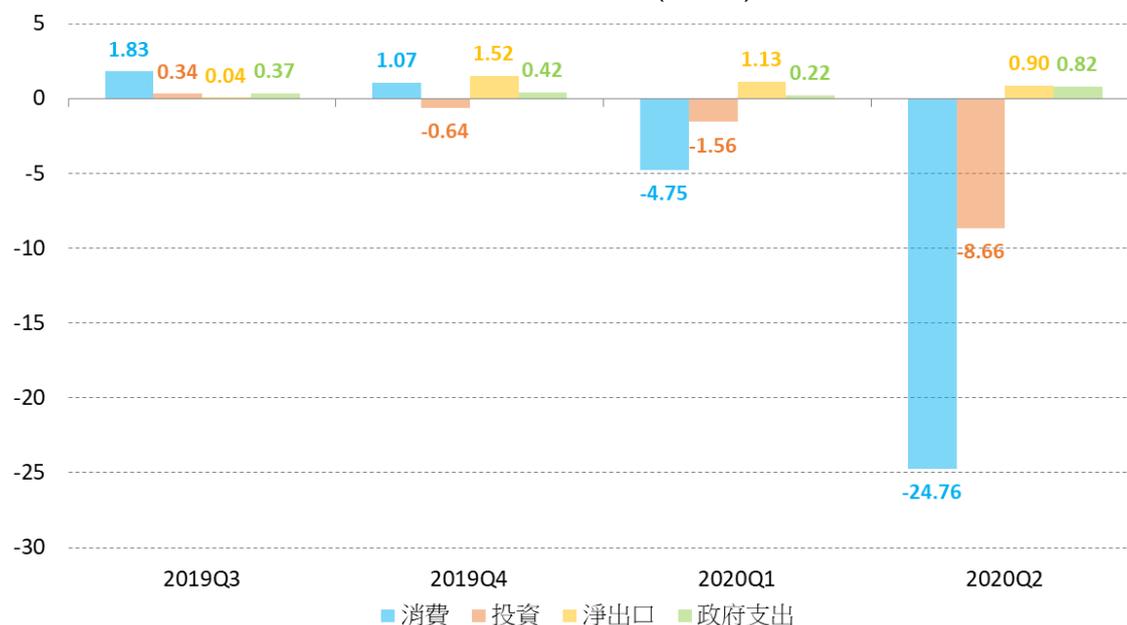
michael.lo@cfg-mail.com

(852) 3968 2206

新冠肺炎自年初在全球肆虐，全球約2,760萬人確診，美國累計確診人數超過600萬人，為全球疫情最嚴重的地區。美國不但自身經濟規模龐大，GDP佔全世界約15% (2019年，以購買力平價計算)，更為很多國家的主要出口目的地。此外，美元作為全球貨幣，美元利率對環球資本市場影響甚廣，故美國經濟復甦進度及貨幣政策方向對環球經濟前景十分關鍵。

疫情下，消費和投資需求首當其衝。民眾因為害怕染病而減少外出、家庭收入減少、加上因為未來收入不確定而作出預防性儲蓄(precautionary saving)，使消費萎縮，同樣，企業亦因為收入減少或前景未明而削減投資。美國第二季消費及投資以按季年率計分別萎縮34.1%及46.2%，分別令GDP收縮24.76及8.66個百分點(圖一)。

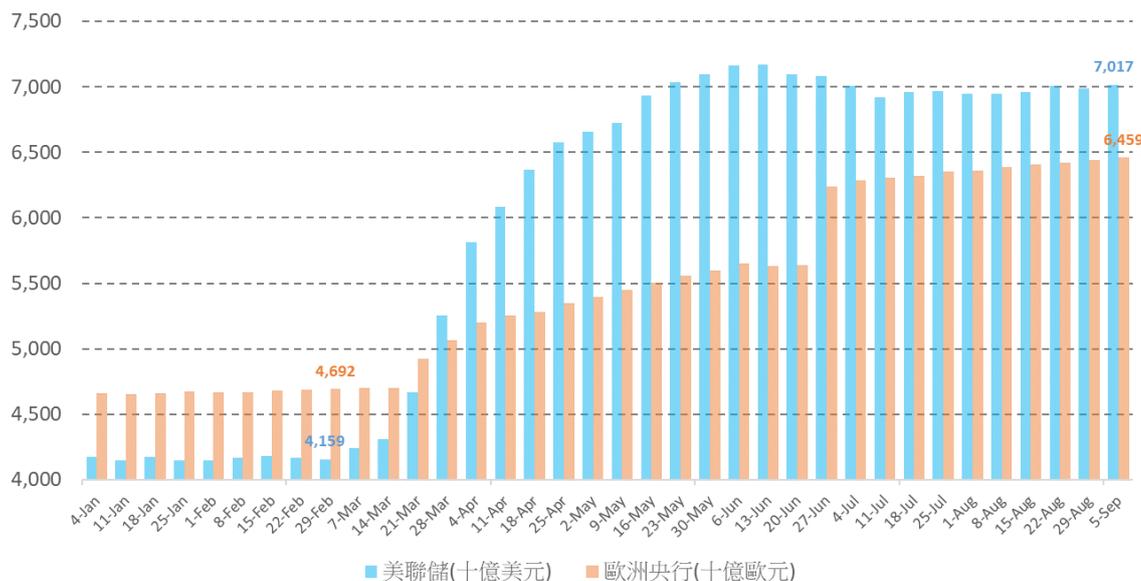
圖一：以支出法劃分對美國實際GDP按季變化年率貢獻(百分點)



資料來源：美國商務部經濟分析局

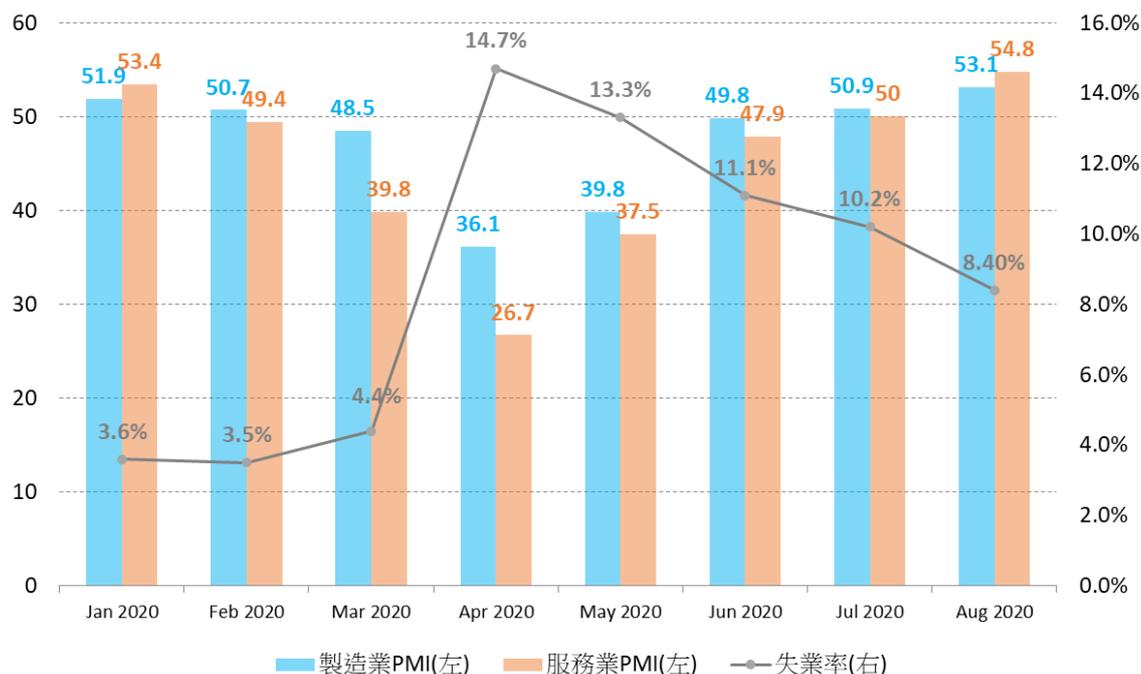
為刺激消費和投資需求，美聯儲疫情初期迅速將利率目標降至接近0%水平、實施無限量化寬鬆及推出各種貸款工具，2月底至今，美聯儲總共向市場投放超過2.8萬億美元(圖二)，同時，美國政府透過發債從市場吸納這些資金，以纾困措施重新分配到有需要的家庭和企業手上。結果，各項經濟指標均有回暖跡象，製造業及服務業PMI在7月起重回擴張水平，失業率自4月14.7%高位回落至8月的8.4%(圖三)，可見寬鬆政策有明顯作用。

圖二：美聯儲、歐洲央行年初至今資產負債表規模



資料來源：彭博

圖三：美國製造業PMI、服務業PMI及失業率走勢

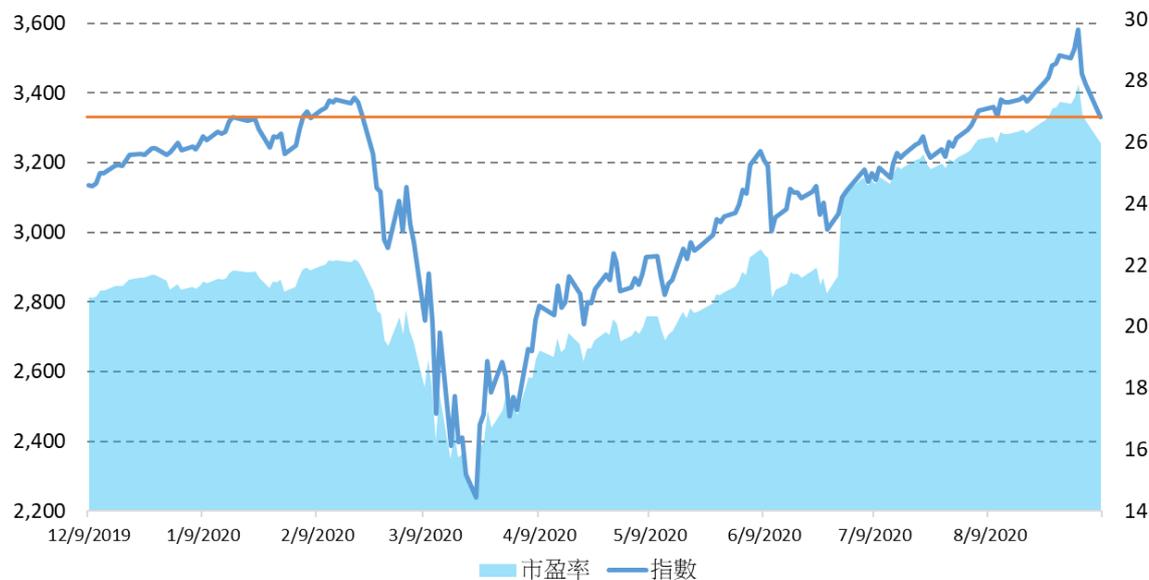


資料來源：彭博

資本市場方面，當美聯儲和歐洲央行以各種政策工具向經濟注入大量資金，當中有不少流向世界各地資本市場，造成過去數月不少股市在疫情影響下依然累積顯著升幅，例如資金流入令港元匯價在過去數月多次觸發強方兌換保證，金管局入市令本港銀行體系總結餘增加約1,500億港元，港股由低位約21,700點回升12.6%。值得注意的是，美聯儲在8月罕有調整行之已久的貨幣政策框架，容許通脹在短期內超越2%政策目標，更暗示將推出新刺激工具。以往美聯儲會在PCE通脹有跡象趨向2%便會考慮加息。是次調整將貨幣寬鬆的臨界點大幅提升至約2.25-2.5%通脹。現時美國PCE通脹僅1%，相信在未來數月，美聯儲會繼續向經濟注入資金，環球股市有望繼續受惠。

不過，單靠寬鬆政策並無法令美國經濟完全回復至疫情前水平，因為疫情不只打擊消費和投資需求，美國所有州份在3月中陸續實施限制措施，企業只能局部運作，商品及服務的生產潛力仍然受限，但S&P 500指數在過去一星期大幅調整約7%後，現時仍接近2月疫情前高位，市盈率25.95倍更是2002年以來最高(圖四)，換言之，現時美國股市升幅純粹由資金所推動，事實上，是次調整是由9月3日兩黨遲遲未能通過新一輪纾困方案而起，雖然是次應為短線調整，但當PCE通脹接近2.25-2.5%臨界點，或因纾困措施未能配合，而使市場預期聯儲局即將縮減刺激規模，美國股市很可能在短時間內轉為跌勢。

圖四：S&P500指數及市盈率走勢



資料來源：彭博

股市要得實體經濟支持，美國經濟必須全面重啟。但自5月首次試圖重啟，新增感染人數便迅速回升。目前，美國仍只有部份州份重啟經濟，相信只有疫苗面世，這個局面才有機會逆轉。表一列出世界各地目前已進入最後階段臨床測試的8種新冠病毒疫苗，而目前預期在年底前上市的疫苗有5種，當中AZD1222 (英國牛津大學、阿斯利康藥廠)為腺病毒載體疫苗；「滅活疫苗」(武漢生物製品研究所、國藥集團)、BBIBP-CorV (北京生物製品研究所、國藥集團)和CoronaVac(北京科興、巴西布坦坦研究所)為滅活疫苗、BNT162(德國BioNTech、輝瑞藥廠)為mRNA疫苗。

表一：進入最後階段臨床測試的新冠病毒疫苗比較

疫苗名稱	mRNA-1273	BNT162	AZD1222	Ad5-nCoV	滅活疫苗	BBIBP-CorV	CoronaVac	卡介苗減毒活病毒疫苗
研發機構	美國生物技術公司 Moderna、美國國家過敏和傳染病研究所	德國生物技術公司 BioNTech、美國輝瑞藥廠	英國牛津大學、阿斯利康藥廠	康希諾生物、解放軍軍事醫學研究院	武漢生物製品研究所、國藥集團	北京生物製品研究所、國藥集團	北京科興、巴西布坦坦研究所	研究卡介苗對新冠肺炎效用：墨爾本大學默多克兒童研究所
疫苗種類	mRNA 疫苗	mRNA 疫苗	腺病毒載體疫苗	腺病毒載體疫苗	滅活疫苗	滅活疫苗	滅活疫苗	減毒活疫苗
原理	將抗原的遺傳物質以 mRNA 形式直接注入人體，利用人體細胞在人體內合成抗原，刺激人體產生抗體。		以缺陷型黑猩猩腺病毒作為載體攜帶抗原的遺傳物質注入人體，刺激人體產生抗體。	以五型腺病毒(Ad5)作為載體攜帶抗原的遺傳物質注入人體，刺激人體產生抗體。	直接將新冠病毒殺死再注入人體，刺激人體產生抗體			利用卡介苗可以減少病毒性疾病的特性，直接注射卡介苗
臨床測試進度	第 3 期	第 2/3 期	於英國、印度進行第 2/3 期 於巴西、南非進行第 3 期	第 3 期	第 3 期	第 3 期	第 3 期	第 3 期
優點	設計和生產時間較短 免疫反應強大		良好安全性和耐受性					卡介苗疫苗存在已久，各國手頭上已經擁有
缺點	mRNA 疫苗未有成功先例		生產速度較 mRNA 疫苗慢	可能出現預存免疫問題，生產速度較 mRNA 疫苗慢	活病毒培養要求在 P3 級生物安全條件下進行，產能會受到限制			成效未知
預計進度	NIAID 總監 Anthony Fauci 指，研究人員不太可能最早在今年年底之前得知這種疫苗的功效	如果 3 期試驗進展順利，計劃最早在 2020 年 10 月尋求批准，2020 年底之前提供多達 1 億劑。	本預計首批疫苗最早於 2020 年 10 月交付，年底前與美國衛生與公共服務部 (HHS) 合作提供至少 3 億劑，但目前第 3 期臨床測試因有志願者出現無法解釋的不良反應而暫停	第三期臨床試驗有望在三至六個月後有初步結果	如果試驗順利，預期年底上市		如果試驗順利，預期年底上市	現存疫苗
產量	從 2021 年開始，每年約 5 億劑，每年可能高達 10 億劑	2021 年底生產超過 13 億劑疫苗	總共供應 20 億劑	規劃產能為 1 至 2 億劑，最終年產能要根據最終獲批產品的劑量、劑次等因素決定。	合共每年可以生產 3 億劑		每年 3 億劑以上	現存疫苗
相關資料	第 1 期臨床測試結果	第 1/2 期臨床測試結果	第 1/2 期臨床測試結果	第 2 期臨床測試結果	第 1 及第 2 期臨床測試結果	前期動物測試結果	第 2 期臨床測試結果	臨床試驗項目簡介
	https://www.nejm.org/doi/pdf/10.1056/NEJMoa2022483?articleTools=true	https://www.medrxiv.org/content/10.1101/2020.06.30.20142570v1.full.pdf	https://www.thelancet.com/action/showPdf?pii=S0140-6736%2820%2931604-4	https://www.thelancet.com/action/showPdf?pii=S0140-6736%2820%2931605-6	https://jamanetwork.com/journals/jama/fullarticle/2769612	https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0092867420306954?token=3ACC7162A9474D2DB35CBE8B2E80425B32D27A3D32C1D48DA4AD4C399770B7E6E2801F9CBEA642F8494F1FB823E2E9C	https://www.medrxiv.org/content/10.1101/2020.07.31.20161216v1.full.pdf	https://www.mcri.edu.au/BRACE

資料來源：中原金融研究部整理

以技術比較，滅活疫苗是直接將新冠病毒殺死再注入人體，是傳統製作疫苗的方法，技術非常成熟，故成功研發的可能性較高，但培養新冠病毒必須在具嚴格安全條件的實驗室進行，生產速度可能受限。mRNA 疫苗則只需將抗原(病毒中誘發人體免疫反應的部份)的遺傳物質注入人體，不但生產時間較短，前期試驗結果顯示，能夠令人體產生大幅高於康復者的抗體水平，很有機會是未來對抗新冠病毒的主力，但 mRNA 疫苗技術是嶄新技術，現時世上並未有任何 mRNA 疫苗的成功案例，期望在今年餘下數月內完成測試，恐怕太樂觀，預期在明年上半年面世則較為合理。

腺病毒載體疫苗是現存技術，AZD1222 是利用黑猩猩腺病毒作為載體，攜帶抗原的遺傳物質注入人體，技術上是最有可能在年底前成功研發並大量生產的候選疫苗。按原定計劃，首批 AZD1222 疫苗預計在 10 月交付，雖然在 9 月 8 日因為有志願者出現無法解釋的不良反應而正暫停臨床測試，不過這種情況在藥物臨床測試屬正常，目前仍有可能在幾日內便能夠恢復測試，未必會影響進度。事實上，是次已經是 AZD1222 第二次暫停臨床測試。不過，假如 AZD1222 臨床測試確認觸礁，期望則落在 3 款中國製滅活疫苗上，雖然年底前推出市場確有可能，但除非已預先大量生產，並無需在餘下臨床測試期間再改進，否則受制於生產條件，今年實際能推出市場的數量恐怕十分有限。

展望今年下半年，受惠於聯儲局持續貨幣寬鬆，加上可能初步有疫苗面世，美國 GDP 增長數字應在第二季的低基數效應上按季大幅反彈，但相信經濟仍受局部停擺限制，按年計，相信餘下兩季仍然為負增長，而在 mRNA 疫苗有機會在明年上半年面世的情況下，美國經濟有可能在明年中前後復元。中長線建議投資者考慮持有深受疫情打擊的版塊，例如航空、消費等股份，當實體經濟回暖，這些股份將會明顯受惠。

免責聲明

本文件由從事證券及期貨條例（香港法例第571章）中第4類（就證券提供意見）受規管活動之持牌法團中原資產管理有限公司（「中原資產管理」）所發行，並准許由中原金融集團有限公司（「中原金融集團」）在香港派發。

本文件所載資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠編制，惟中原資產管理以及中原金融集團任何其他成員公司並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本文件內表達之所有意見均可在不作另行通知下作出更改。本文件純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本文件亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出證券的要約。本文件所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

本文件所列之任何價格僅供參考，並不代表對個別證券或其他金融工具的估值。本文件並無對任何交易能夠或可能在那些價格執行作出聲明，此外任何價格並不一定能夠反映中原金融集團的內部帳冊和記錄或以理論模型為基礎的估值，並且可能是基於若干假設。由中原金融集團或根據任何其他來源作出的不同假設或會產生截然不同的結果。

證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。

此外，謹請閣下注意本文件所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下于作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

中原金融集團和本集團的關聯公司、高級職員、董事和雇員（不包括負責本文件內容的分析員）將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。

中原金融集團的銷售人員、交易員及其他專業人員或會向有關客戶及中原金融集團之成員公司提供可能與本文件所表達意見不同的口頭或書面市場評論或買賣策略。中原金融集團或會作出與本文件所述投資建議或見解不符的投資決定。中原資產管理並無責任向接收本文件的任何人士提供該等其他買賣意見或建議。

中原金融集團或其任何董事、雇員或代理人概不就因使用本文件內所載資料而蒙受的任何直接或間接損失承擔任何責任。本文件只供內部參考使用，未獲中原資產管理事先書面同意前，不得複印、派發或發行本文件作任何用途。