作者：

Jay Jacobs、Morgane Delledonne、Pedro Palandrani 及 Andrew Little

日期：2021 年 5 月 10 日 話題：主題式

GLOBAL X ETF 研究

新常態經濟的關鍵主題

隨著疫苗日益普及，全球人口對新冠肺炎產生免疫力的目標越來越接近實現。在美國，大流行可能會在 2021 年中旬結束。取決於本地因素，歐洲、亞洲和其他地區則可能會在今年較後時間或 2022 年初看到句號。但是，儘管與新冠肺炎相關的公共健康風險可能很快就會過去，大流行的長期影響將在未來繼續衝擊我們的社會和經濟。在大流行後的世界之中，即我們所指的*新常態經濟*，政府、企業和組織將需要應對大流行帶來的持久挑戰，例如更高的債務負擔、消費者偏好改變、供應鏈被窒礙及經濟疲弱，並合作增強對氣候變化等未來危機的抵禦能力。

新冠肺炎的四個階段

	新冠肺炎前經濟	留家經濟	重啟經濟	新常態經濟
時間範圍	2020 年 1 月 – 2020 年 2 月	2020 年 3 月 – 2020 年 6 月	2020 年 7 月-2021 年第二至第三季*	2021 年第二/第三季及以後
關注焦點	美中貿易協定	新增病例人數降低	分階段重開	重回正軌
新冠肺炎預防	武漢封鎖 / 限制航空旅行	全美居家避疫	• 強制戴口罩 • 體溫檢查 / 保持社交距離	融入社會的新安全與社交規範

** 估計*

本文將討論大流行帶來的各種長期影響，以及我們預料將在持續多年的新常態經濟階段中蓬勃發展的五個關鍵主題，包括：

- **債務償還**：各國政府(不論大小)都必須以更具競爭優勢的格局協調大流行帶來的債務激增，讓勞動人口能夠擁有前所未有的靈活度，決定在哪裡賺錢和花錢。除了上調稅率之外，擁抱新的收入來源也很可能成為關注重點，例如對大麻進行合法化和徵稅。

- **配合全渠道消費**：隨著經濟全面開放，消費者對商品、旅行和服務的壓抑需求將被釋放，預料消費活動將激增。然而，在大流行期間，人們的喜好發生了變化，許多人都喜歡在線購物和數碼服務。在新常態之中，企業必須以金融科技 解決方案填補數碼和實體之間的鴻溝，不論身在何處都可無縫進行交易，並接受多種新的付款方式。

- **緩解被窒礙的供應鏈**：激增的消費將使脆弱的供應鏈不勝負荷。在大流行期間減產可能導致關鍵投入品持續短缺。在經濟活動加速的情況下，結果可能是未能穩定獲取貨品以及通脹升溫。為了避免未來的不確定性，企業可能會對全球供應鏈作出重新考慮，增加對機械人技術和人工智能的外判和投資。

- **為長期增長而重建**：低息、失業率上升和國內生產總值產出缺口的宏觀環境為政府提供一個獨特的窗口，以投資於刺激短期和長期經濟增長的計劃。在美國，最大的機遇在於重建和現代化全國基礎設施，這已被忽略達數十年之久。

- **為下次危機作好準備**：從大流行中汲取的教訓很可能會重塑未來國際間對全球危機的應對方式。儘管未來大流行防範工作可能是當務之急，但我們認為國際社會下一個迫在眉睫的挑戰是氣候變化，必須加快協調工作，以迅速採納清潔科技和可再生能源。

債務償還：大麻

美國許多州份都面臨嚴重的預算短缺。新澤西州預料 2021 預算年度收入將減少超過 50 億美元，比新冠肺炎前的預測下降 13%。[1] 紐約市在未來兩年將面臨 175 億美元的收入缺口。[2] 至少有 26 個州份在大流行期間錄得收入縮減。[3] 這是新冠肺炎的直接結果：裁員和業務倒閉損害所得稅的徵收，消費者支出減少影響銷售稅收入，鎖國政策也使商務和休閒旅行無法為地方政府帶來額外收入。

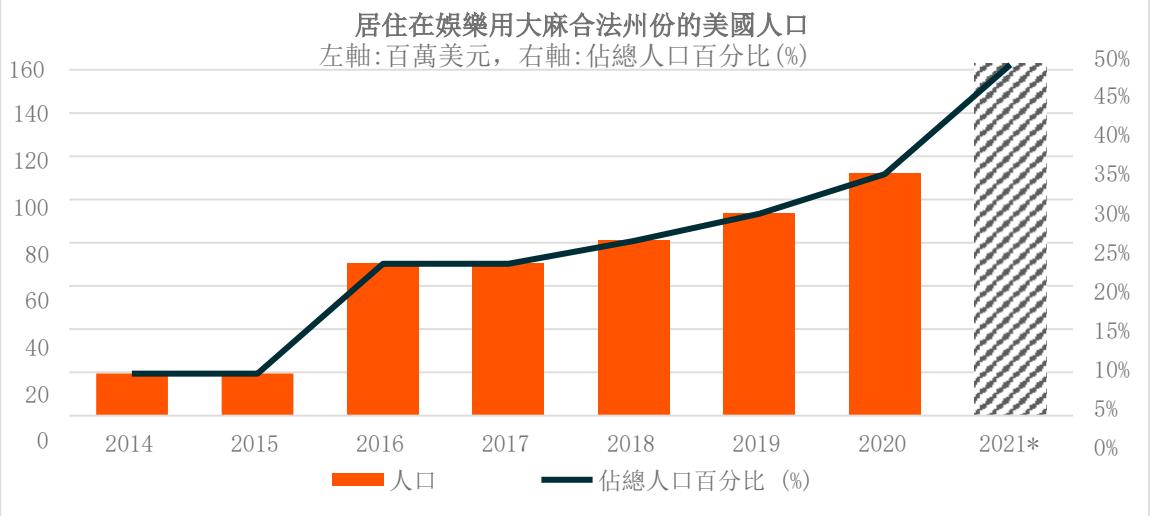
在短期內，聯邦援助可部分緩解以上問題。此項價值 1.9 萬億美元的美國救助計劃撥出 3500 億美元幫助州和地方政府以一次性的權宜之計償還債務。但是由於在家工作的普及，未來赤字可能會持續出現。由於在家工作的靈活度更高，企業從高稅收、高生活成本的地區外流，使這些地區的稅收和公共交通用量減少，可能會擴大市政赤字。雖然加稅是一個很可能會被探索的選擇，但卻冒著加速紐約和加利福尼亞等州（尤其是收入最高州份）外流趨勢的風險。相反，從新的來源徵收稅款可使州和地方政府獲得更大的成功。

娛樂用大麻合法化就是途徑之一。目前有18個州允許大麻被用作娛樂用途，科羅拉多州提供歷史最長的經濟和稅收影響案例研究。
自 2014 年開始銷售大麻以來，科羅拉多州稅務局報告累計稅收達 17 億美元。[4] 僅在 2020 年，該州就產生了 3.88 億美元的直接稅，比上一年增長 28%。[5] 稅收來自零售大麻批發/轉售的州銷售稅（2.9%）、州零售大麻銷售稅（15%）和州大麻消費稅（15%）。除了增加稅收之外，據估計，大麻合法化還創造了約 18,000 個直接就業機會，同時刺激建築、保安和法律服務等領域的間接就業(增加了 23%)。[6]

科羅拉多州和大麻友善州份的經驗，加上大流行帶來的經濟負擔，都在推動全國將大麻進一步合法化。去年秋天，選民就大麻的法律地位進行了五次州選舉投票，全部措施獲得通過：亞利桑那州、新澤西州和蒙大拿州投票通過了娛樂用大麻的合法化。南達科他州通過了將其用於娛樂和醫療用途；密西西比州亦通過了醫用大麻合法化。2021 年年初至今，通過由紐約州、弗吉尼亞州和新墨西哥州發起的大麻合法化，再多 1800 萬美國人獲得供成人使用的娛樂用大麻。羅得島州、賓夕法

尼亞州、馬里蘭州、特拉華州和康涅狄格州已將大麻加進 2021 年的立法議程中。如果以上州份的措施獲得通過，到年底將有超過 50% 的美國人生活在娛樂用大麻的合法州份。

這種進展可能是美國大麻的轉捩點，不僅加速了涉及生產、增長和分銷等領域大麻工業公司的銷售，而且還可能為聯邦層面的大麻非刑事化鋪路，增加大麻公司獲得的金融機構服務，甚至達致全國合法化。



*資料來源：Global X ETF、丹麥工業辛迪加、《世界人口評論》。截至 2021 年 3 月。*2021 年估計：假設弗吉尼亞州、紐約州、羅得島州、賓夕法尼亞州、新墨西哥州、馬里蘭州、特拉華州和康涅狄格州今年將娛樂用大麻合法化。*

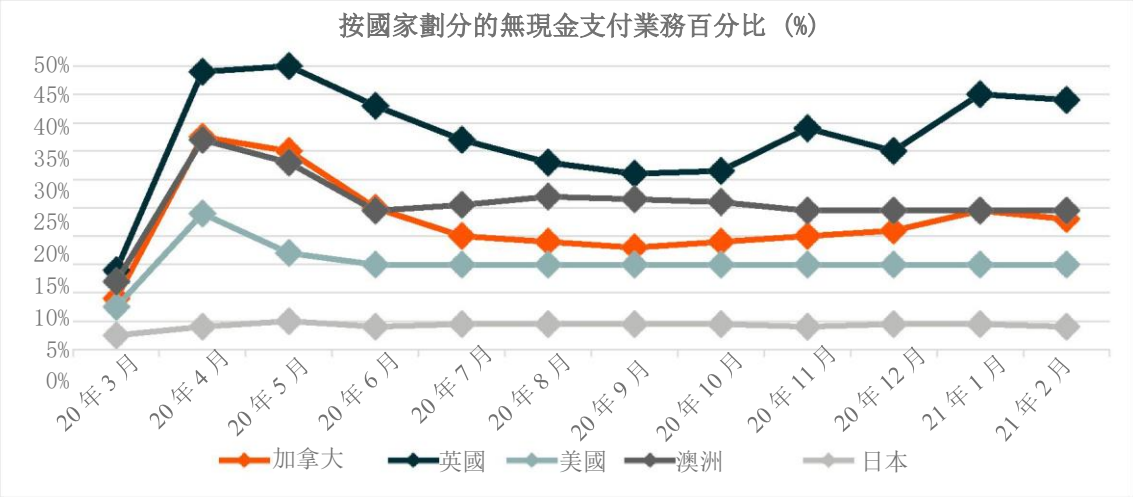
配合全渠道消費：金融科技

在大流行高峰期間，成千的企業開設了在線店面或轉移了資源，以進一步支持其在線銷售工作。Shopify 是一個幫助小型企業開設及營運網上商店的在線平台，其 2020 年的收入增長了 86%。[7]以大型零售商舖聞名的沃爾瑪也將其業務重心轉移，其美國電子商務銷售額於 2020 年增長了 79%。[8]

除了建立自己的電子商務業務外，許多企業還轉向接受各種形式的數碼支付。數碼支付讓客戶可以使用多種方法購買商品，從信用卡到智能設備、支付應用程式、先買後付（BNPL）計劃，甚至是加密貨幣。例如，CVS 和 PayPal 的新合作關係意味著客戶可以使用 Venmo 或 PayPal 流動應用程式通過QR掃描在店內結帳台付款。推動這種轉變的部分因素很簡單，就是與接受實體現金相比，非接觸式數碼支付更加衛生。但推動這種轉變的其他因素還包括既可在實體店也可在線使用支付方式的整合需要，以適應消費者不斷變化的喜好。

部分企業完全放棄了現金支付。相對於大流行前的水平，無現金支付業務在美國、澳洲、加拿大和英國的份額幾乎倍增。在美國，約 15% 的商戶採納無現金支付，而大流行前只有 8%。[9]我們認

為在正常情況下，從現金到數碼支付的戲劇性轉變約需三年，但大流行大大加速了這種趨勢的發展。最近一項調查顯示近三分之二（65%）的消費者表示接種疫苗後，他們將會跟現時一樣或比現時更偏好使用非接觸式支付方式。[10]



資料來源：Square.

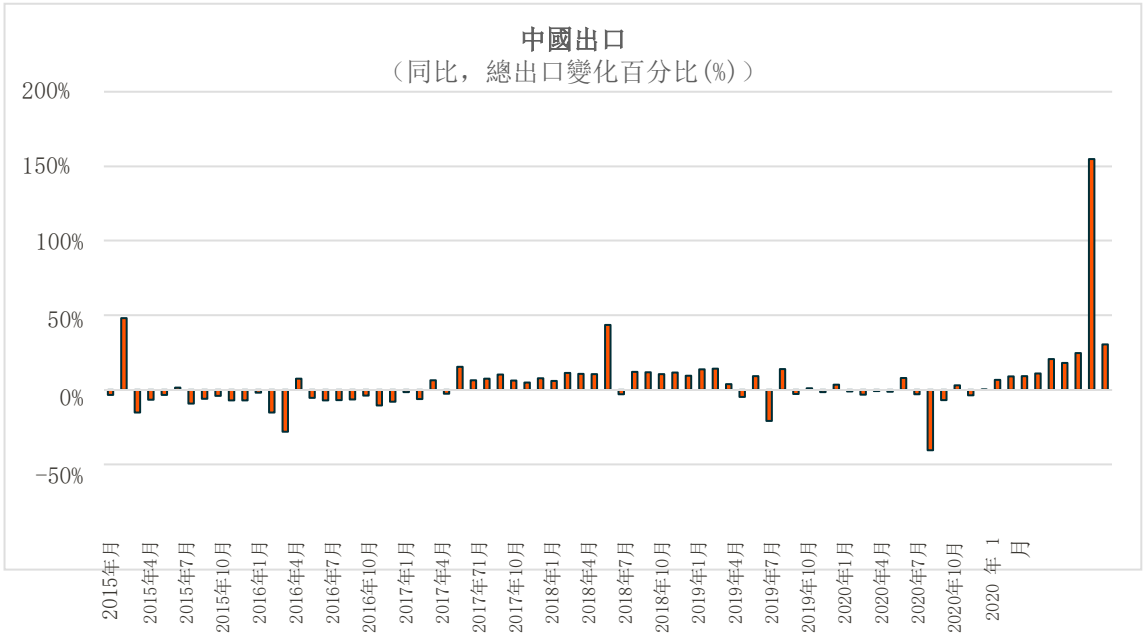
新常態經濟的早期階段是企業捕獲強勁的消費活動，以及迎合大流行期間形成新消費者偏好的關鍵時期。2021 年 3 月，美國零售業銷貨額增長 9.8%，預計 2021 年全年總零售業銷貨額將增長 6.5% 至 8.2%。[11] 隨著家庭現金和等同現金增加近 2.2 萬億美元，消費者已準備好釋放瘋狂的消費力。[12] 但是，消費者很可能會維持他們在大流行期間形成的習慣，尤其是那些能夠讓他們享受便利功能好處的習慣。例如，如今雜貨配送服務已徹底融合於許多消費者的日常生活之中。在應用程式上預早訂購以省卻排隊買午餐很可能會繼續大受歡迎。使用加密貨幣作為支付方式看來亦已成熟，並可持續增長。

因此，可能會在「新常態經濟」中蓬勃發展的公司就是那些可以以客戶喜歡的方式滿足他們需要的公司，包括在線、實體店購物或應用程式購物，並接受多種數碼支付方式。但是，這種趨勢的最大受惠者可能不是零售商自己，而是構建集成平台和解決方案的金融科技公司，這些平台和解決方案讓商戶可以無縫接受一系列在線和實體店數碼支付。

緩解被窒礙的供應鏈：機械人和人工智能

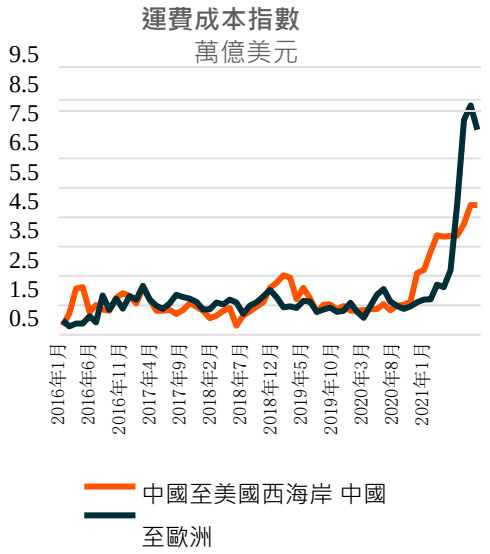
消費可能正在激增，但全球供應鏈似乎不足以應對不斷增長的需求。在美國，有效的疫苗分配和價值數萬億的經濟刺激措施有助於促進相對快速的V型國內經濟復甦，並推動消費。但是，發展中國家的大部分地區仍陷於病毒控制成效不均的局面，在短期內仍會拖累這些經濟體，並限制其主要原材料貨品和製成品的生產和出口。運輸能力有限以及勞動力和半導體短缺帶來的威脅令這些供應鏈問題變得更加複雜，並持續把全球困於瓶頸。

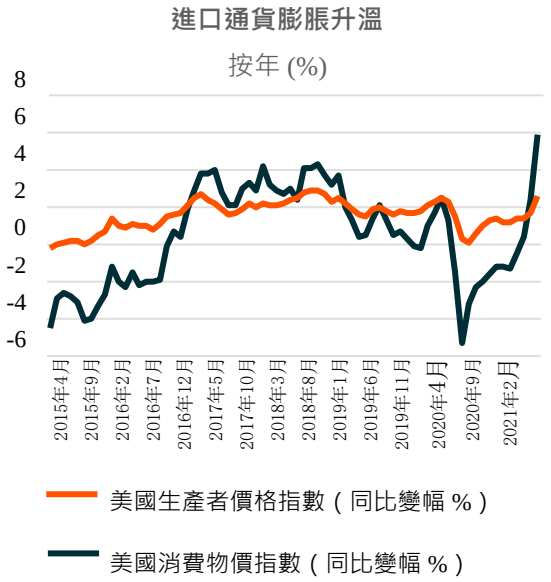
隨著疫苗接種的進程，全球經濟產出繼續從低水平復甦過來。3 月，全球經濟擴張的速度上升至近十年來的新高。摩根大通全球綜合產出指數達 58.4，創下長期以來的新高，並連續 9 個月增長。[13] 美國消費者信心指數在 2021 年 4 月飆升至 121.7，為 2020 年 2 月以來的最高水平。[14] 由於對中國商品和製造業投入的需求增加，中國出口繼於在 1 月和 2 月激增 60.6%之後，在 3 月按年增長 30.6%。



資料來源：彭博、中國海關總署，截至 2021 年 3 月 31 日（3 個月移動平均值）

但是，目前佔全球國際貿易總量 80% 的全球海上運輸仍未能跟上發展步伐，導致供應鏈中斷和成本上升。部分原因是中國出口激增以及 3 月份蘇伊士運河堵塞。但是，大流行使這些挑戰變得更加複雜，經過小心平衡的連續貨櫃流被停工中斷了，新增的清潔草案亦使貨櫃供應更加稀缺。這些因素加起來，導致運輸成本自去年 10 月以來倍增，為投入品價格帶來巨大壓力。商品價格連續第 9 個月上漲，並錄得自 2009 年 10 月以來最大漲幅。





消費物價指數: 消費物價指數。生產者價格指數: 生產者價格指數。資料來源：左圖：弗萊托斯波羅的海指數（FBX），右圖：勞工統計局，截至 2021 年 3 月 31 日

部分行業比其他行業受影響更大。過去數年，物聯網（IoT）、雲端計算、自動駕駛汽車和機械人技術等新數碼技術被加快採納，使半導體需求大增，導致全球供應短缺。大流行以及得克薩斯州的惡劣天氣使半導體生產停滯，蘇伊士運河的堵塞進一步加劇了積壓的問題，可能需要幾個月的時間才能疏通。隨著智能汽車的興起，半導體已成為汽車業的重要組成部分，包括藍牙連接、駕駛員輔助功能、導航和混合電力系統。在供應鏈重得平衡之前，汽車行業可能會面臨不利因素。

除了公共衛生危機之外，不斷升溫的地緣政治緊張局勢和極端天氣亦持續使現有供應鏈變得更加脆弱。因此，在新常態經濟中，我們預料企業將對強化供應鏈大量投資，以避免未來的供應中斷。解決方案可能是更好地利用技術和重新外判生產。根據世界經濟論壇於 2020 年進行的全球調查，全球企業都在迅速採納各種技術，以保持其供應鏈暢通。三分之二的受訪者已實施或考慮採納新技術，以重新配置價值鏈，而超過一半的受訪者表示已將以往的手動流程數碼化，以提高價值鏈數據的可視性。[15] 例如越來越普及的感應器應用，以在運輸過程中監控貨物狀況或跟蹤庫存水平，讓企業可以更有效地管理存貨。機械人技術和自動化將在製造和供應鏈中發揮越來越重要的作用，因為它們可以幫助降低將產品製造外判到美國和歐洲發達市場的成本，並提高生產力和安全性。

為長期增長而重建：美國基礎設施開發

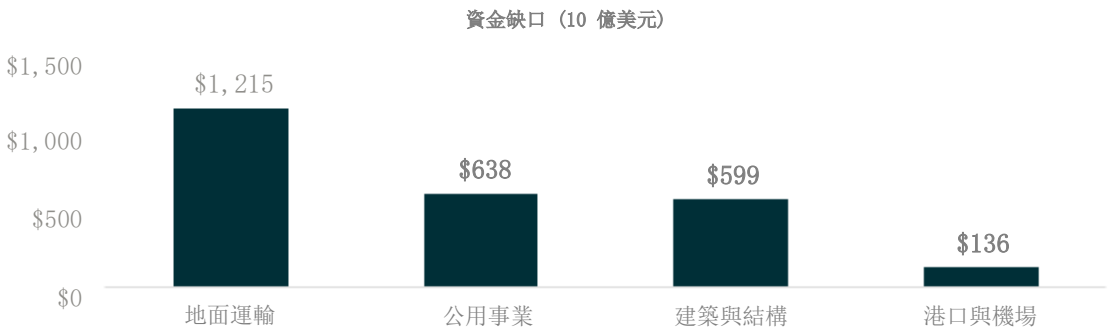
在大流行高峰期間，美國勞動力減少了 2500 萬個職位，失業率從 3.5% 上升至 14.8%。[16] 超過一年之後，美國經濟體仍未能重新吸納這些工人，2021 年 3 月比 2020 年 2 月減少了近 800 萬個職

位。為刺激經濟並加快創造就業機會，美國聯邦儲備局承諾將利率維持在接近零的水平，直到全國達致全面就業。

今年美國經濟正在復甦，但預料國內生產總值產出缺口仍將持續，在 2021 年達 -1.8%，2022 年達 -0.9%，2023 年達 -0.6%，意味著該經濟體未來數年的產出量將持續低於潛在產出量。[17]低利率、高失業率和經濟不景氣的三重打擊為積極進取的政府支出提供了切入點，這既可以在短期內創造就業機會，又可以促進經濟長期增長。

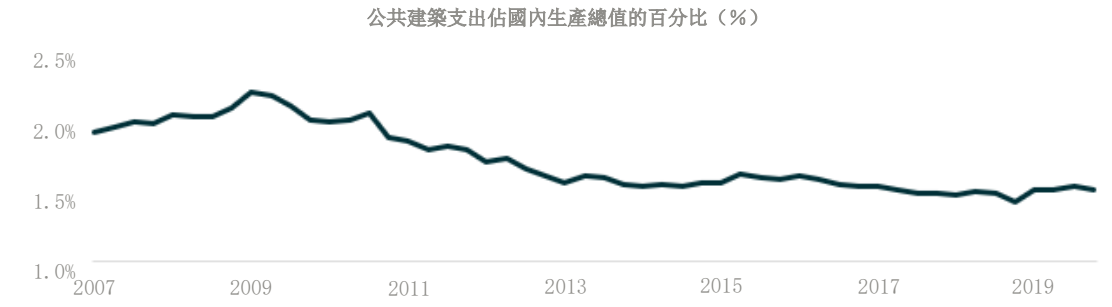
振興和發展美國基礎設施可能是最大的機遇。美國大部分交通基礎設施都建於 1930 年代和 1950 年代，但由於資金短缺，數十年來的老化問題一直被忽視。美國土木工程師協會（ASCE）將美國基礎設施的總體等級定為 C-，指出 43% 的道路處於惡劣或中等狀態，7.5% 的美國橋樑在結構上存在缺陷，2,200 萬美國人正在喝著鉛管中的水。[18]維修現有基礎設施是基本的第一步，但更重要的是現代化全國基礎設施，以增強氣候抵禦力，改變城市化和通勤趨勢，並提高數碼連通性。

基礎設施支出缺口橫跨多個重要經濟領域



資料來源：ASCE，2021 年

美國基礎設施支出佔國內生產總值的比例持續縮減



註：來自聖路易斯聯儲的國內生產總值數據，來自美國普查局的建築支出，均為經季節性調整後的年率。
資料來源：聖路易斯聯儲、美國普查局、Global X ETF，2020 年。

拜登總統的 2.25 萬億美元美國就業計劃旨在解決以上基礎設施相關問題，為數個廣泛定義的基礎設施類別撥款數十億美元，包括交通、建築、能源、水和數碼（參閱下面列表）。此雄心勃勃的計劃將在未來 8 年增加基礎設施支出至相當於美國國內生產總值的 1%。[19]總體而言，標準普爾估計計劃到 2024 年將創造 230 萬個職位，並為經濟注入 5.7 萬億美元，使人均收入提升 2,400 美元。[20]從建築和工程公司到商品和重型機械，此計劃將有眾多受惠者。信號塔和數據中心房地產投資信託基金等數碼基礎設施，以及水基礎設施和以建築為中心的清潔科技公司也可從中受益。

美國就業計劃中用於基礎設施的資金：

實體基礎設施

- 運輸基礎設施（6210億美元）
- 建築物、學校和醫院（2500億美元+）
- 基礎設施抵禦力（500 億美元）

能源、水和數碼基礎設施

- 清潔科技、清潔能源及相關基礎設施（300億美元+）
- 水務公司（1110 億美元）
- 數碼基礎設施 (1000 億美元)

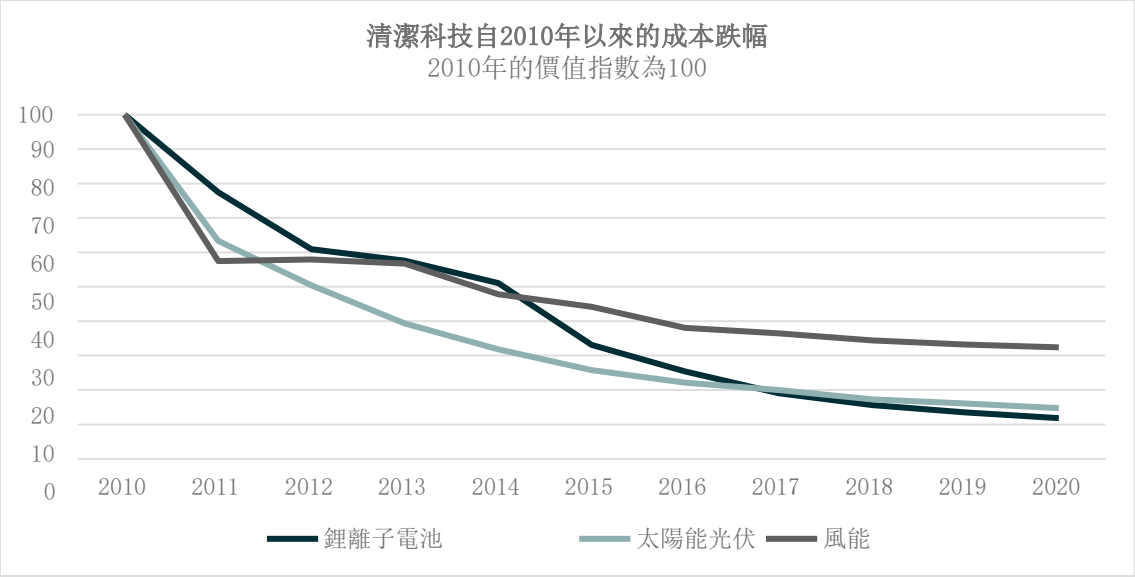
為下次危機作好準備：清潔科技和可再生能源

在新冠肺炎之前，地緣政治緊張局勢多年來都在持續升溫。中美貿易戰、英歐脫歐談判、俄羅斯與烏克蘭的衝突以及更為緊張的許多國際關係將部分量度地緣政治風險的數字推至 2003 年以來的最高水平。某程度上，大流行有如火上加油，全球政客都希望將公眾健康和經濟危機的責任推卸給別國。但與此同時，新冠肺炎突顯了 21 世紀許多最嚴峻挑戰的重要特徵：它們大多跨越國際邊界。遏制病毒的空氣傳播、減少碳排放、減慢自然資源的消耗、為難民提供庇護以及逆轉核擴散均需要多邊解決方案。

資料來源：Dario Caldara 和 Matteo Iacoviello 「測量地緣政治風險」。1985 年 1 月至 2021 年 3 月的數據。

新冠肺炎如能雨過天青可重新激發國際間互相協調的熱情，尤其在氣候變化的問題上。在 4 月舉行的世界地球日峰會有 40 個國家參予，當中數個宣布了重啟遏制碳排放的工作。美國公布了到 2030 年將排放量減少至 2005 年水平 50-52% 的計劃，日本將其減排目標從 26% 提高到 46%，加拿大亦將其目標從 30% 提高到 40-45%。[21]

多國協議和訂立目標只是長達數十年過程的初期階段，可能需要在清潔科技和可再生能源上投資多達 110 萬億美元。[22] 更成熟的清潔科技(如太陽能、風能和鋰電)和離子電池過去十年已從政府的撥款和補貼中受益，有助於提高效率並擴大規模。自 2010 年以來，清潔科技的成本下降了 68-88%，政府的早期支持發揮了關鍵作用，使清潔科技比其較不清潔的替代品更可負擔且效率更高。但是，要實現多國氣候目標，多種早期技術還需要類似的發展。促進碳捕獲、綠氫能、電熱泵、植物為本和替代蛋白質來源等領域的發展對於達致淨中性排放至關重要。政府通常處於應對氣候變化等廣泛挑戰的最佳位置，但改變消費者和企業的態度也可能有助加速採納。



資料來源：Global ETF、彭博新能源財經及Lazard。

鋰離子電池按體積加權平均電池組成本計量。太陽能光伏（PV）和風能按平均降低度電成本計量。

結論

自新冠肺炎危機爆發以來已近一年半，數個跡象顯示大流行最差的情況可能已經過去。無論世界是完全消滅新冠肺炎，還是在未來加倍謹慎地管理突變和爆發，我們都將很快進入大流行後的環境，限制將被放寬，經濟亦會復甦。政府的支持政策和強勁的全球增長可能為整體經濟描繪出樂觀的前景，但各種挑戰和機遇仍然存在，可能會導致各個市場發展分歧。針對可能在新常態經濟中蓬勃發展特定領域的主題投資有望實現持續多年的增長。

投資涉及風險，包括可能損失本金。

集中於狹窄的投資通常會展示出較高的波動性。投資與基礎設施相關的公司更容易受到潛在不利經濟、法規、政治和的影響這些實體的其他變化所影響。投資基礎設施相關公司要承受各種風險，包括政府法規、與基建計劃相關的高利息成本、與合規性和環境法規變化相關的成本、經濟放緩和產能過剩、與其他服務提供商的競爭以及其他因素。

清潔科技公司往往面對激烈的競爭、較短的產品生命週期以及潛在的產品迅速被淘汰。這些公司可能會受到能源價格和可再生能源供需波動、稅收優惠、補貼以及其他政府法規和政策的重大影響。國際投資可能會涉及因貨幣價值的不利波動、一般公認會計原則的差異或其他國家的社會、經濟或政治不穩定而帶來資本損失的風險。

醫療保健和製藥行業或會受到政府法規、專利過期、產品快速淘汰以及激烈行業競爭的影響。大麻是一個非常年輕且發展迅速的行業，其面臨的風險越來越大，包括適用法律的變更（包括法規的增加、其他法規的變更以及相關的聯邦和州執法活動）以及市場發展，可能會導致企業突然縮減規模或關閉。大麻公司受制於在州/地方、聯邦和國際層面可能有所不同的各種法律和法規。這些法律法規可能嚴重影響大麻公司取得融資和傳統銀行服務的能力，影響大麻業務銷售與服務的市場，並限制了大麻的使用、生產、運輸、出口和儲存。根據美國聯邦法律，擁有、使用和進口大麻仍然是非法的。儘管州法律已將大麻用於醫學和娛樂用途合法化，但將大麻使用定為刑事犯罪的聯邦法律仍然生效。這種衝突為所有大麻公司造成波動和風險，聯邦政府對大麻法律的任何加強執法都可能對基金投資價值產生不利影響。鑑於美國對大麻業監管的不確定性，在特殊情況下，基金對某些實體的投資可能會在其中一項或多項法律之下引起問題，與這些投資有關的任何調查或起訴都可能導致基金費用和損失。

1 2020 年 10 月 28 日《華爾街日報》「自大蕭條以來美國各州面臨最大的現金危機。」(“U.S. States Face Biggest Cash Crisis Since the Great Depression”)。

2 2021 年 3 月 5 日 CNN Politics「國會準備向各州和地方政府注資 3500 億美元，多個州份預算受大流行的打擊小於預期」(“With Congress poised to give states and local governments $350 billion, pandemic budget hit for many was smaller than predicted”)。

3 2021 年 3 月 10 日《華盛頓郵報》「國會 1.9 萬億美元新冠肺炎法案包含什麼：支票、失業保險及更多」(“What’s in Congress’s $1.9 Trillion Covid Bill: Checks, Unemployment Insurance and More”)。

4 於 2021 年 4 月 26 日獲得的科羅拉多州稅務局「大麻銷售報告」(“Marijuana Sales Reports”)。

5 同上。

6 2018 年 4 月 16 日堪薩斯城聯儲「科羅拉多州大麻業的經濟影響」(“The Economic Effects of the Marijuana Industry in Colorado”)。

7 2021 年 4 月 28 日 Shopify「Shopify 2021 年第一季財務業績電話會議」(“Shopify Q1 2021 Financial Results Conference Call”)。

8 2021 年 2 月 18 日沃爾瑪「新聞稿」(“Press Release”)。

9 2021 年 3 月 Square「帶來改變報告：第 4 章：一年的付款和大流行」(“Making Change Report: Chapter 4: One Year of Payments and the Pandemic”)。無現金支付業務定義為通過無現金方式（親身扣賬、借貸或非接觸式支付; Square Online 付款或無卡付款）接受 95% 或以上付款的企業。

10 2021 年 1 月 Visa「 Visa 重啟業務研究 2021 年展望」(“The Visa Back to Business Study 2021 Outlook”)。

11 2021 年 4 月 15 日美國國家零售聯合會「由於疫苗接種加上政府刺激，3 月零售業銷貨額強勁反彈」(“March Retail Sales See Strong Rebound Amid Increased Vaccination and Government Stimulus”)。

12 2020 年第三季美國聯邦儲備局「家庭現金和等同現金持有量」(“Household Cash and Cash-Equivalent Holdings”)。

13 2021 年 4 月 Markit Economics「摩根大通全球綜合採購經理人指數™」(“J.P.Morgan Global Composite PMI™”)。

14 2021 年 4 月 27 日世界大型企業聯合會「4 月份消費者信心再次大幅上升」(“Consumer Confidence Up Sharply Again in April”)。

15 2021 年 12 月 21 日世界經濟論壇「構想交易科技：第四次工業革命中的交易」(“Mapping TradeTech: Trade in the Fourth Industrial Revolution”)。

16 於 2021 年 4 月 30 日獲得的美國勞工統計局數據

17 於 2021 年 4 月 30 日獲得的美國國會預算辦公室「2021 年 2 月十年經濟預測」(“February 2021 10-Year Economic Projections”)。

18 2021 年美國土木工程師協會「2021 年美國基礎設施報告卡」(“2021 Report Card for America’s Infrastructure”)。

19 2021 年 3 月 31 日白宮「背景說明資料：美國就業計劃」(“FACT SHEET: The American Jobs Plan”)。

20 於 2021 年 4 月 1 日獲得的標普全球「基礎設施：曾經丟失的東西現在可以尋回——生產力提高」”Infrastructure: What Once Was Lost Can Now Be Found — The Productivity Boost”)。

21 2021 年 4 月 23 日路透社「美國及其他國家在地球日峰會上深化氣候目標」(“U.S., Other Countries Deepen Climate Goals at Earth Day Summit”)。

22 2020 年 4 月 20 日 IRENA「可再生能源可支持抵禦力強和平等的復甦」(“Renewable Energy Can Support Resilient and Equitable Recovery”)。