海外宏观专题报告

宏观经济报告

2021 年海外市场可能存在的“预期差”

引言：回顾 2020 年，疫情成为影响全球经济的主线，主要发达经济体均在二季度挖下“深坑”后在一系列的政策支撑下迎来反弹。目前来看，英国疫情的变异仍然存在着不确定性。展望 2021 年，美国货币政策的退出仍然取决于疫情的发展和疫苗的有效性，在变动中寻找平衡点；相比之下，财政政策对全社会性的刺激几乎已经见底，未来更侧重于从“总量”到“结构”的调整。市场普遍预计 2021 年在全球共振复苏的背景下，新一轮补库存周期将对风险资产和商品价格形成利好，但是我们认为，仍然需要注意“四个预期差”对资本市场可能产生的影响。

一、回顾 2020 年：一波未平，一波又起。回顾 2020 年，美国疫情经历了三次上升趋势。疫情的后期持续爆发主要反映政府对防疫控制的不力，也毫无疑问成为了本次大选最大变数的导火线。为了应对疫情带来的不利影响，美国不仅复刻了应对 08 年金融危机的方法，并且创立了新的货币政策工具。从经济来看，进入疫情爆发后的恢复期，需求端快速反弹，但后续动力不足，供给端“后来居上”。

二、展望 2021 年：政策难以进一步放松，与疫情继续博弈。当前美国两党已经达成了 9000 亿美元的支出法案，若疫情没有超预期发展，财政刺激难以有进一步的提升，后续更多从“总量”转向“结构”。从货币政策来看，2021Q1 在疫苗接种还未普及的情况下，即使经济出现明显回升，还需防止收益率曲线过分陡峭。预计疫苗的接种大概率能够在夏天左右普及，美联储才会开启 QE 退出模式。从外交政策上来看，拜登上台后，保护主义色彩仍然很重，在寻求重塑美国外交政策时，会对目前现有制裁工具的使用进行重新调整，但并不一定不会动用现任总统特朗普选用的制裁武器。

三、2021 年需警惕“四个预期差”带来的资本市场表现低于预期。从库存周期来看，预计明年美国仍然处于一个补库存周期中，市场普遍预计后疫情时代的全球经济共振复苏带动资产价格上行。但是后疫情时代的市场形势可能会出现一些非典型特征，尤其是可能会出现经济指标和资产价格背离的迹象，我们需要警惕“四个预期差”：

1）疫情变异的程度仍未定价：疫情的不确定性仍然较高，欧洲变异是否会进一步蔓延到美国还有待观察。当前市场对于英国疫情变异的问题还未充分定价。如果疫情的变异后续超预期的话，货币政策和财政政策可能也会进而出现调整，使得资产价格调整可能会偏离原本市场所预期的路径。

2）流动性陷阱拉长复苏周期：疫情过后，我们可以注意到，虽然需求较供给短期出现了大幅修复，但修复的动力并不足，后续供给端的修复程度好于需求。当前流动性陷阱的出现表明，单纯的依靠基础货币扩张不太可能令美国经济复苏带来比较明显的成效。

3）美股调整风险可能超预期：美国货币超发导致大量资金进入股市和房地产市场；同时，疫情引发的贸易保护主义的思想潮不仅使得全球的机会成本上行，也使得贫富差距的加剧，容易对资产价格形成扰动；另外叠加科技板块的高估值，相关板块可能首先面临回调风险。

4）商品价格可能波动加大，仍存下行风险。首先，疫情疫苗的进展以及拜登刚上台后的新政策仍未定价，叠加供给面仍受到地缘政治等诸多因素干扰。其次，上半年通胀的主要来源可能大概率来自于房地产拉动，对工业品价格可能提振有限。第三，从金融属性来看，美元指数温和反弹概率加大，也会对大宗商品的价格形成抑制。

风险提示：

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；2. 政府应对措施不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3. 货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言：.....3
一、回顾 2020：疫情一波未平，一波又起.....3
二、展望 2021：政策难以进一步放松，和疫情继续博弈.....6
三、2021 年需警惕“四个预期差” 带来的资本市场不及预期.....10
1、 疫情变异的程度仍未定价.....11
2、 流动性陷阱拉长复苏周期.....13
3、美股调整风险可能超预期.....14
4、 商品价格可能波动加大，仍存下行风险.....15

图表目录

图表 1：美国疫情经历了三个高峰.....3
图表 2：美联储资产负债表大幅扩张.....4
图表 3：美国 GDP 经历了“二季度”深坑后回升.....5
图表 4：美国消费 4 月大幅回落之后反弹.....5
图表 5：美国平均周薪同比增速逐步回落.....5
图表 6：消费者信心指数在 4 月底触底回升.....6
图表 7：ISM 制造业 PMI 在 4 月底触底回升.....6
图表 8：失业率在 4 月触及高点之后回落.....6
图表 9：美国 ECRI 领先指标 3 月底触底回升.....6
图表 10：两党达成了 9000 亿美元的刺激法案.....7
图表 11：授权/批准的疫苗相关消息.....8
图表 12：美国本年财政赤字远高于前几年（盈余未负）.....9
图表 13：耐用品订单领先库存一个季度左右.....10
图表 14：美国进入新一轮补库存周期.....11
图表 15：英国疫情持续爆发中.....12
图表 16：英镑兑美元出现快速下行.....12
图表 17：美国广义货币乘数下滑.....13
图表 18：本轮疫情后，美国储蓄率的上行远高于金融危机时期.....14
图表 19：货币超发后对标普 500 的估值形成明显提振.....15
图表 20：美元指数的上行使得商品价格承下行压力.....16
图表 21：通胀可能不达预期.....16

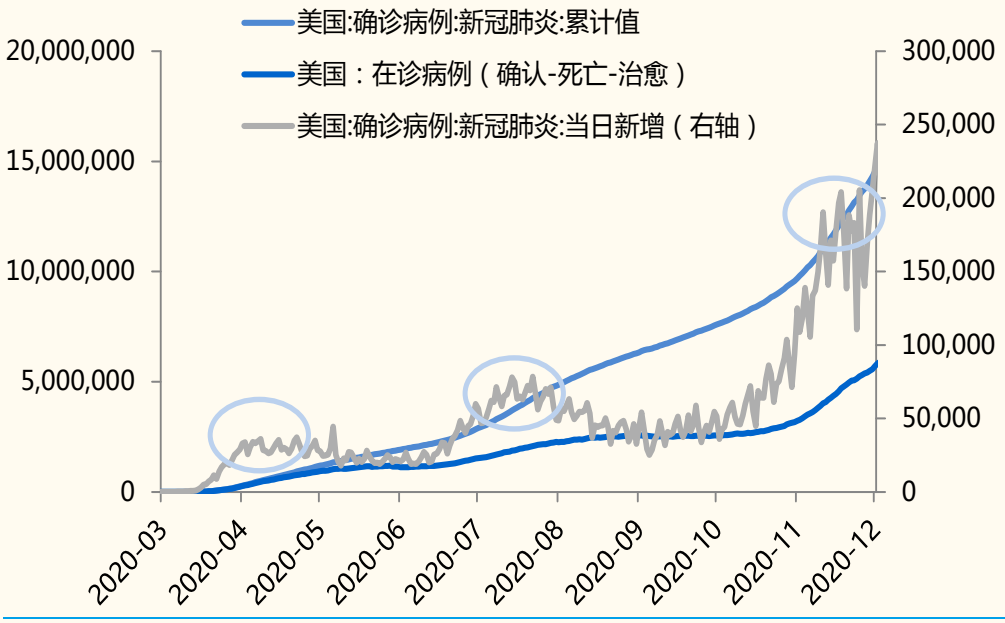
引言：

回顾 2020 年，疫情成为影响全球经济的主线，主要发达经济体均在二季度挖下“深坑”后在一系列的政策支撑下迎来反弹。目前来看，英国疫情的变异仍然存在着不确定性。展望 2021 年，美国货币政策的退出仍然取决于疫情的发展和疫苗的有效性，在变动中寻找平衡点；相比之下，财政政策对全社会性的刺激几乎已经见底，未来更侧重于从“总量”到“结构”的调整。市场普遍预计 2021 年在全球共振复苏的背景下，新一轮补库存周期将对风险资产和商品价格形成利好，但是我们认为，仍然需要注意“四个预期差”对资本市场可能产生的影响。

一、 回顾 2020：疫情一波未平，一波又起

回顾 2020 年，美国疫情经历了三次上升趋势，且后续爆发主要反映政府对防疫控制的不力。整体来看，美国疫情一共经历了三波攀升，第一波为 3 月底-6 月初，第二波为 6 月初-9 月底，第三波为 10 月初到至今。具体数据来看，第一波每日新增病例在 3 万人左右，第二波高峰的每日新增病例在 7.8 万人左右，而第三波的每日新增高点达到 20 万人左右。美国作为非病毒原发的国家，面临的疫情严重程度远高于其他国家，究其背后的原因主要由于 1）疫情刚爆发初期，疫情本身已经转变为“政治疫情”。自 2017 年特朗普上台之后，美国的保护主义和民粹主义达到了空前的高度，疫情的失控和弗洛伊德事件作为一个引爆点，彻底激化了党派和民众之间的分裂，社会的骚乱以及游行导致疫情进一步快速蔓延。2）没有及时采取有力的防疫措施，危机意识相对滞后。在疫情初期，美国乃至全球的专家多次警告，但特朗普政府和部分联邦政府不仅没有采取严控的措施，更不断淡化疫情的风险，为提振经济，在疫情没有得到有效的控制前，便要求尽早复工复产，恶化了抗疫形式，导致后续应对疫情进入了一个被动的局面。

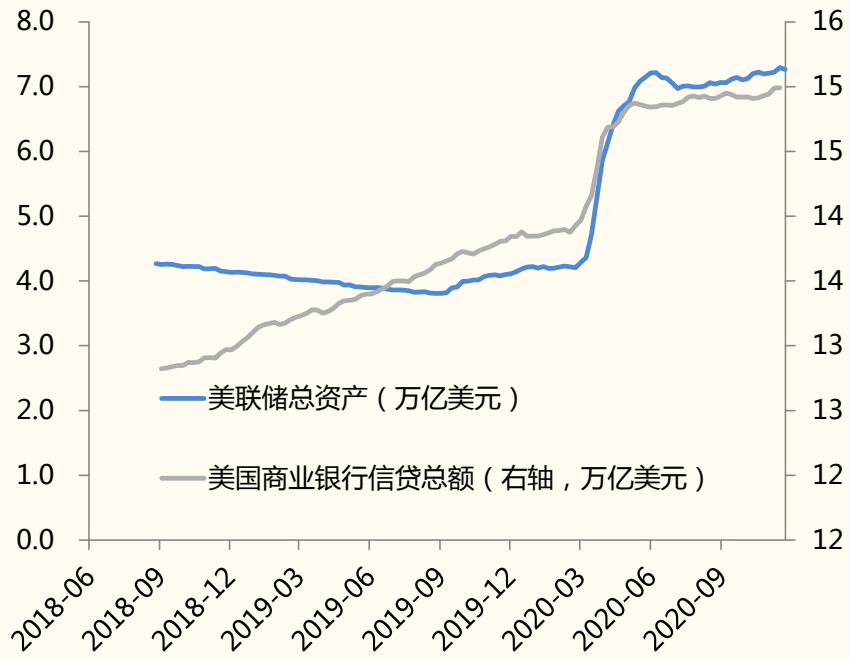
图表 1：美国疫情经历了三个高峰



来源：Wind，国金证券研究所

为应对疫情带来的下行压力，美国不仅复刻了 08 年金融危机的方法，并且创立了新的货币政策工具。疫情在美国爆发后，美联储不仅紧急下调联邦基金利率至零利率超低水平，更推出无上限量化宽松，美联储在 3 月 FOMC 会议上宣布了 7000 亿美元的资产购买目标，主要包括 5000 亿美元国债和 2000 亿美元抵押贷款。另外，支持债券重启次贷危机时的救市工具 CPFF 和 MMLF 等，创设新型融资支持工具 PMCCF 和 SMCCP 用于购买公司债，与此同时财政部还推出 2.2 万亿美元经济救助计划，并将向美联储货币市场流动性工具提供 100 亿美元的外汇稳定基金信贷保护。

图表 2：美联储资产负债表大幅扩张



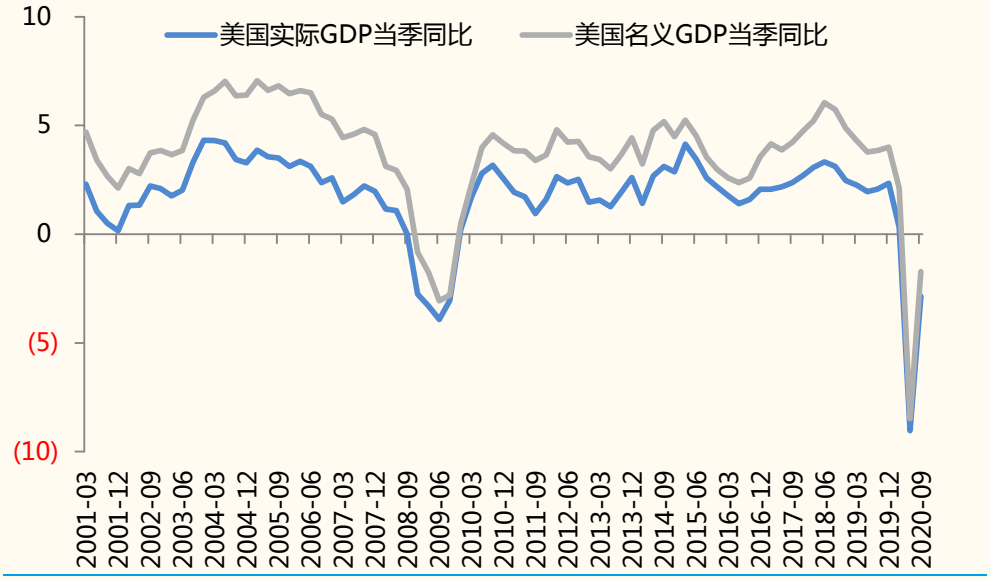
来源：Wind，国金证券研究所

从政治方面来看，疫情的出现毫无疑问是本次大选的最大变数，改变了传统大选的方式，进而影响了大选结果。若疫情没有出现，亦或是出现后特朗普对疫情的重视程度较高，在美国经济面仍然相对强势的背景下，特朗普连任的概率仍是较高的。但疫情的出现一方面改变大选的传统模式，邮寄选票占比直线上升，2020 年大选邮寄投票占比上升至 60%左右，远高于 2016 年的 21%，由于民主党的选民更青睐邮寄投票的方式，这也意味着拜登占据了天然的优势。另一方面由于疫情对美国经济的负面影响损害了特朗普强调其在经济方面的政绩，特朗普政府因“在位”因素，比民主党更急迫地希望经济能够快速恢复，虽然推动了一系列的财政刺激，但却忽略了对疫情的重视，盲目重启经济导致民主党对特朗普政府的防疫措施呈现出明显的对峙态度，与此同时媒体的报道主观情绪加重，客观事实被削弱，导致选民情绪更容易被煽动，对特朗普的连任产生了绝对的负面影响。

从经济来看，疫情刚爆发后进入恢复期，需求端快速反弹，但后续动力不足，供给端“后来居上”。整体来看，美国全年 GDP 经历了二季度的“深坑”之后，三季度大幅回升，预计四季度增速放缓。根据最新公布的数据显示，3Q20 美国实际 GDP 同比跌幅收窄至-2.92%、名义 GDP 同比跌幅收窄至-1.78%，我

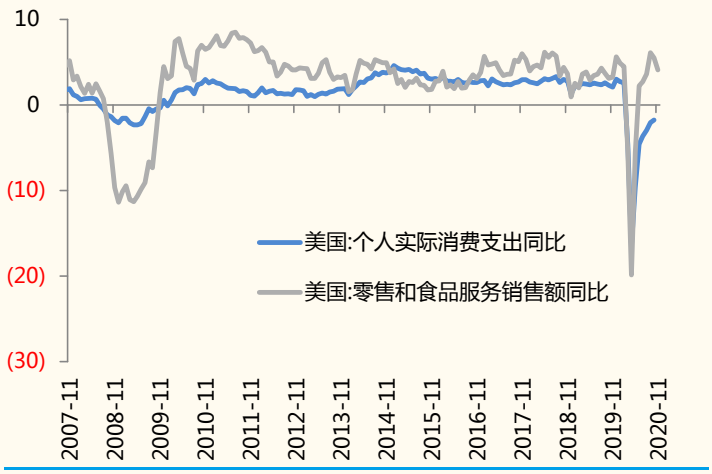
们预计 2021 年美国实际 GDP 增速在 4%左右。**从消费和投资来看，**美国私人消费和私人投资在 2Q20 大幅下滑，3Q20 回升，4Q20 恢复力度有所下降。具体来看，在美国 4 月推进复工复产后，零售销售迎来了明显的反弹，但是在第一轮财政刺激用完之后，零售销售在三季度下旬出现明显扩张放缓的迹象。从私人投资中来看，疫情带来的低利率进一步刺激房地产需求，房地产市场表现持续亮眼，成为了支撑私人投资分项的最大动力。从数据来看，美国零售销售同比增速从 4 月的-19.86%回升到 11 月的 4.1%，ISM 制造业 PMI 从 4 月的 41.5 上升到 11 月的 57.5，经历了报复性反弹，几乎快回到 2018 年中旬的高点，预计随着疫情对经济的影响边际减弱，叠加货币政策和财政政策已经到位，供需继续复苏。**从劳动力市场来看，**疫情给服务业的打击使得失业率出现大幅上升，但后续在财政刺激后，出现明显缓和，数据显示美国失业率从 4 月的 14.7%降至 11 月的 6.7%。预计随着第二轮财政刺激下，失业率将会进一步回落，后续更加需要注意如何解决劳动力市场结构性问题：永久失业率的上行。

图表 3：美国 GDP 经历了“二季度”深坑后回升



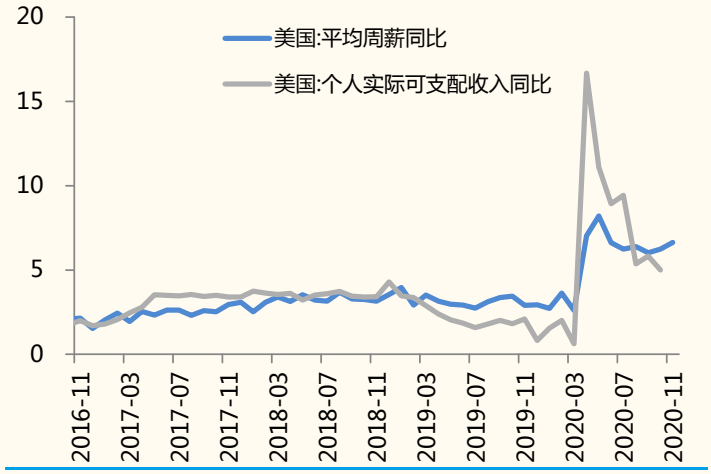
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：美国消费 4 月大幅回落之后反弹



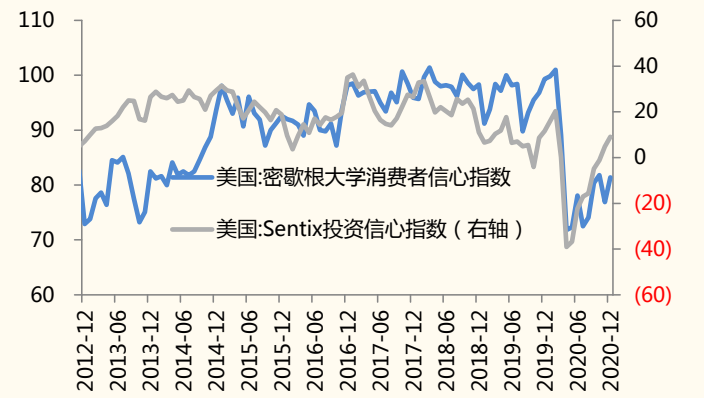
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：美国平均周薪同比增速逐步回落



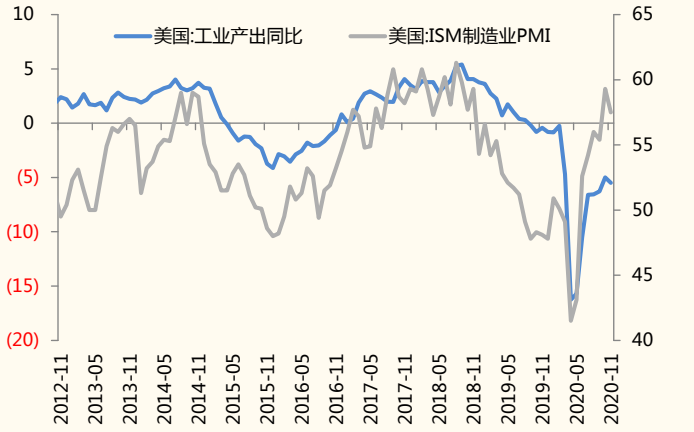
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：消费者信心指数在 4 月底触底回升



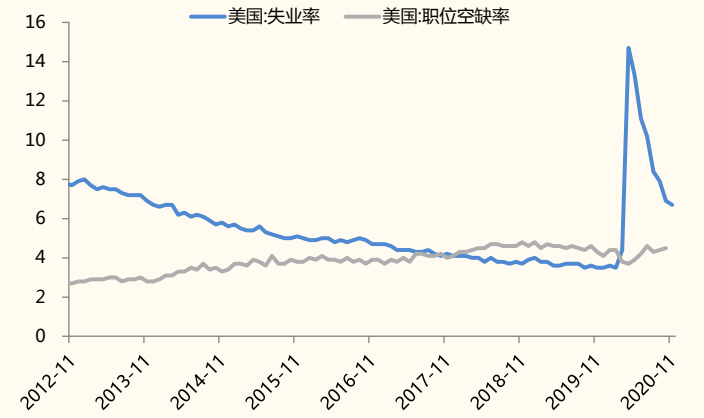
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：ISM 制造业 PMI 在 4 月底触底回升



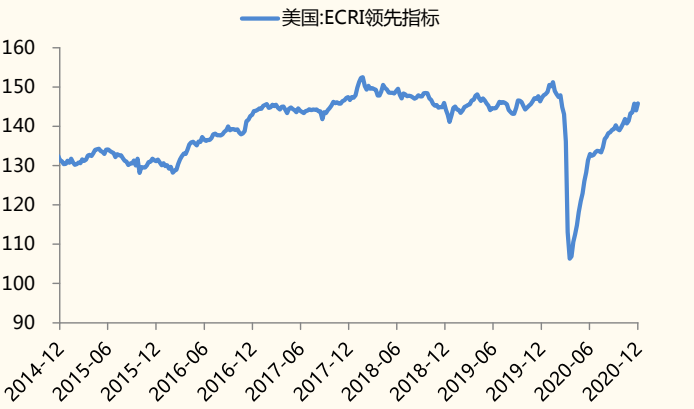
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：失业率在 4 月触及高点之后回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：美国 ECRI 领先指标 3 月底触底回升



来源：Wind，国金证券研究所

二、 展望 2021：政策难以进一步放松，与疫情继续博弈

当前美国两党已经达成了 9000 亿美元的支出法案，若疫情没有超预期发展，财政刺激难以有进一步的提升，后续更多从“总量”转向“结构”。根据 21 日两党达成的协议，首先，对工人和家庭的直接紧急救济，民主党成功争取恢复并增强 7 月份到期的联邦失业保险计划，为防止多大 1400 万美国人在年底失去此项经济来源，将此项计划延长到 2021 年 3 月 14 日，并且法案还将《关爱法案》中对家庭直接支付的范围扩大到移民家庭范围，特别是对全国的移民家庭提供了获得财政救济的机会。其次，帮助小企业（包括少数民族拥有的企业和非营利组织）从疫情中恢复过来，包括为其提供工资保障计划贷款和专用贷款。未来看，财政政策对全社会的直接刺激应该已经到头，后续可能会采取“定向”支持，本次刺激并没有包括对州还有地方政府的直接援助，因此预计在耶伦的领导和谈判下，一方面有望向州和地方政府增加更多的援助资金，另一方面可能通过对富人进行高税收来增加政府收入的同时来补贴穷人或是发放福利，提高居民和政府部门自身的货币流通增速，对金融市场货币总量做出“挤出效应”。

图表 10：两党达成了 9000 亿美元的刺激法案

项目	金额	明细
对工人和家庭的直接经济救济	2860 亿美元	120 亿美元的失业保险：包括对领取失业救济金的工人每周增加 300 美元的补助；将个人正常失业加上 PEUC 计划或通过 PUA 计划申请福利的最大周数增加到 50 周；还为既有工资收入又有自营职业收入的工人提供每周 100 美元的额外福利。166 亿美元的经济影响支付：对年收入达到 7.5 万美元的个人支付 600 美元；对年收入达到 15 万元的夫妇支付 1200 美元，并为每个收抚养的子女支付 600 美元。
小企业	3250 亿美元	2840 亿美元：第一和第二可豁免的工资保障计划（PPP）贷款；为非常小的企业提供专用贷款以及通过社区发展金融机构和少数民族存款机构等社区贷款机构提供贷款。200 亿美元用于为低收入社区提供新的 EIDL 赠款；35 亿美元用于持续的 SBA 债务减免付款；20 亿美元用于 SBA 贷款的增强；150 亿美元的专项资金用于演出场所、独立电影院和文化机构。
支持社区发展金融机构和少数民族存款机构	120 亿美元	用于创建新的社区资本投资计划，帮助低收入和少数民族社区低于疫情大流行的经济影响， 并应对经济衰退。
交通运输	450 亿美元	150 亿用于航空公司工资支持；10 亿用于航空公司承包商工资单；140 亿用于运输；100 亿用于国道；20 亿用于机场和机场特许权所有人；20 亿用于私人汽车、校车和轮渡行业；10 亿用于美国铁路公司。
疫苗、检测和追踪、社区卫生和保健提供者支持	690 亿美元	向 BARDA（美国生物医学高级研究与开发局）提供大约 200 亿美元用于疫苗和疗法的采购；90 亿美元用于疾病预防控制中心和各州用于疫苗分发；超过 30 亿美元用于国家战略储备，其中包括 3 亿美元专门用于高风险和服务不足的地区分销（包括有色人种社区）；超过 220 亿美元直接送到各州用于检测、追踪和缓解病毒感染的项目，其中 25 亿美元将专门针对服务不足地区（包括有色社区和农村社区）的需要的赠款；45 亿美元的精神卫生资金；90 亿美元用于支持医疗服务提供者；超过 10 亿美元的资金用于 NIH 研究 COVID-19；10 亿美元直接用于印度卫生服务。
学校	820 亿美元	边远地区救济和印度教育局：8.188 亿美元；州长经济教育救济基金：40.5 亿美元，包括由公共管理机构为私立 K-12 学校提供的服务；中小学基金救济基金（公立 K-12 学校）：543 亿美元；高等教育经济救济基金：227 亿美元，包括 200 亿美元分配给所有公立和私立非营利高等教育机构，向盈利性大学拨款 9.08 亿美元为学生提供资助；为 HBCUs、部落学院和少数民族服务机构额外拨款 17 亿美元；为如独立研究生院类的机构额外拨款 1.135 亿美元。
租赁援助	250 亿美元	针对那些受到 COVID 影响的家庭，使这些家庭将能够利用这笔援助支付逾期租金、未来租金，以及支付水电费和能源费；8 亿美元被预留给美国原住民；还包括现有的疾病控制中心驱逐令延长至 2021 年 1 月 31 日。
营养与农业	260 亿美元	130 亿美元用于将 SNAP 福利提高 15%，为食品银行和搞基营养计划提供额为的资金；为波多黎各和各领土提供 6.14 亿美元的营养援助；130 亿美元用于直接支付、购买和贷款给因大流行而遭受损失的农民和牧场主，还包括通过购买粮食、向粮食银行捐款和支持地方粮食系统来支持粮食供应链的资金。
美国邮政服务	约 100 亿美元	民主党成功地将 100 亿美元的贷款转化为美国邮政的直接贷款。
儿童保育	100 亿美元	为儿童保育部门获得了 100 亿美元的紧急资金。
网络	70 亿美元	32 亿美元用于为低收入家庭接入网络；10 亿美元的部落网络基金；2.5 亿美元的远程医疗资金和 6500 万美元用来完成网络地图

		的布局，以便政府有效地将资金分散到最需要资金的地区；向小型电信运营商提供 20 亿美元；并提供 3 亿美元的新增款计划，为农村地区的网络建设提供资金。
其他条款	——	冠状病毒救济基金延期：将冠状病毒救济基金根据《关爱法案》提供给各州和地方的资金延长一年（至 2021 年 12 月 31 日）。 延长雇员保留税抵免：扩展和扩大了在《关爱法案》中建立的可退还的雇员保留税抵免（ERTC）。 承包商工资延期：规定联邦机构有权补偿承包商在疫情大流行期间因设施关闭或其他限制而暂时无法工作的承包商的带薪休假费用。

来源：国金证券研究所

从货币政策来看，疫苗成为货币政策转向的分水岭，2021 年货币政策 Q1 大概率维持现状，Q2 开始逐步减少资产购买且购债减少的量有限。首先，Q1 在疫苗接种还未普及的情况下，即使经济出现明显回升，仍然需要防止收益率曲线过分陡峭。本年货币政策最大的亮眼则是引入了“平均通胀”，与前美联储主席沃克尔（Paul Volcker）在上世纪 80 年代通过加息抑制通胀形成鲜明对比，如今鲍威尔希望努力扭转金融危机以来长期低利率的环境。由于 20 世纪之后人口结构和技术等经济方面的根本性变化，已经将美联储的注意力转移到了过低的通胀率上。“平均通胀”概念的引入允许通胀适度地“高于 2%”，意味着美联储对通胀的忍受程度将进一步提高，进而也表明着上半年通胀的上行并不对货币政策形成约束（预计房地产持续的火热和大宗商品的复苏带动上半年美国通胀可能出现），但是若英国疫情的变异进一步发酵，进而使得美国疫情超过当局者的预期的话，那么仍有可能通过扭曲操作来压低长端利率。**其次，疫苗接种大概率能够在夏天左右普及，给市场定心丸之后，美联储才会开启缩表模式。**根据美国 CDC（Centres for Disease Control and Prevention）公布的信息表明 12 月 11 日，美国食品药品监督管理局（FDA）批准了辉瑞-生物科技 COVID-19 疫苗的紧急使用授权（EUA），根据制造商提供的数据和大型临床试验的结果，该疫苗对 16 岁及以上人群使用安全有效。目前美国第一批接种疫苗已经开展，按照预先估计的进展，估计到明年 5-6 月左右，欧美主要国家将有半数人口打过疫苗，让全球经济从明年第二季开始强力复苏，到之后美联储才有可能逐步减少资产购买，且为了消化高企债务，购债减少的幅度也不会特别大，仍然会利用前瞻性理论保持市场的稳定。但是后续仍然需要关注疫苗的有效性、不良反应和供需，若疫情的进展低于市场预期的话，美联储减少资产规模的时间点也将往后挪。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_526