

乍暖还寒

——2021 年海外宏观展望

研究结论

疫苗时代的复苏和重启，是市场当前一致性看好的 2021 年宏观经济主题。在疫苗普及的理想情形下，全球经济将在 2021 年 Q2-Q3 迎接较为强劲的复苏，生产端约束被打开，补库需求带动经济加速回暖。

但是，这种存在于市场一致预期中的复苏需要各种较为严苛的前置条件，可谓风险多多，所谓强复苏、强重启，很容易最终不像预期般亮眼。而在基数效应消逝以后，宏观更有可能重新回到一个“平庸”的时代。

疫情作为一场“宝贵”的危机，让不少人期待主要经济体能够协同步入一个大政府、大财政时代，从而解决后次贷危机时代发达经济体的诸多结构性问题。但事实是，政治周期更替不能够摆脱党派政治窠臼，国家能力偏弱，结构性改革和重大内政议程难以推进落地。最终，经济和政策周期难以从后（次贷）危机时代的循环当中逃逸。

在经济复苏、政策维持宽松的宏观大背景下，股票、大宗等具备正向经济增长弹性的资产理应被看好，但是考虑到 2021 年的经济复苏受到多方面不确定性扰动，且复苏预期已经被大幅度计入资产定价，我们认为 2021 年股票、债券、黄金的表现差距可能在 2020 年基础之上明显收敛。

● 经济复苏

能否彻底走出新冠疫情困扰，是判断 2021 年经济复苏节奏的关键，而 2021 年的疫情管理关键在于疫苗研发、接种进度。目前来看，靠疫苗接种解决疫情冲击的判断，在疫苗有效性、疫苗资源充裕程度、国民接种意愿等几方面仍然存在不确定性。

从经济复苏周期本身来看，在疫苗普及以前，疫情国家的经济复苏恐将继续受到供需失配的影响，低库存下的投资和消费潜在动能难以得到充分释放。

● 财政与货币政策变奏

财政政策上，最大规模的政策对冲已经在 2020 年完成，后续财政刺激的延续性上，美国可能在政策规模和确定性上仍然强于其他市场。受制于决策分歧和更加严格的财政纪律，欧元区在财政方面难有新的建树。

货币政策方面，宽松的政策基调不会在 2021 年逆转。我们认为美国货币政策目标将会容忍短期出现的高通胀，利率和资产购买规模都不会发生显著变化，欧洲央行则将继续勉励维持资产购买作为支撑经济复苏的主要手段。

● 通胀压力

我们认为主要经济体通胀水平容易在 2021 年出现短期高点，主要作用力仍是同比的低基数效应，高点出现在 2021 年 Q2，出现长时间的趋势性走高概率不大。

风险提示

- 疫苗研发进度和有效性难以准确预测。
- 政治政策走向存在不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2020 年 12 月 20 日

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

大选尘埃落定，拜登赢得选举人投票	2020-12-15
疫情再现小高峰	2020-12-14
警惕美国政策断档风险	2020-12-01
顺周期板块继续主导全球市场表现	2020-11-23
疫苗进程影响股债表现	2020-11-17

目 录

经济复苏	5
疫苗进度是经济复苏节奏的决定性变量	5
理想情形下全年经济复苏“低开高走”，年初压力仍大	8
财政与货币政策变奏	15
美国财政刺激的“最后一搏”	15
欧元区财政政策落地规模较小，前景受限	17
美联储价格和数量宽松工具均不会在 2021 年出现动摇	19
欧央行资产购买或继续扩张，对冲经济压力	21
通胀压力	23
货币宽松难以直接向消费价格水平传导	23
进一步的财政刺激空间有限	24
工资收入增长动能不足	26
资产展望	27
风险提示	30

图表目录

图 1: 疫情管控政策严格指数	6
图 2: 各国疫苗批准情况	7
图 3: 各国购买疫苗情况	7
图 4: 美国新冠疫苗接种计划	8
图 5: 新冠疫苗接种意愿 (8 月-10 月)	8
图 6: 美国新冠疫苗接种意愿 (8 月-11 月)	8
图 7: 2015-2020Q3 美国 GDP、增速同比与环比折年率	9
图 8: 2015-2020Q3 欧元区 GDP、增速同比与环比折年率	9
图 9: 2019 年-2020 年对个人消费支出环比增长贡献细分	10
图 10: 2020Q3 年对个人消费支出环比增长贡献细分	10
图 11: 2020Q3 美国耐用品支出带动整体消费回升	10
图 12: 财政端的转移支付: 2019 年-2020 年美国个人总收入构成与人均可支配收入	11
图 13: 今年 4 月以来, 美国名义利率接近 0, 实际利率为负	11
图 14: 美国 ABC News 消费者信心指数	11
图 15: 储蓄率向疫情前水平收敛, 总储蓄下降释放消费需求	11
图 16: 2017 年-2020 年美国住宅库存 (单位: 百万件)	12
图 17: 2019 年-2020 年美国新建住房和成屋销售同比反弹明显	12
图 18: 房地产市场日趋景气, 房价指数相应走高	12
图 19: 今年以来美国抵押贷款利率位于历史低位, 住宅库存去化	12
图 20: ISM 制造业 PMI 及各分项表现	13
图 21: 2019 年-2020 年美国制造业与批发零售业库存同比	13
图 22: 2019 年-2020 年美国制造业与批发零售业销售额	13
图 23: 近年美国国内最终消费品的供需缺口依靠贸易差额填补	13
图 24: 2016 年至今美国从中国进口的资本品	13
图 25: 2016 年至今美国从中国进口的中间品	14
图 26: 2016 年至今美国从中国进口的消费品	14
图 27: 美欧新冠每日新增确诊人数 (7 日移动平均)	14
图 28: 美欧新冠死亡率	14
图 29: 《2009 美国复兴和再投资法案》的立法流程	15
图 30: 美股指数受财政刺激的影响上行	16
图 31: 十年期美国国债收益率上行	16
图 32: 美元表现疲软	16
图 33: 黄金持续上涨	16

图 34：2010 年奥巴马-共和党税改的立法流程	17
图 35：“下一代欧盟”的用途（单位：亿欧元）	18
图 36：欧元区财政刺激力度远不及美国	18
图 37：新冠疫情后欧元区财政状况迅速恶化（政府盈余/GDP）	18
图 38：欧元区成员国债务规模占 GDP 比重（%）	19
图 39：通胀目标制与价格目标制的对比	20
图 40：美联储资产负债表资产端各类资产（百万美元）	21
图 41：美国公众持有的联邦债务占 GDP 的比重（%）	21
图 42：欧元区三大利率已经没有下降空间	22
图 43：欧元区 HCPI 和核心 HCPI 指数处于低位	22
图 44：欧央行的资产大幅扩张（单位：百万欧元）	22
图 45：美联储货币大幅扩张	23
图 46：美国流通中的基础货币同比增速、CPI 同比及超额存款准备金	23
图 47：美国居民部门收入及构成	26
图 48：2015 年至今美国全行业雇佣成本指数同比变化	26
图 49：2018 年至今美国 CPI 与核心 PCE 同比变化	26
图 50：2020 年各类资产表现（截至 2020 年 12 月 17 日 11:59 p.m.）	28
图 51：2020 年标普 500 股指、上证指数、欧元区斯托克指数以及 MSCI 新兴市场指数	29
图 52：2020 年贵金属期货价格	29
图 53：2020 年原油期货价格	29
图 54：2020 年主要国家十年期国债收益率	29
图 55：2000 年-2020 年美元指数与联邦公共债务占 GDP 比重	30
图 56：1971 年-2019 年美元指数与联邦赤字占 GDP 比重	30

疫苗时代的复苏和重启，是市场当前一致性看好的 2021 年宏观经济主题。在疫苗普及的理想情形下，全球经济将在 2021 年 Q2-Q3 迎接较为强劲的复苏，生产端约束被打开，补库需求带动经济加速回暖。

但是，这种存在于市场一致预期中的复苏需要各种较为严苛的前置条件，可谓风险多多，所谓强复苏、强重启，很容易最终不像预期般亮眼。而在基数效应消逝以后，宏观更有可能重新回到一个“平庸”的时代。

疫情作为一场“宝贵”的危机，让不少人期待主要经济体能够协同步入一个大政府、大财政时代，从而解决后次贷危机时代发达经济体的诸多结构性问题。但事实是，政治周期更替不能够摆脱党派政治窠臼，国家能力偏弱，结构性改革和重大内政议程难以推进落地。最终，经济和政策周期难以从后（次贷）危机时代的循环当中逃逸。

在经济复苏、政策维持宽松的宏观大背景下，股票、大宗等具备正向经济增长弹性的资产理应被看好，但是考虑到 2021 年的经济复苏受到多方面不确定性扰动，且复苏预期已经被大幅度计入资产定价，我们认为 2021 年股票、债券、黄金的表现差距可能在 2020 年基础之上明显收敛。

经济复苏

能否彻底走出新冠疫情困扰，是判断 2021 年经济复苏节奏的关键，而 2021 年的疫情管理关键在于疫苗研发、接种进度。目前来看，靠疫苗接种解决疫情冲击的判断，在疫苗有效性、疫苗资源充裕程度、国民接种意愿等几方面仍然存在不确定性。在疫苗竞赛的路径上，英国占优，欧盟国家和美国随后，广大新兴市场国家则可能仍然需要在没有疫苗的情况下较为长期地面对疫情。

从经济复苏周期本身来看，在疫苗普及以前，疫情国家的经济复苏恐将继续受到供需失配的影响，低库存下的投资和消费潜在动能难以得到充分释放。

疫苗进度是经济复苏节奏的决定性变量

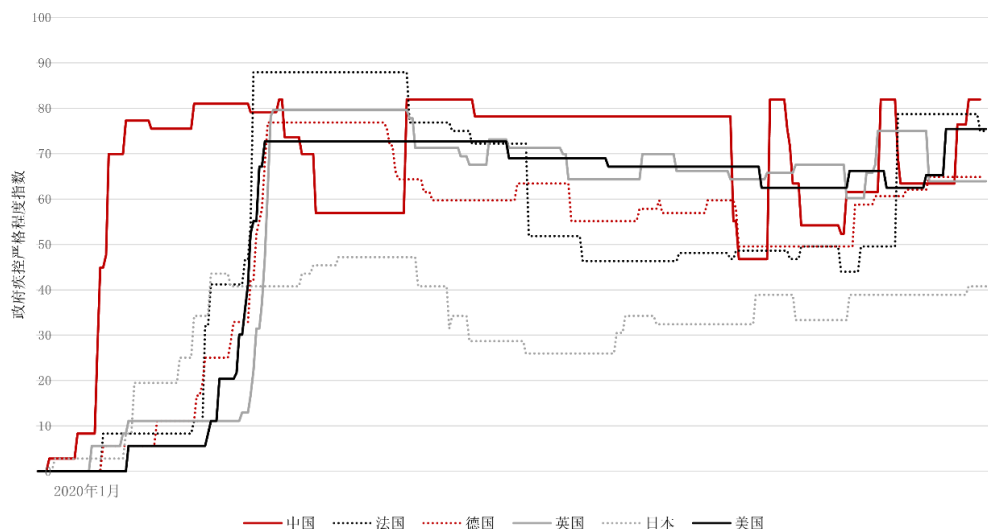
疫苗研发和接种进展，是 2021 年经济复苏节奏的决定性变量。只有在疫苗如计划节奏普及的情形下，经济复苏的节奏和幅度才有可能达到市场目前的期待。

当前，欧美目前仍然采取较为严格的疫情管控政策，对经济活动有显著负面影响，也难以在长期当中维持。

各国疫情防控

疫情以来，中国率先采取了严格的管理措施，在疫情得到较好控制后，逐渐降低政策严格程度。而其他主要经济体较晚开始采取管控措施，政策严格程度随疫情严重程度而调整。在四月左右出现疫情高点时，各国加强了管控力度，但是随着死亡病例减少，管控力度也逐渐下降。但是从十月以来，疫情再次进入高发季，美国、英国、法国等国纷纷再次加强政府管理力度，并维持至今。

图 1：疫情管控政策严格指数



资料来源：牛津 COVID-19 政府反应跟踪系统 (OxCGRT)，东方证券研究所

应对新冠疫情的两种方式，包括政府管控人员流动、减少传播，以及通过接种疫苗获得免疫。2020 年各国主要在第一种路径上比拼疫情和经济管理的效果，而在年底疫苗研发出现实质性进展后，2021 年主要期待在第二种路径上彻底摆脱疫情对经济、社会的负面影响。

在疫苗对于疫情阻断的作用上，主要需要考虑疫苗的有效性、疫苗审批流程、生产和交付的速度与规模，以及人群接种意愿等。

疫苗研发和有效性

目前全球共有 52 家公司的疫苗进入临床实验阶段。其中 32 家公司处于第一阶段，23 家公司处于 1/2 实验阶段，11 家公司处于第二阶段，13 家公司处于第三阶段，6 家公司得到早期批准。全球范围比较来看，美国和中国在疫苗研发方面相对领先。美国有 4 家公司的疫苗进入三期实验，其中两种疫苗已报多国审批。中国有 5 家机构研发的疫苗进入三期实验，还有部分疫苗获得了早期批准。而其他国家则进展较慢，英、德、俄各有一种疫苗进入三期实验，日本仅一款进入二期实验阶段，大部分还没有开始临床试验。

大部分流行病学专家都认为疫苗是一种有效的控制方法，但是实际效果仍然要等待实际接种后检测。目前，Moderna 表示其研发的疫苗能在接种 119 天后仍提供高水平抗体，这种能够维持一季免疫的疫苗已经属于比较理想的情况。

疫苗审批进度与接种计划

由于大部分国家都与主要的疫苗研发公司签订了预购协议，一旦有疫苗通过实验，则可以报送各国审批，在全球范围提供。

疫苗获得批准、生产和交付的速度很大程度取决于各国政府。疫苗得到各国卫生部门批准后，可以根据国内的接种计划开始逐步接种。从全球主要国家来看，目前进展最快的是英国，其次是美国、欧盟国家。

图 2：各国疫苗批准情况

美国	2020年12月10日可能批复辉瑞疫苗	最快12月14日当周开始推广接种	12月19日辉瑞交付640万剂/300万人份疫苗
英国	12月3日批准辉瑞疫苗	12月7日开始接种	
欧盟	2020年12月29日批复辉瑞疫苗	2021年1月批复Moderna疫苗	欧盟成员国卫生部门单独批复 德国、西班牙、爱尔兰等国预计从2021年1月开始分发疫苗 2021年上半年有5-6种疫苗上市
日本	2021年上半年获得阿斯利康疫苗		

资料来源：新闻整理，东方证券研究所

图 3：各国购买疫苗情况

	购买记录	
美国	2020年7月已向辉瑞和Moderna购买1亿剂，还可另外购买5亿剂	2剂/人
英国	已向6家疫苗研发公司签发订单，数量合计达到3.4亿剂	5剂/人
欧盟	欧盟代表成员国购买疫苗；2020年11月签订预购合同购买3亿剂辉瑞疫苗	<1剂/人
日本	辉瑞在2021年6月末前提供1.2亿剂，阿斯利康在2021年末前提供1.2亿剂	近2剂/人

资料来源：新闻整理，东方证券研究所

预期的疫苗接种覆盖范围和节奏

根据流行病学研究，广泛接种疫苗才有可能实现群体免疫，而这一阈值在 80%左右。实现这一目标难度较大，首先需要各国的疫苗储备充足，其次需要时间。

目前疫苗储备比较充足的国家主要是美国和英国，新兴市场国家则疫苗储备不足，预计至少到 2021 年第二季度可以开始大规模应用。同时，值得注意的是，目前各国的订单数量已高于明年疫苗的产能，预购新冠疫苗不等于按计划的大规模提供。

另一方面，接种本身也需要耗费相当的时间。各国发布的接种计划都将分阶段进行。按照美国的接种计划，预计到 2021 年第二季度末，大部分美国人可以接种完毕。英国从 2020 年 12 月开始接种，预计到 2021 年春天疫情好转，在夏季得到控制。

因此，整体来看，2021 年 1 季度末至 2 季度初，可能是全球主要疫情国家完成疫苗在一定人群规模覆盖的时间节点，相关防疫和隔离政策可能同步实现有效松绑，继而在 2 季度末的时间节点上，实现群体免疫要求的疫苗覆盖人群阈值，新冠疫情的风险才得以彻底解除。

图 4：美国新冠疫苗接种计划

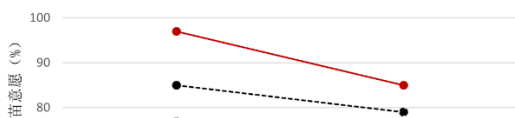
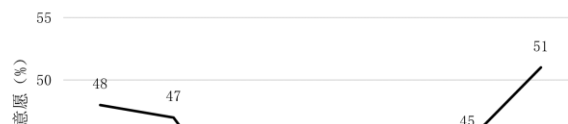
第一阶段（4500万人） 1-3月	第二阶段（1.5亿人） 4月
1a ✓ 高风险医护人员 ✓ 急救人员	✓ 1种并发症患者 ✓ 其他65岁以上人员 ✓ K-12教师
1b ✓ 2+ 种并发症患者 ✓ 65岁以上，在人流密集场所活动人员	✓ 关键行业工作人员（食品/运输/物流等） ✓ 监狱服刑人员、监狱工作人员 ✓ 流浪人员、救助站工作人员
第三阶段（1.4亿人） 5-6月	第四阶段（3300万人） 5-6月
✓ 儿童 ✓ 18-30岁青壮年 ✓ 重要行业工作人员（大学/工厂/酒店等）	✓ 其他美国居民

数据来源：National Association of Medicine，东方证券研究所

疫苗接种意愿

如果各国没有强制居民接种新冠疫苗(参考新生儿疫苗等)的政策,疫苗犹豫(vaccine hesitancy)则会成为另一项影响接种范围的因素。很多国家都存在接种疫苗争议,即基于疫苗安全性、个人自由、宗教等各种考虑而拒绝接种疫苗。新冠疫苗刚刚问世,调查显示多国国民对疫苗的信心不足,因此即使新冠疫苗流通,人们也不会立刻接种。

从民意调查的结果来看,中国、日本对疫苗的信心高于世界平均水平,而德国和英国也达到70%。美国 and 法国则是世界主要经济体中对新冠疫苗抵抗最强的两国,而法国素来存在疫苗犹豫的问题。从8月到10月,全球范围内,人们对新冠疫苗的接种意愿持下降趋势。从美国数据来看,虽然10月以来,人们对新冠疫苗的信心又再次回升,但接种意愿也盘踞在50%左右。总体而言,愿意立刻接种新冠疫苗的人比较有限,疫苗接种政策将很大程度影响疫苗普及效果。

图 5：新冠疫苗接种意愿（8月-10月）

图 6：美国新冠疫苗接种意愿（8月-11月）


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_675

