



“疫苗复苏”与“拜登新政”带来全球戴维斯双击 ——海外资本市场 2021 年展望

■ **“疫苗复苏”与“拜登新政”：**疫苗的问世将极大改变市场对于未来经济复苏节奏的预期，强化全球复苏格局，美联储等主要央行超常规货币政策提前退出的预期也将上升；拜登新政向“凯恩斯主义”靠拢，预计能够为市场带来更为可观的财政刺激包，引导美国经济更快地走出“新冠衰退”的泥沼，并强化明年经济的复苏格局。综合来说，全球资本市场，尤其是海外市场在明年将面临拜登入主白宫以及疫苗问世所带来的“戴维斯双击”，交易主线预计将继续沿着复苏的顺周期逻辑演绎。

■ **美债：长端利率推高，短端利率稳定：**美国经济的复苏逻辑、通胀预期的重建在 2021 年预计将会继续，美债长端利率的中枢相较今年将有所提升。美债 10 年期利率在 2021 年的中枢预计为 1%-1.1% 左右，交易区间或在 0.7%-1.5% 之间；美元融资则需要关注不同基准之间的分化。

■ **黄金：华丽转身，机会来自预期差：**考虑到疫苗最终能够得以广泛性使用几乎属于确定性事件，黄金的强势逻辑遭到挑战，建议降低黄金在明年的配置比例，投资者也可以考虑以保值策略作为主要思路，例如配置保值看涨金等。但是，如果出现预期差事件，例如疫苗接种效果、接种率不及预期，美联储继续维持超额宽松的必要性上升，金价也将存在预期修正的上涨机会。

■ **美股：高位续命模式有望延续：**海外权益市场确定性加强，美股“高位续命”模式有望延续。可关注航空、酒店、文娱等此前受疫情冲击较大的行业。此外，市场从科技股转向周期股的过程中，科技长期来看仍具战略配置价值，投资者亦可关注短期科技估值调整所产生的左侧机会。

■ **人民币：升值空间有限：**美元方面，我们预计弱美元的形态仍会延续，但持续时间会比较有限。想要定义美元已经进入新一轮的、持续数年的熊市周期，目前来看理由仍不充分；人民币方面，整体走势预计仍然偏强，节奏上将呈现先升后贬的形态，2021 年美元兑人民币汇率的中枢水平预计为 6.6，波动区间为 6.3-6.9；人民币远期贴水或将先升后落。

■ **风险提示：**拜登新政的“凯恩斯主义”不及预期、疫苗进展不及预期。

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-83167787

✉：liudongliang@cmbchina.com

目录

一、戴维斯双击：“疫苗复苏”与“拜登新政”	1
（一）疫苗复苏：疫情的分水岭	1
（二）拜登新政：美国大政府回归	2
二、大类资产配置：风偏上移，静待春光	4
（一）美债：长端利率推高，短端利率稳定	4
1. 美债长端利率中枢上移	4
2. 美元融资需关注不同基准之间的分化	4
（二）黄金：华丽转身，机会来自预期差	5
（三）美股：高位续命模式有望延续	6
（四）人民币：升值空间有限	7
1. 美元或将维持弱势	7
2. 人民币即期汇率料以双向波动为主	8
3. 人民币远期贴水将先升后落	9
三、风险提示	10

图目录

图 1: 全球已确认疫苗购买量达到 73 亿, 另外 25 亿剂正在谈判中 (数据截止 12 月 4 日)	1
图 2: 疫苗的问世将加速全球复苏.....	2
图 3: 疫苗或拉动明年美欧经济增速 2-3 个百分点.....	2
图 4: 拜登入主白宫对财政赤字的影响预测.....	4
图 5: 拜登入主白宫对经济的影响预测.....	4
图 6: Libor 围绕联邦基金目标利率窄幅波动, 波动风险不大; 但美债中期利率预计将出现中枢性上移.....	5
图 7: 美债实际利率或将从深度负值逐渐修复.....	6
图 8: 美国 M2 增速将逐步回落.....	6
图 9: 2020 年以来美股上行主要依靠估值拔升, 盈利持续疲弱	7
图 10: 美股盈利表现疲弱.....	7
图 11: 美国双赤字规模今明两年偏高.....	8
图 12: IMF 预测 2021 欧元区 GDP 增长率更高	8
图 13: 人民币汇率预测模型.....	9
图 14: 中美利差走阔, 推动人民币远期贴水走高.....	10
图 15: 人民币与美元流动性边际分化, 人民币远期贴水走高.....	10

表目录

表 1: 拜登的政策主张	3
--------------------	---



随着新冠衰退的阴霾逐渐褪去，明年的全球经济或将落入到共振复苏的象限当中。对于全球资本市场来说，尤其是海外市场，将面临拜登入主白宫以及疫苗问世所带来的“戴维斯双击”——经济修复速度加快、市场风险偏好升温。

一、戴维斯双击：“疫苗复苏”与“拜登新政”

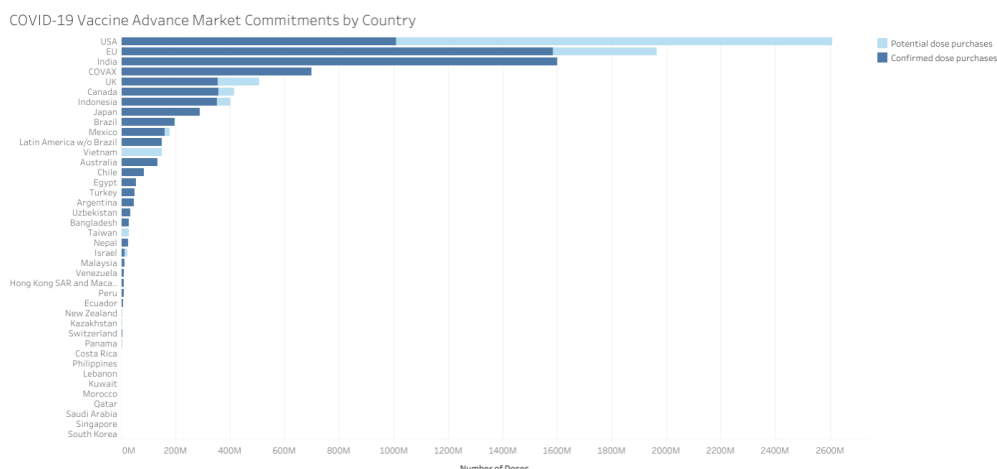
（一）疫苗复苏：疫情的分水岭

新冠疫情的“全球大流行”（Global Pandemic）已近一年，虽然疫情的蔓延并未得到有效遏制，但疫苗却在年底实现了突破性进展，预计能够为明年的经济带来曙光并强化全球复苏预期。

截止 12 月 2 日，世界卫生组织的数据显示全球共有 51 款疫苗进入临床阶段，11 款进入临床 3 期。其中，辉瑞（Pfizer）/ 拜恩泰科（BioNTech）、莫德纳（Moderna）、牛津大学（University of Oxford）/ 阿斯利康（AstraZeneca）疫苗的临床 3 期中期数据显示其有效性分别达到 95%、94.5% 和 70% 的水平，远高于美国食品药品监督管理局（FDA）所要求的 50% 的有效性，也远高于市场的预期。目前，英国、FDA 已经批准了辉瑞疫苗（其中英国已经开始投入了使用），Moderna 也已向 FDA 提交了紧急使用授权（EUA）申请，预计年底就可以大规模投向市场。

从产能端来看，截止今年年底，辉瑞、Moderna 分别可以提供 5000 万、2000 万剂疫苗。到 2021 年底，辉瑞和 Moderna 的整体产能将达到 18-23 亿剂次，可以覆盖 9-11.5 亿人，基本上可以实现发达国家的全覆盖。此外，阿斯利康的 2021 年产能预计将达到 30 亿剂，全球预计将超过 100 亿剂，理论上明年年底或将基本实现全民免疫。此外，若采取高危人群优先注射以及部分必要的防疫措施，到明年年中疫情大概率将基本可控。

图 1：全球已确认疫苗购买量达到 73 亿，另外 25 亿剂正在谈判中（数据截止 12 月 4 日）



资料来源：Duke Global Health Innovation Center、招商银行研究院

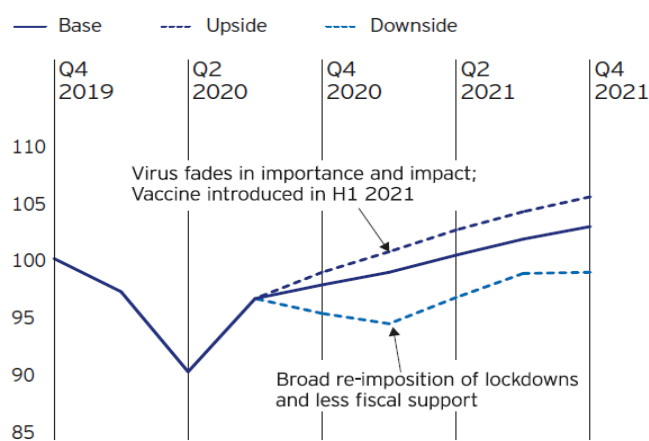


从预订量来看，全球目前已确认的疫苗购买量就已经达到了 73 亿剂，另外有 25 亿剂仍在谈判当中。其中，欧美英加日等发达国家预定量领先全球，一旦该疫苗投入使用且有效性达到预期，可能极大的缓解欧美发达国家的疫情，从而成为疫情的分水岭。

对于海外经济来说，随着疫苗的问世，主要发达经济体执行大规模封锁措施的必要性和力度将逐渐下降，经济受疫情冲击的力度趋于弱化。同时，疫苗也将极大改变市场对于未来经济复苏节奏的预期，强化全球复苏格局，或有望为美欧经济带来额外 2-3 个百分点的增速贡献。

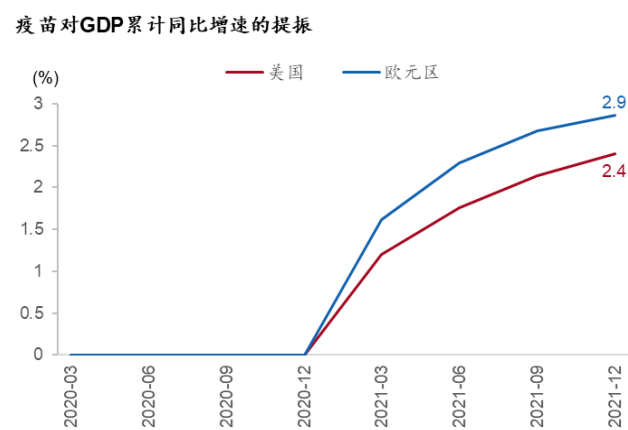
对于政策演变来说，随着疫苗的问世，美联储等主要央行超常规货币政策提前退出的预期将会上升，市场也将产生货币政策边际收紧的预期。但需要注意的是，政策的演变往往滞后于市场，美国经济刚刚走出“新冠衰退”的泥沼，美联储实质性的流动性收紧（加息）大概率不会出现，未来货币政策的边际变化主要集中在购债方案上，例如缩小 QE 规模、或是采取类似 2012-2014 年的“扭曲操作（Operation Twist）”等。

图 2：疫苗的问世将加速全球复苏



资料来源：Invesco、招商银行研究院

图 3：疫苗或拉动明年美欧经济增速 2-3 个百分点



资料来源：招商银行研究院

综合来说，全球资本市场，尤其是海外市场在明年将面临拜登入主白宫以及疫苗问世所带来的“戴维斯双击”，交易主线预计将继续沿着复苏的顺周期逻辑演绎。

（二）拜登新政：美国大政府回归

美国大选基本尘埃落定，拜登以 306 票选举团票获选第 46 任美国总统，美国政治生态预计将逐渐向“大政府”回归，其所主张的对内、对外政策将对美国经济运行以及全球外交产生一定影响。

在对内政策方面，无论是拜登，还是其背后所代表的民主党均更加倚重通过扩大财政支出来刺激经济增长，这也将加速美国经济的复苏步伐。在具体政策上，拜登主张加大基础设施建设、推行绿色新政（Green New Deal）以及增加投资“美国制造”的公司和产品等；在投资规模上，拜登将投资近 1.3 万



亿美元用于基础设施建设、2万亿美元用于在 2050 年前实现 100%的清洁能源经济、4000 亿美元用于采购“美国制造”的商品和服务等；在疫情救助上，民主党主张 2.2 万亿美元的英雄法案（Heroes Act），相比共和党提出的 1 万亿治愈法案（Heals Act），也显得更加“慷慨”。

表 1：拜登的政策主张

领域	具体主张
制造业回流	加大投资“美国制造”的公司和产品：投资 4000 亿美元用于采购“美国制造”的商品和服务，3000 亿美元用于美国技术研发，如电动汽车、5G、轻质材料、人工智能等
基础设施建设	加大基础设施建设。投资近 1.3 万亿美元用于基础设施建设。未来 5 年将投资 50 亿美元用于电动汽车电池技术，未来 10 年将投资 4000 亿美元用于清洁能源研究和创新，100 亿美元用于贫穷地区的交通项目
清洁能源	推行绿色新政（Green New Deal）。投入 2 万亿美元用于在 2050 年前实现 100%的清洁能源经济
税收	提高年收入在 40 万以上的人群和企业税收。包括企业所得税（21%升至 28%）、海外子公司所得税（10.5%升至 21%）、个人所得税（最高档：37%升至 39.6%）、长期资本利得税
疫情救助	2.2 万亿美元英雄法案“Heroes Act”（民主党主张）
外交	修复盟友关系，坚持多边主义
对华政策	对中国以及其他尝试通过不正当手段削弱美国制造业的国家将采取“强硬措施”；民主党非“重商主义”，支持自由贸易

资料来源：拜登竞选网站、招商银行研究院

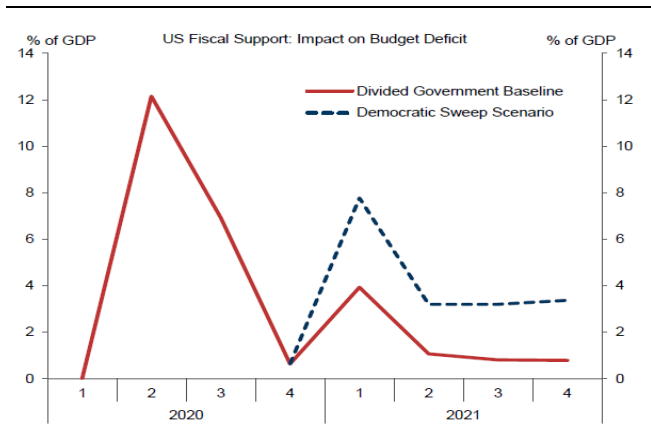
虽然拜登主张提高年收入在 40 万以上的个人和企业的税率来增加税收，但财政政策作为逆周期调节项往往需要和经济运行周期挂钩。在美国经济尚未恢复到潜在增长水平之前，预计拜登所主张的加税政策很难在短期内落地。

在对华政策方面，近年来遏制中国是美国两党共识，存在广泛的民意基础，因此，无论是谁入主白宫，中美的竞争格局或都难以避免，预计拜登仍将在贸易、制造业、科技、地缘政治、人权等问题上对华施压。但是，拜登作为传统政客，其政策框架可预测性更强，中美有望实现更加理性的对话。同时，拜登支持自由贸易，其在单边关税的态度上预计相较特朗普会有所缓和，中美在贸易问题上的斡旋空间也将会更大。

总的来说，拜登新政向“凯恩斯主义”靠拢，预计能够为市场带来更为可观的财政刺激包，引导美国经济更快地走出“新冠衰退”的泥沼，并强化明年经济的复苏格局。另外，无论是在分裂国会（共和党执掌参议院，民主党执掌众议院）、还是统一国会（民主党横扫两院）的背景下，预计均能够给明年的经济增长带来正贡献，只不过后者在带来更加强劲的经济增长速度的同时，也将加重美国面临的政府债务化问题。

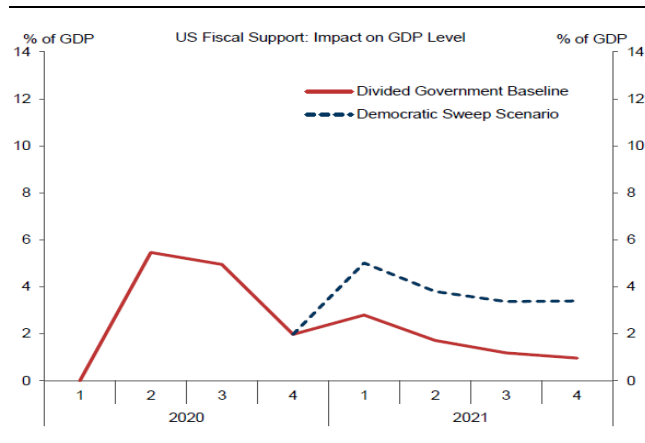


图 4：拜登入主白宫对财政赤字的影响预测



资料来源：Goldman Sachs Global Investment Research、招商银行研究院

图 5：拜登入主白宫对经济的影响预测



资料来源：Goldman Sachs Global Investment Research、招商银行研究院

二、大类资产配置：风偏上移，静待春光

（一）美债：长端利率推高，短端利率稳定

1. 美债长端利率中枢上移

美国经济的复苏逻辑、通胀预期的重建在 2021 年预计将会继续，美债长端利率的中枢相较今年将有所提升。美债 10 年期利率在 2021 年的中枢预计为 1%-1.1% 左右，交易区间或在 0.7%-1.5% 之间。

从节奏上看，在基数效应的影响下，美国的经济增长、通胀“爬坑”将于明年 Q2 见到阶段性顶点，随后逐渐回落。美债利率作为经济-通胀的映射，明年上半年预计将以缓步上行为主。但是，考虑到美联储推行的平均通胀目标制（Average-inflation Targeting）提高了对于通胀的容忍度，长端利率波动幅度或相对有限。

对于下半年来说，我们需要关注疫苗对经济以及货币政策的附加影响。根据我们的测算，疫苗对经济的提振将从 Q1-Q2 逐渐显现，并于 Q3-Q4 达到最大化，届时无论是经济的复苏、还是超常规货币政策提前退出的预期都将明显上升。因此，尽管下半年美国经济由于基数效应出现同比走弱，但预计美债利率也仍能够维持在相对高位。

2. 美元融资需关注不同基准之间的分化

为对冲新冠疫情对经济带来的剧烈冲击，美联储在今年年初推行了零利率以及无限量 QE 政策，境外美元融资成本整体维持低位。对于明年来说，美元融资则需要关注不同基准之间的分化。

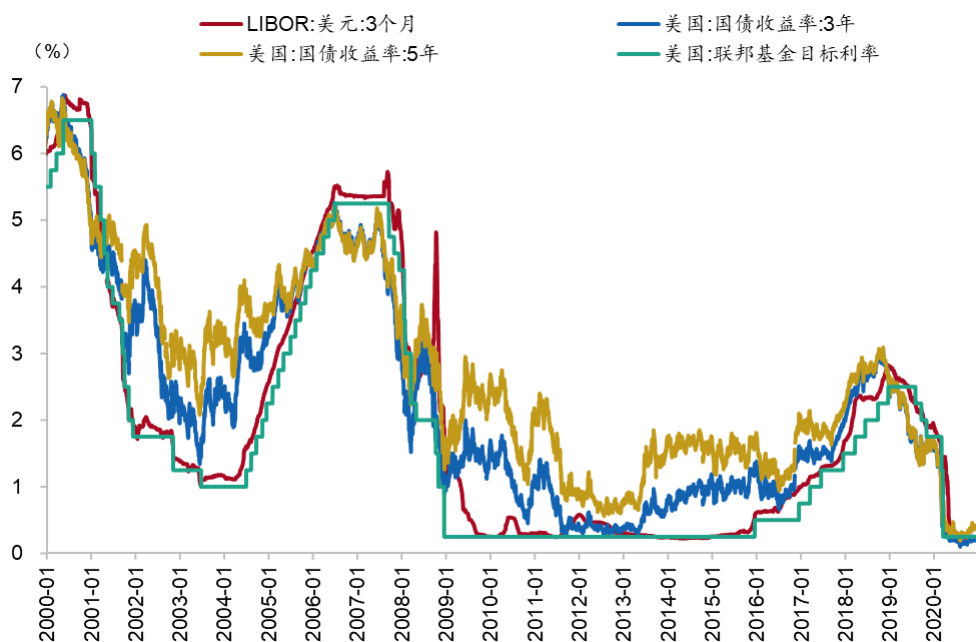
由于 Libor 基本围绕着联邦基金目标利率窄幅波动，在美国经济恢复到疫前水平之前，基本的流动性支持仍然必要，美联储立即重返加息通道的概率不



大，因此 Libor 利率的波动风险预计比较有限，以 Libor 作为定价基准的美元融资仍具备低成本优势。

但是对于中资美元债来说，近几年的久期分布以 3-5 年期为主，其定价基准所挂钩的 3-5 年期美债利率预计会在明年出现中枢性的上移。因此，对于以美债作为定价基准的美元融资来说，其低成本窗口将逐渐收窄，建议有融资需求的企业实体尽早抓住融资机会。

图 6: Libor 围绕联邦基金目标利率窄幅波动，波动风险不大；但美债中期利率预计将出现中枢性上移



资料来源：Wind、招商银行研究院

(二) 黄金：华丽转身，机会来自预期差

对于黄金来说，2021 年的金价走势预计将在“经济弱复苏+美联储超常规

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_817

