

淬火后未必重生

——2021年海外宏观经济展望

报告摘要：

新冠疫情带来了二战以来全球经济最深度的衰退，今年全球任何国家都没能避免衰退的困境。二季度之后各国经济的迅速反弹也激起了市场对于经济“V”型复苏的期待，但我们认为除去基数因素后，多数经济体明年实际反弹力度可能有限，经济修复的最快时段已经过去。全球经济复苏将是根号型而非“V”型，淬火后未必重生。

我们认为未来美国长期通胀中枢有望抬升。巨额的财政刺激解决了货币滞留在金融体系“花不出去”的问题，去全球化趋势缓解了新兴市场对美国通胀的抑制作用，疫情后生产端受到的冲击决定了本次危机不同于互联网泡沫和金融危机，更类似战时及石油危机时期的情况，对经济的长期压力更可能是“滞胀”而非通缩。

我们认为在较长时间内无需担忧货币政策过快收紧。总体来看，在疫情反复爆发的不确定性影响下，全球央行不可能在短期内退出宽松的货币政策，明年全球的金融环境只可能更加宽松，而不会发生逆转。美国新一轮财政刺激可能迟到但不会缺席。明年美国财政政策仍有望加码，基建等领域的计划值得期待。

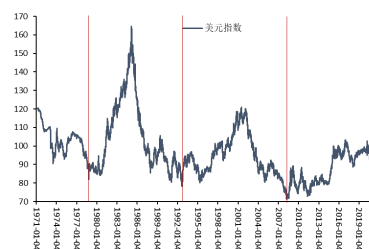
长期来看美元处于贬值周期，可能还有3-4年的下行期。美国经济本就处于下行通道，疫情改变了路径，但不改变趋势。美国通胀中枢的抬升将削弱美元。美元指数与美国通胀水平呈现明显反向关系。疫情后美国“双赤字”规模骤然加大，大幅增加美元供给、削弱美元信用。美元债利率相对于欧日英加的优势也大幅缩窄。这些因素都促使美元继续贬值。而人民币已经进入长期升值区间，在明年将继续走强。

美国大选是今年全球政治的焦点。我们认为拜登暂时领先但非压倒性优势，两院中也是民主党风头更胜一筹。拜登主张大规模财政刺激及给富人和大企业增税，将利空美元利好黄金，美股长期偏弱。特朗普主张小规模财政刺激及继续减税，将利好美股，黄金相对稍弱。如果两党对竞选结果起争议而进入混乱局面，大多数资产都将下跌，美元指数和黄金可能有相对收益。

风险提示：

- 1.全球疫情长期存在或疫苗不能及时推出。
- 2.美联储货币政策意外收紧。
- 3.美国大选结果出现争议。

相关数据



相关报告

《一切通胀仍是货币现象——致美国终将到来的通胀》

20201014

《央行调整外汇风险准备金率会产生短期影响但难改人民币中长期升值趋势——海外宏观周度观察（2020年第41周）》

20201012

《欧洲二次疫情爆发有何影响》

20200926

《美国失业率快速下行但永久性失业不断上升——海外宏观周度观察（2020年第36周）》

20200906

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1. 疫情对全球经济的冲击正在由短期转向长期	5
1.1. 美国经济复苏明显放缓	5
1.1.1. 疫情控制情况远不及市场预期	5
1.1.2. 就业市场仍处于泥潭之中	8
1.1.3. 美国经济的供给侧受到相对更大的冲击	9
1.1.4. 房地产行业将起到一定托底作用	11
1.2. 其它经济体与美国状况类似	13
2. 美国长期通胀中枢将抬升，但明年压力不大	15
2.1. 长期通胀中枢会抬升的几大理由	15
2.1.1. 货币政策与财政政策协同作用推动货币流入实体经济	15
2.1.2. 去全球化进程减弱国际贸易对美国通胀的压制	17
2.1.3. 疫情后供给端受到的冲击大于需求端	18
2.2. 中期通胀压力不大	19
2.3. 市场对通胀问题的几大疑虑	20
2.3.1. 贫富差距问题	20
2.3.2. 本轮财政刺激对需求的托底是否具备持续性	21
3. 货币与财政刺激政策不会在短期内退出	22
3.1. 全球货币政策在较长时间内不会转向收紧	22
3.2. 美国财政政策可能迟到但不会缺席	24
4. 美元进入贬值周期，人民币处于升值趋势	24
4.1. 美元短期可能有扰动，长期为贬值趋势	24
4.2. 人民币具备长期升值基础	29
5. 美国大选及资产配置建议	32
5.1. 民主党占据选情上的优势	32
5.1.1. 拜登暂时领先但非压倒性优势	32
5.1.2. 两院选情民主党占优	39
5.2. 大选结果的影响及资产配置建议	39

5.2.1. 大选结果的政策组合.....	39
5.2.2. 几种情景下的资产配置组合.....	41

图表目录

图 1: 美国新增病例及死亡病例	5
图 2: 牛津大学新冠疫情政府响应严厉指数.....	5
图 3: 美国民众对新冠疫苗的接受程度在下降	7
图 4: 美国失业率快速下降	8
图 5: 但永久性失业率仍在加速上升	8
图 6: 三次危机后永久性失业率上升幅度对比	8
图 7: 美国 20 个州尚未复工复产.....	9
图 8: 美国呈现“生产弱、需求强”的特点	9
图 9: 中国呈现“生产强、需求弱”的特点	9
图 10: 美国产能缺口推升贸易逆差	10
图 11: 服务业就业受到冲击更大.....	11
图 12: 美国住房市场景气度达到历史最高.....	11
图 13: 房屋销售迅速攀升	11
图 14: 长期贷款利率下行刺激房市	12
图 15: 美国居民部门仍有加杠杆空间.....	12
图 16: 新房库存短缺.....	12
图 17: 成屋库存降至低位	12
图 18: 美国房市景气度与房地产业增加值高度相关.....	13
图 19: 欧洲疫情大规模二次爆发.....	13
图 20: 日本疫情反复	13
图 21: 欧元区历次危机后失业率上升幅度.....	14
图 22: 日本 PMI 指数尚未会到荣枯线以上	14
图 23: 金砖四国受疫情冲击极大.....	14
图 24: 近几十年来通胀中枢逐步下移.....	15
图 25: 美联储急剧扩表仍未能引发通胀	15
图 26: 大量货币以准备金形式滞留在美联储账上	16
图 27: 美国财政赤字率接近战时水平.....	16
图 28: 本轮财政刺激后美国 M2 同比飙升	17
图 29: 中国商品进入美国市场压低商品通胀	17
图 30: 贸易开放指数出现扭转	18
图 31: 中美贸易战开始以来关税水平飙升.....	18
图 32: 除油价扰动外美国住宅建造支出与 PPI 走势相关性较强.....	19
图 33: 美国政策刺激传导至通胀会有时滞.....	19
图 34: 贫富差距与通胀具备长期相关性但短期经常偏离.....	20
图 35: 增税将抑制贫富差距.....	21
图 36: 美国基建投入较低.....	22
图 37: 美国政府债务率与利率呈反向关系.....	23
图 38: 今年美元指数剧烈波动.....	25

图 39: 美元每轮周期大概 15 年左右	26
图 40: 疫情前美国经济就处于下行通道	26
图 41: 美元指数与美国通胀呈反向关系	27
图 42: 美国财政赤字率与美元指数相关性很强	28
图 43: 美国贸易逆差大幅增加	28
图 44: 美元债的利率优势大幅下降	28
图 45: 人民币进入升值周期	29
图 46: 中国经济具备很强的相对优势	30
图 47: 中美利差达到历史高点	31
图 48: 中国贸易顺差大幅扩张	31
图 49: RCP 民调拜登领先特朗普	32
图 50: FTE 民调拜登领先特朗普	32
图 51: 2020 年大选特朗普与拜登民调差值	33
图 52: 2016 年大选特朗普与希拉里民调差值	33
图 53: Economist 民调显示拜登选举人票领先	33
图 54: RCP 民调显示拜登选举人票领先	33
图 55: 270ToWin 民调显示中间选票正逐渐向拜登倾斜	34
图 56: 拜登赔率领先	35
图 57: 特朗普工作支持率低于连任分水岭	36
图 58: 特朗普工作支持率低于连任分水岭	36
图 59: 选民邮寄投票意愿降低	37
图 60: 现场投票各党派民调	37
图 61: 邮寄投票各党派民调	37
图 62: 众议院选情	39
图 63: 参议院选情	39
表 1: 各个国家疫苗研究情况	6
表 2: 重要摇摆州双方对比	34
表 3: 两党主要政见比较	41
表 4: 六种情景的影响	41

1. 疫情对全球经济的冲击正在由短期转向长期

新冠疫情带来了二战以来全球经济最深度的衰退，今年全球任何国家都没能避免衰退的困境。疫情初次爆发之时，各国的大封锁策略使得经济活动降至冰点。由于疫情的错位，中国经济于一季度触底，海外大多数国家经济于二季度触底。二季度之后随着各国防控措施的逐步放宽，经济迅速超预期反弹。

各国经济的迅速反弹也激起了市场对于经济“V”型复苏的期待，全球股市强力反弹并纷纷创出新高。但我们认为除去基数因素后，多数经济体明年实际反弹力度可能有限，经济修复的最快时段已经过去。

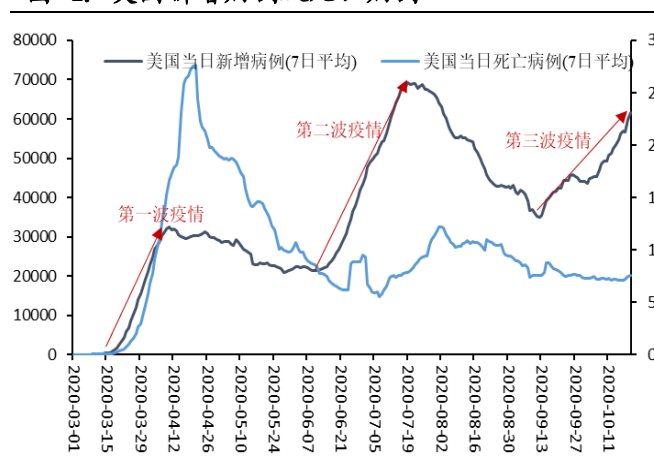
1.1. 美国经济复苏明显放缓

1.1.1. 疫情控制情况远不及市场预期

美国疫情于4月初到达第一波高点，此时封锁力度也最为严格。随后封城力度减弱，经济逐步重启。但复工复产尚未完全，疫情在6月即出现二次爆发，且新增感染人数显著高于第一波疫情，美国经济重启进程也因此停滞。在第二波疫情逐步见顶回落后，美国经济活动恢复，市场预期转好。但9月份后由于开学季来临等因素，又爆发了第三波疫情，目前第三波疫情正处于加速上行的趋势，逼近第二波高点。

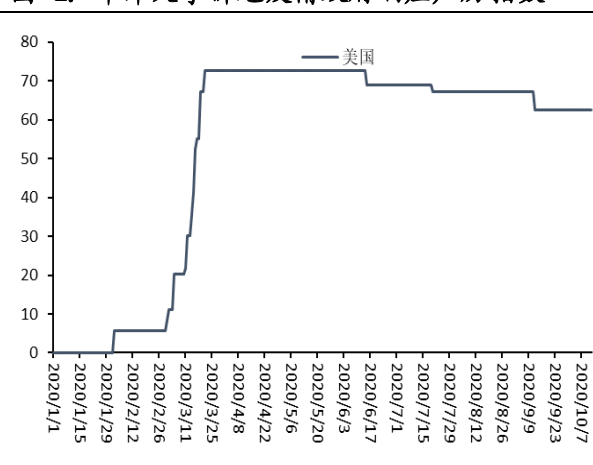
反复爆发且中枢向上提升的疫情状况打破了第一波疫情之后市场对于疫情可以在强力封锁后得到控制、经济可以顺利重启的期望。事实表明在有效的疫苗普及之前，美国将长期与疫情共存，无法完全开放经济。每一次复工复产的推进都会伴随疫情的再度爆发。乐观之处在于随着治疗手段的进步和感染人群的年轻化，疫情导致的死亡病例并没有超过第一波疫情的高点，所以美国再度出现4月份时强力度封锁的可能性较小。但疫情控制远不及预期，也意味着经济完全重启的时间点将大大延后。

图 1：美国新增病例及死亡病例



数据来源：东北证券，Wind

图 2：牛津大学新冠疫情政府响应严厉指数



数据来源：东北证券，牛津大学

难以控制的疫情使得市场的希望更多寄托在疫苗上，尤其是俄罗斯宣布疫苗提前生产时，一度点燃了市场的热情。但目前来看，各国疫苗的进度并不及预期，且民众

对疫苗的接受度也引人担忧。

针对新冠病毒疫苗的试验研究，全球共有 33 家公司处于第一阶段，15 家公司处于第二阶段，11 家公司处于第三阶段，其中有 6 家公司得到早期批准。钟南山指出，完成大规模接种疫苗需要 1 至 2 年的时间，这意味着在较长时间内全球还将与疫情共存。

表 1: 各个国家疫苗研究情况

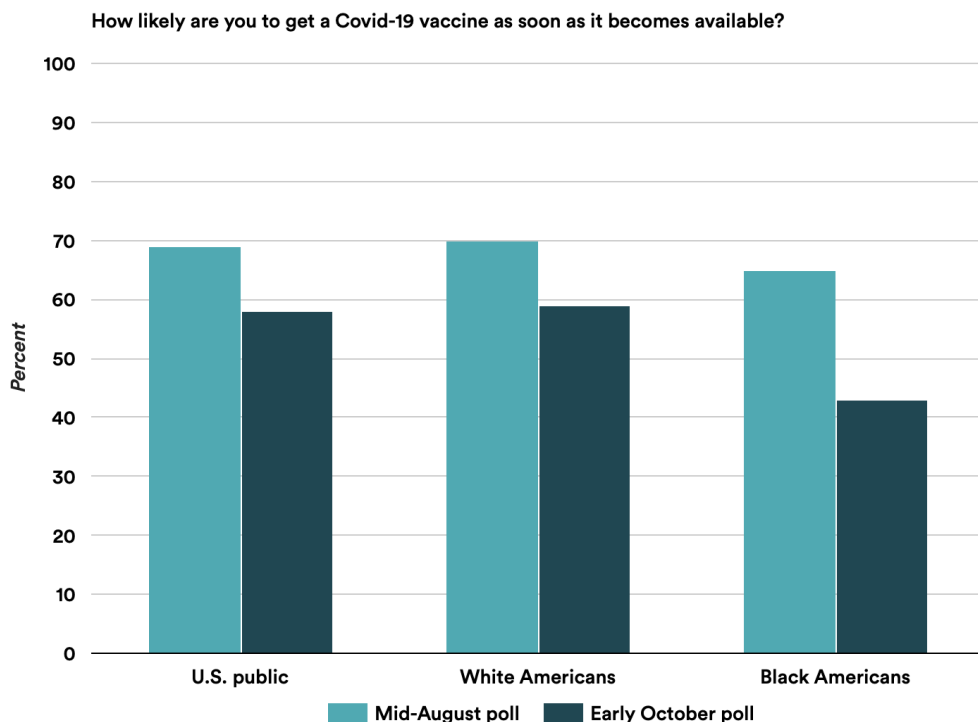
	第一阶段	1/2 阶段	第二阶段	第三阶段	早期批准
中国	苏州阿伯根生物科学公司 (Walvax); 香港大学和厦门大学 (北京万泰生物制药有限公司); 军事医学科学院 (苏州 Abogen 生物科学和 Walvax); 台湾高端疫苗生物制剂股份有限公司 (Dynavax); 台湾 Adimune; 四川大学华西医院; 深圳康泰生物制品有限公司 (AstraZeneca)		中国医学科学院		Cansino ; Biologics(中国军事医学科学院生物研究所); 武汉生物制品研究所 (中国国药集团); Sinovac Biotech
美国	Vaxart; Merck (Themis); Merck(IAVI); Immunity Bio; Kentucky ; BioProcessing; Covaxx			Moderna(美国国立卫生研究院); Novavax	
英国		伦敦帝国理工学院 (Morningside)			
德国	感染研究中心; 图宾根大学		CureVac(Elon Musk)		
日本		AnGes(大阪大学 & Takara Bio)			
韩国	Genexine				
泰国	朱拉隆功大学				
新加坡		Duke-NUS (Arcturus Therapeutics)			
加拿大	Entos Pharmaceuticals; Medicago(GSK&Dynavax)				
意大利	ReiThera(Lzaazro Spallanzani National Institute)				
古巴		Finlay Vaccine nstitute			
俄罗斯		Chumakov center			生物研究中心;

	SpyBiotech;	
澳大利亚	昆士兰大学 (CSL);	默多克儿童研 究所
	Vaxine	
印度	SpyBiotech	Zydus Cadila

数据来源：东北证券整理

而且，根据 STAT 和 The Harris Poll 的民意调查，在 Covid-19 疫苗研究完成后，选择立即注射疫苗的美国人比例正在下降。**这表明民众对过快研发的疫苗仍持怀疑态度。**调查显示，10 月初有 58% 的美国公众表示，一旦有疫苗问世，他们将立即接种疫苗。8 月中旬，这一数据为 69%。数据下降，人们越来越担心，在总统大选前夕，特朗普政府已将 Covid-19 疫苗的监管审批程序政治化。除此之外，新数据显示了种族之间的巨大差异。调查发现，有 59% 的美国白人表示一旦准备好疫苗，便会接种疫苗，较 8 月中的 70% 有所下降。只有 43% 的黑人表示会尽快购买疫苗，比 8 月中旬的 65% 大幅下降。

图 3：美国民众对新冠疫苗的接受程度在下降



数据来源：东北证券，STAT-Harris Poll

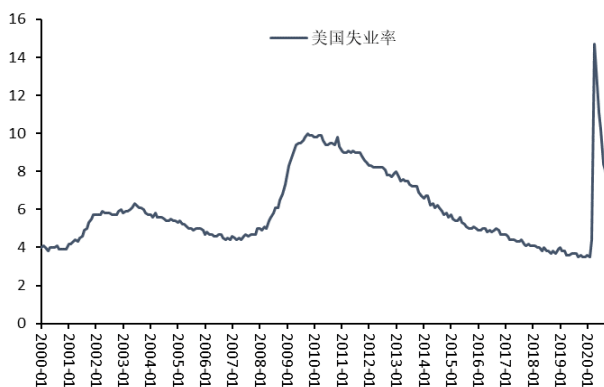
疫情的反复爆发及疫苗普及的不确定性意味着疫情不可能在较短的时间内结束，疫情防控的常态化将是未来较长时间的主基调。而且美国疫情常态化防控与中国不同，中国已经基本做到本土零病例，所以复工复产以及其它经济活动不会受到太大影响，而美国社会则需长期与疫情共存，随时可能大规模爆发，故而经济开放程度将始终受到较大影响。

1.1.2. 就业市场仍处于泥潭之中

全国性的封锁导致美国4月份失业率飙升至二战以来最高点，但随着经济重启的进行，失业率数据出现了“V”型反弹，也引燃了市场对于“V”型复苏的预期。但我们认为美国就业市场尚未出现真正拐点，在未来一段时间内就业仍有较大压力。

如果我们观察失业率数据，则很容易得出经济迅速复苏的结论。但本次疫情冲击导致的衰退与此前不同的是，全国性封锁会导致大量的暂时性失业，典型的是酒店、休闲业等行业的临时工人。一旦经济重启，这些行业很快复苏，临时工人回归岗位，就会体现出失业率的迅速下滑。但如果我们观察永久性失业的数据，就不是那么乐观了。永久性失业是经济衰退的内生影响导致的企业倒闭或裁员，能够反映出经济实际状况对就业市场的影响。我们采用永久性失业人数与劳动力人口计算得到“永久性失业率”的指标，可以看出这一指标仍处于加速上升的过程。

图 4：美国失业率快速下降



数据来源：东北证券，Wind

图 5：但永久性失业率仍在加速上升



数据来源：东北证券测算，Wind

对比新冠危机和互联网泡沫、金融危机时期的永久性失业增长路径，我们以危机前永久性失业率的最低点为基点，可以看出今年的危机后永久性失业率上升速度最快。暂时性失业人口可以快速回归工作岗位，但永久性失业人口则需要较长时间才能恢复至最初的状态。我们认为由于疫情后危机的特殊性，用永久性失业率来判断就业市场的拐点更为合理。由此来看，美国就业市场尚未出现真正拐点，复苏仍需时日。

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_1888

