晨光含宿露，静待暖阳来

——2021年海外宏观策略展望

HWABAO SECURITIES / 2020年12月

分析师：樊彬彬（执业证书编号：S0890520030001）

请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

摘要—海外宏观

- **疫苗：欧美英加紧急授权批准疫苗使用，预计在2021年Q2，发达国家可达到愿意接种的居民均能够接种的程度。**
  - ✓ **供给端：**美国新一轮新冠纾困政策出台，包含200亿疫苗购买、80亿疫苗分配和200亿新冠追踪传播与检测等的拨款，已**足够美国境内民众免费接种疫苗。疫苗生产端、分发端大概率不会存在较大不确定性，我们预期会相对比较顺利。**
  - ✓ **需求端：**需要考虑各国居民对疫苗的接受意愿。**疫苗接受程度越低，越会阻碍一国或地区实现群体免疫效果。**目前，法国接受程度最低40%，美国、德国接受程度在70%左右，英国接受程度最高77%。
  - ✓ **风险点：**新冠变异毒株在多地被发现，疫苗对变异毒株是否适用等尚没有严格科学实验，不排除2021年疫情持续存在等情况。
- **经济：美国经济复苏正当时。2021上半年，企业产能利用率上升将成为带动经济复苏的关键变量。**
  - ✓ 受益于宽松的财政和货币政策环境，住宅和汽车等耐用品消费市场率先复苏，带动产业链中建筑、木材行业复苏，并扩散到家具、家电等地产后周期行业和相关产业链。**整体呈现耐用品行业订单旺盛、库存较低、产能利用率逐步提高的复苏景象。**
  - ✓ 资本开支周期能否有效开启取决于企业对未来的盈利预期，这又与2021年疫苗接种节奏、效果以及后疫情时代下居民部门消费需求变化有关。**资本开支周期需持续观察，目前尚不能下确切结论。**
- **政策：货币政策大概率维持现有宽松格局；财政政策继续托底，助力经济复苏。**
- **资产观点：**
  - ✓ **股票：21年通胀温和回升，带动美股区间震荡上行，指数上行幅度不会很大。**
  - ✓ **美债：2021年经济复苏程度依然有较大不确定性。2021年美债总体波动上行，幅度不会太大，十年美债区间或在1%-1.5%之间。**

，底部或在85左右，大幅下跌概率较小。

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国经济的位置感及2021年展望

- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 经济整体所处位置及明年展望
- ✓ 率先复苏行业产业链运转进度
- ✓ 主要耐用品行业运转位置分布

03 2021年美国货币&财政政策推演

04 宏观视角下2021年资产配置展望

1.1 疫苗：预计2021年Q2美国境内居民可自由接种

华宝证券 HWABAO SECURITIES

前提：

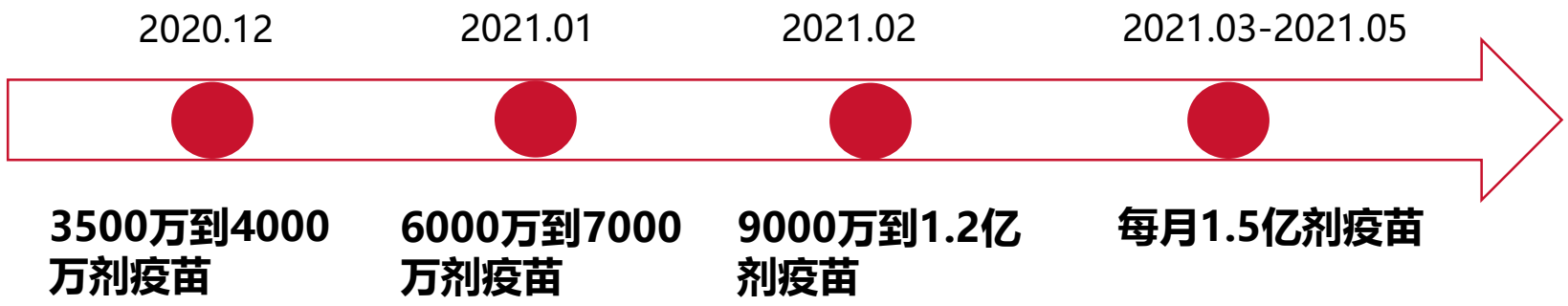
- 1、疫苗在人群中大规模接种时能保持较高比例的有效性和高水平的安全性。
- 2、疫苗生产能够大概率按照目前计划产能及时间线执行。
- 3、由于超低温要求，疫苗的运输和分发需要跟得上产能的释放。

根据现有信息推导的结论：

- 1、2021年Q1，美国中老年人、暴露概率较高的医护人员等，将完成疫苗的接种。
- 2、2021年Q2，美国境内，愿意接种的居民基本可以获得疫苗并完成接种。
- 3、2021年Q3，部分观望人群基本接种完毕，美国境内基本达到免疫效果。
- 4、2021下半年至2022年上半年，发展中国家如印度、巴西、墨西哥、印度尼西亚、菲律宾等完成接种。
- 风险点：疫苗安全性发生变化；疫苗实际接种有效性发生变化；疫苗产能不及预期；疫苗的运输与分发不及预期；疫苗对变异毒株不适用等。

根据“Operation Warp Speed”首席科学家Dr. Moncef Slaoui预测（12月1日）

美国疫苗提供进度一览

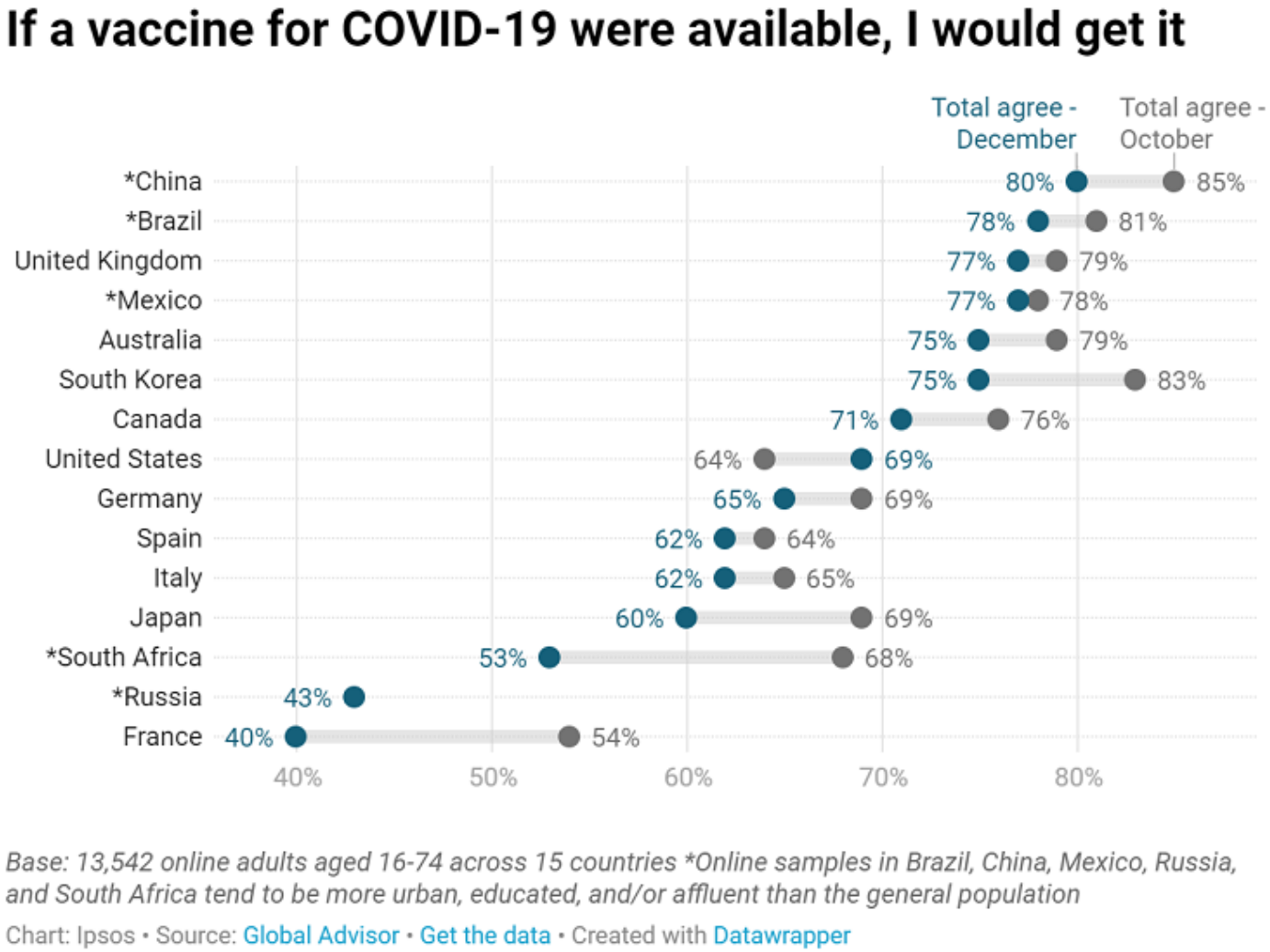


1.2 疫苗接受度：接受度越低，越会阻碍实现群体免疫

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **虽然疫苗接种推进会比较快，但也需要考虑居民对疫苗接种的接受度情况。**
- **疫苗接受度越低，或者希望观望较长时间再接种疫苗的人比例越高，越会阻碍一国或地区实现群体免疫**。这也将会对后疫苗时代下经济的复苏，尤其是服务业复苏造成负面影响。
- 在不考虑疫苗的可获得性，不考虑疫苗的有效性和安全性的前提下，每个国家的国民对疫苗有不同程度的接受力。
- 全球来看，中国、巴西、英国、墨西哥、澳大利亚、韩国等对疫苗的接受度较高，基本在75%以上。美国的疫苗接受度较10月有所提高，升至69%。法国对疫苗的接受度最低。

IPSOS全球疫苗接受度样本调查（December）



数据来源：IPSOS

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国经济的位置感及2021年展望

- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 经济整体所处位置及明年展望
- ✓ 率先复苏行业产业链运转进度
- ✓ 主要耐用品行业运转位置分布

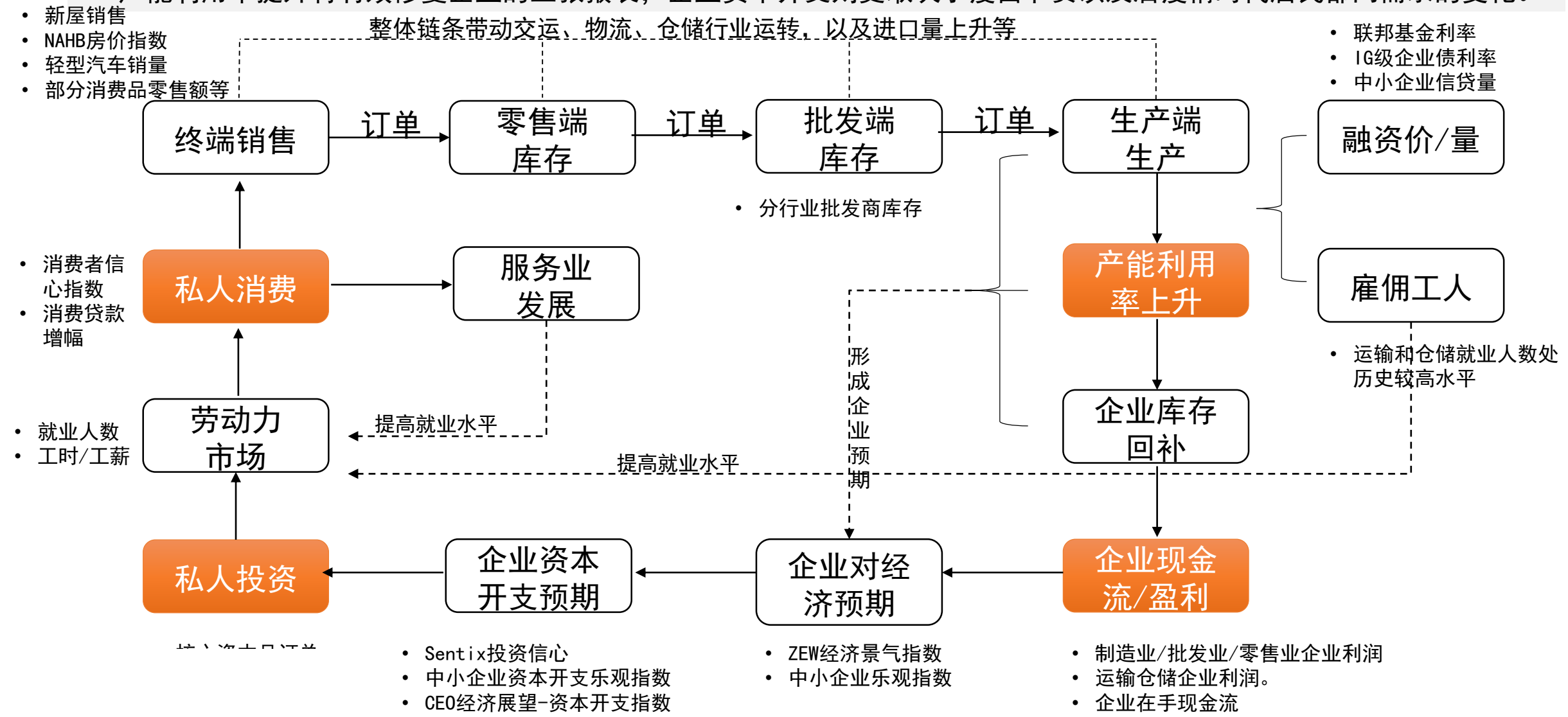
03 2021年美国货币&财政政策推演

04 宏观视角下2021年资产配置展望

2.1 美国经济展望：21年H1企业产能利用率回升是关键

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 我们认为：**2021上半年，企业产能利用率上升将成为带动经济复苏的关键变量**。
- 产能利用率提升将有效修复企业的三张报表，企业资本开支则更取决于疫苗节奏以及后疫情时代居民部门需求的变化。



内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国经济的位置感及2021年展望

- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 经济整体所处位置及明年展望
- ✓ 率先复苏行业产业链运转进度
- ✓ 主要耐用品行业运转位置分布

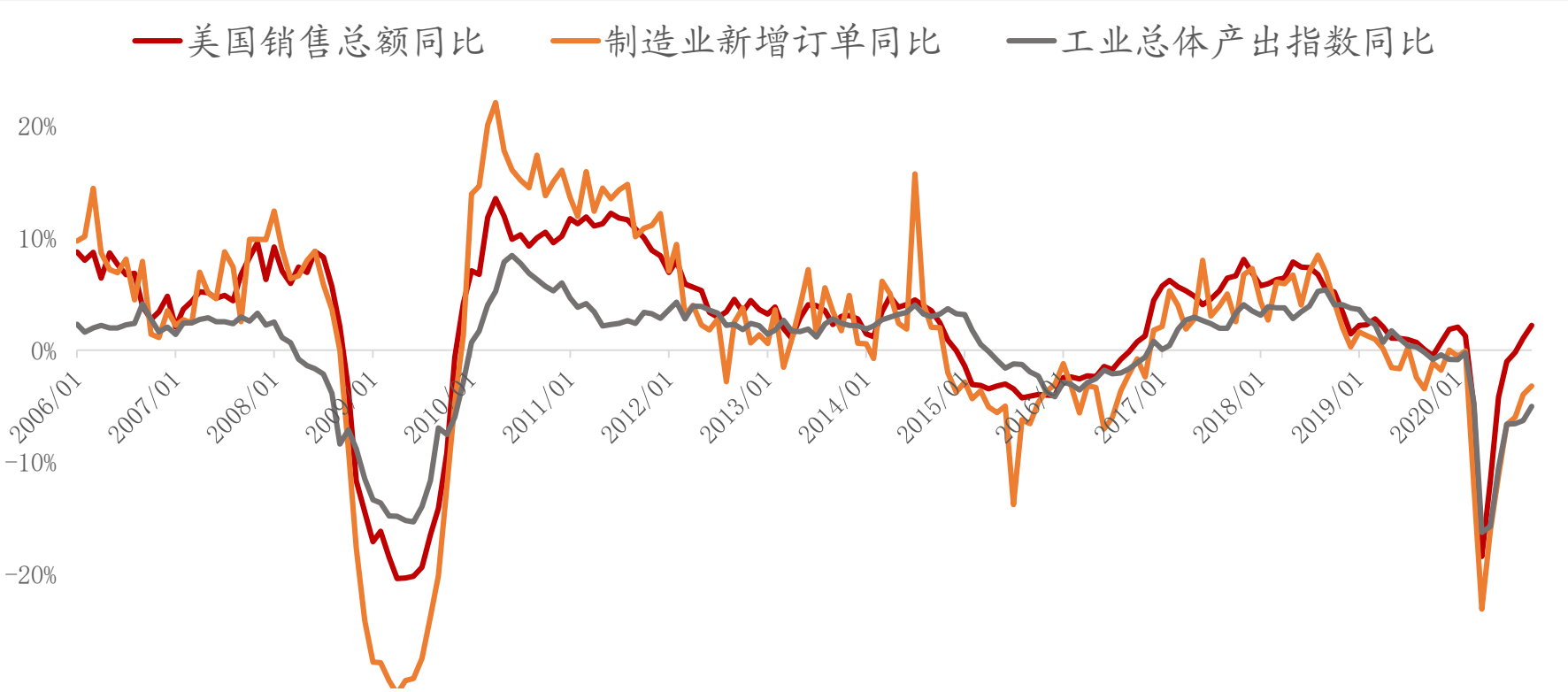
03 2021年美国货币&财政政策推演

04 宏观视角下2021年资产配置展望

2.2.1 环节一：销订产链条已较为顺畅，未来将加快运转

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **环节一：销售——订单——生产。**
  - ✓ 目前**环节一的链条已经运转较为顺畅。展望明年，该环节将加快运转：随着经济持续复苏，销售增速将进一步提升，这会有效带动制造业订单的回升，使得企业生产进程加快。**
  - ✓ 截至10月，销售已经同比回正，订单和工业企业生产同比尚未转正。本轮新冠疫情冲击下，销售端抬升显著快于企业订单抬升速度和工业企业生产速度。其中，从销售端视角来看，零售商销售额增速显著快于批发商和制造商的销售增速，表明下游终端需求部门（如零售商），产生的订单需求弱于销售增速，在一定程度反映了目前零售商对于未来经济景气预期偏谨慎。随着经济逐步复苏，我们认为：终端需求部门对未来预期会有所改善，将进一步带动该环节的运转。



数据来源： Wind

2.2.2 环节二：21年H1，产能利用率回升是复苏重要引擎

华宝证券 HWABAO SECURITIES

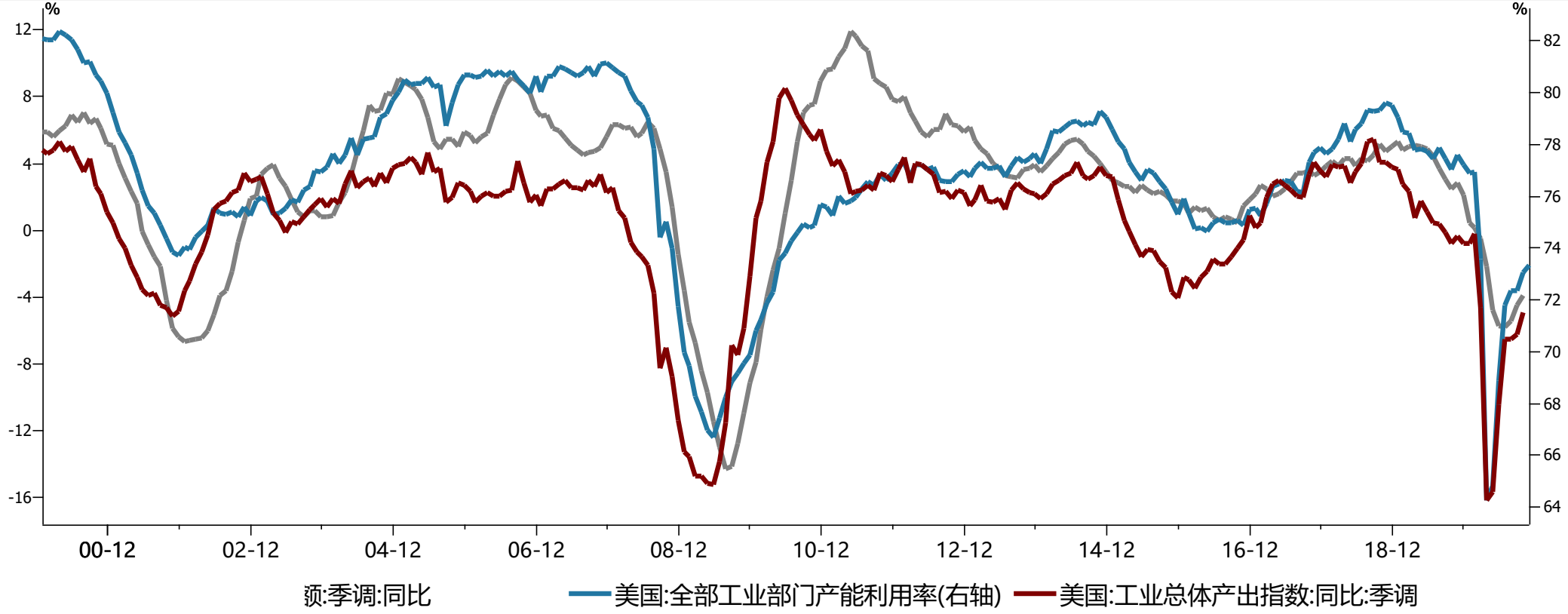
- **环节二：工业企业生产加快（产能利用率上升）——库存回补——企业盈利上升。**
  - ✓ 一般情况下，企业盈利最先见底，其次是企业产出（产能利用率）和库存。这是因为需求端（销量和订单）的回暖，新增订单增速快于生产速度，企业进入被动去库存阶段。产成品价格上升，企业盈利见底并开始回升。之后，企业开始主动补库存，生产加快，盈利进一步改善，库存开始回补。
  - ✓ 当生产端产能在危机中部分出清时，企业盈利恢复在先，工业生产恢复较滞后。但是当危机中生产端产能并未出清时（比如疫情），企业盈利和工业生产恢复则会比较同步。当然，库存的恢复都是最滞后的。



数据来源：Wind

2.2.2 环节二：21年H1，产能利用率回升是复苏重要引擎

- **环节二：工业企业生产加快（产能利用率上升）——库存回补——企业盈利上升。**
  - ✓ 工业产出指数和产能利用率较为同步，二者均快于库存变化。
  - ✓ 在假设疫苗等较为乐观的情形下， 2021年经济一方面需要修复2020年产出缺口，另一方面，也有两年合计（2020, 2021合计相比2019年）正增长的潜力。目前工业部门产能利用率在73%左右，仍低于疫情前的水平。我们认为：2021年上半年，甚至到Q3，企业产能利用率的提升都是经济复苏的主逻辑，乐观情形下企业产能利用率会超过19年底77%的水平。

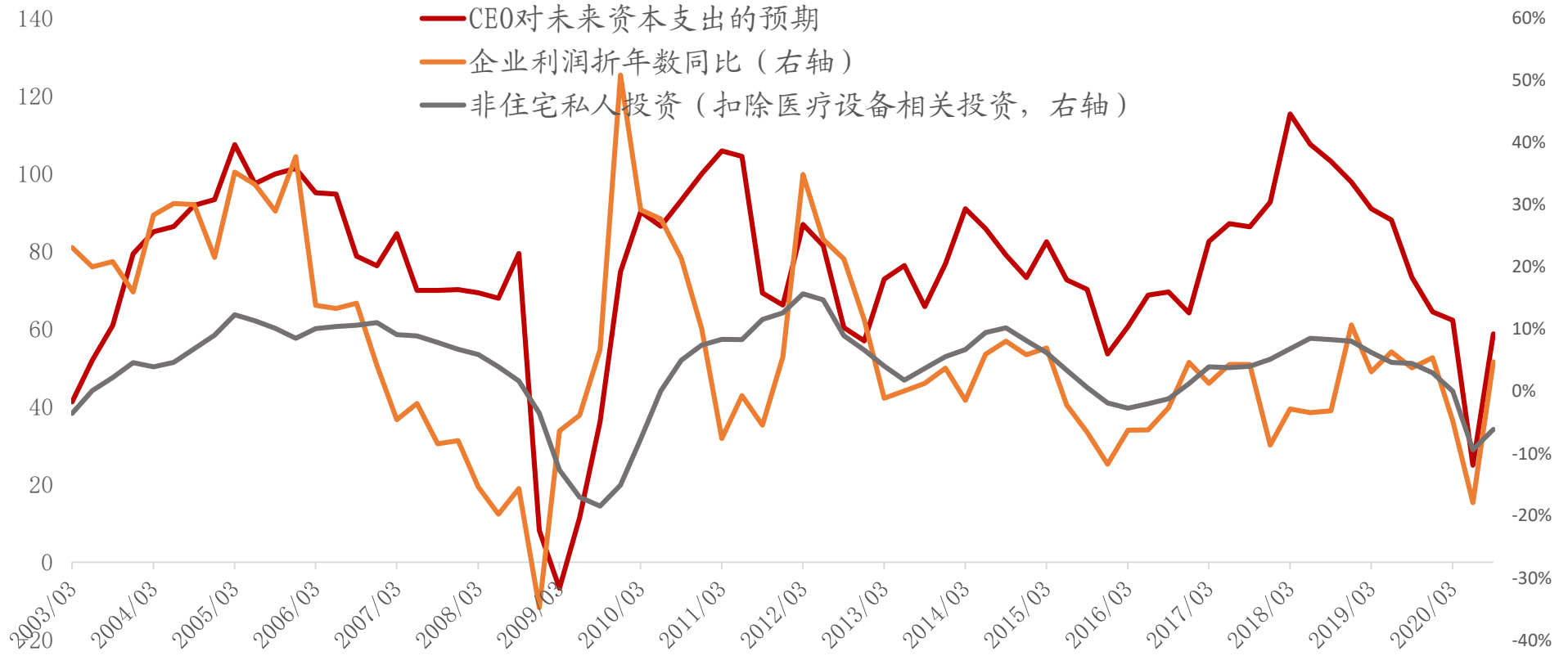


数据来源：Wind

2.2.3 环节三：资本开支扩张或要等待21年H2再观察

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **环节三：企业盈利——对经济前景预期——资本开支。**
  - ✓ **CEO对未来资本开支预期有一定的顺周期性**。21年H1，随着企业产能利用率的回升，企业的盈利情况会显著改善。在预期疫苗接种较为乐观的情形下，这会进一步强化CEO对未来资本开支预期的乐观程度，带来21年H2企业资本开支的缓慢回升。

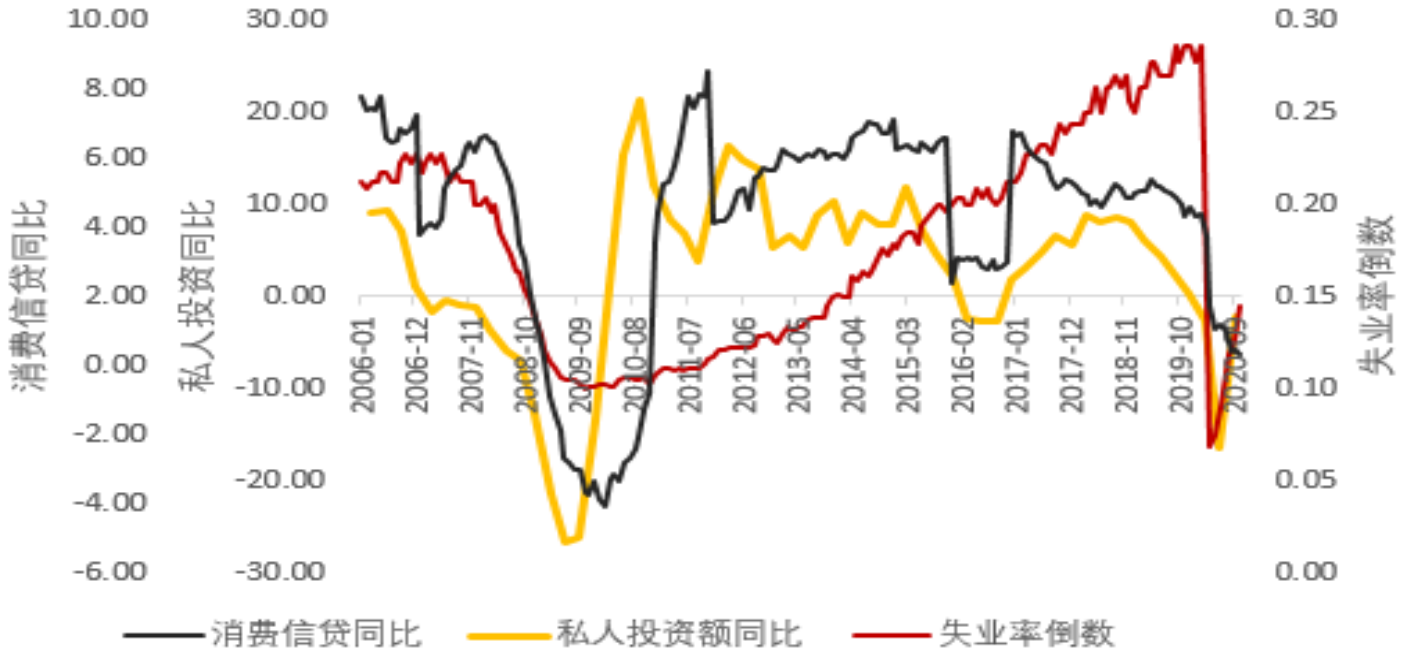


它私人投资数据来代表企业实际资本开支。这是因为私人投资中的设备投资包含医疗设备投资。
高。扣除掉医疗设备后，能够较为真实反映私人部门基于对经济前景预期的资本支出情况。

数据来源：Wind

2.2.4 环节四：资本开支显著增加将有力提升经济复苏程度

- **环节四：资本开支——就业率——个人消费支出。**
  - ✓ 大规模的资本开支能够放大经济周期，提升经济复苏力度，带来就业市场的进一步改善，以及居民消费能力的显著提高。
  - ✓ 就目前情形来看，我们认为大规模的资本开支或要等待2021年Q3-Q4观察才能确定。**基于观察，我们认为：美联储在2021年大概率不会释放流动性收紧的信号：**
    - ➢ 若届时由于疫情或疫苗等不确定因素，经济尚未进入资本开支显著增长阶段，仅仅是产能利用率的回升，那么2021年属于经济弱复苏，美联储大概率不会释放收紧流动性的信号；
    - ➢ 若不确定性因素消除，经济开始进入资本开支显著增长阶段，那么需要至少6-12月传递到结构性失业的显著改善。美联储同样不会提前释放收紧流动性的信号。



数据来源： Wind

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国经济的位置感及2021年展望

- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 经济整体所处位置及明年展望
- ✓ 率先复苏行业产业链运转进度
- ✓ 主要耐用品行业运转位置分布

03 2021年美国货币&财政政策推演

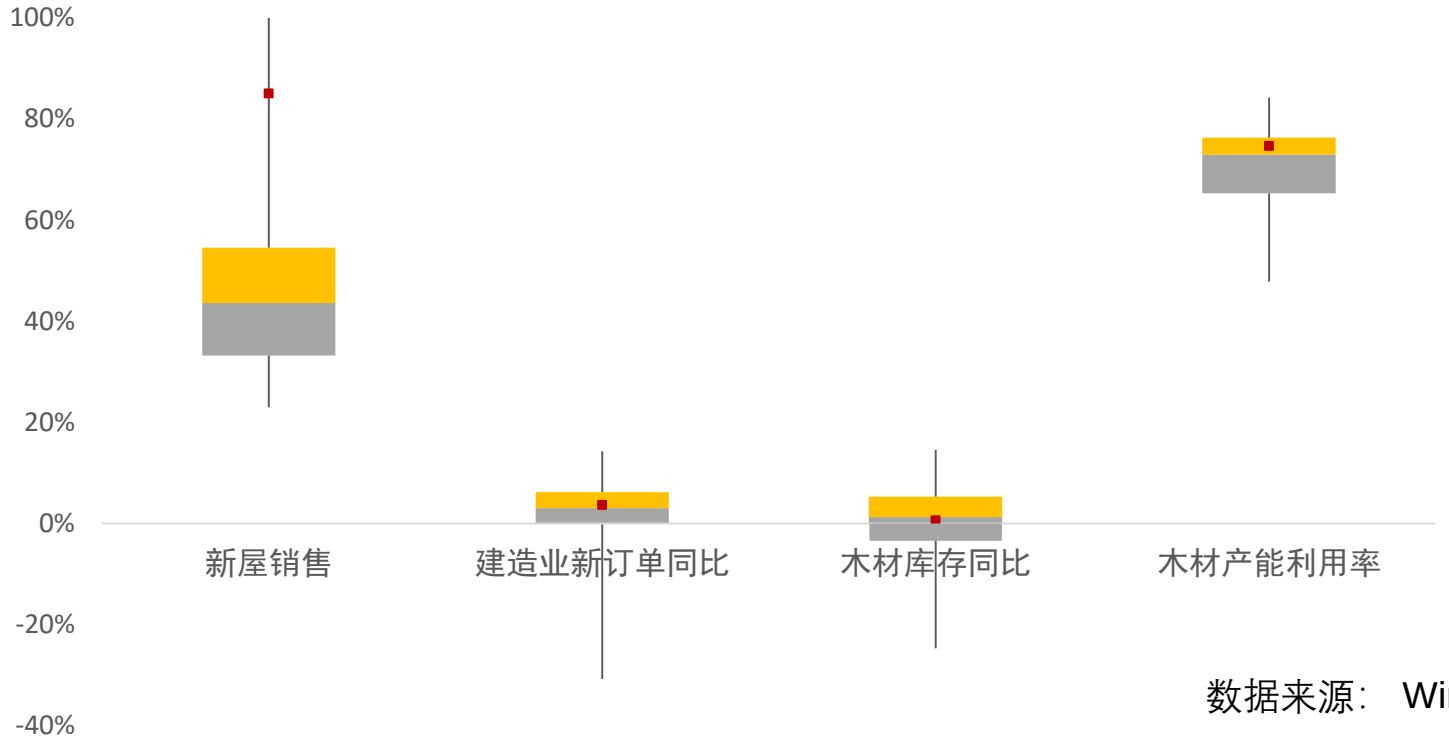
04 宏观视角下2021年资产配置展望

2.3.1 个人住宅：木材产能利用率已上升，库存正在回补

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 疫情期间，财政政策大规模刺激以及美联储长期低利率预期，使得以地产（尤其是个人住宅）和汽车为主的耐用品消费率先反弹，引领美国经济复苏。
- 在地产和汽车带动的产业链上，我们可以清晰看出类似“齿轮传动” 的行业先后复苏轨迹。**这是我们在前文产业链运转链条的客观印证。**
- 与个人住宅相关的建筑、木材生产企业率先恢复，木材加工厂产能利用率已接近历史75%分位数。
- 个人住宅新屋销售量维持在历史较高水平，带动建筑业新订单同比处于历史中位数水平；新订单的回暖带动木材库存下降，促使木材加工商提高产能利用率以满足旺盛的订单需求，反过来推升木材库存略微上升至目前的中位数附近。

个人住宅产业链已传导至木材企业的产能利用率提升阶段



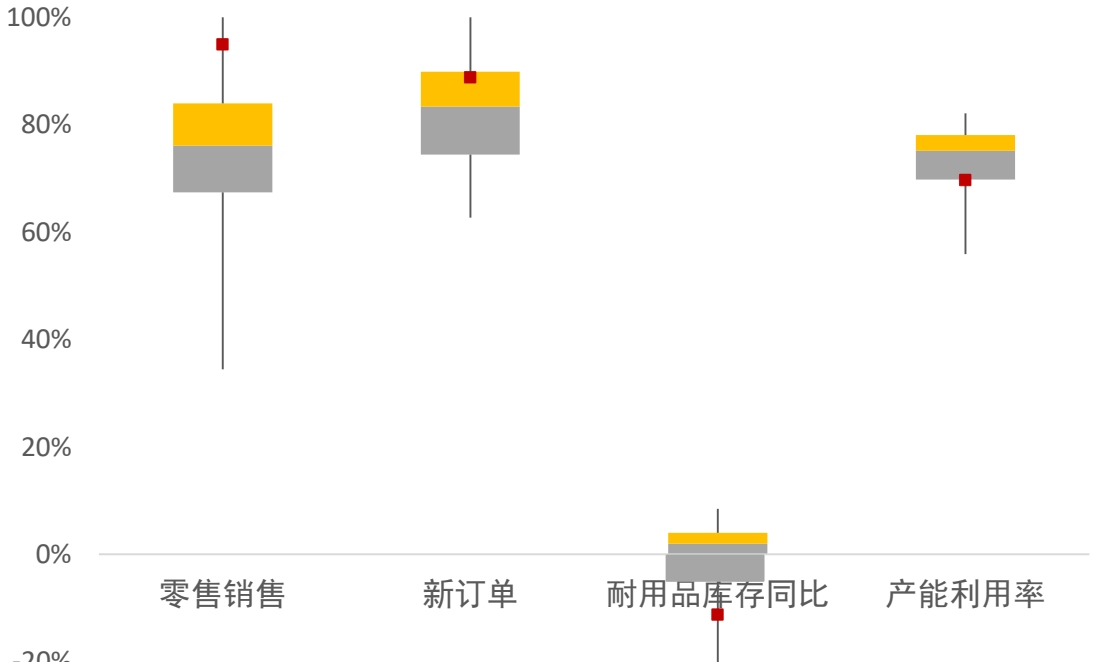
数据来源： Wind

注：1、本文中箱线图时间范围均是2006年1月至今。图表理解如下：下影线代表最小值到25%分位数的距离，灰色代表25%分位数至中位数的距离；黄色代
影线代表75%分位数到最大值的距离。红色方点代表最新值所处的位置。
始数据最大值归一化方法处理，

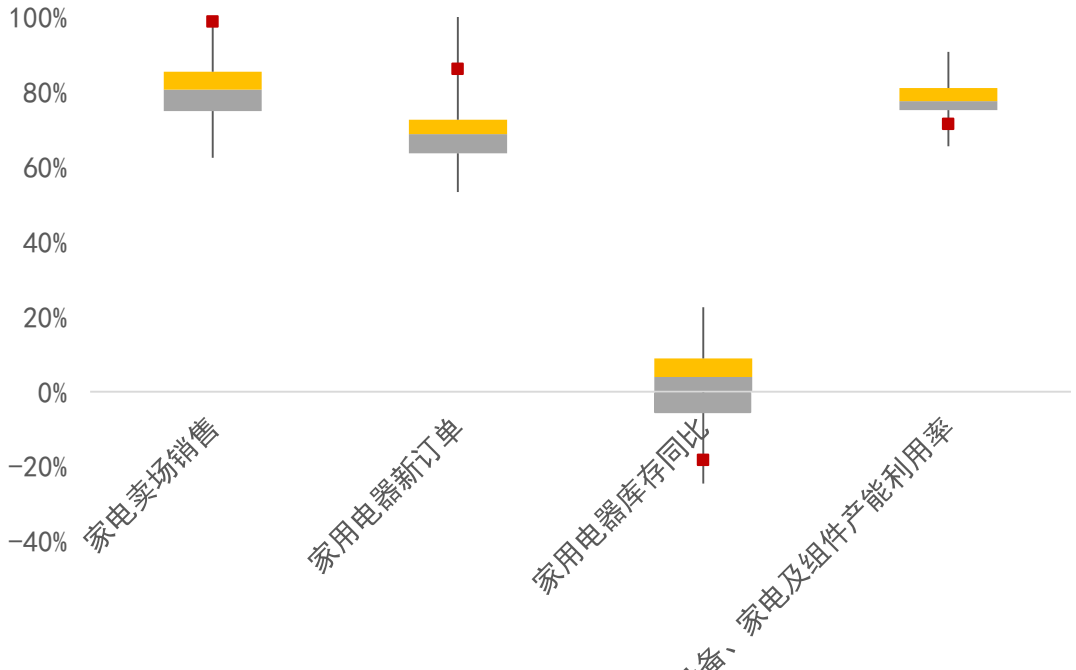
2.3.2 住宅后周期：处于产能利用率提升阶段，库存未回补

- 住宅产业链目前在建筑以及原材料木材耗用方面，已经带动中游制造企业的产能利用率回升一段时间，使得木材行业库存得到有效回补。而地产后周期相关产业链，如家具和家电，目前则是刚运行到企业产能利用率开始提高的环节，库存尚未回补。**这进一步验证了两点：1）是前文产业链运转链条的客观印证。2)行业恢复有先后顺序，未来复苏会进一步扩大至其他行业，促进经济全面复苏。**
- 截至10月数据，家具零售销售已接近历史最高值。相应的新订单也攀升至历史75%分位数左右，企业库存同比已处于历史低位，但是尚未有效传导至产能利用率。目前家具企业的产能利用率在历史25%分位数左右。家电也是类似。

家具产业链运转至产能利用率开始回升环节



家电产业链运转至产能利用率开始回升环节



和新订单均采用原始数据最大值归一化的方法处理，产能利用率和耐用品库存同比未作变化。

数据来源：Wind

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国经济的位置感及2021年展望

- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 经济整体所处位置及明年展望
- ✓ 率先复苏行业产业链运转进度
- ✓ 主要耐用品行业运转位置分布

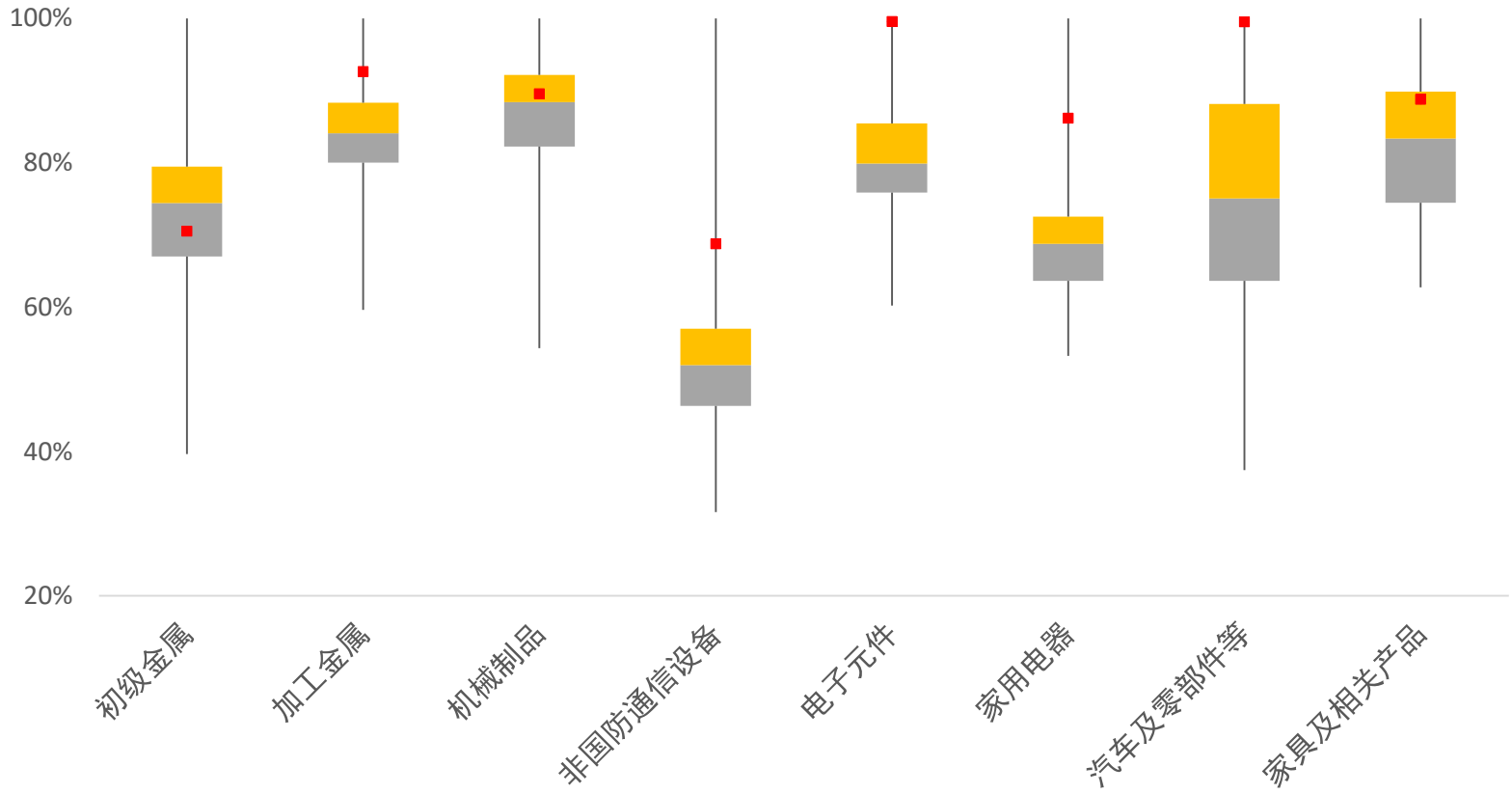
03 2021年美国货币&财政政策推演

04 宏观视角下2021年资产配置展望

2.4.1 新订单：耐用品新订单几乎都处于历史较高水平

- **耐用品新订单大多处于历史较高分位数水平**：地产链条相关的家具、家电，汽车产业链，以及相关的加工金属、机械制品等。另外信息技术领域的电子元器件以及非国防通信设备新订单需求相对也较为旺盛。

耐用品分行业新订单几乎都处于历史较高分位数水平



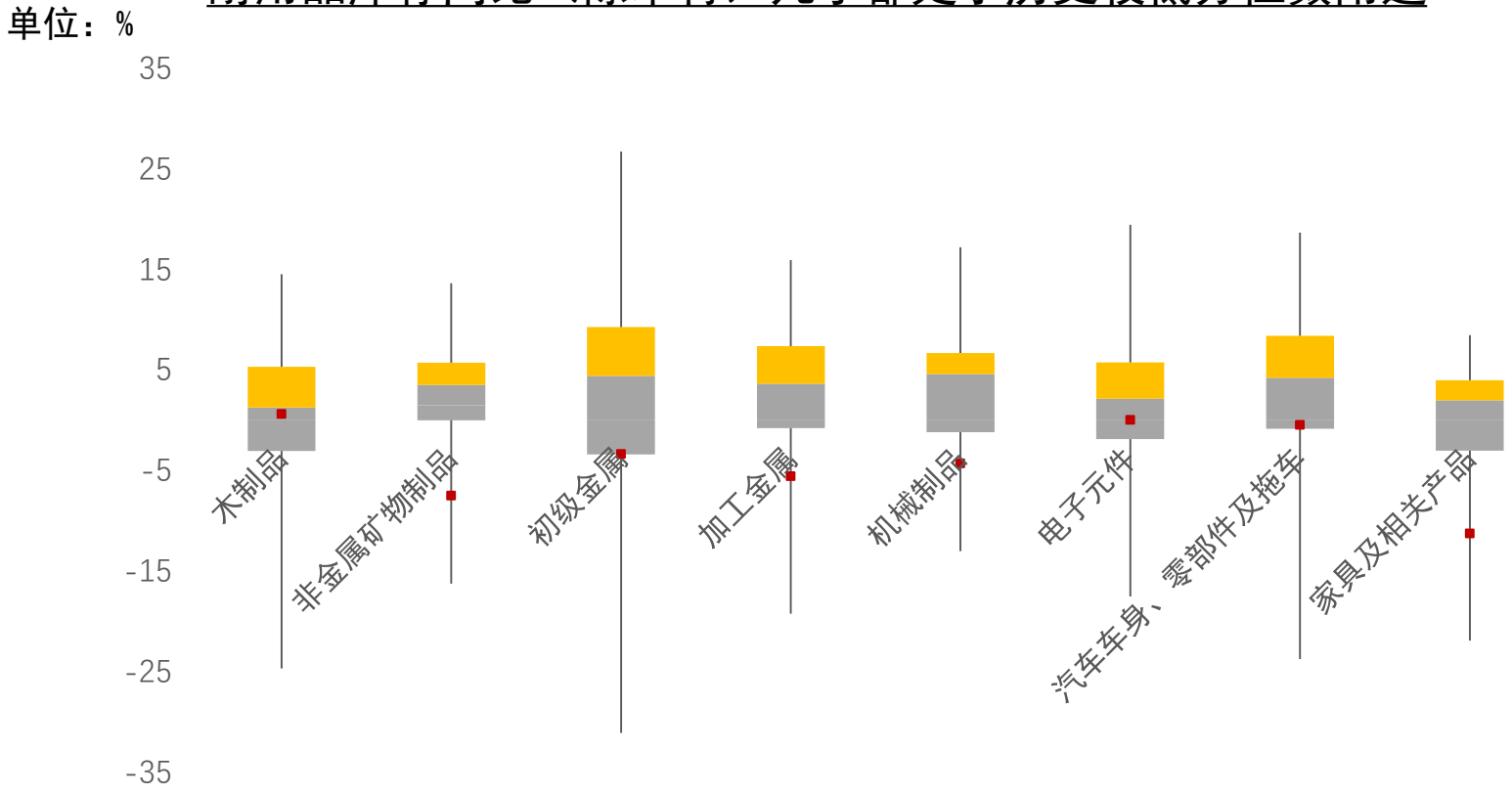
始数据最大值归一化的方法处理。

数据来源： Wind

2.4.2 库存：耐用品库存几乎都处于历史较低水平

- **耐用品各行业库存同比均位于历史低位。**截至10月份，只有木制品库存位于历史均值左右，电子元器件小于历史均值分位数，其余各行业库存均在历史四分之一分位数左右或以下。

耐用品库存同比（除木材）几乎都处于历史较低分位数附近



数据。

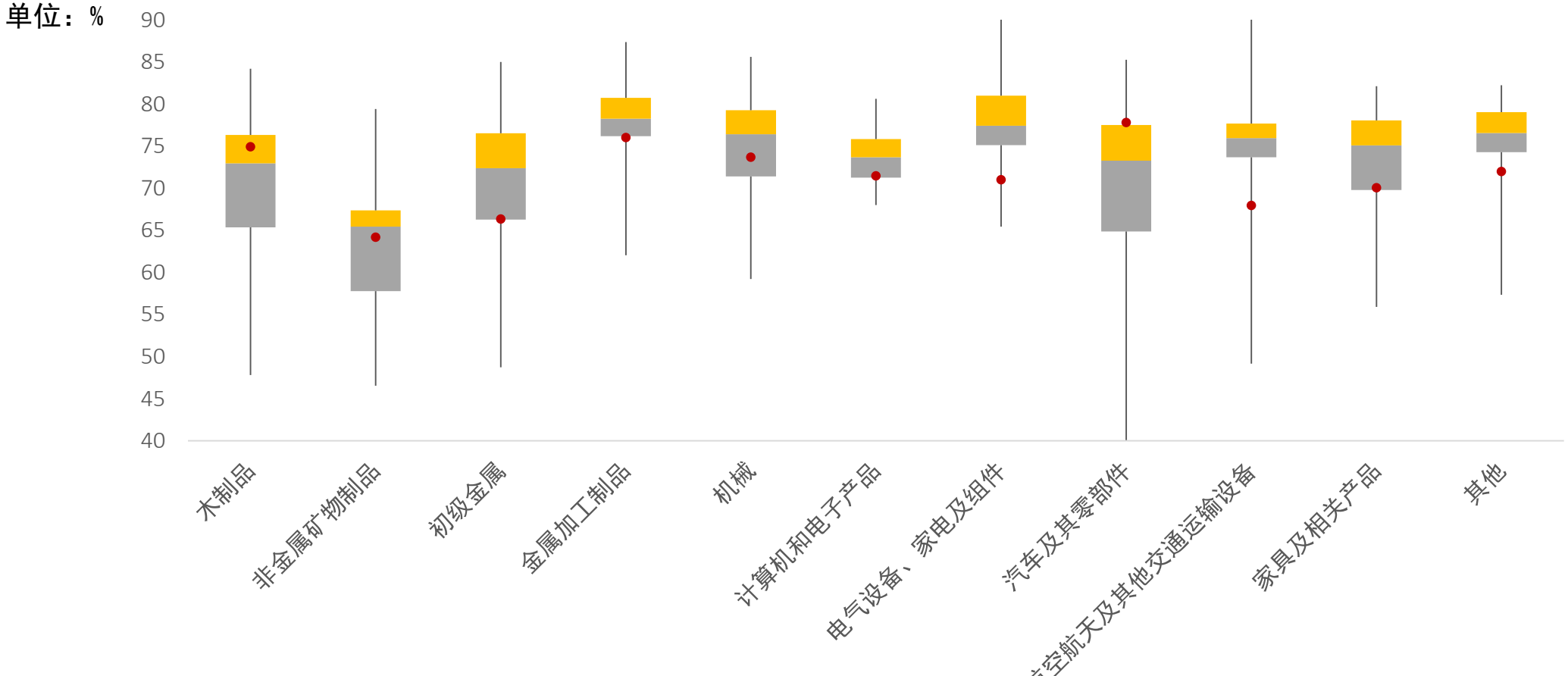
数据来源： Wind

2.4.3 产能利用率：大多数行业的产能利用率位于历史低位

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **目前只有木制品和汽车的产能利用率相对处于历史平均水平，其他行业的产能利用率均位于历史较低位置附近。**
- 大多行业是处于新订单较高、库存较低、产能利用率较低的位置。考虑到新一轮财政刺激的通过，我们预计2021年终端销量可以在高位维持，因此，2021年企业产能利用率的提高是较为确定的，这也是我们看好2021年美国经济继续向上修复的重要关键点。

大多数耐用品行业的产能利用率在历史较低分位数

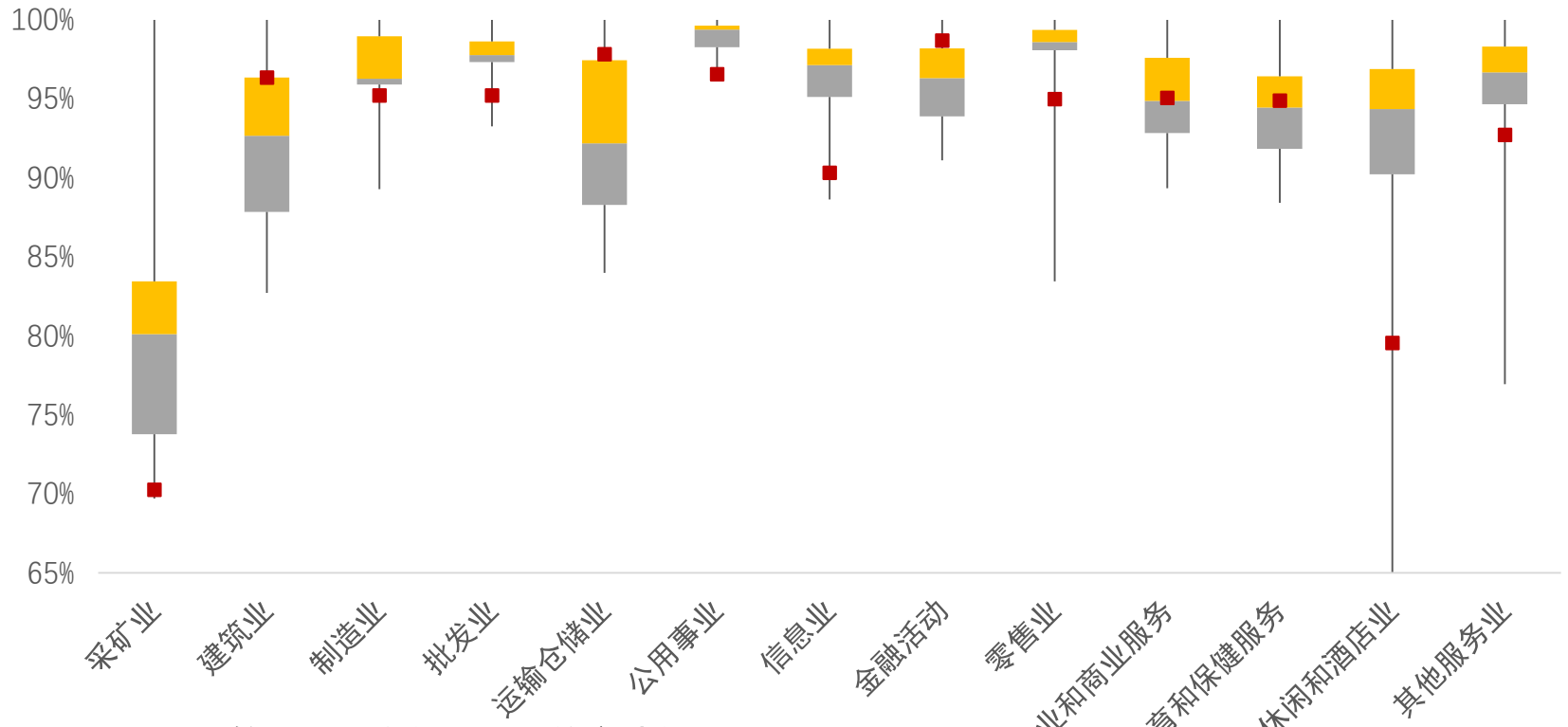


数据来源： Wind

2.4.4 非农总就业分布：大多数行业仍处于历史较低水平

- **建筑和运输仓储总就业人数位于历史较高水平。**建筑是与低利率环境下私人住宅需求暴涨相关；运输仓储则是一方面与疫情下网购数量同比大增有关，另一方面则是因为物流与经济复苏密切相关，率先反映经济复苏的变量。双重因素使得运输仓储目前总就业人数处于历史高位。
- 金融活动的总就业人数较高，是因为低利率推升股市繁荣，相关的就业需求增加所致。
- **其他行业目前总就业水平位于历史较低水平，距离充分就业尚有不小的差距，行业复苏的巨大差距，也使得美联储在2021年不会过快释放收紧流动性。**

分行业非农总就业人数分布



原始数据最大值归一化的方法处理。

数据来源： Wind

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国经济的位置感及2021年展望

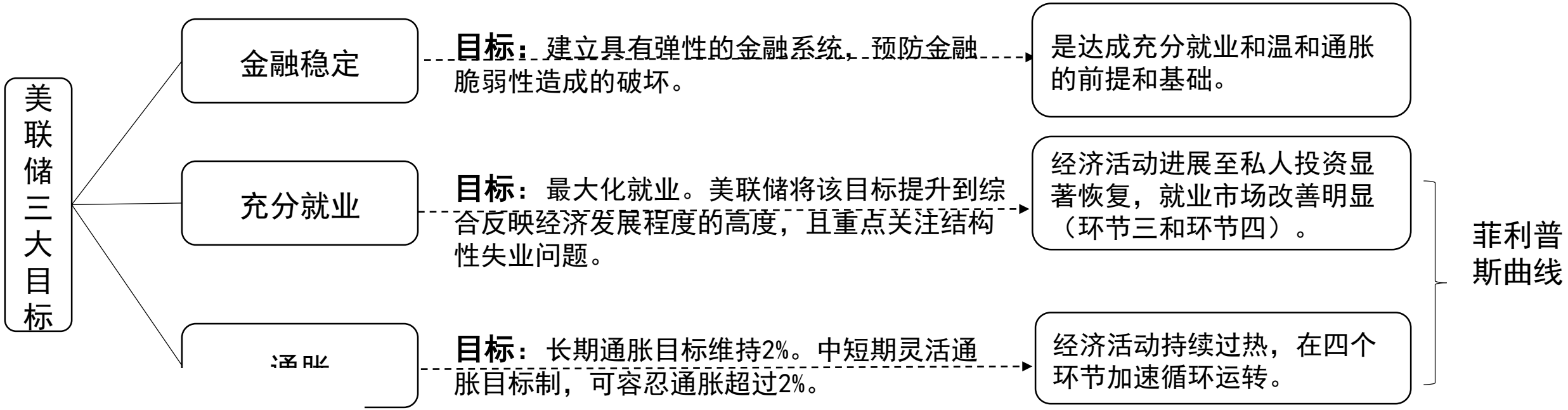
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 经济整体所处位置及明年展望
- ✓ 率先复苏行业产业链运转进度
- ✓ 主要耐用品行业运转位置分布

03 2021年美国货币&财政政策推演

04 宏观视角下2021年资产配置展望

货币政策：2021年美联储或将维持现有宽松力度

- 我们认为：**2021年美联储大概率不会释放收紧流动性的信号**。
- **首先，美联储在新的货币政策框架内将就业目标提高到前所未有的高度，并且对低收入人群、有色人种等的结构性就业情况更加重视**。这部分人群多集中在中低端服务业和制造业，而经济在繁荣时才会触达且有效改善这部分人群的就业情况。但在2021年，暂时看不到企业资本开支的显著改善逻辑。因此我们认为2021年美联储大概率不会释放紧缩信号。
- **其次，美联储作为全球的央行，会在一定程度考虑收紧流动性对新兴市场的冲击**，因为新兴市场可能在2021年下半年或者至2022年完成群体免疫，新兴市场的不稳定也会影响到美联储的目标达成。



财政政策：全方位托底经济，助力复苏

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 新一轮财政刺激方案已通过，从三方面（生产端、需求端和降低疫情）全方位托底经济，助力复苏。
  - ✓ **生产端**：降低企业倒闭量，托底企业生存，维持企业生产经营。2021年随着经济复苏，企业产能供给不会大幅下降。
  - ✓ **需求端**：一方面在消费者层面继续发钱（一次性600美元/人、联邦失业补助、租房补助等），助力消费复苏。另一方面，政府在通信宽带建设、交通运输、清洁能源方面开始发力。
  - ✓ **疫情端**：补助医疗系统，投入资金用于购买疫苗（为民众免费打疫苗）、分配疫苗以及追踪疫情传播和检测等。
- 具体财政刺激措施：
  - ✓ **生产端**：
    - ➢ 重启2850亿美元的PPP贷款（小微企业贷款，满足条件可豁免）至2021年3月31日。
    - ➢ 为受疫情影响严重的小企业提供30年期共200亿贷款，利率3. 75%。
  - ✓ **需求端**：
    - ➢ 为中低收入群体一次性发放600美元/人，未来有可能增加至2000美元。
    - ➢ 延长每周300美元的联邦救济金至2021年3月14日。
    - ➢ 提供250亿租房补助，使租客避免被驱逐至2021年1月底。
    - ➢ 提供350亿用于发展清洁能源；提供70亿用于宽带建设；提供450亿支持交通运输；提供820亿支持学校建设；
  - ✓ **疫情端**：
    - ➢ 为医疗体系补助700亿。其中200亿购买疫苗、80亿分配疫苗，200亿用于追踪疫情传播和新冠检测试剂等。

老及育儿帮助、食物补助等。

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国经济的位置感及2021年展望

- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 经济整体所处位置及明年展望
- ✓ 率先复苏行业产业链运转进度
- ✓ 主要耐用品行业运转位置分布

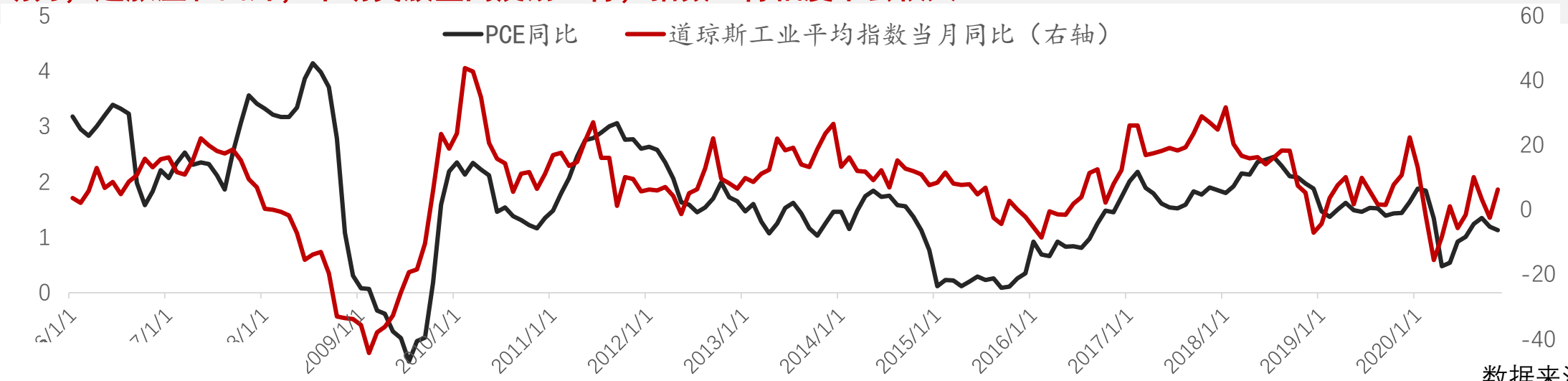
03 2021年美国货币&财政政策推演

04 宏观视角下2021年资产配置展望

美股：21年通胀温和回升，带动美股区间震荡上行

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **2021年，通胀温和回升的逻辑可期：**
  - ✓ **疫苗，欧美英加等已紧急授权批准疫苗使用。乐观情况下，2021年上半年，部分发达国家可以实现群体免疫。经济持续复苏，产能利用率提升阶段可期。**
  - ✓ **基建，**两党均提出重建美国基础设施，民主党竞选施政纲领表示：实施**2.4万亿基建和清洁能源计划，预计在2050年使美国进入“碳中和” 阶段。**
  - ✓ **新一轮财政刺激出台，**全方位托底经济，助力复苏。
- **2021年上半年，受疫情影响较严重的行业（航空、航运、传媒、材料等行业）有望表现好于预期。业绩将成为主要驱动力，通胀温和回升，带动美股区间震荡上行，指数上行幅度不会很大。**



数据来源： Wind

寸科技垄断巨头的相关反垄断调查及限制措施，欧盟数字税等。

美债：波动上行，十年美债波动区间1.0%-1.5%

华宝证券 HWABAO SECURITIES

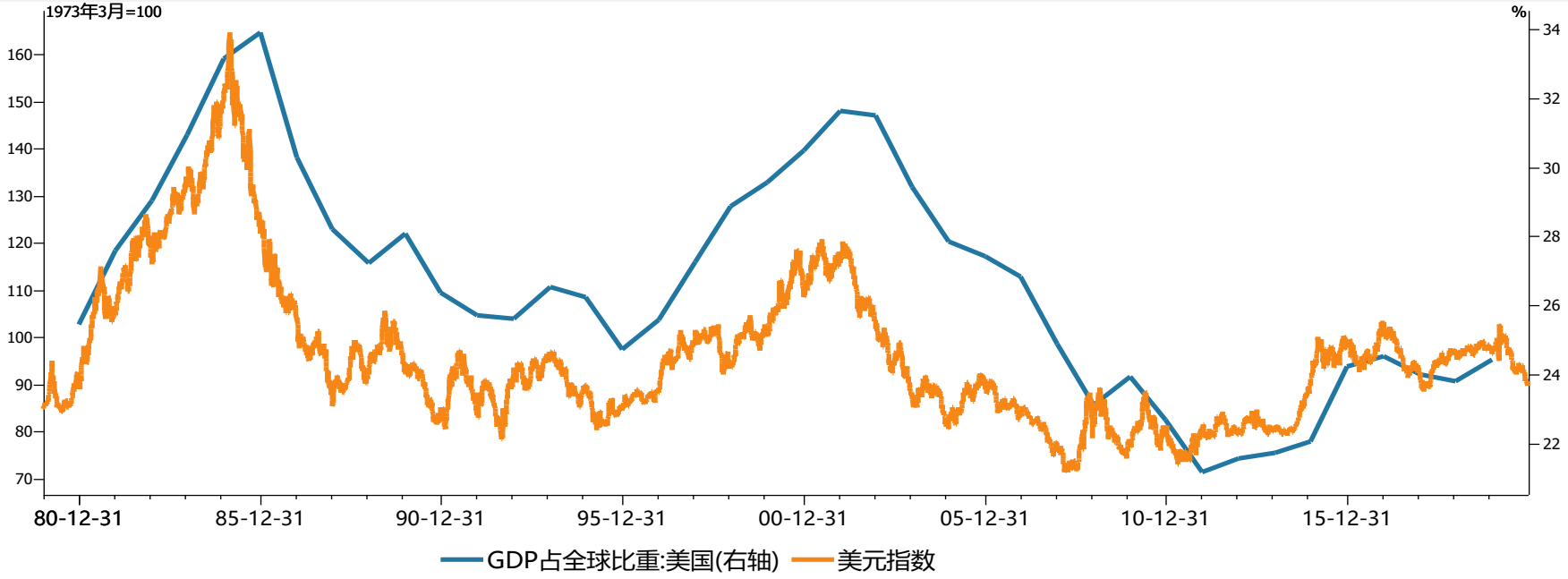
- **我们预计2021年，十年美债或上行到疫情前水平（即1.8%左右），十年美债波动区间1.0%-1.5%.**

- 展望2021年，美债利率的变化主要取决于三个因素：
  - ✓ **疫苗的接种进度与新冠变异潜在不确定性。**假设现有疫苗的生产、运输、分发等按正常预计进度推进，发达国家居民完成大规模接种时间或在2021年Q2阶段。考虑到目前新冠变异毒株在多地被发现，以及疫苗对变异病毒是否有效尚未有科学论证等，这将会对市场造成较大不确定性的影响。
  - ✓ **资本开支周期能否有效开启。**企业资本开支的增加能够放大经济周期。资本开支周期若能够开启，将使得本轮经济复苏更具有向上弹性和持续性，将会对美债利率造成较大的上行压力。
  - ✓ **美联储QE的购债规模和购债久期变化。**

- **以上三个因素，疫苗接种进度与新冠变异潜在不确定性短期对美债影响最大；其次是资本开支周期能否有效启动，从中长期角度对美债影响较大；美联储QE我们预计大概率维持现状，已计入市场预期中。**

美元指数：区间范围震荡，深跌概率较小

- **美元指数，长期综合反映美国经济实力的变化。中短期与名义利率、通胀、实际利率、财政货币政策相关。**
- 我们预计**2021年美元指数大概率是在区间范围内震荡，底部在85左右，深跌的概率较小。**理由如下：
  - ✓ 名义利率、通胀和实际利率的相对变化。2021年美国实际利率大概率会在现有区间范围内震荡，大幅上行概率较小。根据实际利率变化，我们认为：美元指数大概率维持现有区间震荡，大幅上行概率较小。
  - ✓ 从历史经验看，如果全球其他经济体增速不能显著反弹，美元指数的走弱幅度则较为有限。2021年美国经济反弹力度不会大幅弱于全球其他经济体，因此2021年美元指数下行有限。



数据来源：Wind

大规模基建（包含清洁能源计划）推出时间快且规模大，超出市场预期；疫苗效果不及预期等。

风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 市场有风险，投资须谨慎。
- 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」

华宝证券
HWABAO SECURITIES