海外机构对 2021 年全球市场的展望

————他山之石·海外精译第 244 期

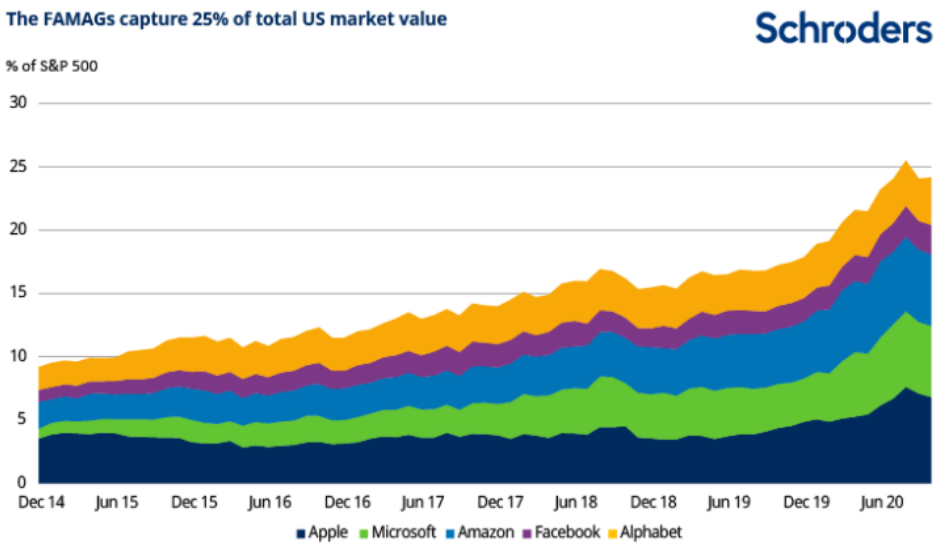
❖ **背景：2020 年全球经济由于新冠疫情而出现衰退。**

以欧美为代表的经济体新冠疫情在不断加剧，而新冠疫苗开始逐步投入使用，叠加拜登将担任新一任总统，这些因素都将一定程度上影响 2021 年全球市场的走势。为了解外资机构对 2021 年全球市场的展望，我们编译整理了 Schroders 的 Alex Tedder 以及 AllianceBernstein 的 Eric Winograd（分别发表于 2020 年 12 月 7 日和 2020 年 12 月 2 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ **现阶段美国科技股和“互联网泡沫”时期的对比**

Schroders 的 Alex Tedder 认为 2021 年，全球股市可能继续表现良好，但一些原本不受欢迎的领域可能会一定程度上影响科技股的风头。同时，一些大趋势将继续加速。全球股票并不便宜，但它们的估值仍处于合理区间。与过去的 12 个月相比，预计市场复苏的范围将扩大到更广泛的行业。2020 年市场前期的反弹由范围相当狭窄的科技股主导，特别是亚马逊、苹果、微软、Facebook 和 Alphabet（有时也被称为 FAMAGs）。这主要是由于人们有理由认为这些公司在各自领域占据主导地位，拥有较高的长期收入和利润增长率，并且人们在疫情封锁期间被迫改变工作，科技公司社交和购物方式的受益者。实际上，这些公司是“封锁期领导者”。

图 1： FAMAGs 占据了美股市值的 25%



资料来源：Schroders，川财证券研究所

Schroders 的 Alex Tedder 认为巨型科技平台现在占标普 500 指数总市值的份额之大不可避免地引起了与 "互联网泡沫"时期的比较。"互联网泡沫 "是由投资者对任何与科技相关的事物的狂热所驱动的，那时人们对科技股的投资不管其利润甚至收入如何。2020 年的科技行业，尤其是最大的平台，已经实现了卓

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2020/12/18

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

越的收入和盈利增长，这种增长很可能会持续到 2021 年及以后。回顾历史，当前美股市场的这种集中度并不罕见。在 20 世纪 60 年代和 70 年代，标普 500 指数同样由少数大型公司主导，如 AT&T、埃克森美孚、通用电气和通用汽车。Covid-19 显然加速了电子商务和远程办公等新技术的应用。企业和消费者行为的变化很可能在疫情之后仍然继续。企业已经改变了他们的工作实践方式，并快速地改变了已经在进行的变革，例如向云计算过渡或自动化的迅速采用。并且随着效益的显现，企业可能会进一步加快这些计划。在疫情期间，电子商务已经在广泛的领域证明了自己。在世界许多地方，电子商务的渗透率水平仍然相对较低，为持续且实质性的增长提供了潜力。简而言之，早在疫情之前就已经开始的 "技术转型"，只是被疫情加速了而已。未来几年，科技将继续为投资者提供一些投资机会。但是该行业最大的风险可能来自监管，而不是增长的迅速下降。

❖ 2020 年市场复苏将扩大化

Schroders 的 Alex Tedder 认为 2020 年期间，投资者在全球不确定性的情况下纷纷涌向安全领域，成长性和防御性与技术是关键的一环。然而，11 月宣布已研发出几种有效的 Covid-19 疫苗，让投资者有动力去思考 2021 年和 2022 年的“正常化”和经济复苏。

图 2： 2020 年前 11 个月全球主要市场的收益率（%）

Schroders

Equities	Returns in 2020 so far (% in US dollars)
MSCI World	11.2
MSCI World Value	-4.6
MSCI World Growth	27.5
MSCI World Smaller Companies	8.0
MSCI Emerging Markets	10.2
MSCI All-Country Asia ex Japan	17.1
US (S&P500)	14.0
Eurozone (MSCI EMU)	3.4
Europe ex UK (FTSE Europe ex UK)	7.0
UK (FTSE All-Share)	-12.5
Japan (TOPIX)	8.7

资料来源： Schroders，川财证券研究所

注：数据截至 2020 年 11 月 30 日。

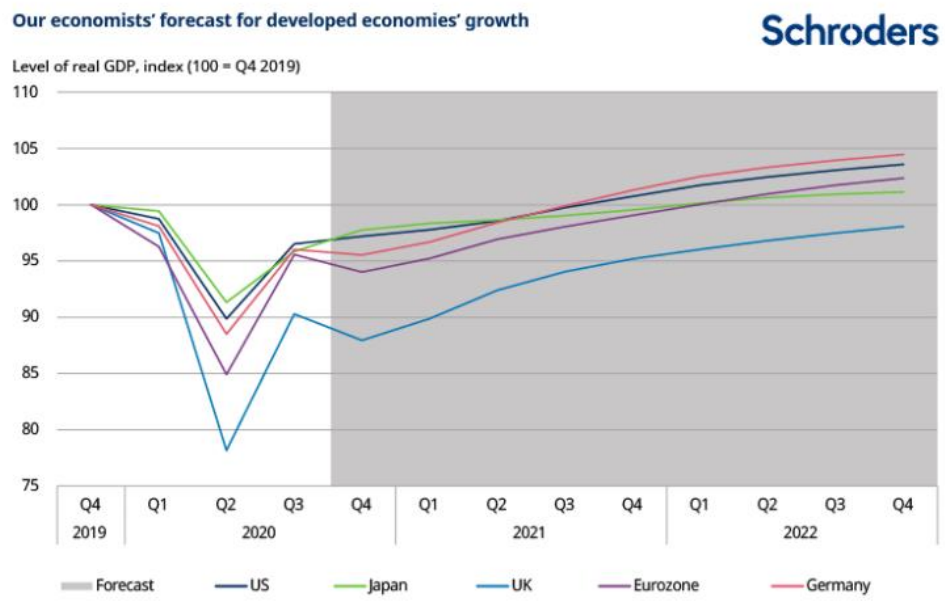
Schroders 的 Alex Tedder 还认为投资者已经开始关注许多在疫情期间遭受损失的“失宠”领域的收入和收益增长潜力。其中最明显的是那些被有效关停的企业，如酒店、餐饮、休闲企业和旅游公司。似乎非常有可能的是，一旦经济复苏，这些企业中的许多企业将出现大幅反弹。此外，能源、材料或工

业等周期性行业，值得关注。很明显，未来这些行业中的许多公司将继续受到重大的结构性挑战，例如能源转型的影响。但是，一些公司将继续适应和繁荣，到 2021 年全球需求的持续回升将推动收入和利润的大幅增长。工业领域的许多地方肯定会出现这种情况，因为在全球许多情况下，经营杠杆将非常重要。预计 2021 年市场将大幅拓宽。技术仍然可以取得不错的成绩，但一些不受人欢迎的领域可能会做得更好。这不是买入便宜的板块，卖出昂贵的板块那么简单。并非所有便宜的石油、大宗商品、工业公司和所有的银行或保险公司都能提供良好的价值。在 2021 年全球经济转型的过程中，每个行业都可能出现大幅分化。

❖ **全球股票的估值仍然有相对吸引力，特别是在美国以外的地区**

Schroders 的 Alex Tedder 还认为全球股票总的来说估值合理，符合其长期平均水平。全球股息收益率也仍然大幅高于债券收益率。相信随着经济复苏范围的扩大，它们将在 2021 年继续保持良好的势头。但值得注意的是，在美国相对于全球其他国家的大规模表现（过去 10 年年化 8%左右）之后，美国现在的交易价格比其长期正常化盈利估值要高。与此同时，世界其他地区的交易价格则出现大幅折价。

图 3： Schroders 对发达经济体增长的预测（%）



资料来源： Schroders，川财证券研究所

Schroders 的 Alex Tedder 表示预计欧洲和日本的利润在 2021 年回升幅度会比较大，2022 年也可能继续回升。中国经济已经开始复苏，带动整个亚洲的强劲复苏势头。美国仍将是一个高质量的股票市场，其深度和流动性是全球市场中迄今为止最大的。然而，随着经济复苏的到来，这种情况可能会部分逆转，资金将开始流向其他地方。

❖ **新任美国总统执政对市场的影响**

Schroders 的 Alex Tedder 认为通常民主党执政下的美国政府取得股票市场收益要高于共和党执政时期的股票收益。新一届民主党的执政方案将与上届政府明显不同。在乔·拜登的领导下，预计将向自由主义价值观转变：更大的平等、更高的最低工资、更好的社会支持（尤其是医疗保健覆盖面）和适当的环境控制。其中一些政策举措如果实施，可能会对美国部分经济的前景产生实质性影响。例如，更严格的药品价格控制可能会对美国的医疗行业产生重大影响，而实行强制性最低工资将极大地影响服务业的各个领域。司法部在今年夏季末宣布的对谷歌的调查表明，对大型互联网平台的审查力度正在加大。民主党一旦上台，很可能会加速这一进程。不过，民主党未能获得美国参议院的控制权，将限制拜登提高税收的能力，特别是企业税率。如果通过，企业税率可能将升至 28%，并使标普盈利减少 8-12%。其他政策举措，如医疗改革，也可能难以在上议院通过。总的来说，预计民主党人领导下的政治背景将减少对抗性，增加建设性，并最终与大多数主要贸易伙伴保持一致。

❖ **在 Covid-19 之后一些主题投资可能兴起**

Schroders 的 Alex Tedder 还表示有少数不可否认的实质性趋势有可能对人们未来的生活、工作、社交和互动方式产生实质性影响。其中一些大趋势并不新鲜：气候变化、医疗创新和数字化已经是多年来的相关主题。其他的趋势，如可持续发展、食品和水的供应以及生活方式的改变，在新兴市场人口增长和消费主义上升的推动下，正在成为重要而紧迫的变革领域。所有大趋势的共同点都有两个方面。首先，随着人类消耗地球资源的比例越来越大，这些趋势都在迅速变得更加具有相关性。其次，这些趋势所面临的挑战是通过迅速加速的创新来解决的，而这种创新正在推动几乎所有部门和行业的技术转型。相信正是这种创新动力为基于主题的投资方法创造了强有力的理由。如果人们对这些主题的判断是正确的，并且在评估这些主题的方法上保持一致，那么很可能对其中至少一个主题进行投资。鉴于许多主题涵盖了不同的部门和行业，配置这些主题也很有可能随着时间的推移提高投资组合的整体风险-回报率。

❖ **展望新的绿色工业革命**

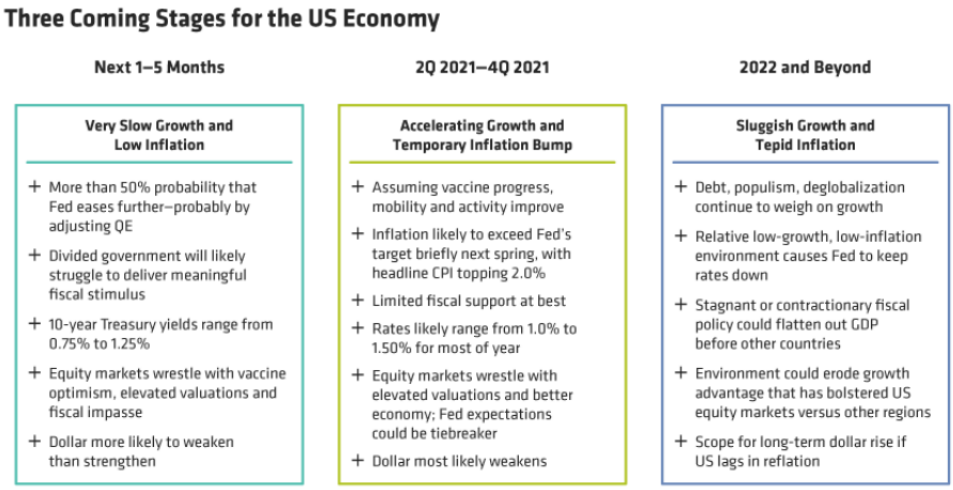
Schroders 的 Alex Tedder 表示全球气候变化就是一个重要主题。在未来 10 年内，每年用于缓解温室气体的开支至少要增加到 2 万亿美元。这笔费用将不得不由政府、消费者，当然还有企业来承担。在欧盟的领导下，绿色政策的势头正在迅速增强，欧盟制定了到 2030 年减排的目标，而欧盟绿色政策则将 7,500 亿欧元的一揽子回收计划中至少四分之一的资金用于低碳化举措。欧盟已承诺在 2050 年成为净零碳经济，中国也承诺在 2060 年实现这一目标。英国政府已承诺实现产生足够的海上风能以实现为英国每个家庭进行供电的目标。它还宣布从 2030 年起禁止使用新的汽油和柴油汽车和货车，比之前的目标提前了五年。在拜登的领导下，美国很可能会大幅扭转近期的路线，启动类似欧洲模式

的绿色政策。拜登已经承诺，将重新加入巴黎协定，并在 2050 年之前实现净零排放的目标。目前，向低碳经济转型的势头正在迅速加快。最关键的驱动力是清洁能源技术的竞争力大幅提高，已经到了几乎不需要补贴就能与化石燃料竞争的地步。目前，取代内燃机汽车和化石燃料发电的投资正在迅速增加，预计未来五年将是这一转型的关键拐点。随着电动汽车（EV）的加速采用，汽车行业将发生非常快速和根本性的变化，10 年后电动汽车的渗透率将达到全球新车销量的 50%，并最终接近 100%。

❖ 美国经济可能的复苏轨迹

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 指出自 COVID-19 疫情爆发以来，美国经济轨迹的基本轮廓首次得到了更清晰的关注，未来的复苏有可能分为三个阶段。

图 4： 美国经济的复苏进程



资料来源： AllianceBernstein，川财证券研究所

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 指出短期(1-5 个月)可能增长非常缓慢，通货膨胀率较低。新冠病毒很可能在整个圣诞假期加速传播，活动限制可能会抑制病毒的增长——即使没有新一轮的全国大范围封锁。至少，未来几个月可能会出现缓慢的增长和低通胀。即将问世的疫苗并不能保证让很多失业的人今天重返工作岗位。在可预见的未来，美联储将保持宽松的货币政策。美联储短期内最有可能的方式是重新调整其量化宽松(QE)购买计划，以压低长期利率。这很有可能在 2021 年第一季度实现。美联储可能会觉得必须采取行动，因为财政政策不太可能弥补这一缺口。分裂的华盛顿特区很可能难以实施财政刺激计划，如果成功实施，一揽子计划充其量也只能抵消一些冬季的经济损失——而不是促进增长。鉴于低迷的经济环境，美联储可能不会让利率有意义地上升。预计 10 年期美国国债收益率将在 0.75%至 1.25%之间波动。股市将努力在疫苗乐观情绪和投资选择匮乏与估值上升和财政僵局之间取得平衡。美元更有可能走软而不是走强；以大多数标准衡量，这都有点贵，市场可能会期待下一个汇率机制，这可能对美元不利。

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 认为中期(2021 年第二季度至 2021 年第四季度)则会出现加速增长，暂时的通货膨胀。假设 2021 年有效的疫苗能更广泛地获得，那么最不景气的行业将在第二季度开始开放，随着人们开始旅行，参加个人娱乐活动，做一些他们在 2020 年的大部分时间里无法做的事情，这些行业将在夏季复苏。这不会是万无一失的，但随着流动性的改善，人们应该会看到经济增长的提振。随着经济增长加快，通胀可能会在明年春季暂时超过美联储的目标，因为与 2020 年早些时候相比，价格的大幅下跌幅度与去年同期相比有所下降。潜在的通货膨胀率仍可能低于目标，但总体消费价格通胀数据将在 2021 年年中达到 2.0%，然后再次回落。这个阶段美国可能会实施宽松的货币政策，紧缩的财政政策。美联储不会只是缓和 COVID-19 带来的冲击，然后回归“正常”。鉴于其有限的工具组合，美联储可能不会进一步放松货币政策，但也不会采取任何紧缩措施。预计央行将阐明其最终退出量化宽松政策，但这一行动最早要到 2021 年底才会发生——更有可能的时间框架是 2022 年。更高的通胀预期(美联储所希望的)可能会加快这一进程。财政政策会起到作用，但如果国会在糟糕的经济形势下无法通过有意义的刺激方案，那么在经济强劲的情况下也不太可能通过。这个阶段会出现低利率和美元疲软的情况。如果增长如预期的那样加速，相比经济疲软时期，美联储将更容易接受加息。然而，由于美联储担心长期问题，仍在利用量化宽松政策保持宽松政策，明年大部分时间利率可能会维持在 1.0%至 1.50%的区间内。股市将继续纠结于估值上升和经济好转，美联储的预期可能成为打破僵局的因素。如果投资者开始担心收紧货币政策，就会出现不同的情形。美元很可能在中期走弱;在几个月的时间里，这看起来像是合理的通货再膨胀。

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 表示长期(2022 年及以后)可能会呈现增长缓慢，通胀温和的情况。所有导致前新冠肺炎低增长的因素——包括高债务、民粹主义和去全球化——仍然存在——其中大部分因大流行而加速。这些趋势将给长期增长带来压力，就像过去十年的大部分时间一样。在疫情爆发前的五年，名义 GDP 增长率仅为 4%;另一方面，这个水平甚至更低一点似乎是有可能的。这一阶段可能货币政策无能为力，财政政策为关键。长期而言，美联储无法靠自己产生可持续的通胀，财政政策因此成为关键变量。货币政策和财政政策必须同步——正如所说的“密切配合”——以可持续地推动增长和通胀。美联储已经打开了大门，即将上任的财政部长耶伦将乐于通过大规模的财政刺激来走过这扇门。但国会控制着财政政策，而预期的政治平衡使这一目标不太可能实现。从历史上看，当中央银行货币化债务时——美联储实际上就是这么做的——通胀就会上升。但这是因为财政当局通过支出利用了这种货币化。如果美国能够做到这一点，它可能会打破常规。如果不是这样，美联储将无法实现更高的通胀目标。这一切都归结到财政政策上。只要美国仍处于预期的低增长、低通胀状态，美联储就会将利率维持在非常低的水平，限制市场驱动利率的潜

在上升。这并不是说10年期美国国债收益率将永远低于1%，但在可预见的未来，收益率不太可能回到2.5%或3.0%左右。在主要经济体中，财政政策停滞甚至收缩的美国将几乎是唯一的。这一状况将使其名义GDP有可能更快地趋平，而且不太可能在任何预测范围内显著上升。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自 Schroders 的Alex Tedder 以及AllianceBernstein的 Eric Winograd 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399