

风起于青萍之末

执笔: 马晓鲁

电话: 0591-87892352

投资咨询号: Z0015931

1. 摘要

今年年初的新冠病毒全球范围大流行成为了 2020 年的最大黑天鹅事件，引发了全球经济的停滞衰退。在这之后，经济重启成为了各国宏观政策制定及经济发展的主旋律，但同时，疫情的反复也给复苏的进程带来了不确定性。总体来看，疫情后全球经济的特征是，制造业修复良好，服务业仍大幅萎缩。服务业的大幅萎缩，导致就业市场无法显著改善，是当前期全球经济复苏的主要拖累项。

回看 2020 年，疫情和美国大选是全球宏观的主线：疫情对应的是经济衰退后各国防疫进程及经济刺激政策推出的差异，美国大选对应的是美国疫情防控、经济外交政策的变化，以及对未来世界形势产生的影响。

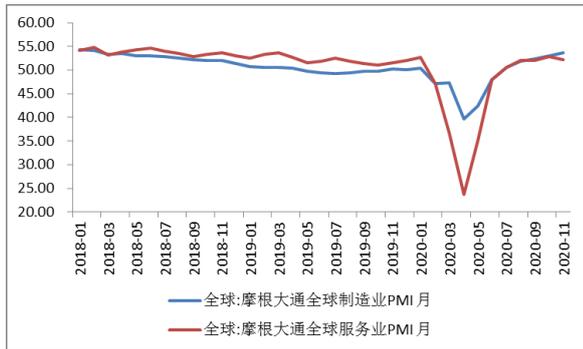
展望 2021 年，伴随新冠疫苗推出、推广，全球经济可能逐渐扫去疫情的阴霾，走向更全面的复苏。全球经济向好回暖，全年增速呈现前低后高的“V 型”走势。而去除我们对于疫苗研发的乐观预期后，可以预见的是全球流动性在 2021 年仍将保持充裕。充裕的流动性都将为 2021 年的增长提供保障，并缩小产出缺口。疫苗是否成功问世，最多只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向是明确的。

2. 国际经济形势回顾

2.1 疫情爆发后的经济复苏之路

今年年初的新冠病毒全球范围大流行成为了 2020 年的最大黑天鹅事件，引发了全球经济的停滞衰退。在这之后，经济重启成为了各国宏观政策制定及经济发展的主旋律，但同时，疫情的反复也给复苏的进程带来了不确定性。总体来看，疫情后全球经济的特征是，制造业修复良好，服务业仍大幅萎缩。疫情爆发后，全球服务业 PMI 在 4 月跌至 23.7%，为有记录以来的最低水平，且远低于制造业的 39.6%，表明服务业萎缩程度远大于制造业。5 月以来，全球制造业和服务业 PMI 均连续大幅反弹，当前制造业 PMI 已明显高于年初水平，服务业 PMI 仅与年初水平接近，考虑到基数差异，全球制造业复苏的程度明显好于服务业。服务业的大幅萎缩，导致就业市场无法显著改善，是当前期全球经济复苏的主要拖累项。

图表 1：全球制造业及服务业 PMI

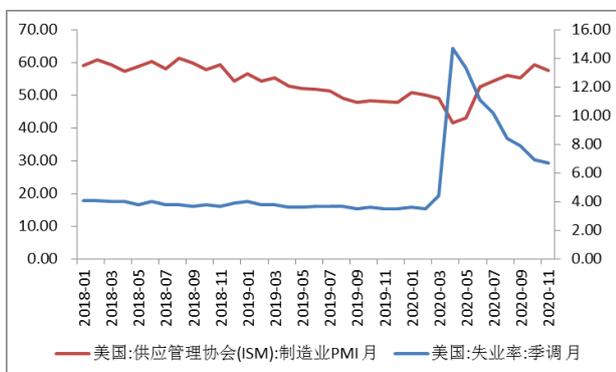


数据来源：wind

2.2 美国制造业就业快速回复

为对抗疫情冲击，美国实施了 4 轮财政刺激计划，总额约为 2.6 万亿，并且也在计划新一轮的刺激，与此同时货币政策方面也实施了前所未有的宽松，不仅基准利率降至 0，还开展了不限量的量化宽松政策，美联储的资产负债表由疫情前的 4 万亿迅速膨胀至现有的超过 7 万亿的规模。美国经济的恢复离不开这些政策的支持。6 月经济解封后，制造业景气度快速回升。美国 10 月制造业 PMI 指数录得 59.3，高于预期 55.8，高于前值 55.40，为 2018 年 11 月以来新高，其中各分项指标均环比回升，且均在荣枯线以上。就业方面，自 4 月失业率达到顶点后，随着经济的解封也快速回落。美国 10 月新增非农就业 63.8 万人，高于市场预期的 58 万，其中服务业改善是就业增长的主要因素，就业市场恢复动能仍强。通胀方面，美国 10 月 CPI 同比 1.2%，不及市场预期 1.3%，环比维持不变；核心 CPI 环比持平，同比增长 1.6%。由于疫情的冲击，美国 CPI 一度大幅下跌，但随着经济解封又重新回升，但仍处于低位。房地产市场方面，由于财政刺激计划以及货币宽松，美国房地产市场也得以迅速恢复，不仅景气度是超过了疫情前的水平，住房价格也有所回升。

图表 2：美国制造业及就业情况



图表 3：美国 CPI 当月同比

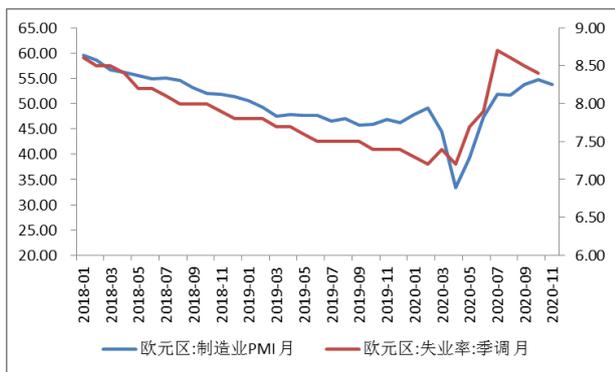


数据来源：wind

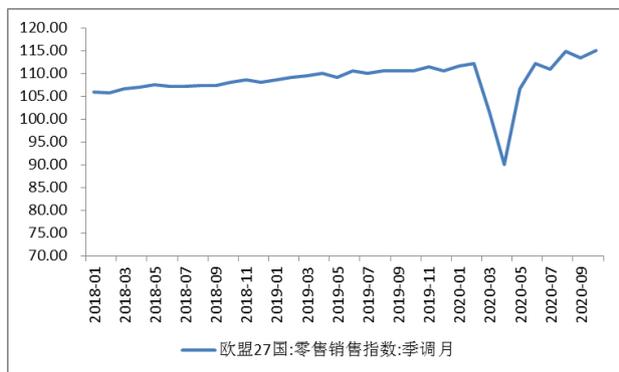
2.3 欧洲经济逐步复苏遇二次疫情冲击

欧元区第三季度 GDP 环比增长 12.7% ,远高于 9.6% 的市场预期和 -11.8% 的前值 ,同比来看 ,三季度 GDP 同比录得 -4.3% ,也超储 -7% 的预期值和 -14.7% 的前值。其中德国、法国等国家均出现了明显回升。从欧元区经济体内部的工业经营活动情况看 ,其制造业 PMI 也在疫情冲击后 快速回升。就业市场也在逐步改善 ,失业率持续回落。但 9 月以来欧洲疫情的二次爆发将成为经济复苏的隐患 ,不少国家重新采取了封锁措施。作为消费型经济体 ,欧洲零售销售指数连续回升后在 9 月重新回落进入震荡。

图表 4：欧元区制造业及就业情况



图表 5：欧盟 27 国零售销售指数



数据来源：wind

3. 新王“登”基，大选后的美国经济

2021 年，美国政治将由共和党主导变为民主党主导，整体的政策调整将非常显著，第二轮财政刺激方案、加税议案、以及中美贸易关系走向将成为新一届美国政府的政策调整方向。在疫情的冲击后，美国经济将需要多久时间恢复，将成为市场关心但不确定性很大的问题。但可以确定的是，消费将成为美国经济复苏的主要动力。虽然新冠疫情造成大量美国人感染，但在货币、财政刺激措施下，叠加完善医疗系统的影响，美国经济并未出现结构性问题，居民收入和就业受冲击的程度好于预期，这为消费的复苏提供了支撑。消费的复苏虽不均衡，但也为线上零售的发展孕育了机会。

大选后，美国未来四年的政治格局已基本确定——民主党候选人拜登成为下一任总统，民主党继续掌控众议院，而共和党将主导参议院。唯一的变数在于，共和党能在大多程度上主导参议院。目前，参议院的席位划分是：共和党 50 票对民主党 46 票，剩余未确定的两个席位来自佐治亚州。因所有候选人均未超过 50% 的支持率，佐治亚州将于 2021 年 1 月 5 日举行第二轮参议员选举，这将决定参议院的格局。如果共和党获得其中至少一个席位，便将继续掌控参议院；否则，共和党对参议院的掌控力度将大打折扣。但是，不论参议院最终格局如何，美国的政治将由过去的共和党主导（总统+参议院），变为民主党主导（总统+众议院）。而政策的不确定性，将来自共和党与民主

党在参议院的博弈结果。基于此，我们认为，拜登竞选纲领中需经参议院表决的政策，都将存在一些不确定性。

关于财政刺激方案，民主党在今年 10 月推出了修订后的《英雄法案》，该法案涉及金额达 2.2 万亿美元。在疫苗已成功研发的背景下，叠加共和党对于较低规模经济刺激的倾向，即将推出的第二轮经济刺激在规模上或将远低于《英雄法案》；加税议案方面，税改议案在两院意见不一致的情况下，美国国会将临时成立两院代表组成的联席会议委员会，再进行审议、商讨以达成妥协方案。两院通过的加税议案相较于拜登竞选纲领中的政策，将相对温和。

虽然财政刺激方案、加税议案、中美贸易上仍有较多不确定性，但是拜登政府整体的政策方向是回归美国领导下的国际合作，政策波动和整体不确定性仍小于特朗普政府时期。因此，拜登新政将为疫情后的全球经济复苏带来更多的稳定因素，这不仅有利于全球加强控制疫情的合作，也有利于经济的复苏和资本市场的恢复。

4. 2021 全球经济展望

4.1 全球经济复苏路线

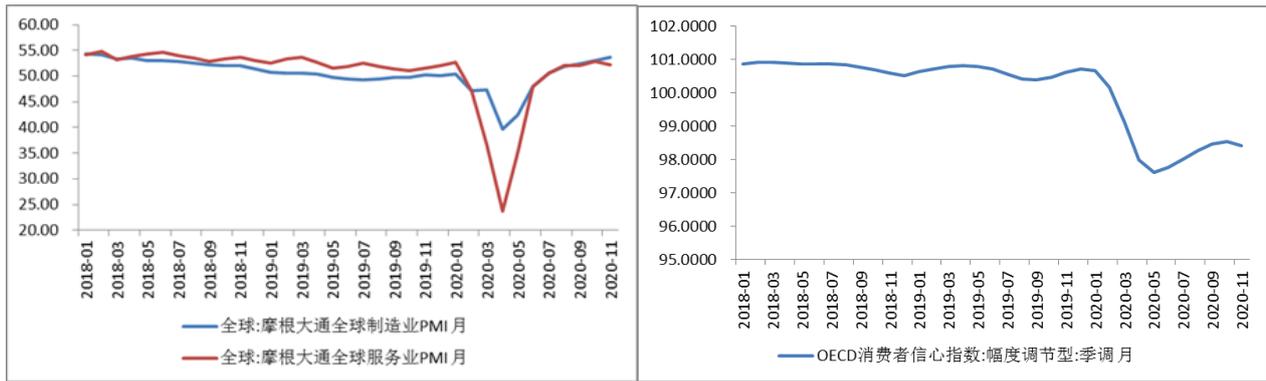
虽然经济复苏过程中，发达市场和新兴市场之间存在较大差异，但全球经济的复苏路径基本上是一致的，即复苏从供给端逐渐转向需求端。在新冠疫情的冲击下，经济停摆、生产和消费停滞，供需两端都受阻。即便是暂时免于疫情冲击的经济体，也因为航运、上游原材料供应减少、下游产品订单减少，而造成生产暂缓。此外，政府实施严格的封锁隔离措施，消费受到直接影响，需求和消费者信心都出现大幅下滑。整体来讲，供需两端都受到新冠疫情导致的、不同程度的影响。

考虑到疫情的影响大概率会在 2021 年逐渐减弱，供需两端都将迎来复苏。经济重启后，受益于各国的经济刺激方案和货币宽松政策，供给端的恢复会在较短的时间内完成。即便是目前疫情仍未结束的前提下，供给端已开始一定程度的复苏，不论是发达市场还是新兴市场，PMI 指数都完成了 V 型反弹。因此，我们预计 2021 年供给端的复苏将是快速且充分的。

相较于供给端，需求的恢复将是缓慢且非均衡的。疫情对于经济的冲击主要在需求端，这种冲击不只体现在需求的下降，还体现在消费者信心变弱。疫情导致的经济停摆，一定程度上减少了工资收入，并导致失业率的上升。虽然这种情况在后疫情时代的 2021 年会有所减弱，但持续几个月的收入下降会导致消费的持续萎靡，这种滞后效应或将延续至 2021 年中旬。

图表 6：全球制造业及服务业 PMI

图表 7：消费者信息指数



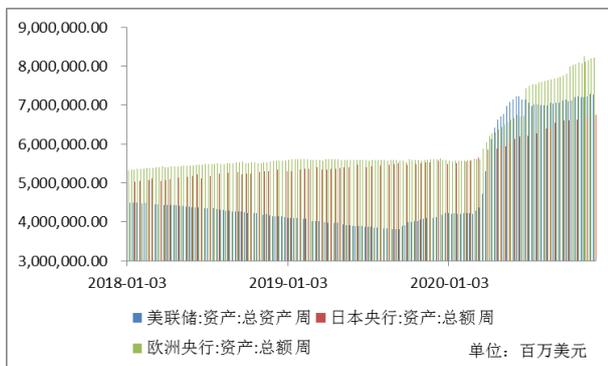
数据来源：wind

4.2 宽松的流动性或将延续

对于 2021 年的经济复苏，最大的确定性是充裕的流动性。在新冠疫情暴发后，全球各国央行通过扩表向市场注入流动性。美欧日央行推出了史无前例的量化宽松，资产负债表规模剧增，资产年度增量约占 GDP 的 20%，扩表速度超过了金融危机时期。此外，包括英国、加拿大、澳大利亚、新西兰、瑞典等发达市场央行也推出了至少一轮的资产购买计划。对于何时退出量化宽松，各国央行仍未制定出明确的时间表，但确定的是大部分资产购买计划将延续至 2021 年，而减少资产购买、缩减量化宽松料将出现在 2022 年。

除了推出量化宽松政策，全球央行也在通过大幅下调利率的方式向市场提供流动性。3 月，美联储下调利率至 0% 至 0.25% 的区间；同时期，全球主要央行的货币政策利率下降了 76.74 基点，从 1.88% 下降至 1.11%。在接下来的数月，全球各国央行并未停止降息步伐，利率最低达到 1.05% 的水平，而部分发达市场央行（如英国、新西兰等）或将首次采取负利率。更重要的是，加息并不会在短时间内出现。根据美联储 2020 年三季度 FOMC 的会议纪要，多数委员都支持将近零利率维持到 2023 年。在量化宽松和低利率的双重影响下，充裕的流动性将成为 2021 年经济复苏阶段最大的确定性。充裕的流动性在疫情结束前能够有效避免金融系统的脆弱性，在疫情后也能够对经济复苏起到积极的推动作用。

图表 8：美日欧央行资产规模变化



数据来源：wind

4.3 疫苗研发进程与现实问题

2021 年最大的不确定性在于疫苗的研发情况。在新冠疫情肆虐全球半年之后，11 月 9 日，辉瑞 (Pfizer) 宣布其研发的新冠疫苗在临床 III 期的有效性超过 90% ;11 月 16 日 (摩登纳 Moderna) 也宣布其研发的疫苗在临床 III 期有效性达到 94.5%。这一系列消息将全球目光拉回到疫情的终极解决方案——疫苗。除了上述两家公司，目前仍有 8 家疫苗研发公司处于临床 III 期阶段，预计未来将有更多款疫苗通过有效性测试。

虽然疫苗的研发进展向好，但疫苗大规模生产所带来的产能和冷链物流的问题仍有待思考。面对疫情已蔓延至全球 191 个国家和地区的实际情况，疫苗的需求将会是几十亿剂的规模。即便是产能有了较大突破，能覆盖大部分地区的冷链物流也将会是一大难题。在这种情况下，新兴市场生物科技水平低、运输条件差的特点将延迟疫苗对抗新冠疫情的效果。

图表 9：各国疫苗研发进程

研发机构/公司	参与国家	疫苗类型	临床 III 期开始时间	预计 2021 年产能
北京生物制品研究所/国药集团	中国	灭活疫苗	2020 年 6 月 28 日	<3 亿剂
武汉生物制品研究所/国药集团	中国	灭活疫苗	2020 年 7 月 7 日	<3 亿剂
科兴生物	中国	灭活疫苗	2020 年 7 月 7 日	<3 亿剂
美国国家过敏和传染病研究所/摩登纳 (Moderna)	美国	核酸疫苗	2020 年 7 月 23 日	<10 亿剂
拜恩泰科 (BioNTech) /复星医药/辉瑞 (Pfizer)	德国/中国/美国	核酸疫苗	2020 年 7 月 26 日	>10 亿剂
加马列亚研究所	俄罗斯	病毒载体疫苗	2020 年 8 月 19 日	
牛津大学/阿斯利康 (AstraZeneca)	英国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 1 日	>20 亿剂
北京生物科技研究所/康希诺	中国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 2 日	<3 亿剂
强生 (Janssen)	美国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 23 日	<10 亿剂
诺瓦瓦克斯 (Novavax)	美国	病毒载体疫苗	2020 年 9 月 24 日	<10 亿剂

数据来源：WHO，公开资料

5. 结论与建议

2021 年伴随新冠疫苗推出、推广，全球经济可能逐渐扫去疫情的阴霾，走向更全面的复苏。新冠疫苗是重启全球经济的关键，研发环节已进入快车道，乐观估计 2021 年上半年，安全有效疫苗的试验结果和产能安排将逐渐明朗。预计 2021 年全球经济向好回暖，全年增速呈现前低后高的“V 型”走势。其中，消费先行回温，工业生产随着复工推进不断提升，贸易开放逐渐回归正轨。在疫情中受到剧烈冲击的交通、零售、建筑、汽车、旅游等行业反弹明显，拉动制造业和服务业就业率提高。

2021 年的基本情景，很大程度将取决于疫苗进展及接种情况。市场预期下，疫苗上市能够显著提振信心并降低疫情对经济活动的冲击。但疫苗进程仍有很多不确定性，疫苗的持久性、生产、储存以及冷链运输物流等许多问题悬而未决。去除我们对于疫苗研发的乐观预期后，可以预见的是全球流动性在 2021 年仍将保持充裕。当前，各发达经济体央行的政策利率趋近于零，而且完全没有上调的动力。2021 年发达经济体央行也仍将继续资产购买和扩表。除了中国疫情形势乐观下明

年的流动性将基本保持中性，世界其他经济体因疫情反复和疫苗进展慢，预计仍将维持宽松的货币政策。充裕的流动性都将为 2021 年的增长提供保障，并缩小产出缺口。疫苗是否成功问世，最多只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向是明确的。

免责声明

本报告版权属于福能期货股份有限公司所有，仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。

福能期货经营机构办公地址信息

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路 75 号海西商务大厦 31 层
邮编：350003 电话：0591-87871692 传真：0591-88265617
网址：www.fnqh.com.cn

厦门分公司

地址：厦门市东渡路 61 号振华大厦 B 座二楼
邮编：361012 电话：0592-5678309
传真：0592-5678778

湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街 67 号广泽大厦 9 层 D 户
邮编：430070 电话：027-88773007
传真：027-88773003

青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路 36 号招银大厦 1901 室。
邮编：266001 电话：0532-82023818
传真：0532-82023820

龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路金融中心 A1A2 栋 1203-1205
邮编：364000 电话：0597-2251100
传真：0597-2257711

晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融广场 3 号楼 1401-1402 室
邮编：362200 电话：0595-85612808
传真：0595-85610966

漳州营业部

地址：漳州龙文区万达写字楼 b 座 603-604
邮编：363000 电话：0596-2038010
传真：0596-2020009

宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路 94 号泓源·国际-1-607
邮编：352000 电话：0593-2999108
传真：0593-2999106

莆田营业部

地址：莆田市城厢区联创国际广场 B 区 B4#201 号
邮编：351100 电话：0594-2209090
传真：0594-2606058

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区田安路北段阳光大厦 A 幢 7 楼
邮编：362000 电话：0595-36616716
传真：0595-22116955

永安营业部

地址：永安市含笑大道 1196 号阳光丽景 1 号楼 1503-1507 室
邮编：366000 电话：0598-3859578
传真：0598-3859978

南昌营业部

地址：南昌市南滨国际金融大厦 2003-2005 室
邮编：330000 电话：0791-86213373
传真：0791-86210701

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 65 号世外桃源广场 B 座 1917
邮编：610042 电话：028-87590801
传真：028-87590805

上海营业部

地址：上海市浦东新区东方路 969 号 8 楼 805
邮编：200122 电话：021-68827096
传真：021-68827678

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路大都会广场 911
邮编：510620 电话：020-38550010
传真：020-38550010

深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦 B 座 1701、1706
邮编：518000 电话：0755-82529159
传真：0755-82993386

南京营业部

地址：南京市玄武区中山路 268 号汇杰广场 1508 室
邮编：210000 电话：025-83209186
传真：025-83209187