

研报精选

2020年12月7日 第2期

宏观专栏

疫苗之后，经济何时重回“正轨”？——全球不同步的时间线

高低收入国家疫苗接种时间线不同步或引发经济分化。根据人口数量和接种能力，报告估计高收入国家将于明夏重回“正轨”，而中低收入国家落后3-4季度。受益于防疫压力减轻、发达国家产业链带动以及替代性出口持续，明年中国有望保持复苏态势。

2021，美国消费“大变局”——后疫情时代系列报告之八

报告认为，今年美国经济衰退并非资产负债表衰退。2021年美国消费亮点在于服务和能源商品消费领域。由于服务消费对他国的出口带动作用小于商品消费，也不可高估明年美国复苏对全球出口的“溢出”效应。

专题聚焦

碳中和，离我们还有多远？

国家首次提碳中和目标，报告认为，这将实现中国在能源领域的革命，不仅有助于打造更加经济、清洁、安全的能源结构，也会对经济产生正面的影响，带来数字化转型和智能化的应用在电力、交通的普及。

2021年投资策略：航空乘风、航运破浪、快递物流砥砺前行

随着疫苗落地，报告认为2021年国际航线或将重复今年下半年国内航线恢复的节奏，2022年需求将恢复至2019年水平。同时，报告看好即时配送、跨境电商和To B物流领域。

宏观专栏

疫苗之后，经济何时重回“正轨”？

—— 全球不同步的时间线

美国FDA或于2020年12月中下旬批准辉瑞和Moderna疫苗的紧急使用申请，全球疫苗大规模接种序幕即将正式拉开。

新冠疫情是一场供给侧冲击，左右了2020年全球经济的走向。跨国比较来看，新冠病毒的人口感染比例每增加3倍，GDP增速下滑约1个百分点。

新冠疫苗有望扭转全球疫情的三个原因：首先，基于新技术的疫苗研发速度较快，而新冠病毒变异较慢，病毒变异对疫苗效力影响可控；第二，新冠疫苗，特别是新技术疫苗，有效率高，显著降低群体免疫门槛；第三，最新研究认为疫苗保护期或长达数年，减小了未来的不确定性和防疫压力。

新冠疫苗大规模接种能否顺利完成，取决于民众的接种意愿、疫苗的生产、分配、物流和注射等多个因素。调查数据显示，各国民众接种意愿均较高，不会成为掣肘；但在其它方面，不同收入国家差异明显，会形成不同步的接种时间线。

2021年上半年海外疫苗的产量基本被高收入国家预订。我们估算1季度海外疫苗产量约8亿支，可满足高收入国家重点人群的接种需求，上半年累计产量约23亿支，基本满足高收入国家全部人群接种需求。参考流感疫苗的接种速度，我们预计高收入国家将在2021年夏天实现群体免疫，有望重回“正轨”。

由于获取疫苗时间靠后，中低收入国家实质全面开启大规模疫苗接种将落后高收入国家2个季度左右。此外受冷链物流和医疗服务等基础设施不足的限制，中低收入国家完成接种时间或落后高收入国家3-4个季度。

2021年，在疫情消退、宽松政策支持以及跨期替代消费等因素刺激下，高收入国家相关产业链或将率先共振复苏，在年底甚至可能出现经济过热苗头。而中低收入国家受隔离措施退出缓慢、贸易避险、通航管控等因素拖累，复苏

进度相对落后。

受益于防疫压力的减轻、高收入国家产业链的带动以及替代性出口的持续，明年中国经济将继续保持反弹态势。

由于各国审核和监管标准不同，不同国家的接种凭证如何协调互认可能会成为影响2021年全球跨境交流的重要因素。高收入国家何时大规模接种、何时实现群体免疫、何时生活正常化，也将成为影响全球经济预期的重要节点。



以上观点来自：2020年12月6日中金研究院已发布的《疫苗之后，经济何时重回“正轨”？——全球不同步的时间线》

周子彭 SAC 执业证书编号：S0080520070004

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

2021，美国消费“大变局”

——后疫情时代系列报告之八

今年欧美货币财政宽松力度前所未有，明年将产生哪些宏观后果？我们基于欧美家庭部门的资金流量（Flow of funds）分析，探寻疫情期间欧美家庭收入、储蓄、消费行为的变化，并展望2021年美国消费新格局。

疫情期间，美欧家庭部门净盈余大幅增加，储蓄率显著上升，金融资产中安全资产比例上升，资产负债表未见恶化，甚至有所改善。所不同的是，美国储蓄上升是因为个人收入上升、消费下降，而欧元区是个人收入下降、消费下降的更多，说明美国居民的资金流状况更佳。由于收入增加，美国家庭部门偿债压力在疫情期间甚至有所下降。总的来看，在政策支持下，疫情对欧美家庭资产负债表暂未造成太大冲击。换句话说，这次衰退并非资产负债表衰退。

如果明年上半年疫苗落地，美国就业状况有望进一步改善，届时过剩储蓄有望加快向消费转化，即储蓄与消费再平衡。这次衰退与以往不同，失业主要集中在几个“接触性”服务行业，且临时性裁员居多。随着社交隔离解除，大量临时失业者返回岗位，就业状况已得到改善。此外，居家办公的普及使企业在社交隔离下仍可继续运作，降低了裁员的必要性。研究显示，平均来看，有37%的工作可以在家中完成。我们也发现，居家办公比例更高的行业，失业率也确实更低。这次疫情还促进了新经济的发展。疫情期间，美国个人创业热情显著上升，不但有助于缓解就业压力，长远来看还有利于资源再配置和生产效率的提升。

2021年美国消费或将迎来“大变局”，亮点或在服务和能源商品消费领域，而今年表现较好的部分耐用品消费增速或将回落。美国是一个消费型经济体，私人消费支出占GDP比例高达70%，疫情之前，服务消费占总消费比例为62%。我们假设明年美国疫情消退，居民消费习惯从当前的“非常态”回归至疫情前的水平，由此测算得出，2021年名义消费增速有望从今年的-3.2%上升至8.2%，

其中,复苏弹性最大的消费项目可能是娱乐(33.7%)、汽油(29%)、交通(27.7%)、餐饮住宿(23.6%)、衣着(17.0%)、医疗(11.9%)。

上述消费反弹利好能源商品,但其服务消费强劲对他国的出口带动作用要小于商品消费。这或意味着明年美国消费对中国出口的总体拉动作用不会有今年下半年那么明显。通常情况下,服务是不可贸易品,服务消费需求更多由本地供应满足,因此对本地服务业的促进作用相对更大。我们的计算显示,美国服务消费对德国、韩国与中国出口的拉动效应低于非耐用品与耐用品消费。这也意味着,即使明年美国消费强劲反弹,也不可过高估计其对全球出口的“溢出”效应。因此,我们建议投资者密切关注明年一季度后中国出口的变化趋势。



以上观点来自:2020年12月2日中金公司研究部已发布的《2021,美国消费“大变局”——后疫情时代系列报告之八》

刘政宁 SAC 执业证书编号: S0080520080007

张文朗 SAC 执业证书编号: S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号: S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

碳中和，离我们还有多远？

国家首次提碳中和目标，不仅是中国首次对碳排放下降提出的明确目标，也是巴黎协定签订以来中国提出的最远期的减碳承诺。我们认为这个目标将实现中国在能源领域的革命，不仅会重塑中国能源结构，也会对经济产生正面的影响，带来数字化转型和智能化的应用在电力，交通的普及。而从一个更大的维度去看，中国进行能源领域的碳中和变革也是中国科技进步浪潮下的一个能源领域缩影。

理由：

碳中和=更经济+更清洁+更安全的能源结构。长期来看碳中和将会完成美丽中国提出的能源革命战略目标，我们大胆的预测以非化石能源为主的电能将成为一次能源主体，能源消费中电气化率达到100%，二次能源中氢能达到30%，完成净零排放。而可再生能源制造业属性将带动成本的进一步下降和能源安全性的提升。

碳中和对能源投资究竟有什么影响？我们认为主要关注成长空间和三条主线。

► **我们预计未来国内光伏累计装机空间会达到成长70倍，年装机或超20倍。**我们预计未来光伏随着成本不断下降会成为能源供给主力，国内光伏年需求有望达到700GW，累计超过1.4万GW，增长70倍，如果考虑海外需求则市场空间甚至会达到3,000GW/年以上，是目前的25倍。并且国内储能市场也将达到超过1万GWh的累计装机来平衡波动的可再生能源电力，带来每年新增需求在700GWh以上。而新能源车产值在顶峰期也将较当前提升23倍到1.2万亿元/年，其中电动车占主要份额，我们预计2060年动力电池年需求将较2020年增长61倍，剩余约0.04万亿元/年为氢燃料电池车产值。国内新能源年度总产值有望从2020年的7,700亿元增长12倍到2060年的10万亿元水平。

► 从投资的角度我们认为将围绕三条主线逻辑。1) 技术变革带来的市场份额变化是主线，包括光伏新技术、大尺寸风机和锂电池技术。2) 下游应用端新的商业模式可能是下一个投资主题，包括分布式光伏、储能和新能源车智能化。3) 成长赛道中会出现部分传统产业受益于行业需求的持续增长，而自身存在供给壁垒，因此成为穿越周期、量价双击的受益者。

碳中和对新能源主题以外的其他板块可能意味着什么？虽然2030年前达峰，但是从2030年后的减排任务来看，难度仍然很大，因此我们认为节能减排特别是对排放总量的控制很可能在十四五就会开始。

► 从供给侧看，碳排放减量可能相当于另一次供给侧改革。1) 基础材料：可能推出更严格的环保措施或倒逼落后产能退出。2) 农业：规模化养殖及高效种植更为顺应碳中和趋势。3) 交通运输：碳排放控制将倒逼企业效率提升和成本控制，长期可能影响行业格局和供需关系。

► 从需求侧看，碳中和目标有望带来新市场的崛起。建筑环保标准的提高和节能要求有望带来建筑节能玻璃、保温材料、轻质材料三大投资机遇。

以上观点来自： 2020年12月4日中金公司研究部已发布的《碳中和，离我们还有多远？》

刘俊 SAC 执业证书编号： S0080518010001 SFC CE Ref: AVM464

杨鑫 CFA SAC 执业证书编号： S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

陈彦 CFA SAC 执业证书编号： S0080515060002 SFC CE Ref: ALZ159

曾韬 SAC 执业证书编号： S0080518040001

王雷 SAC 执业证书编号： S0080118040030 SFC CE Ref: BNN451

孙杨 SAC 执业证书编号： S0080516050001 SFC CE Ref: BME215

专题聚焦

2021年投资策略：航空乘风、航运破浪、快递物流砥砺前行

航空乘疫苗之风，续复苏之势

我们认为航空板块将伴随疫苗落地，国际线逐步恢复而有明显涨幅。

需求端来看，1H21开始国际疫情数字预计将有明显回落，2H21预计国际线或将重复2H20国内线恢复的节奏，2022年需求将恢复至2019年水平，且由于航空内生增长与居民收入增长相关，疫情压抑的需求将得到集中释放，疫情后年度增速或将超预期；供给端来看，2020年1-9月行业累计ASK同比下滑44%，我们预计十四五规划运力增速将显著慢于十三五。

油价来看，我们认为，中国航空公司需求恢复将早于国际航空公司，而全球航油需求恢复才将带动油价，因此时间差导致2022年油价或低于2019水平。

机场需关注免税合同谈判进展（保底和提成比例都有可能重新谈判）。

快递物流砥砺前行

快递：在疫情冲击下，今年快递件量实现了超预期增速（1-10月累计30%），我们预计明年仍将维持20%以上增速，未来五年件量仍将翻倍。但快递格局上变换成“五加二”，不确定性增加，期待明年能够破局。

即时配送、跨境电商：今年由于疫情均实现了较高增速，参考国内电商发展历史，疫情带来的渗透率提升不但会维持且会加速，看好这两个板块未来增速（即时配送预计五年三倍，跨境电商也将维持20-40%增速）。

To B物流领域：未来十年有望迎来历史性机遇：需求侧产业升级对供应链要求提升，供给侧数字赋能、5G发展改善信息孤岛，且行业集中度将提升，政策端国家鼓励发展有国际竞争力的现代物流企业。

航运破周期之浪，因库存之势

经过多年的运力消化，当前三大航运细分市场供给端已经明显优化，在手订单与运力之比均处于历史最低位，奠定周期向上的基础。我们认为经济复苏是主线，库存周期是驱动。

公路铁路关注弹性标的

公路：随着疫情逐步得到控制，经济企稳回升，我们看好业绩向上弹性较大的个股。

铁路：建议关注在票价市场化背景下、或能实现量价齐升的高铁。



以上观点来自：2020年12月3日中金公司研究部已发布的《2021年投资策略：航空乘风、航运破浪、快递物流砥砺前行》

杨鑫 CFA SAC 执业证书编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

赵欣悦 SAC 执业证书编号：S0080518070009 SFC CE Ref: BNN872

刘钢贤 SAC 执业证书编号：S0080520080003 SFC CE Ref: BOK824

尹佳瑜 SAC 执业证书编号：S0080520090003

方舒 SAC 执业证书编号：S0080520090004

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2020.11.30 中国宏观简评：不宜高估美国补库存对中国出口的拉动
- 2020.11.30 中国宏观简评：供需缺口缩窄推升价格 | 11月PMI指数点评
- 2020.12.1 中国宏观简评：社融增速或见顶回落,经济活动仍然旺盛 | 11月经济数据前瞻
- 2020.12.2 海外宏观专题报告：2021,美国消费"大变局" | 后疫情时代系列报告之八
- 2020.12.4 海外宏观简评：美国通胀分化明显 | 美国通胀追踪
- 2020.12.6 中国宏观专题报告：疫苗之后,经济何时重回"正轨"? | 全球不同步的时间线
- 2020.12.6 海外宏观周报：欧央行12月议息预览：宽松加码

策略及大宗商品

- 2020.11.30 海外中资股策略周报：港股可能继续跑赢A股
- 2020.11.30 老外看中国：中国区增长多数转正 | 跨国企业三季度中国业务总结
- 2020.11.30 主题策略：解禁减持回顾与2021年展望
- 2020.12.1 中金行业首选组合：中金行业首选：2020年12月
- 2020.12.4 海外策略：海外资产配置月报（2020-12）：顺周期修复走到哪一步了？
- 2020.12.4 全球资金流向监测：外资第14周流入中资股；美股流入收窄
- 2020.12.6 海外市场观察：美国当前疫情有多严重？| 2020年11月30日~12月6日
- 2020.12.6 A股策略周报：年底关注流动性与政策取向
- 2020.12.6 主题策略：科创板企业将被纳入主要指数及互联互通
- 2020.12.6 量化策略周报：量化策略周报（222）：存量博弈格局未改，板块轮动加快

固定收益

- 2020.11.30 简评：PMI动能仍较强,关注出口和地产链条后续影响 | ——11月制造业PMI点评
- 2020.11.30 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.11.30 简评：新发继续放缓,二级呈现反弹 | ——中资美元债周报
- 2020.12.1 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2020.12.2 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.12.3 简评：国企超预期违约后行业利差普遍走扩 | ——2020年11月行业利差跟踪
- 2020.12.3 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.12.3 简评：2020年12月十大转债
- 2020.12.3 中国利率衍生品双周报：曲线平坦带来的交易机会——哑铃策略
- 2020.12.3 中国固定收益市场年报：尽力看清的曲线——2021年转债市场展望

- 2020.12.4 简评：一周行业数据 | 一一转债行业跟踪第20期
 2020.12.5 中国利率策略周报：社融见顶和债券利率见顶的关系

行业

- 2020.11.30 科技：卫星互联网观察（11月）：关注SpaceX商业模式的发展
 2020.11.30 医疗健康：中金医药月度7+7组合：2020年12月组合
 2020.11.30 汽车及零部件：图说车市10月总结：行业复苏趋势明朗 期待传统旺季亮眼表现
 2020.11.30 房地产：物业管理：板块短期或重拾升势，中期维度建议高度关注个股分化
 2020.11.30 银行：中金看海外·主题 | 美国80-90年代储贷危机的回顾和经验教训
 2020.11.30 建材：2021年展望：新开工承压下，把握竣工向上、多元品类、外需复苏
 2020.12.1 房地产：中金房地产周报#221：11月新房销售增势稳健，去化率保持平稳
 2020.12.1 房地产：12月投资策略：积极看多两市地产股
 2020.12.1 机械：工业企业盈利改善，工程机械需求火爆
 2020.12.1 主题研究：电动车中游产业链10月回顾：价格整体企稳，排产全线旺盛
 2020.12.1 银行：节奏变化与估值分化，后疫情时代的银行股投资——2021年展望
 2020.12.1 主题研究：2021年公用事业新能源：多能互补，开启碳中和征程
 2020.12.1 家电及相关：空调出口高景气度持续，内销行业温和复苏
 2020.12.1 交通运输：To B物流行业未来十年有望迎来历史性发展机遇
 2020.12.1 传媒互联网：虚幻引擎技术开放日纪要：先进引擎技术助推游戏品质提升
 2020.12.1 电力电气设备：光伏业绩回顾：海内外需求复苏深化，逆变器出海正当时
 2020.12.1 石油天然气：10月进口天然气数据解读：进口量环比下降，LNG进口价环比上升
 2020.12.1 航空航天科技：2021年度展望：十四五“新周期”，供需共振“高成长”
 2020.12.2 科技：LED行业深度：十年磨一剑，Mini/Micro开启LED下一个十年
 2020.12.2 汽车及零部件：北美补库存加速，利好相关零部件产业链
 2020.12.2 机械：32万台：挖掘机“新周期”的起点
 2020.12.2 化工：12月策略：继续看好顺周期核心资产和细分成长龙头
 2020.12.2 有色金属：Pilbara正式宣布对Altura收购，关注锂供给端结构性调整
 2020.12.2 医疗健康：沪深港通纳入范围扩大，助力未盈利生物科技企业流动性提升
 2020.12.2 博彩及奢侈品：2020年11月：节后表现疲软，客流稳步恢复

- 2020.12.2 交通运输：透过交通看经济（76期）：10月客运降幅收窄，货运外需维持畅旺
- 2020.12.3 银行：论银行股行情的可持续性
- 2020.12.3 日常消费：零研月报：10月多数品类销售额增速略有回暖
- 2020.12.3 交通运输：2021年投资策略：航空乘风、航运破浪、快递物流砥砺前行
- 2020.12.3 传媒互联网：10月广告市场回顾：梯媒需求同比保持高增速，影院媒体快速复苏
- 2020.12.4 研究报告：碳中和，离我们还有多远
- 2020.12.4 银行：防范“大而不能倒”，市场预期充分——《系统重要性银行评估》点评
- 2020.12.4 科技：AI+生命科学：从谷歌AlphaFold看计算生物学的投资机会
- 2020.12.6 化工：工业硅、钛白粉继续涨价，关注优质成长补涨行情
- 2020.12.6 传媒互联网：2021年展望：内容为王，平台助力，技术创新驱动行业发展
- 2020.12.6 传媒互联网：周报：新一批国产及进口网游版号发放，华纳取消2021院线窗口期
- 2020.12.6 医疗健康：关注B类股流动性提升机会；静待医保谈判落地
- 2020.12.6 科技：科技硬件周报（12/5）：关注碳中和政策的长期影响
- 2020.12.6 节能环保：无废城市、垃圾分类政策持续推进，关注固废产业链投资机会
- 2020.12.6 交通运输：双周报142期：欧线运价继续上涨，To B物流发展有望提速
- 2020.12.6 科技：通信安防月报（12月）：建议布局运营商招标和云/AI的海外密集变化
- 2020.12.6 酒类食品饮料：如何理解白酒的高估值
- 2020.12.6 汽车及零部件：周报：11月销量略超预期，行业高景气持续
- 2020.12.6 电力电气设备：市场继续持稳运行，分布式光伏地补再下一城

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究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，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn