2021 年 04 月 04 日

全球第 3 波疫情，不会中断经济复苏

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

2 月中旬以来，全球暴发第 3 波疫情。此次疫情反弹，与前 2 波疫情有何异同，会怎样影响全球经济及大类资产的走势？本文分析，供市场参考。

● **全球第 3 波疫情，与前 2 波疫情的异同：区域特征明显、非无差别扩散**

2 月中旬以来，全球疫情又一次“抬头”，欧洲、拉美等地区疫情大面积扩散。继 2020 年 3 至 5 月、2020 年 10 月至 2021 年 1 月后，全球疫情自 2 月中旬起再一次反弹，新增确诊病例由 35.6 万例/日大幅增加至 57 万例/日。此次疫情集中暴发于欧洲、拉美、东南亚等地区；与过往不同的是，美国、以色列等疫情控制较好。

欧洲疫情再次恶化依然与过快放松防控有关，拉美等疫情反弹还受到出现传染性更强的变异病毒影响。欧洲疫情再次恶化的原因，是法国、西班牙过早放松防控，疫情出现反弹；欧洲内部的人员高频流动，随后导致疫情向全欧扩散。拉美、东南亚疫情恶化，除了因为防控松散外，还与出现了传染性更强的变异病毒有关。

● **第 3 波疫情，对全球复苏的影响：扰动节奏、不改方向**

自第 2 波疫情开始，全球主要经济体在疫情防控与经济运转之间，平衡地越来越好。全球第 1 波疫情暴发后，因对疫情不了解、防控经验不足等，主要经济体均实施了防控效果较好、但对经济伤害较大的硬性封锁措施。然而，自第 2 波疫情开始，随着对疫情了解加深、及防疫经验快速增长，主要经济体纷纷转向实施戴口罩、小范围精准隔离等措施，越来越少地推行硬封锁、尽可能降低对经济影响。

第 3 波疫情暴发后，欧洲、拉美主要经济体重新要求戴口罩等、提升防控力度，并宣布全力推进疫苗接种。从曾出现过传染性更强的变异病毒传播的英国、南非，以及美国、以色列的经验来看，维持一定的防控力度、并加快疫苗推广，能有效控制住疫情蔓延。此次疫情反弹后，德国、法国、意大利以及巴西、菲律宾等，已重新加强疫情防控，如要求佩戴口罩、实施宵禁等，并决定全力推进疫苗接种。

● **第 3 波疫情演绎方向及市场影响：不同经济体分化、部分新兴市场压力较大**

结合疫苗供应及接种进度来看，美国有望在 6 月上旬实现群体免疫，欧盟要比美国晚最少一个季度，而除中国以外的新兴经济体疫情反复可能仍是常态。疫苗供应充足及接种速度持续加快下，美国有望在 6 月上旬接近群体免疫。而受限于疫苗供应相对有限等，欧盟的群体免疫时点要比美国晚最少一个季度。因疫苗供应严重不足，以及对待防疫的态度反复，部分新兴经济体的疫情反复或仍将是常态。

伴随美国疫情更快收尾、带动美欧“经济差”等走扩，美元已进入强势通道；这一背景下，警惕新兴市场暴露尾部风险。伴随美国更快走出疫情、经济修复显著加快，带动美欧“经济差”持续走扩等，美元指数已进入强势通道。美元走强、资金回流美国等冲击下，需警惕土耳其、马拉西亚等外债压力大的新兴经济体暴露尾部风险。菲律宾、巴西等估值偏高的新兴市场，面临的调整压力也需留意。

● **风险提示：**病毒频频突变，导致新冠疫苗失效。

相关研究报告

目 录

1、 第 3 波疫情，不会中断全球复苏 4
1.1、全球第 3 波疫情，与前 2 波疫情的异同 4
1.2、第 3 波疫情，对全球复苏的影响 7
1.3、第 3 波疫情的演绎方向及市场影响 10
2、 大类资产回溯：美元指数继续走强 14
3、 重点关注：美国 3 月非制造业 PMI 16
4、 数据跟踪：美国 3 月非农就业大超预期 16
4.1、 美国数据 16
4.1.1、 美国 3 月非农就业人口大超预期，时薪同比、周薪同比增速表现分化 16
4.1.2、 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 创 1983 年以来新高。新订单等分项表现亮眼 16
4.1.3、 当周 EIA 原油库存意外减少，当周初请失业金人数维持低位 17
4.2、 欧洲数据 17
4.2.1、 欧元区 3 月经济景气指数、英国 3 月制造业 PMI 双双上升 17
5、 风险提示 18

图表目录

图 1： 2 月中旬以来，全球新疫情又一次“抬头” 4
图 2： 截至 4 月 2 日，全球累计确诊病例已突破 1.3 亿例 4
图 3： 欧洲、拉美、亚洲的疫情形势大幅恶化 4
图 4： 中东地区的疫情形势也大幅恶化 4
图 5： 2020 年 11 月底，法国、德国等防疫力度较大 5
图 6： 2020 年 12 月底，法国率先放松疫情防控 5
图 7： 2021 年 2 月以来，欧洲新增确诊病例反弹 5
图 8： 2021 年 3 月以来，欧洲新增死亡病例反弹 5
图 9： 巴西、菲律宾等新兴经济体的新增确诊病例反弹 6
图 10： 巴西、菲律宾等新兴经济体的新增死亡病例反弹 6
图 11： 2021 年以来，美国疫情控制较好 6
图 12： 2021 年以来，以色列疫情加速收尾 6
图 13： 2021 年以来，英国疫情持续改善 6
图 14： 2021 年以来，南非疫情持续改善 6
图 15： 第一波疫情期间，大部分经济体采取硬性封锁 7
图 16： 第 2 波疫情后，采取硬性封锁的经济体越来越少 7
图 17： 学校停课等硬封锁，易对就业市场造成冲击 7
图 18： 第 2 波疫情后，全球硬封锁下的人数不断下滑 7
图 19： 疫苗加速推广下，以色列新增确诊病例快速下滑 9
图 20： 疫苗加速推广下，以色列新增死亡病例快速下滑 9
图 21： 辉瑞新冠疫苗的综合保护效力高达 9 成 10
图 22： 疫苗大规模推广下，以色列居民出行加速正常化 10
图 23： 美国单日疫苗接种量升至 300 万剂附近 10
图 24： 美国累计接种疫苗超 1.5 亿剂 10
图 25： 美国 65 岁以上人口的接种比例已经超 70% 11

图 26: 美国有望在 6 月上旬接近群体免疫目标 11
图 27: 欧盟实际收到的疫苗数量远不及美国 11
图 28: 欧盟每日百人接种量远远落后于美国 11
图 29: 欧盟疫苗接种进度，已落后美国 1 个半月 11
图 30: 欧盟群体免疫时点，或落后美国 1 个季度以上 11
图 31: 新兴经济体能获得的疫苗供应非常有限 12
图 32: 大部分新兴经济体的疫苗接种速度缓慢 12
图 33: 美元指数走势，与美欧疫情形势的变化密切相关 12
图 34: 经济领先指标显示，美元指数已进入强势通道 12
图 35: 伴随美元走强，大部分新兴经济体本币开始贬值 13
图 36: 菲律宾、巴西、韩国股市出现较大调整 13
图 37: 当周，美元、英镑上涨，欧元下跌 14
图 38: 当周，美元指数震荡上涨 14
图 39: 当周，主要国家 10Y 国债收益率普遍上行 15
图 40: 当周，10Y 美债收益率震荡上行 15
图 41: 当周，全球主要股指普遍上涨 15
图 42: 当周，纳斯达克、恒指双双上涨 15
图 43: 当周，WTI 原油上涨，Brent 原油下跌 15
图 44: 当周，COMEX 黄金价格上涨 15
图 45: 美国 3 月非农就业人口大超预期 16
图 46: 美国 3 月时薪同比、周薪同比增速表现分化 16
图 47: 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 创 1983 年以来新高 17
图 48: 美国 3 月新订单、生产、就业分项指数表现亮眼 17
图 49: 美国当周 EIA 原油库存意外减少 17
图 50: 美国当周初请失业金人数创 1 年新低 17
图 51: 欧元区 3 月制造业 PMI 大幅上升 18
图 52: 英国 3 月制造业 PMI 大幅上升 18

表 1: 南非、英国均出现过变异病毒传播 7
表 2: 德国、法国、西班牙均重新提升了防控力度 8
表 3: 拉美及东南亚的主要经济体，也重新收紧了防疫措施 8
表 4: 欧洲、拉美及东南亚的主要经济体，均表示将全力推进、加快疫苗接种工作 9
表 5: 辉瑞、莫德纳等药企纷纷调高对美国的疫苗交付目标 10
表 6: 主要新兴经济体外债偿付压力情况 13
表 7: 海外重点数据发布日期情况 16

1、 全球第 3 波疫情，不会中断经济复苏

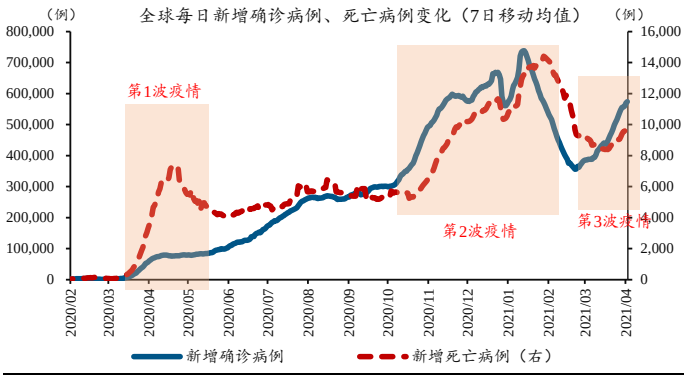
事件：2 月中旬以来，全球暴发第 3 波疫情，新增确诊病例、新增死亡病例双双持续反弹。

资料来源：Our World in Data、Wind

1.1、全球第 3 波疫情，与前 2 波疫情的异同

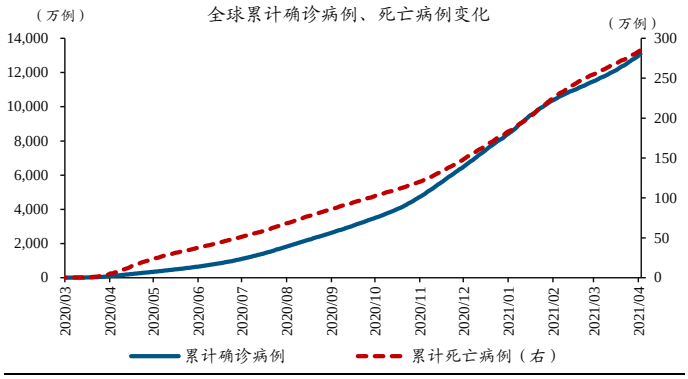
2 月中旬以来，全球疫情又一次“抬头”，新增确诊、死亡病例等持续反弹。自新冠病毒出现以来，全球已分别于 2020 年 3 至 5 月、2020 年 10 月至 2021 年 1 月暴发了 2 波大规模疫情，累计确诊病例先后突破 500 万例、1.1 亿例，累计死亡病例也接连超过 35 万例、200 万例。2021 年 2 月中旬以来，全球疫情再一次出现反弹。其中，新增确诊病例从 35.6 万例/日快速反弹至 57 万例/日，累计确诊病例升破 1.3 亿例；新增死亡病例也从 8400 例/日增至 1 万例/日上下，累计死亡病例升破 280 万例。

图1：2 月中旬以来，全球新疫情又一次“抬头”



数据来源：Wind、开源证券研究所

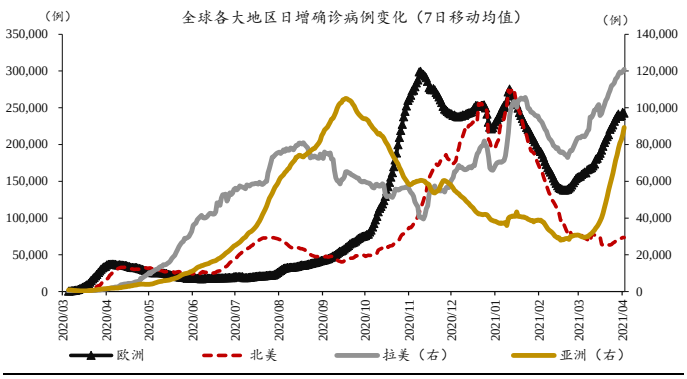
图2：截至 4 月 2 日，全球累计确诊病例已突破 1.3 亿例



数据来源：Wind、开源证券研究所

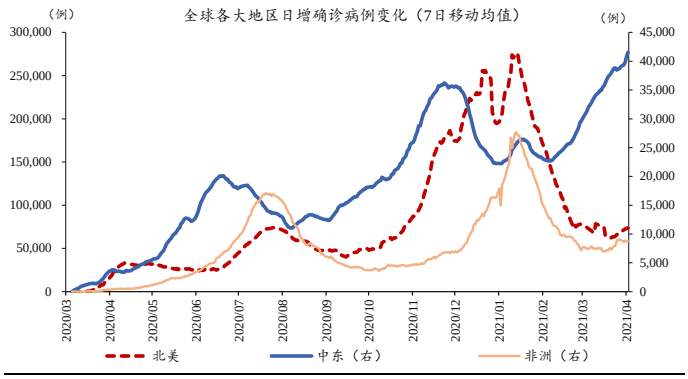
此次疫情反弹，与第 2 波疫情相似，都是在部分地区内出现疫情大面积扩散。全球第 1 波疫情属于无差别式扩散，各大地区均暴发了疫情。全球第 2 波疫情有着较强的区域特征，疫情集中暴发于北美、欧洲、中东地区。与第 2 波疫情相似，全球第 3 波疫情也主要是在亚洲、中东、欧洲、拉美地区内大面积扩散。2 月中旬以来，亚洲、中东、欧洲、拉美，新增确诊病例分别自前期低点大幅反弹 219%、83%、76%、66%。

图3：欧洲、拉美、亚洲的疫情形势大幅恶化



数据来源：Wind、开源证券研究所

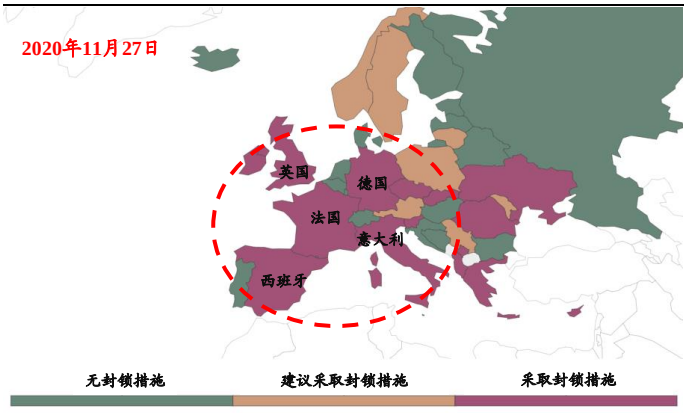
图4：中东地区的疫情形势也大幅恶化



数据来源：Wind、开源证券研究所

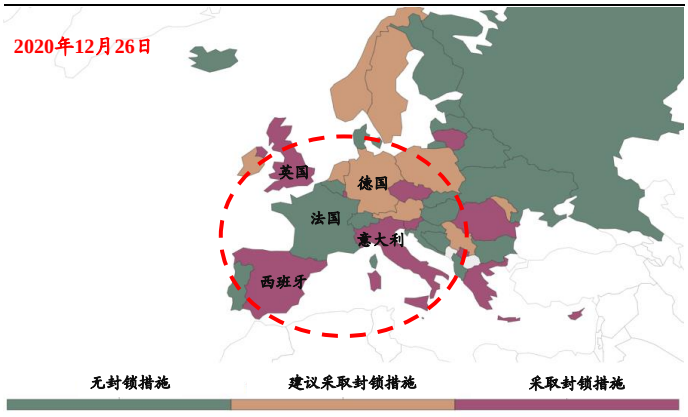
2 月中旬以来，欧洲疫情形势急剧恶化，依然与地区内的部分经济体过快放松疫情防控有关。欧洲地区在 2020 年 10 月已暴发过第 2 波疫情。疫情暴发的原因，是法国、西班牙过早放松疫情防控，病毒重新加速传播；欧洲内部不同国家之间的“不设防”，随后导致疫情在全欧范围内大范围扩散。欧洲第 3 波疫情的暴发原因，与第 2 波疫情相似。法国在圣诞节假期放宽疫情防控，导致疫情率先反弹。随后，欧洲内部人员的高频流动，让疫情从法国快速蔓延至西班牙、德国等其他欧洲国家。

图5：2020 年 11 月底，法国、德国等防疫力度较大



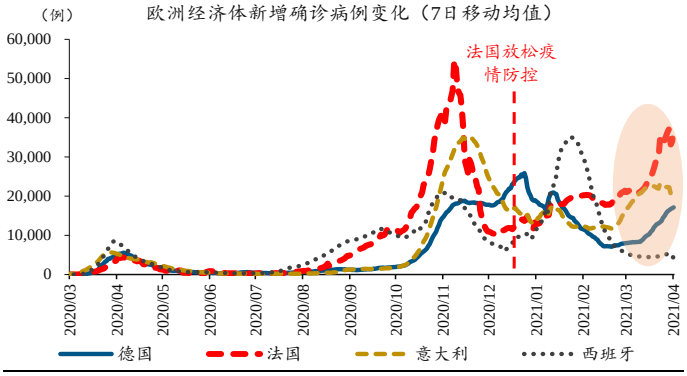
资料来源：Our World in Data、开源证券研究所

图6：2020 年 12 月底，法国率先放松疫情防控



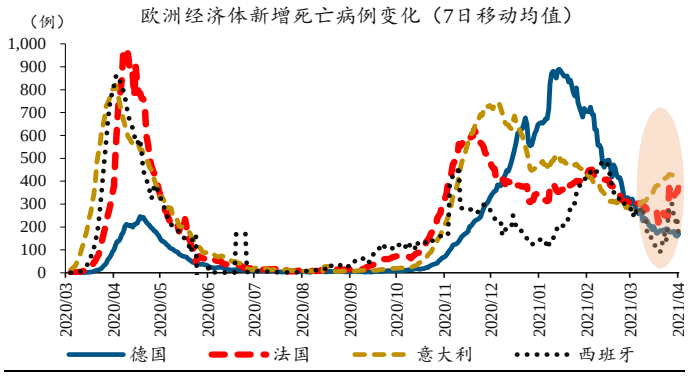
资料来源：Our World in Data、开源证券研究所

图7：2021 年 2 月以来，欧洲新增确诊病例反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

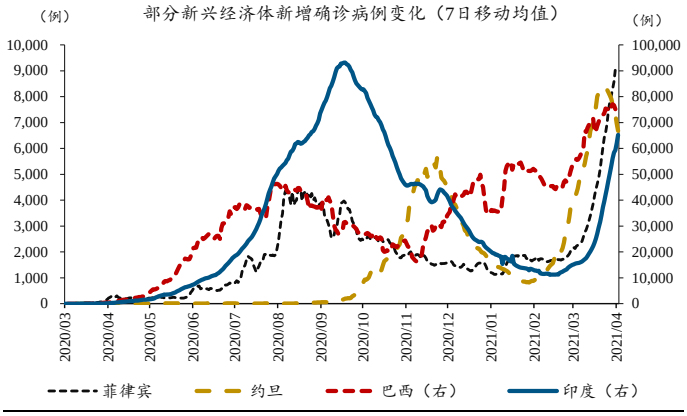
图8：2021 年 3 月以来，欧洲新增死亡病例反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

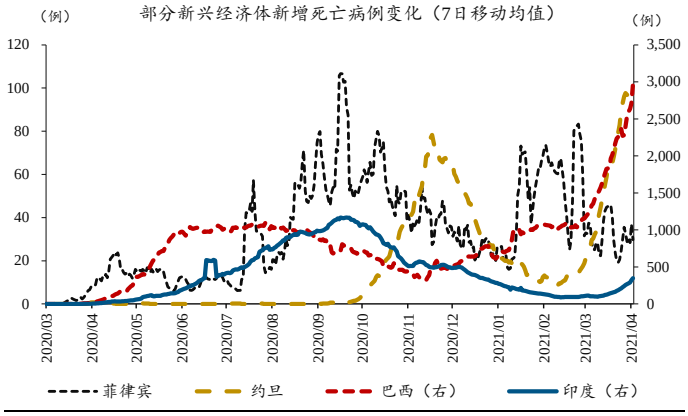
拉美、中东、东南亚等疫情大幅反弹，不仅因为防控松散，还与出现传染性更强的变异病毒有关。相比发达经济体，除中国外的大部分新兴经济体，疫情防控工作普遍较差。以巴西为例，政府不同部门之间缺乏合作、步调不一，疫情防控一直存在巨大隐患。防控的松散，使疫情在新兴经济体内频频反弹。2021 年 2 月以来，传染力更强的变异毒株 P.1 的广泛传播，让巴西等新兴经济体的疫情形势急剧恶化。从巴西的疫情发展来看，在短短一个半月内，新增确诊病例便已经从 1.7 万例/日飙升至 7.5 万例/日。

图9：巴西、菲律宾等新兴经济体的新增确诊病例反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

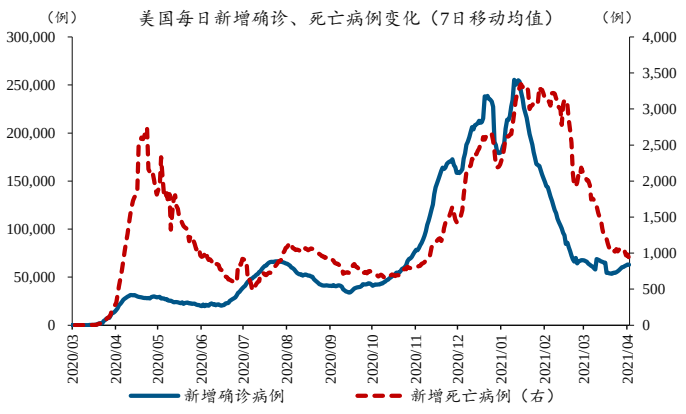
图10：巴西、菲律宾等新兴经济体的新增死亡病例反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

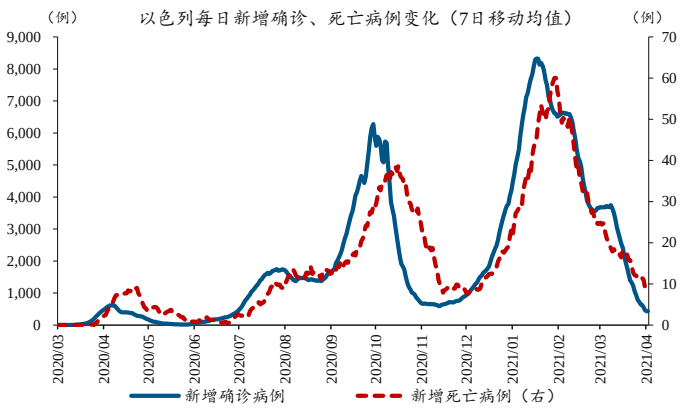
与前 2 波疫情不同的是，美国、以色列，以及此前存在变异病毒传播的南非、英国等，疫情控制较好。美国曾在 2020 年 3-5 月、7-8 月、12 月-2021 年 1 月先后暴发过 3 波疫情，新增确诊病例最高超过了 25 万例/日。但 2021 年以来，在拜登政府全力“抗疫”的支持下，美国疫情持续加速改善，新增确诊病例大幅下降至 6 万例/日左右。除美国外，此前出现过传染力更强的变异病毒的南非、英国，也凭借更好的疫情防控工作，使新增确诊病例持续、大幅下滑。

图11：2021 年以来，美国疫情控制较好



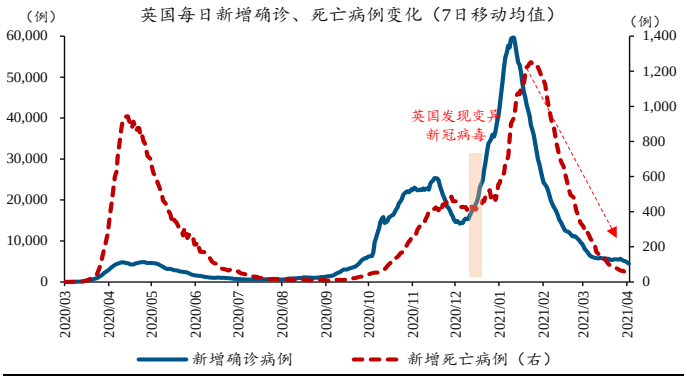
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2021 年以来，以色列疫情加速收尾



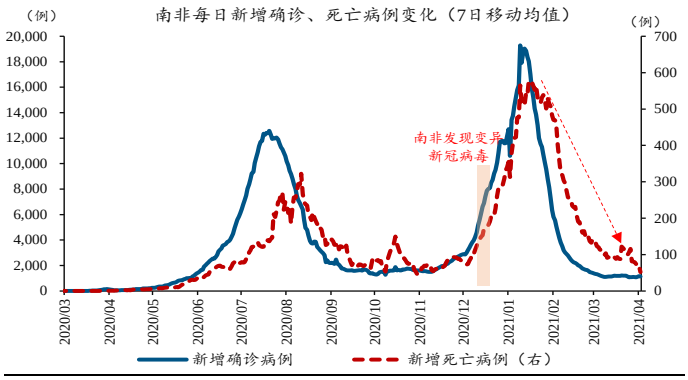
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2021 年以来，英国疫情持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2021 年以来，南非疫情持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：南非、英国均出现过变异病毒传播

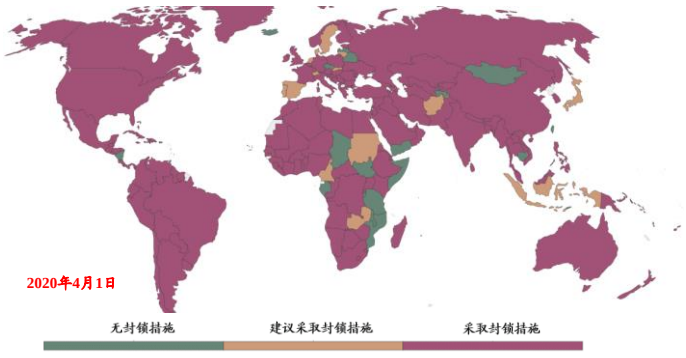
发现时间	变体名称	特性（相较于初始毒株）	传播范围
2020 年 12 月 14 日	B.1.1.7	传染力增强	英国等 114 个国家和地区（仍在扩散中）
2020 年 12 月 18 日	B.1.351	传染力增强	南非等 68 个国家和地区（仍在扩散中）

资料来源：WHO、开源证券研究所

1.2、第 3 波疫情，对全球复苏的影响

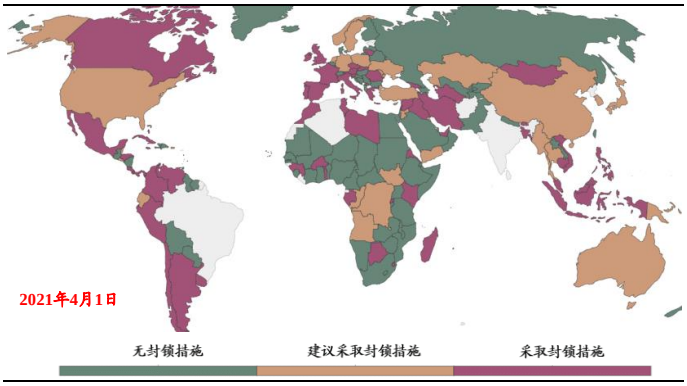
自第 2 波疫情开始，全球主要经济体应对疫情的能力已大幅提升，并且越来越少地实施会严重伤害经济的硬性封锁措施。全球第 1 波疫情暴发后，因对新冠病毒“不了解”、防控经验不足等，全球主要经济体均实施了强制隔离等硬性封锁措施。从效果来看，硬性封锁措施有效地遏制了病毒扩散，但同时也使得各类经济活动陷入停滞、经济快速陷入衰退。为了降低对经济的负面影响，自第 2 波疫情开始，主要经济体纷纷采取戴口罩、核酸检测、小范围精准隔离等灵活高效的防控措施。联合国公布的数据显示，第 2 波疫情暴发以来，全球处于硬封锁状态下的人口数量不断下滑。

图15：第一波疫情期间，大部分经济体采取硬性封锁



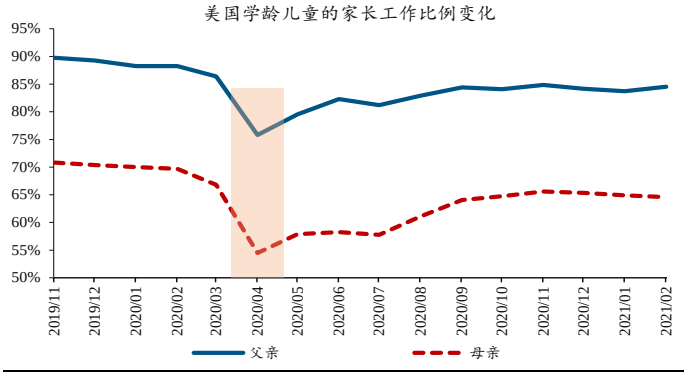
资料来源：Our World in Data、开源证券研究所

图16：第 2 波疫情后，采取硬性封锁的经济体越来越少



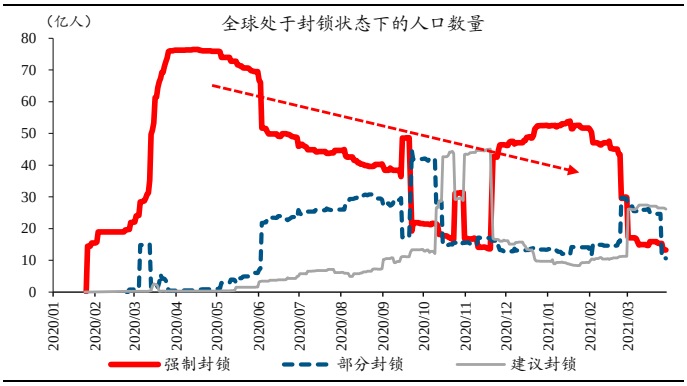
资料来源：Our World in Data、开源证券研究所

图17：学校停课等硬封锁，易对就业市场造成冲击



数据来源：BLS、开源证券研究所

图18：第 2 波疫情后，全球硬封锁下的人数不断下滑



数据来源：UN、开源证券研究所

欧洲疫情再次反弹以来，德国、法国、西班牙均重新提升了防控力度，包括要求佩戴口罩、实施宵禁等。具体来看，德国政府延长现行的软封锁措施至 4 月 18 日，并呼吁民众在复活节假期居家过节；其中，柏林地区要求居民在公共场合必须佩戴 N95 口罩，巴登-符腾堡还实施宵禁等。与德国类似，西班牙也要求所有居民在公共场所佩戴口罩。为了尽可能降低封锁造成的经济伤害等，大部分欧洲经济体未推行学校停课、居家隔离等防控措施。

表2：德国、法国、西班牙均重新提升了防控力度

国家	日期	措施
德国	3 月 23 日	延长现行封锁措施至 4 月 18 日，呼吁民众在复活节假期居家过节。巴登-符腾堡州、图林根州、巴伐利亚州等州实行宵禁。
	3 月 28 日	德国将法国，捷克共和国和斯洛伐克列为疫情高风险地区，经过上述地区的人员在进入德国边境前，需提供 10 天内的阴性新冠检测证明。
	4 月 1 日	德国柏林开始升级防疫措施，具体包括要求人们进入超市和地铁等公共场所必须佩戴 N95 口罩，而非一次性医用口罩。
法国	3 月 20 日	法国 16 个省实施“封城”，包括巴黎大区全部 8 个省、上法兰西大区 5 个省、诺曼底大区 2 个省以及东南部的滨海阿尔卑斯省。
	3 月 31 日	在全国范围实施为期至少 1 个月的封城措施，具体措施包括：白天日常出行限定在住所方圆 10 公里以内，只有出售生活必需品的商店可以营业，每日晚 7 时至次日 6 时实施宵禁，限制跨地区旅行等。
西班牙	3 月 30 日	出于对新冠肺炎疫情之下公共秩序和公众健康的考虑，西班牙已经将欧盟境外旅客的临时入境限制法令延长至当地时间 4 月 30 日。
	3 月 31 日	西班牙所有室内外的公共场所都必须戴口罩。
葡萄牙	3 月 25 日	将国家紧急状态延长从 4 月 1 日至 4 月 15 日。

资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

拉美及东南亚的主要经济体，也重新收紧了防疫措施。拉美方面，阿根廷为了防御变异病毒，暂时暂停了与巴西、智利、墨西哥 3 国的航班，并在布宜诺斯艾利斯省实施宵禁等。东南亚方面，菲律宾暂停了所有外籍人士入境，并暂时关闭了驾校、电影院等。虽然都加强了疫情防控，但上述新兴经济体并未如第 1 波疫情暴发后那样、全面禁止人员流动，封锁措施多为软性封锁。

表3：拉美及东南亚的主要经济体，也重新收紧了防疫措施

国家	日期	措施
阿根廷	3 月 27 日	所有来往巴西、智利、墨西哥 3 个国家的航班将全部停飞。
	3 月 31 日	布宜诺斯艾利斯省内 110 个疫情相对严重的区禁止凌晨 2 时至 6 时的娱乐和商业活动，家庭或社交聚会限制在 10 人以内。
秘鲁	3 月 15 日	凡自英国、南非和巴西始发，或于近 14 日内在上述地区中转、不持秘鲁当地居留的外籍人士，一律禁止入境。
智利	3 月 26 日	智利下令首都圣地亚哥下辖 21 个地区实施全面封锁。
	4 月 2 日	智利将全国的宵禁时间调整为从 21 时至次日 5 时。
菲律宾	3 月 19 日	从 3 月 22 日到 4 月 21 日，外籍人士仍不允许入境。
		处于“一般社区隔离”状态的地区，从 3 月 19 日至 4 月 4 日，驾校、电影院、游戏厅、博物馆和文化中心等将被关闭，社会活动也将被禁止等。

资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

除了加强防疫工作外，欧洲、拉美及东南亚的主要经济体，均表示将全力推进、加快疫苗接种工作。新冠疫苗的入市，是全球防疫战局的重要分水岭。更快、更及时的疫苗推广，将为疫情防控工作提供极大帮助。此次疫情反弹后，欧盟反复强调，要全力推进、加快接种，实现为 70%的成年人接种疫苗的目标。拉美方面，巴西也承诺将把单日疫苗接种量从 30 万剂提升至 100 万剂，努力在 2021 年中前为 25%的人口接种疫苗。东南亚方面，菲律宾也表示，将在 2021 年完成 70%人口的疫苗接种。**（详细分析，请参考我们前期发布报告《疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑》）**

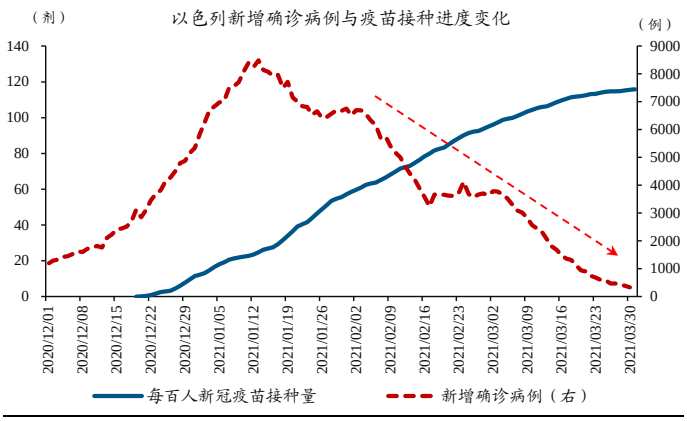
表4：欧洲、拉美及东南亚的主要经济体，均表示将全力推进、加快疫苗接种工作

国家	日期	接种目标
欧盟	2020 年 12 月 28 日	2021 年，为全体成年人接种疫苗
	2021 年 1 月 20 日	2021 年夏季，为 **70%的成年人**接种疫苗
	2021 年 3 月 17 日	全力推进接种工作，实现为 70%的成年人接种疫苗的目标
巴西	2020 年 12 月 31 日	2021 年上半年，为 **5100 万人（约占总人口 25%）**接种疫苗
	2021 年 3 月 24 日	将把疫苗接种速度提升至每日 100 万剂（当前为 30 万剂）
阿根廷	2020 年 12 月 9 日	2021 年 1-2 月，为 1000 万人接种疫苗
	2021 年 3 月 23 日	在接下来 45 天内为 500 万人接种疫苗
菲律宾	2021 年 3 月 1 日	2021 年，为 **7000 万人（约占总人口 70%）**接种疫苗
泰国	2021 年 2 月 20 日	2021 年 2-4 月，为疫情重灾区的高风险人群接种疫苗；5-6 月，为全国所有高风险人群进行 2600 万剂疫苗接种；年底前，为绝大多数泰国民众接种疫苗

资料来源：Wikipedia、开源证券研究所

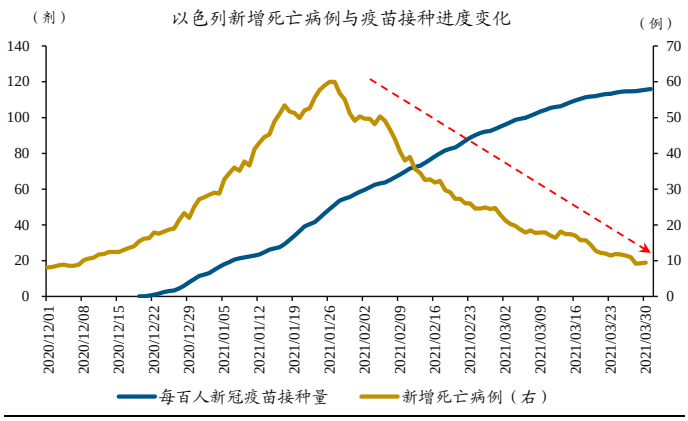
从以色列、美国和英国的经验来看，疫苗的大范围推广能有效帮助控制疫情、大幅减轻医疗系统的负荷，推动经济更快恢复正常。以色列目前疫苗接种率达到每百人 116.2 剂。实际效果来看，无论是预防感染、确诊、住院还是重症，疫苗在以色列表现出 9 成左右的高保护效力。疫苗支持下，以色列新增确诊病例、死亡病例分别从 8300、60 例/日降至 250、10 例/日，现存确诊病例也由 8.3 万例回落至 7000 例以下。目前，以色列已经率先重启经济，各类线下经济活动快速回归正常。与以色列相似，美国、英国的疫情持续改善，也是受益于疫苗的大规模推广。

图19：疫苗加速推广下，以色列新增确诊病例快速下滑



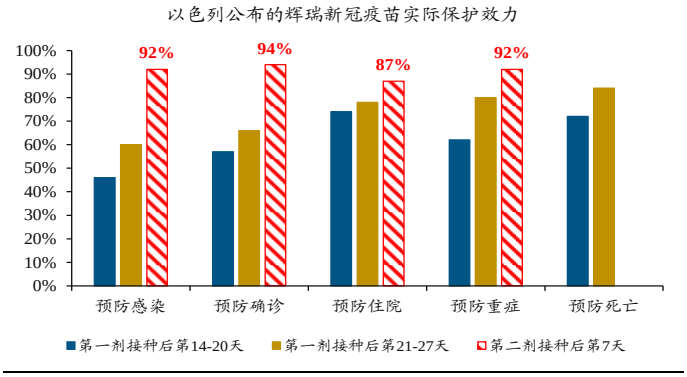
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图20：疫苗加速推广下，以色列新增死亡病例快速下滑



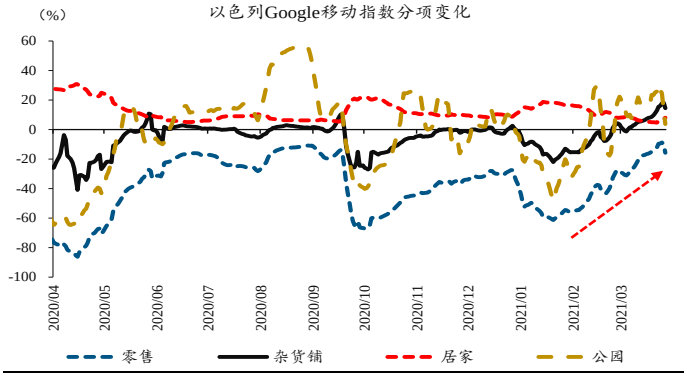
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图21：辉瑞新冠疫苗的综合保护效力高达 9 成



数据来源：NEJM、开源证券研究所

图22：疫苗大规模推广下，以色列居民出行加速正常化



数据来源：Google、开源证券研究所

1.3、第 3 波疫情的演绎方向及市场影响

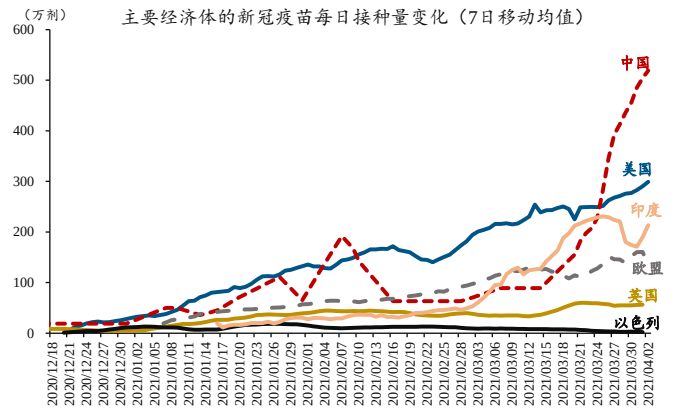
疫苗供应充足及接种速度持续加快下，美国有望在 6 月上旬接近群体免疫目标。作为全球疫苗储备最为充足的国家之一，美国先后获得了辉瑞、莫德纳等多家疫苗厂商的供货承诺，预计于 7 月底前收到 7 亿剂疫苗。同时，截至 4 月 2 日，美国累计接种疫苗已经接近 1.7 亿剂；并且，随着越来越多的连锁药店加入到疫苗接种工作，美国单日疫苗接种量已快速攀升至 300 万剂附近，且仍在不断提升。中性情景下，若单日疫苗接种量稳定在 400 万剂以上，美国将在 6 月上旬完成 70%的人口接种工作。

表5：辉瑞、莫德纳等药企纷纷调高对美国的疫苗交付目标

药企	表态
辉瑞	截至 2 月 20 日，辉瑞公司已经向美国政府提供了 4000 万剂疫苗；有望在 3 月底前向美国政府提供 1.2 亿剂疫苗；预计在 5 月底前供应 2 亿剂疫苗；计划在 7 月底前供应 3 亿剂疫苗
莫德纳	莫德纳公司将于 3 月向美国提供 3000 至 3500 万剂疫苗，此后每月提供 4000 至 5000 万剂；预计在 7 月底之前交付额外 1 亿剂（累计 3 亿剂）疫苗
强生	强生公司承诺，将在 6 月底前向美国政府提供 1 亿剂疫苗

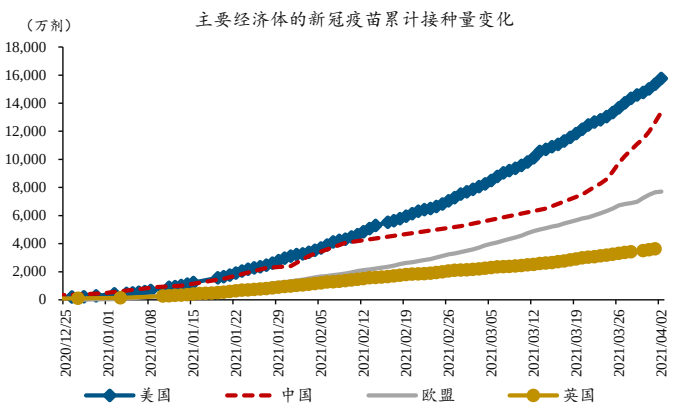
资料来源：Pfizer、Moderna、Johnson & Johnson、开源证券研究所

图23：美国单日疫苗接种量升至 300 万剂附近



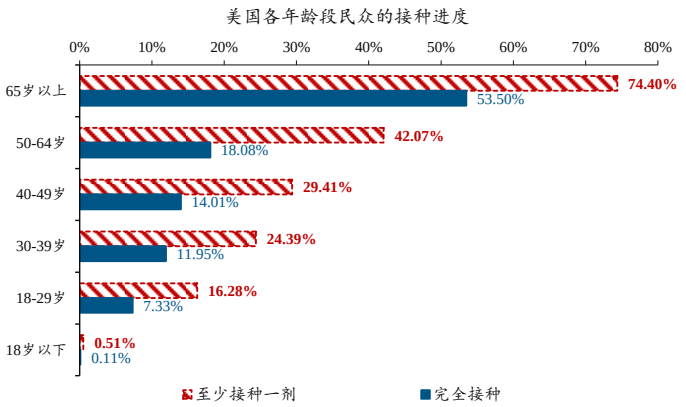
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图24：美国累计接种疫苗超 1.5 亿剂



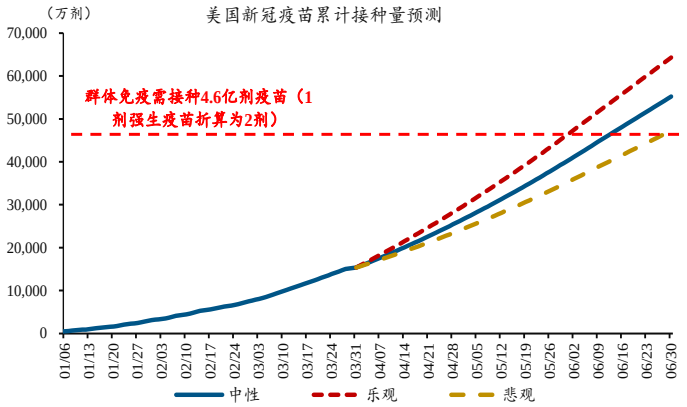
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图25：美国 65 岁以上人口的接种比例已经超 70%



数据来源：CDC、开源证券研究所

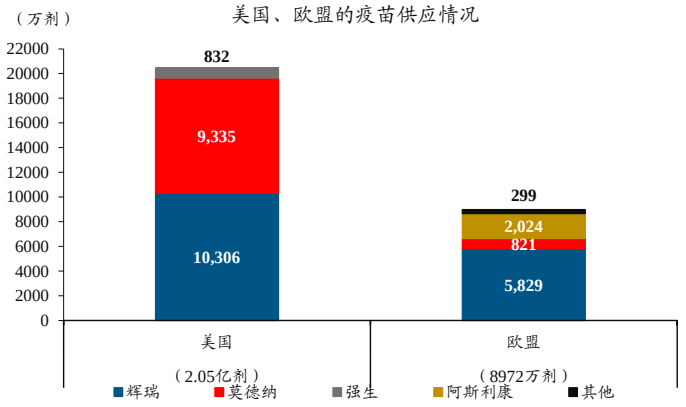
图26：美国有望在 6 月上旬接近群体免疫目标



数据来源：CDC、开源证券研究所

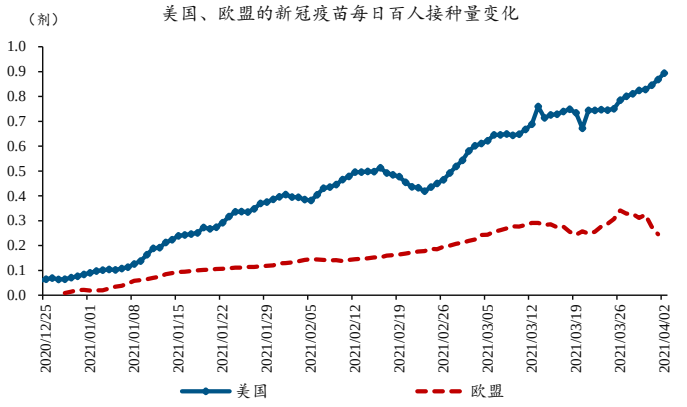
受限于疫苗供应相对不足等，欧盟可能比美国晚最少一个季度，达到群体免疫所需的疫苗接种要求。截至 4 月 2 日，欧盟累计接种疫苗 7700 万剂，接种速度为 135 万剂/日，仅相当于美国 1 个半月前的水平，且与美国的差距在不断拉大。欧盟疫苗推广进程缓慢，一方面与阿斯利康、莫德纳等疫苗交付速度不及预期有关，另一方面也受到阿斯利康疫苗阶段性停用等影响。结合疫苗供应及接种速度来看，欧盟实现群体免疫的时点可能落后美国至少一个季度。

图27：欧盟实际收到的疫苗数量远不及美国



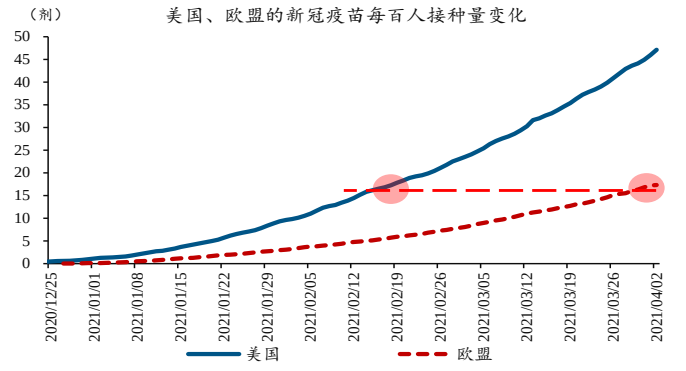
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图28：欧盟每日百人接种量远远落后于美国



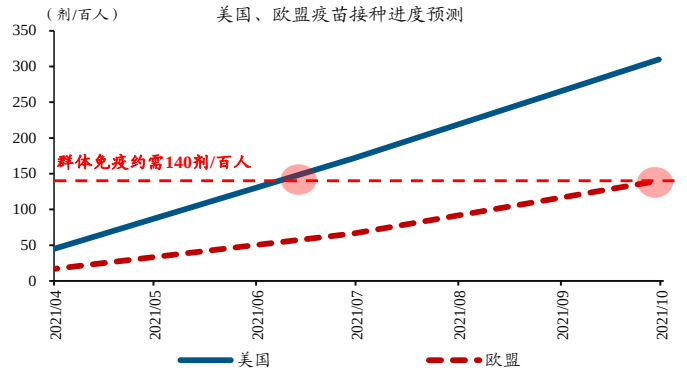
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图29：欧盟疫苗接种进度，已落后美国 1 个半月



数据来源：ECDC、开源证券研究所

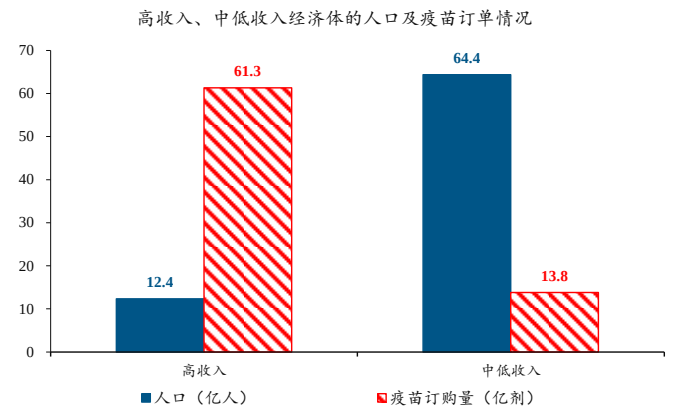
图30：欧盟群体免疫时点，或落后美国 1 个季度以上



数据来源：CDC、ECDC、开源证券研究所

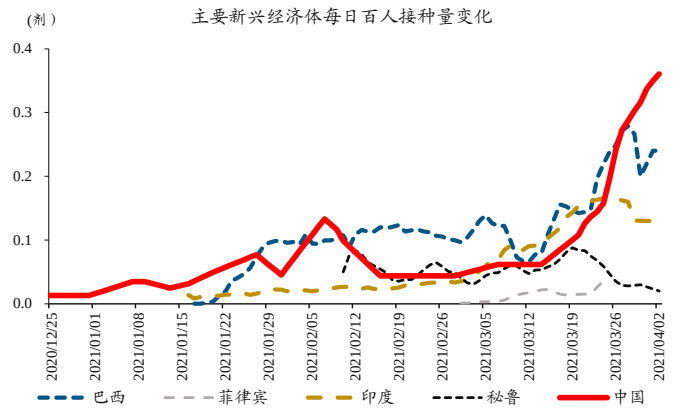
与美、欧相比，由于能获得的疫苗供应非常有限，大部分新兴经济体未来一段时间内疫情反复或仍是常态。从疫苗订单分布来看，绝大部分的疫苗产能已被发达经济体提前预定。例如，美欧等发达经济体虽然合计人口仅 12.4 亿，但已分得 61.3 亿剂疫苗产能。而中低收入的新兴经济体，总计 64.4 亿人口，但只拿下 13.8 亿剂疫苗订单。受限于疫苗供应不足，以及对待防疫工作的态度反复、效率低下等，大部分新兴经济体未来一段时间内疫情反复或仍是常态。

图31：新兴经济体能获得的疫苗供应非常有限



数据来源：Duke University、开源证券研究所

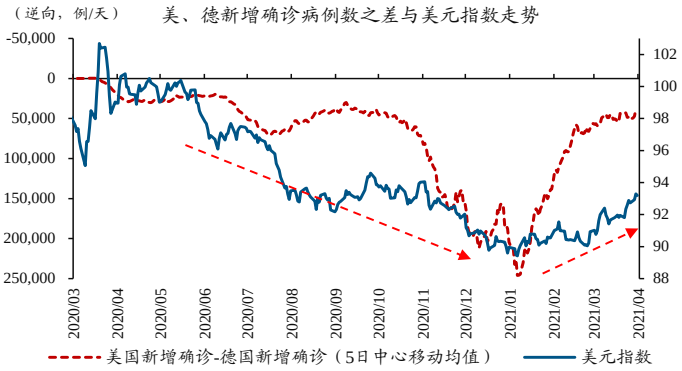
图32：大部分新兴经济体的疫苗接种速度缓慢



数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

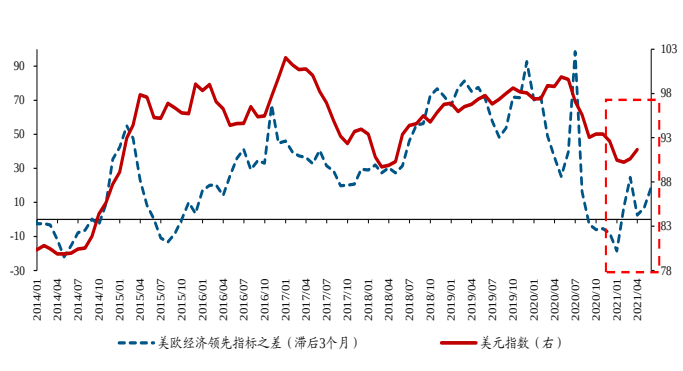
伴随美国疫情有望较欧洲更快收尾、带动美欧“经济差”持续走扩等，美元指数已进入强势通道。由于欧元在美元指数中占比较高，中短期内，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大。2020 年 5 月后，美元指数持续走弱，与美国疫情形势控制差于欧洲、导致经济复苏进程慢于欧洲等紧密相关。而 2021 年初以来，随着美国疫情形势开始加速好转、经济复苏进程逐渐超过欧洲，美元指数自低位大幅反弹。展望未来，伴随美国更快走出疫情、经济修复显著加快，带动美欧“经济差”持续走扩等，美元指数已进入强势通道。

图33：美元指数走势，与美欧疫情形势的变化密切相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：经济领先指标显示，美元指数已进入强势通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

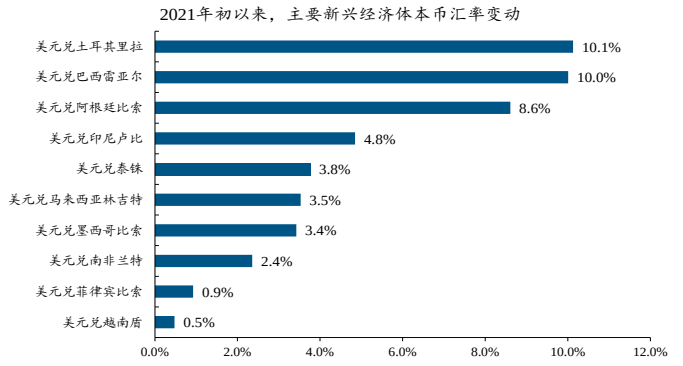
美元走强、资本外流冲击下，需警惕部分外债偿付压力较大的新兴经济体暴露尾部风险。2020 年疫情暴发以来，土耳其、马来西亚等新兴经济体大举外债，衡量短期偿债压力的短期外债占外汇储备比重分别升至了历史峰值的 315%、91%。同时，疫情暴发后的全球大放水，也推动菲律宾、巴西、韩国、印尼等股市的估值升至历史高位。未来一段时间，受美元走强、资金持续回流美国本土等冲击，需警惕土耳其、马拉西亚等外债压力高企的新兴经济体暴露尾部风险。市场估值已达历史高位的菲律宾、巴西、韩国、印尼，因资本外流而面临的调整压力也需要留意。

表6：主要新兴经济体外债偿付压力情况

洲	国家	债务/GDP	外债/GDP	短期外债/总外债	短期外债/外汇储备	经常帐余额/GDP
美洲	巴西	179%	40%	12%	21%	-0.7%
	阿根廷（已违约）	**126%**	**74%**	**19%**	**125%**	**1.7%**
	墨西哥	89%	43%	11%	26%	1.1%
	秘鲁		34%	12%	12%	0.5%
	智利	207%	40%	12%	21%	1.3%
	哥伦比亚	132%	53%	11%	31%	-3.4%
	委内瑞拉（已违约）		**27%**	**26%**	**294%**	
欧洲	**土耳其**	**136%**	**60%**	**31%**	**315%**	**-5.1%**
	俄罗斯	128%	30%	11%	9%	2.7%
亚洲	中国	285%	13%	56%	26%	4.8%
	韩国	257%	32%	30%	37%	4.4%
	印度	178%	21%	19%	20%	1.3%
	马来西亚	**209%**	**67%**	**42%**	**91%**	**4.4%**
	印尼	78%	38%	12%	35%	-0.5%
	泰国	170%	34%	29%	20%	5.7%
	菲律宾		25%	12%	11%	2.5%
	伊朗			52%		

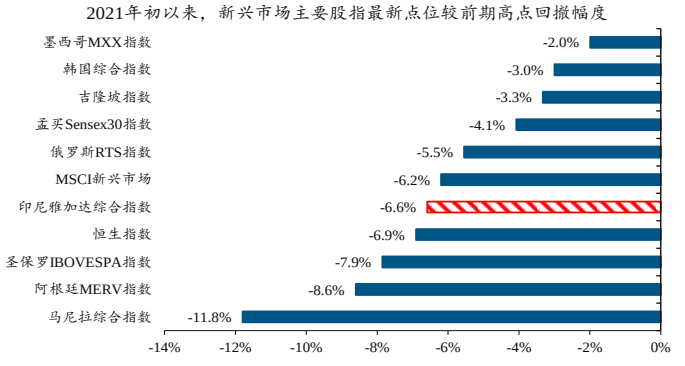
数据来源：World Bank、BIS、Wind、开源证券研究所

图35：伴随美元走强，大部分新兴经济体本币开始贬值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：菲律宾、巴西、韩国股市出现较大调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1） 继 2020 年 3 至 5 月、2020 年 10 月至 2021 年 1 月后，全球疫情自 2 月中旬起再一次反弹，新增确诊病例由 35.6 万例/日大幅增加至 57 万例/日。此次疫情集中暴发于欧洲、拉美、东南亚等地区；与过往不同的是，美国、以色列等疫情控制较好。

（2） 欧洲疫情再次恶化的原因，是法国、西班牙过早放松防控，疫情出现反弹；欧洲内部的人员高频流动，随后导致疫情向全欧扩散。拉美、东南亚疫情恶化，除了因为防控松散外，还与出现了传染性更强的变异病毒有关。

（3） 全球第 1 波疫情暴发后，因对疫情不了解、防控经验不足等，主要经济体均实施了防控效果较好、但对经济伤害较大的硬性封锁措施。然而，自第 2 波疫情开始，随着对疫情了解加深、及防疫经验快速增长，主要经济体纷纷转向实施戴口罩、小范围精准隔离等措施，越来越少地推行硬封锁、尽可能降低对经济影响。

（4） 从曾出现过传染性更强的变异病毒传播的英国、南非，以及美国、以色列的经验来看，维持一定的防控力度、并加快疫苗推广，能有效控制住疫情蔓延。此次疫情反弹后，德国、法国、意大利以及巴西、菲律宾等，已重新加强疫情防控，如要求佩戴口罩、实施宵禁等，并决定全力推进疫苗接种。

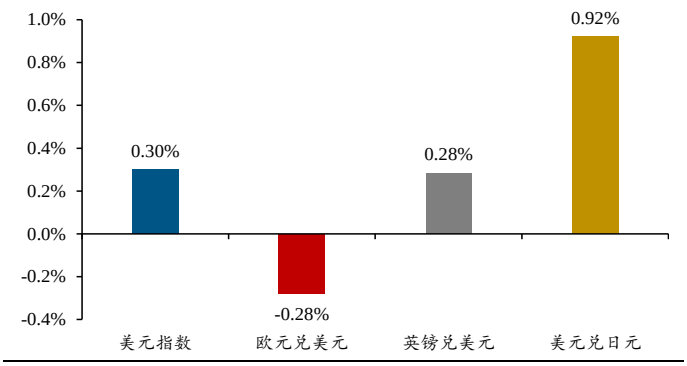
（5） 疫苗供应充足及接种速度持续加快下，美国有望在 6 月上旬接近群体免疫。而受限于疫苗供应相对有限等，欧盟的群体免疫时点要比美国晚最少一个季度。因疫苗供应严重不足，以及对待防疫的态度反复，部分新兴经济体的疫情反复或仍将是常态。

（6） 伴随美国更快走出疫情、经济修复显著加快，带动美欧“经济差”持续走扩等，美元指数已进入强势通道。美元走强、资金回流美国等冲击下，需警惕土耳其、马拉西亚等外债压力大的新兴经济体暴露尾部风险。菲律宾、巴西等估值偏高的新兴市场，面临的调整压力也需留意。

2、 大类资产回溯：美元指数继续走强

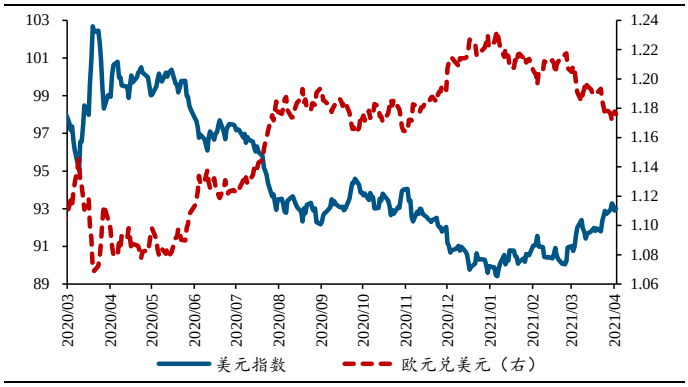
当周（3 月 29 日-4 月 2 日），美元、英镑上涨，欧元下跌。美元指数上涨 0.3%至 93。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别下跌 0.28%、上涨 0.28%至 1.176、1.383；日元汇率下跌，美元兑日元上涨 0.92%至 110.69。

图37：当周，美元、英镑上涨，欧元下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

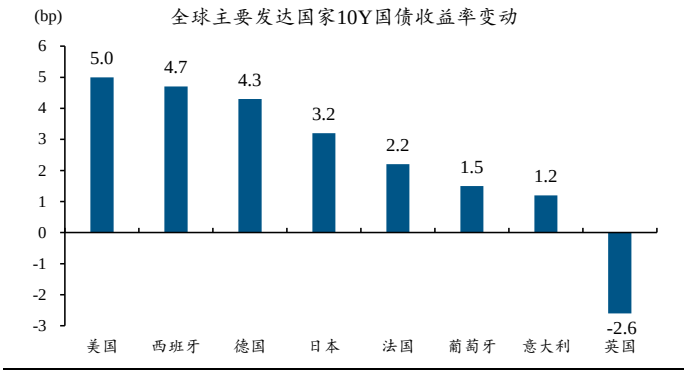
图38：当周，美元指数震荡上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

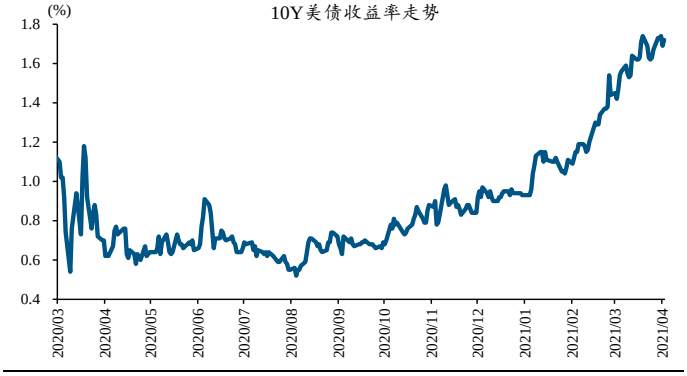
当周（3 月 29 日-4 月 2 日），主要国家 10Y 国债收益率普遍上行。10Y 美债收益率上行 5bp 至 1.72%。其他债市方面，10Y 德、法、意分别上行 4.3bp、2.2bp、1.2bp 至-0.327%、-0.08%和 0.628%。

图39：当周，主要国家 10Y 国债收益率普遍上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

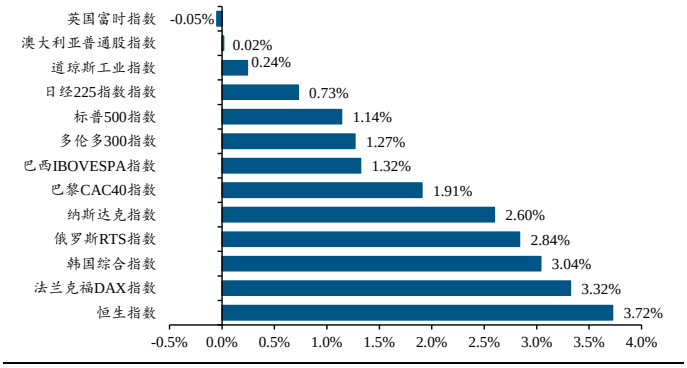
图40：当周，10Y 美债收益率震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

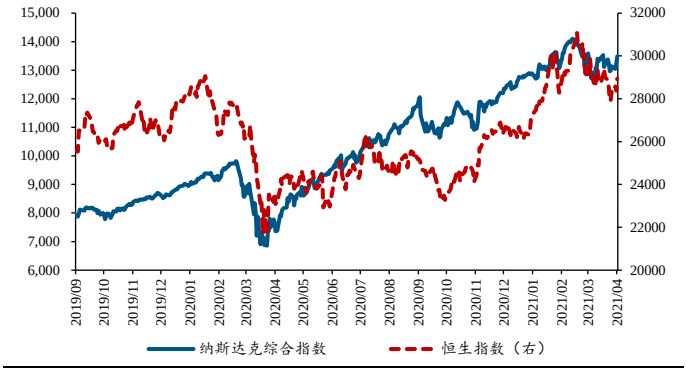
当周（3 月 29 日-4 月 2 日），全球主要股指普遍上涨。美股方面，纳斯达克、标普 500、道琼斯分别上涨 2.6%、1.1%、0.2%。亚洲股指方面，恒指、日经 225 分别上涨 3.7%、0.7%。欧洲股指方面，德国 DAX、法国 CAC40 分别上涨 3.3%、1.9%。

图41：当周，全球主要股指普遍上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

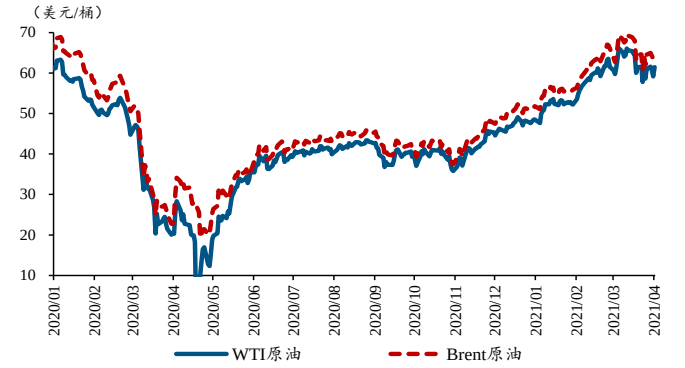
图42：当周，纳斯达克、恒指双双上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

当周（3 月 29 日-4 月 2 日），美油、黄金上涨，布油下跌。原油方面，WTI 原油上涨 0.79%至 61.45 美元/桶，Brent 原油下跌 1.6%至 63.54 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金上涨 0.21%至 1728.8 美元/盎司。

图43：当周，WTI 原油上涨，Brent 原油下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：当周，COMEX 黄金价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重点关注：美国 3 月非制造业 PMI

表7：海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	预测值	前值
美国	4/5	ISM 非制造业 PMI	3 月	59%	55.3%
	4/7	贸易帐(亿美元)	2 月	-703	-682
		当周 EIA 原油库存(万桶)	3 月 26 日	--	-87.6
	4/8	当周初请失业金人数(万人)	4 月 3 日	--	71.9
	4/9	批发销售月率	2 月	--	4.9%
欧元区	4/6	Sentix 投资者信心指数	4 月	6.2%	5%
		失业率	2 月	8.1%	8.1%

资料来源：Wind、开源证券研究所

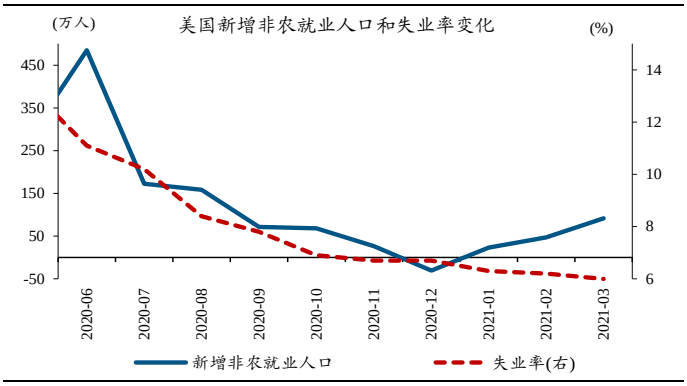
4、 数据跟踪：美国 3 月非农就业大超预期

4.1、 美国数据

4.1.1、 美国 3 月非农就业人口大超预期，时薪同比、周薪同比增速表现分化

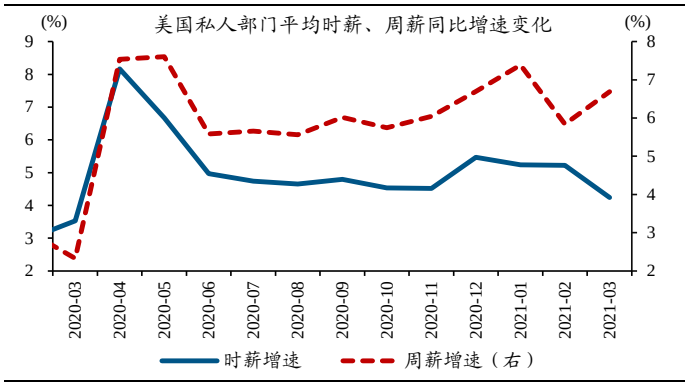
当周（3 月 29 日-4 月 2 日），美国公布了 3 月非农就业数据。其中，美国 3 月新增非农就业人口 91.6 万人，远超预期的增加 66 万人，高于前值 46.8 万人。3 月失业率为 6%，持平预期、前值。薪资增速方面，3 月时薪同比 4.2%，低于前值 5.2%；3 月周薪同比 6.7%，高于前值 5.8%。

图45：美国 3 月非农就业人口大超预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：美国 3 月时薪同比、周薪同比增速表现分化

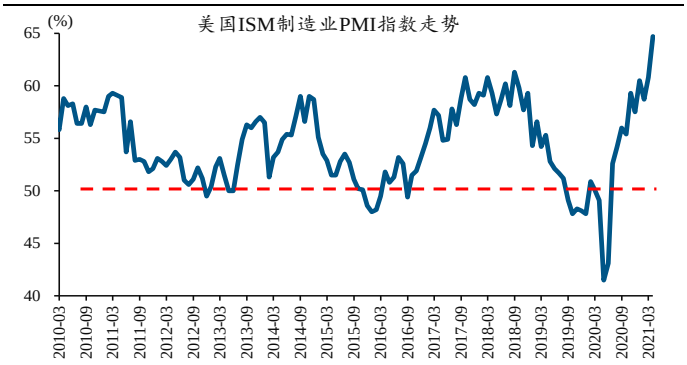


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 创 1983 年以来新高。新订单等分项表现亮眼

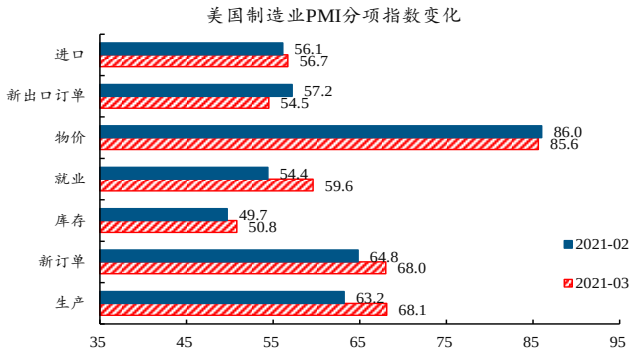
当周（3 月 29 日-4 月 2 日），美国公布了 3 月 ISM 制造业 PMI 数据。其中，美国 3 月 ISM 制造业 PMI 指数由 60.8%升至 64.7%，远超前值 61%，并创 1983 年以来新高。主要分项方面，新订单、生产、就业分项指数表现亮眼。新订单指数由 64.8%升至 68%，生产指数由 63.2%升至 68.1%，物价指数由 54.4%升至 59.6%。

图47：美国 3 月 ISM 制造业 PMI 创 1983 年以来新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：美国 3 月新订单、生产、就业分项指数表现亮眼

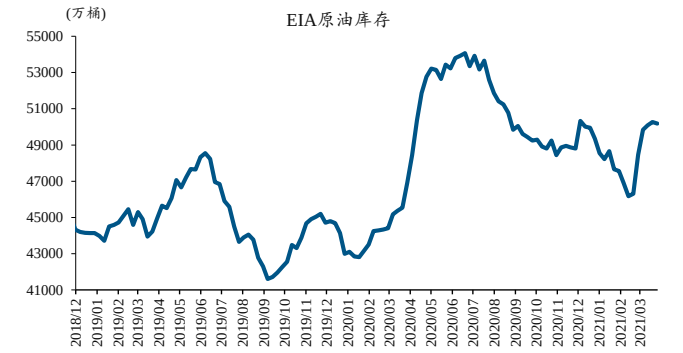


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.3、 当周 EIA 原油库存意外减少，当周初请失业金人数维持低位

当周（3 月 29 日-4 月 2 日），美国公布了 3 月 26 日当周 EIA 原油库存数据、3 月 27 日当周初请失业金人数。其中，美国 3 月 26 日当周 EIA 原油库存减少 87.6 万桶，前值为增加 191.2 万桶，预期为增加 10.1 万桶。美国 3 月 26 日当周初请失业金人数由 68.4 万人小幅回升至 71.9 万人，继续位于近 1 年低位。

图49：美国当周 EIA 原油库存意外减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：美国当周初请失业金人数创 1 年新低



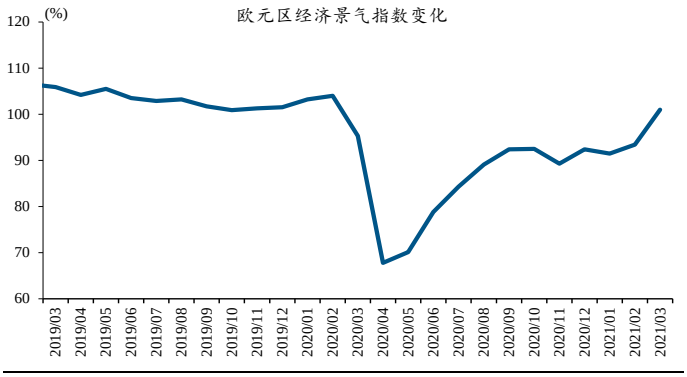
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 欧洲数据

4.2.1、 欧元区 3 月经济景气指数、英国 3 月制造业 PMI 双双上升

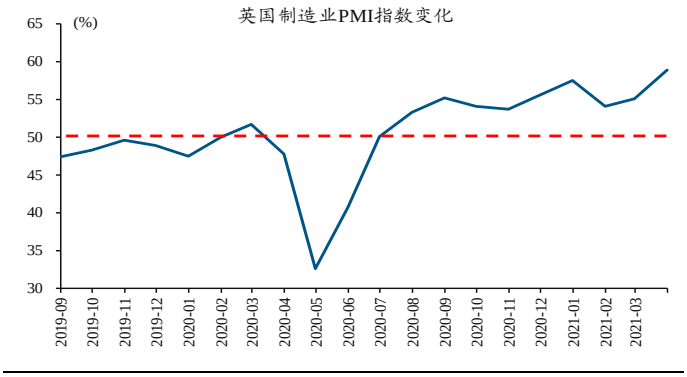
当周（3 月 29 日-4 月 2 日），欧元区公布了 3 月经济景气指数数据，英国公布了 3 月制造业 PMI。其中，欧元区 3 月经济景气指数为 101%，超出预期 95%及前值 93.4%。英国 3 月制造业 PMI 由 57.9%升至 58.9%。

图51：欧元区 3 月制造业 PMI 大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：英国 3 月制造业 PMI 大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

病毒频频突变，导致新冠疫苗失效。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn