# 疫苗对经济复苏和资本市场重要吗？

**—疫苗对经济和资本市场的有效性定性研究**

**引言：**目前，疫苗的进展成为了全球关注的一个重点。从去年以来，疫苗的问世一定程度上改变了市场对于未来经济复苏节奏的预期，认为疫苗的不断推进能够加快经济复苏的步伐；不过，对比接种比例和数量相对较高的国家（分别为以色列和美国），我们发现，疫苗推进和经济复苏的节奏并不对等。疫苗虽然能够对经济带来“有限”提振，但经济复苏的节奏更多取决于政府干预以及经济的内生性动能。**从目前来看，疫苗的进展其实更多的是强化市场流动性收紧的预期。**

**一、疫苗接种赛排名和经济复苏并不完全对等。**从目前全球疫苗接种来看，以色列疫苗接种率完成率较高。但我们认为，对于不同经济体，疫苗效力并不会完全相同。从经济增长来看，虽然以色列等国接种疫苗的进展快于美国，但大部分经济体的复苏程度并不如美国。一方面，相比其他国家，美国封城措施的执行力以及全民佩戴口罩的约束力并不够，经济整体活动虽然放缓但是仍是在进行中；另一方面，我们认为市场上认为“疫苗加快经济复苏节奏”的表述存在些许偏差。

**二、疫苗对经济的影响更倾向于长期，短期为资本市场托底。**疫苗本身不足以对经济形成提振，主要影响在于减少疫情带来的成本压力；对金融市场来看，疫苗能够确保资本市场不会陷入恐慌，从而降低发生流动性危机的概率。相比之下，一国的内生性经济动能和政府的政策干预才是决定经济恢复弹性的主要因素。**从经济内生性动能来看，**虽然美国制造业长久流失，但是疫情利好的产业（金融+科技的组合）确实是美国这几年内生性经济增长的主要动力。**从政府干预来看，**IS-LM 模型意味着当利率降低到“极致”时就是传统货币政策被宣告“无效”时，而量化宽松短期就是绕开了利率渠道，通过资产再平衡改变中央银行资产负债表的结构，主动持有流动性差的资产，为经济注入流动性。另外，量化宽松更是通过预期管理缓解财政刺激带来国债收益率上行。**但是疫苗带来的“附赠优势”也并不可忽视，**拜登的上台其实确实能够通过提高卫生、外交手段来潜移默化地促进本土经济增长。

**三、未来流动性收紧需要通过疫苗带来的“乐观情绪”来兑现。首先，**美国能够在 3 季度左右开始退出量化宽松的条件，主要看疫情对劳动力市场的影响。**其次，**为确保金融市场的稳定，从退出的策略来看，应该是会保持一个循序渐进的过程，遵循自动（数量工具的自动退出）—>主动（货币政策的局部微调）—>全面退出的机制（公开市场出售美联储持有的国债）。**第三，**美联储在本轮退出 QE 时会借鉴 2010 年 QE1 的经验，具体来看：1）与其他国家政策上的互相依存势必会纳入本轮美联储退出 QE 的考虑中。虽然一个国家实施最优的货币政策一定是根据以本国为主经济发展状况来制定的，但是最终是否能够成功还取决于其他国家的配合程度，以及其他国家是否存在抗全球流动性收紧的一个能力。2）劳动力市场中服务业的修复可持续性将代替 08 年房地产指标，成为后续主要关注的重点指标。**从美股来看，**若美联储在退出 QE 之前和市场进行充分的沟通，能够减缓美股大幅调整的风险；但是从高估值方面来看，美股届时仍然承压。

**四、A 股走势上半场看通胀和杠杆率，下半场受海外市场影响加大。首先，PPI 会制约资金利率进一步回落，逐步收敛的可能性加大。**“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”将会进一步体现。**其次，控制杠杆率仍然是金融市场的重中之重，**保持好正常化货币政策空间和处理好防风险之间的平衡仍然是需要关注的。**第三，在做好上半年“维稳”的基础才可以在下半年对抗海外货币政策的转向。**资本流动的逆转和美元汇率的上升轨道均会通过不同渠道对 A 股形成扰动。

**风险提示：**

1、疫情疫苗进展低于预期；2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

# 内容目录

一、疫苗接种赛排名和经济复苏并不完全对等 .....3
二、疫苗对经济的影响更倾向于长期，短期为资本市场托底 .....7
三、未来流动性收紧需要通过疫苗带来的“乐观情绪”来兑现.....13
四、A 股走势上半场看通胀和杠杆率，下半场受海外市场影响加大 .....17

# 图表目录

图表 1：自愿接种率较高的国家居民.....4
图表 2：接种至少一剂 COVID-19 疫苗的人口占总人数的比例.....4
图表 3：完全接种 COVID-19 疫苗的人口占总人数的比例.....4
图表 4：以色列在封城时间段内在诊病例和新增病例均出现回落.....5
图表 5：从政府严格指数来看，美国并不严谨.....6
图表 6：IMF 对全球经济在 2021 年的预测.....6
图表 7：美国的 R&D 依然处于领先的地位.....7
图表 8：美国教育普及程度提高部分弥补了人口回落对经济的负面效应.....8
图表 9：降息后美股并没有回升，直到宣布 QE 股指企稳回升.....9
图表 10：进入流动性陷阱后，通过 IS 曲线才可以对产出形成提振.....9
图表 11：利率零下限后期限溢价的下降会带动整个利率期限结构下降 .....10
图表 12：财政刺激和消费基本存在在时滞性.....11
图表 13：美国前十大贸易出口国.....12
图表 14：冷战结束后，美国各领导对卫生外交的态度.....12
图表 15：BIS 测算的实际失业率在 1 月为 10%.....13
图表 16：失业率已经达到目标，通胀将会加速回升.....14
图表 17：通胀预期进一步回升.....14
图表 18：金融工具的短期流动性预计在 3 月左右到期 .....15
图表 19：美联储在 08 年首先通过减少定期拍卖工具（TAF）来收紧短期流动性.....15
图表 20：2010 年退出 QE1 后，美国房地产销售二次下探.....16
图表 21：QE3 在通过前瞻性指引，美股波动较小.....17
图表 22：DR007 和 PPI 同比整体同步.....18
图表 23：居民中长期贷款和 30 大中城市商品房销售面积均处于高位.....18

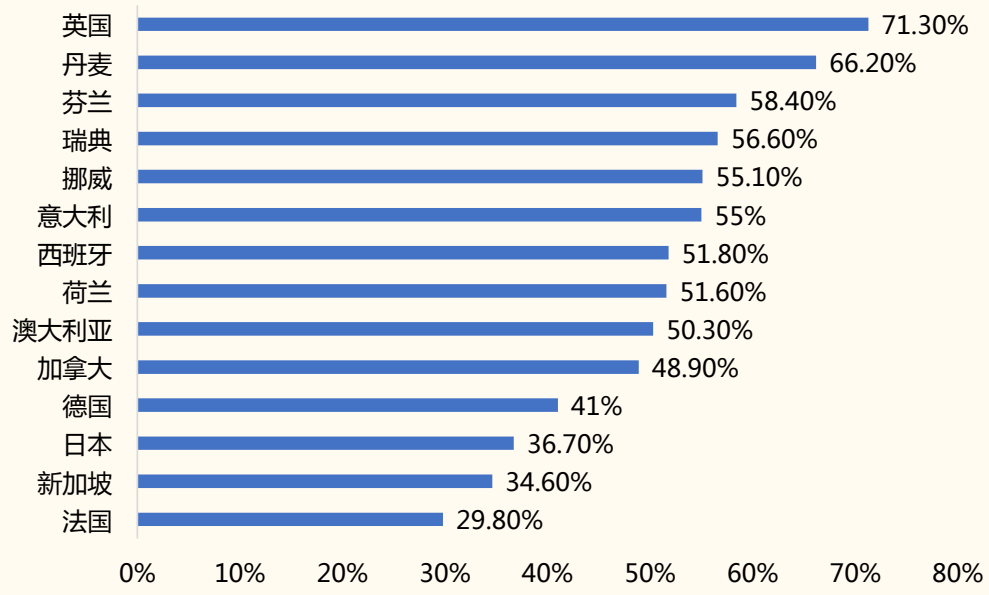
**正文如下：**

**引言：**目前，疫苗的进展成为了全球关注的一个重点。从去年以来，疫苗的问世一定程度上改变了市场对于未来经济复苏节奏的预期，认为疫苗的不断推进能够加快经济复苏的步伐；不过，对比接种比例和数量相对较高的国家（分别为以色列和美国），我们发现，疫苗推进和经济复苏的节奏并不对等。疫苗虽然能够对经济带来“有限”提振，但经济复苏的节奏更多取决于政府干预以及经济的内生性动能。从目前来看，疫苗的进展其实更多的是强化市场流动性收紧的预期。

## 一、疫苗接种赛排名和经济复苏并不完全对等

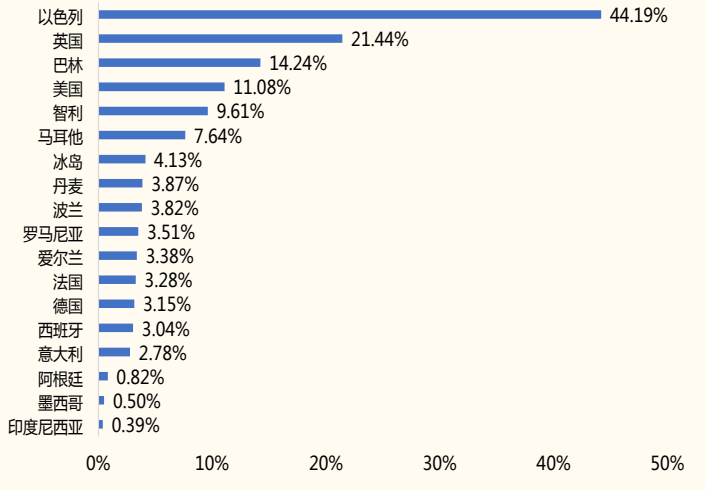
**从目前全球疫苗接种来看，以色列疫苗接种率完成率较高。从至少接种过一剂 COVID-19 疫苗的人口占总人数比例看，**以色列处于领先的位置，截至 2 月 14 日，根据 Our World in Data 数据显示，以色列人口中至少接种过一剂 COVID-19 疫苗占总人口比列为 44.19%，接下来依次为英国的 21.44%、巴林王国的 14.42%、美国的 11.08%和智利的 9.61%；**从至少接种过一剂 COVID-19 疫苗的总人数来看，**美国接种的总人数较高，数据显示，美国中至少接种过一剂 COVID-19 疫苗的总人数为 37.06 百万人，其次分别为英国的 14.56 百万人、以色列的 3.82 百万人、德国的 2.64 百万人和法国的 2.23 百万人；**从完全接种 COVID-19 疫苗的人口占总人数的比例来看，**以色列占比最高为 28.39%、其次分别为美国的 3.91%、马耳他的 3.34%、丹麦的 2.88%和斯洛文尼亚的 2.28%；**从完全接种 COVID-19 疫苗的人口占总人数来看，**美国接种人数最高为 13.08 百万、其次分别为以色列 2.46 百万人、德国的 1.33 百万人、意大利的 1.28 百万人和西班牙的 1 百万人。伦敦帝国理工学院 YouGov Covid-19 行为追踪数据中心收集人们应对 Covid-19 行为的全球见解，这项调查涵盖了从戴口罩到自我隔离、社交距离、症状和测试等公共行为和态度，在“如果本周有 COVID-19 疫苗提供给我，我就会立刻接种”中表示肯定答案的英国占比最高为 71.3%，其次分别为丹麦的 66.2%、芬兰的 58.4%和瑞典的 56.6%。

**图表 1：自愿接种率较高的国家居民**



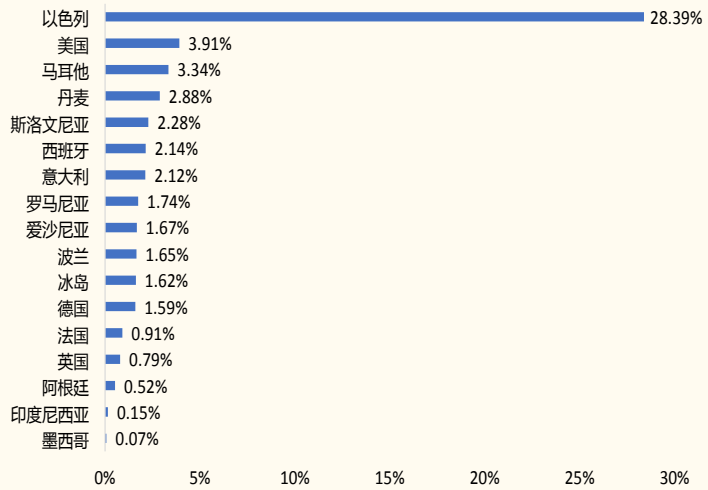

来源：Wind，国金证券研究所

**图表 2：接种至少一剂 COVID-19 疫苗的人口占总人数的比例**




来源：Our World in Data，国金证券研究所

**图表 3：完全接种 COVID-19 疫苗的人口占总人数的比例**



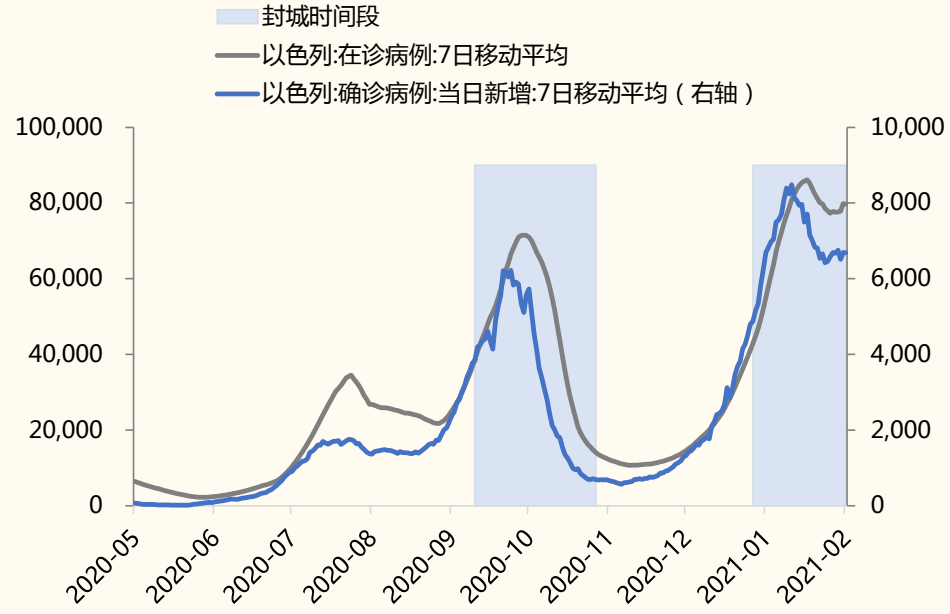

来源：Our World in Data，国金证券研究所

**往后看，疫苗接种赛后续的排名可能会发生转变，且对于不同经济体，疫苗效力其实并不会完全相同。首先，**在供应疫苗的经济体中，由于疫苗的研发以及生产技术要求较高，所以全球疫苗的研发基本一直掌握在少数的西方国家中，若疫苗产量持续不够，即使部分国家接种第一剂人口比例较高，但是可能存在第一剂与第二剂之间的接种疫苗的时间差拉长，而这种拖延的后果尚不清楚。**其次，**疫苗确实有助于降低最初的病毒源感染风险，但是当前英国、南非和巴西等国家已经发现三种具有高度传染性的冠状病毒突变，那么已经接种疫苗的人群对这些变异病毒的抗体仍然未知。**第三，**对于欧元区内的国家，即使德国和北欧地区等国家接种率较高，但是若一旦放宽政策，重新开放跨地域性经济，

人员之间的流动性增加，那么对于未接种疫苗的弱势个人造成的风险将取决于病毒在国内的传播速度，且当前较高阳性病例数量对医疗系统仍然存在巨大的压力。

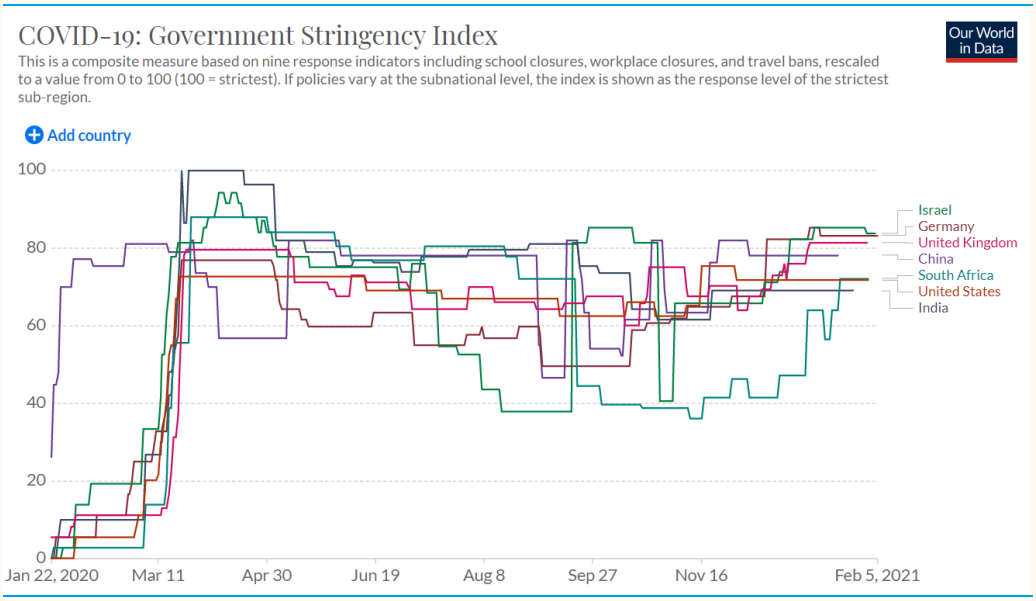
**从经济来看，虽然以色列等国接种疫苗的进展快于美国，但是大部分国家经济体的复苏程度并不如美国。**关于疫苗效力，以色列在最近的报告表明，在接受辉瑞疫苗全面保护的 16.3 万人样本中，只有 31 人被诊断为 Covid-19。根据这个样本，也就是疫苗的有效性达到了 92%，尽管以色列的疫苗接种计划取得了成功，但是大部分接种率比美国高的国家其经济复苏远不如美国。IMF 公布的 2021 年全球实际 GDP 增速中显示，美国的 GDP 增速依然高于大部分主要经济体。我们认为，一方面由于大部分地区像是欧元区和以色列由于在诊病例仍然很高，虽然新增住院人数的总体下降是稳定的，但是封城限制措施进一步被延长，相比之下，美国封城措施的执行力以及全民佩戴口罩的约束力并不强，经济整体活动虽然放缓但是仍是在进行中；**另一方面，我们认为市场上认为“疫苗加快经济复苏节奏”的表述存在些许偏差。**

*图表 4：以色列在封城时间段内在诊病例和新增病例均出现回落*




来源：Wind，国金证券研究所

**图表 5：从政府严格指数来看，美国并不严谨**




来源：Our World in Data，国金证券研究所

**图表 6：IMF 对全球经济在 2021 年的预测**

| 产出（实际 GDP 增长） | 2021 年 | 2022 年 |
|---|---|---|
| **主要发达国家** | **4.3** | 3.1 |
| **美国** | **5.1** | 2.5 |
| **欧元区** | **4.2** | 3.6 |
| 德国 | 3.5 | 3.1 |
| 法国 | 5.5 | 4.1 |
| 意大利 | 3.0 | 3.6 |
| 西班牙 | 5.9 | 4.7 |
| 日本 | 3.1 | 2.4 |
| 英国 | 4.5 | 5.0 |
| 加拿大 | 3.6 | 4.1 |
| **其他主要发达经济体** | **3.6** | 3.1 |
| **新兴市场和发展中国家** | **6.3** | 5.0 |
| **亚洲** | 8.3 | 5.9 |
| 中国 | 8.1 | 5.6 |
| 印度 | 11.5 | 6.8 |
| ASEAN-5 | 5.2 | 6.0 |
| **欧洲** | **4.0** | **3.9** |
| 俄罗斯 | 3.0 | 3.9 |
| **拉丁美洲和加勒比地区** | **4.1** | **2.9** |
| 巴西 | 3.6 | 2.6 |
| 墨西哥 | 4.3 | 2.5 |
| **中东** | **3.0** | **4.2** |
| 沙特 | 2.6 | 4.0 |
| **撒哈拉以南美洲** | **3.2** | **3.9** |
| 尼日利亚 | 1.5 | 2.5 |
| 南非 | 2.8 | 1.4 |

来源：IMF，国金证券研究所

## 二、疫苗对经济的影响更倾向于长期，短期为资本市场托底

**疫苗本身不足以对经济形成提振，对经济的影响主要在于减少疫情带来的成本压力；对金融市场来说，疫苗能够降低发生流动性危机的概率。**当前市场普遍认为疫苗的推出能够使得经济快速恢复，但是我们需要意识到，疫苗本身它并不能够刺激经济重新启动，长期疫情的蔓延已经导致经济的内部结构脱节，疫苗的效力其实就是帮助经济在其整合期内保持连续化，疫苗产生的免疫抗体主要将使限制得以更快地放宽，也让医疗系统能够尽快正常运行，所以疫苗进展推动的乐观情绪一方面可以左右投资者的风险偏好，进而对资本价格形成支持；另一方面也可以转化成为数百万在疫情期间失去工作的人的动力。

**比起疫苗本身，一国的内生性经济动能和政府的干预才是决定经济恢复的主要因素，具体来看：**

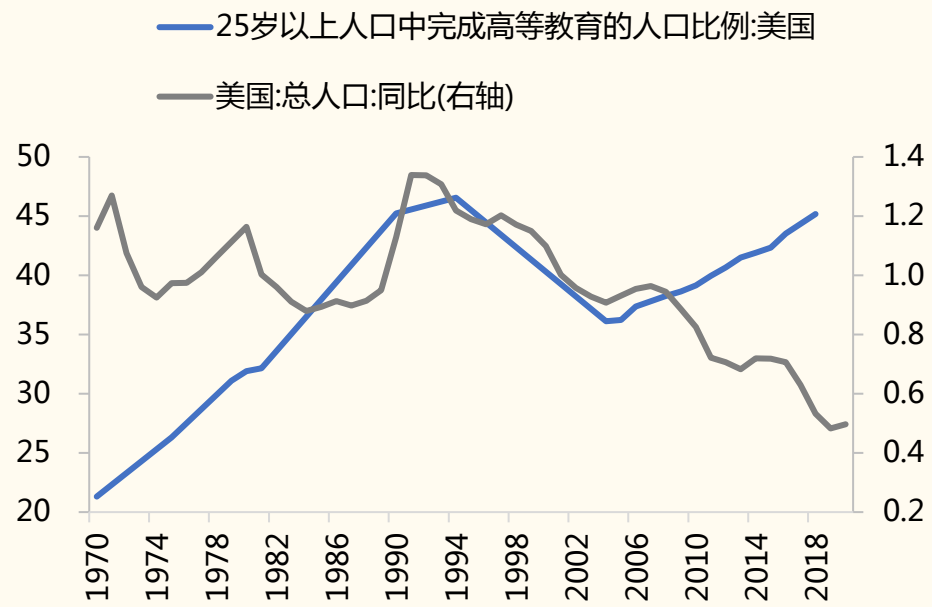
**从经济内部动力来看，虽然美国制造业长久流失，但是疫情利好的产业（金融+科技的组合）确实是美国这几年内生性经济的主要动力。**Solow 提出的新古典增长模型，证明了长期稳定增长，且经济非均衡只是一种暂时现象，强调长期经济增长完全由理论本身的外生因素决定，也就是科技所驱动的，但是这并不能很好地解释 1974-1975 年和 1979-1982 年的经济危机，也就是说经济外生增长模型并不能完全有效地支持经济增长分析领域，也无法很好地解释先进国家和发展中国家的政治引发的经济问题。20 世纪 80 年代，内生增长理论否定了新古典经济增长模型，表示了经济增长可以分为“要素投入的内生增长”和“技术进步内生增长”两种类型，并强调了经济内系统力量决定了经济强度。在时代变迁中，新的经济现象推动资本、劳动力、知识和技术的四要素不断发展，以及互相之前的协同效应也发生了微妙变化，顺应结构增长和实现高质量增长转型成为了国家主要目标方向。进入 21 世纪后，美国本土制造业不断流失，但是研发高新产业依然处于领先地位，近几年中国的崛起虽然对美国形成了一定的挑战，但美国金融和科技领域积累仍然相对雄厚。从劳动力市场来看，虽然近 20 年来，美国人口的同比增长持续回落，但是教育普及率的提高部分弥补了人口回落对技术以及劳动参与率的负面影响。本轮疫情对经济的影响主要集中在制造业、服务业等领域，其实对科技和金融的影响并不大，这也能够解释为何在市场干预后经济内部的弹性依然能够对美国整体复苏形成支撑。

*图表 7：美国的R&D依然处于领先的地位*

| 全球 R&D 支出市场份额（GRED=Gross expenditure in R&D，百万美元） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 国家 | 2018 GRED | Global Share | 2019 GRED | Global Share | 2020 GRED | Global Share |
| 美国 | $568.8 | 24.7% | $596.6 | 25.2% | $609.7 | 25.0% |
| 中国 | $499.6 | 21.8% | $532.8 | 22.5% | $563.7 | 23.2% |
| 日本 | $189.5 | 8.3% | $190.6 | 8.0% | $191.0 | 7.8% |
| 德国 | $126.6 | 5.5% | $128.3 | 5.4% | $130.0 | 5.3% |
| 印度 | $89.2 | 3.9% | $95.8 | 4.0% | $96.5 | 4.0% |
| 韩国 | $89.5 | 3.9% | $90.3 | 3.8% | $92.2 | 3.8% |
| 总共 | $1560.2 | 68.2% | $1634.4 | 68.9% | $1683.1 | 69.1% |

来源：R&D World，国金证券研究所

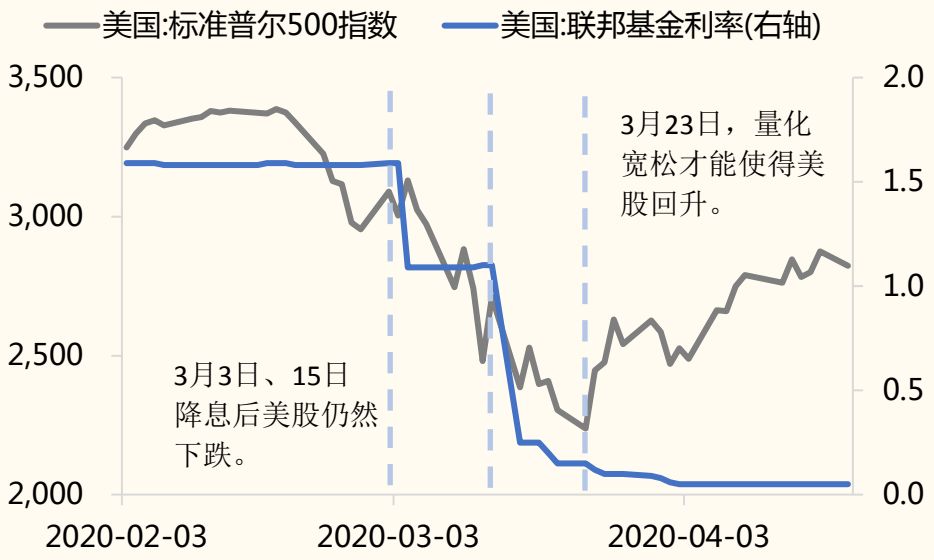
*图表 8：美国教育普及程度提高部分弥补了人口回落对经济的负面效应*




来源：Wind，国金证券研究所

**从政府干预来看，零利率已经无效，量化宽松先做铺垫，财政政策成为了提振经济的主要的“矛”。**当前美国根据新凯恩斯主义经济学的范式来对整体经济进行宏观调控，这意味着通过货币政策对市场经济进行理性预期假设，主张对经济先进行一轮“粗调”，然后利用财政政策对经济进行“精调”。由于货币政策其本身固有的时滞性难以完全匹配当下的经济水平和生产决策，所以货币政策的调整的程度以及方向是美联储对未来的预测来做出判断，而不是当前实际情况。当美联储对未来的判断并不是非常确定的时候，就不会选择大幅降息，而是通过拆分降息的幅度来确保频率的可持续性，这也是货币政策一个内部存在的时滞性。**我们可以注意到在疫情在美国爆发后，**3 月 3 日，美联储紧急宣布降息 50 个 BP，主要是在政治以及经济周期压力下，开启了一个“预防式”的降息，**但是资本市场也开启了急剧下滑，**在 3 月 15 日，美联储直接降息至 0%~0.25%，**资本市场仍然没有企稳回升，而且进一步的下跌。**直到 3 月 23 日，为了缓解市场上出现的流动性紧缩问题，美联储公布了一项大规模的救市计划，推出无上限的量化宽松，**短期的流动性充裕直接刺激资本市场，进而出现企稳回升。**

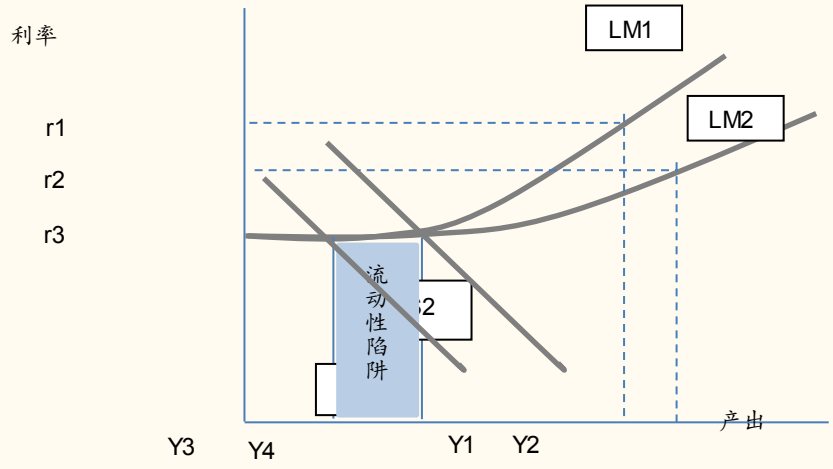
*图表 9：降息后美股并没有回升，直到宣布 QE 股指企稳回升*




来源：Wind，国金证券研究所

**从上述来看，为何联邦基金利率低至 0%，但是却仍然没有办法“救市”？因为当利率降低到“极致”之时就是传统货币政策被宣告“无效”之时。**从传统的 IS-LM 模型来看，假设 LM1 和 IS1 处在一个均衡的位置，每次金融危机之后，美联储都会通过降息的利率渠道来向市场注入流动性，将 LM1 移动到 LM2，利率 r1 自然会回落到 r2，带动投资和消费回升，进一步使得 Y1 回升到 Y2，但是当利率低至 r3 时，便会陷入流动性陷阱，产出对利率存在无线弹性，这意味着货币扩张已经失效了，根据凯恩斯理论，在陷入流动性陷阱的时候，投资者就会认为未来的利率上升而债券价格会回落的预期，开始放弃持有债券而是选择持有货币，在货币需求弹性无限扩张后，利率失去了调节经济的空间和能力，所以后续央行更需要采取包括量化宽松等手段在内的非传统货币政策来实现对经济的扩张，或者通过财政政策的扩张，才能带动产出回升。

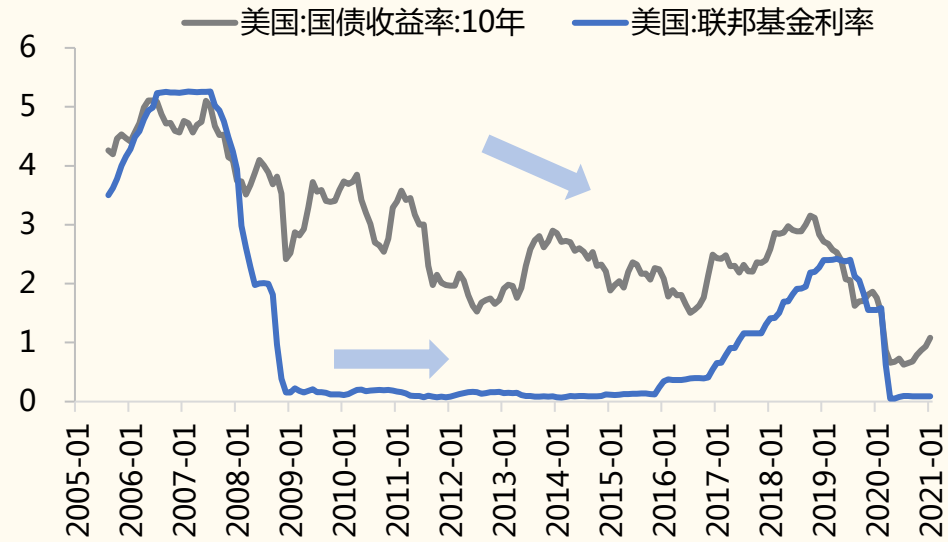
*图表 10：进入流动性陷阱后，通过 IS 曲线才可以对产出形成提振*




来源：Wind，国金证券研究所

**那为何后续美联储的“无上限”量化宽松，能够对市场立即形成提振？其实量化宽松就是绕开了利率渠道，直接对金融市场进行一个援救。**量化宽松货币政策的主导机制中最重要的一个环就是控制资产组合的再平衡，当央行通过公开市场操作将短期利率降低到零之后，零利率会使得短期利率波动的不确定性消除。在市场分割假说中，整个金融市场是被不同期限的债券所分割开来的，利率零下限也会影响期限溢价，期限溢价的下降会带动整个利率期限结构下降，其实就是通过资产再平衡传导机制改变利率期限结构。量化宽松通过改变中央银行资产负债表的结构，主动持有流动性差的资产，在降低利率以外，更大范围的提高了资产的价格，秉承着效益最大化的原则，为经济注入流动性，改变了社会的资产结构，所以能够立即对金融市场形成一个正面的反馈。

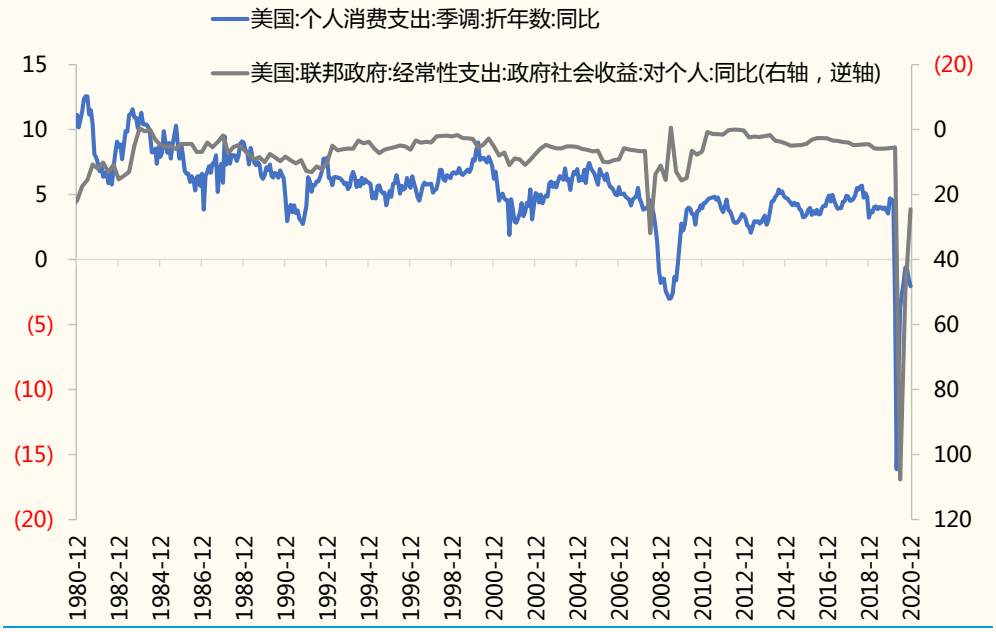
***图表 11：利率零下限后期限溢价的下降会带动整个利率期限结构下降***




来源：Wind，国金证券研究所

**但是后续美联储其实更多的是通过量化宽松来加强财政政策的效力。**资产再平衡效果其实在提振经济短期方面是比较积极的，但是从长期来看，量化宽松主要通过预期渠道缓解财政刺激对国债收益率带来的负面效应。财政支出主要包括购买性和转移性支出，疫情过后，财政部主要通过转移性支出对社会总供求进行调节，进而恢复供需平衡，而发行的大量国债使得市场开始担忧国债价格风险，那么量化宽松则能帮助长端利率保持在低位震荡，抑制国债收益率出现上行趋势，其实就是对冲财政扩张对国债收益率形成的上行压力 ，确保稳定国债的价格和缓解财政部发行国债的压力，来帮助维持财政政策的可持续性。且在经济存在负缺口的情况下，只要推行审慎措施的量化宽松，基础货币和广义货币货币量联动效应就会回落，所以导致购买国债而新买的基础货币没有办法立刻转化成为实体经济所需要的的流动货币，而是在金融部门中沉淀，也可以避免传统通胀的大幅上行。

**图表 12：财政刺激和消费基本存在在时滞性**



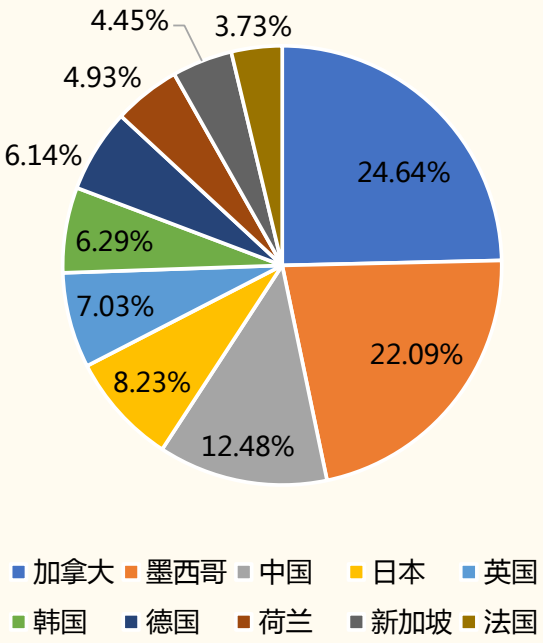

来源：Wind，国金证券研究所

**但是疫苗带来的“附赠优势”也不可忽视，其通过减少全球应对疫情的成本，来提高全球经济复苏步伐。**疫苗竞赛加剧了全球范围内的民粹主义和保护主义情绪，可能导致 COVID-19 疫苗分配不均，使得部分综合实力相对较弱的国家面临科技和资金的两大缺口。根据美国兰德公司测算，如果最贫穷的国家无法获得疫苗，全世界每年仍将损失约 1 530 亿美元的国内生产总值，其中欧盟每年将损失约 400 亿美元、美国可能损失 160 亿美元、英国的损失在 20 亿至 100 亿美元之间，所以仅给部分高收入国家的人群接种疫苗不足以能够使得一国经济完全恢复到疫情前的财务情况。一方面是由于疫情的蔓延，来自中低收入国家的外国需求较低，进而拖累了接种率较高国家的出口；另一方面有些关键部门将无法完全恢复，譬如旅游业、酒店业和交通运输业，这些部门需要依靠全球联动来发挥全面作用，疫情对这些行业的持续性影响延长了全球应对 COVID-19 的经济成本。相对的，如果世界上最贫穷的国家能够平等获得开发的 COVID-19 疫苗，所有国家都将在经济上受益，高收入国家在供应疫苗上每花费 1 美元，将得到约 4.8 美元的回报。

**美国总统从特朗普到拜登的切换，能够使得美国后续在疫苗方面提高卫生外交手段，也会潜移默化地促进美国经济增长。**从美国对全球卫生外交战略历史来看，二战前，全球外交被认为是维护经济利益的主要方式；二战后，为了避免世界再次陷入恐慌，美国和苏联开启了冷战时期，而在该时期全球卫生外交成为了抑制苏联的一个手段，虽然卫生和安全议题仍然存在着一定的互动，但是卫生议题通常被视作“非传统”安全领域，就是被规划在低级的政治领域，并不会给经济带来过多的政治资源和利益。但是随着冷战的结束，全球一体化的过程中卫生问题逐渐深化成为“全人类安全”和“全球安全”的标志，卫生和安全之间的互动也进一步更加紧密，推动卫生问题进入了高级政治领域。尤其是从克林顿时代开始，对传染性疾病的重视程度进一步上升，在 2000 年的《国家安全战略报告》中表示在发展中国家爆发的传染病危机对美国的间接影响是不可忽略，呼吁国际社会共同应对传染病的威胁。2014 年 2 月在奥巴马政府下美国提出全球卫生安全议程（GHSA），受到了全球大部分成员国的肯

定，致力于双边和多边合作。但 2019 年特朗普政府发布了全球卫生安全战略（GHSS），不仅减少了对 GHSA 的预算，更表示贯彻“美国优先”的主要思想，将美国的传染预防放置在首位，提升国内的危机应对能力作为优先目标。拜登上台之后便宣布加入世界卫生组织的“新冠肺炎疫苗实施计划”，坚持以“推动多边努力”遏制新冠疫情蔓延，扭转了特朗普之前的立场，开启了一个卫生外交的新时代。美国出口商品近 2/3 的增加都是通过主要贸易伙伴贡献的，虽然全球卫生外交不能直接对美国的出口贸易形成拉动，但是确实是能够通过人道主义危机应急响应以及提供基础卫生设施等手段减少全球卫生问题对经济的负面影响，进而间接地促进本土经济增长。

**图表 13：美国前十大贸易出口国**




来源：Wind，国金证券研究所

**图表 14：冷战结束后，美国各领导对卫生外交的态度**

| 总统 | 颁布法案 | 具体内容 |
|---|---|---|
| 克林顿政府 | 国务院《美国国际事务战略计划》 | 表示在其他国家发生的传染病与美国的利益有直接联系。艾滋病问题进入了安全领域，美国在国家安全委员会中增加了一名卫生问题专家。 |
| 小布什政府 | 防治艾滋病紧急救援计划（President's Emergency Plan For Aids Relief） | 美国不仅在筹资方面发挥领导作用，而且通过将各项防治艾滋病的全球行动纳入一套有统一领导的一体化方略，从根本上改变了与这种疾病做斗争的方式。 |
| 奥巴马政府 | 全球卫生倡议（Global Health Initiative）、全球卫生安全议程（Global Health Security Agenda） | 主张美国要正面应对传染病威胁，并采取积极的行动。支持卫生援助，并积极参与多边合作。GHI 对卫生援助进行了大规模投入，囊括了美国 80%的全球卫生安全投入。 |
| 特朗普政府 | 全球卫生安全战略（Global Health Security Strategy） | 确认美国政府将预防、监测和应对传染病威胁，继续支持 GHSA，但是美国将关注国内的传染病防卫，减少了 GHSA 的预算，并将国内的传染病防御置于首位。 |

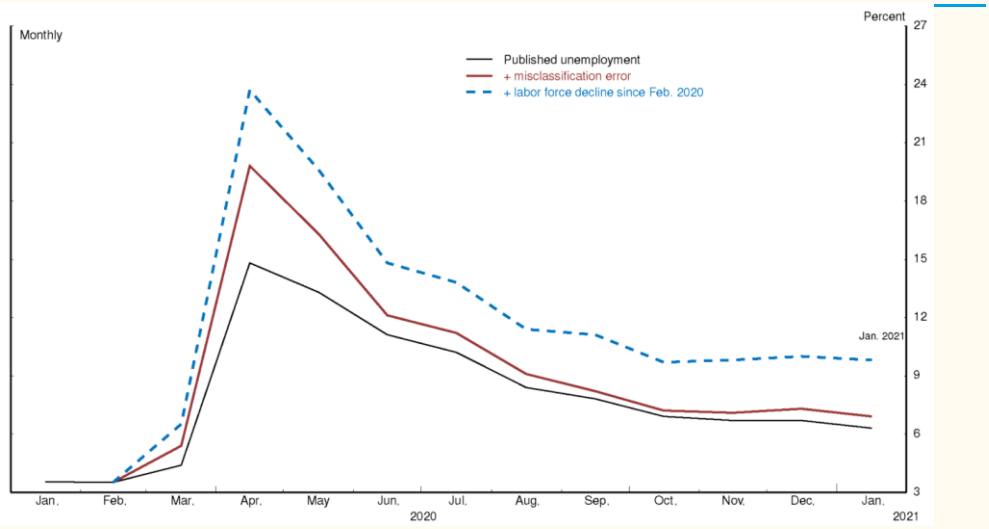
来源：国金证券研究所

## 三、未来流动性收紧需要通过疫苗带来的“乐观情绪”来兑现

疫情对不同经济体的影响并不完全相同，虽然整体全球复苏向好的方向并不变，但是目前不只是美国境内复苏呈现“K”型复苏，全球经济的复苏分化其实也所有加大，部分经济体 GDP 同比增速已经由负转正或者跌幅收窄，但是也存在一部分经济体 GDP 增速跌幅进一步扩大，那么在面临情况多样复杂的背景下，目前市场上关注的是美联储何时会退出量化宽松？以及会采用什么样的退出机制？对美股的影响有多大？

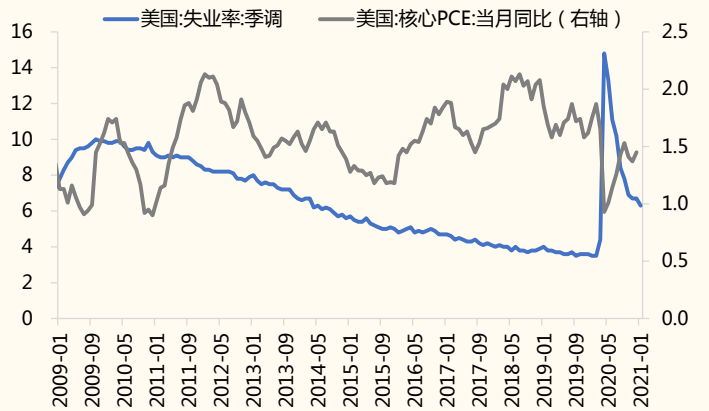
**美国能够在 3 季度左右开始退出量化宽松的条件，主要看疫情对劳动力市场的影响。**从历史上看，退出货币政策宽松所具备的条件通常包括：1）需求的增长是否是可持续性的；2）就业状况是否出现明显好转；3）通货紧缩的压力是否消除，或者是否存在通胀超预期；4）财政赤字率是否超警戒线。**从需求的可持续来看，**其实就是疫苗的进展，我们认为美国后续疫苗的接种率应该会有所提速，预计在夏季左右，便可以基本达到一个群体免疫的效果，所以疫苗的进展其实也成为目前美联储能够收紧货币政策的充分必要条件，**结合通胀和劳动力市场来看，**伯南克时代认为当失业率低于 6.5%以下，通胀上升至 2%-2.5%，量化宽松便存在可退出的条件。鲍威尔表示虽然 1 月非农失业率为 6.3%，但是新冠肺炎期间公布的失业率大大低估了劳动力市场的恶化情况，真实的失业率应该在 10%。美国核心 PCE 在去年 12 月上升至 1.5%，虽然高于预期，距离 2%的目标却也存在一定的距离。但最近通胀预期又出现了一轮比较强的走势，主要是财政刺激的落实以及对疫苗的乐观情绪上行，那么一旦美国疫苗接种速度加快，一方面有望逐步带动前期累积的消费需求回升（特别是服务消费会出现补偿式增长），另一方面疫苗的接种会使得休闲酒店娱乐的就业缺口得以改善，所以 2 季度通胀和劳动力市场有望加速修复。**从财政赤字率来看，**随着财政刺激的一轮又一轮落实，美国在去年三季度的未偿还公共债务占美国 GDP 已经高达 28%左右，远超过了国际上统一的 20%左右的安全警戒线。

*图表 15：BIS 测算的实际失业率在 1 月为 10%*



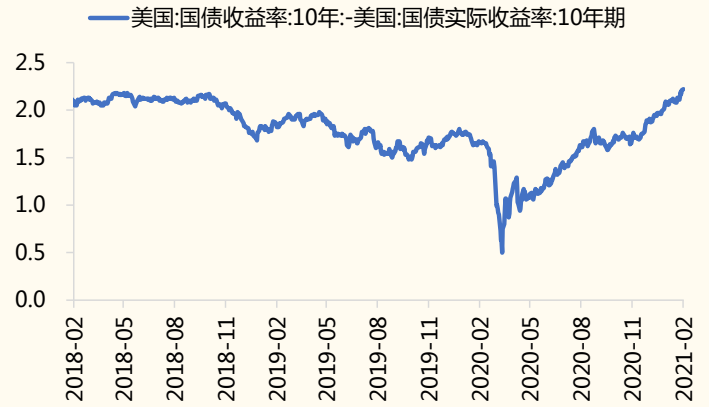

来源：国金证券研究所

**图表 16：失业率已经达到目标，通胀将会加速回升**




来源：Wind，国金证券研究所

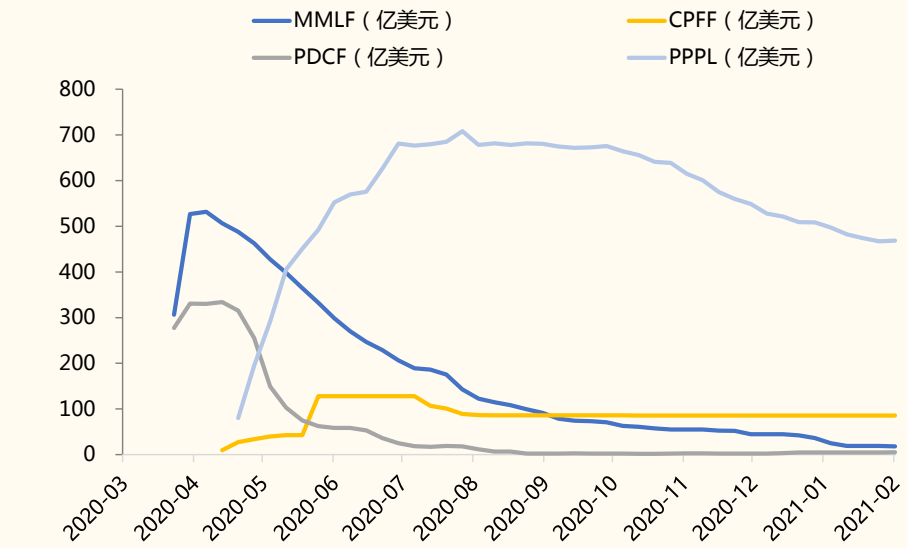
**图表 17：通胀预期进一步回升**




来源：Wind，国金证券研究所

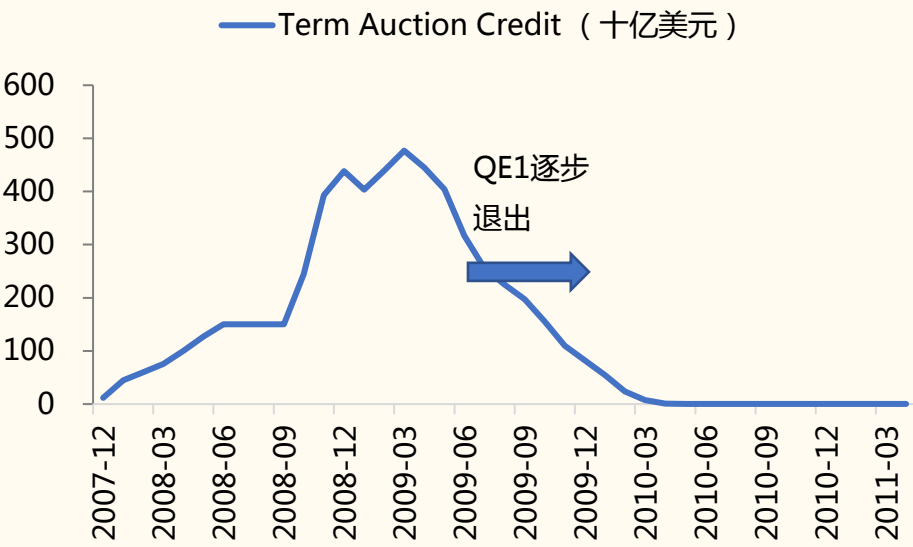
**为确保金融市场的稳定，从退出的策略来看，应该是会保持一个循序渐进的过程，遵循自动—>主动—>全面退出的机制。**量化宽松除了拉低美国国债的收益率曲线，另外会缩小风险资产和无风险资产美国国债之间的风险或者流动性差，所以量化宽松的退出在回收市场的流动性之外，还需要防止央行负债表的不平衡，和政策的退出导致经济再次出现衰退和金融市场巨大波动。我们预计未来美联储会先退出流动性计划，然后通过调整相应的政策工具来调整资产负债表，然后最后退出资产购买计划。从 08 年的经验来看，**首先**是从数量工具的自动退出，其中定期拍卖工具（TAF）、TSLF 期权拍卖频率降低、CPFF、PDCF、AMLF 等工具到期停止续做。虽然本轮疫情并未完全覆盖 08 年金融危机的工具，但是也运用商业票据融资便利（CPFF）和一级交易商信贷机制（PDCF）等原来使用过的金融工具，并在此基础上创新了新的一级市场公司信贷机制（PMCCF）和二级市场信贷机制（SMCCF）。目前美联储官网显示对 CPFF、PDCF 和 MMLF 等金融工具延长至 2021 年 3 月，那么等部分工具到期后应该就会不再续作，短期流动性可以直接逐步自动收紧。**第二步**就是主动退出，在这个时间段就是对货币政策的局部微调，通过提高商业银行法定存款准备金比例，公开市场回购和窗口指导以控制美联储资产负债表扩张和降低对通胀的预期。**第三步**就是全面的退出，当经济出现明显的企稳回升时候，美联储通过选用公开市场出售美联储持有的国债，运用财政部发行短期票据回笼资金和补充融资机制（SFP），通过逆回购协议回收银行准备金和其他金融机构体内多余的流动性，以此回收部分的超额准备金。

**图表 18：金融工具的短期流动性预计在 3 月左右到期**




来源：Wind，国金证券研究所

**图表 19：美联储在 08 年首先通过减少定期拍卖工具（TAF）来收紧短期流动性**




来源：Wind，国金证券研究所

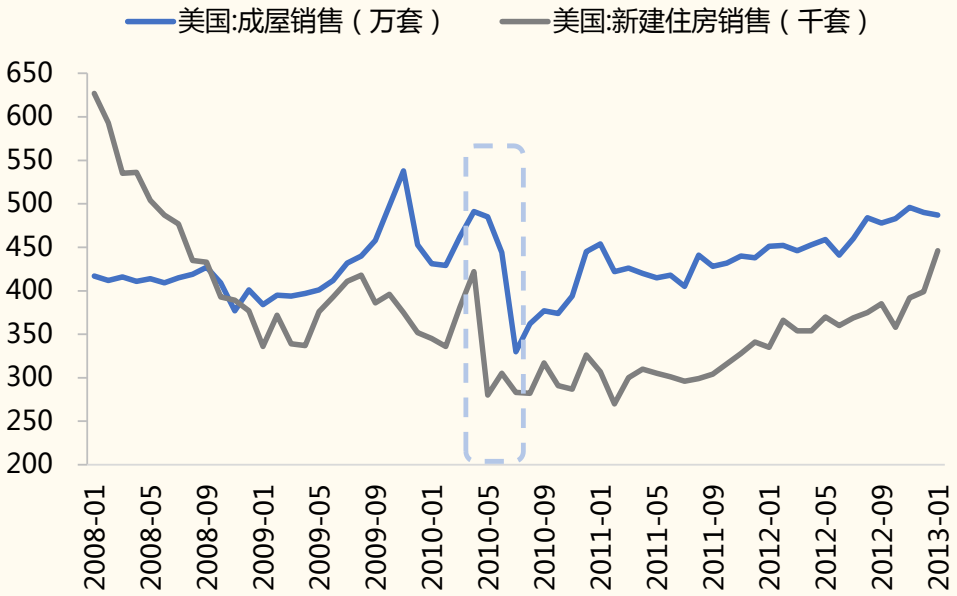
目前在“预算和解”程序的推动之下，拜登推动的 1.9 万亿美元财政刺激计划将大概率通过，具体落地的时间点或在 3 月份，那也意味着进一步的财政刺激今年大概率不会再有了，且经济和疫苗在 Q3 的恢复和进展下，大规模的财政刺激的必要性下降，所以在该时间段财政政策和货币政策共同退出的时间点其实比较符合预期。**且我们认为美联储在本轮退出 QE 时会借鉴 2010 年 QE1 的经验，具体来看：**

**1）美联储需要考虑到其他国家疫苗接种率的进程，疫情后全球债务的高企以及复苏不平等可能引发的外围风险加剧，对退出 QE 后的美国复苏也不利。**QE1 退出后美国经济二次探底，主要由于欧债危机的爆发，我们需要注意到虽然一个国家实施最优的货币政策一定是主要以本国经济发展状况来制定的，但

是最终是否能够成功还受到其他国家的配合程度的影响，以及其他国家是否存在应对全球流动性收紧的一个能力，政策上的互相依存势必会纳入本轮美联储退出 QE 的考虑中。疫情过后，主要国家的债务均大幅飙升，且欧元区目前的疫苗接种率是远低于美国，年初以来复苏程度远低于美国，若后续欧元区的疫苗接种率仍然进展不及预期的话，那么不排除美联储会将退出 QE 的时间点往后推迟。

**2）劳动力市场和零售销售将代替 08 年房地产指标，成为后续主要关注的重点指标。**和 08 年不同，08 年的次贷危机是直击金融体系内部引发的系统性风险，而疫情主要是对实体经济中服务部门的冲击，2010 年在美联储结束第一轮 QE1 之后，美国房地产销售再次出现较大的回落，导致居民消费再次回落，消费者信心进一步回调，拖累了经济复苏的动力。那本轮后续美联储的关注点一定会转向劳动力市场，特别是服务行业的一个修复程度，确保零售销售和消费者信心的可持续性和韧性，才会进入第二步“主动退出”这个阶段。

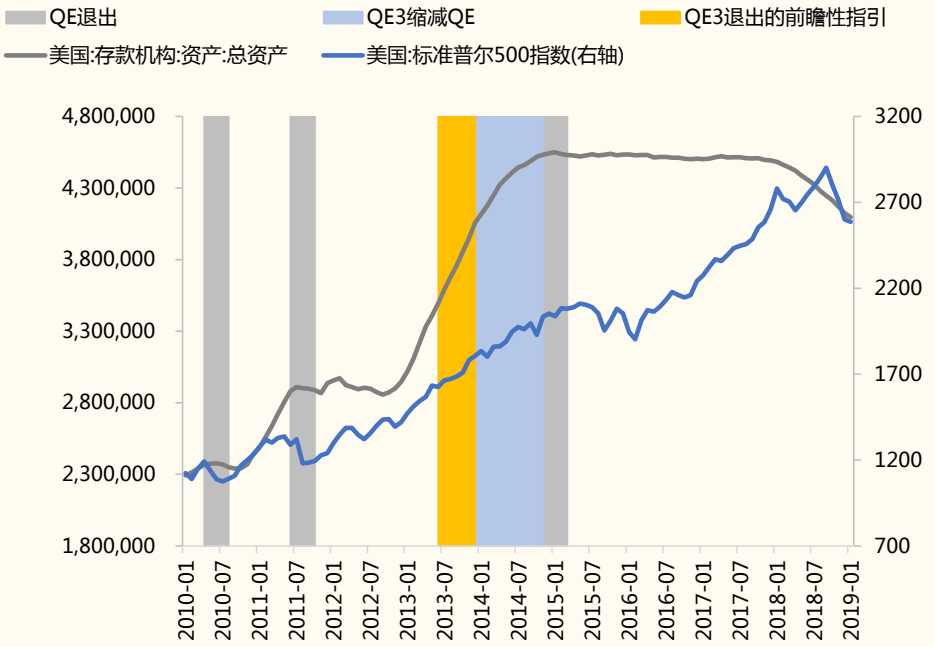
*图表 20：2010 年退出 QE1 后，美国房地产销售二次下探*




来源：Wind，国金证券研究所

**若美联储在退出 QE 之前和市场进行充分的沟通，能够减缓美股大幅调整的风险；但是从高估值角度来看，美股届时仍然承压。**从历史来看，QE1 和 QE2 在退出前缺乏足够的前瞻性指引，且时间间隔较短，导致美股存在超调。但是相比之下，2013 年 6 月伯南克通过前瞻性指引，表示“随着劳动力市场前景或者通胀形成的变化，委员会准备减少当前购买速度，以维持适当的政策调整”，后续经历了 6 个月和市场充分沟通后，直到当年 12 月份才开始正式减少购债规模，美股未见明显波动，仍然处于上行的趋势中。我们之前也提出，若鲍威尔在减少购债前，充分和市场进行沟通，使得美债收益率上行是符合市场预期的话，那么即使美股存在短期波动，仍然会具有一定的修复性，但是目前美股的估值处于一个较高的位置，所以届时回调的幅度可能大于当时 QE3 退出时的表现。

*图表 21：QE3 在通过前瞻性指引，美股波动较小*



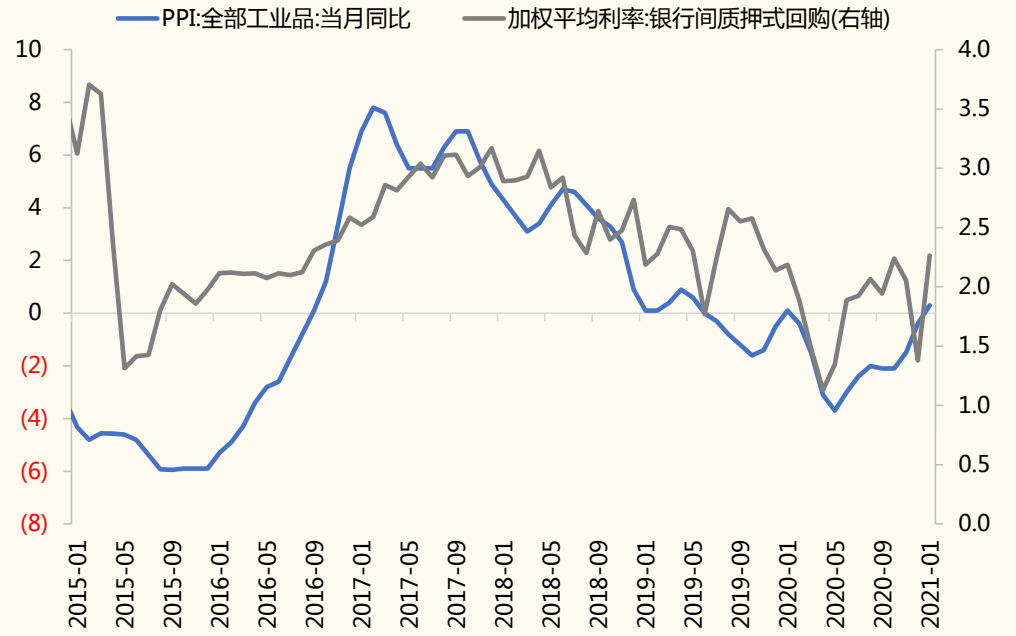

来源：Wind，国金证券研究所

## 四、A 股走势上半场看通胀和杠杆率，下半场受海外市场影响加大

我国在去年 5 月份以来疫情明显好转，经济指标企稳回升，货币政策较其他国家其实已经发生了边际转变，货币政策走向常态化；但是随着去年年底永煤事件给债市带来的冲击，为防止信用和流动性风险发酵，央行在去年年底净投放 7500 亿元的流动性，但是其实只是阶段性地维持了银行间市场的流动性平稳，随着 1 月底随着信债市场回暖，资金面明显收紧，2 月 4 日 DR007 一度从 2.2%升至 2.32%，虽然在 2 月 5 日报价回落到 2.3%，却也仍然高于逆回购操作利率的 2.2%，被解读成为市场自发加息的信号，但是后续央行恢净投放，资金面趋紧趋势放缓。**整体来看，后续 A 股应该主要受到通胀、杠杆率和海外市场三个主要影响，所以其实今年上半年市场流动性和资金面“维稳”的必要性是显著提升的，具体来看：**

**首先，PPI 会制约资金利率进一步回落，逐步收敛的可能性加大。**1 月 PPI 同比由负转正为 0.2%，环比上涨 1%，主要受到全球疫情从高点的回落、疫苗接种率的提速，财政刺激的落实，带动需求进一步推动石油等相关行业的价格。往后看，3-4 月应该是国内 PPI 全年的高点：**首先，**美联储在去年 3-4 月的大量货币超发将在今年 2 季度开始有所明显显现，带动全球通胀回升，国内生产资料价格也将进一步回升；**其次，**受去年低基数效应影响，PPI 同比回升的涨幅也将较大。结合在四季度的央行货币政策执行报告中表示“当前物价涨幅总体运行在合理区间内，不存在长期通胀或者通缩的基础”，我们预计 2 季度在通胀成为全年高点的基础上，货币政策不存在进一步放宽的可能性，更多可能通过资金利率的自动逐渐收敛来对冲价格上行压力，在这个过程中“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”将会进一步体现。

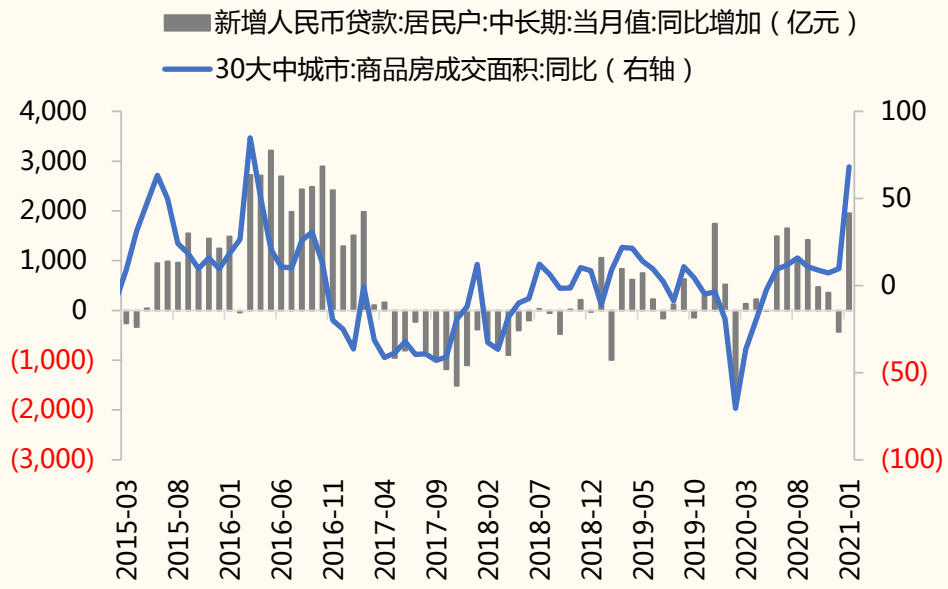
**图表 22：DR007 和 PPI 同比整体同步**




来源：Wind，国金证券研究所

**其次，控制杠杆率仍然是金融市场的重中之重。**1 月新增信贷和新增社融规模实现“开门红”，主要由于居民贷款的较去年同期大幅增加，其中居民中长期贷款为主要提振，去年年底和今年年初房地产成交较为火热，进一步表明居民贷款买房的需求仍然比较旺盛。1 月 70 个城市新建商品住宅价格指数环比上涨 0.3%，同比上涨 6.5%。其中一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，表明住房市场的强劲仍然有所维持。1 月 25 日央行马骏表示，股市和部分区域房地产市场的泡沫已经显现，货币政策应适度转向，但是我们认为比起货币政策的转向，其实更像是警示资产泡沫的风险。另外，央行近期也提出居民债务继续扩张的空间已经非常有限了，不宜依赖消费金融，所以未来保持好正常化货币政策空间和处理好防风险之间的平衡仍然是需要关注的。

**图表 23：居民中长期贷款和 30 大中城市商品房销售面积均处于高位**



来源：Wind，国金证券研究所

**第三，我们认为上半年国内仍然会更加关注通胀杠杆率，在做好上半年“维稳”的基础才可以在下半年集中对抗海外货币政策的转向。**中国央行在四季度的货币政策执行报告中表达了海外货币政策转向对国内市场的担忧。《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》，其中以专栏形式提醒要关注大国货币政策的溢出效应，文中表明“长期来看，随着疫情得到控制、经济复苏态势明确，主要经济体央行宽松货币政策将可能退出，届时资本流动方向也可能出现变化，这对中国这样的超大型经济体而言是正常的，但也要防范相关风险。”正如我们上述所述，预计下半年美联储的货币政策将开始逐步收紧，那么，**首先，**资本流动的逆转推动大量美元资产流回美国，国际资本市场短期的波动将在所难免；**其次，**随着美债收益率的上行，美元汇率将走向上升轨道，通过各国货币间的传导，使得汇率本身的调整也是不可避免的。那么从下半年来看，海外市场调整对我国货币政策的影响权重将被上调。

**风险提示：**

1、疫情疫苗进展低于预期；

2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH