2021 年 01 月 08 日

宏观研究团队

疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑

——宏观经济专题

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

毫无疑问，疫苗接种状况是影响 2021 年宏观形势及市场走势的最核心变量之一。作为最早系统跟踪疫苗的团队，本篇报告将全面整理疫苗推广进度、不同经济体制约变量及市场影响等。

● **主要经济体的疫苗接种：以色列最快，美国量最多**

截至 1 月 6 日，以色列疫苗接种对民众覆盖的速度最快，美国疫苗接种量最多。2020 年 12 月以来，以色列、美国、欧盟等先后批准新冠疫苗入市，开启疫苗接种。最新接种数据显示，截至 1 月 6 日，以色列每万人疫苗接种量高达 1714 剂，远远领先美国（160 剂）等；同时，美国疫苗总接种量达到 531 万剂，领跑全球。

以色列接种速度较快，得益于政府及医疗系统工作高效；美国受圣诞长假期等干扰，接种速度未达预期。以色列接种速度领跑“秘诀”是，政府积极抢购疫苗及医疗系统高效运转。美国疫苗接种量最多，但因遭遇圣诞假期、恶劣天气等，接种速度未达预设目标。由于已获疫苗较少，大部分新兴经济体尚未开启疫苗接种。

● **疫苗接种存在的制约因素：美国问题较小，欧洲看疫苗研发，新兴看产能**

美国获得的疫苗产能充足，政府及医疗系统的工作效率是疫苗接种的核心影响因素。美国仅 3.3 亿人口，但已预定 26.1 亿剂（含增购）疫苗。圣诞假期结束后，可能受新旧政府工作交接等干扰，美国疫苗接种速度依然“不够快”。回顾 2009 年甲流疫情，政府与医疗系统高效合作下，美国曾在 4 个月内接种 1.5 亿剂疫苗。

欧洲疫苗接种速度主要受疫苗研发影响；新兴市场，则看能获得多少疫苗产能。由于大部分疫苗订单分布在研发相对落后的厂商，欧盟疫苗接种进程主要受疫苗研发等影响。新兴市场目前面临的最大困难是，能获得的疫苗产能有限。不过，除中、俄外，印度因为预定了且能生产多家欧美疫苗产商的疫苗，可能较快接种。

● **疫苗推广，对全球格局及金融市场的影响：政策退潮、估值承压**

综合来看，美国疫苗接种速度有望快于欧洲，新兴市场疫苗接种速度预计最慢。随着疫苗供应充足及拜登上任后将全力推进疫苗接种等，美国有望在年中前后接近全民免疫目标。欧盟受疫苗研发影响，接种进度可能晚于美国 1~2 个季度。新兴市场（除中、俄、印等外）方面，受制于疫苗供应等，疫苗接种速度预计最慢。

美国经济活动将率先回归常态，不支持美元指数持续大幅贬值；政策退潮预期将逐渐升温，美欧等长端利率上行通道已打开，对高估值资产不利。更快的疫苗接种下，美国经济的修复预计快于欧洲，不支持美元持续大幅走弱。美欧经济复苏过程中，油价等的上涨可能使全球通胀预期在 2 季度前后大幅升温，抬升美联储等政策退潮预期，带动长端美债利率上行。受此影响，高估值资产波动或将加大。

风险提示：疫苗效果不及预期。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑 4
1.1、一问：主要经济体的疫苗接种速度 4
1.2、二问：疫苗接种存在的制约因素 6
1.3、三问：疫苗推广，对全球格局及金融市场的影响 10
2、 本周重点数据：美国 12 月制造业及服务业 PMI 大超预期 15
3、 风险提示 15

图表目录

图 1： 截至 1 月 6 日，美国总疫苗接种量领跑全球 4
图 2： 截至 1 月 6 日，美国每日疫苗接种量领跑全球 4
图 3： 截至 1 月 6 日，以色列每万人接种疫苗数高居第一 5
图 4： 截至 1 月 6 日，以色列每万人每日接种疫苗数领跑 5
图 5： 虽然人口不多，但以色列订购了大量辉瑞疫苗 5
图 6： 与其他国家相比，以色列采购辉瑞疫苗的单价更高 5
图 7： 截至 2020 年 12 月 31 日，美国疫苗发放、接种量均未达成预设目标 5
图 8： 圣诞假期期间，美国 CDC 疫苗发放速度大幅下滑 6
图 9： 2020 年底，美国大部分地区遭遇历史罕见寒潮 6
图 10： 新兴经济体过去 1 周新增病例数仍处高位 6
图 11： 大部分新兴经济体未开启疫苗接种工作 6
图 12： 疫苗的订单分布非常不均 7
图 13： 已上市疫苗中，绝大多数产能被发达经济体垄断 7
图 14： 美国预定的新冠疫苗量，远超国内民众接种需求 7
图 15： 跨过圣诞假期后，美国疫苗接种速度快速爬升 7
图 16： 甲流疫情期间，美国在 4 个月接种 1.5 亿剂疫苗 8
图 17： 大规模疫苗接种后，美国甲流疫情快速得到控制 8
图 18： 欧盟大部分疫苗订单分布在研发相对落后的厂商 8
图 19： 仅有少部分新兴经济体预定新冠疫苗 9
图 20： 帮助新兴市场获得疫苗的 COVAX 计划严重缺钱 9
图 21： 储存常规疫苗所需的 Arktek 容器造价高昂 10
图 22： 新兴经济体在疫苗储存、运输上面临较大困难 10
图 23： 印度拥有阿斯利康、伽马利耶等疫苗的生产授权 10
图 24： 美国预计在 2021 年 1 季度完成高危人群接种 11
图 25： 欧洲完成高危人群等接种的时间可能晚于美国 11
图 26： 受疫情压制，美国服务消费的修复较慢 11
图 27： 美国消费景气基本主导了全球原油消费的变化 11
图 28： 美国服务消费修复加快，将带动油价上涨 12
图 29： 油价上涨及低基数，易推升美国通胀 12
图 30： 2013-2014 年，美联储开始边际收紧货币政策 12
图 31： 通胀预期升温，或将带动长端美债利率加快上行 12
图 32： 历史经验显示，长端美债利率的上行易导致美股等高估值风险资产波动加大 13
图 33： 中短周期内，美欧经济偏离程度对美元影响最大 13

图 34： 6 月以来，美元走势与美德疫情形势密切相关.....13
图 35： 9 月来，美欧经济领先指标之差开始止跌反弹.....14
图 36： 9 月来，10Y 美债与德债收益率之差加速走扩.....14

表 1： 12 月以来，英国、以色列、美国等陆续批准新冠疫苗入市.....4
表 2： 2009 年甲流疫情爆发后，美国 CDC 快速批准 5 款疫苗入市.....7
表 3： 已有 5 款新冠疫苗在不同国家获批入市，还有 10 余款疫苗处于临床 3 期阶段.....9
表 4： 拜登承诺将于 2021 年 4 月底前完成 1 亿人次疫苗接种.....11
表 5： 海外重点数据发布日期.....15

1、 周度专题：疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑

事件：12 月以来，全球多个经济体开启疫苗接种工作。

资料来源：Wind

1.1、一问：主要经济体的疫苗接种速度

12 月以来，英国、以色列、美国、欧盟等先后批准新冠疫苗入市，开启疫苗接种工作。12 月初，面对疫情形势大幅恶化，英国火速批准辉瑞的新冠疫苗入市，成为全球首个开启疫苗接种的经济体。随后，以色列、加拿大、美国、欧盟等也陆续批准新冠疫苗的使用授权，开始疫苗接种。从已经获批的新冠疫苗来看，不同经济体之间使用的疫苗差异较大。美、欧等发达经济体主要使用辉瑞、莫德纳研制的 mRNA 疫苗，中国、巴林等接种的疫苗以中国国药生产的灭活疫苗为主。

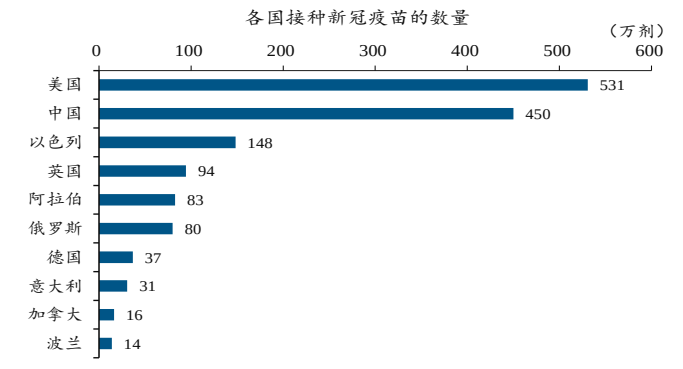
表1：12 月以来，英国、以色列、美国等陆续批准新冠疫苗入市

批准疫苗日期	国家	批准疫苗种类	研发路径
2020/12/2	英国	辉瑞、阿斯利康	mRNA、病毒载体
2020/12/9	以色列	辉瑞	mRNA
2020/12/9	加拿大	辉瑞、莫德纳	mRNA
2020/12/11	美国	辉瑞、莫德纳	mRNA
2020/12/13	巴林	中国国药	灭活
2020/12/23	欧盟	辉瑞、莫德纳	mRNA
2020/12/30	中国	中国国药	灭活

资料来源：各国政府官网、开源证券研究所

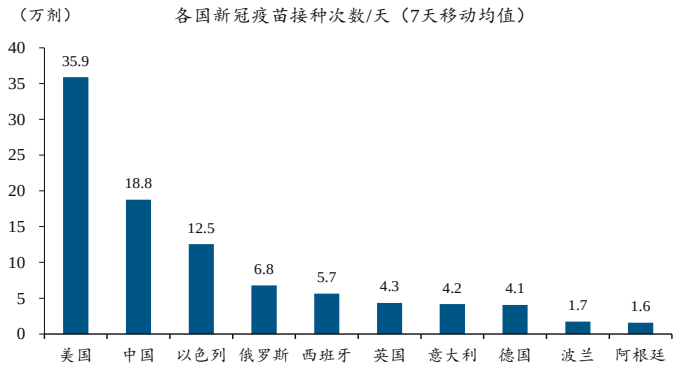
截至 1 月 6 日，以色列疫苗接种对民众覆盖的速度最快，美国疫苗接种量最多。最新疫苗接种数据显示，截止到 1 月 6 日，美国疫苗总接种量、每日接种量分别达到 531 万剂、35.9 万剂，领跑全球。不过，从疫苗接种对民众的覆盖速度来看，以色列最快。截至 1 月 6 日，以色列每万人的疫苗接种量达到了 1714 剂，领先美国的 160 剂、英国的 139 剂等。若按当前疫苗的接种速度，以色列可能在 3 月前后就能完成全民免疫目标。

图1：截至 1 月 6 日，美国总疫苗接种量领跑全球



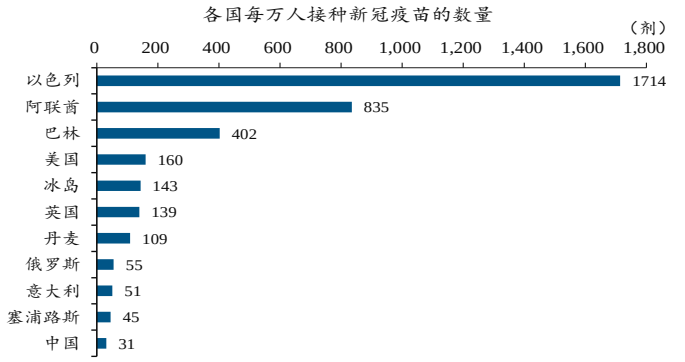
数据来源：Our World In Data、开源证券研究所

图2：截至 1 月 6 日，美国每日疫苗接种量领跑全球



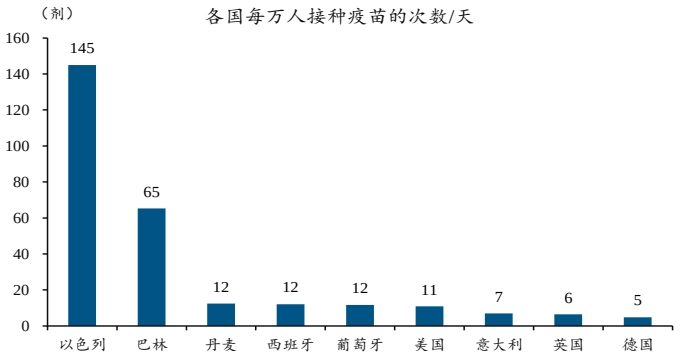
数据来源：Our World In Data、开源证券研究所

图3：截至 1 月 6 日，以色列每万人接种疫苗数高居第一



数据来源：Our World In Data、开源证券研究所

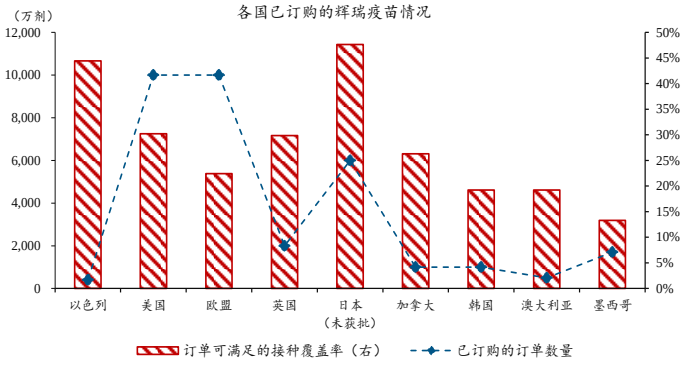
图4：截至 1 月 6 日，以色列每万人每日接种疫苗数领跑



数据来源：Our World In Data、开源证券研究所

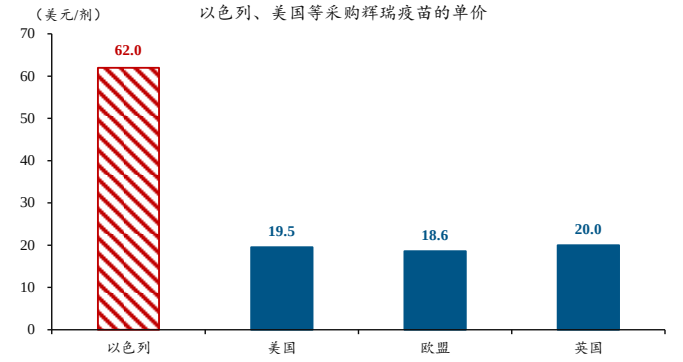
以色列的疫苗接种速度为何领跑？得益于政府应对及时、医疗系统运转高效等。虽然无法自行研制、生产新冠疫苗，但疫情爆发后，以色列政府积极抢购疫苗订单，甚至“不惜重金”、以几倍的价格抢下 800 万剂的辉瑞疫苗。与此同时，因为长期面对军事冲突风险，以色列的医疗系统运转高效。获得辉瑞的疫苗后，以色列的医疗系统以最快的速度发放，并开启疫苗接种工作。

图5：虽然人口不多，但以色列订购了大量辉瑞疫苗



数据来源：Duke University、开源证券研究所

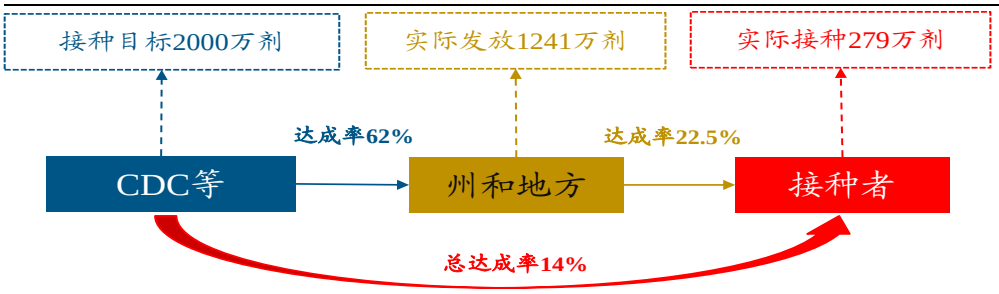
图6：与其他国家相比，以色列采购辉瑞疫苗的单价更高



数据来源：CNN、开源证券研究所

美国疫苗接种速度，快还是慢？虽然疫苗接种量高居全球首位，但接种速度未达白宫此前预设的目标。美国联邦体制下，疾病防控中心（CDC）负责将新冠疫苗发放至州和地方政府，并由后者完成对居民的疫苗接种。开启疫苗接种后，美国白宫综合考量疫苗产能及州、地方接种疫苗能力等，将 2020 年底的接种目标设定为 2000 万剂。但最终来看，截至 2020 年 12 月 31 日，CDC 仅发放了 1241 万剂疫苗，疫苗接种量也只有 279 万剂，远不及 2000 万剂的预设目标。

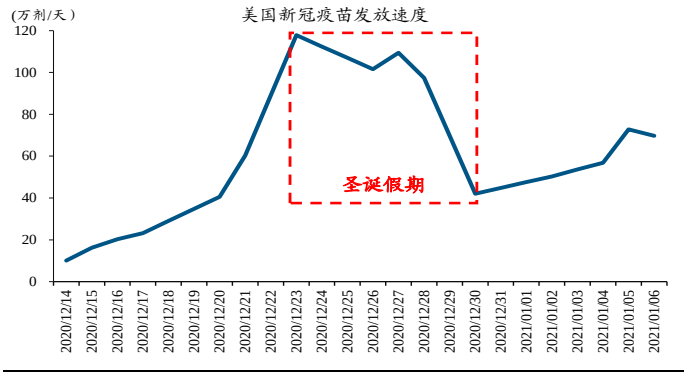
图7：截至 2020 年 12 月 31 日，美国疫苗发放、接种量均未达成预设目标



资料来源：US CDC、CNN、开源证券研究所

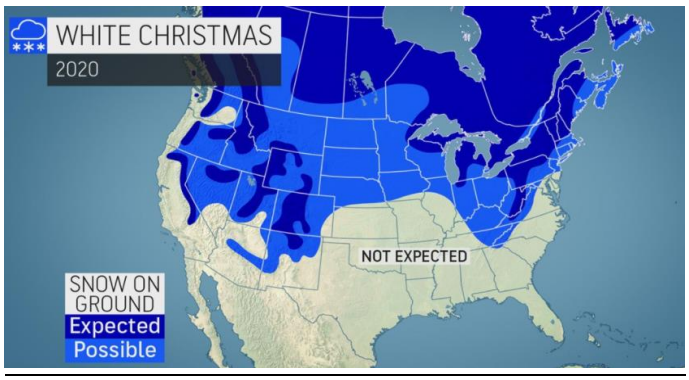
美国疫苗接种速度不及预期的原因是什么？圣诞长假期、恶劣天气及医护人手短缺等。美国开启疫苗接种的时间恰逢圣诞长假期，CDC、州和地方政府的工作效率均较平常大幅下降。例如，12 月 24 日后，CDC 的疫苗发放速度从峰值的 118 万剂/天骤降至了 42 万剂/天。与此同时，因为遭遇历史罕见的寒潮、大部分州出现极端积雪天气等，美国居民外出接种疫苗的难度有所上升。此外，部分州医护人手出现短缺，也影响了州内居民的疫苗接种。

图8：圣诞假期期间，美国 CDC 疫苗发放速度大幅下滑



数据来源：US CDC、开源证券研究所

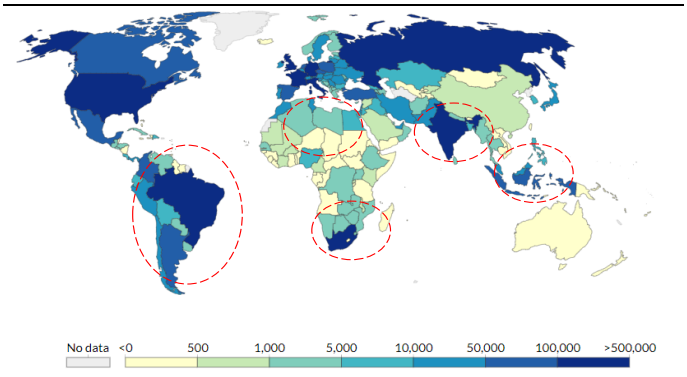
图9：2020 年底，美国大部分地区遭遇历史罕见寒潮



资料来源：AccuWeather

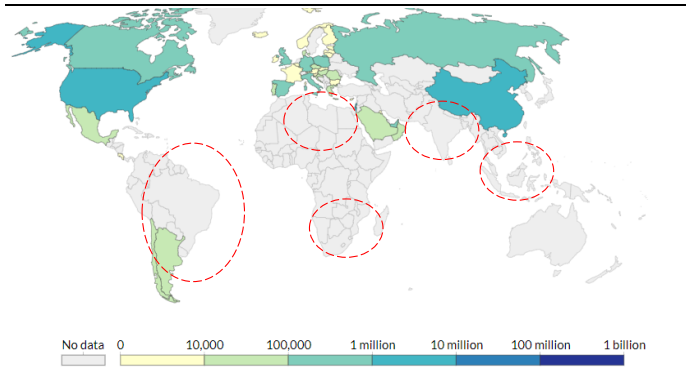
其他经济体方面，欧盟开启疫苗接种的时间相对较晚，大部分新兴经济体还未进行疫苗接种。因为审批流程更复杂等，欧盟直至 2020 年 12 月 23 日，才批准首款疫苗入市，晚于英国、美国。同时，成员国在疫苗订单分配上的分歧，也影响了欧盟疫苗的接种进程。新兴市场方面，除了中国、俄罗斯、巴林等少数经济体外，大部分经济体受制于没有疫苗供应等，尚未开启疫苗接种工作。

图10：新兴经济体过去 1 周新增病例数仍处高位



资料来源：Our World In Data、开源证券研究所

图11：大部分新兴经济体未开启疫苗接种工作

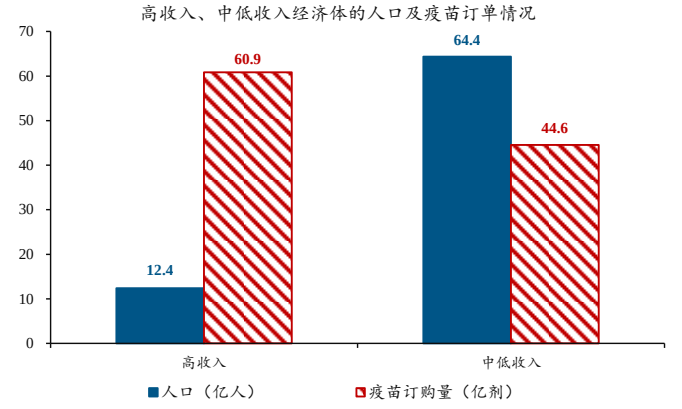


资料来源：Our World In Data、开源证券研究所

1.2、二问：疫苗接种存在的制约因素

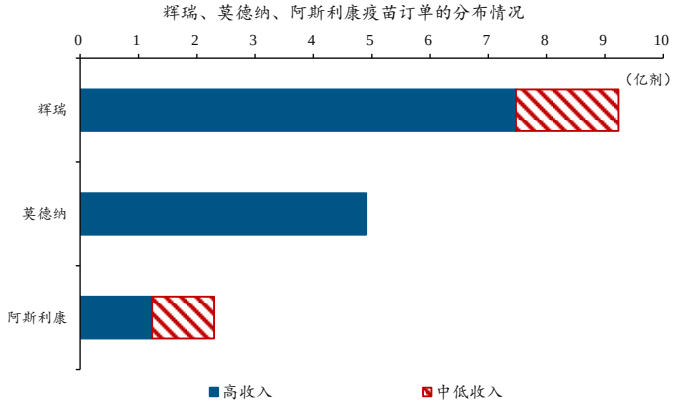
从最新疫苗产能及订单分布来看，美欧等发达经济体已预定掉绝大多数的疫苗产能。截至 1 月 6 日，全球疫苗总规划产能达到了 100 亿剂，足够覆盖全球近 56%的人口接种需求。但从疫苗订单分布来看，绝大部分的疫苗产能已被发达经济体提前预定。其中，美欧等发达经济体虽然合计人口仅 12.4 亿，但已分得 60.9 亿剂疫苗产能。而中低收入的新兴经济体等，总计 64.4 亿人口，仅拿下 44.6 亿剂疫苗订单。不仅如此，已经成功上市的辉瑞、莫德纳等疫苗订单，几乎被发达经济体“垄断”。

图12：疫苗的订单分布非常不均



数据来源：Duke University、开源证券研究所

图13：已上市疫苗中，绝大多数产能被发达经济体垄断



数据来源：Duke University、开源证券研究所

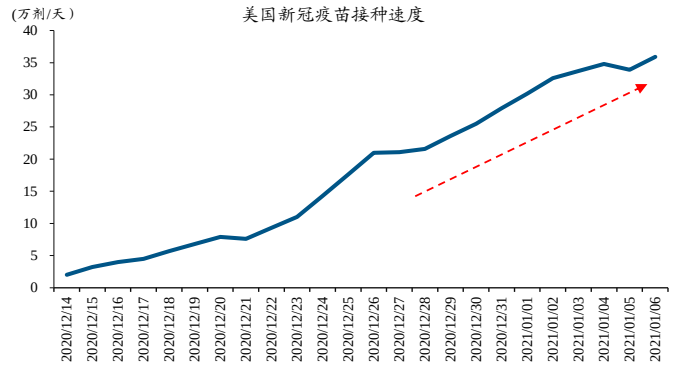
美国获得的疫苗产能充足，政府及医疗系统的工作效率等可能是影响疫苗接种的核心因素。美国目前已预定 26.1 亿剂（含增购疫苗）疫苗，远远超过 3.3 亿人口的接种需求。产能充足背景下，美国政府及医疗系统的工作效率，可能是影响未来疫苗接种进度的主要因素。从最新接种速度来看，跨过圣诞假期后，美国每日疫苗接种量已升破 35 万剂/天。不过，可能是受到新旧政府工作即将交接等因素干扰，美国疫苗接种速度依然“不够快”，存在较大提升空间。

图14：美国预定的新冠疫苗量，远超国内民众接种需求



数据来源：Duke University、开源证券研究所

图15：跨过圣诞假期后，美国疫苗接种速度快速爬升



数据来源：Duke University、开源证券研究所

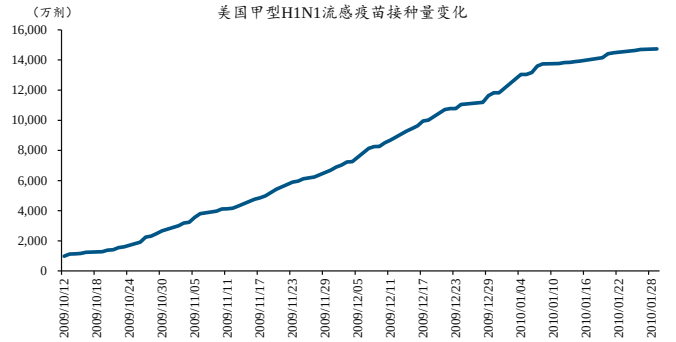
回顾 2009 年甲流疫情，政府与医疗系统高效合作下，美国曾在 4 个月内接种了 1.5 亿剂疫苗。历史上，在没有新旧政府工作交接、恶劣天气等因素干扰时，美国政府及医疗系统多次显示出强大的动员能力。以 2009 年甲流疫情为例，疫情爆发后，美国 CDC 快速批准了 CSL、诺华等 5 家厂商的疫苗入市。在开启疫苗接种工作的随后 4 个月内，美国快速完成了 1.5 亿剂疫苗的接种。

表2：2009 年甲流疫情爆发后，美国 CDC 快速批准 5 款疫苗入市

厂家	代码	批准日期	接种方案	接种计划
CSL	FLUAD®	2009 年 9 月 15 日	成年人 1 剂，儿童 2 剂	孕妇，医护人员，儿童以及患有慢性病（例如糖尿病或哮喘）等易感染人群优先接种，65 岁及以上人群参与后期疫苗接种。
诺华	MF59(R)	2009 年 9 月 15 日		
赛诺菲	Panenza	2009 年 9 月 15 日		
阿斯利康	FluMist®	2009 年 9 月 15 日		
葛兰素史克	FluLaval	2009 年 11 月 10 日		

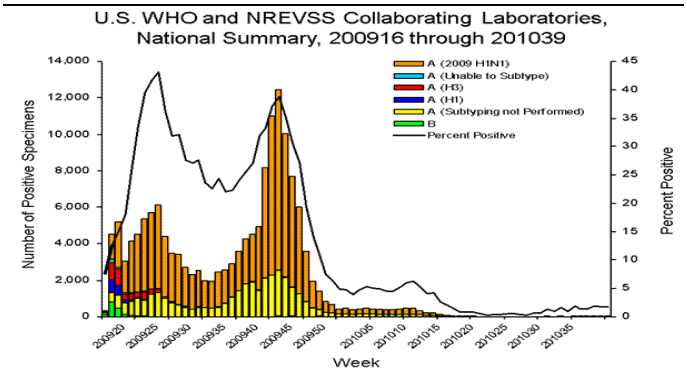
资料来源：US CDC、开源证券研究所

图16：甲流疫情期间，美国在 4 个月接种 1.5 亿剂疫苗



数据来源：US CDC、开源证券研究所

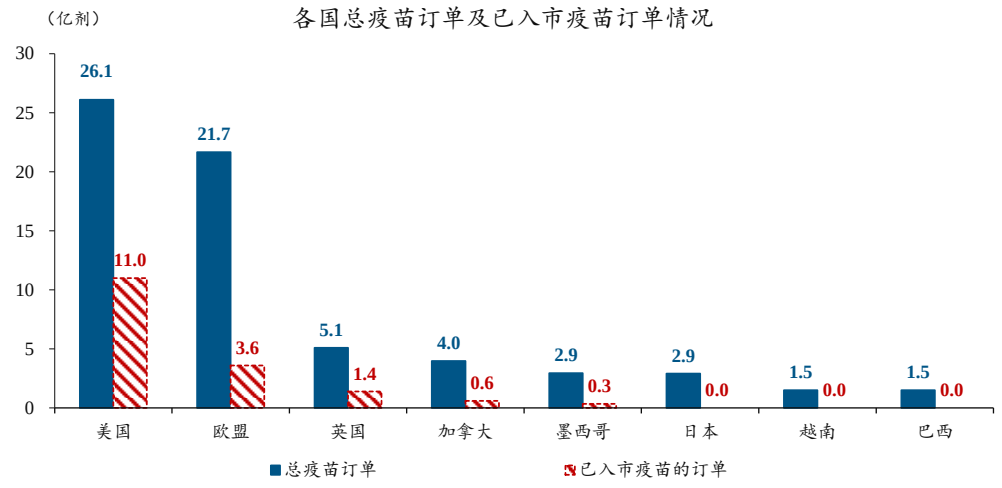
图17：大规模疫苗接种后，美国甲流疫情快速得到控制



资料来源：US CDC

与美国不同，由于大部分疫苗订单分布在研发相对落后的厂商，欧洲疫苗接种工作主要受疫苗研发进度等影响。虽然获得了仅次于美国的疫苗产能，但欧盟预定的绝大部分疫苗来自阿斯利康、赛诺菲等研发相对落后的厂商。对于欧盟而言，阿斯利康、赛诺菲等疫苗能否在欧盟内部成功上市，及产能能否快速释放等，将直接影响疫苗接种工作。此外，欧盟内部不同成员国之间能否在疫苗分配上减少分歧，疫苗接种安排能否协调一致等，也将影响欧盟整体的疫苗接种进度。

图18：欧盟大部分疫苗订单分布在研发相对落后的厂商



数据来源：Duke University、开源证券研究所

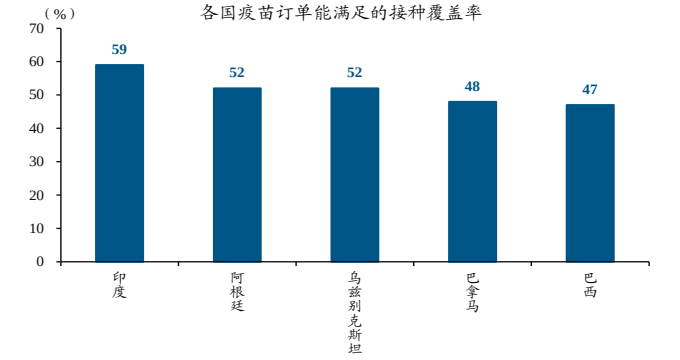
表3：已有 5 款新冠疫苗在不同国家获批入市，还有 10 余款疫苗处于临床 3 期阶段

公司/机构	疫苗名称	研发路径	临床进度			获批情况	产能	有效率
			1 期	2 期	3 期			
北京生物所/国药集团	BBIBP-CorV	灭活疫苗				中国、巴林（4）	10 亿剂	79%
武汉生物所/国药集团	--							--
科兴生物	CoronaVac						3 亿剂	--
辉瑞公司&BioNTech	BNT162	核酸疫苗(mRNA)				美、欧等	13 亿剂	95%
莫德纳公司	mRNA-1273					美、加	5-10 亿剂	94.1%
CureVac	CVnCoV						3 亿剂	--
莫斯科伽马利耶	Sputnik V	病毒载体疫苗				俄罗斯等	5 亿剂	91%
阿斯利康&牛津大学	AZD1222					英国、印度等	20 亿剂	70.4%
康希诺	Ad5-nCov						3 亿剂	--
印度血清所	Covaxin						30 亿剂	--
强生	Ad26 SARS-CoV-2						10 亿剂	--
智飞生物	RBD-Dimer	蛋白亚单位疫苗					3 亿剂	
诺瓦克斯	NVX-CoV2373						20 亿剂	--
赛诺菲	S protein						10 亿剂	

资料来源：WHO、Duke University、开源证券研究所

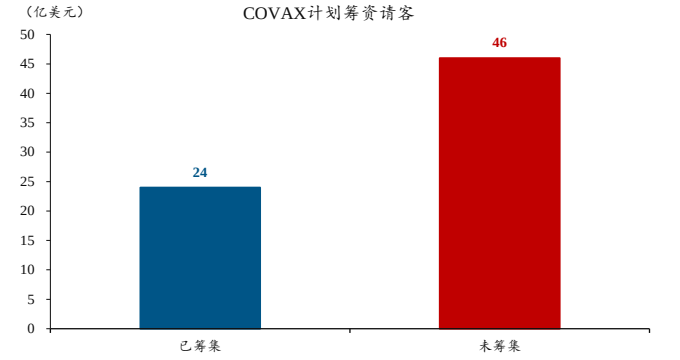
相比发达经济体，大部分新兴疫苗接种面临的最大困难是，能获得的疫苗产能十分有限，以及疫苗储存、运输能力不足。除中国、俄罗斯等外，大部分新兴经济体缺乏研发、生产疫苗的能力，主要依赖外购；同时，因财力紧张，目前仅有印度等少数几个新兴经济体预定了新冠疫苗。虽然 WHO 等尝试帮助新兴经济体获得便宜疫苗（如 COVAX 疫苗计划），但一直面临巨大的资金缺口。从历史经验来看，获得疫苗后，疫苗储存、运输能力的不足，还将影响新兴经济体的疫苗接种进程。

图19：仅有少部分新兴经济体预定新冠疫苗



数据来源：Duke University、开源证券研究所

图20：帮助新兴市场获得疫苗的 COVAX 计划严重缺钱



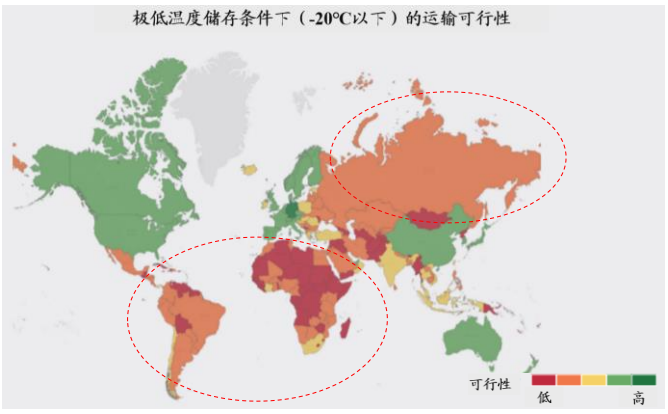
数据来源：COVAX、开源证券研究所

图21：储存常规疫苗所需的 Arktek 容器造价高昂



资料来源：盖茨基金会

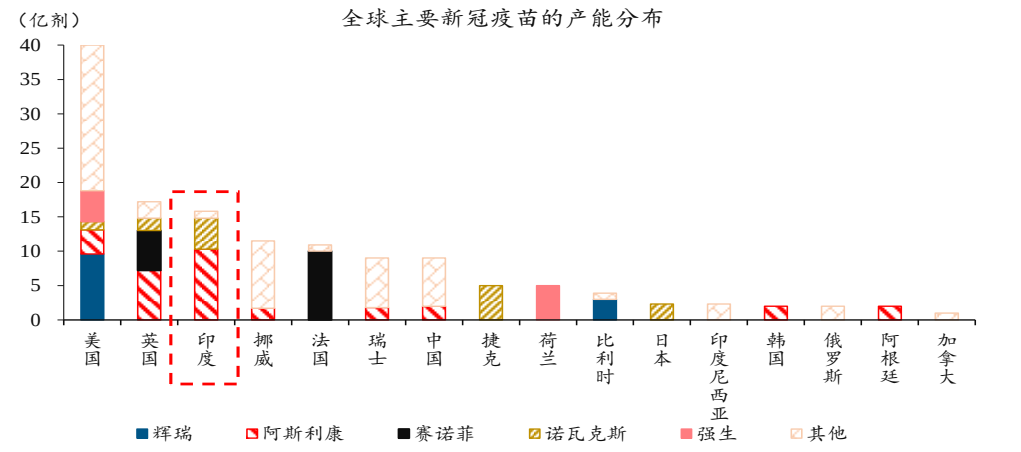
图22：新兴经济体在疫苗储存、运输上面临较大困难



资料来源：DHL、麦肯锡

新兴经济体中（不包括中国、俄罗斯等），印度因为预定了且能生产阿斯利康、伽马利耶等疫苗，开启疫苗接种的时间可能相对较早[①]。与其他新兴经济体不同，印度拥有较强的制药能力，如在药品产量方面位居全球第 3，并有 2000 多家获得 WHO-GMP 批准的制药厂、可在短期内生产较多的新冠疫苗。目前，印度预定了阿斯利康、伽马利耶等疫苗厂商疫苗，并已获得它们的生产许可。相较其他新兴经济体，印度有望更早开启疫苗接种。

图23：印度拥有阿斯利康、伽马利耶等疫苗的生产授权



数据来源：Duke University、Nature、开源证券研究所

1.3、三问：疫苗推广，对全球格局及金融市场的影响

综合来看，美国疫苗接种速度可能快于欧洲，新兴市场疫苗接种进度预计最慢。在充足的疫苗供应，以及完成新旧政府工作交接后、疫苗接种速度有望加快的支持下，美国预计将在年中前后接近全民免疫目标（完成 70%民众的接种覆盖）。与美国相比，由于预定的辉瑞、莫德纳的疫苗数量相对有限，以及阿斯利康、强生等在研疫苗仍未上市，欧盟疫苗接种进度可能晚于美国 1~2 个季度。对于新兴经济体（除了中国、印度等外）而言，受制于获得的疫苗产能有限，叠加疫苗储存、运输等能力不足，疫苗接种进度预计最慢。

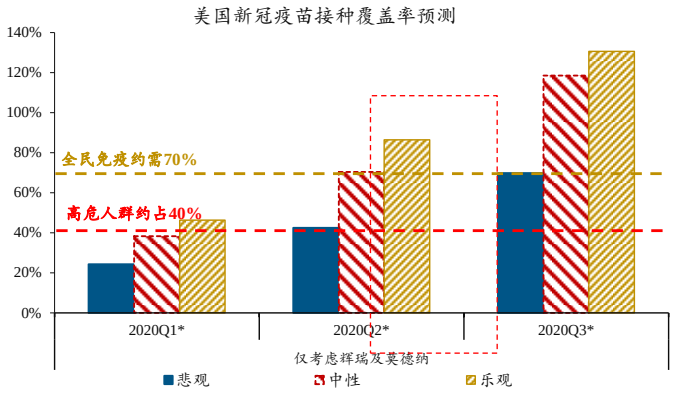
[①] 印度在本土疫苗 Covaxin 未公布 3 期临床数据的背景下，依然批准该疫苗的紧急使用授权。截至 1 月 6 日，印度未开启疫苗接种。

表4：拜登承诺将于 2021 年 4 月底前完成 1 亿人次疫苗接种

阶段	计划
阶段 1	完成卫生保健工作者和急救人员接种（**人口占比 5%**）。
阶段 2	完成高感染风险的人群，以及人口稠密地区的老年人接种（**占比 10%**）。
阶段 3	完成中感染风险的服务人员，教师和学校工作人员，收容所和监狱中的人员，尚未受到治疗的老年人以及处于中等风险中的人接种（**占比 30–35%**）。
阶段 4	完成年轻人、儿童、低感染风险的服务人员接种（**占比 40–45%**）。
阶段 5	完成剩余所有民众接种（**占比 5-15%**）。

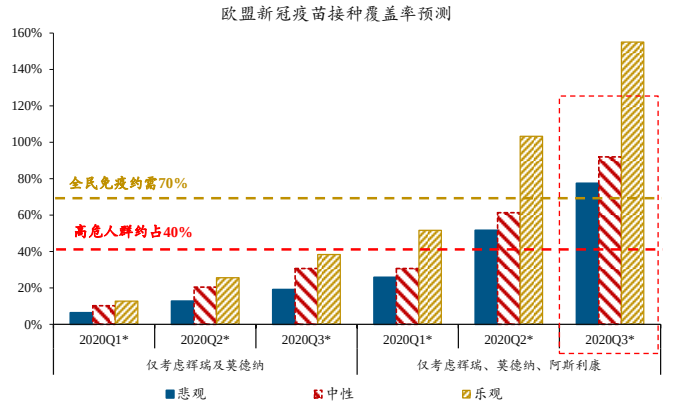
资料来源：US CDC、CNN、开源证券研究所

图24：美国预计在 2021 年 1 季度完成高危人群接种



数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

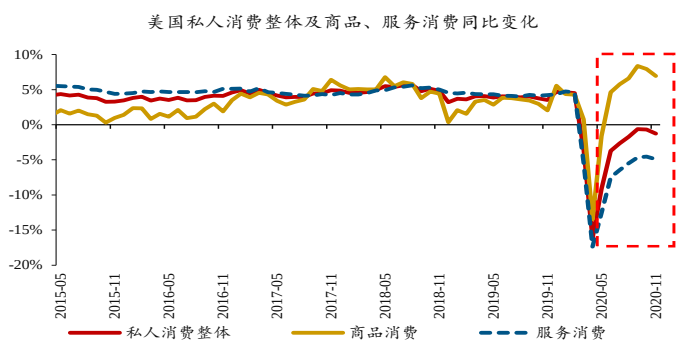
图25：欧洲完成高危人群等接种的时间可能晚于美国



数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

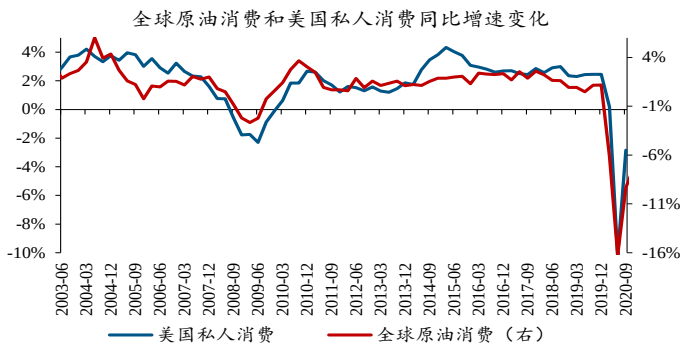
伴随美国推进疫苗接种、线下经济活动恢复加快，原油等商品价格的上涨，可能使全球通胀预期在 2 季度前后大幅升温。美国是全球最大的消费国，基本主导了原油等大宗商品价格的走势。2020 年，因疫情多次反弹、压制线下经济活动，美国交通运输、旅游住宿等服务类消费的修复较慢。疫苗接种的持续推进，有望使美国各类服务消费的修复节奏加快。对于原油等大宗商品而言，在美国服务消费改善加快及 OPEC+增产意愿依然较低的供需格局下，价格或将进入快速上涨通道。原油等商品价格的上涨，以及低基数的支持，可能使全球通胀预期在 2 季度前后大幅升温。

图26：受疫情压制，美国服务消费的修复较慢



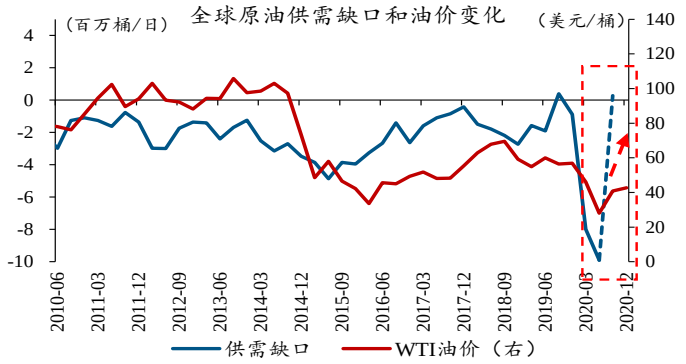
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：美国消费景气基本主导了全球原油消费的变化



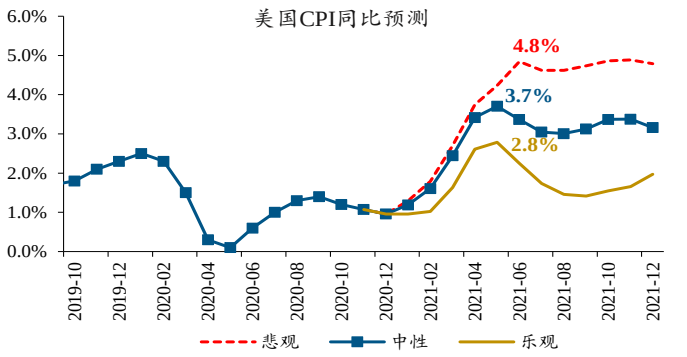
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：美国服务消费修复加快，将带动油价上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

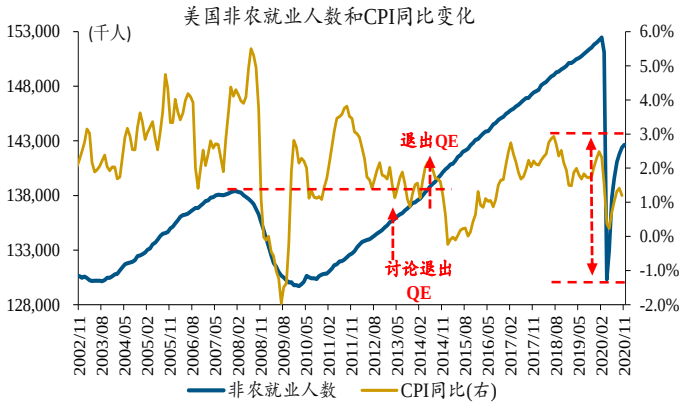
图29：油价上涨及低基数，易推升美国通胀



数据来源：Wind、开源证券研究所

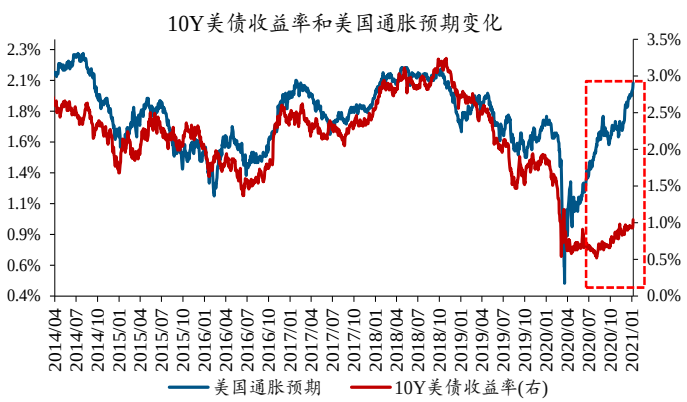
通胀预期大幅升温、就业持续改善，可能影响美联储等主流央行的货币政策预期，以及长端美债利率等的走势。美联储最新公布的 FOMC 会议纪要披露，已有美联储官员指出“一旦在实现就业和物价目标方面取得了实质性的进一步进展，就可以开始逐渐减少购债，类似 2013-2014 年的操作(退出 QE)”。显然，疫苗接种持续推进下，美国通胀预期大幅升温及就业不断改善，可能使市场修正对美联储等主流央行调整政策立场时点的预期。对于长端美债利率而言，通胀预期大幅升温及美联储政策调整时点预期的修正，可能使利率加快上行。

图30：2013-2014 年，美联储开始边际收紧货币政策



数据来源：Wind、开源证券研究所

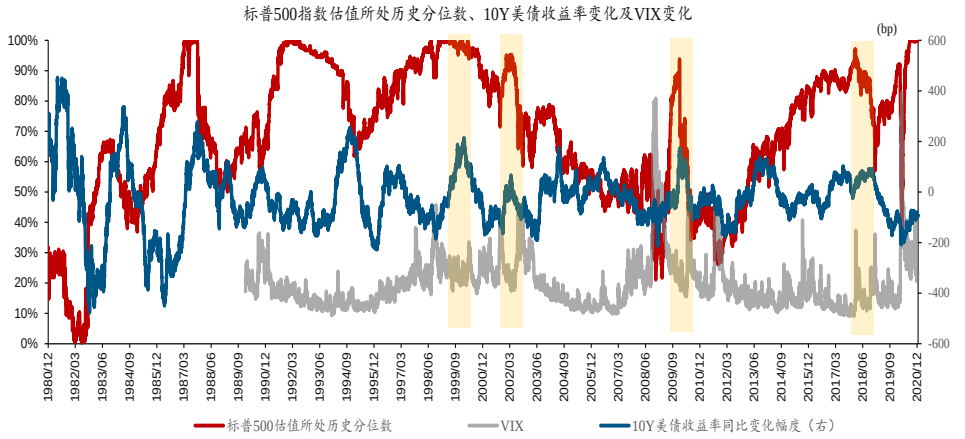
图31：通胀预期升温，或将带动长端美债利率加快上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

作为全球资产定价的锚，长端美债利率的上行，将加大美股等高估值风险资产的波动。2020 年 4 月后，虽然美国经济受疫情拖累、恢复较慢，但在美联储释放大量流动性、美国利率水平大幅回落的支持下，以美股为首的风险资产的估值持续提升，带动资产价格大幅上涨。最新数据显示，美股等风险资产的估值已刷新历史新高。结合历史经验来看，随着长端美债收益率进入上行通道，美股等风险资产的估值或将开始承压；受此影响，上述风险资产价格的波动或明显加大。**（详细分析，请参考我们前期发布报告《通胀归来》）**

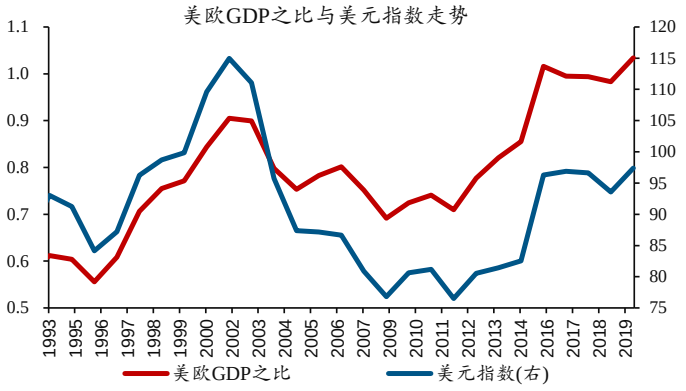
图32：历史经验显示，长端美债利率的上行易导致美股等高估值风险资产波动加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

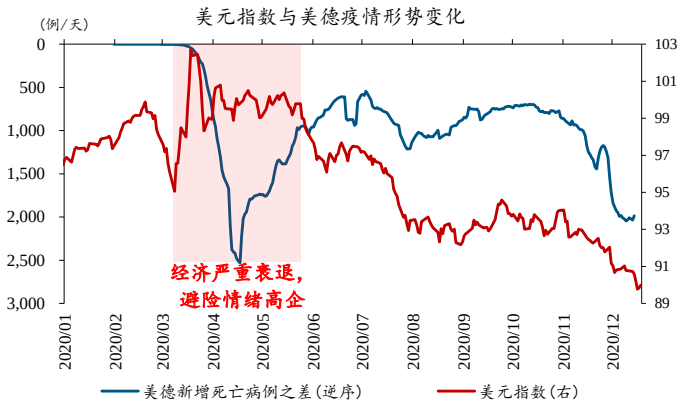
随着美国受更快的疫苗接种速度支持、经济修复有望快于欧洲，美元指数无持续大幅走弱空间。中短周期内，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大。美元指数 2020 年 5 月后持续走弱背后，与美国疫情总体控制差于欧洲、拖累经济预期有关。但随着疫苗接种进度快于欧洲、有望更早控制住疫情，叠加受到更大力度的财政刺激支持，美国经济的修复节奏趋明显加快。受此影响，美元指数无持续大幅走弱空间。最新数据来看，2020 年 9 月以来，美欧经济领先指标之差已止跌反弹，10Y 美德利差持续加速走扩。**（关于美元走势详细分析，请参考报告《美元看空“陷阱”》）**

图33：中短周期内，美欧经济偏离程度对美元影响最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

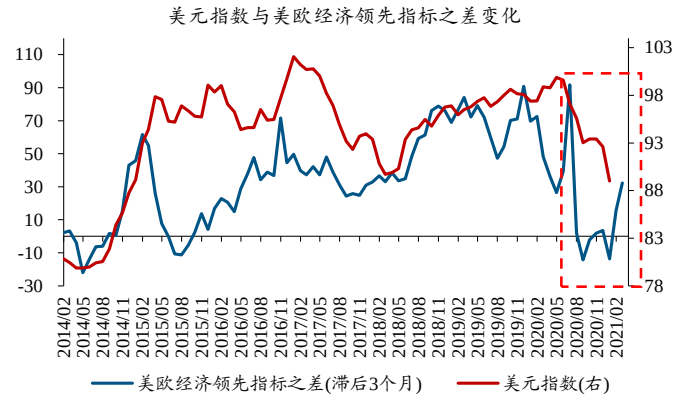
图34：6 月以来，美元走势与美德疫情形势密切相关[②]



数据来源：Wind、开源证券研究所

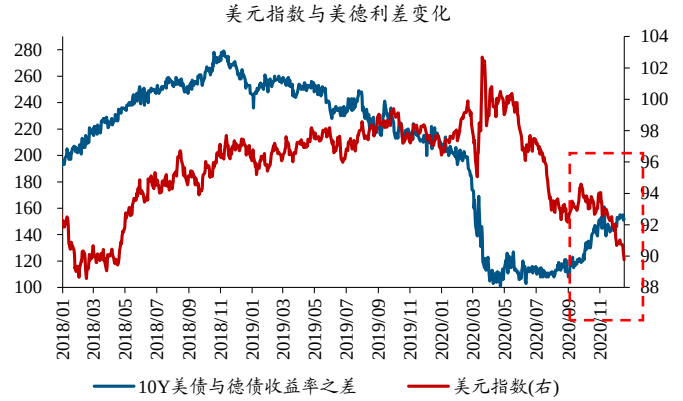
[②] 德国经济在欧元区经济中占比最大，最具有代表性；同时，德国疫情与欧元区疫情变化方向基本一致。

图35：9 月来，美欧经济领先指标之差开始止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：9 月来，10Y 美债与德债收益率之差加速走扩



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1）2020 年 12 月以来，以色列、美国、欧盟等先后批准新冠疫苗入市，开启疫苗接种。最新接种数据显示，截至 1 月 6 日，以色列每万人疫苗接种量高达 1714 剂，远远领先美国（160 剂）等；同时，美国疫苗总接种量达到 531 万剂，领跑全球。

（2）以色列接种速度领跑“秘诀”是，政府积极抢购疫苗及医疗系统高效运转。美国虽然接种量最多，但因遭遇圣诞假期、恶劣天气等，接种速度未达预设目标。由于已获疫苗较少，大部分新兴经济体尚未开启疫苗接种。

（3）美国仅 3.3 亿人口，但已获 26.1 亿剂（含增购疫苗）疫苗产能。影响美国未来疫苗接种速度的，可能更多是政府及医疗系统的工作效率。回顾 2009 年甲流疫情，政府与医疗系统高效合作下，美国在 4 个月内接种 1.5 亿剂疫苗。

（4）欧盟虽然预定了大量疫苗，但大部分订单分布在研发相对落后的厂商，疫苗接种速度主要受在研疫苗入市时间、产能释放节奏等影响。与美欧相比，新兴市场面临的最大困难是，能获得的疫苗产能有限，以及疫苗储存、运输能力不足。不过，除中国、俄罗斯外，印度因为拿到多家欧美疫苗产商的生产授权，可能较快接种。

（5）综合来看，随着疫苗供应充足，以及完成新旧政府工作交接后、拜登将全力推进疫苗接种工作等，美国有望在年中前后接近全民免疫目标。受预定的阿斯利康等疫苗仍未上市影响，欧盟疫苗接种进程可能晚于美国 1~2 个季度。新兴经济体（除了中、俄、印等外）方面，由于暂时无法获得充足的疫苗供应等，疫苗接种速度预计最慢。

（6）前期因美国疫情控制差于欧洲、打压经济预期等，美元指数持续走弱。但更快的疫苗接种速度下，美国经济修复有望更快，不支持美元持续大幅走弱。美欧等经济复苏过程中，原油等价格的上涨，可能使全球通胀预期在 2 季度前后大幅升温，并影响美联储等的货币政策预期、带动长端美债利率等上行。受此影响，高估值资产波动或将加大。

2、 本周重点数据：美国 12 月制造业及服务业 PMI 大超预期

表5：海外重点数据发布日期

地区	日期	经济指标	期间	现值	调查值	前值
美国	01/04	Markit 制造业 PMI 终值	12 月	57.1%	56.3%	56.5%
		营建支出月率	11 月	0.9%	0.9%	1.6%
	01/05	ISM 制造业 PMI	12 月	60.7%	56.6%	57.5%
	01/06	当周 EIA 原油库存(万桶)	至 1 月 1 日	-801	-127.1	-606.5
	01/07	当周初请失业金人数(万人)	至 1 月 2 日	78.7	80	79
		ISM 非制造业 PMI	12 月	57.2%	54.6%	55.9%
		贸易帐(亿美元)	11 月	-681	-641	-631
	01/08	失业率	12 月		6.8%	6.7%
		季调后非农就业人口(万人)	12 月		8.5	24.5
		批发销售月率	11 月		--	1.8%
欧盟	01/04	Sentix 投资者信心指数	1 月		0	-2.7
	01/07	CPI 年率初值	12 月	-0.3%	-0.2%	-0.3%
		工业景气指数	12 月	-7.2%	-8.7%	-10.1%
		经济景气指数	12 月	90.4%	90%	87.7%
		零售销售月率	11 月	-6.1%	-3.4%	1.4%
	01/08	失业率	11 月		8.5%	8.4%
德国	01/05	季调后失业人数(万人)	12 月	-3.7	1	-4
		季调后失业率	12 月	6.1%	6.1%	6.1%
英国	01/04	制造业 PMI	12 月	57.5%	57.3%	57.3%
	01/06	服务业 PMI	12 月	49.4%	49.9%	49.9%

资料来源：Wind、开源证券研究所

3、 风险提示

疫苗效果不及预期。

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