

宏观研究/动态点评

2020年11月10日

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：食品压制表现价格，核心通胀回升趋势不变》2020.11
- 2《宏观：拜登当选，关注参议院多数席位归属》2020.11
- 3《宏观：10月外储微跌，或受资产价格波动拖累》2020.11

疫苗量产若提前，宏观如何演变？

北京时间11月9日晚间，美国辉瑞制药公司宣布其新冠 mRNA 疫苗在7月下旬至今的三期临床试验中有效性超过90%（约有4.3万名志愿受试者参与试验）。辉瑞公司称，这款疫苗需要注射两剂，而第二剂、即最后一剂的两个半月安全性数据有望于11月第三周得出，获得这批必要数据后，将很快向美国食品和药物管理局申请疫苗的紧急使用授权；希望能在明年1月上市，2020年生产5000万剂、2021年生产多达13亿剂。

若疫苗量产和全球经济更全面重启的预期确定提前，则全球增长环比加速的时点也将提前，推升明年总体增长和通胀——上游大宗商品及下游服务业消费品价格的边际变化可能更大。从基本面走势看，实体经济环比增速或将在疫苗量产后第2个季度加速上升。我们在《拜登当选，关注参议院多数席位归属》（2020/11/08）中指出，越过短期大选相关波动看，疫情和疫苗相关不确定性终将下降，美国经济进一步重启，明年2-3季度美国经济增长很可能环比明显加速。而目前看来，美国经济增长/通胀加速上行的时点可能会提前2个月左右，在明年上半年就会体现。若经济增长环比加速提前，明年全年名义经济增速同比的回升幅度也可能更大。

而如我们在《拜登当选，关注参议院多数席位归属》（2020/11/08）中所分析，美债利率上行可能“迟到”，但不会“缺席”，原因在于几个月来增长/通胀预期的变化和长债利率的极度“不协调”终将正常化。近来一些短期事件压制了美国长债的上升空间。一方面，秋冬二次疫情在欧美持续发酵，欧洲经济活动受到影响更大，多国重启封锁措施；另一方面，美国大选后，最可能出现的是拜登+共和党参议院+民主党众议院组合，这意味着新一轮财政刺激计划可能规模偏小，短期经济增长、通胀、美元、美债利率的上行动能，都可能低于民主党横扫的情形，上周美债长端利率的回落即反映这一预期。但辉瑞此番公布疫苗最新消息，提振了尽早实现广泛接种、消除疫情影响的预期。将时间轴拉长看，我们相信美债长端利率阶段性走高只会迟到、不会缺席的主要原因在于——今年下半年宏观数据与市场价格最大的“不协调”之一，就是全球、尤其美国的增长通胀预期呈“V”型反弹，而名义无风险利率（10年期美债利率）几乎纹丝不动。

市场若提前调高增长通胀预测，美债利率可能有进一步上行的压力，但可能在很长时间内无法回到疫前水平。接下来几个月不能排除长债收益率上升动力重新集聚的可能性。目前看来，辉瑞公布的疫苗消息可能将这一反转的时间点提前：11月9日晚间，10年期美债收益率迅速上行，已接近1%的点位。如美债收益率短期内迅速上行（利率曲线走陡），可能加大美股市场从“成长”往“价值”风格转换的压力。但长期看，美国长端无风险利率很难稳定在高于核心通胀的水平，主要鉴于美国实体经济边际投资回报率处于低位，无法承受金融条件的大幅紧缩。

尽管预期可能提前反映，但考虑疫苗有效性仍有待进一步认证、短期难以实现“全民接种”，各国的疫情救助政策（财政/货币等方面）仍难言迅速退出。在此判断基础上，原油等关键工业品价格、以及整体通胀预期，可能较经济增长和名义利率更快回升，实际利率（名义利率-通胀）短期内仍会回落。中长期内，经济增长/名义利率的升幅或将与通胀预期升幅保持平衡，实际利率可能回升。

风险提示：疫苗公布消息和实际投产可能存在落差，造成市场预期波动。

图表1： 目前主要的新冠疫苗试验进度及预计上市时间

技术路线	研究机构	地区	三期临床试验开始时间	预计上市时间	产能（剂）
灭活疫苗	国药集团/武汉所	中国	2020年7月16日	中国大陆已小规模使用	预计年产能1亿
	国药集团/北京所	中国	2020年7月16日	中国大陆已小规模使用	预计年产能1.2亿
	科兴生物	中国	2020年7月6日	中国大陆已小规模使用	预计年产能1亿
	康希诺	中国	2020年9月2日	-	预计年产能3亿
腺病毒载体	强生	美国	10月12日暂停，10月23日重启	-	预计年产能10亿
	牛津大学/阿斯利康	英国	9月8日暂停，10月23日重启	-	预计2020年底可生产1亿，2021年底可生产2亿
	加马利亚研究所	俄罗斯	2020年8月11日	不早于2020年12月	预计年产能5亿
	Moderana	美国	2020年7月27日	-	预计2020年底可生产5亿，2021年底可生产10亿
MRNA核酸	辉瑞/BioNTech/复星医药	美/德/中	2020年7月27日	2021年1月	预计2020年底可生产0.5亿剂，2021年底可生产13亿

资料来源：WHO，华泰证券研究所

图表2： 通胀预期短期上行幅度或大于名义利率

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

疫苗公布消息和实际投产可能存在落差，造成市场预期波动。

免责声明

分析师声明

本人，易峘、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易烜、朱洵本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1527

