

2021 年 03 月 07 日

宏观研究团队

10Y 美债破 2% 风险四论：

美国群体免疫时点，可能大幅提前

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@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

伴随疫苗的供应大幅增加及接种速度快速提升，美国实现群体免疫的时点可能大幅提前。美国疫情加速改善、经济修复显著加快下，10Y 美债上行趋势远未结束。

● 美国群体免疫可能提前的原因一：疫苗供应大幅增加

辉瑞、莫德纳持续提高产能，及最新的强生疫苗获批入市，使美国获得的疫苗供应大增。截至 3 月 4 日，美国疫苗累计接种已超 8200 万剂，每日接种量也升破 200 万剂，遥遥领先其他国家。为支持美国，辉瑞、莫德纳双双提高产能，并都承诺为美再提供 3 亿剂疫苗。强生在获批后，也表示将尽快为美生产 1 亿剂疫苗。

根据主要疫苗厂商的生产计划测算，美国有望在 5 月底前获得 4.4 亿剂疫苗，达到群体免疫所需的疫苗量要求。为进一步缓解疫苗产能限制，辉瑞、莫德纳已分别将每瓶疫苗的使用剂量从 5、10 剂升至 6、15 剂。结合辉瑞、莫德纳及强生的疫苗供应节奏测算，美国有望 5 月底前获得 4.4 亿剂疫苗，可供 77% 的人口接种。

● 美国群体免疫可能提前的原因二：疫苗接种速度有望急升

由于辉瑞疫苗的储存条件过高，美国过去承担疫苗接种工作的“主力”连锁药店，未能充分发挥作用。与大部分国家不同，美国过去承担疫苗接种工作的一直是连锁药店，后者曾在 4 个月内给 1.2 亿人接种甲流疫苗，单日接种量最高超 250 万剂。但由于难以满足辉瑞疫苗储存条件，美国大部分药店未能进行新冠疫苗接种。

伴随辉瑞疫苗的储存条件放宽、使连锁药店能实施疫苗接种，美国疫苗接种速度有望急升，并最快可能在 6 月上旬接近群体免疫目标。辉瑞的最新实验数据显示，其疫苗能在一般药品冷冻柜的温度下，存放最多两周时间。随着 FDA 认可了辉瑞、批准放宽储存条件，美国 4 万家药店将能全面开启疫苗接种。受此带动，美国单日疫苗接种量有望升至 350 万剂以上，最快可在 6 月上旬接近群体免疫。

● 疫情改善的影响：10Y 美债利率上行、高估值资产承压

受疫苗供应大增、接种速度急升支持，美国疫情形势有望进一步加速改善，推动经济修复显著加快。因疫情频频反弹、压制各类线下经济活动，美国经济前期修复较慢。但在疫苗持续推广等的支持下，美国疫情形势已自 1 月起逐步改善，餐饮等线下服务消费随之止跌反弹、工业生产也不断向好。伴随疫苗供应大增、接种速度急升等，推动美国疫情进一步加速改善，美国经济的修复将进入快车道。

美国经济修复加快及通胀压力大幅抬升背景下，重申 10Y 美债破 2% 风险、对高估值资产存不利影响。美国经济修复阶段，10Y 美债利率和 CPI 的节奏走势相近；历次 CPI 同比升至 2% 以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。伴随美国疫情改善、经济修复加快，叠加油价上涨，美国 CPI 同比或于 3 月后升至 2% 以上、高点甚至可能超 4%。受此影响，10Y 美债利率破 2% 风险较大，使高估值资产持续承压。

● 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、 周度报告：美国群体免疫时点，可能大幅提前	4
1.1、美国群体免疫可能提前的原因一：疫苗供应大幅增加	4
1.2、美国群体免疫可能提前的原因二：疫苗接种速度有望急升	6
1.3、疫情改善的影响：10Y 美债利率上行、高估值资产承压	8
2、 大类资产回溯：10Y 美债利率升破 1.5%，美元指数涨至 92	11
3、 重点关注：欧央行 3 月利率决议	12
4、 数据跟踪：美国 2 月非农就业大幅反弹	13
4.1、 美国数据	13
4.1.1、 美国 2 月新增非农就业人口反弹，失业率好于预期，薪资同比增速回落	13
4.1.2、 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 创近 3 年新高，物价、新订单等指数表现亮眼	14
4.1.3、 美国 2 月 ISM 非制造业 PMI 有所回落，新订单指数为主要拖累项	14
4.1.4、 当周 EIA 原油库存大幅增加，当周初请失业金人数好于预期	15
4.2、 欧洲数据	15
4.2.1、 欧元区 2 月 CPI 同比走平，德国 2 月 CPI 同比高于预期	15
5、 风险提示	16

图表目录

图 1： 美国新冠疫苗累计接种量超过 8200 万剂	4
图 2： 美国新冠疫苗每日接种量突破 200 万剂/日	4
图 3： 美国国内辉瑞、莫德纳疫苗累计接种量持续上升	4
图 4： 美国国内辉瑞、莫德纳疫苗每日接种量持续上升	4
图 5： 辉瑞疫苗将采用低死角注射器，提升疫苗使用效率	6
图 6： 美国有望在 5 月底满足全美 77% 人口的接种需求	6
图 7： 美国 4 个月内快速接种了 1.2 亿剂疫苗	6
图 8： 美国甲流疫苗每日接种量稳定在 200 万剂/日左右	6
图 9： 美国拥有 CVS 等大量连锁药房	7
图 10： 与 2009 年相比，2020 年美国药剂师人数增长 17%	7
图 13： 1 月以来，美国疫情改善，餐饮消费反弹	8
图 14： 1 月以来，美国粗钢产量同比降幅加速收窄	8
图 15： 服务消费表现不佳，拖累 2020 年美国表现	8
图 16： 拜登财政刺激政策，将对美国经济修复形成支撑	8
图 17： 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2% 阶段，10Y 美债利率均上行至 2% 以上	9
图 18： 美国通胀走势主要受服务项价格影响	9
图 19： 服务消费景气回升，推动油价持续大涨	9
图 20： 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	10
图 21： 以美股为首的全球主要股指估值均处历史高位	10
图 22： 2 月以来，伴随 10Y 美债上行，美股持续调整	10
图 23： 当周，美元上涨，欧元、英镑下跌	11
图 24： 当周，美元指数走强	11
图 25： 当周，主要国家 10Y 国债收益率多数下行	11
图 26： 当周，10Y 美债收益率继续上行	11

图 27: 当周, 全球主要股指涨跌分化	12
图 28: 当周, 纳斯达克、恒指双双下跌	12
图 29: 当周, WTI、Brent 原油价格双双大涨	12
图 30: 当周, COMEX 黄金价格下跌	12
图 31: 美国 2 月新增非农就业人口、失业率好于预期	13
图 32: 其中, 休闲和酒店业、服务生产业就业大幅改善	13
图 33: 美国 2 月时薪、周薪增速双双回落	14
图 34: 美国 2 月平均每每周工时、加班工时双双回落	14
图 35: 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 创近 3 年新高	14
图 36: 主要分项中, 物价、新订单等指数表现亮眼	14
图 37: 美国 2 月 ISM 非制造业 PMI 有所回落	15
图 38: 主要分项中, 新订单指数为主要拖累项	15
图 39: 美国当周 EIA 原油库存大幅增加	15
图 40: 美国当周初请失业金人数好于预期	15
图 41: 欧元区 2 月 CPI 同比走平	16
图 42: 德国 2 月 CPI 同比高于预期	16
 表 1: 辉瑞、莫德纳等主要疫苗厂商不断提升产能, 并相继调高疫苗交付目标	5
表 2: 与辉瑞、莫德纳的疫苗相比, 强生疫苗具有单剂接种等优势	5
表 3: 甲流疫情扩散后, 美国 CDC 快速批准了 CSL、诺华等 5 家厂商的疫苗入市	6
表 4: 海外重点数据发布日期情况	13

1、周度报告：美国群体免疫时点，可能大幅提前

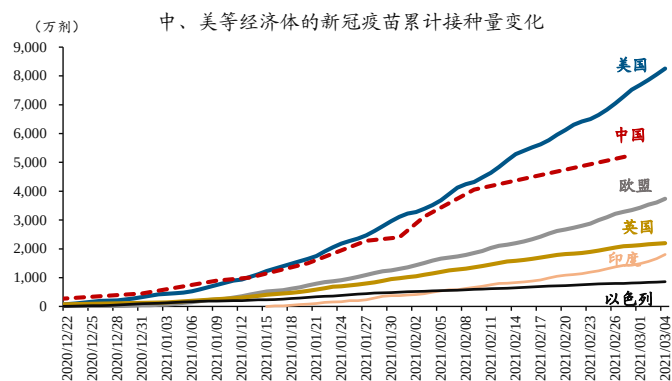
事件：美国最新一周每日接种量均值超过 200 万，且仍在不断加速中。

资料来源：Wind、彭博社

1.1、美国群体免疫可能提前的原因一：疫苗供应大幅增加

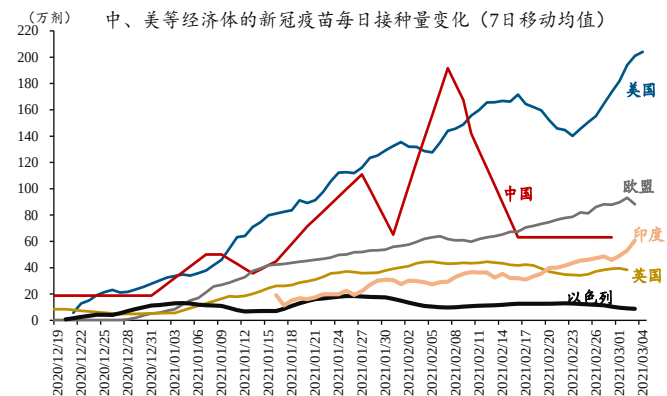
辉瑞、莫德纳持续提升疫苗产能，并承诺在 7 月底前各向美国交付 3 亿剂疫苗。截至 3 月 4 日，美国新冠疫苗累计接种量超过 8200 万剂，每日接种量也升破 200 万剂/日，遥遥领先于其他经济体。美国疫苗接种量大幅增加背后，与辉瑞、莫德纳疫苗产能扩张、交付加快等有关。截至 3 月 4 日，美国国内辉瑞、莫德纳疫苗的累计接种量分别达到了 4200 万、4000 万剂。为了进一步推进疫苗接种，辉瑞和莫德纳在美国国会听证会中宣布，将竭尽全力扩充产能，并承诺在 7 月底前各向美国交付 3 亿剂疫苗。

图1：美国新冠疫苗累计接种量超过 8200 万剂



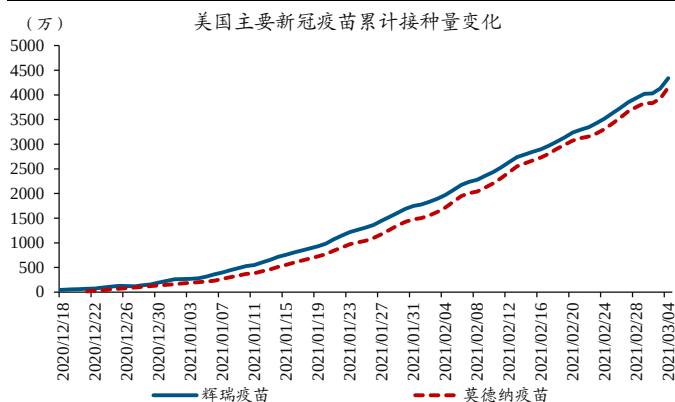
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图2：美国新冠疫苗每日接种量突破 200 万剂/日



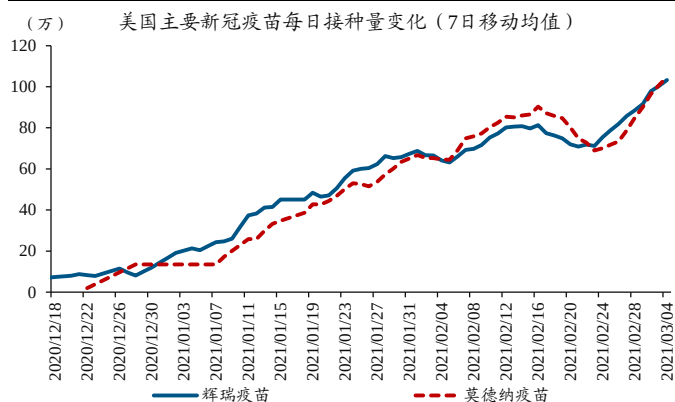
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图3：美国国内辉瑞、莫德纳疫苗累计接种量持续上升



数据来源：CDC、开源证券研究所

图4：美国国内辉瑞、莫德纳疫苗每日接种量持续上升



数据来源：CDC、开源证券研究所

表1: 辉瑞、莫德纳等主要疫苗厂商不断提升产能, 并相继调高疫苗交付目标

药企	日期	表态
辉瑞	2月23日	辉瑞公司表示, 预计到3月中旬每周生产1300万剂疫苗
	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	2月16日	将于3月提供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
	1月26日	将在2021年3月底前向美国政府提供1亿剂疫苗。预期首个版本的新冠疫苗保护期可长达一年或更久; 目前公司在研究接种第二剂疫苗后6-12个月接种第3剂增强针的选项
强生	3月2日	强生公司承诺, 将在6月底前向美国政府提供1亿剂疫苗
	2月28日	预计3月底前向美国政府运送超过2000万剂疫苗

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

采用单剂接种方案的强生疫苗也于3月1日获批入市, 后者承诺在6月底前为美国提供1亿剂疫苗。3月1日, 美国FDA(食品药品监督管理局)批准强生旗下的新冠疫苗入市, 为疫苗接种补充“生力军”。与辉瑞、莫德纳的疫苗相比, 强生疫苗具有单剂接种、低储存条件等优势。在美国政府的协调下, 美国疫苗巨头默克公司已表示将帮助强生生产疫苗, 以解决后者的产能不足问题。3月2日, 强生公司官方发表声明, 承诺将在3月底前为美国提供2000万剂疫苗、6月底前提供1亿剂疫苗。

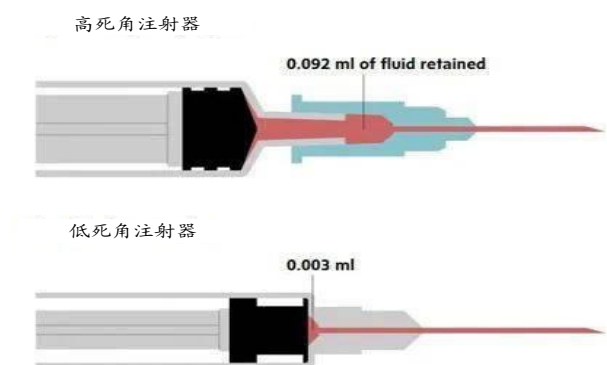
表2: 与辉瑞、莫德纳的疫苗相比, 强生疫苗具有单剂接种等优势

研发路径	公司/机构	疫苗名称	接种方案	保护效力	储存条件
	强生	Ad26 SARS-CoV-2	1剂	66%	2℃-8℃
病毒载体疫苗	莫斯科伽马利耶	Sputnik V	2剂	91%	2℃-8℃
	阿斯利康&牛津大学	AZD1222	2剂	70.4%	2℃-8℃
	康希诺	Ad5-nCov	1剂	--	2℃-8℃
核酸疫苗(mRNA)	辉瑞&BioNTech	BNT162	2剂	95%	-25℃- -15℃
	莫德纳	mRNA-1273	2剂	94.1%	-20℃

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

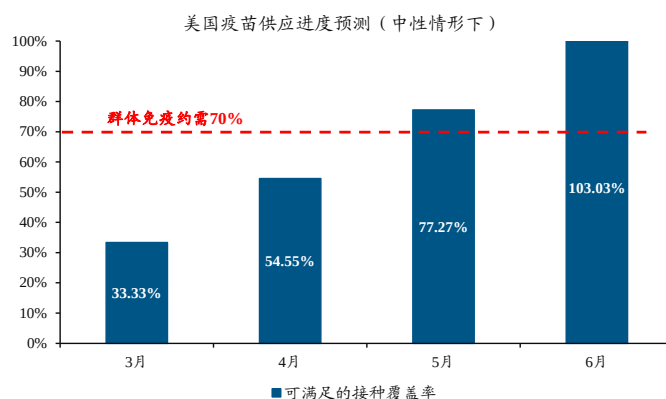
根据辉瑞等疫苗厂商的生产计划测算, 美国有望在5月底前共获得4.4亿剂疫苗, 达到群体免疫所需的疫苗量要求。为了提高疫苗的使用效率, 辉瑞公司表示将在接下来的疫苗接种工作中, 推荐使用低死角注射器, 将每瓶疫苗的使用剂量从5剂提升至6剂(相当于被动增加20%的“产能”)。同时, 莫德纳也决定将每瓶疫苗的剂量从10剂升至15剂, 以缓解疫苗产能限制。根据辉瑞、莫德纳及强生的疫苗生产计划测算, 美国有望在5月底前共获得4.4亿剂疫苗, 能满足全美77%人口(群体免疫约需70%)的接种需求。

图5: 辉瑞疫苗将采用低死角注射器, 提升疫苗使用效率



资料来源: FDA、开源证券研究所

图6: 美国有望在5月底满足全美77%人口的接种需求



数据来源: FDA、Pfizer、Moderna、开源证券研究所

1.2、美国群体免疫可能提前的原因二: 疫苗接种速度有望急升

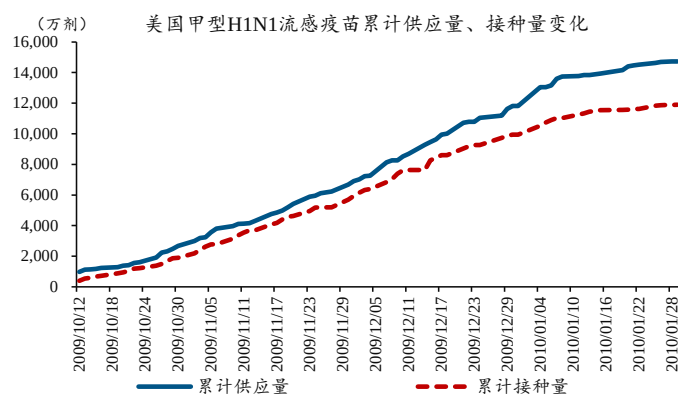
以史为鉴, 美国以往承担疫苗接种工作的主要是连锁药店, 后者曾在4个月内完成美国1.2亿人的甲流疫苗接种工作。与大部分国家不同, 美国历史上进行疫苗接种工作的主要是连锁药店。以2009年的甲流疫苗接种为例, 自2009年9月起, 随着CDC先后批准CSL、诺华等5家厂商的甲流疫苗入市, 美国4万多家连锁药店快速开启疫苗接种工作。数据显示, 美国随后在4个月内打了近1.2亿剂疫苗, 单日疫苗接种量最高突破过250万剂/日。凭借连锁药店强大的疫苗接种能力, 美国甲流疫情于2010年初快速收尾。

表3: 甲流疫情扩散后, 美国CDC快速批准了CSL、诺华等5家厂商的疫苗入市

厂家	代码	接种方式	批准日期	注射方案
CSL	FLUAD®	肌肉注射	2009年9月15日	成年人1剂, 儿童2剂
诺华	MF59(R)	肌肉注射	2009年9月15日	
赛诺菲	Panenza	肌肉注射	2009年9月15日	
阿斯利康	FluMist®	鼻腔接种	2009年9月15日	
葛兰素史克	FluLaval	肌肉注射	2009年11月10日	

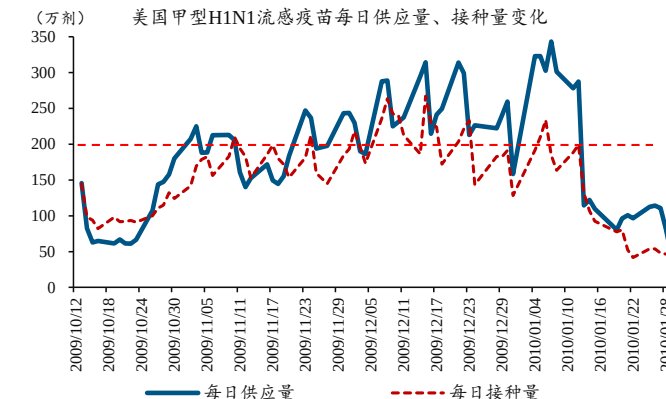
资料来源: CDC、开源证券研究所

图7: 美国4个月内快速接种了1.2亿剂疫苗



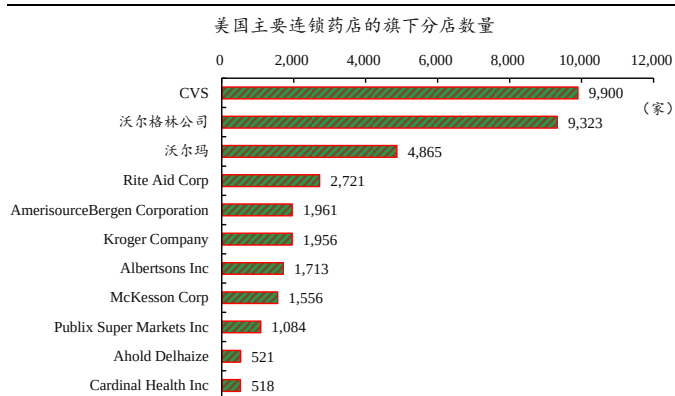
数据来源: CDC、开源证券研究所

图8: 美国甲流疫苗每日接种量稳定在200万剂/日左右

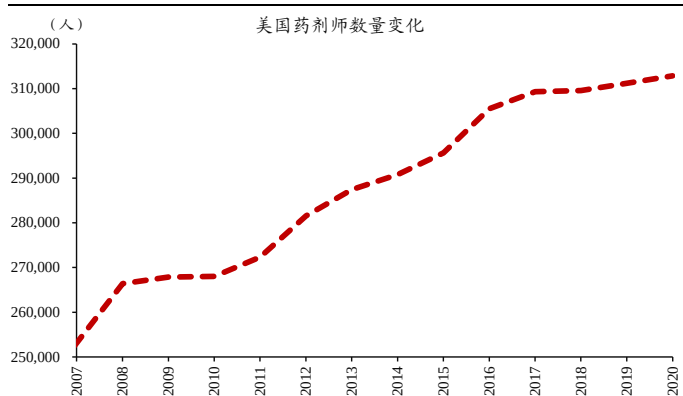


数据来源: CDC、开源证券研究所

随着 FDA 放宽辉瑞疫苗的储存条件，美国 4 万多家药店有望全面开启新冠疫苗的接种。与 2009 年不同，美国连锁药店截至 2 月底，还未能大规模承接新冠疫苗的接种工作。一方面，辉瑞疫苗的储存条件非常严苛，美国大部分连锁药店的硬件条件达不到要求。同时，辉瑞和莫德纳两款储存条件完全不同的疫苗的混用，加大了药店开启疫苗接种的难度^①。但事情已有所转机。辉瑞向 FDA 提供了新的实验数据，证明其疫苗能在一般药品冷冻柜的温度下，存放最多两周时间。FDA 随后认可了辉瑞，并放宽疫苗储存条件，这意味着美国连锁药店已能够全面开启接种工作。

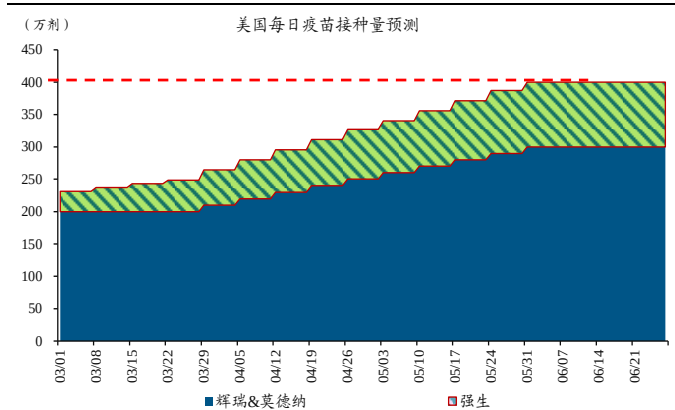
图9：美国拥有 CVS 等大量连锁药房


数据来源：CDC、开源证券研究所

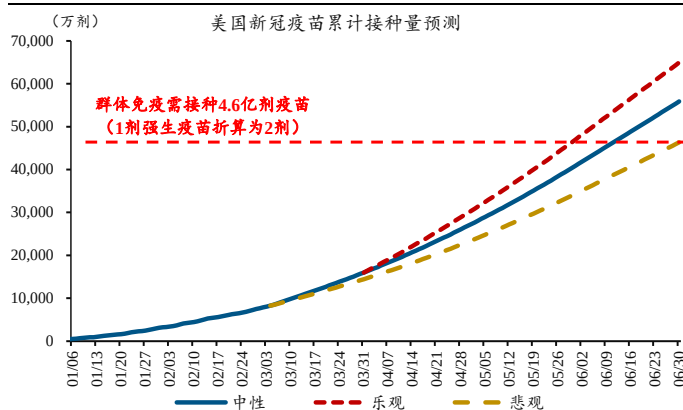
图10：与 2009 年相比，2020 年美国药剂师人数增长 17%


数据来源：CDC、Wikipedia、开源证券研究所

基于甲流疫苗接种经验，及疫苗厂商产能释放情况，美国单日疫苗接种量有望急升至 350 万剂/天以上，最快可在 6 月上旬接近群体免疫目标。美国连锁药店中的药剂师人数已较 2009 年增长近 17%，承接疫苗接种工作的能力获得进一步提升。在连锁药店、大型医院及各类疫苗接种中心同时进行疫苗接种的支持下，美国单日疫苗接种量有望逐步提升至 350、甚至 400 万剂/日以上。结合疫苗厂商的产能释放情况，中性情景下，美国有望在 6 月上旬完成 70% 人口的疫苗接种。乐观情景下，若阿斯利康、诺瓦瓦克斯等疫苗也陆续获批入市，美国实现群体免疫的时点将进一步提前。

图11：美国疫苗接种速度有望急升


数据来源：Pfizer、Moderna、Johnson & Johnson、开源证券研究所

图12：美国最快可在 6 月上旬接近群体免疫目标


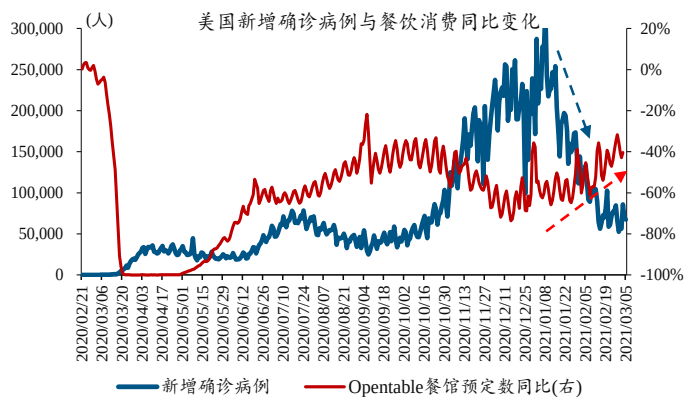
数据来源：Pfizer、Moderna、Johnson & Johnson、开源证券研究所

^① 美国辉瑞疫苗接种工作主要是由大型医院或有军方背景的疫苗接种中心完成，莫德纳疫苗中少部分由连锁药房完成。

1.3、疫情改善的影响：10Y 美债利率上行、高估值资产承压

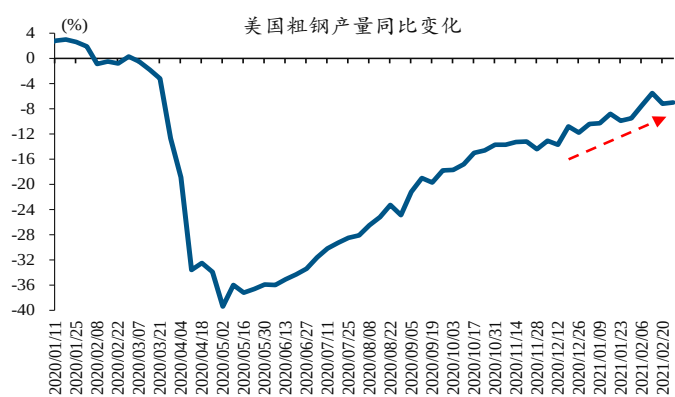
随着疫苗供应大幅增加、接种速度急升，美国疫情形势有望进一步加速改善，支撑经济修复显著加快。受疫情频频反弹压制，美国 2020 年服务消费、工业生产等修复缓慢，拖累了整体经济的修复进程。不过，1 月中旬以来，伴随疫情持续改善，美国以餐饮消费为首的服务消费快速止跌反弹，粗钢生产等工业生产活动加速向好。展望未来，在疫苗供应增加、接种速度急升的背景下，美国疫情形势有望进一步改善。这一背景下，美国服务消费等的修复将进入快速通道，并带动美国整体经济增长加速。

图13：1月以来，美国疫情改善，餐饮消费反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：1月以来，美国粗钢产量同比降幅加速收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：服务消费表现不佳，拖累 2020 年美国表现

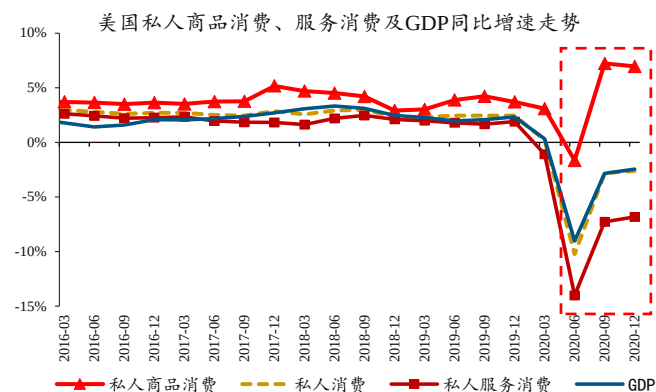
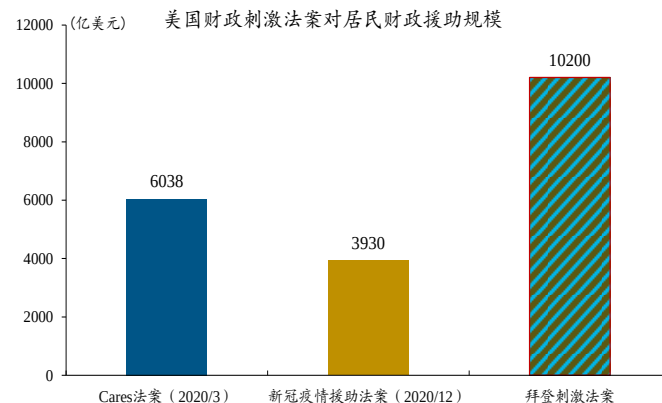


图16：拜登财政刺激政策，将对美国经济修复形成支撑



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_17734

