

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、疫苗接种率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

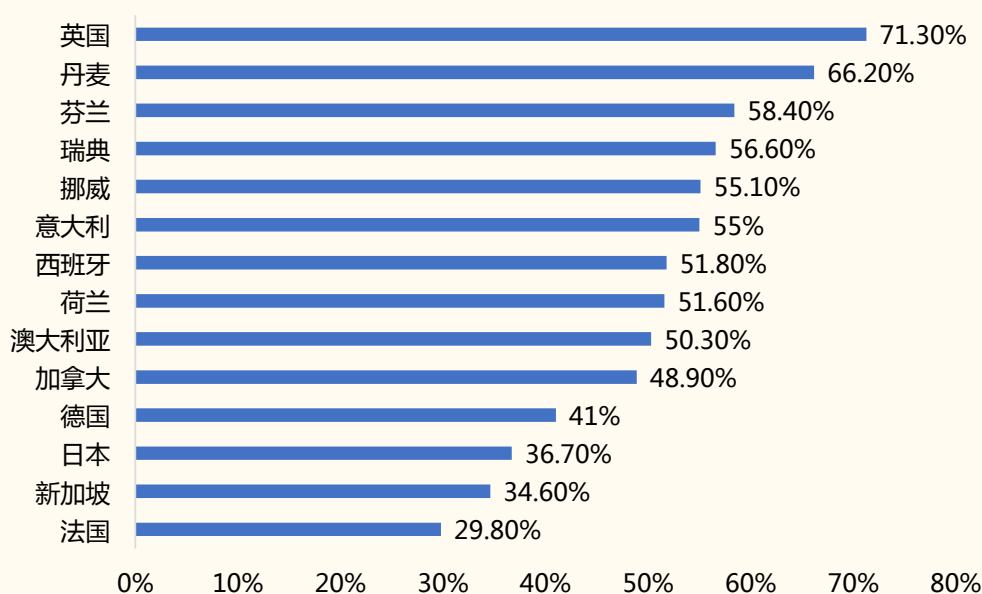
正文如下：

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

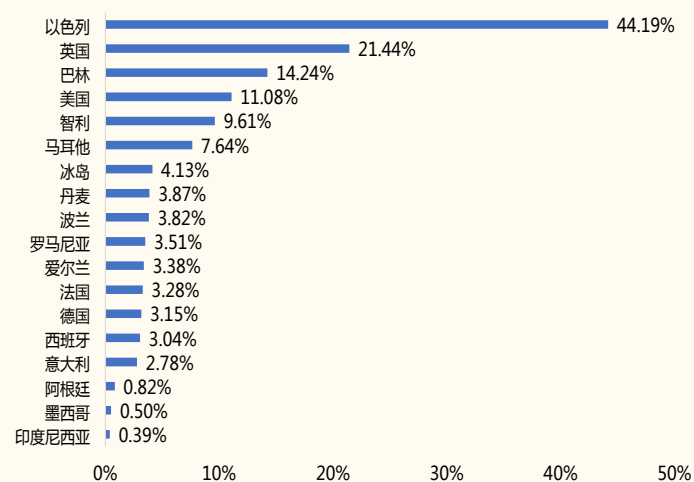
从目前全球疫苗接种来看，以色列疫苗接种率完成率较高。从至少接种过一剂 COVID-19 疫苗的人口占总人数比例看，以色列处于领先的位置，截至 2 月 14 日，根据 Our World in Data 数据显示，以色列人口中至少接种过一剂 COVID-19 疫苗占总人口比列为 44.19%，接下来依次为英国的 21.44%、巴林王国的 14.42%、美国的 11.08% 和智利的 9.61%；从至少接种过一剂 COVID-19 疫苗的总人数来看，美国接种的总人数较高，数据显示，美国中至少接种过一剂 COVID-19 疫苗的总人数为 37.06 百万人，其次分别为英国的 14.56 百万人、以色列的 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



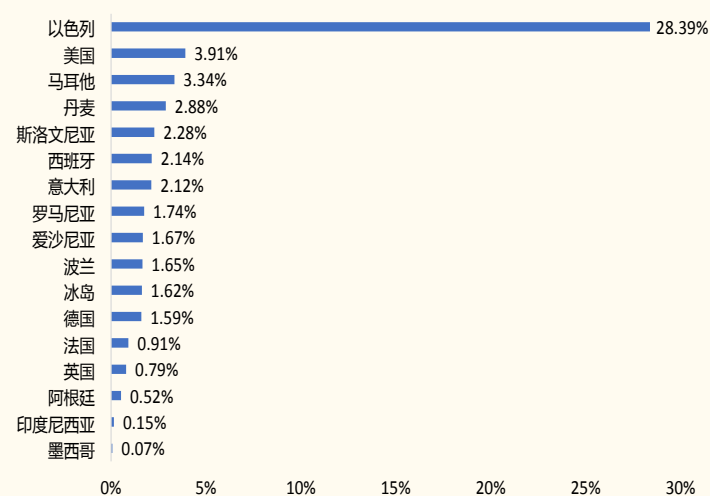
来源：Wind，国金证券研究所

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



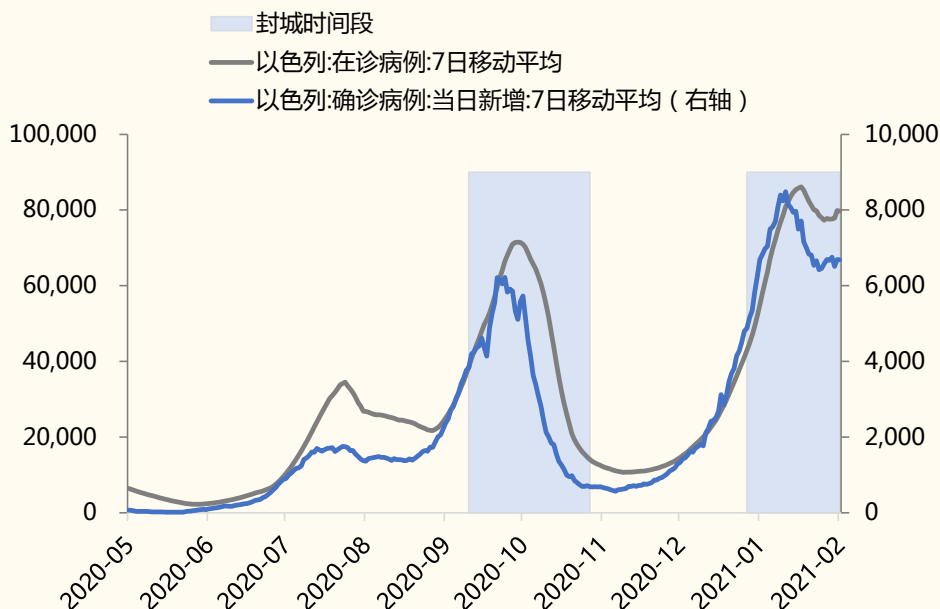
来源：Our World in Data，国金证券研究所

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。

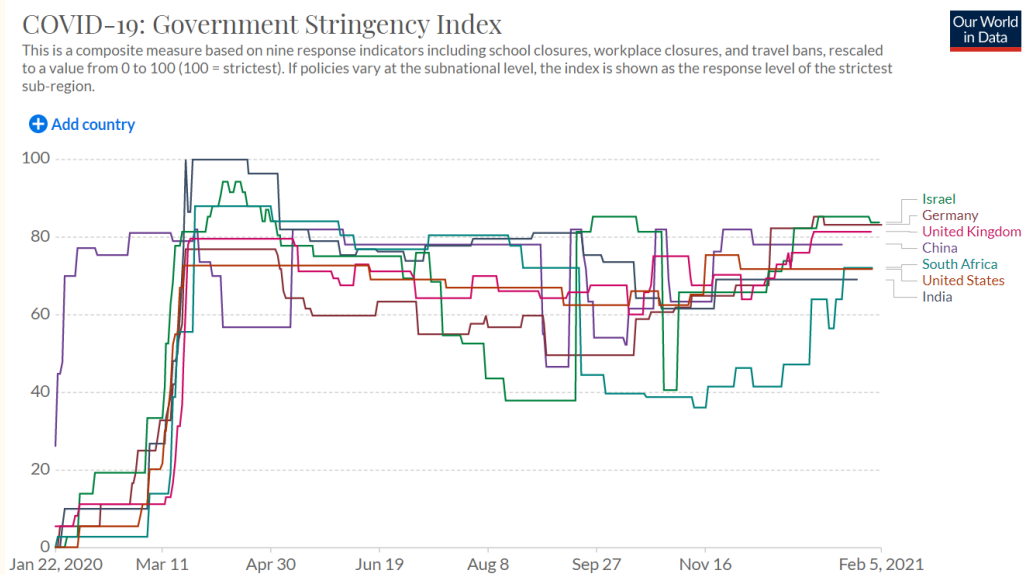
从经济来看，虽然以色列等国接种疫苗的进展快于美国，但是大部分国家经济体的复苏程度并不如美国。关于疫苗效力，以色列在最近的报告表明，在接受辉瑞疫苗全面保护的 16.3 万人样本中，只有 31 人被诊断为 Covid-19。根据这个样本，也就是疫苗的有效性达到了 92%，尽管以色列的疫苗接种计划取得了成功，但是大部分接种率比美国高的国家其经济复苏远不如美国。IMF 公布的 2021 年全球实际 GDP 增速中显示，美国的 GDP 增速依然高于大部分主要经济体。我们认为，一方面由于大部分地区像是欧元区和以色列由于在诊病例仍然很高，虽然新增住院人数的总体下降是稳定的，但是封城限制措施进一步被延长，相比之下，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
撒哈拉以南非洲	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：

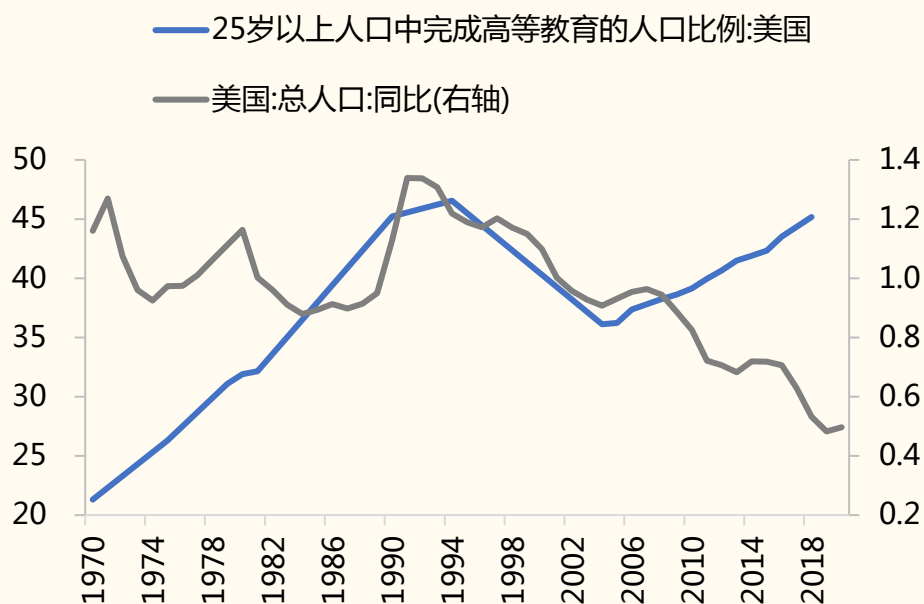
从经济内部动力来看，虽然美国制造业长久流失，但是疫情利好的产业（金融+科技的组合）确实是美国这几年内生性经济的主要动力。Solow 提出的新古典增长模型，证明了长期稳定增长，且经济非均衡只是一种暂时现象，强调长期经济增长完全由理论本身的外生因素决定，也就是科技所驱动的，但是这并不能很好地解释 1974-1975 年和 1979-1982 年的经济危机，也就是说经济外生增长模型并不能完全有效地支持经济增长分析领域，也无法很好地解释先进国家和发展中国家的政治引发的经济问题。20 世纪 80 年代，内生增长理论否定了新古典经济增长模型，表示了经济增长可以分为“要素投入的内生增长”和“技术进步内生增长”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。

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_17977

