

疫苗广泛应用是推动还是抑制全球通胀？

——再通胀系列研究之五

报告导读/核心观点

疫苗在全球大范围应用前，需求已显著修复，疫情更多冲击供给，此时供需缺口最大化，通胀快速提升。本阶段对应2021年上半年，即发达国家完成注射目标而新兴市场疫苗严重不足，全球疫苗接种结构显著不均衡。下半年疫苗在全球范围内广泛使用尤其是弥补新兴市场疫苗缺口后，供给会有明显提升，供需矛盾缓解继而抑制通胀。

□ 发达国家疫情现状：欧洲疫情控制良好，美国持续高增未见缓解

Q4以来，以欧美为代表的发达国家疫情再次爆发。欧洲各国由于实行了较为严格的社交距离控制，本轮疫情复发在经过11月中旬的确诊高峰后已逐渐降温。英法意等欧洲主要国家最近一周新增确诊病例处于明显下行通道；仅德国无明显调头趋势。美国当前疫情仍持续高增，最近一周新增确诊病例仍然高达137万例且暂无缓和趋势。

□ 新兴市场疫情现状：巴西、印度仍存复发风险，其余国家疫情稳定

新兴市场主要国家，仅巴西疫情于11月再次复发，最近一周新增确诊病例超过5万例，接近年内高点，目前仍处于上行通道。印度最近一周新增确诊已回落至3万例以内，恢复速度缓慢但仍处于下行通道，但根据疫情传播规律仍需警惕印度疫情出现二次复发。其他新兴市场国家当前疫情均较为稳定，下半年至今基本未出现明显反弹。

□ 疫苗进展：发达国家占据当前多数产能，新兴市场疫苗订购量不足

从疫苗订购数看，全球确认订购疫苗总剂量达73亿只，其中高收入国39亿只；中低收入国10亿只；中低收入国17亿只；国际组织7亿只；全球疫苗分配严重不均。从疫苗数量的人口覆盖率看，当前各国疫苗订购对人口的覆盖率存在较大差距，高收入国家的疫苗覆盖率普遍高于中等收入国家。已确认订购疫苗覆盖率超过100%的经济体均为高收入经济体，新兴市场国家的疫苗订单普遍远低于完全接种的需要。从整体注射进度来看，高收入国家将早于中等收入国家开启和完成大规模疫苗接种工作。前者将集中于上半年进行注射并在Q2末基本完成大规模接种目标，后者可能将集中于下半年甚至2022年进行注射。

□ 疫苗注射对供给的边际改善作用强于需求

一是从各国疫后经济的修复特征来看，需求修复速度往往领先于供给。在发达国家需求已恢复或接近恢复正常但供给仍同比萎缩的情况下，疫苗注射对供给的边际改善作用更强，发达国家强大的工会制度以及财政补贴力度在疫情期间发挥了强化需求、弱化供给的作用。二是从全球产业链分布来看，新兴市场是全球范围内重要的上游原材料以及中低端产成品出口国，发达国家的终端消费需求以及资本开支过程中对上游原材料的需求均依赖新兴市场供给，新兴市场国家前期疫苗订购规模不足将在一定程度上拖累其供给能力的修复速度。此类国家2021年上半年生产能力的修复主要依靠疫情的自然消退和社交距离控制解除。

□ 疫苗注射在上半年将提升通胀水平，在下半年将压降通胀水平

根据当前疫苗注射进度安排、疫苗对供给需求的影响特性以及全球产业链分布，疫苗推进将在2021年上半年推升通胀水平，下半年的持续推进将压降通胀水平。发达国家上半年注射疫苗并在Q2末实现大规模接种后，将同时强化需求与供给，对供给的边际提升作用强于需求。然而当前发达国家普遍面临产业结构单一的问题，即便供给恢复，多数发达国家单一的产业链无法满足其自身生产制造需要，可能进一步将对新兴市场国家供给的需求；而新兴市场国家的供给能力由于疫苗缺位存在不确定性。2021年上半年发达国家集中注射疫苗并在Q2末实现疫苗对国内人群的基本覆盖、新兴市场国家上半年尚且无法充分注射疫苗的局面可能强化供需矛盾，继而推升通胀水平。下半年起预计新兴市场国家疫苗注射边际速率将超过发达国家并加速其对全球产业链供给能力的修复，供需矛盾将逐步缓解通胀水平可能逐步降低。

风险提示：美国印度落地共振带动商品价格上行；新兴市场疫苗不足叠加疫情复发导致上游供给持续受限；病毒变异导致疫苗失效；中美冲突超预期

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 全球疫情：发达国家及新兴市场国家均存局部风险	3
1.1. 发达国家中欧洲疫情控制良好，美国持续高增未见缓解	3
1.2. 新兴市场中巴西、印度仍存复发风险，其余国家疫情稳定	4
2. 疫苗进展：发达国家占据多数产能，新兴市场订购不足	4
3. 全年疫苗注射的推进对通胀是抑制作用还是推升作用	6
3.1. 疫苗注射对供给的边际改善作用强于需求	6
3.1.1. 各国需求复苏领先供给，后续疫苗注射对供给修复的边际作用更强	6
3.1.2. 新兴市场是全球重要的原材料供给国，疫苗注射将增强其对全球的上游供给能力	8
3.2. 疫苗注射在上半年将提升通胀水平，在下半年将压降通胀水平	9
风险提示	10

图表目录

图 1：部分欧美国家每周新增疫情的确诊情况（例）	3
图 2：当前部分新兴市场国家每周新增疫情的确诊情况（例）	4
图 3：不同收入水平经济体疫苗订购份额（%）	5
图 4：订购疫苗可覆盖接种累计人数（万人）及接种进度	5
图 5：主要经济体新冠疫苗订购情况（%）	5
图 6：主要经济体订购疫苗人口覆盖率（%）和防疫压力（人）	6
图 7：美国新冠疫苗分配框架	6
图 8：美国需求恢复增速领先生产（%）	7
图 9：美国库存迅速去化，零售商去库速度显著快于制造商（%）	7
图 10：欧盟 27 国新订单指数修复速率快于生产指数	7
图 11：全球制造业 PMI 新订单指数修复速度快于产出指数	7
图 12：美国的经济重镇都有较为发达的工会体系	8
图 13：政府转移支付使得今年个人收入持续高增（%）	8
图 14：发达国家制造业在 GDP 中占比普遍较低，自身生产供给能力不足（英日为 2018 年数据）	9
表 1：德国最新防疫措施尚未完全公布，现有措施较春季防控相对宽松	3
表 2：部分国家的矿产量排名情况（以矿山产量为主要维度）	8

1. 全球疫情：发达国家及新兴市场国家均存局部风险

1.1. 发达国家中欧洲疫情控制良好，美国持续高增未见缓解

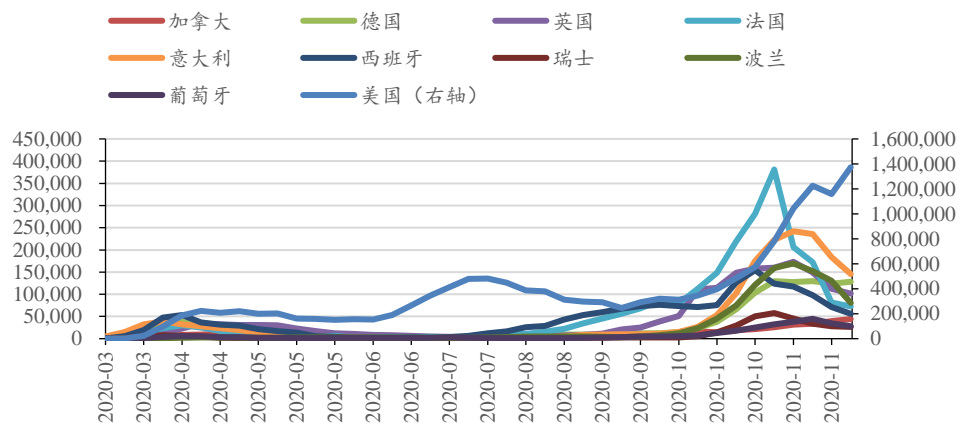
四季度以来，以欧美为代表的发达国家疫情再次爆发。截至当前，欧洲各国由于实行了较为严格的社交距离控制，本轮疫情复发在经过 11 月中旬的确诊高峰后已逐渐降温，英国、法国、意大利等欧洲主要国家最近一周的新增确诊病例均已回落至 10 万以下，当前处于明显的下行通道；仅德国周确诊病例仍超过 10 万且当前疫情无明显调头趋势。德国现有防疫措施与春季相比仍然较为宽松，主要集中于对各类服务业消费场所进行停业处理，但将在圣诞节期间放松管控措施。整理来看，欧洲国家疫情整体回落，但仍需关注圣诞节期间庆祝、人群集聚可能导致的复发风险。

表 1：德国最新防疫措施尚未完全公布，现有措施较春季防控相对宽松

最新防疫措施	第一波疫情防疫措施（春季）	措施比较
1.私人聚会仅限 2 家 5 人，圣诞节期间将暂时放宽至 10 人。	1.大型商场停业：包括酒吧、游乐场、展览馆等在内的各种娱乐、运动、文化场所一律关闭；	目前德国已有措施来看较前次宽松。圣诞节期间措施会暂时再度放宽。
2.德国大型活动已被取消，但可以进行教堂礼拜。	2.禁止各种集会活动和会议，包括一切宗教礼拜或聚会活动；	
	3.酒店服务业只接待因公或商务出差的人，不接待度假游客；	
	4.餐厅、饭店营业时间限定在早 6 至晚 6；	
3.德国的酒吧、餐馆和娱乐场所所在 1 月 10 日之前关闭，但学校，托儿所，商店和理发店也开放。	5.宠物、园艺、建筑类市场须限流	
	6.可以正常营业的行业包括：食品和饲料市场、物流业、药店和医疗用品店、日用品商店、加油站、银行、储蓄所、邮局、理发店、报亭、自动洗衣店、批发市场等。这些商店周日也可以照常营业。	

资料来源：公开渠道整理，浙商证券研究所

图 1：部分欧美国家每周新增疫情的确诊情况（例）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

美国当前疫情仍然持续高增，最近一周新增确诊病例仍然高达 137 万例且暂无缓和趋势，加州、德州、纽约州、佛罗里达州等经济重镇确诊数均在 5 万以上，其中加州新增确诊超过 18 万例，德州新增确诊超过 11 万例。

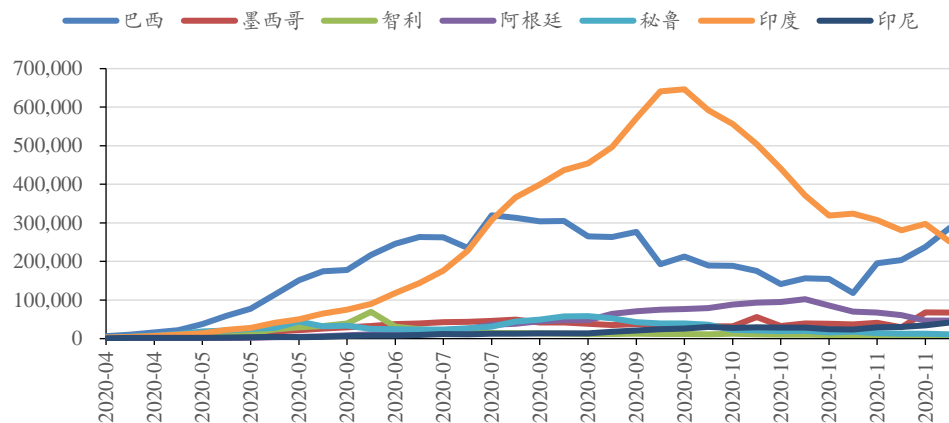
1.2. 新兴市场中巴西、印度仍存复发风险，其余国家疫情稳定

新兴市场的主要国家中，仅巴西疫情于 11 月再次复发，最近一周新增确诊病例超过 5 万例，接近年内高点，目前仍处于上行通道。年终是巴西传统的折扣购物季，人群集聚将加剧疫情感染风险。当前巴西总统明确不会因为疫情再次进行社交隔离，这一决定可能加剧未来巴西的疫情风险。

印度最近一周新增确诊已回落至 3 万例以内，恢复速度缓慢但仍处于下行通道，国内疫情蔓延情况自 9 月单周 64 万例新增确诊的高峰以来持续好转。需要注意的是，当前欧美国家甚至巴西都已经历疫情二次甚至三次反弹，印度目前尚未出现这一趋势，但根据疫情传播规律仍需警惕印度疫情出现二次复发。

除印度、巴西外，其他新兴市场国家当前疫情均较为稳定，下半年至今基本未出现明显反弹，每周新增确诊数均位于 1 万例以内。

图 2：当前部分新兴市场国家每周新增疫情的确诊情况（例）



资料来源：National Association of Medicine，浙商证券研究所

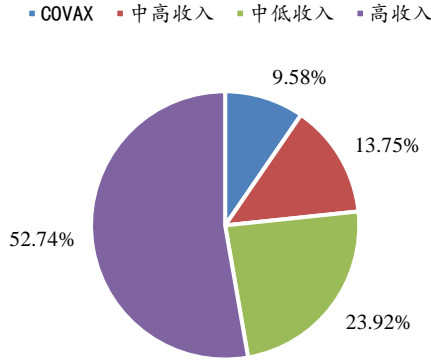
2. 疫苗进展：发达国家占据多数产能，新兴市场订购不足

为应对全球疫情，世界卫生组织、流行病防范创新联盟和全球疫苗免疫联盟共同成立“新冠肺炎疫苗实施计划”（COVAX）以协调全球新冠疫苗的研发、生产、采购和分配工作，以此确保疫苗能够在世界范围内得到相对均匀的分配，避免医疗资源配置结构性失衡。该组织的运营资金来源于高收入经济体以及国际慈善组织的募捐，目前已与 189 个国家和经济体开展合作。诸如日本、英国以及欧盟部分发达国家均将为该计划提供资金支持（我国也参与资金募捐，美国当前未参与），阿富汗、巴基斯坦等中低收入经济体如将受到资助。在该计划下，发达经济体可以通过自费购买疫苗实现不同比例的接种；落后经济体则可以在该计划的资助下逐步注射覆盖至少 20% 的总人口。这一机制的存在可以有效缓解全球范围内疫苗分配不均的格局。根据计划框架以及相关执行数据统计：

从疫苗订购数量看，截至 2020 年 12 月 4 日，全球已确认订购的疫苗总剂量达到 73 亿只，其中高收入国家订购 39 亿只；中高收入国家订购 10 亿只；中低收入国

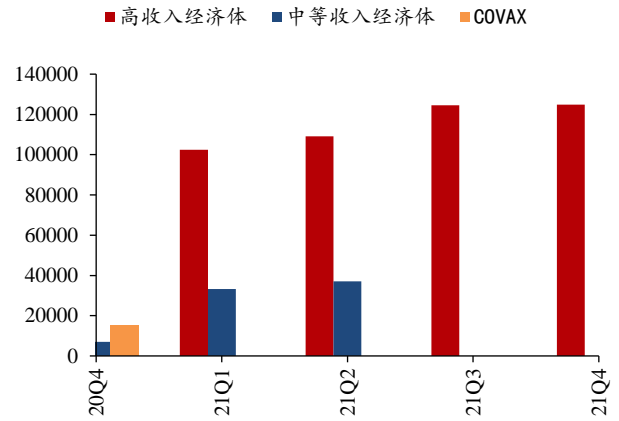
家订购 17 亿只；COVAX 订购 7 亿只，此外仍有 25 亿剂疫苗订单正在谈判中。当前数据显示低收入国家未能订购到疫苗，后续或将完全依赖 COVAX 的疫苗援助。整体来看，即便在 COVAX 机制的协调下，当前全球疫苗仍然存在严重的分配不均。

图 3：不同收入水平经济体疫苗订购份额（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

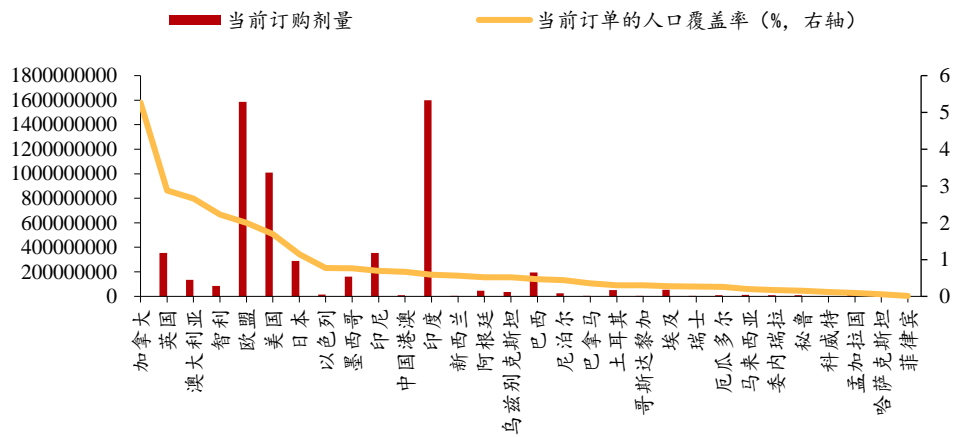
图 4：订购疫苗可覆盖接种累计人数（万人）及接种进度



资料来源：浙商证券研究所

从疫苗数量的人口覆盖率看，当前各国疫苗订购对人口的覆盖率存在较大差距，高收入国家的疫苗覆盖率普遍高于中等收入国家。目前已确认订购疫苗覆盖率超过 100% 的经济体均为高收入经济体，依次是加拿大 527%、英国 288%、澳大利亚 266%、智利 223%、欧盟 199%、美国 169% 和日本 115%，而东南亚、非洲和拉丁美洲的多数中等收入国家（尤其是中低收入国家）的疫苗覆盖率则不足 100%，其中一些国家的疫苗订单甚至远低于完全接种的需要。

图 5：主要经济体新冠疫苗订购情况（%）

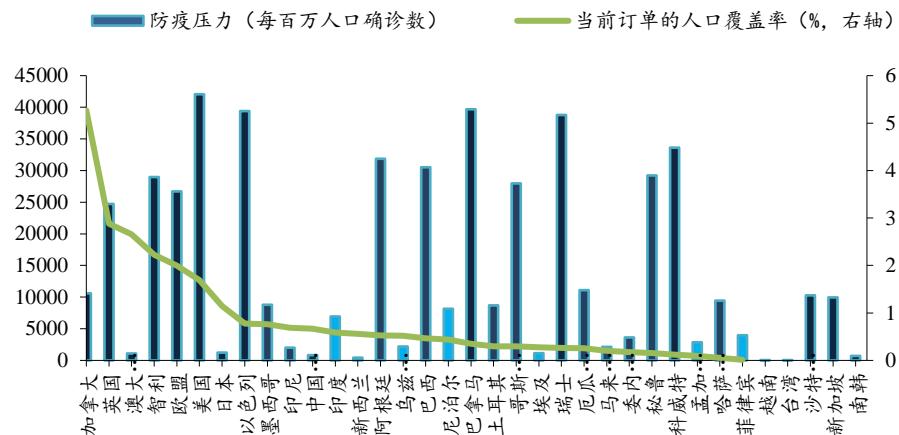


资料来源：Duke Global Health, 浙商证券研究所

当前疫苗订购数量仅能满足 2021 年上半年的注射需要，下半年的注射情况判断仍取决于后续的产能进展。从整体注射进度来看，高收入国家将早于中低收入国家开启和完成大规模疫苗接种工作。当前预计高收入经济体将在上半年累计对 10.9 亿人进行接种，在 Q2 末基本完成大规模接种目标；而全年预计接种数仅为 12.5 亿，下半年基本陷入停滞。中等收入经济体将在上半年对 3.7 亿人进行接种，Q2 末注射覆盖率言中国不足，下半年具体注射进度仍需视后续产能开发情况而定。

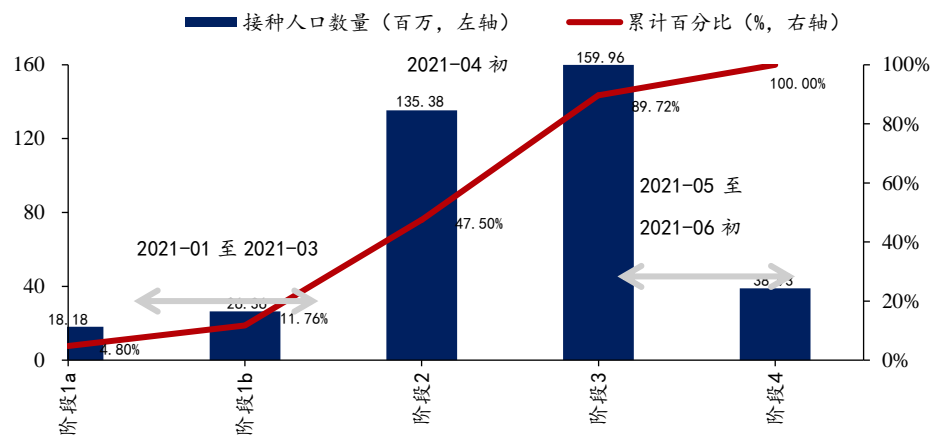
从单个国家注射进度来看，以美国为例，根据当前美国医药协会预测，Q1 美国将开始一阶段疫苗注射，一季度末计划疫苗注射覆盖人群比例超过 20%；Q2 为美国疫苗注射速度的高峰期，Q2 末计划疫苗注射覆盖的人群比例超过 80%；预计欧、日等经济体均将保持类似进度，均将在 Q2 末实现疫苗的大规模接种。此后新兴市场国家将根据疫苗生产进度或各国财政条件逐步开展注射。

图 6：主要经济体订购疫苗人口覆盖率（%）和防疫压力（人）



资料来源：Duke Global, 浙商证券研究所

图 7：美国新冠疫苗分配框架



资料来源：National Association of Medicine, 浙商证券研究所

伴随疫情修复，2021 年全球经济面临确定性修复趋势，目前 OECD 领先指标已接近恢复至疫情前水平，全球综合 PMI 已连续 5 个月位于荣枯线以上。后续经济供需两端的修复结构以及通胀走势将在极大程度上取决于疫苗的注射情况。

3. 全年疫苗注射的推进对通胀是抑制作用还是推升作用

3.1. 疫苗注射对供给的边际改善作用强于需求

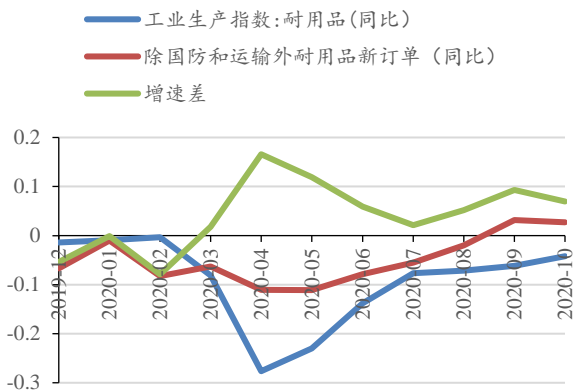
从全球范围来看，我们认为疫苗影响的核心领域仍是供给而非需求。

3.1.1. 各国需求复苏领先供给，后续疫苗注射对供给修复的边际作用更强

从各国疫后经济的修复特征来看，需求修复速度往往领先于供给。从全球范围

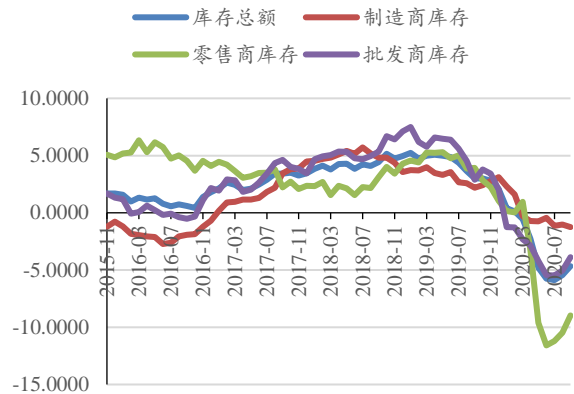
来看，5月以来摩根大通全球制造业 PMI 新订单指数的修复速度明显领先供给。美国方面，国防和运输以外耐用品新订单的每月增速也持续领先于耐用品工业产生指数的修复速度，前者同比增速已修复至 0 以上，而后者同比仍然处于萎缩状态；美国库存总额在今年以来迅速去化，当前库存同比-4.65%，同样说明需求修复领先供给；库存结构来看，零售商库存去化速度远远领先于制造商库存，前者同比-9.0%，后者-1.2%，可以印证说明消费者消费需求修复显著快于生产商的供给修复。欧洲方面，欧盟 27 国的新订单信心指数修复幅度同样领先于工业生产指数；欧盟 27 国零售贸易信心指数的库存分项同比增速降至-20%。整体来看，在疫情自然平复的情况下供给修复更慢。综上，在需求已恢复或接近恢复正常但供给仍同比萎缩的情况下，疫苗注射对供给的边际改善作用更强。

图 8：美国需求恢复增速领先生产（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 9：美国库存迅速去化，零售商去库速度显著快于制造商（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 10：欧盟 27 国新订单指数修复速率快于生产指数

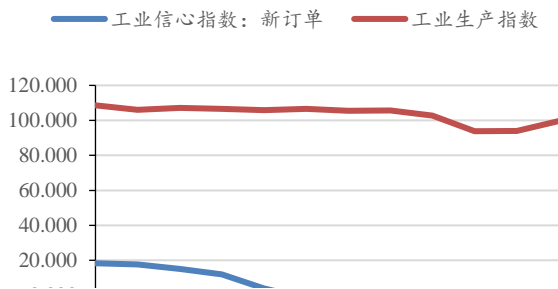
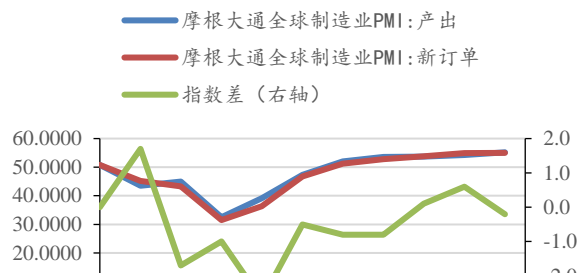


图 11：全球制造业 PMI 新订单指数修复速度快于产出指数



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_887



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>