

# 世界只是得了一场重感冒： 全球资产没有入冬

## 报告要点：

### ● 当前全球的资金不是在赌衰退，而是出于避险的考虑在赌危机：

- 1) 美国 VIX 指数出现了明显上升；
- 2) 全球的债券收益率曲线自 5 月后明显平坦化；
- 3) 在 6 月后，美元与黄金出现了齐涨。

### ● 这个情绪是市场内生的，其原因应是 Delta 病毒（市场所受冲击的程度与疫情的严重程度存在关联）：

- 1) 全球的病毒已经改头换面，变异为一种全新的 Delta 病毒，且病毒传播的主力又从新兴市场国家回流至发达国家；
- 2) 仅从数据上，疫苗与疫情的相关性开始变弱，疫苗的有效性存在着更大的不确定性；
- 3) 个别经济体在多重冲击后，已经开始躺平，世界正在逐步放松防疫政策，以给经济增长更大的空间。

### ● Delta 也许只是世界的一场重感冒：

- 1) 我们不能确定 Delta 的传播性如何，但相对确定的是：当前 Delta 病毒的肆虐并未抬高致死率（可能与 Delta 本身的尾部风险偏低有关，也可能与体弱人员受到重点保护有关）；
- 2) 以美国为例，其工业生产至少是正常状态，Delta 对经济的负面影响不一定会显著。

### ● 除了疫情之外，在此时无脑避险是一个安全策略，这个特殊的时间窗口导致避险情绪被放大：

- 1) 当前无论经济走势如何，但受基数影响，经济同比大概率是向下的，这导致经济繁荣这个事情难以证实，至少难以形成一致预期；
- 2) 只要通胀不会大幅度超预期，这个窗口的避险策略应是存在一些安全边际的，在此中，有部分资金应该以疫情为由去借题发挥。

### ● 这个数据盲区的窗口期其实所剩无几。从各国经济环比增长回到正常水位的那时推算，在今年 4 季度之后，各国的经济同比数据就能变得正常起来。

### ● 在此前，资金的 risk-off 可能还会继续一段时间，我们的配置可以选择跟风 risk-off，但不可介入过深：

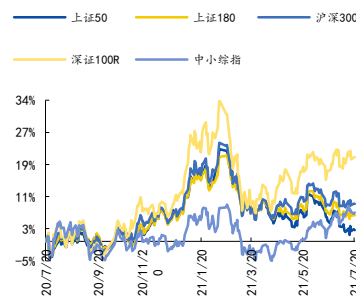
- 1) 我们应知晓的是：如果中国防卫措施得当，那疫情对情绪的加速作用不会对中国资产发挥太大的作用，如国债收益率仍会易上难下，权益市场所受的冲击也会非常有限；
- 2) 超级周期反转的信号仍然没有出现，在名义增长率上升的过程中，这种 risk-off 只是一个暂时性的情绪颠簸而已，并不是周期趋势的反转。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期

## 主要数据：

上证综指：	3536.79
深圳成指：	15011.35
沪深 300：	5108.99
中小盘指：	4754.71
创业板指：	3463.79

## 主要市场走势图



资料来源：Wind

## 相关研究报告

《经济的裂痕：博弈政策不如博弈自然》  
2021.07.16

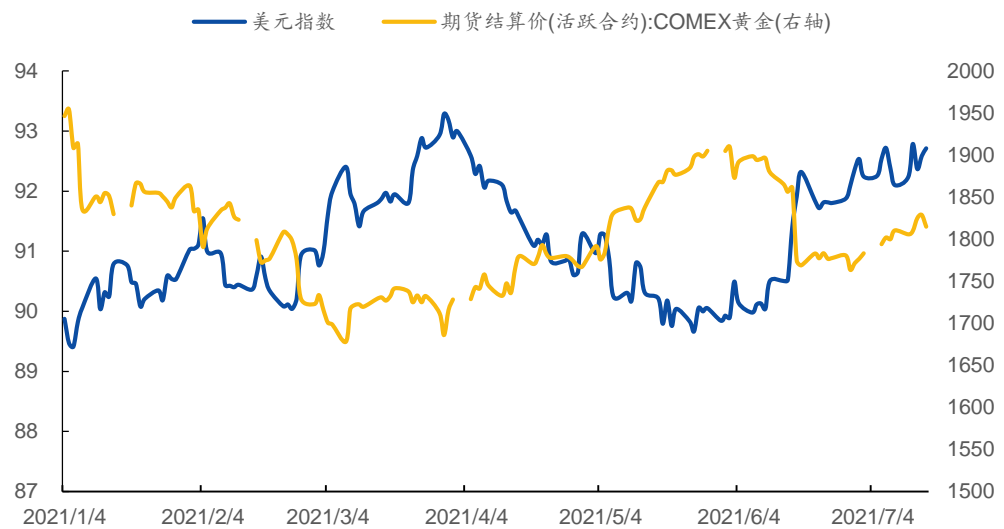
## 报告作者

分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn  
电话  
联系人 孟子君  
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

当前全球的资金不但在赌衰退，而且出于避险的考虑在赌危机。

1) 黄金与美元出现共涨，只有避险情绪才能构造如此组合。按理来说，黄金价格是锚定美元的，因此往往受美元的影响更大一些，此外，美元指数往往意味着全球的避险情绪，当美元指数上涨时，说明全球的避险情绪有所升温，这时黄金的上涨并非说明资金在交易通胀，而是在黄金的定价中，少见的避险价值被激发了出来。

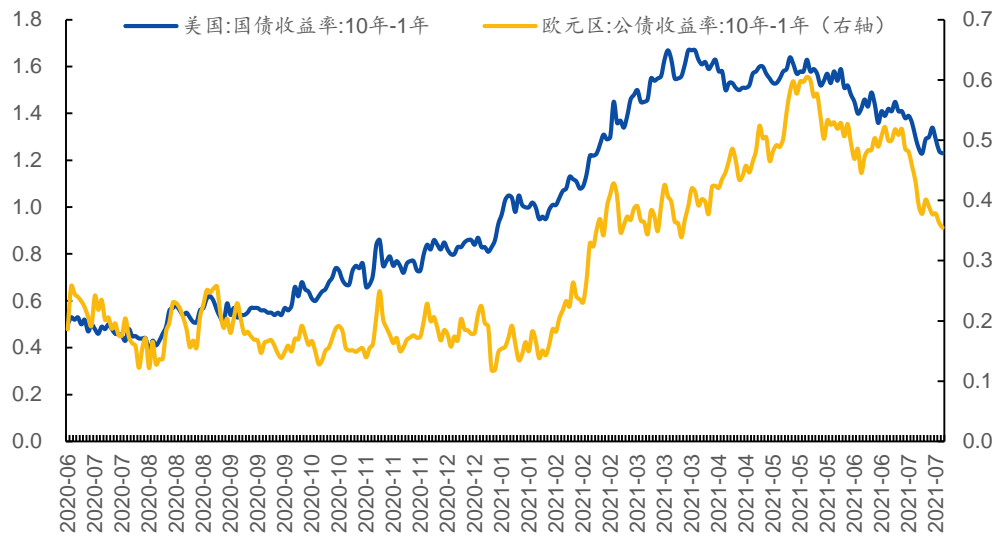
图 1：黄金与美元出现共涨



资料来源：Wind，国元证券研究所

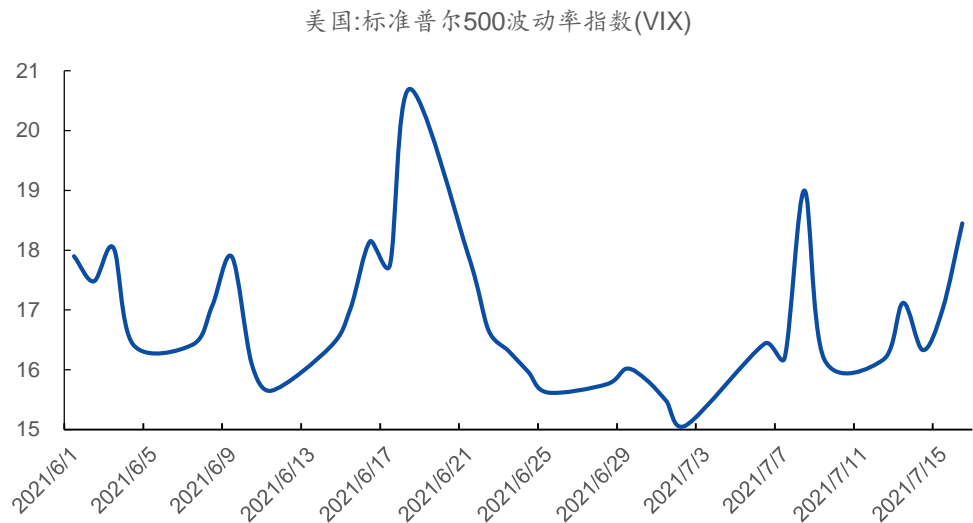
2) 此外，这一轮全球债券收益率的下行是伴随着曲线平坦化的，这说明市场在自发地博弈经济衰退的预期。在货币宽松及银行配置资金缺位的情况下，市场在自行拉长久期，这意味着市场先于政策嗅到了经济衰退的味道。除了债券市场之外，这一轮的衰退交易也有其他市场的附证，比如美国 VIX 指数出现了明显上升。

图 2：债券收益率曲线平坦化



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：美国 VIX 指数明显上升



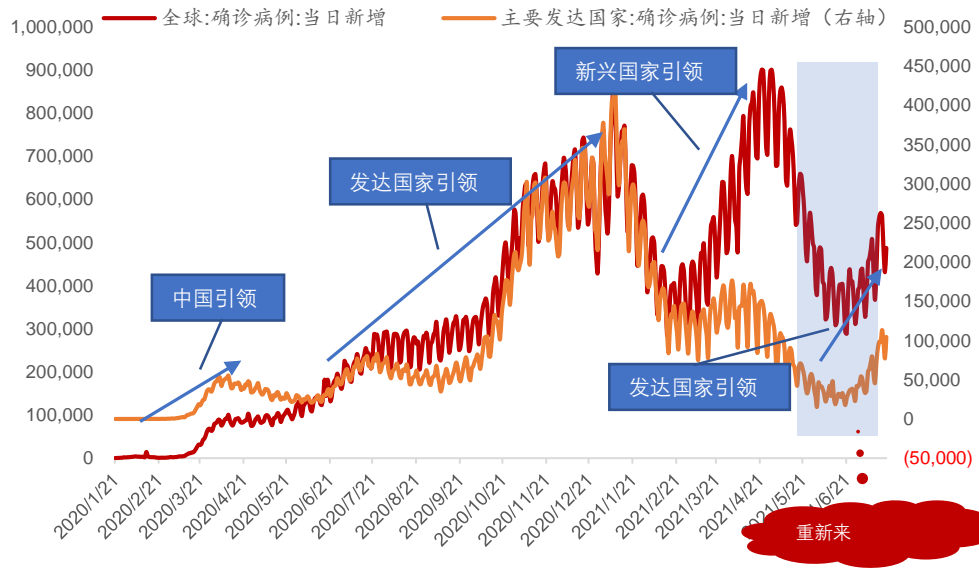
资料来源：Wind，国元证券研究所

这个情绪是市场内生的，在政策有所动作之前，市场已经嗅到了一些危机的味道，其原因应是 Delta 病毒。

1) 当前的疫情似乎改头换面，化身 Delta 病毒重新席卷而来。疫情的传播本是符合一定的雁行规律的，即在过去的一年多的时间内，病毒分别经历了“中国引领”、“发达国家引领”及“新兴市场国家引领”三个阶段，而在病毒的充分变异之

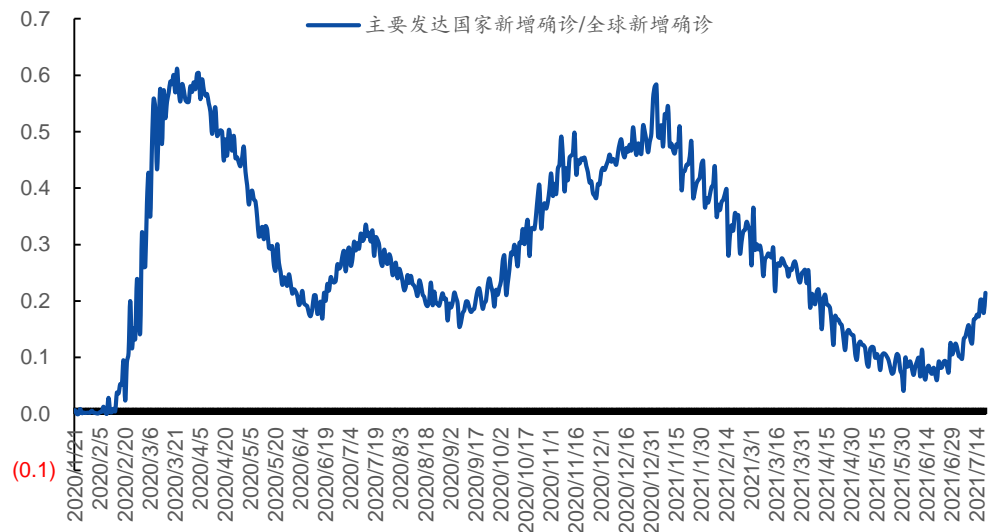
下，在这一轮的疫情加速阶段，疫情又回到了“发达国家引领”的阶段，这似乎是一个新的轮回的开始。

图 4：过往疫情的发展趋势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：这一轮的疫情是被发达国家引领的

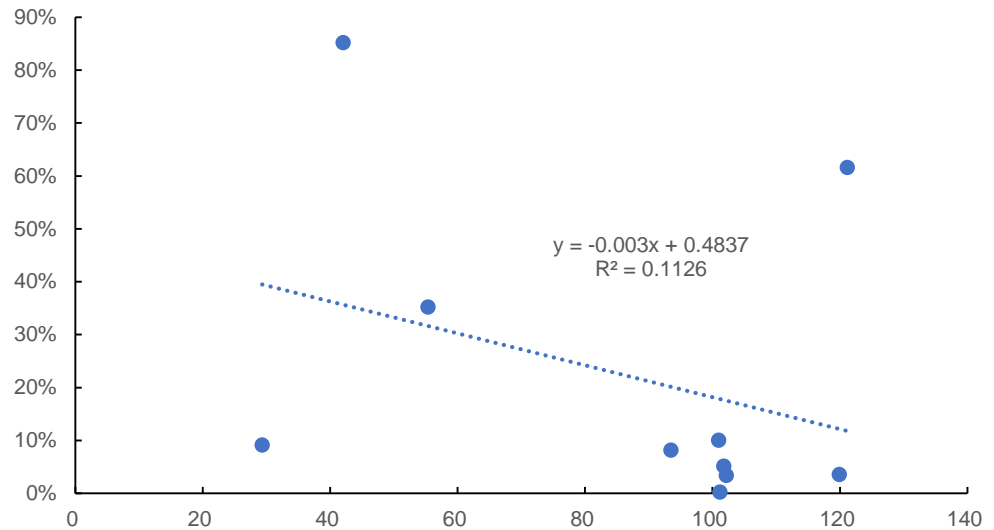


资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 仅仅从数据上，疫苗与疫情之间的相关性开始变弱，这代表着疫苗可能对 delta 存在部分失效的情况。如果我们用某个经济体的新增疫情人数 (MA10) / 历史最高新增疫情人数去描述该经济体的疫情严重程度的话，可以看到，各个经济体的疫情

严重程度与该经济体的疫苗接种率之间并不严格相关，而此前，这两个数据的相关性一直尚佳。从这一变化看，也许疫苗对 delta 病毒的有效性至少是存在不确定性的。

图 6：各个经济体的疫情严重程度与疫苗接种率之间并不严格相关



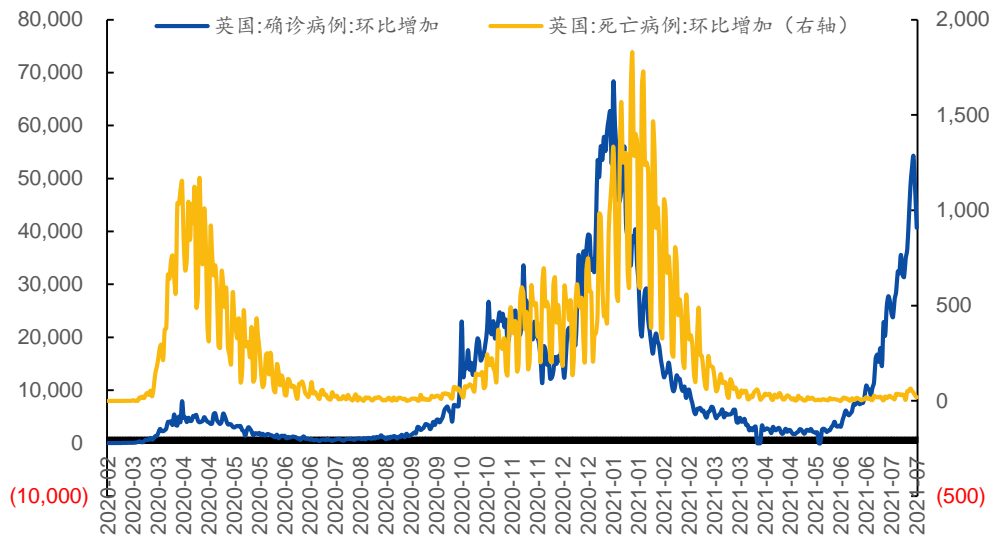
资料来源：Wind，国元证券研究所

3) 再者，面对着一波又一波的疫情，个别经济体已经躺平。譬如：英国进行了“大爆炸”式的放松政策，不但全面解封，而且取消了社交限制；此外，东京奥运会也已经发现了若干阳性案例，且导致东京都发生了第五轮疫情。这些迹象都代表着，当前世界正在逐步放松防疫政策，以给经济增长更大的空间。

尽管在面临 Delta 病毒时，我们要重估病疫给我们带来的不确定性，但相对确定的是：Delta 的尾部风险可能并不大，当前的疫情或许只是世界的一场重感冒。

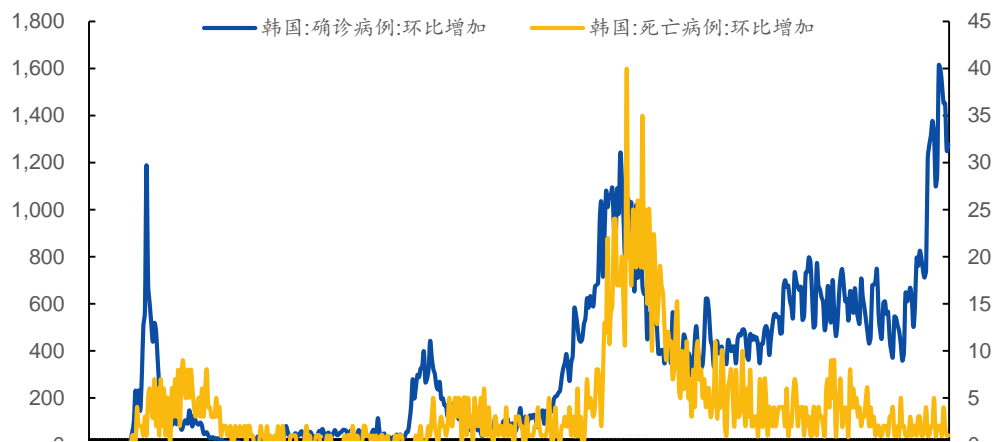
1) 当前 Delta 病毒的肆虐并未抬高致死率。就刚才我们的回归曲线来说，上偏严重的有两个国家（英国及韩国），我们暂且可以认为，Delta 病毒导致疫苗对这两个经济体的疫情并无太明显的影响，但我们同时看到的是：这两个经济体在疫情明显加速之时，其死亡人数并未加速，这可能源于 Delta 本身更低的致死率和与人体更高的适配性，也可能源于体弱人员受到更多重点保护。

图 7：英国在这一轮疫情加速之时，其死亡人数并未加速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：韩国在这一轮疫情加速之时，其死亡人数并未加速



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\\_22309](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22309)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>