

## 总量研究

## 德尔塔三次闯关，这次有何不同？

——光大宏观周报（2021-08-01）

## 要点

## 本周聚焦：

**全球疫情持续发酵，美欧成“德尔塔”主战场。**一则，据约翰·霍普金斯大学数据，6月20日至7月30日，全球每百万人中新增确诊病例由46例增加至75例，北美洲及欧洲是本轮疫情反弹的主要推动力量。二则，“德尔塔”变异毒株是本次疫情反弹的元凶，在全球迅速蔓延且感染比例持续提升。根据世界卫生组织及GISAID数据，目前“德尔塔”变异毒株已经传播至全球132个国家（含地区），在近四周总递交检验样本中占比近90%。三则，现有疫苗对“德尔塔”变异毒株的保护效力均有不同程度的减弱，但仍然有效。

**预计本波国内疫情的扩散程度及持续时间，将会明显高于前几次散发疫情，但大概率不会失控。**一则，本波国内疫情不同于前几次散发疫情，由于隐匿社区传播时间较长，变异毒株传播能力极强，且在引起全面防疫政策收紧之前，已经波及15省27市，溯源防控工作极其困难。二则，南京疫情发生后，受波及省份迅速收紧防疫政策，并组织大规模核酸检测。三则，我国每百人疫苗接种已达111剂次，国产疫苗对“德尔塔”变异毒株仍能起到防护屏障作用。

## 全球央行：

美联储资产规模下降，欧、日央行资产规模均上升。美联储称经济已朝缩减QE取得进展。

## 全球资产：

全球股市涨跌分化，纳斯达克指数、标普500和道琼斯工业指数分别录得-0.08%、0.64%及0.32%。大宗商品价格方面，工业品价格涨多跌少，贵金属普遍上涨，农产品涨势分化。

## 海外政策：

中美天津会谈就广泛议题讨论激烈，承认部分领域合作的重要性。拜登宣布一系列新举措以提高美国疫苗接种率。IMF上调发达经济体的增长预估，同时下调发展中经济体预估。

## 国内观察：

**上游：**原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨。**中游：**高炉开工率环比下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格趋势分化。**流动性：**货币市场利率下行，债券市场利率下行。

## 国内政策：

中共中央政治局会议强调做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性。财政部等三部门发文完善住房租赁有关税收政策。2021年下半年外汇管理工作电视会议提出进一步扩大贸易外汇收支便利化、私募股权投资基金跨境投资。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004  
021-52523802  
liuwah@ebsecn.com

## 相关研报

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评（2021-07-10）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——光大宏观周报（2021-07-04）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-28）

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021年5月金融数据点评（2021-06-10）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021年4月金融数据点评（2021-05-12）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

## 目 录

一、德尔塔三次闯关，这次有何不同？ .....	4
1.1 全球疫情持续发酵，美欧成德尔塔主战场 .....	4
1.2 德尔塔三次闯关国内防疫屏障，这次有何不同？ .....	6
1.3 本波国内疫情的失控风险大吗？ .....	8
二、海外观察 .....	10
2.1 海外疫情：全球疫情有所升温，疫苗接种推进 .....	10
2.2 金融与流动性数据：美债收益率小幅下行，通胀预期略有上升 .....	10
2.3 全球市场：全球股市涨跌分化，大宗商品涨多跌少 .....	12
2.4 央行观察：美联储称经济已朝缩减 QE 取得进展 .....	13
2.5 海外政策：中美天津会谈就广泛议题进行讨论 .....	14
三、国内观察 .....	16
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨 .....	16
3.2 中游：高炉开工率环比下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降 .....	17
3.3 下游：商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格趋势分化 .....	18
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行 .....	19
3.5 国内政策：中共中央政治局会议强调做好宏观政策跨周期调节 .....	20
四、下周财经日历 .....	21

## 图目录

图 1：2021 年 6 月下旬以来全球新增确诊持续反弹，北美与欧洲成为重灾区 .....	4
图 2：阿尔法、贝塔、伽马及德尔塔变异毒株的全球分布 .....	5
图 3：递交序列中变异株分布随时间演化过程 .....	5
图 4：递交序列中变异株的区域分布特征 .....	5
图 5：现有主流新冠疫苗针对不同变异毒株的保护效力概述 .....	6
图 6：“德尔塔”变异毒株三次闯关国内防疫屏障 .....	6
图 7：南京疫情关键节点的时间线梳理 .....	8
图 8：美国新增确诊有所上升（7 天移动平均） .....	10
图 9：疫苗接种比例持续上升 .....	10
图 10：美国 10 年期国债收益率小幅下行 .....	11
图 11：英、法、德 10 年期国债收益率普遍下行 .....	11
图 12：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅下行（%） .....	11
图 13：美国投资级企业债利差涨跌不一（%） .....	11
图 14：美联储资产规模略有下降（十亿美元） .....	12
图 15：美联储资产规模下降，欧、日央行资产规模均上升 .....	12
图 16：全球股市涨跌分化 .....	12
图 17：大宗商品价格涨多跌少 .....	12
图 18：原油价格环比上涨 .....	16
图 19：动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨 .....	16
图 20：铜价环比下跌，库存同比上涨 .....	17

图 21: 铝价环比上涨, 库存同比下降.....	17
图 22: 高炉开工率下跌 .....	17
图 23: 水泥价格指数环比下跌 .....	17
图 24: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降.....	18
图 25: 钢坯库存同比上涨.....	18
图 26: 商品房成交面积增幅缩窄.....	18
图 27: 土地供应面积同比增速下行 .....	18
图 28: 猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	19
图 29: 乘用车日均零售销量跌幅缩窄.....	19
图 30: 货币市场利率下行.....	19
图 31: 债券市场利率下行.....	19

## 表目录

表 1: 南京疫情发生以来国内防疫政策大幅收紧 .....	9
表 2: 美欧日央行官员表态 .....	13
表 3: 美国经济热力图 .....	15
表 4: 欧元区经济热力图.....	15
表 5: 英国经济热力图 .....	16
表 6: 日本经济热力图 .....	16
表 7: 下周全球经济数据热点 .....	21

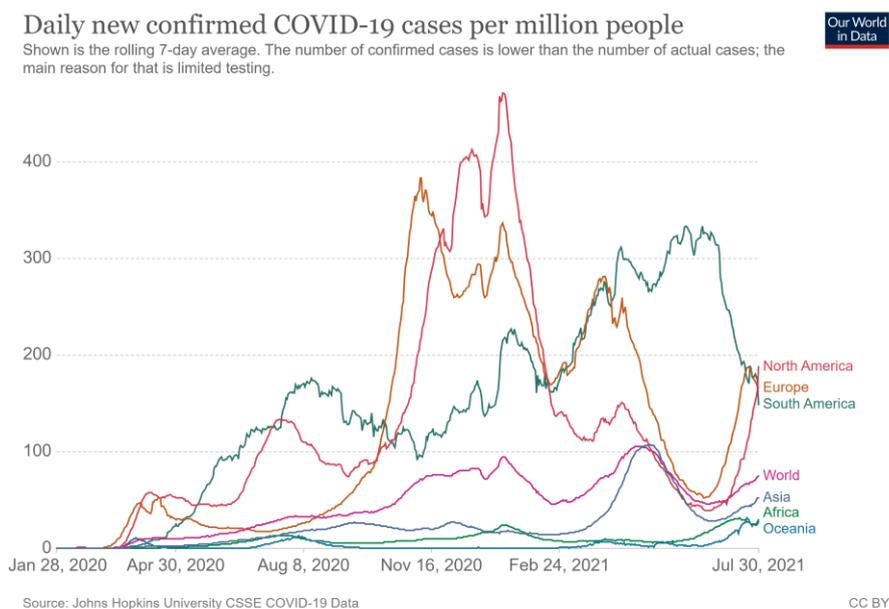
# 一、德尔塔三次闯关，这次有何不同？

## 1.1 全球疫情持续发酵，美欧成德尔塔主战场

**全球疫情持续发酵，美欧成“德尔塔”主战场。**据约翰·霍普金斯大学数据，6月20日至7月30日，全球每百万人新冠肺炎新增确诊病例由46例增加至75例，本轮由“德尔塔”变异毒株扩散所引致的疫情反弹持续发酵。

具体来看，北美洲每百万人新冠肺炎新增确诊病例由40例增加至188例，欧洲每百万人新冠肺炎新增确诊病例由53例增加至166例，是本轮疫情反弹的主要推动力量；亚洲每百万人新冠肺炎新增确诊病例由29例增加至53例，非洲每百万人新冠肺炎新增确诊病例由17例增加至29例，大洋洲每百万人新冠肺炎新增确诊病例由4例增加至28例，疫情反弹程度相对较弱；南美洲每百万人新冠肺炎新增确诊病例由325例大幅下降至149例，疫情明显好转。

**图1：2021年6月下旬以来全球新增确诊持续反弹，北美与欧洲成为重灾区**

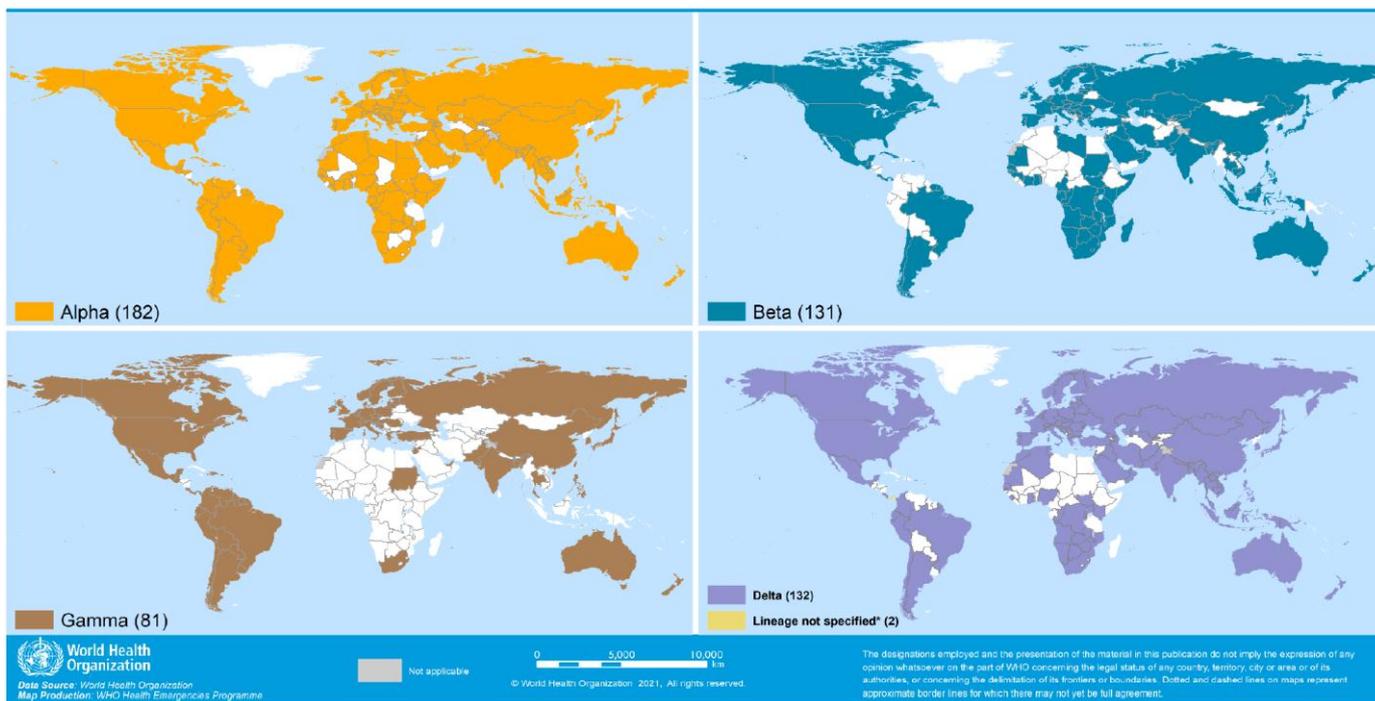


资料来源：约翰·霍普金斯大学，Our World in Data，光大证券研究所

数据说明：图中数据为全球、亚洲、欧洲、北美洲、南美洲及大洋洲的每百万人新增确诊病例，单位为 例/百万人  
 数据区间：2020年1月28日至2021年7月30日

**“德尔塔”变异毒株是本次疫情反弹的元凶，在全球迅速蔓延且感染比例持续提升。**一方面，根据世界卫生组织数据，截至7月27日，“德尔塔”变异毒株已经传播至全球132个国家（含地区），仅次于今年2月份引起疫情大幅反弹的“阿尔法”变异毒株，传播力及传播速度较强。另一方面，根据全球共享流感数据倡议组织（GISAID）统计，截至7月27日，基于过去四周新冠肺炎新增感染病例样本，全球总递交检验序列中“德尔塔”变异毒株占比已至90%附近。其中，大洋洲“德尔塔”变异毒株占比91.0%，欧洲“德尔塔”变异毒株占比90.9%，北美洲“德尔塔”变异毒株占比75.6%。

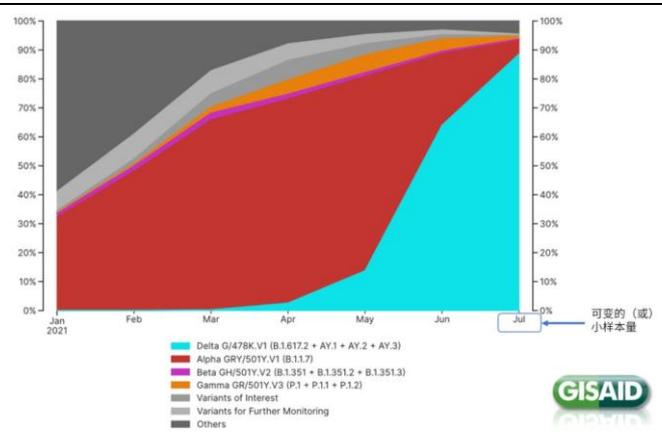
图 2：阿尔法、贝塔、伽马及德尔塔变异毒株的全球分布



资料来源：WHO，光大证券研究所

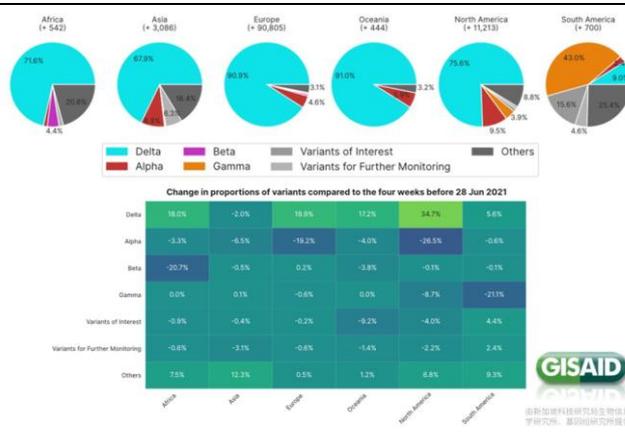
数据截至：2021 年 7 月 27 日

图 3：递交序列中变异株分布随时间演化过程



资料来源：GISAID，光大证券研究所  
数据截至：2021 年 7 月 27 日

图 4：递交序列中变异株的区域分布特征



资料来源：GISAID，光大证券研究所  
数据区间：2021 年 6 月 28 日至 2021 年 7 月 27 日

现有疫苗对“德尔塔”变异毒株的保护效力均有不同程度的减弱，但仍然有效。根据世界卫生组织所提供的数据，现有主流新冠疫苗（主要为辉瑞、莫得纳及阿斯利康等）对于“德尔塔”变异毒株的总体感染保护率下降幅度大概在 10%-20%之间，对于轻症感染保护率下降幅度大概在 10%-30%之间，对于重症感染保护率的影响并不明显。

图 5：现有主流新冠疫苗针对不同变异毒株的保护效力概述

Alpha	Beta	Gamma	Delta
<b>Efficacy/effectiveness against disease or infection (full vaccination), see key below table</b>			
Protection retained against all outcomes	Protection retained against severe disease; possible reduced protection against symptomatic disease and infection	Unclear impact; very limited evidence	Protection retained against severe disease; possible reduced protection against symptomatic disease and infection
<b>Severe disease</b>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: Moderna-mRNA-1273 (1), Moderna-mRNA-1273/Pfizer BioNTech-Comirnaty (1), Pfizer BioNTech-Comirnaty (2)<sup>28,30-32</sup></li> <li>↓: AstraZeneca- Vaxzevria (1)<sup>31</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: Janssen Ad26.COV.2.5 (1), PfizerBioNTech-Comirnaty (1)<sup>30,33</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>No evidence</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: AstraZeneca- Vaxzevria (1), Pfizer BioNTech-Comirnaty (1)<sup>31</sup></li> </ul>
<b>Symptomatic disease</b>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: Moderna-mRNA-1273 (1), Moderna-mRNA-1273/Pfizer BioNTech-Comirnaty (1), Pfizer BioNTech-Comirnaty (3)<sup>34-37</sup></li> <li>↔ to ↓: AstraZeneca-Vaxzevria (3)<sup>35,36,38</sup></li> <li>↓: Novavax-Covavax (1)<sup>39</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: Janssen-Ad26. COV.2.5 (1)<sup>33</sup></li> <li>↓↓↓: AstraZeneca-Vaxzevria (1), Novavax-Covavax (1)<sup>40,41</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔ to ↓: Sinovac-CoronaVac (1)<sup>42,43</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔ to ↓: PfizerBioNTech-Comirnaty (3)<sup>35-37</sup></li> <li>↓: Bharat-Covaxin (1)<sup>44</sup></li> <li>↓↓: AstraZeneca- Vaxzevria (2)<sup>35,36</sup></li> </ul>
<b>Infection</b>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: PfizerBioNTech-Comirnaty (1)<sup>36</sup></li> <li>↔ to ↓: AstraZeneca-Vaxzevria (2)<sup>36,38</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: Moderna-mRNA-1273 (1)<sup>29</sup></li> <li>↓: PfizerBioNTech-Comirnaty (1)<sup>30</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>No evidence</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↓: AstraZeneca-Vaxzevria (1), Pfizer BioNTech-Comirnaty (1)<sup>36</sup></li> </ul>
<b>Neutralization (full vaccination), see key below table</b>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: Anhui ZL-Recombinant (1), Beijing CNBG-BBIBP-CorV (1), Bharat-Covaxin (1), Gamaleya-Sputnik V (1), Novavax-Covavax (1)<sup>45-49</sup></li> <li>↔ to ↓: Janssen-Ad26.COV.2.5 (3), Moderna-mRNA-1273 (9), Pfizer BioNTech-Comirnaty (27) Sinovac-CoronaVac (5)<sup>23,45,48-84</sup></li> <li>↓ to ↓↓: AstraZeneca-Vaxzevria (2)<sup>38,55</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔ to ↓: Anhui ZL-Recombinant (2), Beijing CNBG-BBIBP-CorV (2)<sup>45,85,86</sup></li> <li>↓: Bharat-Covaxin (1)<sup>87</sup></li> <li>↓ to ↓↓: Moderna-mRNA-1273 (11), Pfizer BioNTech-Comirnaty (27), Sinovac-CoronaVac (4)<sup>23,45,50-52,55,57-61,63,64,66-69,71,73-78,81,84,85,88-96</sup></li> <li>↓ to ↓↓: Janssen-Ad26.COV.2.5 (3)<sup>79,80,97</sup></li> <li>↓↓: AstraZeneca-Vaxzevria (4), Gamaleya-Sputnik V (1)<sup>40,47,55,68,93</sup></li> <li>↓↓↓: Novavax-Covavax (1)<sup>59</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔ to ↓: Pfizer BioNTech-Comirnaty, (12), Sinovac-CoronaVac (3)<sup>51,55,57,59,61,64,74,82-84,88,99-101</sup></li> <li>↓: AstraZeneca-Vaxzevria (1), Janssen-Ad26.COV.2.5 (2), Moderna-mRNA-1273 (4)<sup>55,57,73,78-80,100</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>↔: Janssen-Ad.COV.2.5 (1)<sup>79</sup></li> <li>↓: Anhui ZL-Recombinant (1), AstraZeneca-Vaxzevria (2), Bharat-Covaxin (1), Moderna-mRNA-1273 (2), SII - Covishield (1)<sup>49,78,87,93,102-104</sup></li> <li>↓ to ↓↓: Pfizer BioNTech-Comirnaty (6)<sup>71,84,93,99,102,103</sup></li> <li>↓ to ↓↓↓: Sinovac-CoronaVac (2)<sup>49,81</sup></li> </ul>

Arrows generalize the magnitude of reduction in VE or neutralization: "↔" <10% reduction in VE, or VE >90% with no comparator, or that there was a <2-fold reduction in neutralization; "↓" 10 to <20% reduction in VE, or 2 to <5-fold reduction in neutralization; "↓↓" 20 to <30% reduction in VE, or 5 to <10-fold reduction in neutralization; "↓↓↓" ≥30% reduction in VE, or ≥10-fold reduction in neutralization. When more than one neutralization study is available, the interquartile range (25th and 75th percentiles) of fold-reductions across all studies for specific vaccine/variant was used.

The number of studies is shown in parentheses.

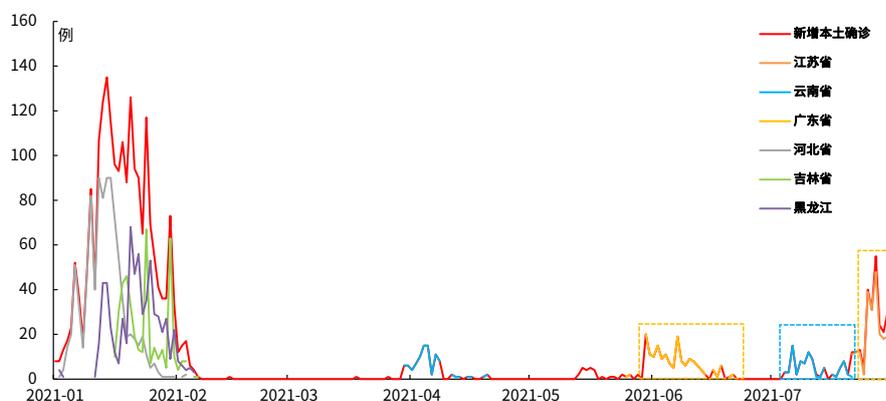
"Moderna-mRNA-1273/Pfizer BioNTech-Comirnaty" indicates that both vaccines were evaluated together in study.

资料来源：WHO，光大证券研究所

## 1.2 德尔塔三次闯关国内防疫屏障，这次有何不同？

“德尔塔”变异毒株曾经三次闯关国内防疫屏障，前两次分别被控制在广东省与云南省内，影响较为有限且迅速清零。但本次南京疫情，无论在扩散的区域范围上，还是感染的人数上，均有明显上升。

图 6：“德尔塔”变异毒株三次闯关国内防疫屏障



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2021年1月1日至2021年7月30日

**“德尔塔”变异毒株第一次闯关国内防疫屏障是在广东省。**5月21日，广东省广州市报告了国内首例“德尔塔”变异毒株感染的确诊患者。广东省为防止疫情向省外溢出迅速采取了强力的防疫措施：一方面，广东省迅速在广州市、佛山市等采取全员核酸检测及重点区域封闭管理，核酸检测人次超过2亿次；另一方面，广州、深圳、佛山、东莞4个重点城市人员出省必须持48小时以内的核酸检测阴性证明。广东还首创了“黄码”制度，对有风险需要排查的人员先赋予黄码，黄码人员必须在24小时内完成核酸检测，结合“三天两检”、“七天三检”等措施，实现精准监控。在迅速且强力的防疫措施下，“德尔塔”变异毒株不仅没有走出广东省，且在一个月的时间内被清零，合计感染170人。

**“德尔塔”变异毒株第二次闯关国内防疫屏障是在云南省。**7月4日，云南省瑞丽市报告了国内第二波“德尔塔”变异毒株感染的确诊患者，基因组序列与“德尔塔”变异株高度同源，与相邻境外流行株高度同源。7月7日起，瑞丽市便对主城区所有市民实行居家隔离管理，并采取全员核酸检测，同时加强边境管理。“德尔塔”变异毒株的第二次闯关，同样不仅没有走出云南省，且在不到一个月的时间内基本被清零，合计感染88人。

**“德尔塔”变异毒株第三次闯关国内防疫屏障是在江苏省，但这一次防线被渗入。**

我们先来梳理一下此次南京疫情的时间线：7月10日，由莫斯科至南京的国航CA910航班于南京禄口机场入境，根据民航局通报，该航班确诊新冠肺炎旅客7例，但南京禄口机场并未就此展开较为全面的防疫排查。7月20日，南京禄口机场对机场人员进行例行性周核酸检测时，送检样品显示9份呈现阳性，涉及工作人员主要是参与机场航班保障人员，包括地服、保洁等岗位人员。

从7月10日至7月20日，正是这未引起关注的11天的时间，给了“德尔塔”变异毒株在国内关键的、隐匿的社区传播时间。一则，根据6月29日刊发的《中国疾病预防控制中心周报》，广东省新冠变异毒株德尔塔传播动力学的研究文章显示，德尔塔变异株的平均潜伏期为4.4天，11天的时间可供CA910航班携带的“德尔塔”变异毒株进行三代传播。二则，根据南京禄口国际机场官方所公布的年旅客吞吐量3000万人次计算，每天进出禄口机场的人为8.2万人次，在这11天内，大约有90.4万人到过禄口机场。

根据国家卫健委公布的数据，7月20日至7月30日，南京疫情的影响范围已经波及15省27市。其中，江苏、湖南等9省检测出新增本土确诊病例245例。

图 7：南京疫情关键节点的时间线梳理

2021-07-10	国航CA910航班（莫斯科至南京）于南京禄口机场入境，根据民航局通报，该航班确诊新冠肺炎旅客7例
2021-07-14	沈阳发现的1例确诊病例，于7月14日乘坐厦门到沈阳的MF8069次航班返沈，经停南京禄口机场，其间就餐一次
2021-07-17	大连发现的1例无症状感染者，于7月17日由大连乘坐航班MF8058途经南京禄口机场中转乘坐航班HO1753到张家界，期间在南京禄口机场停留时间约2小时
2021-07-20	南京禄口机场对机场人员进行例行性核酸检测时，送检样品显示9份呈阳性，涉及工作人员主要是参与机场航班保障人员，包括地服、保洁等岗位人员
2021-07-21	南京市定于7月21日开始对全市常住人口、来宁人员开展全员核酸检测
2021-07-22	张家界“魅力湘西”表演现场观众超过2000人，部分观众经南京禄口机场；广东省中山市、辽宁省沈阳市相继检测出本土确诊病例、无症状感染者相关病例
2021-07-25	云南省检测出本土确诊病例
2021-07-26	南京禄口机场停飞，南京机场本土疫情传播链增至98人，共涉及5省8市
2021-07-28	南京市累计报告本土新冠肺炎确诊病例153例，传播链增至170人，共涉5省9个城市。疾控部门通报，目前引起南京疫情的是变异毒株“德尔塔”
2021-07-30	南京报告称已经完成的本次疫情52个相关病例的病毒基因的测序显示均为德尔塔毒株，同时病毒基因组序列高度同源，提示为同一个传播链，指向国航CA910
2021-07-30	此次南京禄口机场引发的疫情，短短10天内感染者近200例，蔓延至15省27市，且传播链还在延长

资料来源：国家卫健委，江苏卫健委，民航局，光大证券研究所

### 1.3 本波国内疫情的失控风险大吗？

预计本波疫情的扩散程度及持续时间，将会明显高于前几次散发疫情，但大概率不会失控。

一则，本波国内疫情不同于前几次散发疫情，由于隐匿社区传播时间较长，变异毒株传播能力极强，且在引起全面防疫政策收紧之前，已经波及 15 省 27 市，溯源防控工作极其困难。

前面我们分析到，从本次疫情源头抵达南京禄口国际机场，到报告本土确诊病例，触发防疫政策收紧，中间一共经过了 11 天，给了“德尔塔”变异毒株在国内关键的、隐匿的社区传播时间。叠加“德尔塔”变异毒株本身传播能力极强，且南京禄口机场的日均客流量可以达到 8.2 万人次。因而，本波疫情仅隐匿社区传播期间，便已造成大量人员感染，溯源工作极其困难。

二则，南京疫情发生后，受波及省份迅速收紧防疫政策，并组织大规模核酸检测。南京疫情发生后，可以看到，全国多地迅速出台了一系列的防疫措施，并组织大规模的核酸检测。考虑到我国防疫政策的落地执行一直较为严格，叠加

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\\_24715](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24715)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>