



中航证券研究所

公司首席经济学家：董忠云（S0640515120001）

分析师：成果，CFA（S0640520070001）

研究助理：邱馨毅（S0640120110011）

电话：010-59219582

邮箱：chengg@avicsec.com

为何 Delta 肆虐，初请失业金人数 却创疫情以来新低

策略点评

策略点评报告

2021 年 08 月 21 日

摘要

- 美国最新公布的初请失业金人数创疫情以来新低，验证了我们提出的：只要医疗资源保持充足，新冠新增人数上升不会影响到经济复苏。
- 现存疫苗对 Delta 毒株仍旧有效，美国新冠重症率和死亡率并未因新冠新增的增加而大幅上升，医疗资源并未发生挤兑，经济仍然保持复苏的趋势。
- Delta 毒株只会影响经济复苏的节奏，不会扭转经济复苏的方向，也不会改变全球流动性收紧的趋势。当前全球四大央行合计总资产同比已在今年 3 月份出现拐点，预示着宽松的流动性已开始边际收缩。
- 目前美国就业和通胀已全部达到了 Taper 的标准，美国 Taper 或提前至今年年底。
- 疫情以来 A 股与人民币走势高度相关，美国 Taper 加速或成为压制 A 股的因素。中美金融周期错配下中美利差压缩还将继续，人民币存在阶段性的贬值压力，北上资金净流出可能更加频繁。
- 我们的量化因子模型显示高 ROE、大市值、高净利增速等三个因子仍处于拥挤状态，叠加人民币的阶段性的贬值压力和公募基金发行回归平稳，外资青睐的大消费白马龙头或继续承压。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航产融大厦中航证券有限公司

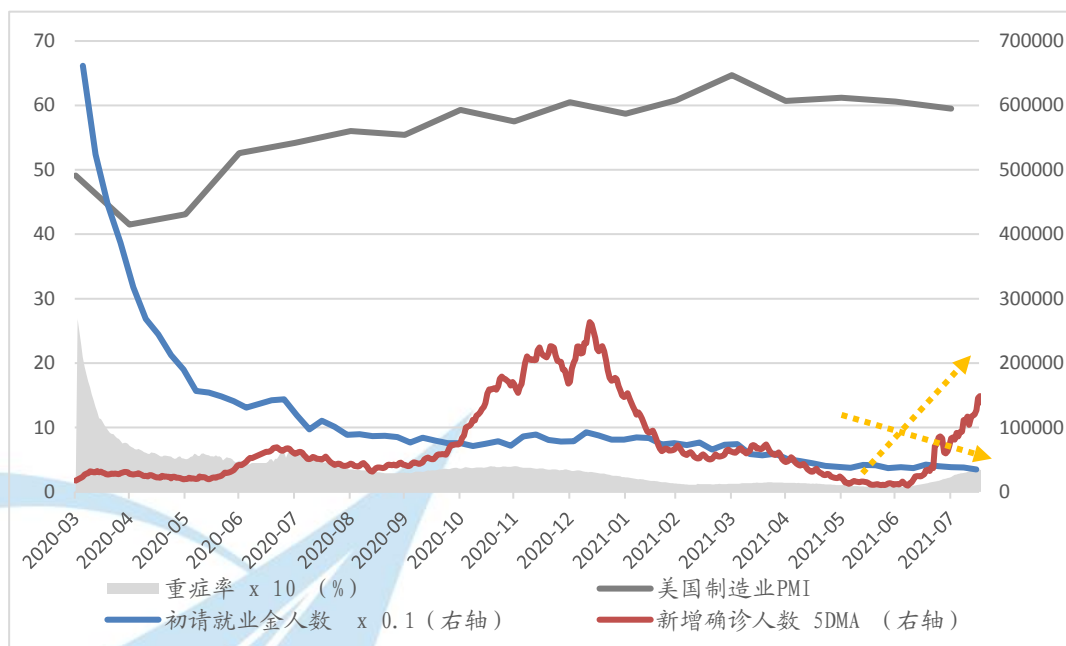
公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

美国 8 月 19 日公布了最新初请失业金人数，为 34800 人，创疫情以来新低。经济复苏动能强劲，这验证了我们在 8 月 7 日发布的报告《为何市场无需担忧 Delta 毒株》，Delta 毒株不会对当前经济产生重大影响，不会扭转经济复苏态势，也无法扭转在当前复苏下货币政策逐渐正常化的步伐。

图 1: 医疗资源挤兑情况缓解，经济将逐渐与疫情数据脱钩



资料来源: CDC, Bloomberg, Wind, 中航证券研究所整理

注: 重症率=ICU 病床占用数/现有确诊数

疫情对经济最重要的影响路径是疫情大扩散后，医疗资源发生挤兑，政府被迫通过封锁来控制疫情的扩散，导致失业率走高，经济下滑。2020 年 3 月，新冠疫情全球第一次大规模爆发，欧美主要经济体医疗资源发生严重挤兑。欧美政府曾多次进行封锁来控制疫情的蔓延。我们早在 2020 年 7 月 26 日发布的《美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌》中明确提出，如果医疗资源没有发生挤兑，新增数量可能与经济数据逐渐脱钩。

图 2: 医疗资源挤兑情况缓解，经济将逐渐与疫情数据脱钩



资料来源: 中航证券研究所

相较于早期病毒变体，Delta 拥有更强的传播性，使其成为目前多国新增确诊病例的主导毒株。目前欧美主要国家 6 月以来新增病例阶段性再创新高，但医疗资源尚未出现挤兑情况。

我们用 ICU 病床占用数和现有确诊数的比例代表新冠重症率，该比值在 2020 年 3 月达到峰值，医疗资源发生挤兑，美国失业率上升，初次申请就业金人数激增，经济下滑。当美国重症率下降，医疗资源挤兑情况得到缓解，经济开始重启，伴随的是失业率的下降和 PMI 的强势上行。在此过程中，即使新增确诊再创新高，只要重症率保持在低位，医疗资源没有挤兑，经济仍然保持复苏的趋势。这验证了我们提出的医疗资源是否挤兑决定了疫情和经济之间的是否传导。

我们不再担心 Delta 毒株的根本原因在于疫苗的接种有效降低了新冠重症率，使得医疗资源持续处于充沛的状态，从而避免了经济封锁。新增确诊升高并不妨碍经济的持续复苏，为了控制新一轮的疫情传播，世界各国虽然不同程度的收紧疫情防控措施，但是并没有出现 2020 年大规模的经济封锁。疫苗的接种有效降低了新冠重症和死亡比率，减少了对医疗资源的挤兑，尽管 Delta 变体传播性较强且疫苗对其效果削弱，但疫苗对该病毒依然有效，可高效预防重症和住院。

图 3: 美国单日新增激增，死亡率仍保持在低位

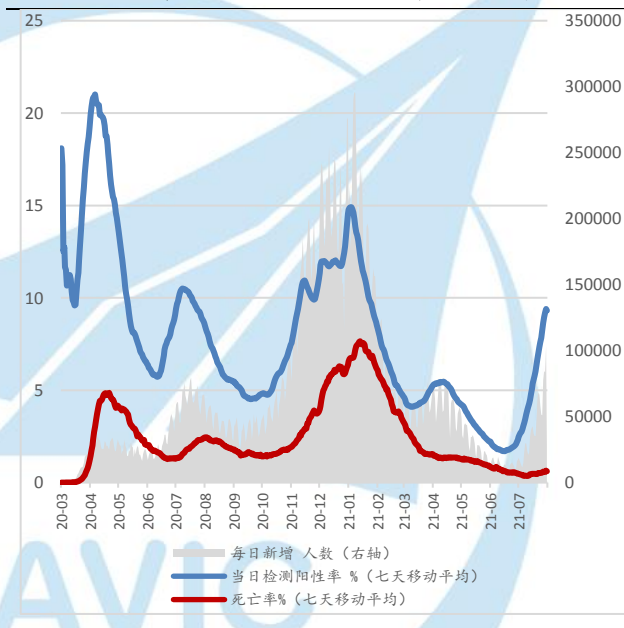
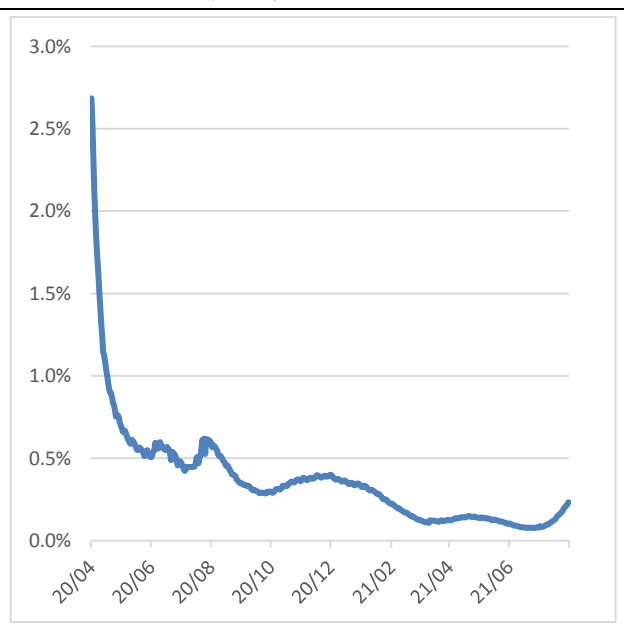


图 4: 美国重症率随着疫苗大规模接种维持低位

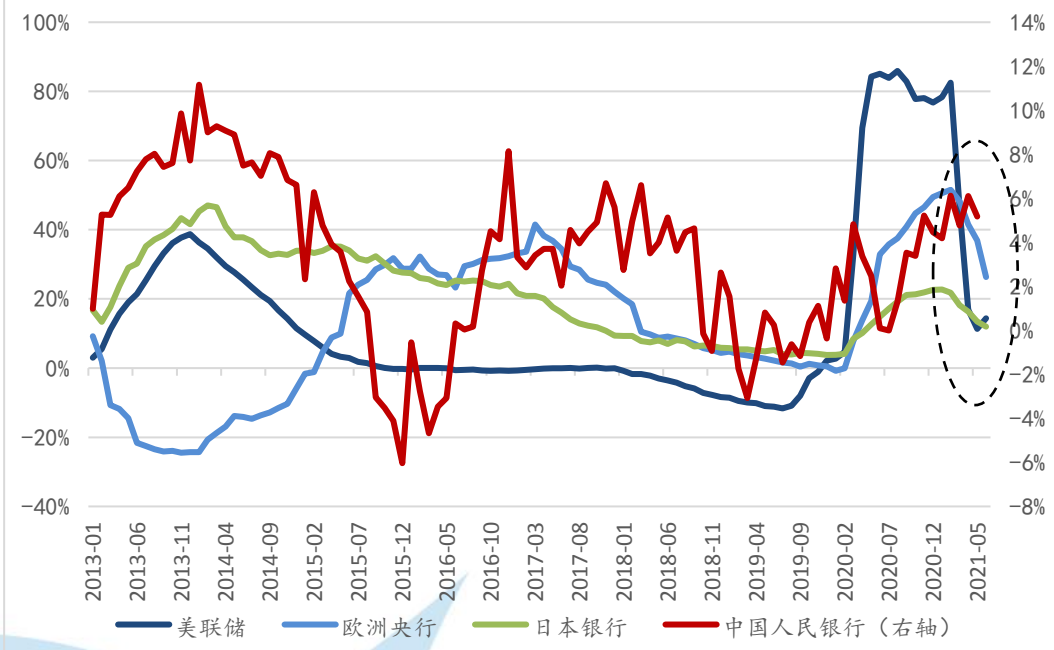


资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

综上，Delta 毒株的蔓延只会影响经济复苏的节奏，并不会扭转经济复苏的方向，更不会改变全球流动性收紧的趋势。当前全球四大央行合计总资产同比已在今年 3 月份出现拐点，预示着宽松的流动性已开始边际收缩。随着世界各国疫苗接种进程的稳步推进、经济的持续复苏，各国货币政策逐渐回归正常的概率不断加大，央行扩表速度也将继续走弱，预示着全球经济快速扩张阶段或将结束。

美国公布的最新初请就业金人数已创疫情以来新低，美联储 7 月 FOMC 会议中也已经对 Taper 进行讨论。目前美国就业和通胀已全部达到了 Taper 的标准，Taper 或提前至今年年底。

图 5: 全球四大央行资产负债表变化均呈现收缩迹象



资料来源: Bloomberg, 中航证券研究所整理

在此推演下,我们认为美国加速进入 Taper 可能成为一个压制 A 股的因素。美国逐渐退出非常状态的货币政策,而中国因经济放缓而存在货币边际放宽的可能。中美金融周期的错配导致中美利差压缩,人民币存在阶段性贬值压力。而疫情以来随着人民币的升值,外资是 A 股的重要增量资金。A 股与人民币走势高度相关。

图 6: 中国 A 股走势与人民币汇率存在较强负相关 (右轴逆序)



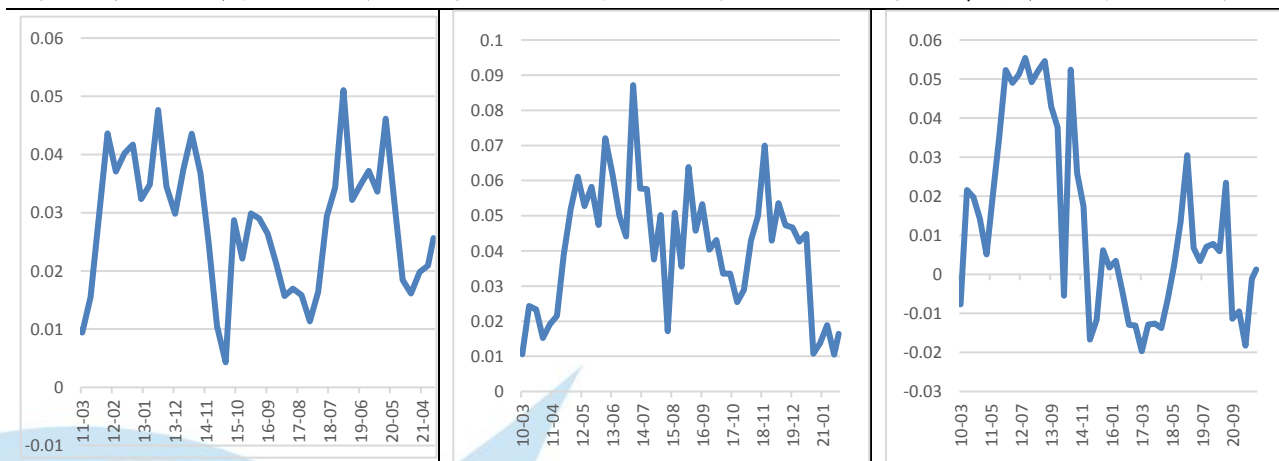
资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

此外，疫情爆发至今年年初期间持续跑赢的大消费白马龙头，具备高 ROE、大市值、稳健净利增速的特点，得到公募基金和外资的重叠重仓，我们的量化因子模型显示这些属性仍然处于拥挤状态。在中美金融周期错配中人民币存在阶段性贬值压力，叠加公募基金发行回归平稳的状态下，这一类标的增量资金急剧减少。再加上利率进入下行周期，小盘持续跑赢大盘。外资青睐的大消费白马龙头或继续承压。

图 7: 对数流通市值风险溢价

图 8: ROE 因子风险溢价

图 9: 净利增速因子风险溢价



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

风险提示: 新冠疫情发展超预期。

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_25751

