

毒株变异再度来袭，风险资产一定承压吗？



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 11月26日，关于新冠病毒在南非变种的 Omicron 变异毒株讨论发酵。消息落地后，欧美股市普跌，WTI 原油下跌 12%，10 年期美债收益率下行 15bp。
- 面对再度袭来的毒株变异，市场匆忙定价了病毒带来的恐慌与冲击。但经验告诉我们，毒株的变异对大类资产的影响未必按照我们想当然的路径和方向演绎。考虑到通胀、货币政策收缩等当前市场核心矛盾，我们可能需要重新评估这一轮毒株变异的的市场影响。
- **事实：变异毒株冲击中，风险资产其实表现不差。**Delta 毒株变异同样在初始阶段引发了金融市场恐慌。但从整个变异毒株的疫情发展周期来看，风险资产表现不差，全球主要股市区间内收涨，美债收益率下行，黄金、原油震荡。
- **海外国家防疫政策力度边际变化不大，新疫情对基本面冲击有限。**疫情对经济的直接冲击可以划分为两个维度：防疫政策收紧对生产、消费的负面冲击，以及疫情对个体和企业生产、消费边际倾向的负面冲击。其中防疫政策收紧对经济的制约最为刚性，但是我们观察到，自全球第一波疫情爆发后、2020 年 5-6 月份全球开启复工复产周期以来，多数海外国家并未系统性地将防疫政策调升至第一波疫情时候的力度。在几轮疫情反弹当中，多数国家仅选择区域性、结构性收紧防疫政策，对经济复苏形成暂时性影响。
- **更重要的是，变异毒株冲击动摇了货币政策收紧预期。**由于变异毒株疫情对经济基本面的影响有限，其对市场预期的影响，就会在疫情期间的市场定价中发挥主要作用。具体来讲，变异毒株的出现将会压制市场对通胀和经济前景的预期，毒株变异带来的不确定性，使得市场对货币当局收紧货币政策的预期降温。上述因素最终致使变异毒株冲击给利率带来向下的压力，并在政策预期边际转宽松的情形下，助推风险资产上行。
- 上一轮 Delta 当中，作为资产定价的基准利率，10 年期美债收益率与疫情呈现出巧合的走向：当 7-8 月份疫情蔓延，美债收益率趋势下行；8-9 月份疫情见顶，美债收益率曾经大幅向上拉升。利率走势的影响因素是多方面的，但是疫情对经济预期、通胀预期、货币政策预期的影响，在其间发挥了重要作用。
- **而高通胀和加息预期正是当前市场面临的核心矛盾。**8、9 月份以来，海外利率再度向上，背后是不断超预期的通胀数据，助推通胀预期走高和加息预期升温。在 Omicron 变异毒株出现后，新的变量被引入，通胀与加息预期明显受到了变异毒株的冲击。如果油价继续受到病毒担忧下行，将会显著压制市场当前的通胀预期。在货币政策预期方面，联邦基金利率期货定价隐含的加息次数显著下行，说明变异毒株冲击—经济修复不确定性上升—货币政策预期边际转松的逻辑链条成立。
- **结论：Omicron 毒株变异主要的市场影响仍将来自于疫情对市场预期的冲击。**疫情带来的经济前景不确定性，将会冲击当前高企的通胀与加息预期，这将为利率带来向下的压力。而一旦加息的预期动摇，美元指数也将承受压力，黄金则得益于实际利率受到压制，可能继续出现反弹。最重要的是，对于股票等风险资产来说，考虑到当前市场主要面对的是通胀与货币政策收缩的考验，当毒株变异为预期引入新的变量，未来不能够轻易看空风险资产表现。

风险提示

- Omicron 变异毒株引发疫情规模超预期；疫情进一步恶化供需缺口；货币政策走向受到通胀等因素制约。

报告发布日期

2021 年 11 月 30 日

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 曹靖楠

021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

通胀向峰值进发，期间脉冲式助推美债利率 2021-11-12
上行：——10 月美国通胀数据点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

事实：变异毒株冲击中，风险资产其实表现不差	4
首先，海外国家防疫政策力度边际变化不大，新疫情对基本面冲击有限	6
更重要的是，变异毒株冲击动摇了货币政策收紧预期	7
而高通胀和加息预期正是当前市场面临的核心矛盾	7
结论：再探毒株变异冲击的市场影响	8
风险提示	9

图表目录

图 1: Delta 疫情发展回溯: 每日新增确诊	4
图 2: Delta 疫情期间主要市场和资产价格区间涨跌幅	5
图 3: Delta 疫情期间主要股票市场走势	5
图 4: Delta 疫情期间原油、黄金价格走势 (年初=100%)	5
图 5: Delta 疫情期间 10 年期美债收益率、美元指数走势 (年初=100%)	5
图 6: 印度、英国、美国每日新增确诊: Delta 感染	6
图 7: 印度、英国、美国主要股指 Delta 疫情期间走势 (各国疫情发端=100%)	6
图 8: 新冠疫情全球防疫政策严格指数	6
图 9: 新冠每日新增确诊与 10 年期美债收益率走向	7
图 10: 各分项对 10 月美国 CPI 同比增速的贡献率	8
图 11: 11 月 25 日、26 日 FFR 期货隐含的加息次数变化	8
图 12: 11 月 26 日英国、美国股指成分股的领跌个股	8

新冠病毒变异，又一次引发了金融市场的恐慌情绪蔓延。

11月26日，关于新冠病毒在南非变种的 Omicron 变异毒株讨论发酵。消息落地后，率先开市的欧洲股市普跌，英国、德国、法国股指跌幅达到 3-4%，随后美股在感恩节前的半个交易日里下跌，标普 500、纳指均跌超 2%，VIX 大幅拉升。同时，WTI 原油下跌 12%，10 年期美债收益率下行 15bp 至 1.48%，黄金小幅上行，美元指数下行。

面对再度袭来的毒株变异，市场匆忙定价了病毒带来的恐慌与冲击。但是自疫情以来，这也并非我们首度经历和评估疫情反弹和病毒变异的影响。经验告诉我们，毒株的变异对大类资产的影响未必按照我们想当然的路径和方向演绎。考虑到通胀、货币政策收缩等当前市场核心矛盾，我们可能需要重新评估这一轮毒株变异的市場影响。

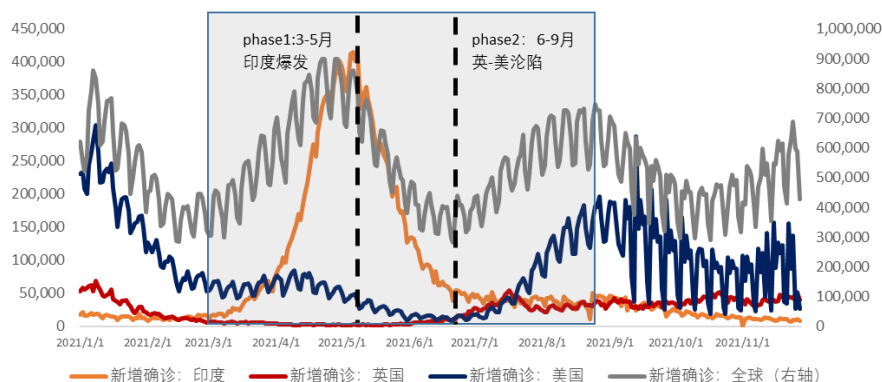
事实：变异毒株冲击中，风险资产其实表现不差

上一轮的 Delta 毒株变异同样在初始阶段引发了金融市场恐慌。但是从整个变异毒株的疫情发展周期来看，风险资产表现不差，全球主要股市区间内收涨，美债收益率下行，黄金、原油震荡。

回溯上轮变异毒株冲击的疫情发展：Delta 疫情最早 3 月份开始在英国大范围爆发，持续至 5 月份。从 6 月份开始，变异毒株传播至美国蔓延，在稍晚的 7 月初开始在美国传播，此后，英美的 Delta 疫情分别在 8 月份、9 月份见顶回落。

因此，全球范围的 Delta 疫情大致在 3 月初启动，在 9 月初在各个主要疫情国平抑，新增确诊指标经历两轮峰值后回落，期间可大致划分为 3-5 月在印度爆发的第一阶段，和 6-9 月在英、美爆发的第二阶段（英国为 6-8 月，美国为 7-9 月）。

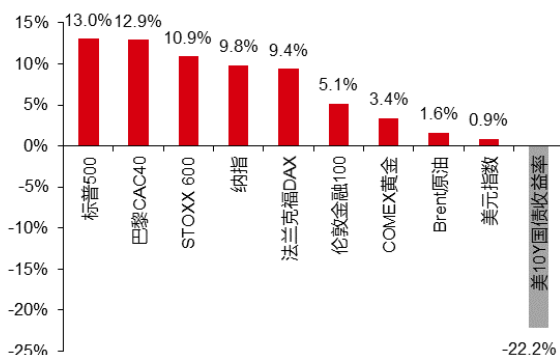
图 1：Delta 疫情发展回溯：每日新增确诊



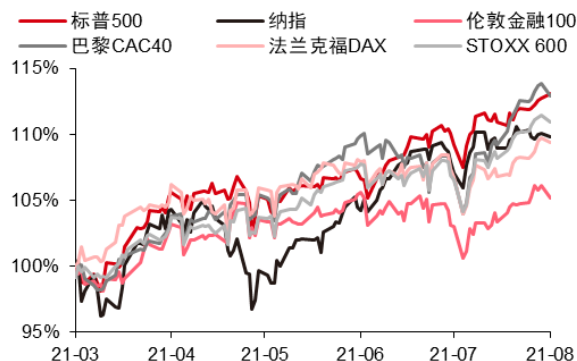
数据来源：Wind、东方证券研究所

从 3 月疫情爆发至 8 月底疫情见顶，从大类资产的区间涨跌幅来看（以下正文和数据图表的疫情区间，均指 2021.3.15-8.16），主要股市在疫情期间全部收涨：美股标普 500、纳斯达克指数分别上涨 13%、10%，欧洲 STOXX 600 指数上涨 11%。

股市上涨伴随利率下行，10 年期美债收益率期间从 1.62% 回落到 1.26%，下行 36bp。

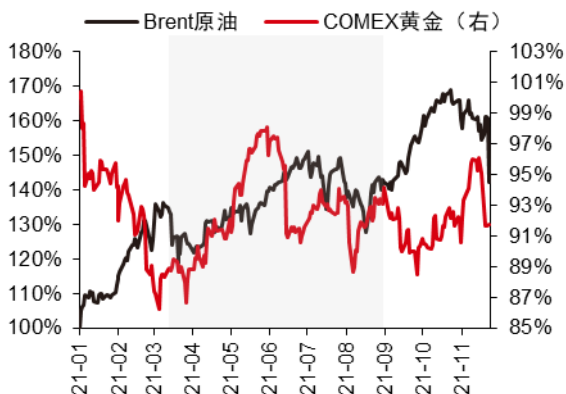
图 2：Delta 疫情期间主要市场和资产价格区间涨跌幅


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 3：Delta 疫情期间主要股票市场走势


数据来源：Wind、东方证券研究所

疫情期间，原油维持了今年多数时间里的震荡上行趋势，疫情期间下跌-上涨-下跌，区间内布伦特原油价格仅上涨 1.6%。黄金在疫情爆发以来先涨后跌，区间内 COMEX 黄金价格上行 3.4%。美元指数在疫情爆发后先下后上，区间内上涨 0.9%。

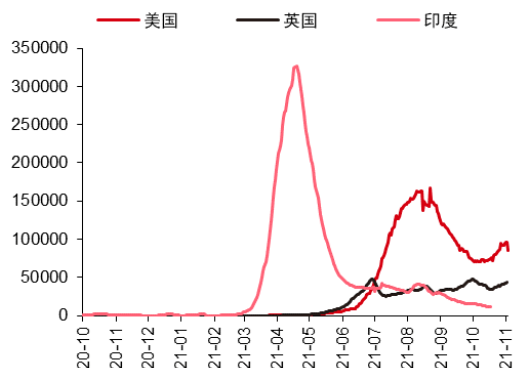
图 4：2021 年初以来原油、黄金价格走势（年初=100%）


数据来源：Wind、东方证券研究所

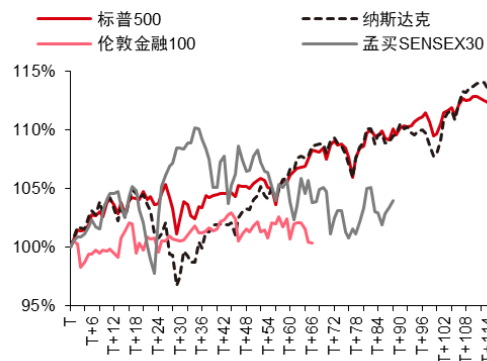
图 5：2021 年初以来 10 年期美债收益率、美元指数走势（年初=100%）


数据来源：Wind、东方证券研究所

从细分疫情国家的疫情发展阶段、股票市场表现来看，印度、英国、美国等主要 Delta 疫情国家的股票市场在各自国家疫情发展、蔓延期间波动率上行，大幅度上涨、下跌较为常见，但是趋势表现不差，整体呈现上行。

图 6：印度、英国、美国每日新增确诊：Delta 感染


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 7：印度、英国、美国主要股指在各自 Delta 疫情期间走势（各国疫情发端=100%）


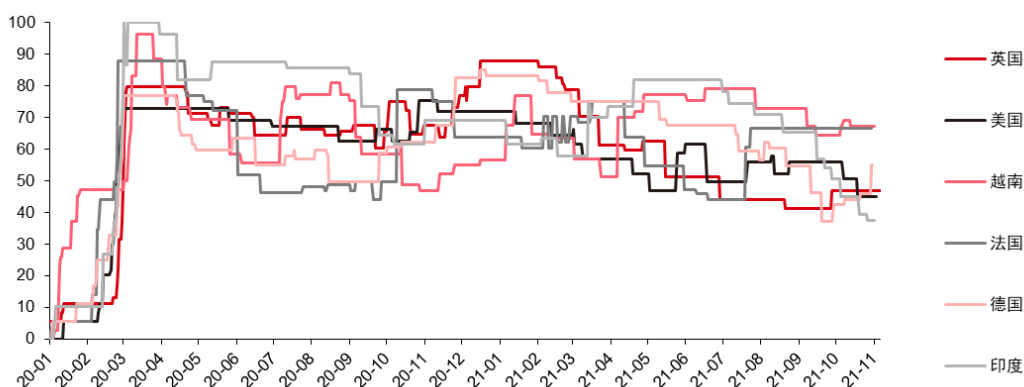
数据来源：Wind、东方证券研究所

首先，海外国家防疫政策力度边际变化不大，新疫情对基本面冲击有限

毒株变异疫情的影响直接来自于疫情对经济的冲击。而自新冠疫情以来，疫情对经济的直接冲击可以划分为两个维度：防疫政策收紧对生产、消费的负面冲击，以及疫情对个体和企业生产、消费边际倾向的负面冲击。

二者之中，防疫政策收紧对经济的制约最为刚性，但是我们观察到，自全球第一波疫情爆发后、2020 年 5-6 月份全球开启复工复产周期以来，多数海外国家再未系统性地将防疫政策调升至第一波疫情时候的力度。例如美国防疫严控指数峰值达到 73，当前仅为 45，英国峰值达到 87，当前为 47。在几轮疫情反弹当中，多数国家仅选择区域性、结构性收紧防疫政策，对经济复苏形成暂时性的影响。

仅一些疫苗普及进度较慢，同时对疫情管控诉求较为强烈的新兴市场国家，仍维持着相对更严格的防疫政策。例如越南，作为全球贸易中的重要制造国，防疫严控指数峰值达到 96，当前录得 67。当新的疫情出现，这类国家受到的防疫政策影响更加显著。

图 8：新冠疫情全球防疫政策严格指数


当然，疫情对个体和企业生产、消费边际倾向的负面冲击也确实存在，这一点我们可以通过疫情期间的大城市公共交通指数、高频消费数据下行，乃至至于就业市场复苏数据的走弱见到端倪。但是这类影响多为结构性的，对经济的冲击多体现在上述与疫情强相关的场景，比如上述公共交通、餐厅和影院消费、服务业就业等等。对经济修复并不能构成系统性冲击。

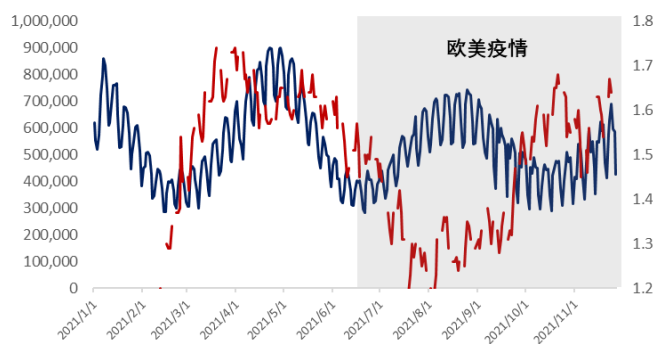
更重要的是，变异毒株冲击动摇了货币政策收紧预期

由于变异毒株疫情对经济基本面的影响有限，其对市场预期影响，就会在疫情期间的市场定价中发挥主要作用。

具体来讲，变异毒株的出现将会压制市场对通胀和经济前景的预期，毒株变异带来的不确定性，使得市场对货币当局收紧货币政策的预期降温。上述因素最终致使变异毒株冲击给利率带来向下的压力，并在政策预期边际转宽松的情形下，助推风险资产上行。

上一轮 Delta 当中，从 7 月疫情在欧、美爆发开始，作为资产定价的基准利率，10 年期美债收益率曾经与疫情呈现出巧合的走向：当 7-8 月份疫情发展蔓延，美债收益率趋势下行；当 8-9 月份疫情见顶，美债收益率曾经大幅向上拉升。利率走势的影响因素是多方面的，但是疫情对经济预期、通胀预期、货币政策预期的影响，在其间发挥了重要作用。

图 9：新冠每日新增确诊与 10 年期美债收益率走向



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_30207

