

宏观动态跟踪报告

奥密克戎意味着什么？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

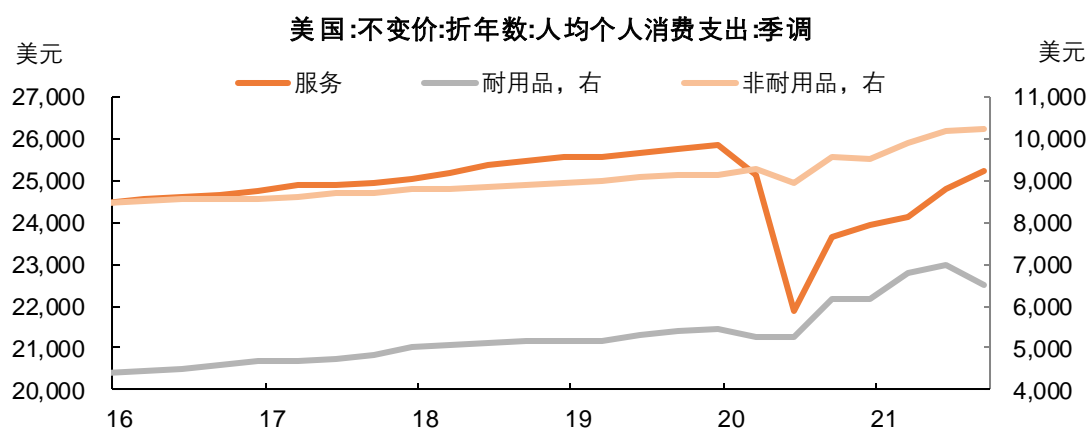
- **新冠两年来，对全球经济最突出的影响就是经济向“滞胀”方向演化：一是，遏制需求。**由于消费场景受限，全球服务消费恢复缓慢。二是，**推升通胀。**疫情后劳动参与的主观热情和客观能力均有下降，而疫情却大幅推升了住房和耐用品购买需求。需求结构的变化与供应能力的受限，导致全球通胀急剧攀升。三是，**出现“逆全球化”迹象。**疫情下严重的供应链瓶颈问题，使得发达国家更加重视自身供应链的稳定问题，开始倾向于将供应链向内收敛，这在中长期也会助推通胀水平。
- **“滞胀”趋势给主要央行的货币政策操作带来新挑战。**近期通胀后劲不止下，美联储“由鸽转鹰”，就令市场始料未及。而俄罗斯、巴西、土耳其、墨西哥、智利等新兴经济体，已从防范资本外流的角度启动了“预防式”加息，但这给其经济复苏带来更大挑战。11月下旬以来，土耳其里拉再度开启暴跌，墨西哥比索也呈现出快速贬值势头。不过，中国得益于良好的疫情防控和稳健的产业链运行，货币政策的空间和自主性在全球“一枝独秀”，近期人民币汇率在美元大幅走强背景下依然保持强势。
- **在新冠流感化问题上还存在两个有待解决的挑战：其一，当前疫苗在欠发达国家的普及仍很不足，**为病毒的不断变异提供了天然“试验田”，孕育着未来疫情演变的不确定性风险。**其二，新冠流感化仍亟需在特效药方面取得足够的进展。**恶性程度更高变种出现的可能性仍不能不防，比如传染性显然更强的奥密克戎是否会导致更高的重症率和致死率仍需观察；且目前以低致死率作为放松防控的基础可能尚不够坚实，比如美国新冠死亡人数的统计可能被系统性低估。
- **对中国来说，先保持动态清零策略，观察发达国家之“先行先试”应是最优策略，从而阶段性地会与发达经济体之间产生“开放差”。而在面对类似奥密克戎这样传染性更高的变异毒株时，中国就需要采取更加严格的防疫措施，由此可能加重 2022 年的经济下行压力，从而对宏观调控政策提出更高诉求和更大挑战。**12 月 6 日央行宣布全面降准 0.5 个百分点，支持实体经济发展。同日发布的中央政治局会议通稿中，强调“着力稳定宏观经济大盘”，房地产市场的深度调整是稳增长压力加大的核心原因，奥密克戎病毒横空出世无疑也助推了政策求稳之诉求。展望 2022 年，财政政策的有效、“前置”发力，房地产、能耗双控等产业政策的缓和调整，以及货币政策作为配合定向、有节制的宽松，均可期待。

距离 2019 年 12 月底武汉市疾控中心发现不明原因肺炎病例，已届两年。目前，全球已有 55% 的人口至少接种了一剂新冠疫苗，然而新冠疫情仍呈周期性反复。不仅从今年 10 月下旬以来出现新一波全球确诊病例的反弹，而且 11 月 24 日南非报告了新变异毒株“奥密克戎”，迅速主导南非疫情。截至 12 月 3 日已有 38 个国家和地区报告出现奥密克戎病例。目前有关该变异毒株的重症、死亡率暂不明确，但以色列、日本等国率先做出封锁边境的选择。一时间对新冠疫情形势的估计悲观了许多，在奥密克戎报告当天，国际油价就暴跌超 11%，人类可能将在更长时间里与新冠共存。

新冠两年来，对全球经济最突出的影响就是经济向“滞胀”方向演化。

一是，遏制需求。由于消费场景受限，全球服务消费恢复缓慢。譬如，美国以不变价计的人均商品消费支出自 2020 年三季度开始就大幅超越了疫情前水平，而截至 2021 年三季度，其服务消费支出仍显著低于疫情之前。

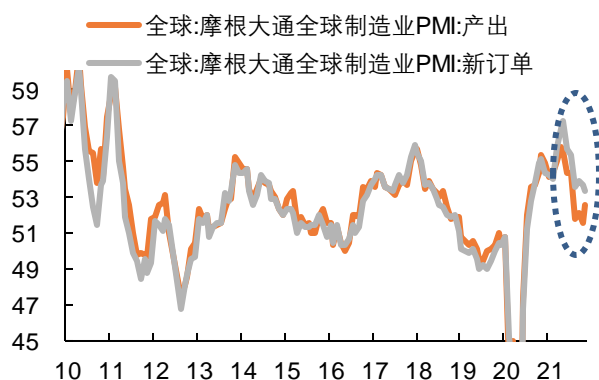
图表1 美国商品消费远超疫情之前，但服务消费仍显著不及



资料来源:Wind, 平安证券研究所

二是，推升通胀。疫情后全球劳动参与的主观热情和客观能力均有限。2021 年 3 月开始，全球制造业 PMI 的产出指数持续大幅低于新订单指数，就表明供给端受限。截至 2021 年 11 月，美国劳动参与率仍比疫情之前低 1.5 个百分点，其“断崖式”下跌并未完全修复。而疫情大幅推升了住房和耐用品购买需求，全球房地产价格普遍上涨，美国住房景气度甚至超过 2008 年全球金融危机之前水平。需求结构的变化与供应能力的受限，导致全球通胀急剧攀升。2021 年 10 月美国 CPI 同比飙升至 6.2%，创 30 年来最高；11 月欧元区调和 CPI 同比达到 4.9%，为 1997 年有统计以来的最高值。而随着房价上涨、工资上涨、通胀预期升温，全球通胀问题还在进一步演绎当中。

图表2 2021 年 3 月以来全球供给明显滞后于需求



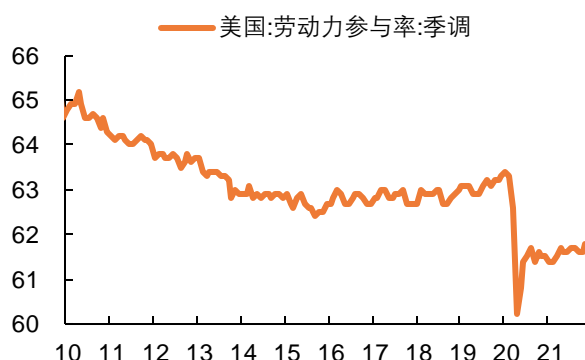
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 美国房地产景气度超过 2008 年全球金融危机前



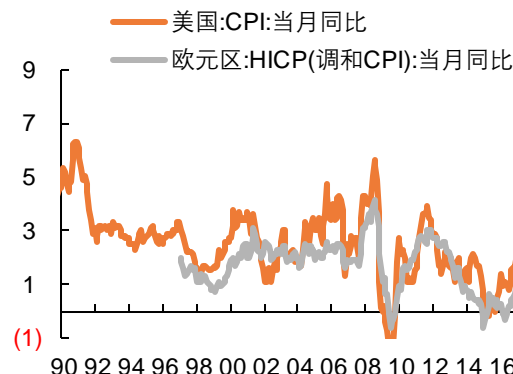
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国劳动参与率的断崖式下跌并未修复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

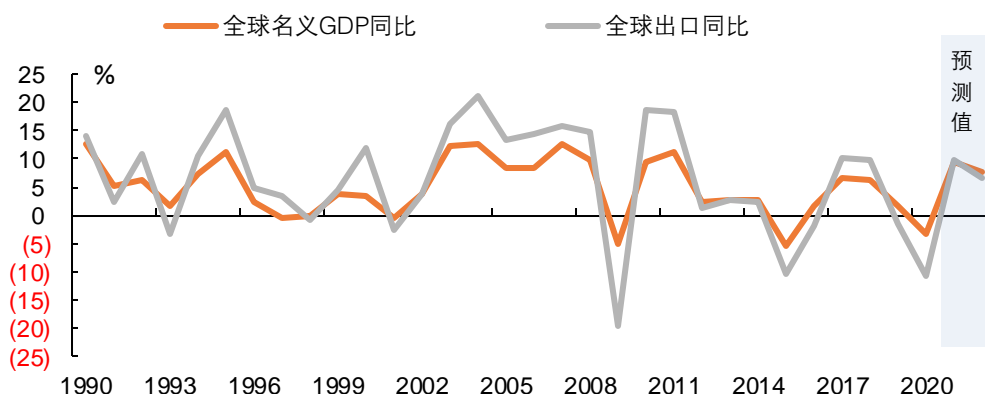
图表5 今年以来美国和欧元区CPI均迅猛攀升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是, 出现“逆全球化”迹象。1990年代以来, 全球出口增速在多数时间内都高于全球名义GDP增长, 展现出全球化趋势。但新冠疫情下严重的供应链瓶颈问题, 使得发达国家更加重视自身供应链的稳定问题(从Just in time向Just in case转变), 开始倾向于将供应链向内收敛。根据IMF的预测, 2021年在全球经济增长反弹过程中, 出口增速仅与全球名义GDP增速大致持平; 2022年全球经济增长将有所放缓, 而出口增速回落幅度可能稍大。而这种“逆全球化”在中长期也会助推通胀水平。

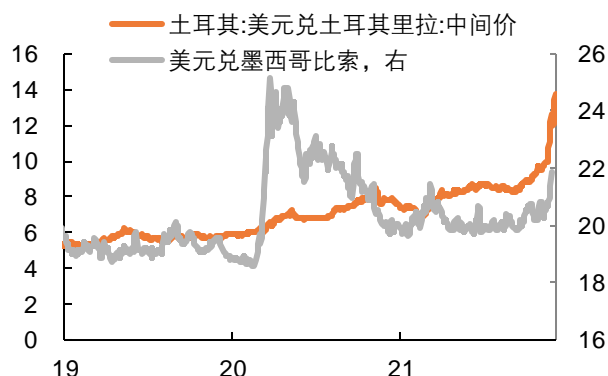
图表6 2021年全球出口反弹幅度明显偏弱, 呈“逆全球化”迹象



资料来源: IMF, 平安证券研究所

“滞胀”趋势给主要央行的货币政策操作带来新挑战。近期通胀后劲不止, 美联储“由鸽转鹰”, 就令市场始料未及。而俄罗斯、巴西、土耳其、墨西哥、智利等新兴经济体, 已经从防范资本外流的角度启动了“预防式”加息, 但这给其经济复苏带来更大挑战。11月下旬以来, 土耳其里拉再度开启暴跌, 墨西哥比索也呈现出快速贬值势头。不过, 中国得益于良好的疫情防控和稳健的产业链运行, 货币政策的空间和自主性在全球“一枝独秀”, 近期人民币汇率在美元大幅走强背景下依然强势升值。

图表7 近期土耳其和墨西哥币值承压



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表8 人民币汇率在美元升值下仍强势升值

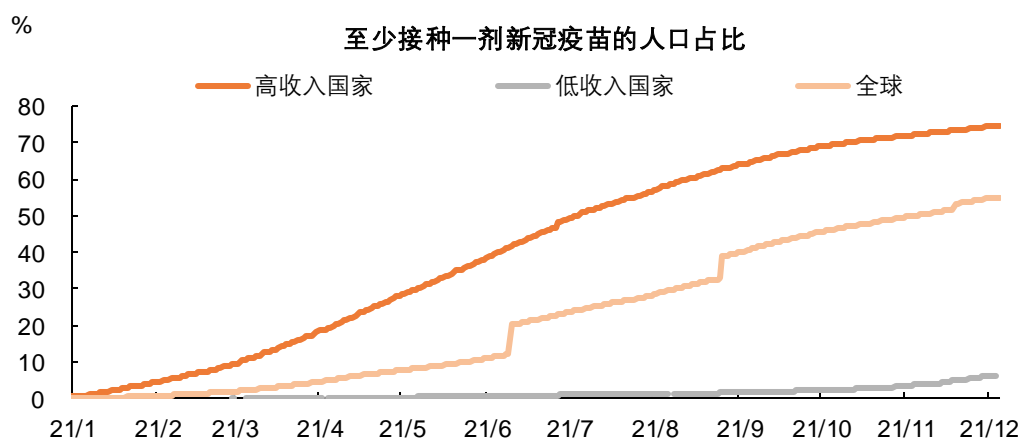


资料来源:Wind,平安证券研究所

在奥密克戎之前，英国领衔的不少海外发达经济体已经陆续启动了放松防疫政策，倾向于将新冠疫情“流感化”对待。甚至在 2021 年 11 月下旬，随着全球新一波疫情的持续发酵，法国、奥地利、荷兰等多国还发生了“反防疫抗议”活动，且演变为暴力骚乱，民众对开放经济已积蓄了较高诉求。

但在新冠“流感化”问题上，还存在两个有待解决的挑战：其一，当前疫苗在欠发达国家的普及仍很不足。截至 2021 年 12 月 6 日，低收入国家只有 6.2% 的人口接种了至少一剂疫苗。这就为病毒的不断变异提供了天然“试验田”，孕育着未来疫情演变的不确定性风险。比如，传染性显然更强的奥密克戎是否导致更高的重症率和致死率仍需观察。

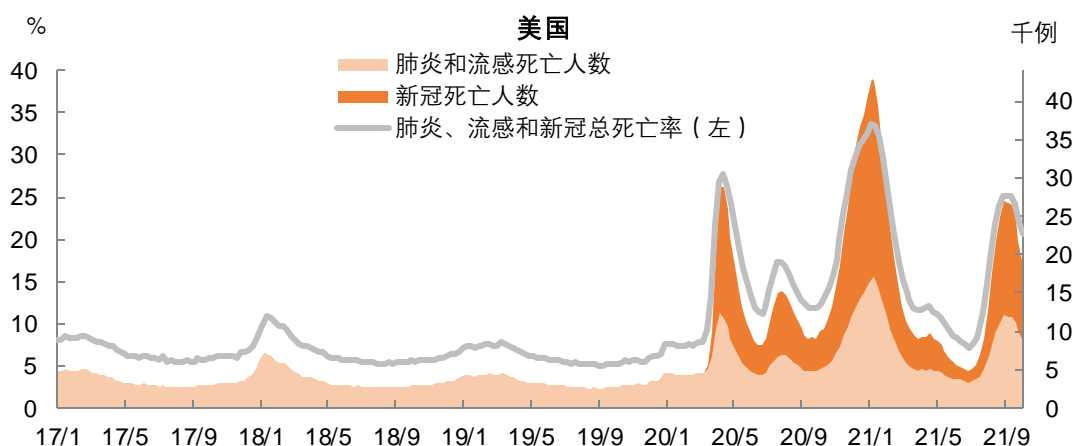
图表9 低收入国家新冠疫苗普及程度仍很低



资料来源:Our World in Data,平安证券研究所

其二，新冠流感化仍亟需在特效药方面取得足够的进展。虽然从病毒变异的既有规律来看，病毒有较大概率朝着“高传染、低致死”的方向演化，使之可能愈发接近于流感，但恶性程度更高变种出现的可能性仍不能不防。而且，目前以低致死率作为放松防控的基础可能尚不够坚实，新冠疫情以来美国普通肺炎、流感的死亡人数大幅上升，提示新冠死亡人数的统计可能被系统性低估。

图表10 疫情以来，普通流感、肺炎在美国死亡人口中的占比也大幅上升



资料来源: CDC, 平安证券研究所

对中国来说，保持动态清零策略，观察发达国家之“先行先试”应是最优选择，从而会阶段性地与发达经济体之间产生“开放差”。而在面对类似奥密克戎这样传染性更高的变异毒株时，中国就需要采取更加严格的防疫措施，由此可能加重 2022 年的经济下行压力，从而对宏观调控政策提出更高诉求和更大挑战。2021 年 12 月 6 日央行全面降准 0.5 个百分点，支持实体经济发展。同日发布的中央政治局会议通稿中，强调“着力稳定宏观经济大盘”，房地产市场的深度调整是稳增长压力加大的核心原因，奥密克戎病毒横空出世无疑也助推了政策求稳之诉求。展望 2022 年，财政政策的有效、“前置”发力，房地产、能耗双控等产业政策的缓和调整，以及货币政策作为配合，定向、有节制的宽松，均可期待。

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_30624

