

周度经济观察

——变异毒株冲击有限，地产违约压力犹存

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2021 年 11 月 30 日

内容提要

Omicron 变异毒株引发全球权益市场大幅下跌，但考虑到我国疫情防控政策持续偏严，民众积累了丰富的防护经验，变异毒株对我国经济和资本市场的冲击有限。

当前市场的焦点在于房地产政策的变化，尽管近期部分城市的房地产融资政策边际放松，但这一政策调整难以完全对冲全行业的流动性缺口，房地产行业债券的违约压力犹存。

未来房地产和地方政府部门的债务去化将持续进行，同时宏观经济的减速延续，这些力量将推动利率向更低的中枢靠拢。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、工业企业利润增速的顶部已现

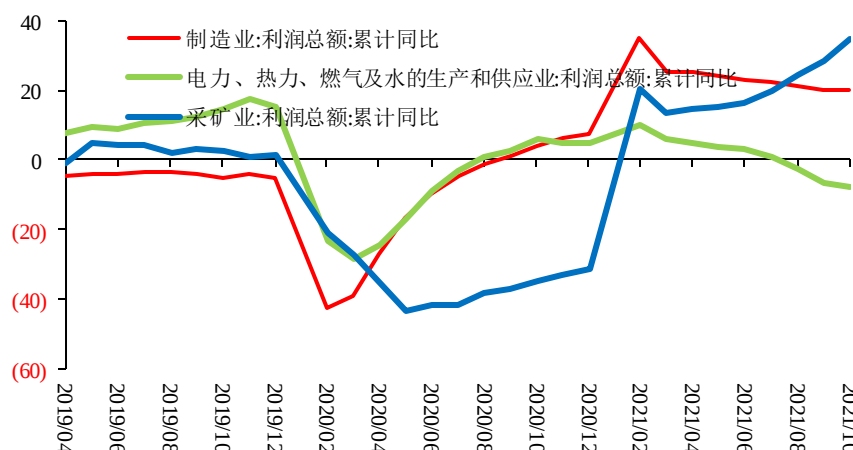
10月工业企业利润当月同比 24.6%，两年复合增速 26.4%，较上月抬升 13.2 个百分点。10月工业增速小幅反弹，同期 PPI 同比增速创历史新高，这一价增量稳的组合推动工业企业利润大幅上行。

从行业来看，受煤炭、原油等大宗商品价格上涨的影响，采矿业利润明显抬升，公用事业利润持续回落，制造业大致持平。

利润率层面，工业企业利润率的抬升主要集中在上游行业，当前上游行业的利润率已经远超过 2017 年供给侧改革时的水平。与此同时，中游企业利润率近半年持平，而下游利润率近半年出现回落。

往后看，上游行业的利润率可能将见顶回落，在能耗双控政策维持偏严的背景下，房地产市场的快速下滑对大宗商品价格形成拖累，而终端需求的持续低迷也使得工业企业总体的盈利面临向下的压力。

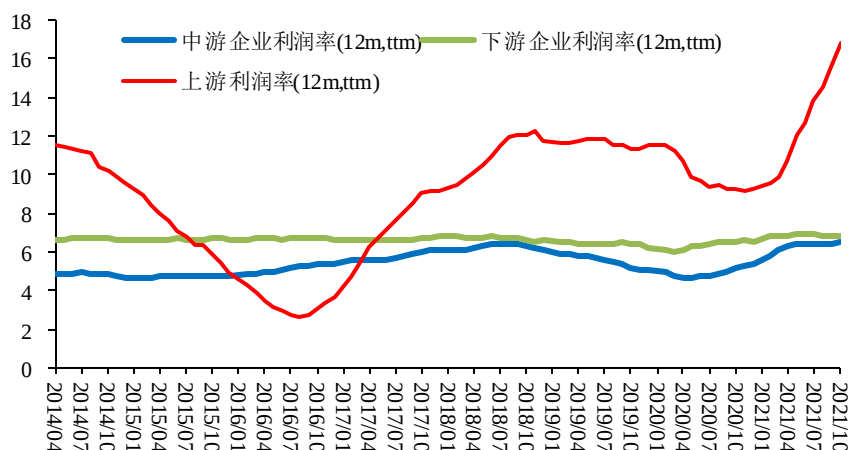
图1：分部门工业企业利润累计同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021 年为两年复合同比

图2：上中下游利润率，%



数据来源：Wind，安信证券

高频数据显示 11 月 30 大中城市商品房成交面积持续下滑，绝对水平大约为过去三年同期均值的八成，和 8 月以来水平相当。

最近一个月大量城市出现房地产融资政策的边际放松。据贝壳研究院统计，11 月有 30%的重点城市按揭利率下调，百城中有 60%的城市按揭放款周期缩短。但考虑到金融条件的放松传导到销售回暖需要时间、以及预售资金监管尚未实质放松，房地产全行业的流动性压力仍然较大。这一压力在债券市场价格和融资量上有明确体现。

房地产市场的下滑对 GDP 的影响不宜简单推断，比如以房地产投资占 GDP 的比重与房地产投资下滑的幅度相乘来推算其对经济的拖累幅度，这一算法主要的问题在于忽略了经济重建均衡的影响，进而高估了房地产对经济的冲击程度。在开放经济、小国经济假设条件下，可贸易品（比如钢铁）的需求在房地产部门下滑的同时，会转入出口部门，体现为贸易盈余的扩张（出口增长或者进口收缩），进而维持总产出不变。现实的结果处于两种情形之间。

11 月 26 日 Omicron 被世卫组织定性为“值得关切的变异株”后，11 月 29 日世卫组织将 Omicron 新冠变异毒株相关的全球总体风险评估为“非常高”。由于

我国疫情防控措施仍然偏严，结合此前 Delta 变异毒株的影响，我们认为新的变异毒株对我国经济的冲击有限。当然其重症率和致死率值得留意。

二、利率下行的趋势未完

在变异毒株导致全球权益市场大跌的同时，本周一我国权益市场小幅收涨、表现偏强，这背后反映了市场对我国疫情防控前景的信心。

从当前国内权益市场的表现来看，经济的加速下行对企业盈利形成广泛拖累，而中性偏松的流动性环境对估值形成支撑，指数总体呈现震荡的格局。板块层面，市场的交易越来越多集中在景气度较高的少数行业，同时叠加无风险利率的下行，新能源等行业的估值持续抬升。

未来宏观环境如何变化？如果宏观经济逐步触底反弹，这无疑将表现为企业盈利的回暖，进而推动指数上行。但考虑到房地产行业的减速远未结束、出口的下行正在途中，未来半年经济触底反弹的前景黯淡。

更有可能的场景是宏观经济持续减速，越来越多的房地产企业由于流动性压力而面临债务违约的风险，最终导致央行更大规模的流动性宽松，从而推动市场中枢上行。

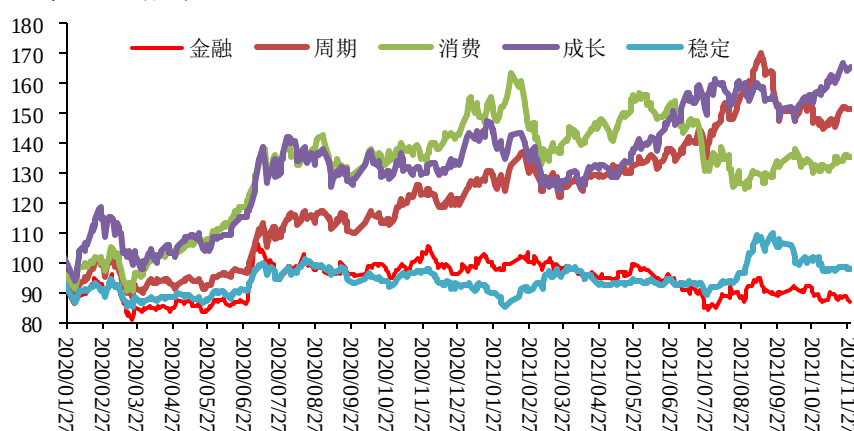
而在此之前，央行有望维持中性偏松的流动性环境，比如公开市场操作投放量增加、引导商业银行增加信贷投放、降低实体经济融资成本。

从 A 股的历史来看，偏宽松的流动性环境对权益市场总体有利，尽管当前美联储加息的预期升温、海外疫情扩散的风险上升，但国内权益市场系统性向下的概率较低。

从自上而下的角度看，居民消费倾向的回升有望推动消费板块的盈利温和反弹，产业升级和能源机构转型有助于成长板块盈利的长期改善，而金融板块受制于房地产行业的出清，周期板块受到总需求下滑的拖累。

因此合并而言，当前指数总体震荡的格局有望维持，消费和成长板块的表现未来将继续占优。

图3：分板块指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2020年1月2日标准化为100

在央行流动性投放积极的背景下，近期变异毒株的出现加速了国债收益率的下行，10年期国债和国开债收益率分别向2.8%、3.1%的关口靠近。

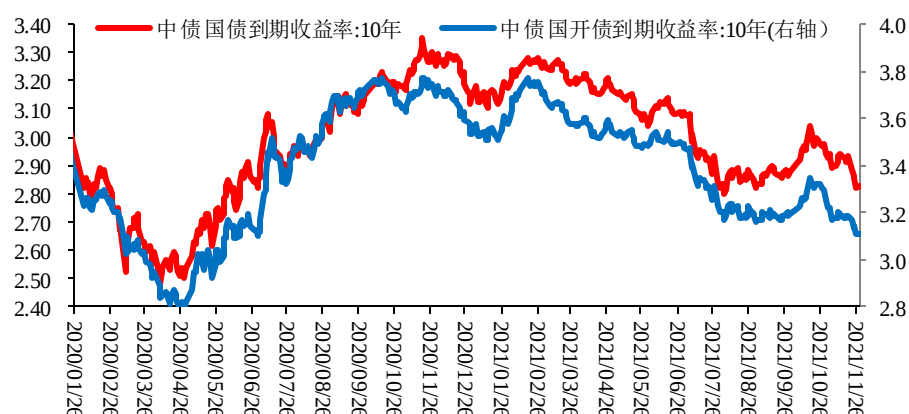
如何看待未来利率的走势？

我们认为2018年以来我国利率中枢的下沉与地方政府、房地产部门债务去化有关。过去十年中国利率上升的主要原因来自于地方政府和房地产部门不断增长的融资需求，这两个部门吸收了大量的资金，并承担较高的融资成本，推升了全社会的利率水平。

随着 2018 年开始对地方政府债务的整顿，以及今年对房地产行业债务的去化，资金更多流入制造业、中小企业，而这些领域总体处于资本报酬率下行的趋势中，对利率形成向下的牵引。今年债券市场的资产荒是这一逻辑的演绎。

往后看，房地产和地方政府部门的债务去化将持续进行，与此同时宏观经济的减速过程尚未结束，这些力量将推动利率中枢向更低水平靠拢。

图4：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、海外市场在吸收 Omicron 的冲击

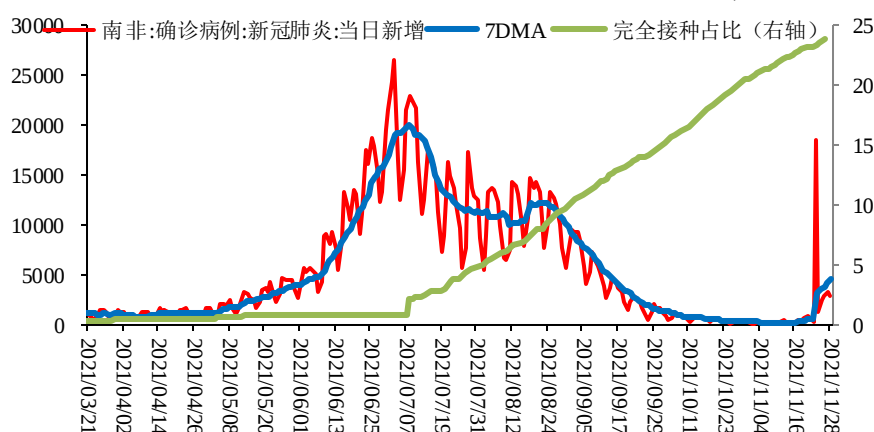
新冠病毒变异毒株 Omicron（变种 B.1.1.529）于 11 月 24 日由南非报告给世卫组织，26 日被世卫组织列为“关注变种”（Variants of Concern, VOC）。根据 VOC 的官方定义，这意味着该毒株使全球公共卫生面临新的风险，并至少在传染性、毒性、临床症状、隔离措施和疫苗接种有效性等某一个或多个方面出现了变化。

目前已知该毒株感染的第一例患者出现在 11 月 9 日（地点不详），而南非近一周新增病例中约 90% 以上的患者感染了 Omicron，这说明该毒株在当地已然超

越 Delta 成为优势株，并且近期在英国、德国、以色列和中国香港等地也都陆续发现了 Omicron 感染者，导致各地迅速收紧了入境政策。

尽管 Omicron 自身的突变程度较 Delta 明显增加，但考虑到南非当地偏低的疫苗完全接种率（接近 24%）为病毒的传播提供了便利，目前还无法观测到新毒株在疫苗接种率较高地区的传染性和抗药性。从权威口径的发布信息来看，目前仍需大约两周的时间才能更为准确地认识 Omicron 的特性。

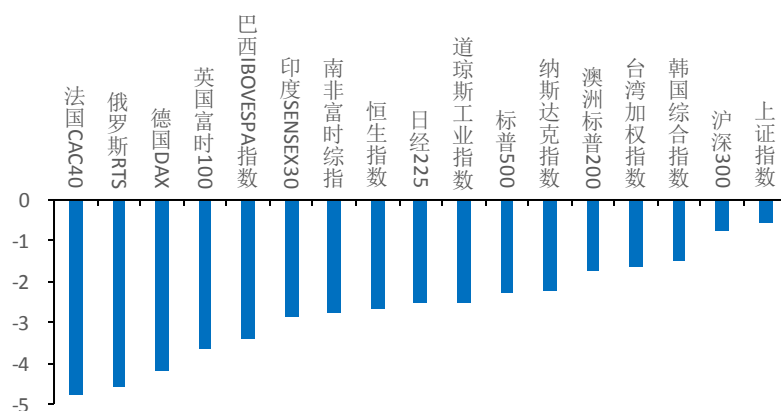
图5：南非新冠肺炎当日新增确诊病例以及疫苗完全接种率（人，%）



数据来源：Wind，安信证券

随着 Omicron 变异毒株的相关报道广泛传播，上周五全球资本市场出现了较大波动。全球主要权益市场指数悉数下跌，MSCI 全球指数回吐 10 月中旬以来涨幅，发达经济体和新兴经济体主要股指当日普遍下跌 2%-5% 左右。避险资产方面，长短端国债价格普遍走强，10 年期美债收益率大幅下行 16 个 BP；黄金价格小幅上涨，美元指数小幅回落，这或与市场预期货币政策收紧的节奏将因疫情冲击而放缓有关。在前期美国决定投放原油储备的背景下，新型毒株对原油需求前景的冲击，使得原油价格当日大跌超过 10%。

图6: 11月26日新型变异毒株消息公布后市场反应, %



数据来源: Wind, 安信证券

从疫情对资本市场的影响来看,可以将疫情爆发之初(去年2月底至3月初)、以及 Delta 毒株迅速传播之时(7月初)的市场变化,作为本次 Omicron 毒株未来影响的两种分析情形。

从前者来看,除了美债和美元指数之外,包括黄金在内的大类资产价格普跌,且跌幅巨大。这种广泛的资产价格回落发生的原因可能在于:在疫情爆发之初,经济运行全面停摆,人们对于病毒的认识处于初级阶段,恐慌和迷茫情绪浓厚,市场风险偏好急剧下降,居民部门预防性储蓄和被动储蓄大幅上升,造成流动性整体从消费、投资环节,以及资本市场大幅抽离。而美债和美元由于其流动性以

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_30218

