

周度经济观察

——新兴经济复苏接棒

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021年9月7日

内容提要

二季度美国、日本以及欧洲主要国家的居民储蓄率均处在远高于疫情前的水平，且回落的斜率平缓，这一趋势下半年有望延续，意味着多数国家将经历经济增速中枢下沉的过程。

近期新兴市场权益、汇率、债券相比发达市场表现更强，这可能与新兴经济体疫苗接种加速、经济恢复预期改善有关，资金开始普遍流入新兴市场。以中国和美国的情况来看，这一过程可能在未来一个季度延续。

尽管国内经济下行的压力仍然较大，部分行业政策不确定性犹存，但流动性环境将维持中性偏松，这使得权益市场有望震荡向上。

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，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

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

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

一、经济增速中枢下沉具有普遍性

在此前中国的居民部门储蓄数据中，我们观察到储蓄率初期的快速抬升，以及随后的缓慢下降。这一模式在海外也相当普遍，最新的二季度数据显示，美国、日本以及欧洲主要国家的居民储蓄率均处在远高于疫情前的水平，且回落的斜率较为平缓。

考虑到中国经济的恢复领先美国、欧洲大概半年左右的时间，且中国今年以来居民储蓄率维持在高于疫情前的水平，我们倾向于认为下半年美国、欧洲经济最终回落达到的中枢也将明显低于疫情之前，疫情后经济增长中枢的下沉主要源于居民储蓄率抬升（消费倾向下降）的影响。

这一经济增长前景的变化，或许是驱动发达经济体长端国债收益率中枢下行的主要力量，也延缓了央行货币政策正常化的进程。

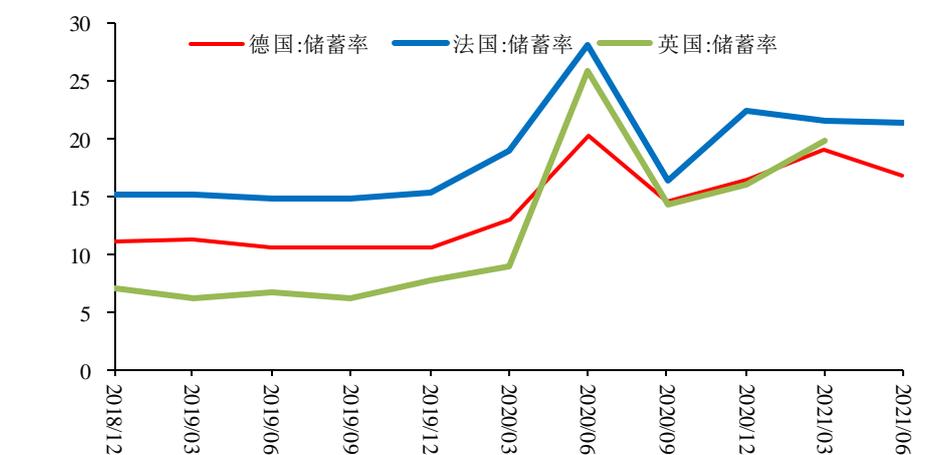
图1：美国居民部门储蓄率，%



数据来源：Wind，安信证券

注：美国储蓄率为使用调整后的可支配收入和消费支出计算得到，由于疫情的补贴发放存在明显季节性，将转移性收入平均到各个季度。

图2：德法英居民部门储蓄率，%



数据来源：Wind，安信证券

注：英国数据更新到 2021 年 Q1

面对经济下行的压力，上周三召开的国常会表示，今年再新增 3000 亿元支小再贷款额度，发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资，积极开展政策储备。与以往的对冲政策相比，7 月以来的政策对房地产和地方政府隐形债务的控制始终偏严，同时企业资本开支的意愿本身也弱于以前，这使得货币和财政政策的效果并不明显。

如果经济下行压力增加，是否会导致针对房地产行业的调控出现放松？我们倾向于认为这一概率偏低。本轮地产调控的政策态度坚决，相关配套措施、如保障性租赁住房政策密集出台，无论针对需求端还是供应端的政策在持续落地，因此地产调控政策最终的调整可能出现在政策目的达到之后，比如房地产行业债务的风险得到有效化解、全国房价上涨的趋势得到抑制逆转，而当前距离这一局面仍有较长时间。

在经济内生增长动能不足，政策对房地产和地方政府债务约束偏紧的背景下，经济下行的压力趋增，货币政策的宽松或将是政策对冲的主要手段。

二、周期行业定价逻辑在转变

近期市场总体表现偏强、交易活跃，政策变化对板块的影响较大。受碳中和政策以及电价上调预期的影响，上周至今稳定板块涨幅最大，与此同时金融、周期、消费板块小幅抬升，成长板块表现较弱。

月度层面值得关注的是周期指数的上涨。去年 4 月以来大宗商品价格的上涨与周期指数的抬升大致同步，反映了市场在对周期板块盈利的改善定价。而从今年 8 月以来，大宗商品价格整体中枢波动，而周期指数却大幅抬升，市场似乎在对周期行业的长期盈利前景进行定价，换言之市场开始预期周期行业估值的抬升。

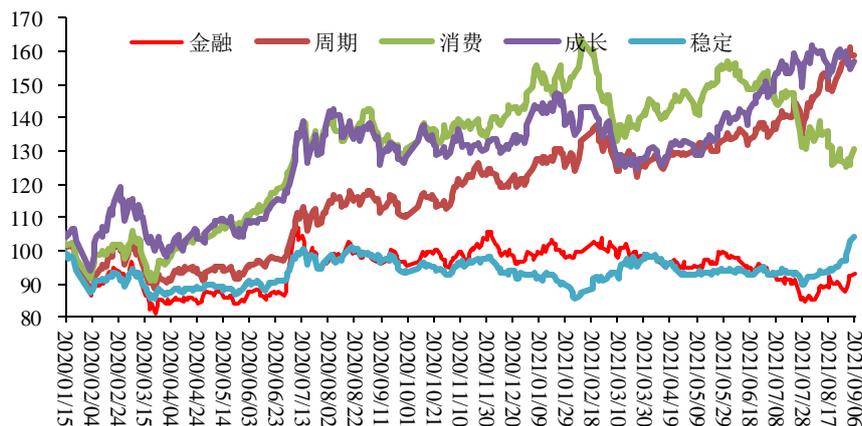
这与 2016-2017 年供给侧改革时市场的定价机制不同，当时市场对大宗商品价格上涨的持续性存疑，因此在价格上涨的后期周期指数中枢震荡。我们认为这一定价机制的变化反映出市场参与者在接受这样一种前景，即：全球需求恢复正常后，由于碳中和以及疫情的影响，大宗商品会在较长时间里面临供应偏紧的压力，这一供应压力将推动大宗商品价格中枢上移，这一过程至少在明年会持续。

因此尽管今年下半年全球总需求趋于回落、货物消费高位走弱，但由需求走弱导致的大宗商品价格短期回落，对周期指数的影响可能有限，市场可能更关注本轮大宗商品价格回落的斜率以及底部的水平。从这个角度来看，国内供应主导的周期行业未来表现有望维持偏强。

消费行业尽管近期出现反弹，但这一反弹持续性存疑。从基本面上来看，消费倾向下降而压制消费活动的过程仍在延续，这一压制在今年或许难以结束。此外，消费行业的政策不确定性正在被市场逐步吸收，但未来的行业格局以及盈利模式可能还需要更多的政策信息来确认。

对总体指数而言，在经历前期政策不确定性冲击后，年内指数的底部可能已经出现。尽管经济下行的压力仍然较大，部分行业政策不确定性犹存，但流动性环境将维持中性偏松，这使得权益市场有望震荡向上。

图3: 各风格指数



数据来源: Wind, 安信证券

三、新兴市场交易经济加速复苏

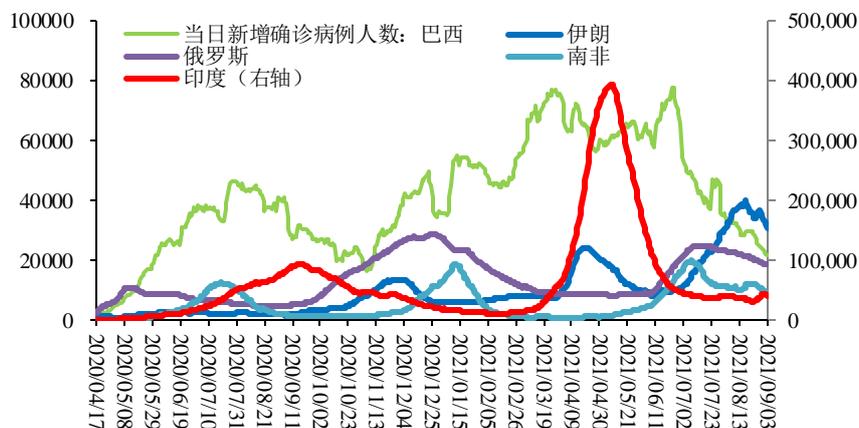
当前美国累计确诊病例约为 4 千万人，叠加 52% 的完全接种率，粗略估算美国有抗体的人数约占总人口的 60% 以上，这与欧洲主要国家的比例近似。考虑到美国单日新增确诊病例数量约占全球的四分之一，未来美国疫情的好转可能是全球新增确诊病例数量趋势向下的确认前提。

从疫苗接种的速率来看，马来西亚、巴西、印度等前期疫苗接种率偏低的新兴国家，近期的疫苗接种速度明显快于疫苗接种率较高的欧美地区；此前疫苗接种率领先全球的以色列，因变异毒株对疫苗有效保护率的降低、以及疫苗时效性等因素，在近一个月的时间里将疫苗的接种速率从单日 0.6 针/每百人提升到 1.2 针/每百人的高位。

下半年以来发达经济体疫苗接种率维持高位，新兴经济体明显抬升。新兴经

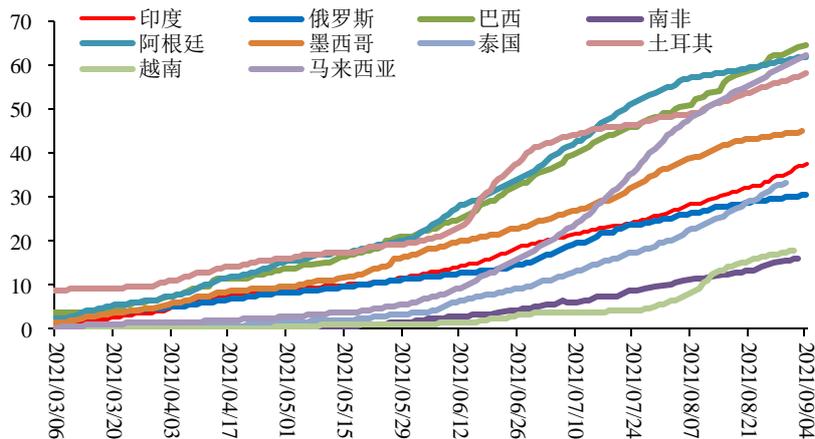
经济体疫苗接种率的提升有助于生产活动的恢复以及经济的持续复苏。

图4：新兴经济体当日新增确诊病例数（7DMA），人



数据来源：Wind，安信证券

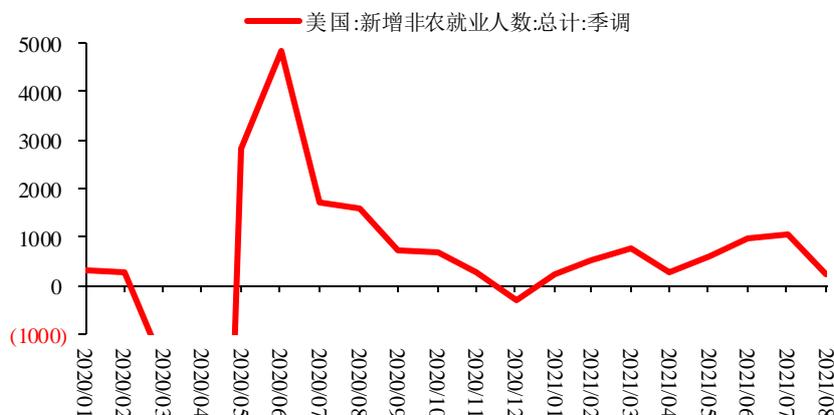
图5：新兴经济体新冠疫苗接种人数占比(至少一剂次)，%



数据来源：Wind，安信证券

8月美国非农就业人数新增23.5万人，远低于预期的75万人，为今年以来的第二低点（第一低点为1月的23.3万人）。8月总非农就业人口升至1.47亿人，较疫情前2020年2月的水平约低530万人。考虑到州政府的补贴政策在9月基本完成退出，美国新增病例可能正在接近本轮的顶峰，未来居民部门的就业意愿预计出现回升。若按今年以来大约每月50-60万人的恢复速度，这一缺口的弥补仍需10个月左右的时间。

图6: 美国当月新增非农就业人数, 千人

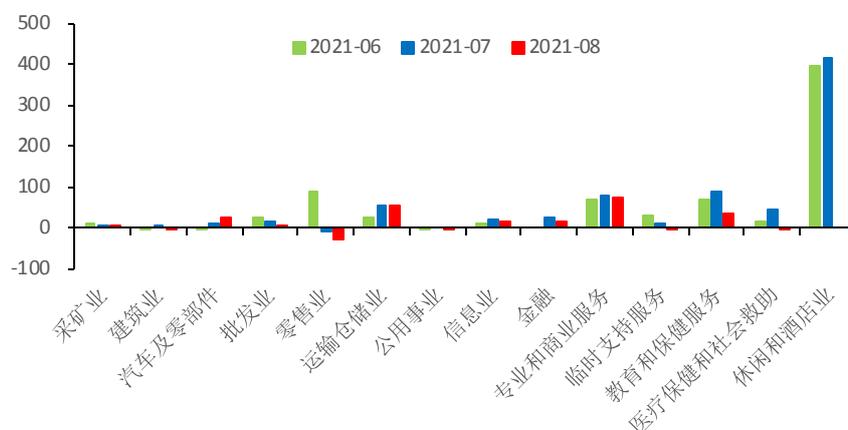


数据来源: Wind, 安信证券

拆项来看, 从事商品生产的新增就业 4 万人, 基本与上月持平; 从事服务生产的新增就业约 20 万人, 较少月大幅回落 66 万人, 其中最大拖累来自休闲和酒店业。

8 月非农数据的大幅回落可能与新一轮疫情在 8 月的恶化有关, 部分防疫措施的加强限制了线下接触活动, 例如一些学校将线下授课转为线上, 并要求学生完成疫苗接种后才可返校等, 而这在教育与保健就业数据 (较上月下降 5 万人) 上也有体现。当然, 8 月非农数据偏弱, 或许也与统计因素有关, 往年的就业报告曾多次上调 8 月的就业初值。

图7: 美国当月新增非农就业分行业人数, 千人

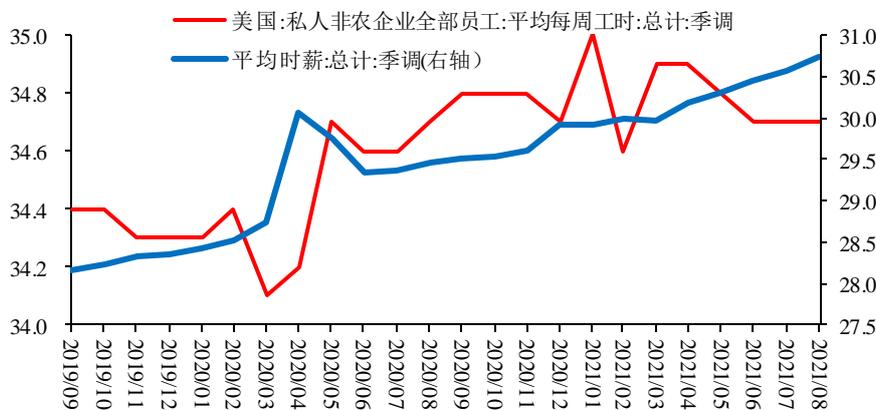


数据来源: Wind, 安信证券

8月失业率为5.2%，较上月回落0.2个百分点，自年初以来已下降1.1个百分点，但仍高于疫情前4%的水平。8月劳动参与率不变，维持在61.7%的历史低点。旧金山联储的Bart Hobijn等人的研究认为，劳动参与率自疫情以来减少的1.7个百分点中，约有1.5个百分点是由周期性因素造成的，预计失业率可能于2023年底在3.5%的水平触底。

8月非农平均时薪环比为0.6%，较上月提升0.2个百分点，连续5个月保持0.4%及以上的环比增速，相较于疫情前5年平均0.2%的水平高出一倍，显示出劳动力市场的供需关系仍然紧张。尽管美联储主席鲍威尔在8月底的年会中表示暂时还没有看到工资与通胀螺旋式上升的证据，但考虑到劳动力市场可能存在短期内难以缓解的供需错配，工资的连续上涨无疑将增加市场对通胀持续性的担忧。

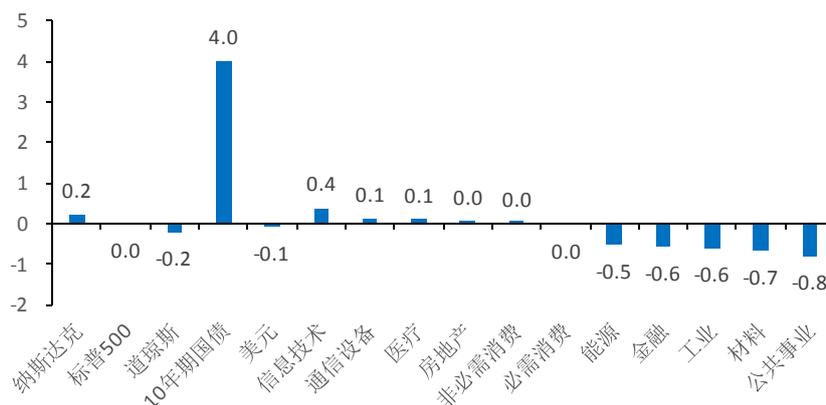
图8：美国非农就业平均每周工时和时薪



数据来源：Wind，安信证券

总体来看，8月非农数据表现偏弱，未能取得“实质性进展”，这基本排除了美联储9月宣布实施Taper的可能，但9月议息会议对Taper的讨论、以及对经济前景和加息的预测，可能会对市场的预期产生影响。而非农数据公布当天的市场反应来看，8月偏弱的非农数据未能明显推迟市场对Taper的预期时点，未来11月、12月的议息会议仍大概率是美联储明确Taper的政策时点。

图9：非农数据公布当天美国市场各类资产变化，%



数据来源：Wind，安信证券；10年期美债收益率涨跌幅单位为BP。

近期发达经济体股票指数大体稳定，而新兴经济体出现明显反弹。与此同时，在发达经济体经济数据表现平稳、央行货币政策偏温和的背景下，美国、欧洲的10

年期国债收益率小幅抬升，而新兴市场债券利率中枢波动。汇率市场上，美元指数走弱，新兴市场汇率上行。

这一大类资产价格变化的方向似乎暗示，市场在对新兴国家经济加速恢复进行定价，资金正在普遍流入新兴市场。从经济恢复的节奏来看，中国经济在去年底见顶，美国和欧洲经济当前可能在顶部附近，而新兴经济体的恢复最为滞后，随着疫苗下半年以来的加速接种，其经济在未来两个季度加速恢复的概率较大。如果这一信号得到确认，那么意味着这种大类资产价格的变化可能会在未来一个季度延续。

商品市场依然维持强势，高盛商品指数和原油价格维持震荡，工业金属指数重回高位。尽管全球需求恢复的动能正在放缓，货物消费对服务消费的替代效应也在弱化，但由于企业资本开支周期以及碳中和政策等因素对供给端可能存在较为长期的制约，预计大宗价格在中期之内将表现偏强。

分析师简介

袁方，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

联系人简介

束加沛，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

章森，北京大学经济学院经济学学士和国际商务硕士，曾在北京市发展和改革委员会工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

分析师声明

袁方声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告作为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
北京联系人	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxml@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuail@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
广州联系人	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 14A
邮编: 518026

上海

上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼
邮编: 200122

北京

北京市西城区阜成门北大街 2 号国投金融大厦 15 层
邮编: 100034