

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

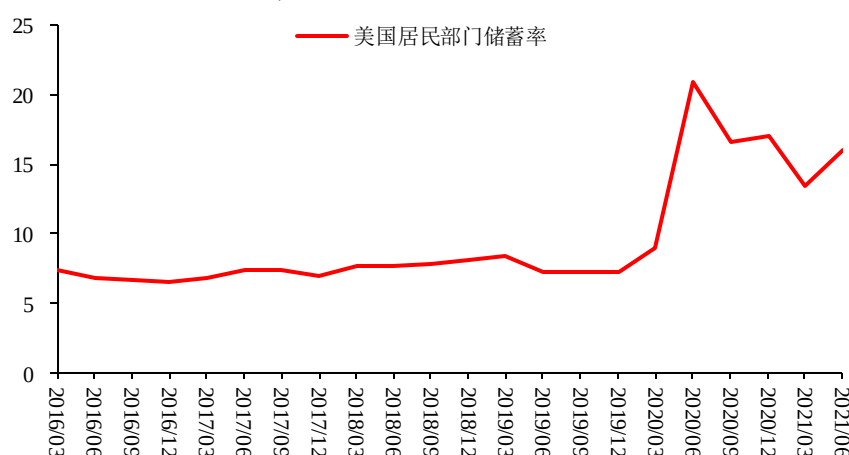
一、经济增速中枢下沉具有普遍性

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。

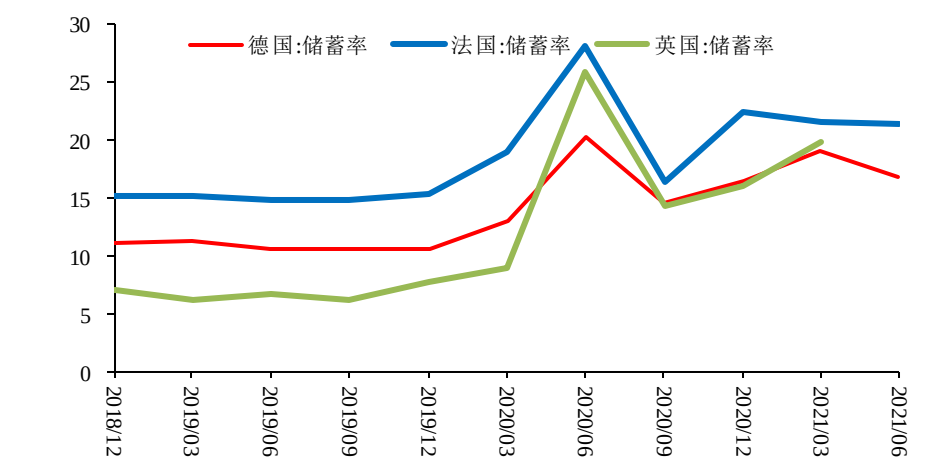
图1：美国居民部门储蓄率，%



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。

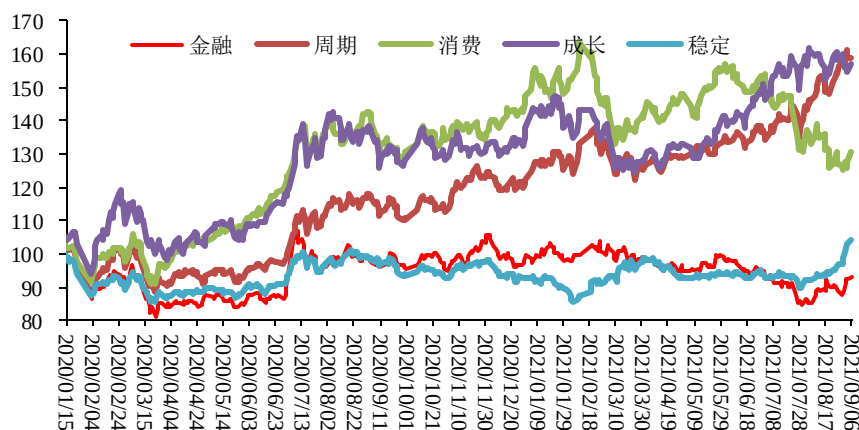
这与 2016-2017 年供给侧改革时市场的定价机制不同，当时市场对大宗商品价格上涨的持续性存疑，因此在价格上涨的后期周期指数中枢震荡。我们认为这一定价机制的变化反映出市场参与者在接受这样一种前景，即：全球需求恢复正常后，由于碳中和以及疫情的影响，大宗商品会在较长时间里面临供应偏紧的压力，这一供应压力将推动大宗商品价格中枢上移，这一过程至少在明年会持续。

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

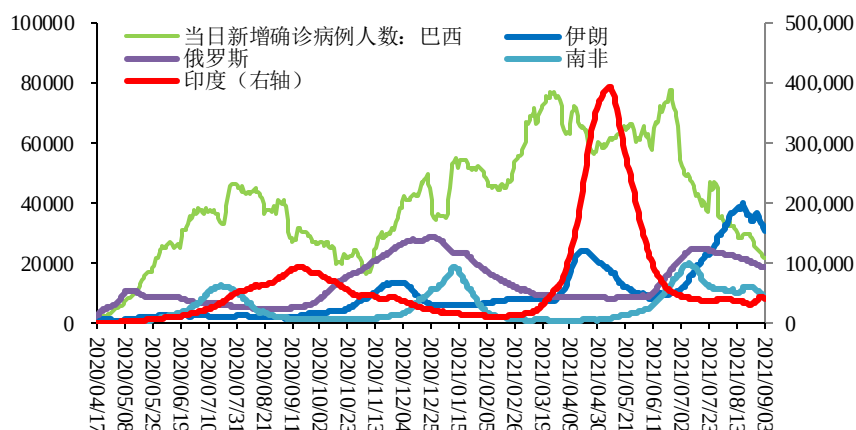
当前美国累计确诊病例约为 4 千万人，叠加 52% 的完全接种率，粗略估算美国有抗体的人数约占总人口的 60% 以上，这与欧洲主要国家的比例近似。考虑到美国单日新增确诊病例数量约占全球的四分之一，未来美国疫情的好转可能是全球新增确诊病例数量趋势向下的确认前提。

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

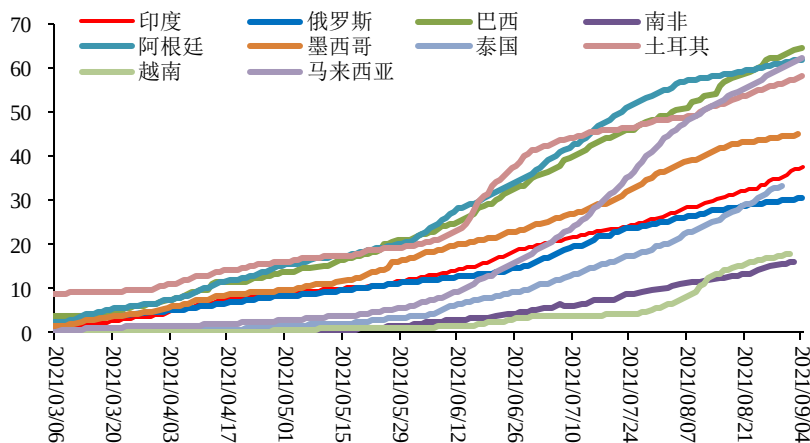
济体疫苗接种率的提升有助于生产活动的恢复以及经济的持续复苏。

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

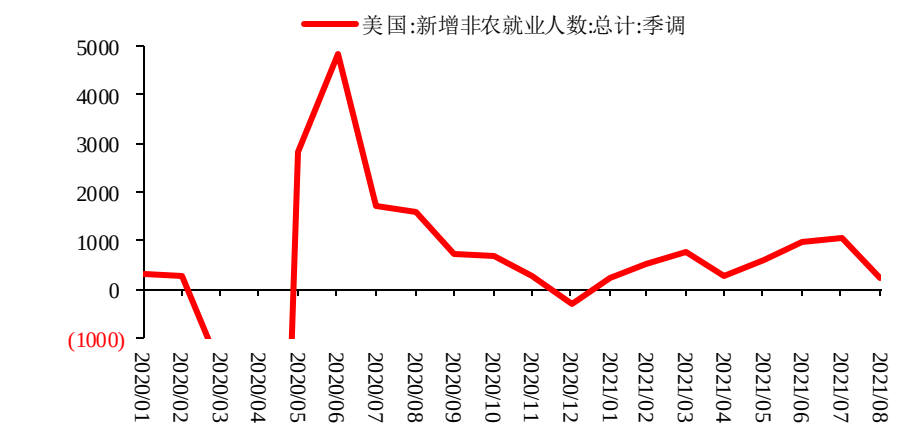
图5：新兴经济体新冠疫苗接种人数占比(至少一剂次)，%



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

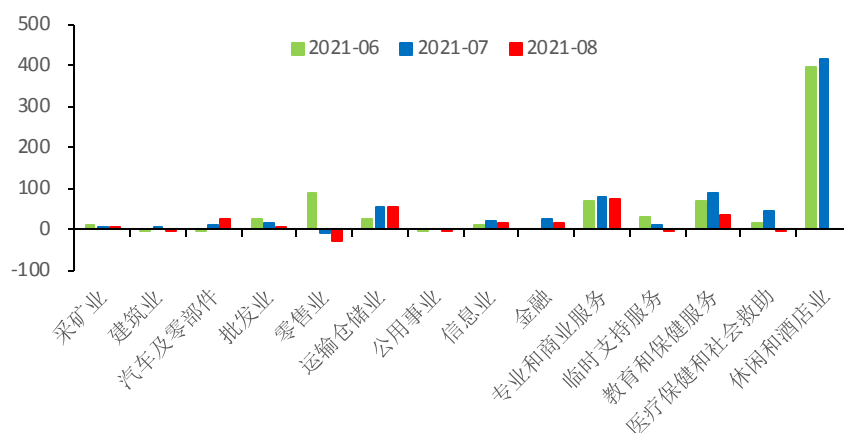


数据来源: Wind, 安信证券

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

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_26253

