

周度经济观察

——后疫情时代经济的两个变化

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021 年 6 月 21 日

内容提要

疫情对经济中长期的影响在于：由于灾难后居民储蓄水平的系统性抬升，经济增长中枢将会低于疫情之前，经济可以维持的利率中枢会明显下降；而疫情对经济供应能力的中长期冲击，会推升整个经济的通胀中枢。

当前美国通胀预期的中枢抬升以及实际利率的低位震荡，显示海外市场正在定价这一宏观前景，这意味着美元指数的上行或许难以成为趋势。

随着国内工业品通胀接近顶部，周期板块向上的过程趋于结束，权益市场整体仍处于震荡的格局中。

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、后疫情时代经济的两个变化

2019 年底爆发的疫情是全球最严重的公共卫生危机。当前市场关注的焦点已经转入到后疫情时代，并为这一前景定价。而短期的疫情和数据波动对市场的影响已经越来越轻微。

如何评估疫情的中长期影响？

对经济活动而言，疫情对两个方面的影响比较突出，而且会在长时间存在，这一宏观场景的变化也将对市场产生重要影响。

1、疫情与预防性储蓄

就像所有的自然灾害（例如洪水、地震、瘟疫等）一样，疫情终将过去，但疫情对个体心理会带来长期的冲击。这一冲击最终的经济行为表现是个体风险偏好和承受风险能力会大幅降低，储蓄率会长期抬升，这种行为模式的变化在不同国家的个体中具有普遍性。

这种行为模式的变化在中国的数据中已经反复看到和确认，而国外的数据正在演绎之中，最终的结果仍需时间确认。但结合历史文献研究来看，灾难过去以后预防性储蓄系统性上升的现象相当常见。

其对经济的影响是：和疫情之前比，中国居民部门储蓄率比正常水平上升了 2 个百分点左右，不考虑乘数效应和投资意愿的下降，其对 GDP 的拖累可能在 1 个百分点。因此疫情前经济增速中枢在 6%，在其他因素不变的背景下，经济增长中枢（两年复合增速）在疫情后会回落到 5% 左右。

在社会生活完正常化以后，经济增速的中枢下降、储蓄率的系统性上升，可能会使得经济可以维持的利率中枢出现明显下降。

美国的市场数据正在对这一前景进行定价，比如美国 10 年国债的真实利率重

新下行到历史低点附近，显著低于疫情前的水平。

从欧洲和日本的数据来看，也在做同样的定价。随着海外疫苗逐步接种，利率开始普遍下行。

这一储蓄率的系统性下降会持续多久？偏低的利率水平会维持多久？这主要取决于人类风险偏好回升的节奏。从历史经验来看，灾难后人类风险偏好的下降会长时间存在。比如以非典为例，在非典彻底结束半年后，北京城镇居民储蓄率才恢复正常。从这个例子来看，预防储蓄可能在今明两年持续存在，并对经济和利率的中枢形成压制。

2、疫情对资本存量的冲击

疫情对经济的影响，除了导致数百万人口死亡以外，对资本存量也形成了巨大冲击。疫情对资本存量的冲击表现为：一方面导致部分企业因为现金流断裂而破产；另一方面是疫情期间多数企业没有新增投资，投资活动被推迟和取消。这两个方面都意味着经济的供应能力出现系统性下降，相伴随的是通货膨胀的中枢会上升，并且叠加了碳减排等因素，使得价格中枢上行的压力更加突出。

供应能力受到的破坏在各行业不一样，上游受到冲击更大，下游受到的影响相对更小，这使得经济恢复过程中价格上升的压力不平衡。当一些短期因素的影响过后，会发现偏长期的供应约束，比如企业的倒闭、碳中和的推进，人口的死亡，这些影响会长期存在，这会推升通胀的中枢水平。

因此合并而言，疫情对经济中长期的影响在于：由于灾难后居民消费倾向的系统性下移（或者说预防性储蓄的持续存在），经济增长中枢将会低于疫情之前，经济可以维持的利率中枢会明显下降；而疫情对经济供应能力的中长期冲击，会推升整个经济的通胀中枢。当前美国的通胀预期达到了历史极值，市场预期未来

10 年的通胀中枢将上升，而实际利率的水平处于历史低位，市场正在为这一宏观格局定价。

二、震荡格局或将延续

上周以来国内权益市场小幅下跌，结构分化明显。成长板块表现偏强，稳定和周期板块居中，金融、消费板块较弱。行业层面，汽车、通信、电子涨幅居前，休闲服务、有色和建材表现最弱。

近期内权益市场的下跌与美联储在议息会议上偏鹰派的表现有关，今年上一次北上资金净流出发生在 4 月初，当时正值美债利率突破 1.7%，市场由于对通胀担忧加剧而减少权益资产的配置。上周北上资金的变化与 4 月初的情况类似。

不过市场对美联储货币政策的退出已经有充分的讨论，短期之内美联储表态比市场对退出的预期略快一些，市场做出相应的小幅调整。未来海外市场将逐步对经济数据和美联储的表态做出反应，但以 2013 年的情形来看，市场趋势下跌的风险较低。

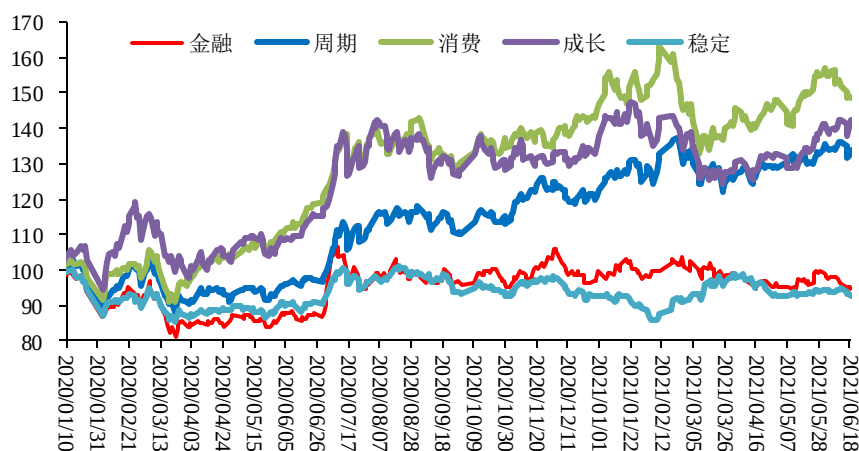
而从国内流动性和基本面的角度来看，权益市场的宏观环境整体平稳。

预防性储蓄的抬升具有长期性，这将持续对资本市场带来额外流动性。与此同时，消费倾向的中枢下移压制了消费的恢复以及经济增长的中枢，进而使得央行货币政策易松难紧，这一货币政策环境对权益市场形成支撑。

而盈利层面，尽管实际经济增速可能从三季度开始温和回落，但三季度通胀数据仍在抬升，这使得整体公司盈利水平可能仍处于回升的趋势之中。

总体而言，盈利的回升以及流动性偏松的环境对权益市场的影响偏积极，市场在未来一个季度或将延续震荡。

图1：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

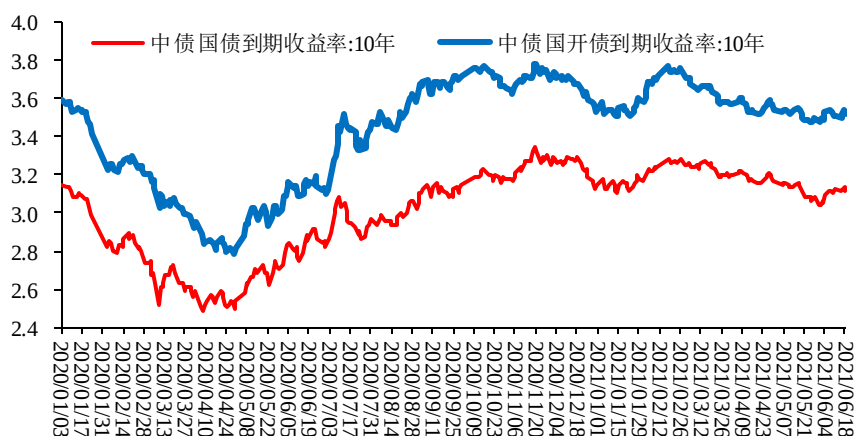
以 2020 年 1 月 2 日为 100

本周资金利率与上周持平，DR001 和 DR007 分别在 2.1%、2.2%附近波动，但相比 3 月-5 月同期，资金利率的中枢小幅抬升，银行间市场流动性维持中性。

近期短端利率的波动主要受到资金面波动的影响，1 年期国债、国开债和同业存单收益率出现不同程度的上行，而长端国债收益率相对稳定，期限利差显著收窄。

在市场对资金面收紧的担忧升温的背景下，央行强调“保持流动性合理充裕不是一句空话”。我们预期未来地方债的发行对资金面的冲击有限。而经济基本面的走弱是支撑收益率下行最重要的力量。易松难紧的货币政策环境，叠加经济基本面的弱势未来将推动收益率中枢下移。

图2：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、美联储对市场预期的影响愈发增强

6月第3周以来，全球新冠疫情新增病例由降转升，单日确诊人数重回40万人以上。其中，巴西疫情进一步恶化，单日确诊约9万人，超过印度单日6万人的新增确诊数量，占全球新增病例总人数近四分之一。截至6月19日，因新冠死亡的巴西民众超过50万人，成为除美国外新冠死亡人数最多的国家。当前巴西疫苗完全接种率仅为11.23%，且其国内各地疫苗接种速度不均匀，隔离措施过早解除，导致其疫情控制失效。

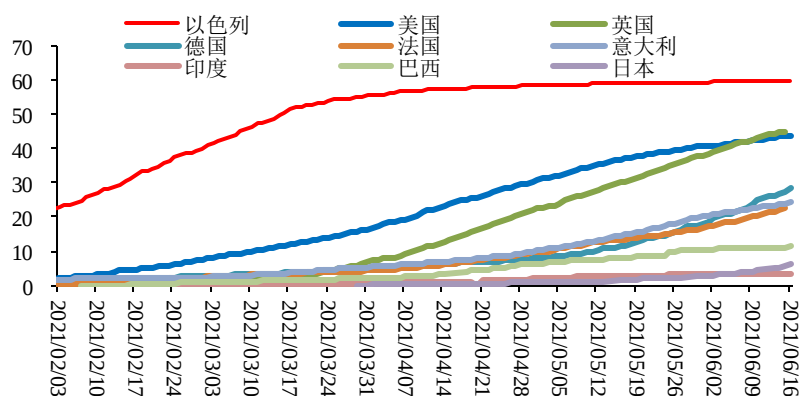
而在发达经济体中，英国正在经受新一波疫情冲击，单日新增确诊病例达到1万人以上，接近2月以来的高点。英国政府6月18日统计指出，近期几乎所有确诊患者感染的病毒都是在印度发现的Delta变异毒株。即使英国的疫苗完全接种率世界领先（近45%），但未来仍需重点加强重点人群、如老年人群体的疫苗接种率，才能更加有效地阻断变异病毒的迅速扩散。

从发达经济体和新兴经济体的疫苗接种速率来看，预计前者将在年内实现群体免疫，而后者由于当前疫情形势相对严重、疫苗产能紧张、以及政府推进力度

不足等因素，实现群体免疫的时间至少需待明年。

随着疫苗接种的推广以及防疫经验的积累，疫情对经济扰动的边际影响正在逐步弱化。但在实现群体免疫之前，即使单日新增确诊病例降至低位、或是疫苗完全接种率显著上升，都不能完全消除疫情反复的可能。因此，未来因病毒变异、疫情恶化的尾部风险仍值得持续关注。

图3：发达经济体和新兴经济体疫苗完全接种比例，%



数据来源：Wind，安信证券
部分经济体数据截至6月15日

备受市场关注的美联储6月议息会议于上周三召开。与前次会议结果相比，不变的是：维持联邦基金目标利率0%-0.25%的区间、每月至少1200亿的购债规模（包括800亿国债和400亿MBS）、以及“通胀主要反映临时性因素”的判断；变化的是：隔夜逆回购利率与超额准备金利率双双上调5BP、分别达0.05%与0.15%，对本年度核心PCE的预期大幅上调至3%，点阵图显示的加息时间提前至2023年。

美联储主席鲍威尔会后表示，经济恢复和通胀表现超预期，而供应瓶颈和招聘困难等因素均影响了通胀和就业目标的实现。圣路易斯联储主席布拉德随后表示，美联储的偏鹰表态是对经济增长、特别是在通胀抬升超预期后的自然反应。

从美联储的会议结果以及主要官员的表态来看，此次会议与市场预期的不同主要反映在点阵图显示的加息时点提前至 2023 年，即在 18 名政策委员会中，预计 2023 年利率上升的委员从 6 名上升至 13 名。但是，鲍威尔对此表示，点阵图并不能代表 FOMC 的利率调整计划，没有人能准确预测未来几年经济的变化，谈论加息还为时尚早，当前主要关注点还是集中在资产购买方面。

而对于何时缩减资产购买规模（Taper）事宜，美联储表示 Taper 的前置条件仍然是需要看到充分就业和稳定价格这两方面取得“实质性的、更进一步的进展”，对此的判断依据则来自经济恢复的结果，而非提前规划时间路径，并认为“失业率对就业恢复存在低估、通胀主要反映的仍是临时性因素”。

从近期的非农就业连续低于预期、以及当周初次申请失业金人数的波动情况来看，伴随着财政补贴政策在三季度的陆续推出，实质性的充分就业可能需等待至年底；而通胀在下半年伴随着基数效应以及大宗商品价格的走弱，其与平均通胀目标的偏离度可能不会太大。

因此，点阵图显示的加息预期提前，更多反映的是美联储会议讨论主题由鸽转鹰，预计在三季度将更多讨论政策退出方面的问题。但在具体的 Taper 路径方面，可能依然表现为三、四季度正式讨论并释放 Taper 信号、到明年初开始 Taper，

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_20282

