下载日志已记录，仅供内部参考

全球投资储蓄的再平衡

策略周度思考 20260906

报告发布日期 2026 年 09 月 06 日

证券分析师
张陈 执业证书编号：S0860526010004
zhangchen2@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

联储态度偏鹰，债务问题难解：策略周度思考 20260830	2026-08-30
从替代角度看 AI 产业链预期变化：策略周度思考 20260823	2026-08-23
如何高频跟踪微观交易结构问题？：策略周度思考 20260816	2026-08-16

研究结论

- **策略周度思考—全球投资储蓄的再平衡**

- **1、本周地缘风险有所加剧，通胀预期回升的同时，美国非农超预期进一步刺激了市场加息预期，商品地缘属性升温（能化）、金融属性受挫（贵金属）。我们认为加息预期并非本轮全球债务风暴的核心，主要问题是投资-储蓄的失衡，而投资-储蓄失衡源于逆全球化的持续演进。往后看，一方面，债务问题矛盾一旦加剧（催化剂是美国经济数据走弱、利率继续上行或日元汇率持续贬值），短期解法是央行扩表，市场仍会回到流动性宽松预期中；另一方面，发达经济体储蓄不足的反面是国内储蓄充裕，海外科技叙事进入逆风阶段，反而彰显国内科技发展后劲充足。**
- **2、逆全球化打乱了全球投资储蓄的循环，导致储蓄不足的发达经济体普遍面临债务压力。**特征 1：发达经济体利率上行幅度更大。特征 2：全球主要储蓄来自亚洲，尤其是中国。
- **3、全球利率上行源于投资-储蓄的失衡。**证据来自两方面，其一是本轮新兴经济体期限溢价上行幅度明显小于发达经济体。其二是发达经济体内部，投资储蓄失衡程度更大发达经济体相比失衡程度小的经济体期限溢价上行更多。
- **4、投资储蓄失衡对资产价格的影响是什么呢？**其一，对储蓄不足的经济体而言，利好金融板块，金融板块是 26 年欧洲股市稳健的重要支撑因素。其二，对储蓄充足的经济体而言，长期大规模投入潜力更大。中国储蓄相对丰富，能够更加持续支持短期收益不明显的科技投入，因此对国内科技发展反倒应该信心更足。其三，发达经济体债务问题最终会带来中央银行的扩表，利好贵金属。储蓄是慢变量，但投资是快变量，解决投资储蓄失衡问题，可以大幅削减投资，但会面临经济进一步走弱、军费开支下降的问题。因此短期解法其实不多，中央银行再度扩表是大概率事件。

风险提示

市场表现不及预期、风险定价可能不充分、产业发展不及预期、模型设定风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

周度思考：全球投资储蓄的再平衡 4

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：中东地缘风险预期升温 5
图 2：美联储加息预期较上周持平 5
图 3：能化方向涨幅居前 5
图 4：发达经济体长端利率为近几十年新高，新兴经济体并未如此严重 5
图 5：亚洲新兴经济体明显高于欧美发达经济体，中国是全球最重要的高储蓄型经济体 5
图 6：为何发达经济体利率上行更多？主要推动是期限溢价 5
图 7：发达经济体内部，投资储蓄失衡更严重（美、英、法），和相对不严重（日、德）相比，期限溢价上行更大 6
图 8：国内储蓄相对更富裕，中国才具备大规模投资的潜力 6
图 9：英国期限溢价上行阶段，金融板块会相对跑赢 6
图 10：法国期限溢价上行阶段，金融板块会相对跑赢 6

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

周度思考：全球投资储蓄的再平衡

本周地缘风险有所加剧，通胀预期回升的同时，美国非农超预期进一步刺激了市场加息预期，商品地缘属性升温（能化）、金融属性受挫（贵金属）。我们认为加息预期并非本轮全球债务风暴的核心，主要问题是投资-储蓄的失衡，而投资-储蓄失衡源于逆全球化的持续演进。往后看，一方面，债务问题矛盾一旦加剧（催化剂是美国经济数据走弱、利率继续上行或日元汇率持续贬值），短期解法是央行扩表，市场仍会回到流动性宽松预期中；另一方面，发达经济体储蓄不足的反面是国内储蓄充裕，海外科技叙事进入逆风阶段，反而彰显国内科技发展后劲充足。

地缘预期方面，中东局势再度升温。Polymarket 最新数据显示，市场预期 12 月底霍尔木兹海峡开放的概率较一周前下降，目前不足 30%。国际油价如布伦特原油上涨至超过 95 美金，同时带来化工品价格的明显上涨。

非农超预期，但加息预期其实变化不大，核心债务矛盾依然无解。本周公布的非农数据超市场预期，但加息预期较一周前其实变化不大。我们认为，当前市场确实会纠结边际上的加息或者降息的调整，但核心矛盾是债务问题，表现为全球长端利率的持续上行，加息、降息都无法解决这一核心矛盾。因此，市场因为加息预期带来的冲击，最终会回归到美联储的扩表预期，催化剂是长端利率的持续上行、日元疲软或者经济数据走弱。

我们进一步讨论全球债务问题，逆全球化打乱了全球投资储蓄的循环，导致储蓄不足的发达经济体普遍面临债务压力。

- ✓ **特征 1：发达经济体利率上行幅度更大。**如果比较全球主要经济体利率上行幅度，我们会发现发达经济体（包括美、加、英、法、德、意、日）本轮利率上行普遍创近几十年的新高，而新兴经济体（包括印尼、泰国、菲律宾、印度、越南、中国）则没有这么大的幅度，中国长端利率 26 年反而是向下的。
- ✓ **特征 2：全球主要储蓄来自亚洲，尤其是中国。**我们考察各国储蓄占 GDP 的比例会发现两个特点，其一是亚洲新兴经济体储蓄率整体较高，明显高于发达经济体；其二是中国在全球主要经济体中储蓄占比最高，考虑到经济体力量，全球最大规模的储蓄贡献来自中国。
- ✓ **全球利率上行源于投资-储蓄的失衡。**一方面，我们对主要经济体期限溢价进行测算并分组，确实会发现，本轮新兴经济体（包括印度、越南、菲律宾、印尼、泰国、巴西）期限溢价上行幅度明显小于发达经济体（包括美国、日本、英国、法国、德国）。另一方面，如果我们按照投资储蓄失衡程度对发达经济体分组，会进一步发现投资储蓄失衡程度更大发达经济体（美、英、法）相比失衡程度小的经济体（日、德）期限溢价上行更多。

投资储蓄失衡对资产价格产生的影响是什么呢?

- ✓ **对储蓄不足的经济体而言，利好金融板块。**储蓄相对不足时，经济体自发的反应是抑制投资、刺激储蓄，表现为期限溢价上行、长短端利差上行。利差上行其实对金融板块是有利的，

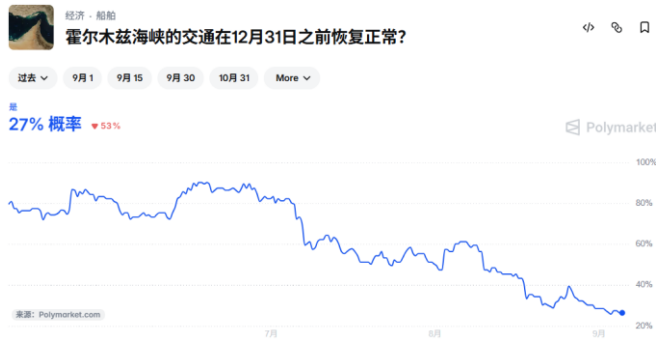
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

所以我们会看到，欧洲虽然经济状况一般、地缘上受制于俄乌问题、移民带来政治动荡，但欧洲金融板块其实表现非常出色。我们计算了英国和法国金融板块相对指数走势，会发现本轮期限溢价上行同步伴随着金融板块的相对走强。

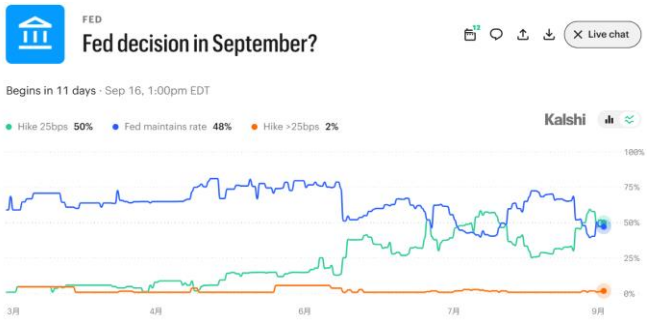
- ✓ **对储蓄充足的经济体而言，长期大规模投入潜力更大。**中国储蓄相对丰富，能够更加持续支持短期收益不明显的科技投入，因此对国内科技发展反倒应该信心更足。
- ✓ **发达经济体债务问题最终会带来中央银行的扩表，利好贵金属。**储蓄是慢变量，但投资是快变量，解决投资储蓄失衡问题，可以大幅削减投资，但会面临经济进一步走弱、军费开支下降的问题。因此短期解法其实不多，中央银行再度扩表是大概率事件。

图 1：中东地缘风险预期升温



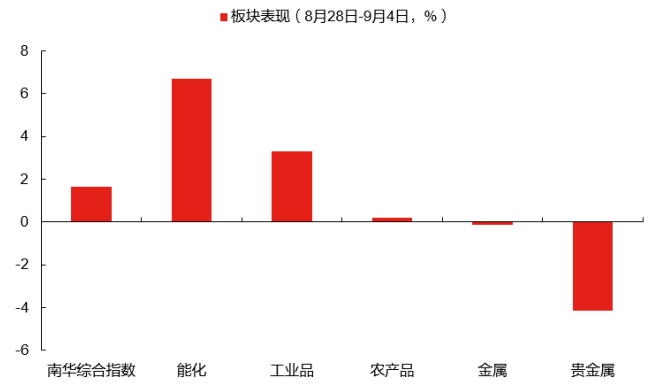
数据来源：Polymarket

图 2：美联储加息预期较上周持平



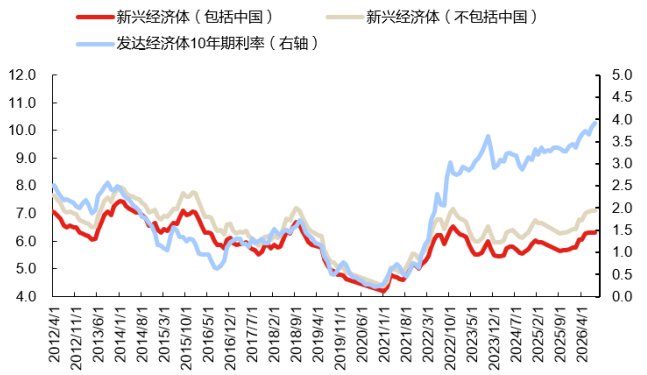
数据来源：Kalshi

图 3：能化方向涨幅居前



数据来源：wind 东方证券研究
备注：板块为南华工业品分类

图 4：发达经济体长端利率为近几十年新高，新兴经济体并未如此严重



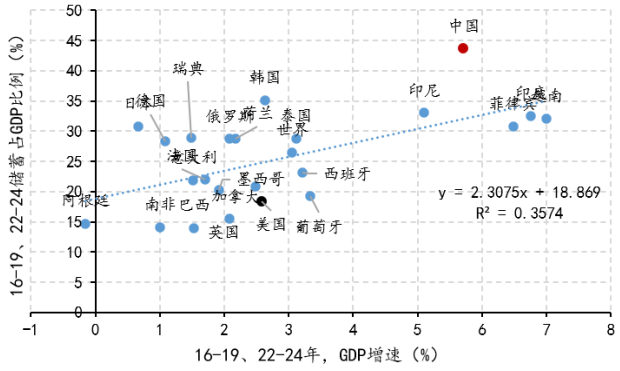
数据来源：Wind 东方证券研究
备注：发达经济体（包括美、加、英、法、德、意、日），新兴经济体（包括印尼、泰国、菲律宾、印度、越南、中国）

图 5：亚洲新兴经济体明显高于欧美发达经济体，中国是全球最重要的高储蓄型经济体

图 6：为何发达经济体利率上行更多？主要推动是期限溢价

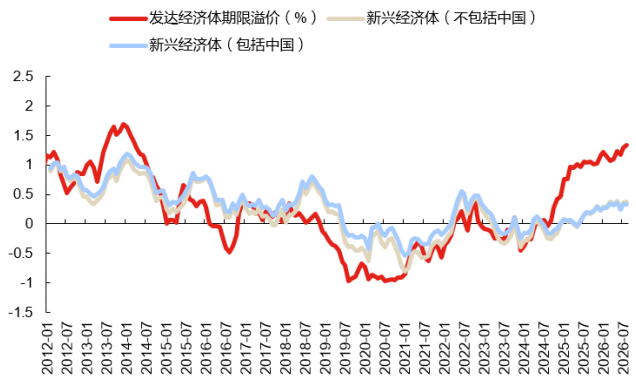
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：wind 东方证券研究

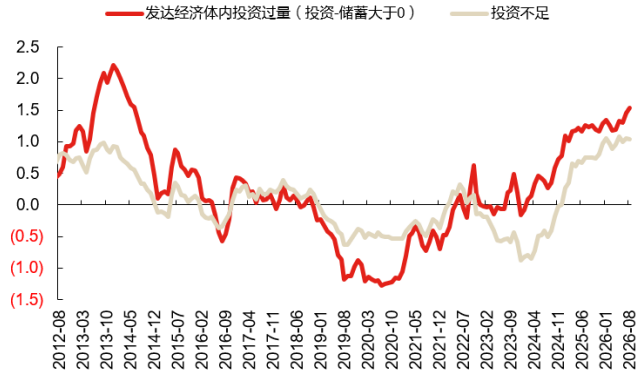
备注：未加入 20-21 年源于疫情干扰，数据波动太大



数据来源：Wind 东方证券研究

备注：由于计算期限溢价需要较为完整的利率数据，新兴经济体（包括印度、越南、菲律宾、印尼、泰国、巴西），发达经济体（包括美国、日本、英国、法国、德国）

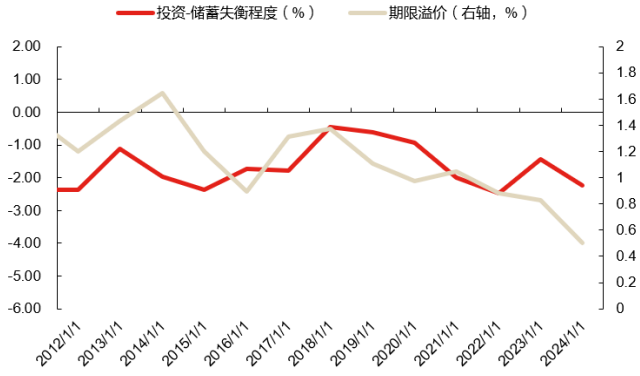
图 7：发达经济体内部，投资储蓄失衡更严重（美、英、法），和相对不严重（日、德）相比，期限溢价上行更大



数据来源：wind 东方证券研究

备注：投资为资本形成总额/GDP，储蓄为储蓄/GDP。投资不足为投资-储蓄小于 0

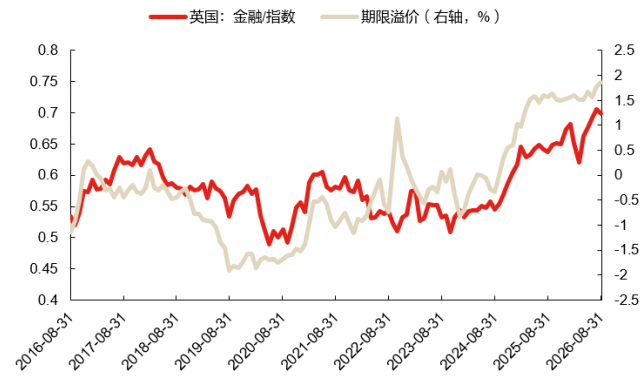
图 8：国内储蓄相对更富裕，中国才具备大规模投资的潜力



数据来源：Wind 东方证券研究

备注：投资-储蓄失衡程度计算公式为（资本形成总额-储蓄）/GDP

图 9：英国期限溢价上行阶段，金融板块会相对跑赢



数据来源：wind 东方证券研究

备注：指数为富时 100，金融板块由富时 100 中的金融相关标的合成

图 10：法国期限溢价上行阶段，金融板块会相对跑赢



数据来源：Wind 东方证券研究

备注：指数为 CAC40，金融板块由 CAC40 中的金融相关标的合成

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

市场表现不及预期

我们对于市场表现的预期可能过于乐观，海内外经济和地缘政治等各种风险因素都可能让市场的实际表现不及预期。

风险定价可能不充分

地缘政治等风险市场可能尚未完全定价，突发事件或对市场产生冲击。

产业发展不及预期

各前沿行业面临技术迭代、商业化进度或业绩兑现等因素不及预期导致的回调风险。

模型设定风险

模型参数对历史数据较为敏感，参数变化可能对汇率预测结果产生影响。



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。