

旬度经济观察

——经济修复有所加速，资本市场持续“Risk On”

袁方¹

2020 年 11 月 22 日

内容提要

经济仍在温和复苏，甚至在某些部门出现了加速的迹象。服务业和传统工业部门表现较为突出。四季度的 GDP 增速或许会显著高于疫情前水平。

信用债市场出现意外的“违约潮”；金稳委开会后，市场信心短期内可能得到恢复。股市的风格切换持续并有望延续。

疫苗利好刺激全球资本市场修复，但进一步的大幅修复仍然需要看到更为明确有利的好消息。

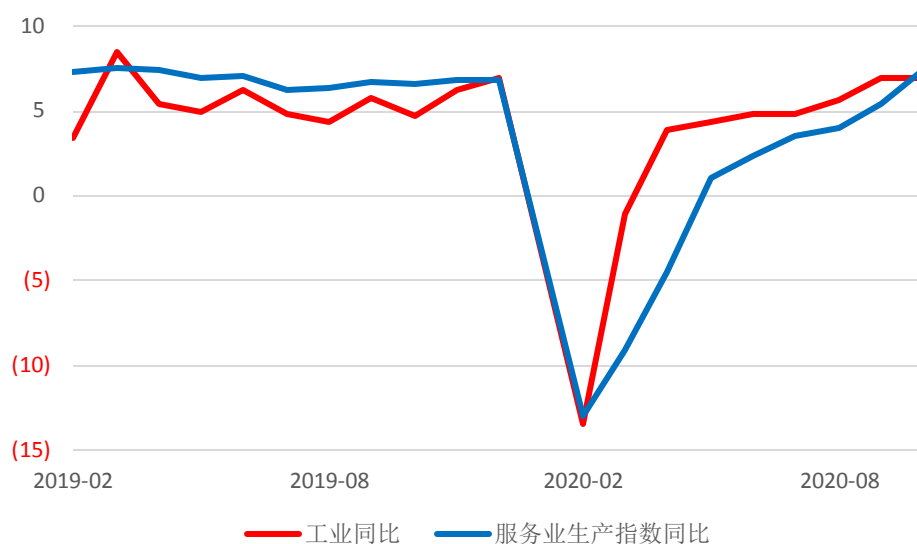
风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

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

一、经济修复有所加速，商品价格大幅上涨

10 月的经济数据和 11 月的高频数据显示，经济整体仍处在温和复苏的通道上，甚至在某些部门出现了加速的迹象。因此，10 月以来资本市场“Risk On”的特征比较明显。如果疫情仍然严格受控，这一趋势可能有望延续。

图1：单位：%



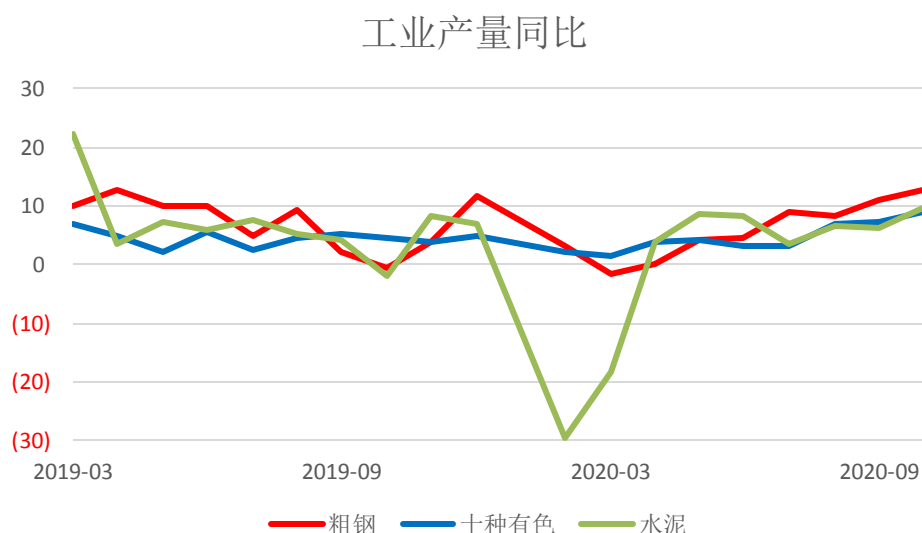
数据来源：Wind，安信证券

10 月的工业增加值同比为 6.9%，与 9 月增速持平，基本维持了较高的增速，并明显高于疫情前水平，说明“补坑效应”仍在延续。另一方面，10 月的工业增加值累计同比为 1.8%，仍明显低于疫情前水平，这可能表明“补坑效应”还将持续一段时间。10 月的服务业表现更为亮眼，出现了明显的加速。服务业生产指数同比从 5.4%大幅提升至 7.4%，增速已经高于疫情前水平。从 11 月的高频数据来观察，11 月的经济表现至少不比 10 月差。因此，我们推断，四季度的 GDP 增速或许会显著高于疫情前的水平。

尽管 10 月的整体工业增速持平于 9 月，但在某些部门出现了加速，特别是钢铁有色等传统部门。10 月的粗钢、水泥和有色金属的同比增速均较 9 月明显上升，其中水泥同比增速从 9 月 6.4% 大幅上升至 9.6%。

这一变化与商品价格的变化相对应。大宗商品的整体价格从 10 月起明显上升，尤其是黑色和有色系的价格。从 11 月的高频数据来观察，黑色系的价格上升趋势甚至在加速，螺纹钢、铁矿石和焦炭的期现价格均创出年内新高。

图2：单位：%



数据来源：Wind，安信证券

商品价格的大涨明显超出了市场的预期。市场之前认为，宽松政策的逐步退出将使基建增速承压，房地产的三条红线也使得房地产投资受到抑制。从 10 月的固定资产投资增速来观察，这两个负面影响至少在 10 月并不明显。我们猜测，10 月以来商品价格的上涨可能和存货摆动以及非基建房地产部门的需求扩张有关。10 月的 PMI 产成品库存分项大幅下降，这和需求相对较强有关。在存货水平较低

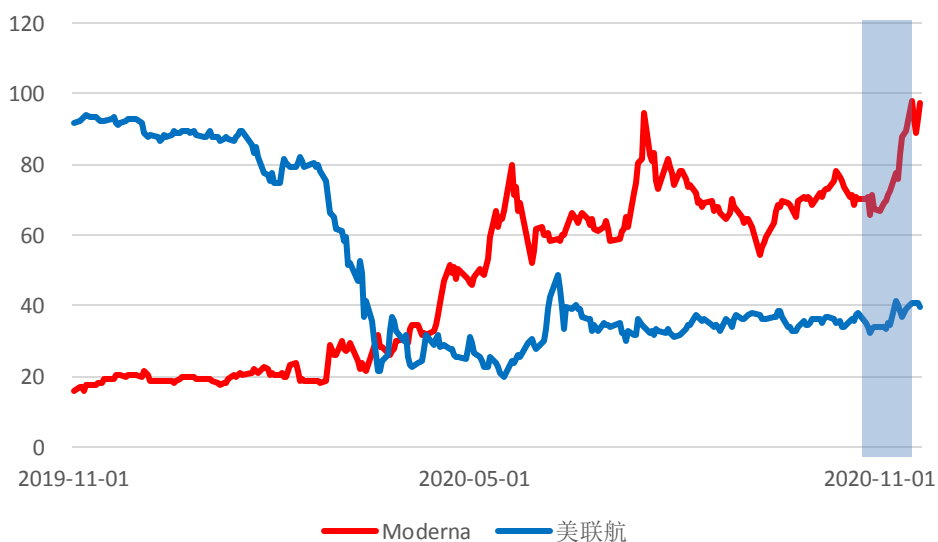
的情况下，需求的上升容易导致价格的大幅上升。另一方面，基建和房地产投资增速在 10 月并无太大变化，需求的扩张可能和其他部门有关，比如汽车及其他设备制造行业，最近几个月持续表现强势。

图3：单位：%



数据来源：Wind，安信证券

图4：单位：美元/股

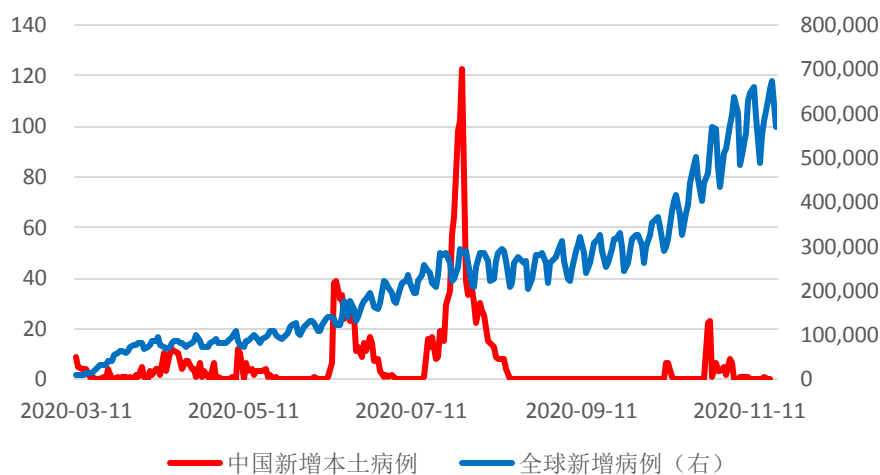


数据来源：Wind，安信证券

11月9日以来，辉瑞和Moderna相继传来了疫苗的好消息，对提升实体经济的预期有一定帮助，但从市场的反应来看，市场对疫苗的有效性仍有较强的疑虑。受疫情影响较大的股票价格有一定的修复，但幅度不算很大，航空股、博彩股等均有15%左右的涨幅，但离疫情前的水平仍有较大差距。油价的表现也类似。

疫情仍然是影响当前经济修复水平和节奏的最关键因素，中国经济8月以来的需求加速修复和中国疫情的严格受控有关。10月以来全国在多地都出现了零星的病例，但目前来看基本受控。只要这一条件没有变化，经济修复的趋势有望延续。海外疫情有一定的不确定性，但市场预期偏乐观。尽管海外新增病例在10月出现了加速上升，导致了全球资本市场的明显调整。但疫苗好消息的出现，使得油价和股市指数出现明显的反弹，其价格甚至超过了10月疫情爆发前的水平。

图5：单位：例



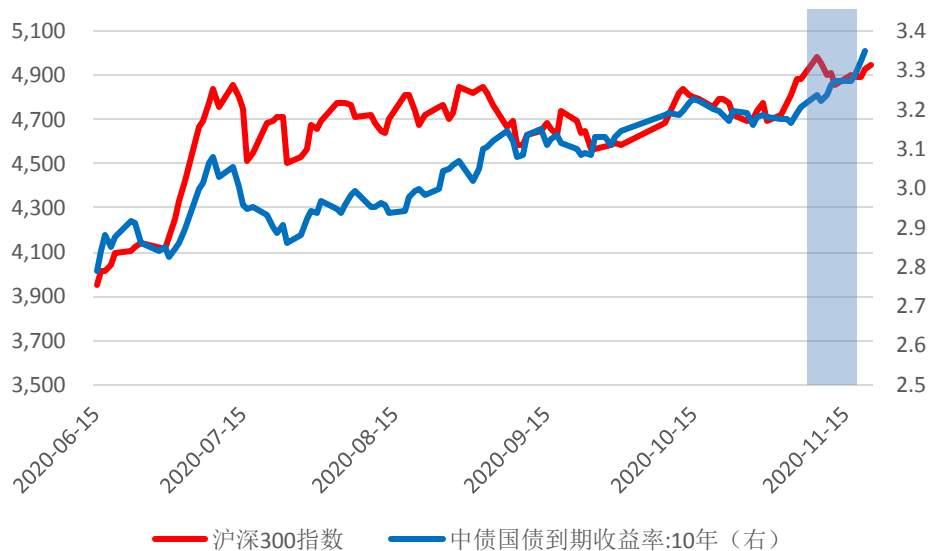
数据来源：Wind，安信证券

二、债市遭遇黑天鹅，股市风格切换延续

10月以来，在经济持续修复并出现一定加速的背景下，资本市场表现出了较为明显的“Risk On”特征。股市指数、商品价格以及债券收益率全面上升。其中，

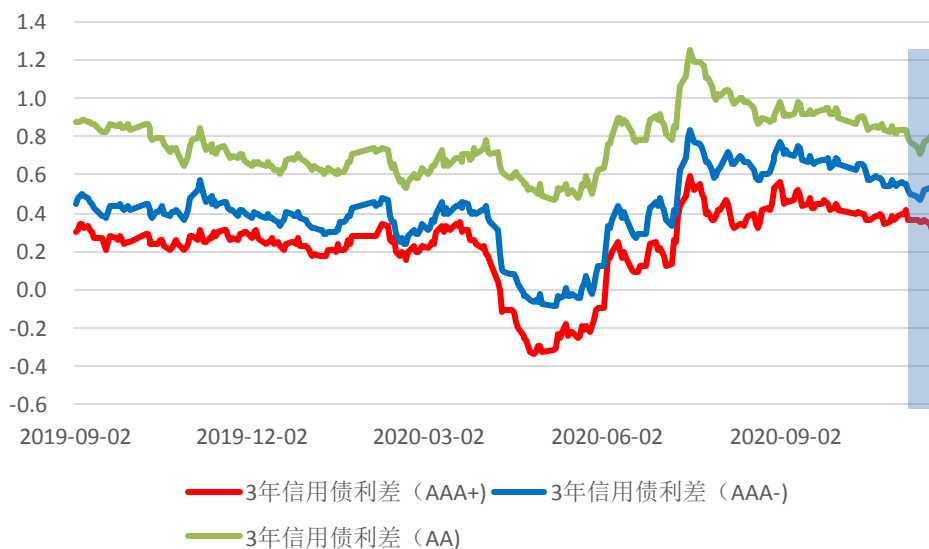
债券收益率在 11 月中旬出现了明显的加速上升，我们猜测，这可能和信用债市场的违约潮有关。

图6：单位：点、%



数据来源：Wind，安信证券

图7：单位：%



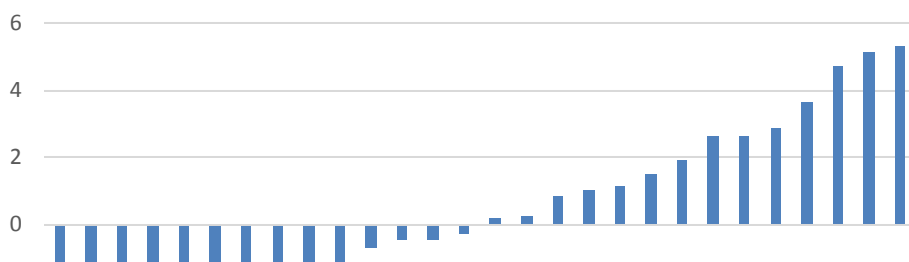
数据来源：Wind，安信证券

11 月 10 日之前，在经济修复的大背景下，各等级的信用利差均在趋势性的下降。11 月 10 日永煤债的违约打破了这一趋势。11 月 10 日以来，高等级信用债

永煤债的违约可能是非市场化的行为，这打破了机构投资者的一些信仰，造成一些信用债定价的混乱，并导致某些信用债的抛售。这迅速造成了一定的市场恐慌和踩踏行为，从而波及到利率债市场，导致利率债收益率的加速上升。

在此过程中，监管机构并没有刻意的呵护市场，这使得市场的担忧一直没有明显的缓释。11月22日，金稳委第四十三次会议专门就近期的债券市场进行讨论，并释放了相对正面的信号。我们预计，短期内市场的信心有望得到修复，但国企信仰进一步打破的长期影响比较深远，城投信仰的破灭或许是未来的一个灰犀牛。

图8: 单位: %



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=11305>

