

# 旬度经济观察

——大选结果趋于明朗，疫苗落地初现曙光

韦志超<sup>1</sup> 袁方<sup>2</sup>

2020年11月11日

## 内容提要

PPI 环比回落可能正在接近尾声，考虑到海内外需求的复苏，以及疫情对供应的冲击，本轮 PPI 的走势可能会呈现底部浅、中枢高的特点。

8 月以来经济加速恢复成为影响各类资产价格变化的主要力量，而疫苗消息的公布放大了这一趋势的演绎。汇率升值、债市承压、股市震荡的格局在年底之前仍将延续。

美国大选结果趋于明朗，拜登赢得总统选举、民主党拿下众议院、共和党执掌参议院的组合对市场影响整体偏正面。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

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

## 一、经济处于第二波恢复的进程中

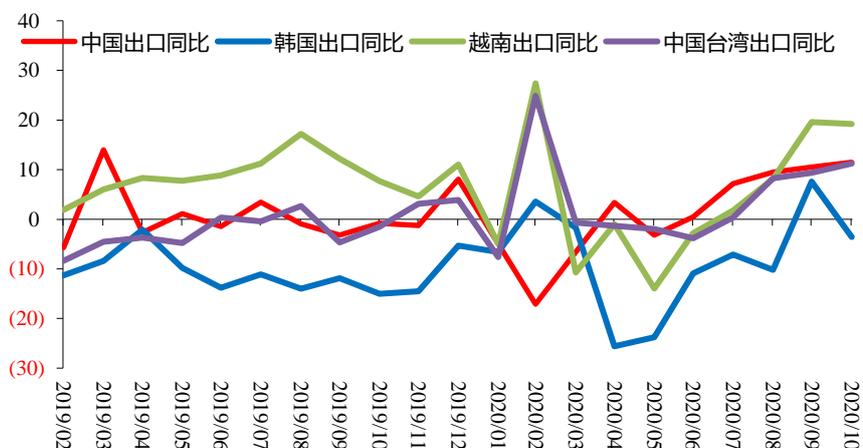
10月美元计价出口同比增速11.4%，较上月抬升1.5个百分点，延续6月份以来回升的态势。

分国家看，中国对美国、日本、欧盟，以及疫情控制较弱的印度、巴西等发展中国家的出口均出现回升。与此同时，出口的恢复具有广泛性，中国台湾、越南的出口也表现较强。

分产品看，医疗器械、纺织纱线持续回落，表明疫情防控物资的影响边际走弱；服装、家具继续走强，机电产品维持高位，这既有海外需求恢复的推动，也反映出海外供需缺口仍然存在。

往后看，海外经济恢复的方向是确定的，而且未来随着疫苗的大规模推广使用，经济的恢复在部分领域有望加速，因此出口增速或许在较长时间内会维持偏高的水平。出口的持续恢复对制造业生产、投资的积极影响已经逐步显现，这一趋势在今年仍会延续。

图1：中国、韩国、越南和中国台湾出口同比，%



数据来源：Wind，安信证券

10月美元计价进口同比增速4.7%，较上月大幅回落8.5个百分点。

分国家看，中国从欧盟、日本、东盟的进口回落，从美国进口大幅回升。

分产品看，原油、钢材的进口出现大幅回落，大豆进口持续回升，这可能与中方执行中美贸易协议有关。

综合观察 PMI、进出口以及高频消费数据，国内需求在加速恢复。我们或许可以将国内经济的恢复归结为三波，当前处于第二波恢复之中。

3-7 月份为经济复苏的第一波，这一波经济恢复的主要力量源于政策的驱动。疫情爆发后央行释放巨量信贷，财政赤字规模大幅抬升，在此影响下，基建、地产和金融业成为推动经济恢复的主要抓手。

随着 5-7 月份大连、乌鲁木齐和北京的疫情在短时间内得到全面控制，民众对疫情扩散的担忧得到较大缓解。8 月份开始，居民部门预防性储蓄下降，消费倾向上升，投资意愿快速反弹。私人部门的消费和投资回升，成为主导经济恢复的第二波力量。

从十一期间的消费数据来看，在疫情彻底消除前，外出就餐、出行、住宿等领域仍然难以完全恢复正常，因此经济恢复的第三波，将主要由餐饮、旅游、航空等领域的主导，而这一情形的出现需要疫苗大规模使用或疫情的彻底改观，明年我们将会经历这一阶段。

## 二、PPI 或将逐步抬升

10 月 PPI 环比为零，较上月小幅回落 0.1 个百分点；PPI 同比-2.1%，与上月持平。

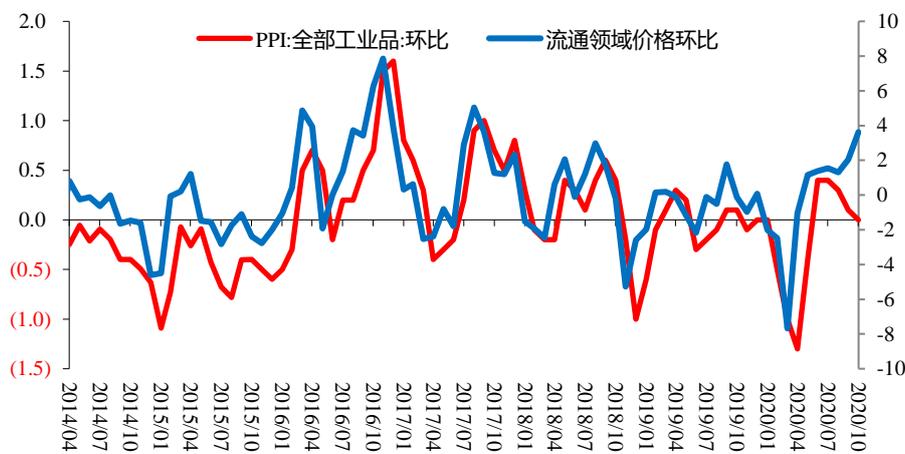
分项来看，受油价下跌的影响，石油和天然气开采业，石油加工、炼焦及核燃料加工业跌幅居前，此外黑色和有色产业链价格跌幅较大，中下游行业价格相对较强。

与此同时，10月流通领域生产资料价格回升，水泥价格表现偏强。

PPI 与流通领域生产资料价格表现的分化，反映出经济的终端需求可能仍在恢复，但存货的摆动在短期之内对工业品价格产生的影响更为主导。

往后看，考虑到疫情对供应层面的抑制，以及国内外需求的复苏，PPI 环比回落可能正在接近尾声，PPI 同比将进入新一轮持续时间更久的回升趋势中。工业品价格的抬升也对相关行业盈利的改善形成支撑。

图2：PPI 环比和流通领域生产资料价格环比

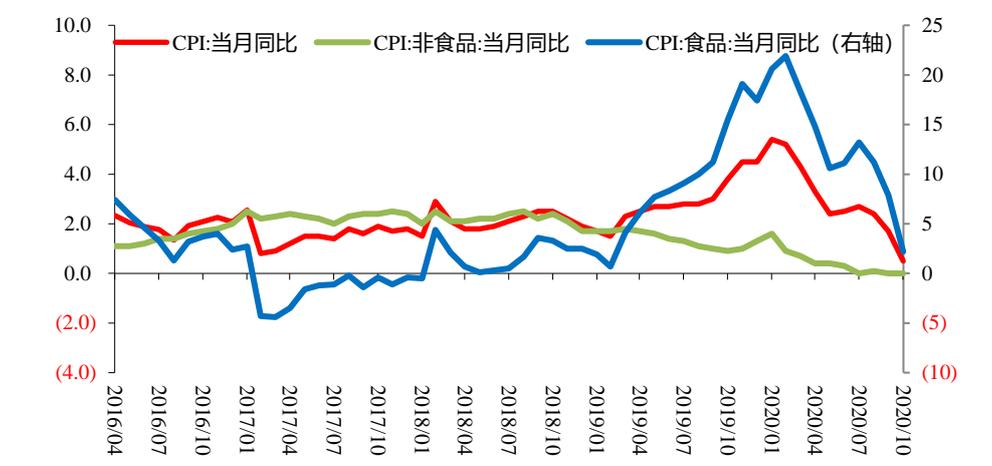


数据来源：Wind，安信证券

10月CPI同比0.5%，较上月大幅回落1.2个百分点；核心CPI同比0.5%，与上月持平，仍处于历史低点。

拆解看，非食品分项环比表现稍弱于历史均值，而食品分项显著低于历史水平，进而使得整体CPI环比大幅低于季节性。

图3: CPI 食品和非食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项的走弱主要源于猪肉价格回落的拖累, 10月猪肉价格环比较历史平均水平下滑10个百分点, 反映出生猪供应恢复对价格的压制。不过当前猪肉价格仍处于历史高点, 随着供应的后续响应, 猪价下跌的趋势将延续。鲜菜、鲜果、粮油烟酒的表现均略强于季节性。

非食品价格的下滑主要受到油价下跌的影响, 集中表现为交通工具燃料价格的大幅回落。衣着、居住、医疗保健价格的回落相对轻微, 而教育文化和娱乐显著强于历史水平, 这主要受到“十一”期间旅游加速恢复的影响。

整体来看, 猪肉价格的回落对CPI的影响更为主导, 考虑到这一趋势远未结束, 且随后四个月CPI同比面临较高基数, 未来CPI持续回落甚至进入负增长的可能性较大。

工业品价格抬升、消费品价格回落的趋势在四季度仍将延续。在这一基准情形下, 通胀难以成为触发货币政策收紧的主要因素。

### 三、资产价格延续8月以来走势

受疫苗取得积极进展消息的刺激，国内各类资产价格进一步定价经济改善、流动性边际收紧这一预期。事实上，8月以来，随着私人部门消费和投资的显著改善，各类资产价格已经在反映这一基本面变化的影响，疫苗的出台加速了这一趋势的演绎。

权益市场整体维持震荡，基本面的改善成为支撑指数的主要力量，沪深300指数创年内新高，与此同时创业板指数较年内高点仍有不小空间。板块间估值分化趋于收敛，周期板块创年内新高，而成长、消费表现偏弱。

值得关注的是，疫苗利好刺激海外股市整体大涨，而国内市场下跌，创业板指数跌幅较大，这表明国内市场已经大部分定价了疫情彻底消除的预期，市场关注点更多聚焦于央行货币政策的变化。

因此在经济加速恢复，央行货币政策维持中性的背景下，权益市场估值承压、基本面恢复的局面仍将延续，市场单边向下的风险较低，在年底之前这一趋势将延续。

图4：各风格指数表现



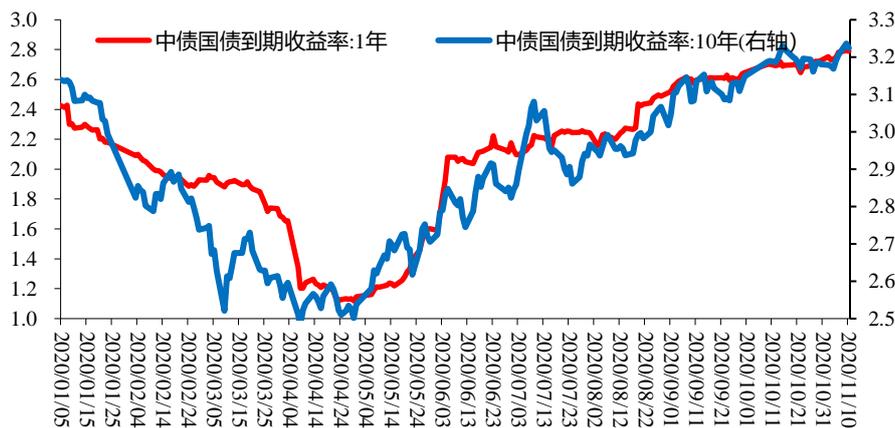
数据来源：Wind，安信证券

疫苗进展的消息推动债券市场收益率上移，10年期国债收益率持续位于3.2%以上，期限利差维持低位。

当前影响债券市场收益率趋势的力量仍然在于经济恢复的持续性，如果经济加速恢复得以延续，那么债券市场收益率中枢的上行难言结束。而信贷增速的波动、通胀数据的起伏、以及债券供需的格局对债市的影响偏短期。

从这个角度来看，今年年底之前经济加速恢复的态势或将延续，这使得债券市场收益率趋势下行仍需等待。

图5：1年和10年期国债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

当前人民币兑美元中间价已经回到 6.6 以内，短期之内中美关系改善的预期

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\\_1497](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1497)

