

# 债市如何对经济数据“斜率”定价？

——2020年9月经济数据点评

### 研究结论

- 9月经济数据显示，经济景气度已非常接近正常水平，这意味着经济数据后续上行斜率或有放缓。历史上债市如何对经济数据“斜率”定价？我们通过2011年以来，经济数据公布后30天内国债利率走势，得到以下几点结论：
- 第一，经济数据“斜率”下行的影响明显大于经济数据“斜率”上行。工业增加值同比斜率下行数据公布的后30日（含数据公布当日，下同），债券上涨概率为57.1%，明显高于50%，而经济数据斜率上升对之后的债券上涨概率则没有明显影响。
- 这一现象可能是由于斜率上升通常发生在债券熊市，市场交投情绪清淡；而斜率下降通常发生在债券牛市，市场交易更加活跃。
- 第二，连续多期的经济数据斜率放缓会给利率带来波段机会，而单个月的斜率变动则影响不大。可以看到，经过3期移动平均处理后的工业增加值斜率变动，对之后债券收益率走势有显著影响。而单月斜率变动则没有太大影响。
- 第三，某个月经济“斜率”下行之后，在下一期数据公布前，市场通常会博弈经济数据的进一步走弱。在我们对数据公布后30天利率走势的统计中，在最后一周利率通常快速下行，尤其在斜率下行的过程中更加明显。这或许可以解释成市场在博弈经济数据的进一步走弱。
- 总的而言，在没有见到经济数据斜率连续下降时，市场对于博弈利率波段的热情并不高。利率债的机会仍然需要等待经济确定顶部之后。
- 9月数据显示经济数据仍在改善进程中，其中消费和外需不乏亮点。
- 消费方面，餐饮和烟酒增速明显加快。9月份，社会消费品零售总额35295亿元，同比增长3.3%。除了通信器材类以外，其他商品销售额都呈现出稳中有增的趋势。可选消费较上月有所下滑，化妆品、金银珠宝、饮料、日用品较前值略有下滑。从城镇居民可支配收入情况来看，收入差距较二季度改善。历史上收入差距与社消增速呈现较为明显的因果关系，收入差距扩大会对消费有负面影响。随着就业市场和收入差距的改善，预计后续消费增速继续回升。
- 预计经济回升方向不变，利率债整体趋势未变。一方面基建投资持续性较强，地产投资短期内仍然未见拐点；另一方面本月消费和外需超过市场预期，需求仍在改善。

### 风险提示

- 如果财政政策超预期发力，或将影响我们对经济和债市的判断。
- 如果疫情发展超预期，或将影响我们对债市的判断。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2020年10月21日

证券分析师

黄海澜

021-63325888\*2470

huanghailan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090002

### 相关报告

调整后市场或有所修复，部分个券可逐渐布局	2020-09-15
金融数据再超预期，利率债维持谨慎	2020-09-14
理财子公司冲锋元年，上半年表现如何？	2020-09-09

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。

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。

## 目 录

债市如何对经济数据“斜率”定价？——2020 年 9 月经济数据点评.....	3
1.1 经济“斜率”上行时期，市场博弈利率波段的情绪不高 .....	3
1.2 经济数据仍在改善进程中，消费外需不乏亮点 .....	4
风险提示.....	7

# 债市如何对经济数据“斜率”定价？——2020年9月经济数据点评

## 1.1 经济“斜率”上行时期，市场博弈利率波段的情绪不高

9月经济数据显示，经济景气度已经非常接近正常水平，这意味着经济数据后续上行斜率或有放缓。历史上债市如何对经济数据“斜率”定价？我们通过统计2011年以来，经济数据公布后一个月内国债利率走势，得到以下几点结论：

第一，经济数据“斜率”下行的影响明显大于经济数据“斜率”上行。我们以工业增加值同比的二阶差分来衡量经济数据的“斜率”变动方向，如果二阶差分为正，则经济数据斜率上升；二阶差分为负，则经济数据斜率下降。剔除1月数据，2月使用1-2月累计同比，再对得到的“斜率”做移动平均。可以看到，工业增加值同比斜率下行，数据公布的后30日（含数据公布当日，下同），债券上涨概率为57.1%，明显高于50%，而经济数据斜率上升对之后的债券上涨概率则没有明显影响。

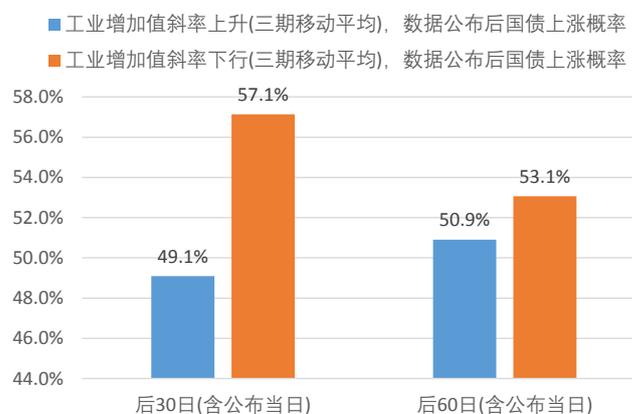
这一现象可能是由于斜率上升通常发生在债券熊市，市场交投情绪清淡；而斜率下降通常发生在债券牛市，市场交易更加活跃。

第二，连续多期的经济数据斜率放缓会给利率带来波段机会，而单个月的斜率变动则影响不大。可以看到，经过3期移动平均处理后的工业增加值斜率变动，对之后的债券收益率走势有显著影响。而单月的斜率变动则没有太大影响。

第三，某个月经济“斜率”下行之后，在下一期数据公布前，市场通常会博弈经济数据的进一步走弱。在我们对数据公布后30天利率走势的统计中，在最后一周利率通常快速下行，尤其在斜率下行的过程中更加明显。这或许可以解释成市场在博弈经济数据的进一步走弱。

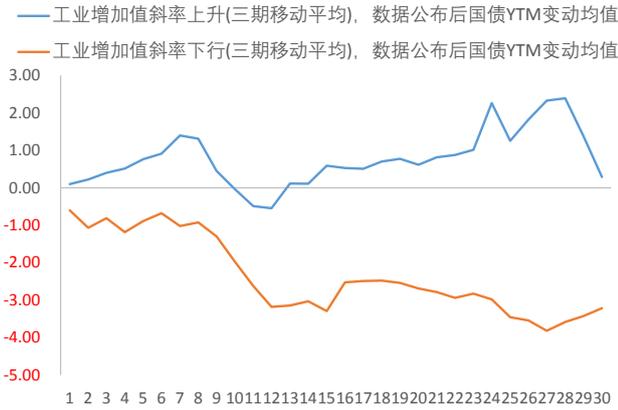
因此，总的而言，在没有见到经济数据斜率连续放缓的时候，市场对于博弈利率波段的热情并不高。利率债仍然需要等待经济确定顶部之后，才能看到胜率较高的机会。

图 1：工业增加值当月同比斜率下降，数据公布后国债上涨概率明显高于 50%



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：工业增加值当月同比斜率下降（三期移动平均），数据公布后国债利率均值明显下行（横轴为数据公布后的第 n 日，单位：bp）**



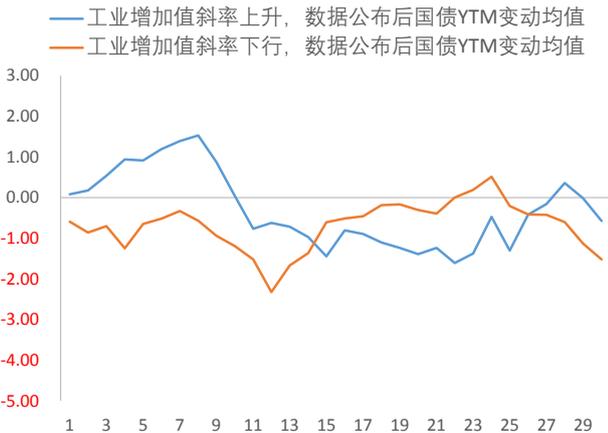
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 3：工业增加值当月同比斜率下降（三期移动平均），数据公布后国债利率中位数明显下行（横轴为数据公布后的第 n 日，单位：bp）**



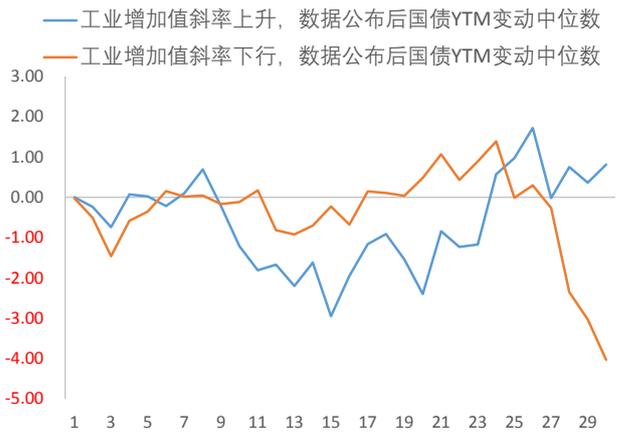
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 4：单月工业增加值当月同比斜率变动，对利率均值没有显著影响（横轴为数据公布后的第 n 日，单位：bp）**



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 5：单月工业增加值当月同比斜率变动，对利率中位数没有显著影响（横轴为数据公布后的第 n 日，单位：bp）**



数据来源：Wind，东方证券研究所

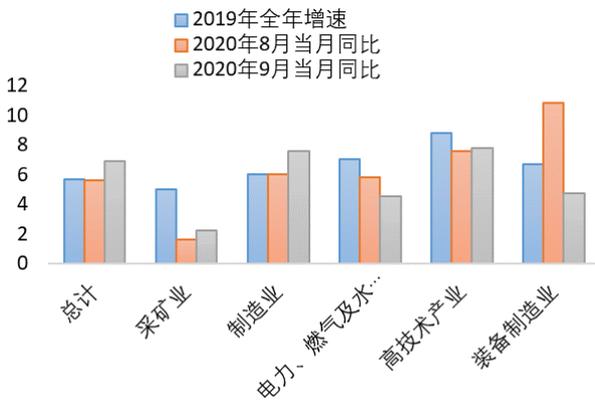
## 1.2 经济数据仍在改善进程中，消费外需不乏亮点

2020 年 10 月 19 日，国家统计局公布了 20 年前三季度的经济数据。就业方面，就业形势稳中趋好，但总体就业压力仍然较大。前三季度累计新增就业 898 万人，基本实现全年目标。全国城镇调查失业率继续回落，9 月份为 5.4%，较 8 月下降 0.2 个百分点；其中 25-59 岁人口调查失业率为 4.8%，与 8 月份持平；9 月份 20—24 岁大专及以上学历人员（主要是高校毕业生）失业率比 8 月份回落 2.4 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率 9 月份为 5.5%，比 8 月份下降 0.2 个百分点，同样实现“三连降”。

工业方面，9月规模以上工业增加值同比增长6.9%，前值5.6%。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长1.18%。1—9月份，规模以上工业增加值同比增长1.2%。工业基本恢复至正常水平。

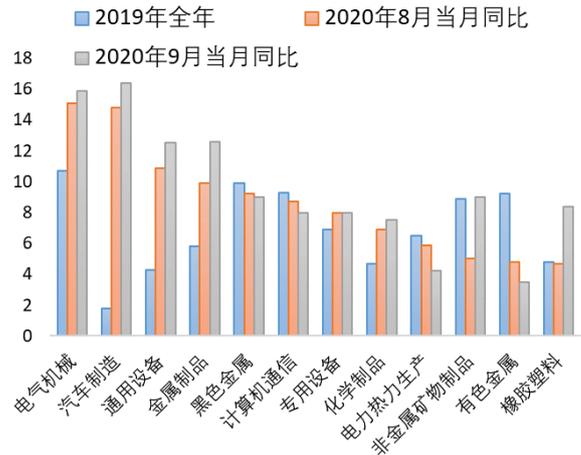
分行业来看，采矿业和制造业工业增加值当月同比较8月上行。细分行业中，电气机械、汽车制造、通用设备和金属制品几个行业增速进一步加快，当月同比好于2019年全年。非金属矿物制品和橡胶塑料产业也在8月同比基础之上增速加快。

图6：工业增加值分行业9月当月同比与2019年全年累计增速对比 单位：%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图7：工业增加值细分行业9月当月同比与2019年全年累计增速对比 单位：%

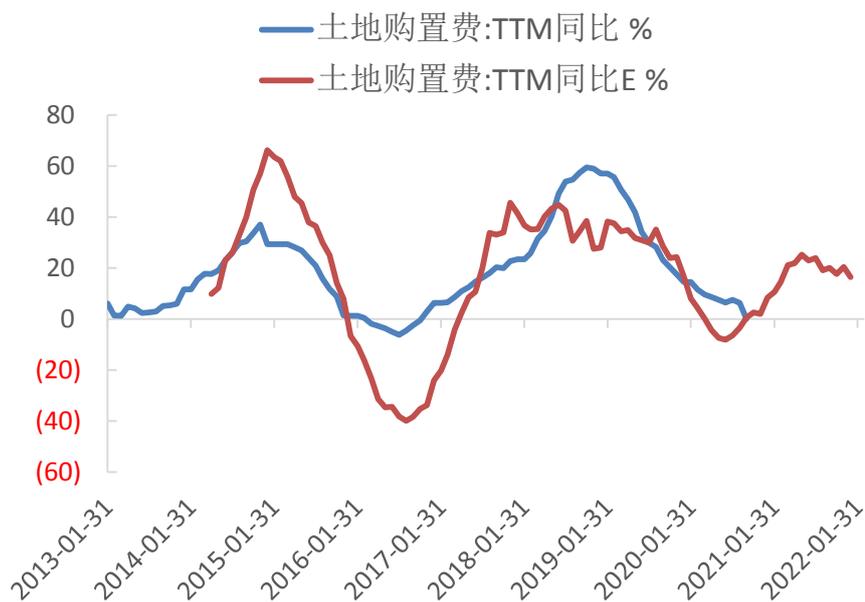


数据来源：Wind，东方证券研究所

投资方面，前三季度全国固定资产投资（不含农户）436530亿元，同比增长0.8%，1—8月份为下降0.3%。其中，民间固定资产投资243998亿元，下降1.5%，降幅比1—8月份收窄1.3个百分点。分领域看，1-9月基础设施投资同比（不含电力、燃气和水的生产供应业）上升0.2%，增速年内首先实现转正；制造业投资下降6.5%，降幅收窄1.6个百分点；房地产开发投资增长5.6%，增速比1—8月份提高1.0个百分点。

地产投资进一步增长，或与土地购置费高增长有关，但销售、拿地、新开工均边际走弱。9月地产销售面积同比增长7.25%，前值13.69%；9月新开工面积同比下滑1.95%，前值2.41%；9月购置土地面积同比下降4.79%，前值-7.57%；9月竣工面积同比下降17.66%，前值-9.82%。预计在地产融资收紧，销售新开工边际走弱影响下，地产投资后续增长乏力，但一到两个季度内显著下行压力不大，主要是受到土地购置面积传导到土地购置费需要半年到一年的时间，土地购置费的压力或许将在明年下半年体现。

图 8：100 大中城市土地成交和土地购置费之间的领先滞后关系 单位：%



数据来源：Wind，东方证券研究所

**基建增速放缓，随着财政政策的逐步落地，预计基建增速改善。**前三个季度基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.2%，1—8 月份为下降 0.3%。其中，铁路运输业投资增长 4.5%，增速比 1—8 月份回落 1.9 个百分点。

**制造业投资累计增速继续回升，9 月当月制造业投资同比增长约 3.0%，较上月下降 2.0 个百分点；前三季度累计同比-6.5%。**制造业投资分化较为明显，农副食品加工、纺织、医药制造业等行业当月投资同比增速维持较高水平，支撑着制造业的恢复。外部环境是影响制造业投资增速的重要变量，预计进出口持续较强，制造业投资继续回升。

**消费方面，餐饮和烟酒增速明显加快。**9 月份，社会消费品零售总额 35295 亿元，同比增长 3.3%。除了通信器材类以外，其他商品销售额都呈现出稳中有增的趋势。可选消费较上月有所下滑，化妆品、金银珠宝、饮料、日用品较前值略有下滑。从城镇居民可支配收入情况来看，收入差

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\\_1935](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1935)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn