旬度经济观察

——资产重估理论与近期市场走势

韦志超[1] 袁方(联系人)[2]

2020 年 09 月 20 日

内容提要

8 月以来，经济基本面出现了全面的改善回升，并显著超出预期。

根据资产重估理论，这导致了债券收益率的上升以及人民币汇率的升值，股票市场则出现了明显的风格切换。

如果国内疫情大幅好转的趋势得以持续，经济基本面和资本市场目前的走势将进一步延续。

风险提示：（1）疫情超预期

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001
2 yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

8 月以来，经济基本面和资本市场都经历了比较大的变动。9 月 15 日公布的经济数据表明，实体经济在 8 月出现了超预期的回升。在美元指数相对平稳的背景下，人民币汇率自 8 月以来加速升值。同时，债券市场收益率在经历了一个多月的震荡之后开始显著上升。股票市场则从 9 月开始调整，并且出现了明显的风格切换。

市场倾向于对以上每一种变化给出单一的解释，但我们认为，这一系列变化可能蕴含着一个内在的逻辑。我们猜测，这些变化的根源在于中国疫情好转的明朗化导致经济超预期修复，而经济的超预期修复引发了资本市场的一系列变动。关于这些变化，资产重估理论或许提供了一个一致性的解释框架。

简单概括，这些变动的逻辑如下：

6-7 月新冠疫情在中国多地的零星爆发得到明显的控制，大幅缓解了民众的恐慌，随后经济在多个维度出现了超预期的修复。

经济的超预期回升引发了资金需求的上升，在资金供给没有明显变化的背景下，这导致了信贷市场利率的上升。

信贷市场利率的上升与债券收益率的上升相对应，也导致了人民币汇率的升值。

股票市场则出现了明显的分化。由于信贷市场利率的上升，股市的估值承压。估值偏高的成长和价值版块有明显的调整压力，而和经济基本面更为相关的股票跌幅更少，这是因为基本面预期的改善形成了一定的对冲。

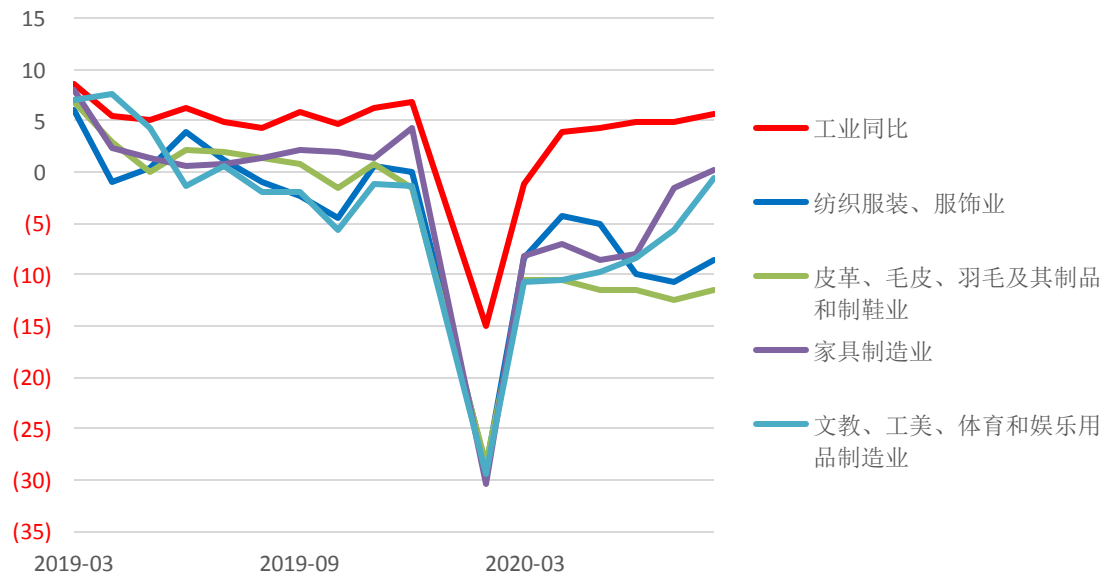
展望未来的秋冬季，如果疫情的明显好转得以延续，经济有望继续超预期回升，资本市场将沿着 8-9 月的路径继续演化。

一、8 月以来经济全面修复

9 月 15 日公布的经济数据显示，工业生产、固定资产投资、消费、出口等多个方面均明显回升，并且超出市场预期。这说明整体经济在全面修复。

在工业生产方面，工业增加值同比由 7 月的 4.8%显著回升至 5.6%，同比增速明显上升，已经高于 2019 年下半年的平均增速水平。第二产业的用电量同比增速高达 9.9%，明显高于疫情前水平。特别需要注意的是，多个在疫情期间受到显著负面影响并修复较慢的行业在 8 月均出现了增速的上升。文教、工美、体育和娱乐用品制造业增速已经接近疫情前水平。

图 1： 单位：%

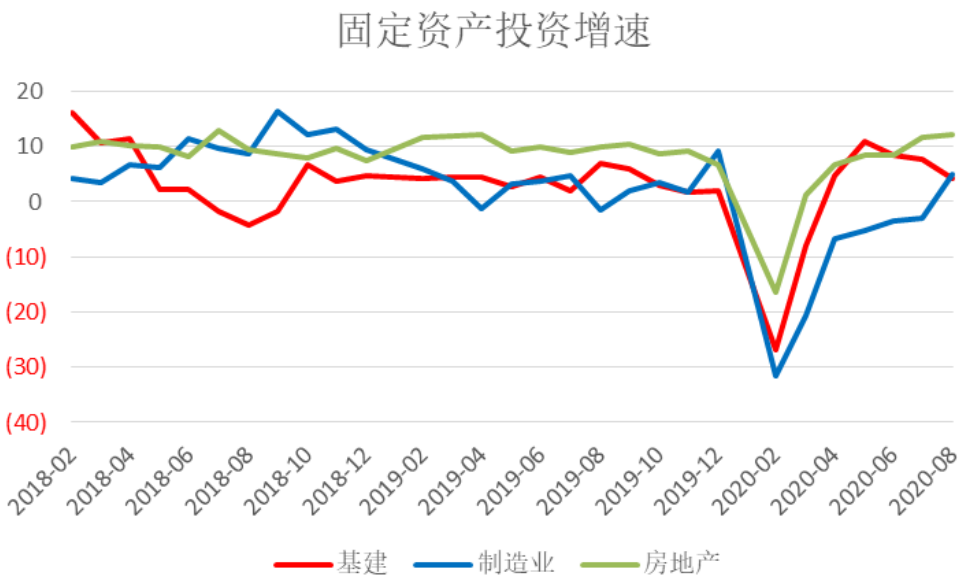


数据来源：Wind，安信证券

生产端的明显回升与需求端的显著改善也互相印证。

在固定资产投资方面，固定资产投资当月同比进一步回升至 9.3%，连续两月显著高于疫情前均值水平。分结构来观察，和基本面更为相关的制造业投资增速从 7 月的-3.1%大幅上升至 8 月的 5%，这有效对冲了基建投资的明显下降，使得整体投资的单月增速继续向上攀升。另外，民间投资增速由 7 月的 5.1%大幅上升至 8 月的 19.5%。这些指标均显示，经济自身的内生动力在 8 月明显走强。

图2： 单位：%

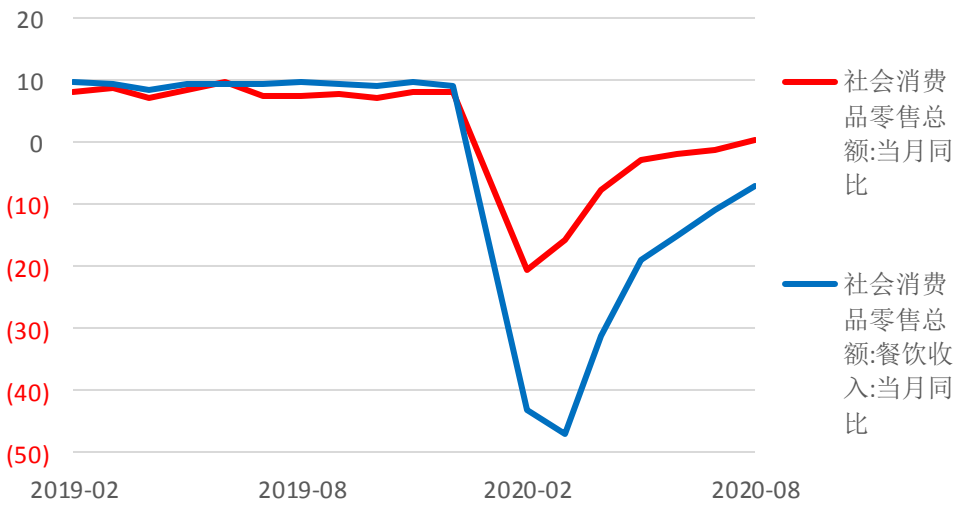


数据来源：Wind

在消费端方面，社会消费品零售总额当月同比也出现了加速修复。4 月以来，社会消费品零售总额增速一直在回升，但增速的变化（社会消费品零售总额的二阶导数）一直在放缓。然而，8 月的增速变化重新出现了上升。其中，限额以上企业的消费者零售总额同比增速上升至 4.4%，已经明显高于 2019 年下半年的均值水平。另外，8 月餐饮收入同比回升的速度并没有明显减弱。最新的高频数据进一步显示，9 月餐饮账单的同比增速已经恢复正增长。作为在疫情期间受损最

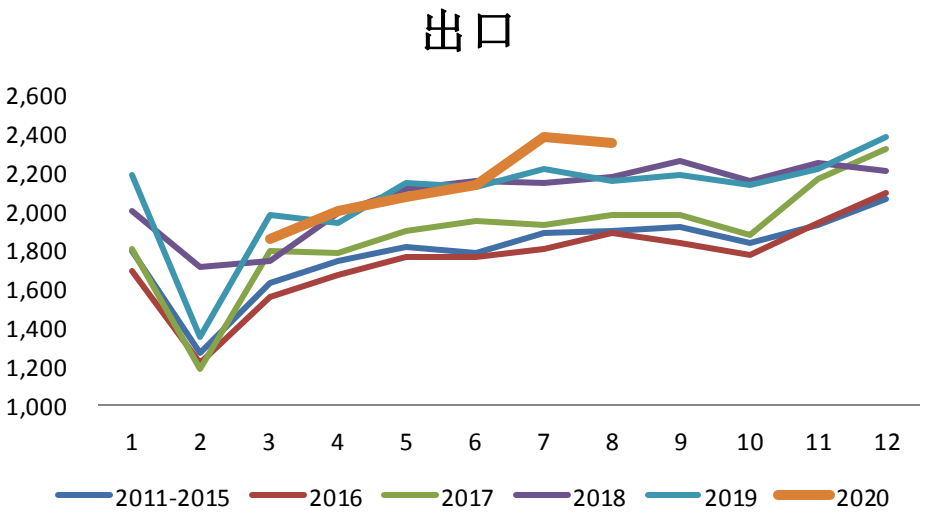
为严重的行业之一，餐饮行业已经恢复正增长，这可能说明许多服务业行业的修复是比较乐观的。

图3： 单位：%



数据来源：Wind

图4： 单位：亿美元



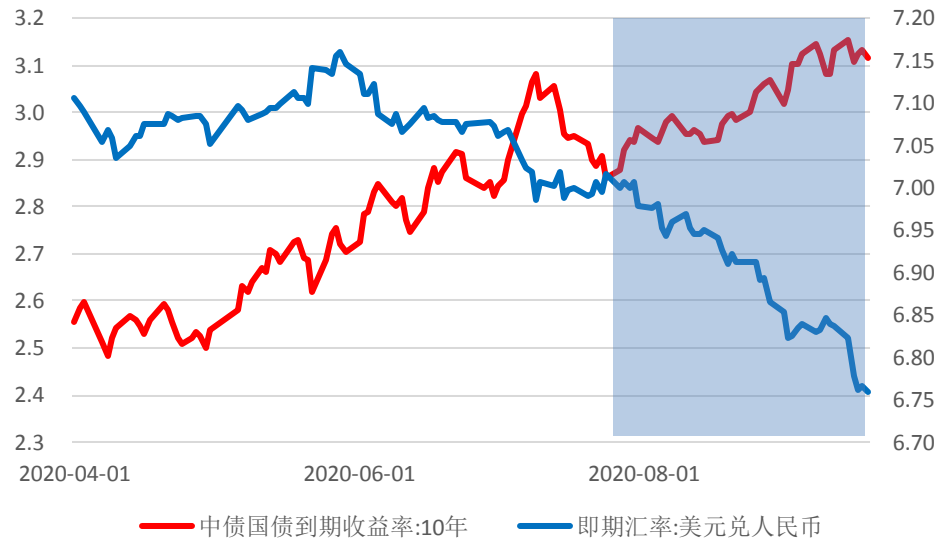
数据来源：Wind，安信证券

外需方面的表现与内需一样亮眼，8 月的出口同比进一步上升至 9.5%。随着海外疫情的逐步缓解，传统的外需，比如服装、玩具等消费品的出口增速还在进一步的上升。防疫物资的出口增速有所下降，但幅度不大；中国对海外的生产替代也有所减弱，但幅度并不大。综合来看，出口的较高增速或许在今年年内仍将持续。

二、在经济超预期回升下，资本市场发生了一系列的内生变化

从上述讨论可以看出，8 月以来，经济基本面出现了明显超预期的改善，这对资本市场产生了一系列的影响。

图 5： 单位：%，点



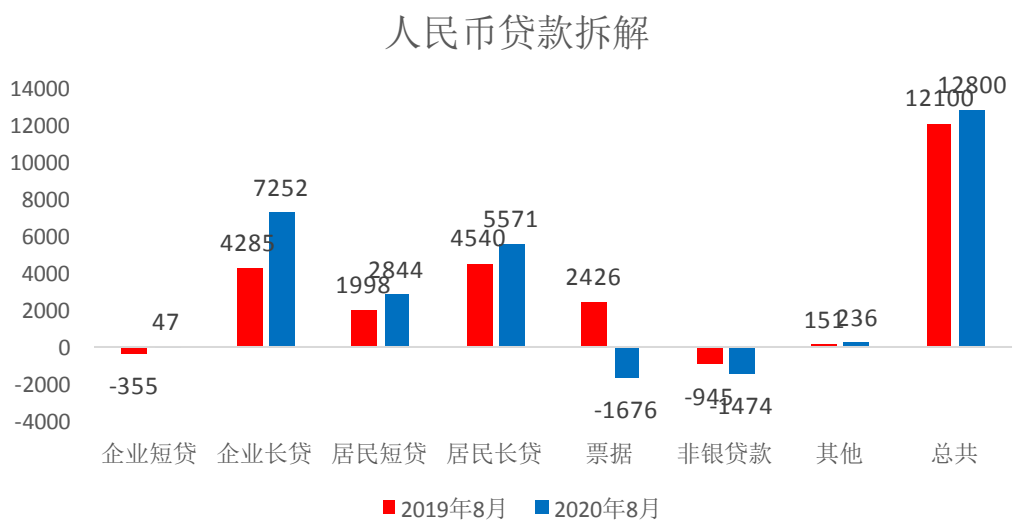
数据来源：Wind，安信证券

首先，经济的超预期回升引发了资金需求的上升，在资金供给没有明显变化的背景下，这导致了信贷市场利率的上升。尽管我们没有信贷市场利率的高频数

据，但债券市场利率和汇率的数据或许可以作为一个验证。8 月中下旬以来，债券市场收益率出现了明显的上升，而债券融资量还有所上升。汇率方面，美元指数自 8 月起一直维持着震荡的走势，但人民币却走出了单边升值的行情。人民币不仅对美元升值，还对欧元及其他的货币升值，人民币的 CFETS 指数从 8 月起一路上升。这与经济基本面回升导致国内信贷市场资金面变紧的逻辑是相一致的。

基本面回升导致资金需求上升的影响也在金融数据上有所反映。8 月的金融数据显示，8 月的人民币贷款总额相比 2019 年 8 月仅仅多增了 700 亿，但人民币贷款结构有较大的差异。中长期贷款同比多增 3998 亿元，而票据融资则同比少增了 4102 亿元。这可能表示，银行在总体贷款额度持平去年同期的情况下，主动压降了票据融资而优先保证了中长期贷款。这或许说明，实体端的资金需求在显著上升。

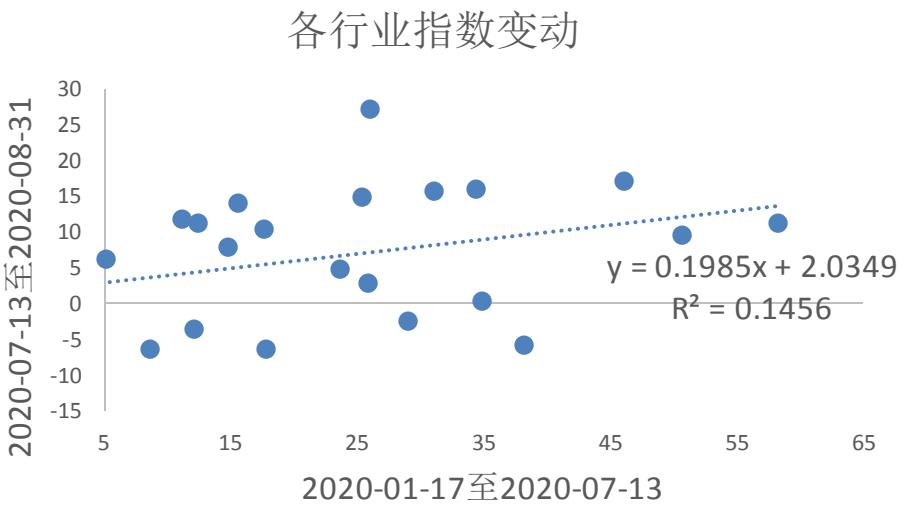
图6： 单位：亿元



数据来源：Wind，安信证券

股票市场的反应则要比债券市场和汇率市场更为复杂。一方面，经济基本面的回升带来盈利预期的改善，这对股市利好；但另一方面，信贷市场利率的上升对股市的估值不利。这使得股票市场产生了明显的结构性分化。对估值敏感的版块所受的负面影响更大，而与经济基本面更为相关的版块所受的负面影响更小。

图7： 单位：%



数据来源：Wind，安信证券

早在 7 月 13 日，股市指数的单边上涨行情就已经结束，随后进入了一个多月

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_2380