

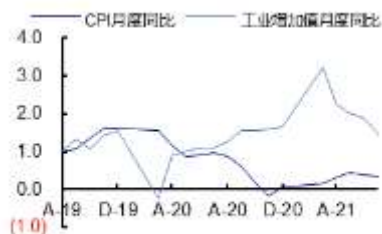
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观经济专题研究

2021 年 10 月 14 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	8.90
社零总额当月同比	2.50
出口当月同比	28.10
M2	8.30

相关研究报告：

《国信证券-宏观专题-从股债比价到 α 、 β 和 γ 》
——2021-09-29
《国信证券-宏观专题-国信货币条件指数介绍》
——2021-09-09
《国信证券-宏观专题-三问投资“圣杯”》
——2021-10-08
《国信证券-宏观经济专题：国内宽信用的潜力在哪里？》
——2021-09-10
《国信证券-宏观专题-大类资产“元素”周期表》
——2021-09-08

证券分析师：王开

电话：021-60933132
E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158
E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

宏观专题

摆脱资产配置中数据“陷阱”

● 工业增加值环、同比分歧时，资产价格代表市场对基本面认知

宏观数据同比和环比的走势分歧，多出现在同比数据基期效应占主导的情形下。参考历史上股、债、商在此特定阶段的平均回报，经济数据似乎跟着同比走。考虑到背离的持续性，我们选择了工业增加值同比、环比背离不小于两个月的两轮经验具体分析。在 2021 年 5~6 月，资产价格在交易经济基本面向好的特征，但是两年复合口径计算的工业增加值同比，却是连续两期逐期回落的。事后来看，同比回落主要是 4 月 6.8% 的高点造成的，整体看第二季度的两年同比数据相对 3 月 6.2% 的低点是明显走强的，此时北方四省局部地区新冠疫情已经消散，开年“小滞胀”的环境短期得到缓解，市场是在交易环比数据的逐期修正和二季度同比的整体向好。因此，并不适合通过历史平均的情况以偏概全，而是要结合具体案例，甚至定性把握基本面走势，来判断据同比还是环比对大类资产定价更为关键。

● 另类数据：移动趋势指数已失效，特定产业数据可以持续跟踪

新冠疫情期间，大数据手段汇总而来的另类数据常被用来识别宏观经济情况。以美国为例，在新冠疫情初期，谷歌移动趋势指数和美国 PMI 具有很好的对应关系，但后期逐渐失效。移动趋势指数能在数据“真空期”推测基本面也是短暂的无奈之举，算不上是发现了数据的“新大陆”，有两点是该指数没有考虑到：其一是居家办公带动了耐用品消费需求，其二是服务业在疫情过程中也被削减了产能，且后疫情时期较制造业更难恢复与填补。针对特定领域进行的大数据挖掘成效显著。如京东数科 JT²智管有方平台提供的另类数据，包含汽车、挖机、重卡、芯片和动力电池等指标，较传统的数据不仅具有发布时间的领先性，历史的拟合优度也都取得了较为理想的效果，可以作为传统指标的前瞻，投资交易中适合博取传统数据发布统计环节的“预期差”。

● 先行指数：静态复盘效果较强，动态实战需要谨慎使用

如果静态来观测宏观先行指数对工业增加值同比的复盘，可以发现领先 1-2 个月的相关性最为明显，历次工业增加值同比的大拐点前，先行指标的成功领先率高达 79%。而新一期宏观领先指数、一致指数在发布，会对之前的指数进行修正，有时修正后的数据甚至连拐点都会出现较初值的偏移，在投资实战中依照单纯的先行指数预测较容易出现误判。我们将首次发布的数据和工业增加值动态对比，发现投资实战中的提示效果会大打折扣。在针对未来三到六个月投资环节的基本面预测中，需要谨慎使用先行指数。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

一、同比和环比：资产为谁定价	4
二、另类数据：哪些是短暂的，哪些是持续的	6
1.谷歌移动趋势指数：特定时期的特殊用法.....	6
2.特定领域另类指数应用的可行性	7
三、关于先行指数：全样本的美好与实战的困境.....	8
国信证券投资评级	10
分析师承诺	10
风险提示	10
证券投资咨询业务的说明	10

图表目录

图 1: 2011~2014 工业增加值环比和同比出现背离的时点.....	4
图 2: 2015 年以来工业增加值同、环比背离案例.....	4
图 3: 2011 以来工业增加值环比走强、同比走弱的案例.....	5
图 4: 2011 以来工业增加值环比走弱、同比走强的案例.....	5
图 5: 谷歌移动趋势指数 (Google Trend Index) 和美国 PMI.....	7
图 6: 社交人员流动逆向滞后于新增确诊人数.....	7
图 7: 京东数科 JT 智管有方另类数据和传统数据的拟合优度.....	8
图 8: 宏观先行指数对工业增加值的静态领先性.....	9
图 9: 宏观经济景气先行指数平均领先工业增长 1 个月.....	9
图 10: 动态观测下先行指数初值和终值的有所区别.....	9
图 11: 实战中用先行指数来判断经济走势存在一定风险.....	9

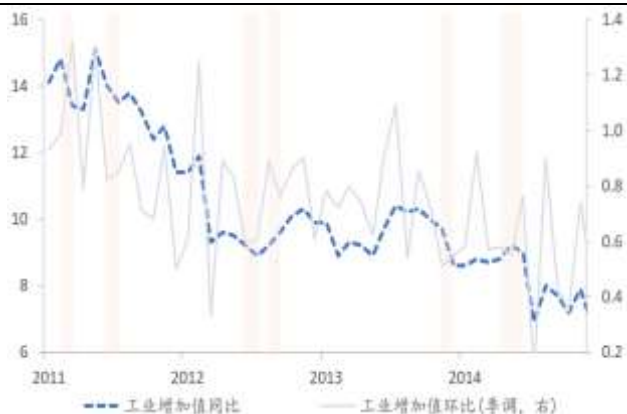
一、同比和环比：资产为谁定价

在宏观环境到资产定价中有时会出现这样一个问题，同一个数据的同比口径和环比口径指向出现背离。这就造成市场对宏观趋势、经济冷暖的判断莫衷一是，进而落实到资产配置环节难免犹豫难决。

宏观数据同比和环比的走势分歧，多出现在同比数据基数效应占主导的情形下。如工业增加值定基指数开始复苏，环比增速逐期走高（体现为环比增速的环比增量为正），但是同比增速受到前一年高基数的影响还在边际下滑（即同比增速的环比增量为负）。此时经济基本面的改善并没有对冲掉基数效应对同比的拖累，“打动”市场投资者对经济前景扭转为乐观，反之亦然。

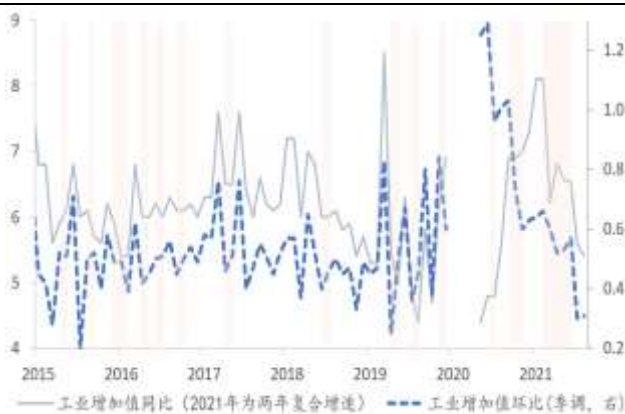
我们先定性加以辨别，下图 1~2 的橙色阴影部分是工业增加值的同比、环比指向分歧的时段。我们将过去 10 年间划分成两个时间段来看。第一阶段是 2011~2014 年，此区间增长数据还有波动，但工业增加值同比、环比出现背离的情形屈指可数；第二段是 2015 年以后，同比和环比背离的情形时有发生，但多数为一个月的时长，个别案例也仅持续了两个月。即便拿掉 2020 年前四个月的异常时段，可以发现今年上半年工业增加值走势也较为特殊：首先是同比数据受到基数影响在一季度高点后开始下滑，5~6 月季调后环比连续两个月边际走强；其次，二季度两年复合同比增速较 3 月 6.2% 的低点整体反弹，二季度环比相对于一季度下台阶，从 0.6~0.7% 降到了 0.5~0.6% 的区间。后疫情时期的数据口径指向分歧，造成了历史上最具代表性的基本面解读分割。

图 1：2011~2014 工业增加值环比和同比出现背离的时点



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。

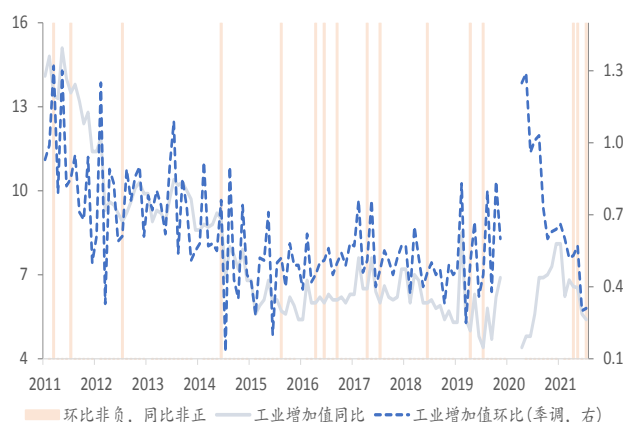
图 2：2015 年以来工业增加值同、环比背离案例



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理；注：2021 年工业增加值同比采用两年复合增长率。

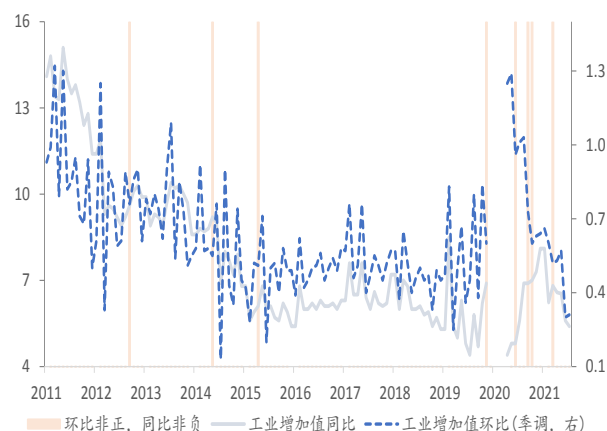
量化来看，图 3~4 橙色阴影部分，分别表示 2011 年以来工业增加值环比走强+同比走弱，以及环比走弱+同比走强的时点：

图 3：2011 以来工业增加值环比走强、同比走弱的案例



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。

图 4：2011 以来工业增加值环比走弱、同比走强的案例



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。

如果以股票指数、商品指数平均回报率，债券收益率平均变化幅度来衡量，则经济数据似乎跟着同比走：（1）在同比走强、环比走弱的情景下，上证综指和创业板指平均录得 3.00% 和 7.59% 的浮盈，十年期国债到期收益率上升 0.02bp，螺纹钢和南华工业指数各获得 1.43% 和 2.31% 的正回报。（2）在同比走弱、环比走强的时点，上证指数和创业板指平均录得 2.12% 和 1.67% 的回撤，南华工业指数和螺纹钢价格指数有 0.58% 和 0.23% 的轻微盈利，债券收益率平均下降了 1.71BP。

表 1：以收益率、回报率平均变动来衡量，资产价格更倾向同比口径

阶段	解释	上证	创业板	国债	南华工业	螺纹钢
环比非负，同比非正	环比走强，同比走弱	-2.12%	-1.67%	-1.71BP	0.58%	0.23%
环比非正，同比非负	同比走强，环比走弱	3.00%	7.59%	0.02BP	2.31%	1.43%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。注：2021 年选取工增同比口径为两年复合。

考虑到背离的持续性，我们选择了工业增加值同比、环比背离不小于两个月的两轮经验具体分析：第一次是在 2020 年的 11~12 月，此时环比走弱、同比走强的局面持续了两个月。此阶段债券收益率上行、上证指数录得正回报，创业板指数先盈后亏，南华工业指数扭亏为盈，螺纹钢价格持续回升。第二次则是 2021 年 4 月环比走弱、两年复合口径下同比走强，5~6 月则扭转为两年复合同比走弱、环比走强的局面。对应的资产价格表现为债券收益率下滑、南华工业指数走强、创业板指数和上证综指录得正回报。在 2021 年 5~6 月，资产价格在交易经济基本面向好的特征，但是两年复合口径计算的工业增加值同比却是连续两期逐期回落的。事后来，同比回落主要是 4 月 6.8% 的高点造成的，整体看二季度的两年同比数据相对 3 月 6.2% 的低点是明显走强的，此时北方四省局部地区新冠疫情已经消散，开年“小滞胀”的环境短期得到缓解，市场是在交易环比数据的逐期修正和二季度同比的整体向好。即 4 月两年复合 6.8% 的同比增长率被市场视为噪声，并没有影响二季度经济较一季度复苏的一致认知，同比和环比的指向分歧只是基数效应带来的“障眼法”。因此，并不适合通过历史平均的情况以偏概全，而是要结合具体案例，甚至模糊地把握基本面走势，来判断据同比还是环比对大类资产定价更为关键。

表 2: 工业增加值同比、环比两次方向背离时各类资产的走势

时间	工业增加值同比	工业增加值环比(季调)	环/同比组合	PMI	PMI 环比增量	上证	创业板	国债收益率	南华工业	螺纹钢
2021-06	6.54	0.57	环比强, 同比弱	50.9%	-0.1%	1.91%	6.08%	-2.09BP	0.52%	-9.32%
2021-05	6.58	0.53	环比强, 同比弱	51.0%	-0.1%	1.61%	7.15%	-6.84BP	5.25%	9.90%
2021-04	6.81	0.52	环比弱, 同比强	51.1%	-0.8%	0.31%	4.72%	-5.00BP	2.44%	7.63%
2020-11	7.00	0.60	环比弱, 同比强	52.1%	0.7%	1.32%	-0.19%	6.24BP	2.62%	6.71%
2020-10	6.90	0.73	环比弱, 同比强	51.4%	-0.1%	0.39%	3.80%	8.00BP	-0.11%	0.35%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。注: 2021 年工业增加值同比数据采用两年复合增长率。

二、另类数据: 哪些是短暂的, 哪些是持续的

1. 谷歌移动趋势指数: 特定时期的特殊用法

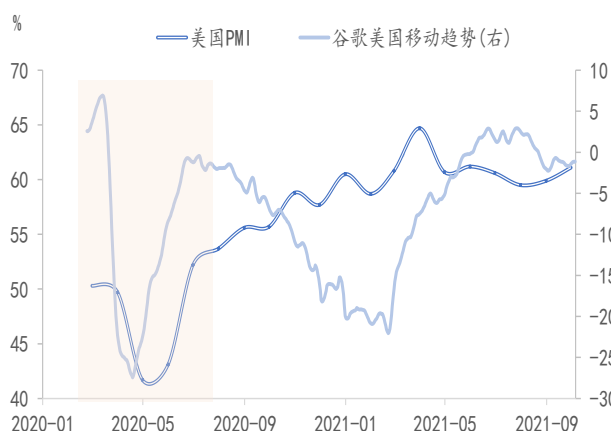
新冠疫情期间, 大数据手段汇总而来的另类数据常被用来识别宏观经济情况。另类数据在疫情阻隔数据统计环节、传统的生产与销售指标断档的“真空期”出了一份力, 但是随着各项实体数据重新发布、全球步入后疫情时代, 部分另类数据也开始跌下神坛。如 Our Words in Data 提供的谷歌移动趋势指数, 根据谷歌地图等使用者行程的分析, 对零售和娱乐场所、杂货店和药房、公园、交通枢纽、工作职场等场所的跟踪, 来刻画疫情封锁下人员流动性和社交距离等。本文计算的移动趋势指数为上述特定场所 (不包含住宅) 分项指数的均值, 并采用 7 天平均来平滑工作日和休息日造成的数据波动。

以美国为例, 在新冠疫情初期 (2020 年 2 月-7 月), 谷歌移动趋势指数和美国 PMI 具有很好的对应关系, 但后期逐渐失效。

(1) 移动趋势指数能在数据“真空期”推测基本面也是短暂的无奈之举, 算不上是发现了数据的“新大陆”。这种可行性源于社交人员流动是滞后于新冠肺炎病况的, 且与新增确诊人数互逆。但是在美国也有过例外, 如 5 22 美国警察暴力执法事件 (“弗洛依德”事件) 后抗议活动导致的人员聚集, 在新冠肺炎还广泛传播的情况下逆势助推了谷歌移动指数, 事件型的影响对指数外生冲击明显。

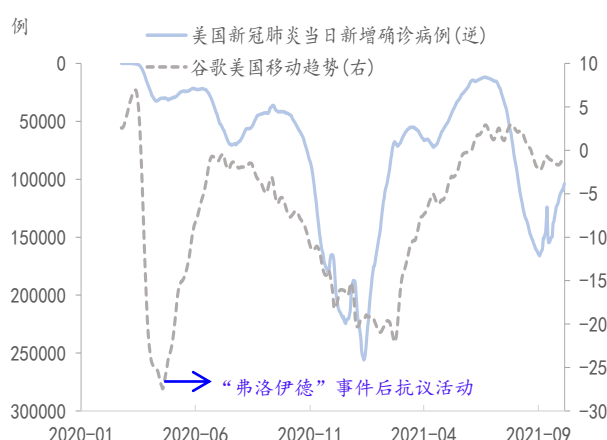
(2) 即便排除掉美国逆势活动的案例, 移动趋势指数代表疫情封锁社交的程度, 但有两点是没有考虑到的: 其一是居家办公, ZOOM 等线上会议平台为远程办公创造了条件, 部分工种可以顺利展开, 甚至一度节约了场地和出行成本, 同时居家办公者对办公环境的诉求, 也带动了美国办公桌、电脑椅等耐用品消费、家庭装修的兴起。因此, 2020 年 8 月后虽然疫情导致美国社交距离隔阂, 但无碍经济的复苏与 PMI 的回升。其二则是服务业, 在疫情期间我们见到了太多的海外百年咖啡店、著名连锁店的永久关停, 即便疫情减缓后开放社交场所, 酒店和餐饮、旅游行业的“产能”已经受挫, 在今年 5 月美国疫情高峰过后, 虽然社会活动趋势在扩张但是经济还是在下滑的, 服务消费供给有限、前期耐用品的逻辑已经不足以支撑经济, 耐用品消费是 2020 年的“一锤子买卖”——一个家庭不会因为居家办公连续两年购置新的办公桌。上述原因就导致了社交距离、活动趋势这种另类数据的失效。

图 5: 谷歌移动趋势指数(Google Trend Index)和美国 PMI



资料来源: Our Worlds in Data、Wind、国信证券经济研究所整理。

图 6: 社交人员流动逆向滞后于新增确诊人数



资料来源: Our Worlds in Data、Wind、国信证券经济研究所整理。

2.特定领域另类指数应用的可行性

并非所有的另类指数都是短期适用的，针对特定领域进行的大数据挖掘成效显著。如京东数科JT智管有方平台提供的另类数据，包含汽车、挖机、重卡、芯片和动力电池等指标，较传统的数据不仅具有发布时间的领先性，历史的拟合优度也都取得了较为理想的效果，可以作为传统指标的前瞻，投资交易中适合博取传统数据发布统计环节的“预期差”。

表 3: 京东数科 JT 智管有方的另类指数和传统数据的对比

另类指数	指数发布时间	对应宏观数据	宏观指数发布时间	宏观指数发布来源
乘用车指数(PVMAI)	次月 4 日	乘用车产/销量	次月中旬	中国汽车工业协会
挖掘机指数 (EMAI)	次月 4 日	挖掘机产/销量	销量次月 9 日，产量次月 21 日	国统局、Wind 行业数据
重卡指数 (HTMAI)	次月 4 日	重卡产销量	次月中旬	中国汽车工业协会
芯片指数 (ICMAI)	次月 4 日	集成电路产量	次月中旬 (对比工业增加值)	国家统计局
动力电池指数(PBMAI)	次月 4 日	动力电池产量	次月中旬	中国汽车工业协会

资料来源: JT 智管有方，Wind，国信证券经济研究所整理。

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_27803

