

# 旬度经济观察

——全球经济修复，“Risk On”模式开启

韦志超<sup>1</sup> 袁方(联系人)<sup>2</sup>

2020年06月10日

## 内容提要

中国经济的进一步修复最终导致了货币政策的边际收紧，债市延续调整，成长类风格的股票也受波及。但实体经济的持续修复，使得股票和商品市场的整体走势依然较强。

我们猜测，5-6月的经济上冲尽管在未来会回落，但在短期难以证伪，需要密切跟踪经济数据，进而捕捉相关的波段性机会。

欧美经济重启修复的趋势开始明朗，全球资本市场呈现“Risk On”模式。若全球经济修复延续，美债收益率有较大上行风险。

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

尽管受到中美关系的扰动，但全球包括中国资本市场在近期均呈现了典型的“Risk On”模式，其主要支撑是经济基本面的修复。经济修复节奏的不同，导致中国和海外市场的资本市场走势有一定的区别。

中国经济修复趋势的进一步确认，最终导致货币政策在边际上收紧，引发债市较为明显的调整，并拖累与资金面更为相关的成长类股票。但实体经济的持续修复，使得股票和商品市场的整体走势依然较强。

5月以来，欧美经济向上修复的趋势日益明朗，全球资本市场呈现“Risk On”模式；但由于欧美经济处在修复初期，债市的调整幅度相对更弱，节奏相对更慢。

## 一、中国经济的进一步修复最终导致了货币政策的边际收紧

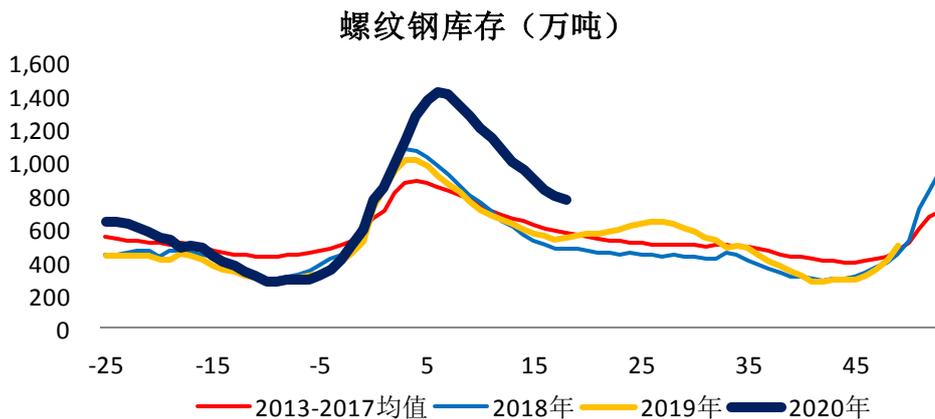
自疫情逐步缓和后，中国经济的修复从2月底开始一直在持续。3-4月，随着各项经济指标的好转，市场对经济修复的大逻辑达成了共识，但分歧在于5月以后经济的修复程度。市场有两个焦点：（1）2-4月受疫情压制的经济活动在未来的修复程度有多大？（2）外需的拖累有多大？5月以来的经济数据显示，经济的修复程度要好于市场的中性预期。

图1: 单位: 点



数据来源: Wind

图2: 单位: 万吨



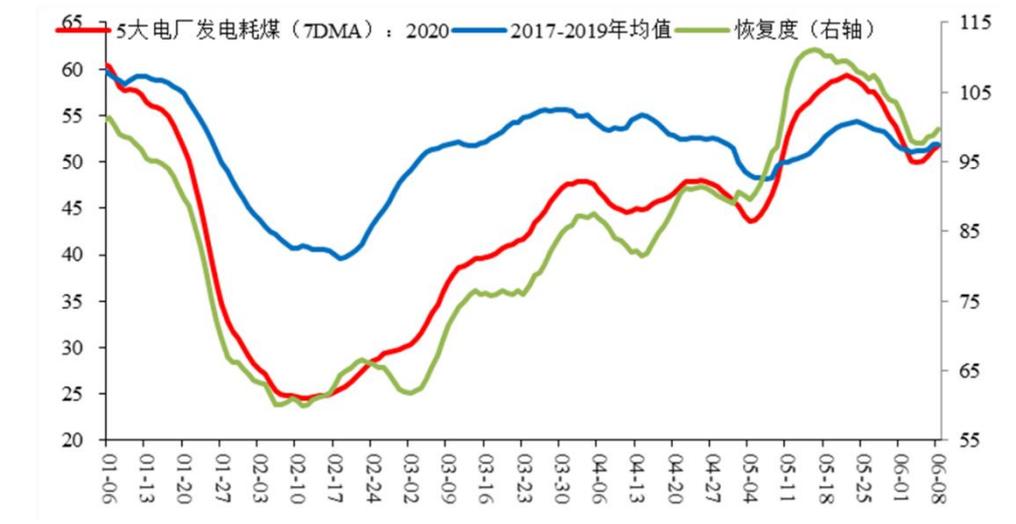
数据来源: Wind

自5月以来, 各种工业商品价格指数均单边上行, 南华金属指数特别是黑色系价格甚至超过了疫情前的水平。螺纹钢库存的快速去化和螺纹钢价格的大幅上升同时发生, 表明基建和房地产的需求较为强劲。各种工业商品价格的全面上升, 可能说明经济的修复是更为全面的, 并不仅限于基建和房地产。

5月以来, 日均发电耗煤量的同比增速转为正值。根据发改委披露的数据, 5月份前20天的发电量同比增速为5.2%, 不但大幅高于4月的0.3%, 也明显高于

2019 年下半年的增速水平。这可能说明，5-6 月的经济数据可能阶段性冲高，主要是对 2-4 月经济活动受抑制的回补。

图3： 单位：万吨，%



数据来源：Wind

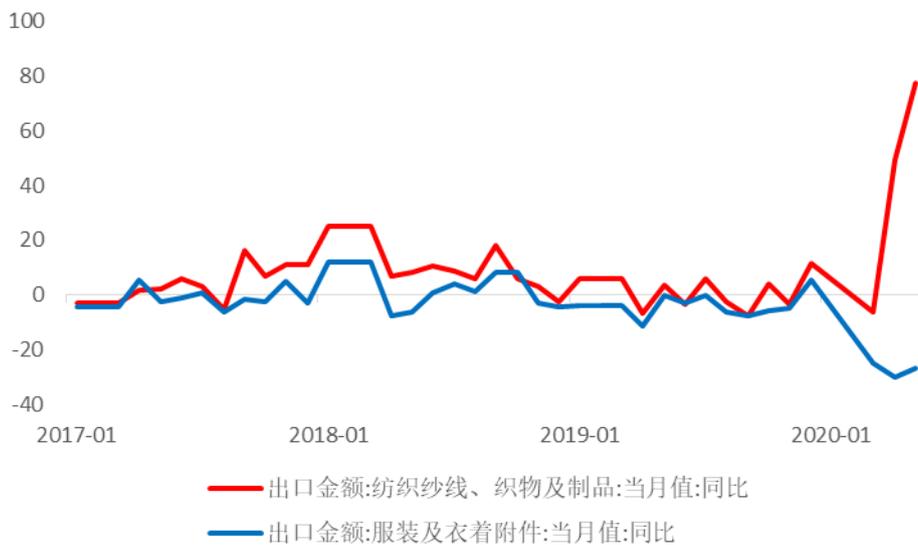
另一方面，4-5 月的出口增速也相对较强。由于本次疫情对全球经济的短期冲击程度要明显大于 2008-2009 年金融危机时期，市场普遍认为中国出口增速的下跌幅度可能要大于，至少接近于金融危机时的 30-40%，但 4-5 月的出口增速均值为 0 附近，明显好于预期。

我们猜测，除了出口订单的延期交付外，支撑 4-5 月出口的主要因素是防疫物资的大幅增长以及中国对疫情受损国的生产替代。

PIIE 的研究显示，在疫情爆发前，中国出口的防疫物资占全球进口量的 43%。疫情爆发后，中国的防疫物资出口显著上升。历史数据显示，由于性质相近，服装和纺织品的出口增速趋势基本同步。然而，受疫情影响，服装的出口增速大幅下跌至-30%左右，而与防疫物资相关的纺织品的 5 月出口增速则高达 77%。

海关总署在5月17日发布了《三月份以来我国出口防疫物资1344亿元》的新闻稿，其中提到，“4月份以来，我国出口防疫物资呈明显增长态势，日均出口金额从4月初的约10亿元，到近期的35亿元以上。”按照这个数字估算，5月防疫物资对出口的拉动大概在9-10%左右。

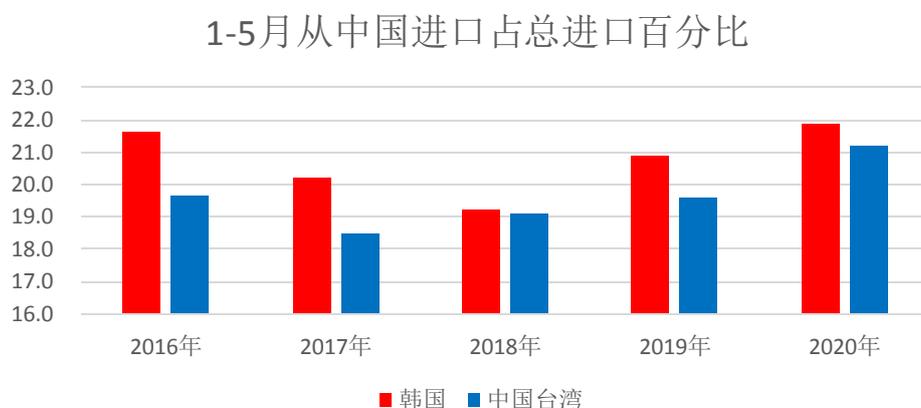
图4: 单位: %



数据来源: Wind.

其次，受疫情的影响，许多国家的生产在3-5月受到扰动，这与中国2月的情形类似。这或许导致了我国对疫情受损国形成了生产替代，从而对我国的出口形成支撑。目前已经公布的几个国家和地区5月份的外贸数据显示，这些国家和地区1-5月从中国进口的占比均明显高于往年。

图5: 单位: %



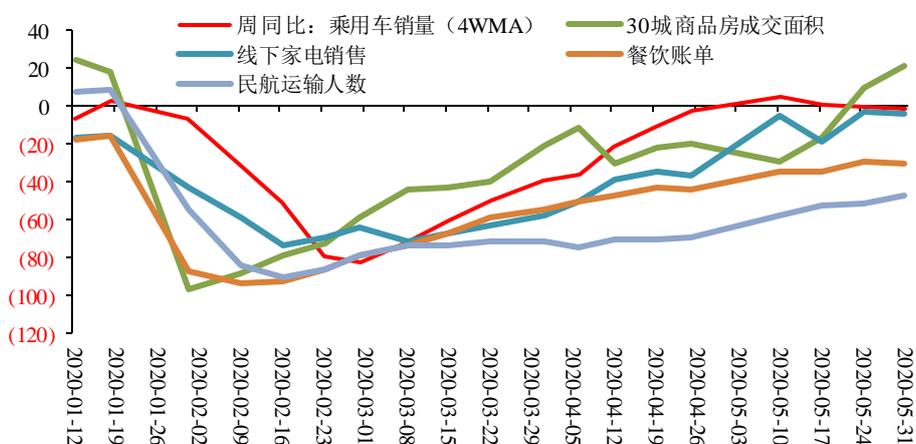
数据来源: Wind, 安信证券

从历史数据上观察, 新出口订单指数领先于出口同比; 因此, 未来出口增速可能依然疲弱。但基于以上几个支撑因素分析, 整体出口增速仍要好于之前的市场预期。

消费数据的高频指标也与经济修复的大趋势相一致。房地产、汽车和家电等耐用品消费的同比增速已经在 4 月底左右恢复到疫情前水平, 餐饮和民航客运人数的修复节奏较慢, 但仍在继续上行。

综合经济各方面的情况观察, 经济修复进展良好, 总体超出市场的中性预期。

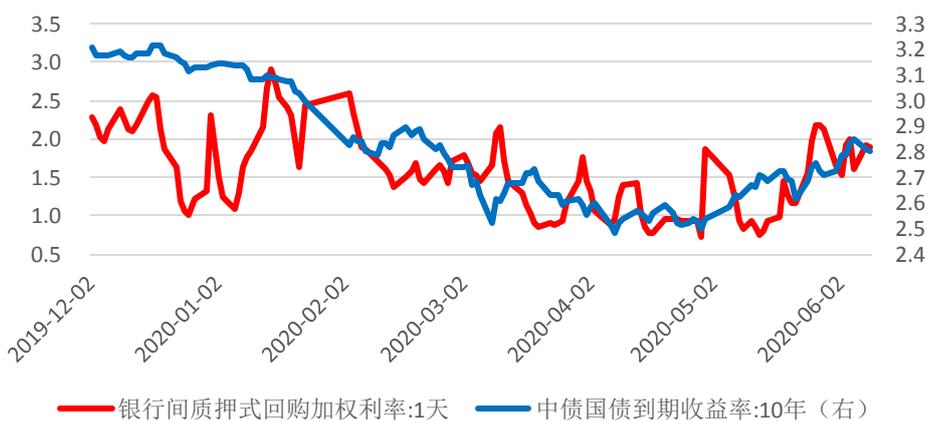
图6: 单位: %



数据来源: Wind, 安信证券

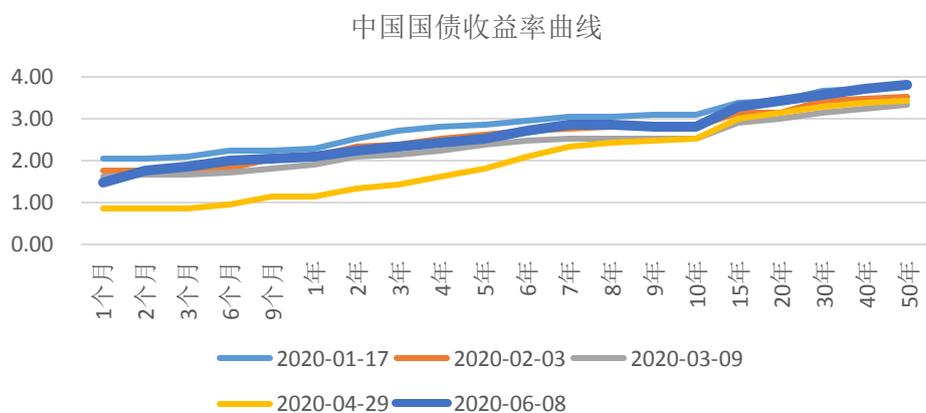
在经济修复进展良好的背景下，货币政策出现了较为明显的调整。银行间回购利率自5月初起持续上行，其中隔夜回购的上行幅度高达90BP左右。这导致了债券收益率的整体上行，其中短端的影响幅度明显更大，呈现出“熊平”的走势。

图7: 单位: %



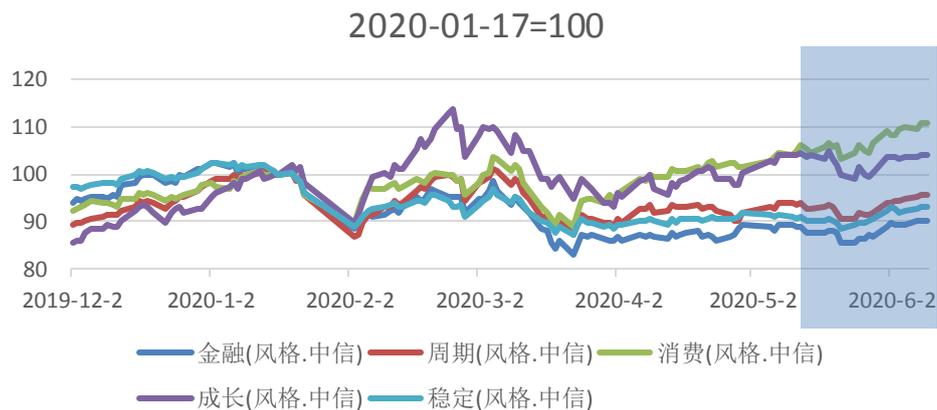
数据来源: Wind, 安信证券

图8: 单位: %



数据来源: Wind, 安信证券

图9: 单位: 点



数据来源: Wind, 安信证券

资金面的收紧也明显对股票市场造成了影响。5月下旬以来, 成长类风格的

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\\_4590](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4590)

