

旬度经济观察

——商品出现反弹，股市转入调整

高善文¹ 郭雪松²

2017年11月29日

内容提要

受中国环保限产加码和全球景气持续提升等因素影响，商品价格止跌回升，流通领域生产资料价格也在中旬出现反弹，这一趋势值得注意，并可能在短期内改善周期板块的基本面。

观察限产板块和非限产板块的工业数据，其增速走势继续分化，显示外部环境的改善增强了经济的韧性，并大致对冲了限产和内需减速的影响。

随着对前期领涨板块估值透支的争论，股票市场转入调整，但观察全球权益市场的趋势和经济基本面数据，这似乎是阶段性的修正，而非新趋势的开始。

10月份以来债券收益率再次大幅度上升引发关注，我们倾向于认为去杠杆背景下资金在债券和股票之间的重新配置可能是其中的关键因素之一，随着股票市场转入调整，这一配置因素可能进入尾声。

风险提示：（1）全球经济恢复的持续性；（2）地缘政治风险

1 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

2 高级宏观分析师，guoxs@essence.com.cn，S1450516080005，010-66581533

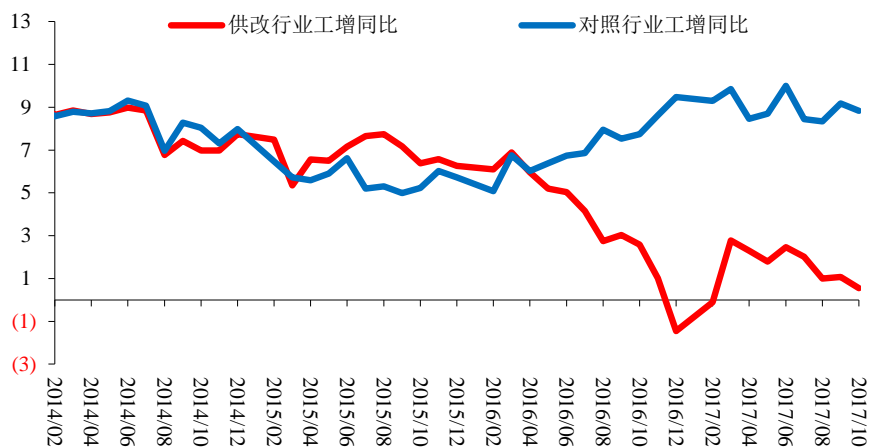
一、经济总体保持韧性

冬季限产等供给侧改革和环保政策继续对工业品生产形成制约。从 10 月数据来看，供改组行业和对照组行业工业生产增速差继续扩大。11 月以来，南华工业品期货价格逐步反弹，螺纹钢库存明显下降，水泥价格继续大幅提升可能都与此有关。

反映不受供给侧改革等限产政策影响的对照组工业增加值增速仍然稳定在较高水平，显示尽管国内房地产市场走弱，但全球经济的恢复继续对国内经济提供支持，并大致对冲了限产和内需减速的影响。

11 月全球主要经济体 PMI 数据继续提振，或许继续支持短期国内经济增长的稳定。

图1：供改组 vs 对照组行业工业增加值增速，%



数据来源：Wind，安信证券

房地产市场销售高频数据显示，近期 30 大中城市商品房成交面积大体稳定，销售面积的绝对水平已经回落到 2014 年的平台上。考虑到去年 11 月在各项房地产调控政策的打压下，房地产销售面积快速回落。从同比增速来看，在基数的影

响下，11月30城市房地产销售增速开始回升。全国范围内，房地产销售面积的同比增速也可能有所反弹。

图2：30大中城市商品房成交面积，万平方米

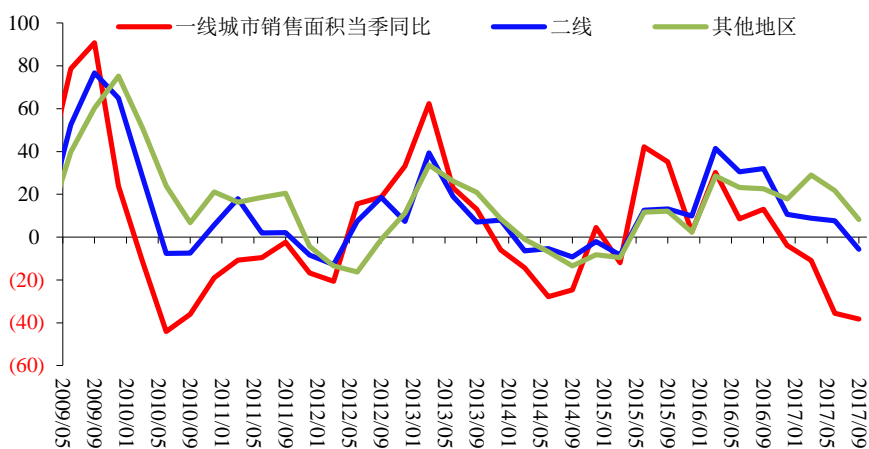


数据来源：Wind，安信证券

此前的房地产价格上涨在不同城市之间表现出巨大分化，反映了不同城市的存货去化速度的显著差异。去年下半年以来的销售增速周期性回落在一二三线城市中也并不同步发生，三四线城市房地产市场开始调整的时间明显晚于一二线城市。

目前一线城市房地产销售增速或许已经率先调整到位，但由于二三线城市调整开始的时间较晚，目前仍然处在短周期下行之中，这使得全国房地产市场到明年上半年仍然处在销售和新开工增速回落的过程中，并继续对短期经济增长形成一定制约。

图3：一二三线城市商品房销售同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

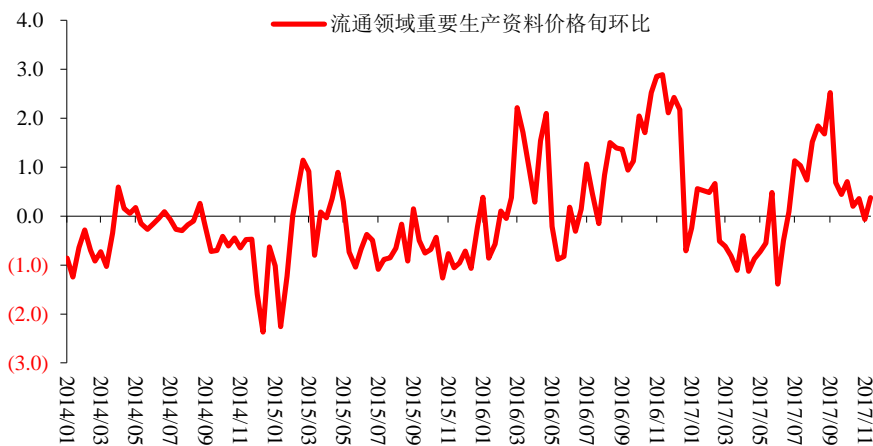
二、工业品价格反弹，改善周期板块基本面

期货市场上，11月中旬以来南华工业品期货指数继续反弹。分类看，南华能化、金属指数反弹，农产品、贵金属指数持平。

国内冬季限产等政策影响下，钢厂高炉开工率大幅降至 63%。对生产的限制继续支持工业品价格。海外经济景气持续提升，高盛商品指数创出新高。

中旬，流通领域重要生产资料价格环比 0.38%，比上旬回升 0.4 个百分点。

图4：流通领域重要生产资料价格环比，%



数据来源：Wind，安信证券

图5：高盛商品指数



数据来源：Wind，安信证券

考虑全球工业生产的恢复，和国内供给侧限产等政策的支持，流通领域生产资料价格的恢复是否会延续一段时间，并在短期内改善周期板块的基本面，值得注意。

CPI 方面，11 月上中旬统计局旬度食品价格显示，蔬菜价格环比大幅回落，干鲜瓜果价格也有走弱，预计 11 月 CPI 同比增速可能稍有下降。

三、债券收益率接近短期顶部

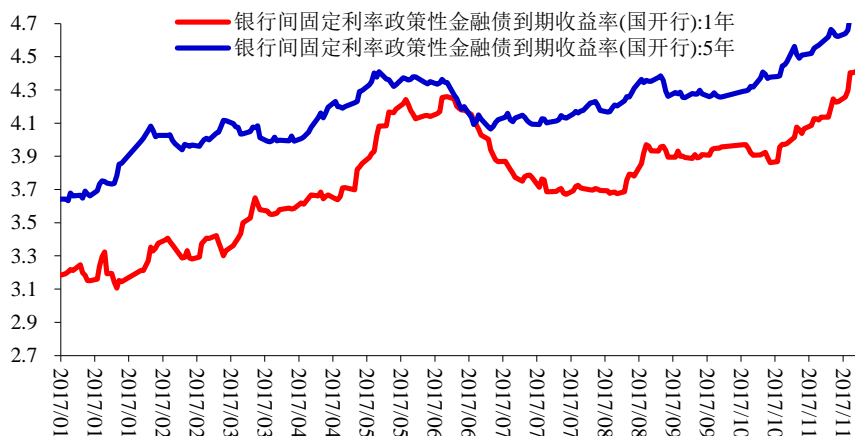
11 月，银行间回购利率逐步上行。中旬以来，短端、长端债券收益率继续提升。国开债收益率还受到国开行以短换长操作的影响，1 年期国开债收益率上行幅度更大，期限利差有所收窄。

过去一段时间，广义社融增速保持稳定，M2 增速继续回落，两者之间裂口扩大反映了债券市场资金的紧张。也表明在经济稳定的背景下，金融去杠杆力量的加强，是债券调整的基本面因素。微观交易上来看，资金在债券和股票之间的重新配置可能放大了基本面因素，或许也是此前一段时间股债走势分化的原因。

以此观察，要么金融去杠杆出现缓和，要么实体经济融资需求出现松动，是债券市场明显恢复的条件。这两个条件都需要实体经济增长出现比较明显的下滑。今年以来，市场普遍预期房地产市场走弱，将对经济增长和融资需求造成负面影响。但从过去一段时间实体经济的细项数据来看，全球经济的超预期同步恢复对国内经济提供了明显的支持。在海外经济仍然强势的背景下，短期国内经济增长稳定，债券收益率可能仍然维持高位震荡的格局。

在交易层面，随着股票市场的调整出现，企业盈利增长放缓，资金弃债向股的配置转移减弱，债券收益率或许已经接近震荡格局的顶部。

图6：国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

四、海外经济仍然强劲

11月，发达经济体PMI数据继续提振，显示海外主要国家经济仍然强劲。美国11月Markit PMI初值录得53.8；欧元区制造业PMI初值录得60.0，德国、法国PMI继续提升；日本PMI录得53.8，比上月提升1个百分点。

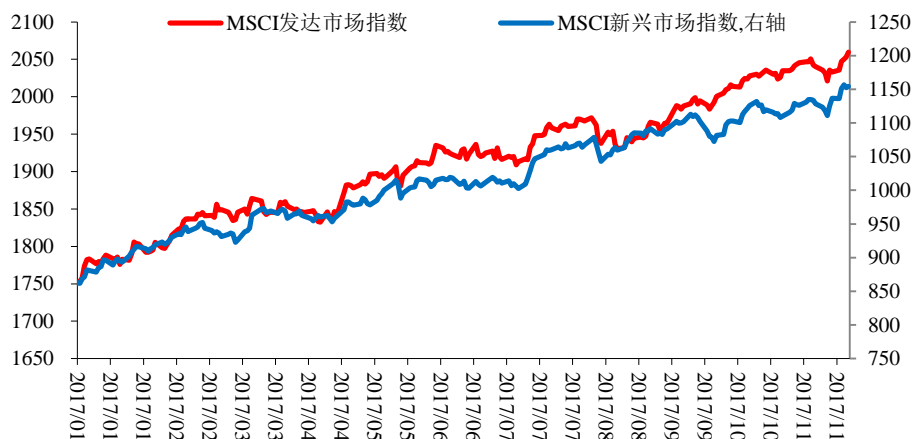
其中，德国11月PMI初值62.5，是仅次于2011年2月的第二高水平；生产分项从60.2上升到62.9，是过去6年多的最高水平。观察德国GDP细项数据，

本轮德国经济恢复更多受到国内需求的支持，表现为内需的增速明显强于外需的增长。今年以来，欧洲经济的超预期回升并不局限在少数的国家中。例如，3 季度欧洲经济强劲增长，德国、西班牙和奥地利三国 GDP 环比增速分别为 0.8%、0.8%和 0.6%，而法国和意大利 GDP 环比增长也有 0.5%。欧元区经济表现出过去十多年来罕见的同步和平衡状态。

全球经济仍然在持续扩张，进一步考虑到通胀的低迷，货币政策大幅紧缩打断经济恢复的概率仍然较小。11 月美国联邦公开市场委员会会议纪要，继续讨论了通胀的低迷是否将是持久性的，一些委员担心通胀预期的下降会使得通货膨胀更难回到 2%的水平。

金融市场方面，全球经济恢复和通胀低迷继续支持权益市场表现，发达经济体和新兴经济体股票市场创出新高。债券市场上，中旬以来美国 2 年期国债收益率继续提升，10 年期国债收益率大体持平。欧元区经济强劲，欧元兑美元汇率走强，美元指数回落至 93 左右，市场继续关注美国税改方案的投票。商品市场上，中旬以来能源和工业金属价格走强，推动高盛商品指数创出新高。

图7：发达和新兴市场股票指数



数据来源：Bloomberg，安信证券

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

姚学康，高级宏观分析师，北京大学经济学学士、经济学硕士。2011年7月加盟安信证券研究中心。

郭雪松，高级宏观分析师，上海交通大学学士，清华大学 MBA，曾在国家统计局工作5年，2014年7月加入安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、姚学康、郭雪松分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼
邮编: 200122

北京

北京市西城区阜成门北大街 2 号国投金融大厦 15 层
邮编: 100034