



2021年8月16日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

联系人: 杨谱

• 从业资格编号 F3078457

邮箱: pu.yang1@yintech.cn

经济进入偏滞胀的类衰退期，注重防御

——1-7月经济数据点评

内容提要

1) 1-7月固定资产投资同比 10.3%，预期 11.4%，前值 12.6%；2) 7月社会消费品零售总额同比 8.5%，预期 11.6%，前值 12.1%；3) 7月规模以上工业增加值同比 6.4%，预期 7.9%，前值 8.3%。

1、市场对消费、投资和工业增加值同比增速较前值下降已有预期，不及市场预期的是两年平均增速由 6 月的加速转为放缓，我国经济增长由趋势复苏转为衰退。我国经济增长的结构分化明显，消费仍疲软，工业品价格保持高位，中小企业成本端上升很快，出口承压，我国货币政策料将维持宽松，政策倾向于提振内需，支持中小企业生产经营。

2、7月经济增长不及预期，预计 8-12 月，我国财政政策和货币政策维持宽松，但难大幅宽松：一方面，我国生产端价格维持高位，消费端价格同比大概率趋势较快攀升，我国货币政策宽松空间有限，不会搞大水漫灌；另一方面，我国价格位于高位主因供给不足所致，因此刺激需求为主的财政政策效果有限，叠加去年以来财政赤字快速攀升使财政支出压力增加，我国财政政策料保持平稳。

3、8-9 月，国外货币宽松政策料将延续，国内政策将维持较宽松，北向资金料将以净流入为主，资产价格上升的概率较大，前期滞涨的消费和金融股指大概率补涨，资产配置建议：股票>商品；10-11 月，国外货币政策逐渐收紧，美国可能实施 Taper，国内政策维持宽松但边际收敛，北向资金净流入的可能性大，资产价格回调的压力加大，具有防御属性的，如消费股指或更受市场偏好，疫情快速蔓延或压制商品供给端，资产配置建议：商品>股票；12 月，通胀压力减小，国内政策料将边际宽松，资产价格上升的概率较大，弹性较大且符合国家战略布局方向对成长股或更受市场偏好，资产配置建议：股票>商品。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数大幅走强

一、事件

2021 年 8 月 16 日国家统计局发布 2021 年 1-7 月中国宏观经济数据：（1）1-7 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 10.3%；比 2019 年 1-7 月份增长 8.7%，两年平均增长 4.3%，低于前值的 4.4%。（2）7 月，社会消费品零售总额同比增长 8.5%；比 2019 年 7 月份增长 7.2%，两年平均增速为 3.6%，低于前值对 4.9%。1-7 月，同比增长 20.7%，两年平均增速为 4.3%，低于前值的 4.4%。（3）7 月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.4%，比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%，低于前值对 6.5%。1-7 月，规模以上工业增加值同比增长 14.4%，两年平均增长 6.7%，低于前值对 7.0%。

二、点评

1、宏观经济环境判断

就 8-12 月，我们认为：

1、市场对消费、投资和工业增加值同比增速较前值下降已有预期，不及市场预期的是两年平均增速由 6 月的加速转为放缓，我国经济增长由趋势复苏转为衰退。

2、我国实体经济杠杆率高位回落，系统性风险有所减小，生产端价格快速上升，输入型通胀持续，将使得我国消费端通胀走高。

3、我国经济增长的结构分化明显，消费仍疲软，工业品价格保持高位，中小企业成本端上升很快，出口承压，我国货币政策料将维持宽松，政策倾向于提振内需，支持中小企业生产经营。

4、经济“美强中稳”，美元指数大概率走强，人民币汇率趋势贬值的可能性大，外资净流入的速度或降低甚至转为净流出。

5、房地产：2021 年，因房地产政策定调“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，严防消费贷和经营贷违规流入房地产、房地产信托资金受限和房地

产市场严监管，各地楼市调控持续“井喷”，当前“打补丁、堵漏洞”已成为房地产调控主要方向，下半年房地产市场调控继续从严取向，房地产投资增速预计趋势平稳放缓，对经济的拉动有限。

6、基建：基建投资是逆周期调节的重要手段，在经济增速较快速回升逐渐趋稳阶段，基建投资增速斜率逐渐由正转负。2021 年没有特别国债发行，地方专项债发行规模减少，财政赤字环比 2020 年或趋平，基建投资增速斜率或走平。财政后置节奏下三季度和四季度专项债大概率将加速发行，且由于严格的项目审核和匹配制度，资金使用效率或将相应抬升，财政政策“提质增效、更可持续”，基建增速将稳健。

今年专项债投向更侧重于基建项目，今年 1-7 月基建占比约 50%，高于去年下半年的 41%。基建项目投资重心转向市政产业园、城镇建设、城乡基建项目等。下半年剩余 2.43 万亿元专项债等待发行，四季度新增专项债发行规模约 1 万亿元。

7 月经济增长不及预期，预计 8-12 月，我国财政政策和货币政策维持宽松，但难大幅宽松：一方面，我国生产端价格维持高位，消费端价格同比大概率趋势较快速攀升，我国货币政策宽松空间有限，不会搞大水漫灌；另一方面，我国价格位于高位主因供给不足所致，因此刺激需求为主的财政政策效果有限，叠加去年以来财政赤字快速攀升使财政支出压力增加，我国财政政策料保持平稳。

8-12 月，基建和房地产投资增速大概率放缓，欧美需求回落速度快于生产且全球疫情再度快速蔓延使我国出口承压。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

就 2021 年 3-4 季度经济增速走势看：三、四季度，德尔塔病毒肆虐，即使疫苗接种率很高的国家，其新增确诊人数也快速攀升（如以色列等），全球多国加大疫情管控措施，全球 36 个大城市经济活跃度近 5 周有 4 周下降，显示疫情对全球经济的负面影响加大，我国疫情也多点爆发，三、四季度经济增速下行压力加大。

2、大类资产配置建议

以中国 GDP 不变价季度数据进行 HP 滤波处理后得到产出缺口数据，CPI（消费

者物价指数) 增长率作为通胀指标。把复苏期定义为产出缺口为正且通胀下行, 过热期定义为产出缺口为正且通胀上行, 滞胀期定义为产出缺口为负且通胀上行, 衰退期定义为产出缺口为负且通胀下行。另外, 把 CPI 同比大于 4% 归入滞胀和过热, 把 PPI 同比大于 5.5% 归入滞胀和过热, CPI 同比小于 1.51 归入衰退和复苏。

综合考虑近年 CPI 环比变化和当前物价走势对 CPI 同比进行预测, CPI 同比大概率要在 9 月才接近 1.5%, 10-12 月 CPI 同比大概率高于 1.5%。

表 1: 2021 年中国所处经济周期判断

日期	产出缺口预测	CPI 同比预测	周期预测
2021 年 1 月	4.19	-0.3	复苏
2021 年 2 月	8.31	-0.2	复苏
2021 年 3 月	12.42	0.4	复苏
2021 年 4 月	8.77	0.9	类衰退
2021 年 5 月	5.11	1.3	类衰退
2021 年 6 月	1.46	1.1	类衰退
2021 年 7 月	0.88	1	衰退
2021 年 8 月	0.3	0.95	偏弱滞胀类衰退
2021 年 9 月	-0.27	1.34	偏弱滞胀类衰退
2021 年 10 月	-0.71	1.84	偏滞胀类衰退
2021 年 11 月	-1.14	2.76	偏滞胀类衰退
2021 年 12 月	-1.57	2.56	衰退

资料来源: Wind, 优财研究院

注: CPI 划分, CPI < 1.51 归入衰退和复苏

我们统计了 2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。

表 2: 2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现 (调整, 修正, CPI 划分)

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退 (22 个月)	17.29	27.81	61.79	28.70	54.61	58.97	79.35
复苏 (38 个月)	26.36	24.47	15.40	29.84	17.47	23.28	17.89
过热 (37 个月)	2.18	0.51	-1.41	-0.69	-1.67	3.53	-0.11
滞胀 (38 个月)	-18.35	-20.74	-27.22	-18.13	-28.14	-13.69	-20.53
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退 (22 个月)	39.26	-10.29	-14.03	-4.49	7.00	-10.29	3.54
复苏 (38 个月)	27.15	1.44	2.53	-3.54	6.35	1.44	3.48
过热 (37 个月)	-4.03	14.51	17.47	7.25	2.34	14.51	3.49
滞胀 (38 个月)	-30.58	0.78	-1.42	0.21	6.11	0.78	3.42

资料来源: Wind, 优财研究院

注: CPI 划分, CPI 过 4, PPI 过 5.5 归入滞胀和过热, CPI < 1.51 归入衰退和复苏

衰退期, 指经济增速下行且通胀下行时期, 经济增速下行, 政府一般采取积极的财政政策和货币政策, 通胀下行, 经济有通缩风险, 也需要加大财政支出, 资产估值的分子端虽承压, 但分母端持续降低, 股市表现好于商品和现金。

衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>商品**。

滞胀期，指经济增速放缓且通胀上行时期，常常发生在经济过热期后，由于政策收紧的惯性仍在，生产放缓后使得供给下降，经济增速下行，通胀继续上行，政府难于实施积极的财政政策和货币政策，大类资产价格的分子端承压，而分母端难有改善，大类资产价格下跌的概率较大。

滞胀期，上证 50 指数跌幅小于沪深 300 和中证 500，消费股指跌幅最小，大类资产配置：**商品>股票**。

8-9 月 CPI 同比处于低位且大概率下降，PPI 同比回落确定性高但位于高位，产出缺口较前值下降，全球疫情快速蔓延，36 个大城市经济活跃度下降，经济周期大概率属于偏弱滞胀的类衰退期，国内政策料将维持较宽松。国外疫情超预期爆发，发达经济体宽松的货币政策料将延长，中国经济增长平稳且中美利差较大，A 股估值相对海外主要股指处于较低位置，北向资金料将以净流入为主，支撑市场情绪。该时间段，资产价格上升的概率较大，但整体资金呈现出强烈的高低切换，前期滞涨的消费和金融股指大概率补涨，成长和周期股指有回调风险，国务院强调需遏制大宗商品价格不合理上涨，资产配置建议：**股票>商品**。

10-11 月 CPI 同比大概率攀升，PPI 同比高位攀升，产出缺口较前值下降，经济周期大概率属于偏滞胀的类衰退期，国内政策维持宽松但边际收敛。近期美国非农数据大超预期，基建计划法案在参议院通过，美国 Taper 提上日程，美联储官员频繁发表鹰派言论，市场预期 10-11 月美国实施 Taper，新兴市场资金大幅流出的风险加剧，我国北向资金净流入的可能性加大。该时间段，资产价格回调的压力加大，具有防御属性的，如消费股指或更受市场偏好，疫情快速蔓延或压制商品供给端，资产配置建议：**商品>股票**。

12 月 CPI 同比和 PPI 同比大概率下降，产出缺口较前值下降，经济周期大概率属于衰退期，通胀压力减小，国内政策料将边际宽松，资产价格上升的概率较大，股市或得势大幅攀升，弹性较大且符合国家战略布局方向对成长股或更受市场偏好，资产配置建议：**股票>商品**。

3、受汛情和疫情影响投资增速不及预期，投资增速短期或趋势下行

7 月固定资产投资累计同比 10.3%，低于预期的 11.4%，前值为 12.6%，比 2019 年 1-7 月份增长 8.7%，两年平均增长 4.3%，低于前值的 4.4%，显示我国固定资产投资转弱。

7 月房地产投资累计同比 12.7%，较前值下降 2.3 个百分点，两年平均增长 8.0%，

低于前值的 8.2%，显示在经济稳步恢复的背景下，房地产投资增速略回落，但维持较高增速对我国经济起到了支撑作用。

房屋新开工面积累计同比-0.9%，低于前值的 3.8%；房屋竣工面积累计同比 25.7%，与前值持平。房地产开发资金来源累计同比 18.2%，低于前值的 23.5%，其中自筹资金累计同比 10.9%，低于前值 11.9%，定金及预收款累计同比 38.3%，低于前值的 49.7%，个人按揭贷款累计同比 17.0%，低于前值的 23.9%。商品房销售面积累计同比 21.5%，低于前值的 27.2%，今年 7 月较 2019 年 7 月的值增长 14.5%，低于前值的 17.0%。7 月末商品房待售面积 50864 万平方米，比 6 月末减少 215 万平方米，6 月房地产企业购置土地面积累计同比-9.3%，前值为-11.8%。从高频数据看，截止 8 月 15 日，8 月 100 大中城市成交土地面积日均值月化同比-55.00%，较 7 月月化同比跌幅扩大 12.06 个百分点，30 大中城市商品房成交面积月化同比较前值跌幅扩大 23.32 个百分点，指向 8 月房地产投资增速承压。在房企“三道红线”和政策边际收紧的背景下，房地产投资增速 2021 年或趋势下降。8 月 100 大中城市成交土地溢价率均值录得 3.35%，较 7 月均值下降 8.65 个百分点，为历史低位。

7 月基础设施建设投资(不含电力)累计同比 4.6%，低于前值的 7.8%。基建投资是逆周期调节的重要手段，在经济增速较快速回升逐渐趋稳阶段，基建投资增速斜率逐渐由正转负。2021 年没有特别国债发行，地方专项债发行规模减少，财政赤字环比 2020 年或趋平，基建投资增速斜率或走平。财政后置节奏下三季度和四季度专项债大概率将加速发行，且由于严格的项目审核和匹配制度，资金使用效率或将相应抬升，财政政策“提质增效、更可持续”，基建增速将稳健。

7 月制造业投资累计同比 17.3%，较前值下降 1.9 个百分点，两年平均增长 3.1%，比 1-6 月份加快 1.1 个百分点，维持复苏态势。去年 7 月制造业投资累计同比在三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中最低，今年 4-7 月制造业投资累计同比攀升至三者最高，显示制造业投资韧性较强。制造业 13 个已经出来数据的大类中 2 个大类累计同比增速攀升（6 月为 5 个），这 2 个行业分别是通用设备制造业和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业；其中较前值下降最多的是有

色金属冶炼及压延加工业、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业和纺织业。因为德尔塔变种病毒的快速传播，国外疫情再度蔓延，部分国家加强管控措施，**我国投资恢复速度或不及预期。**

高技术产业投资较快增长。1-7 月，高技术产业投资同比增长 20.7%，两年平均增速为 14.2%，比上半年回落 0.4 个百分点。高技术制造业投资同比增长 27.1%。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 49.7%，计算机及办公设备制造业投资增长 46.9%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 34.9%，电子及通信设备制造业投资增长 26.7%。高技术服务业投资同比增长 8.8%。其中，电子商务服务业投资增长 42.7%，研发与设计服务业投资增长 27.2%，检验检测服务业投资增长 25.7%。

7 月民间投资同比增长 13.4%，较前值下降 2.0 个百分点，**民间投资增速下降幅度快于制造业，显示民间投资仍存一定压力（或与成本端攀升有关），国外生产恢复快于需求且基数效应减弱，民间投资增速仍大概率下降。**7 月农、林、牧、渔业投资累计同比 19.7%，较前值下降 0.2 个百分点，采矿业累计同比 8.9%，较前值下降 2.6 个百分点。

统计局认为：固定资产投资持续恢复，结构继续优化。但同时也要看到，影响投资的不稳定、不确定因素仍然存在。近期，江苏、河南、湖南等多个地区受汛情和疫情影响，建安投资施工进度有所放缓。下阶段，要坚持稳中求进工作总基调，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动形成实物工作量，促进投资稳定增长。

4、汛情、疫情和基数效应共振，使消费增速下行

零售同比快速下降。7 月，社会消费品零售总额同比增长 8.5%，比 2019 年 7 月份增长 7.2%，两年平均增速为 3.6%，低于前值的 4.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 9.7%。扣除价格因素，7 月份社会消费品零售总额实际增长 6.4%。

据统计局解释，7 月，强降雨、台风等极端天气引发险情灾情，受灾地区居民生

产生活受到严重影响，境外输入引发的本土聚集性疫情波及多个省份，上述因素与基数效应叠加，市场销售增速有所放缓。下阶段，随着本轮疫情得到有效控制，疫情防控更加精准有效，消费市场有望延续稳定恢复态势。

按经营单位所在地分，7月，城镇消费品零售额同比增长8.4%；乡村消费品零售额同比增长8.8%。1-7月，城镇消费品零售额同比增长20.9%；乡村消费品零售额同比增长19.4%。

按消费类型分，7月，商品零售同比增长7.8%；餐饮收入同比增长14.3%。1-7月份，商品零售同比增长18.7%；餐饮收入同比增长42.3%。

1-7月，社会消费品零售总额同比增长20.7%，两年平均增速为4.3%，低于前值的4.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长20.2%。

1-7月，全国网上零售额同比增长21.9%。其中，实物商品网上零售额同比增长17.6%，占社会消费品零售总额的比重为23.6%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长23.7%、21.6%和15.8%。

从具体门类7月零售总额累计同比来看，已经出来数据的15个零售门类中，相较于6月，2个门类增速上升，13个门类增速下降，与6月相同。增速下降幅度最大的5个门类分别为金银珠宝类、汽车类、服装鞋帽针纺织品类、通讯器材类和建筑及装潢材料类。零售总额累计同比较前值攀升的行业是粮油、食品类和石油及制品类。

高频数据显示，截止8月16日，8月商品房成交面积月化同比较7月同比跌幅扩大23.32个百分点，或压制房地产产业链门类消费，7月初乘用车零售和批发同比较弱，8月1-8日，乘联会主力厂家乘用车8月零售同比1%，8月批发同比-13%，汽车零售同比承压，压制消费增速。零售同比或延续下跌态势。

因低基数影响，二季度我国居民人均可支配收入维持高位，累计名义同比、累计实际同比和中位数累计同比分别录得12.6%、12.0%和11.6%，较一季度分别回落1.1、1.7和1.1个百分点。居民人均可支配收入累计名义同比两年平均增长7.4%，

比一季度加快 0.4 个百分点。受基数效应减弱影响，居民收入同比大概率放缓，但大概率维持高位，我国内需整体回暖的确定性高。

IMF 预计中国 GDP 实际增速可能达 8.44%，中国消费增速（2020 年累计同比为 -3.9%）有较强攀升动能（消费实际增速向 GDP 实际增速回归），我国需求在 2021 年将趋势攀升。

5、经济下行压力加大，进入类衰退期

7 月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.4%，较前值下降 1.9 个百分点，比 2019 年同期增长 11.5%，两年平均增长 5.6%，低于前值的 6.5%。从环比看，7 月，规模以上工业增加值比上月增长 0.30%。1-7 月，规模以上工业增加值同比增长 14.4%，两年平均增长 6.7%，低于前值的 7.0%。

7 月，制造业增加值累计同比 15.4%，较前值下降 1.7 个百分点，采矿业增加值累计同比 5.3%，较前值下降 0.9 个百分点，电力、燃气及水的生产和供应业增加值累计同比 13.4%，与前值持平。

从具体行业看，因基数效应减弱，7 月 17 个已经公布累计同比增速的行业中 16 个行业较 6 月下挫，只有电力、热力的生产和供应业与前值持平。增速下挫幅度最大的五个行业分别是：汽车制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业、橡胶和塑料制品业和金属制品业。

7 月增速最快的五个行业分别是：医药制造业、电气机械及器材制造业、金属制品业、通用设备制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业，这些行业偏中下游；增速最慢的五个行业分别是：纺织业、有色金属冶炼及压延加工业、食品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业和农副食品加工业。

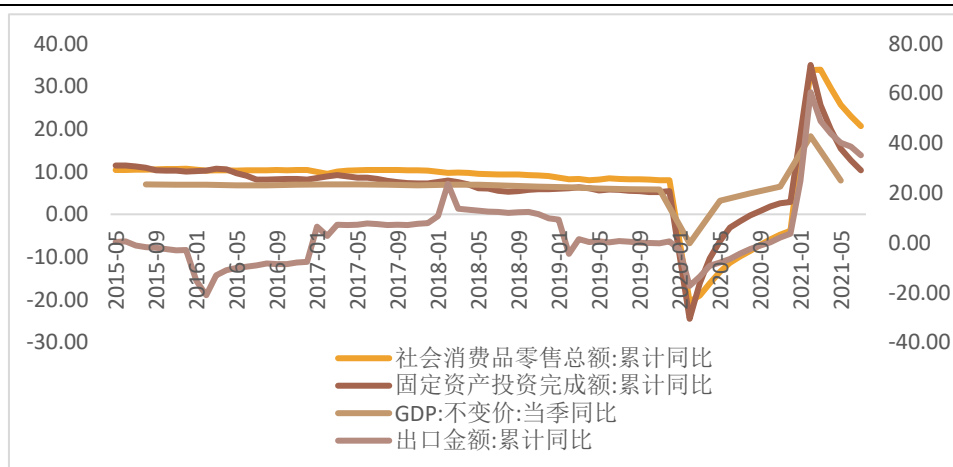
从出口交货值看，我国 7 月工业企业出口交货值同比 11.0%，较前值下降 2.4 个百分点，显示当月企业出口交货转弱。由于 7 月出口同比 19.3%，低于预期的 20%，

前值为 32.2%，显示当月生产的出口交货和整体出口均弱。7 月全球、美国、欧元区制造业 PMI 回落，显示全球经济复苏由快转慢，当前欧美需求回落速度快于生产，我国出口增速承压。7 月，工业企业产品销售率为 97.7%，同比下降 0.7 个百分点。

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从 6 月 20 日的低点 29.1 万攀升至近期的 74.4 万。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，在疫情接种率较低国家疫情仍可能快速蔓延。就趋势看，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施短期虽加强但趋势上仍将减弱，全球复工复产短期承压但趋势稳步推进，我国经济增长有较强支撑。据 Citymapper 统计的 36 个全球大城市数据，8 月 13 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 50.8，较 8 月 8 日的值下降 0.3 个百分点，五周之内四周下降，显示疫情快速蔓延下，全球疫情管控措施加强，城市活跃度下降。

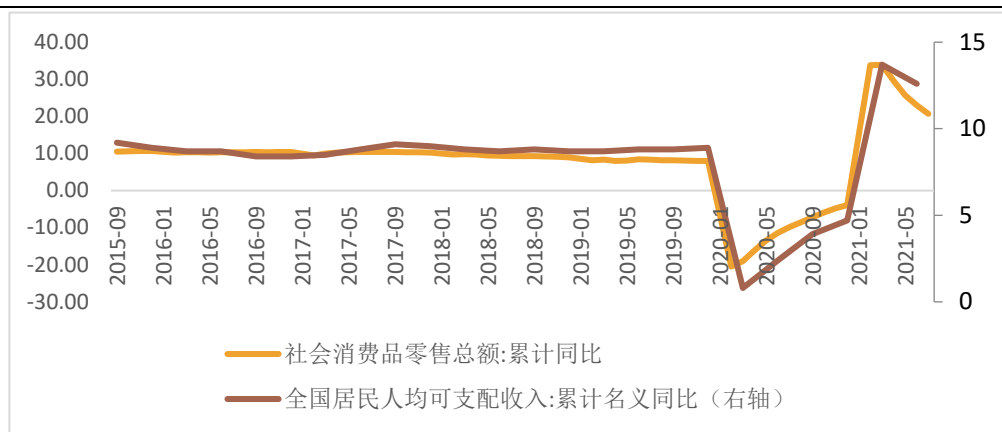
统计局认为，工业经济延续恢复态势，但受疫情、汛情等不利因素冲击，7 月工业生产增速有所回落。与此同时，私营企业、小微企业成本上升、利润受到挤压，工业经济稳定恢复的基础仍不牢固，不确定因素增多。下一步，要继续做好统筹疫情防控和经济社会发展工作，采取有效措施应对原材料价格过快上涨及其连带影响，加强产业链上下游协同创新，畅通经济社会循环，着力化解小微企业、下游企业经营困难，进一步巩固工业经济稳定恢复基础。

图 1：社零、固投和出口累计同比：单位：%



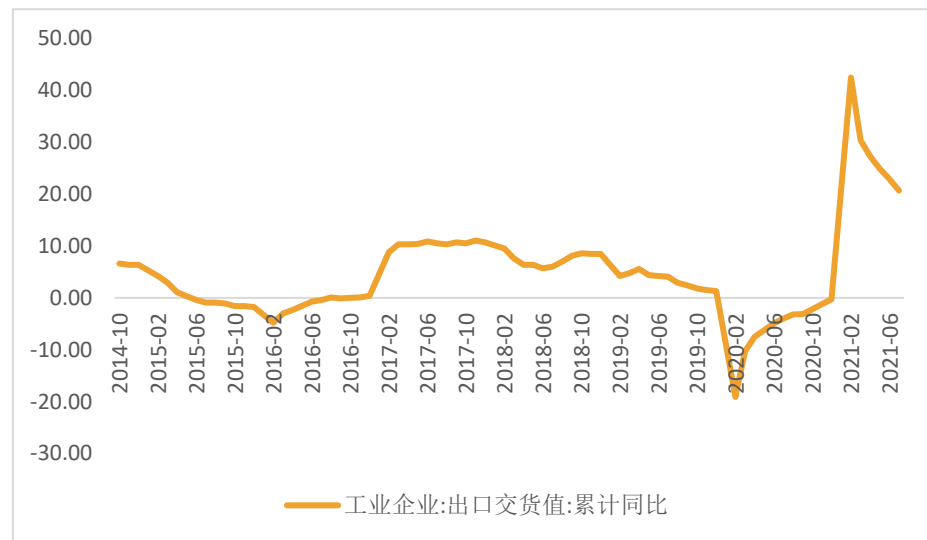
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社零和居民可支配收入累计同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 3：工业企业出口交货值增速：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

三、风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数大幅走强。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>