

2021年8月1日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

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: yangpu@jinxinqh.com

8月通胀压力或略减, 政策料将维持宽松

——8月宏观经济月报

内容提要

预计: 8月通胀小幅回落, 工业增加值、投资增速均承压, 1年期存贷款利率与前值持平, 人民币兑美元小幅贬值, 三季度GDP累计同比与当季同比均低于二季度, 我国财政政策和货币政策维持宽松, 基建和房地产投资增速大概率放缓, 国外生产恢复使我国出口承压。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

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70.6万。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, 近期全球经济活跃度提升, 我国经济增长有较强支撑。

7月主要国内宏观事件: 1、中共中央政治局召开会议, 保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性; 2、央行下半年工作会议召开, 保持宏观政策稳定性, 坚持不搞“大水漫灌”; 3、中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率0.5个百分点; 4、国务院领导人: 积极的财政政策、稳健的货币政策要继续聚焦支持实体经济和促进就业; 5、《中共中央国务院关于新时代推动中部地区高质量发展的意见》发布; 6、新华社: 中国经济持续向好的基本面没有发生变化。

8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但为正, 经济周期大概率属于偏复苏的类衰退期, 国内政策料将维持较宽松, 资产价格上升的概率较大, 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>债券>商品。

风险提示

经济复苏不及预期; 疫情爆发超预期; 政策变化超出预期

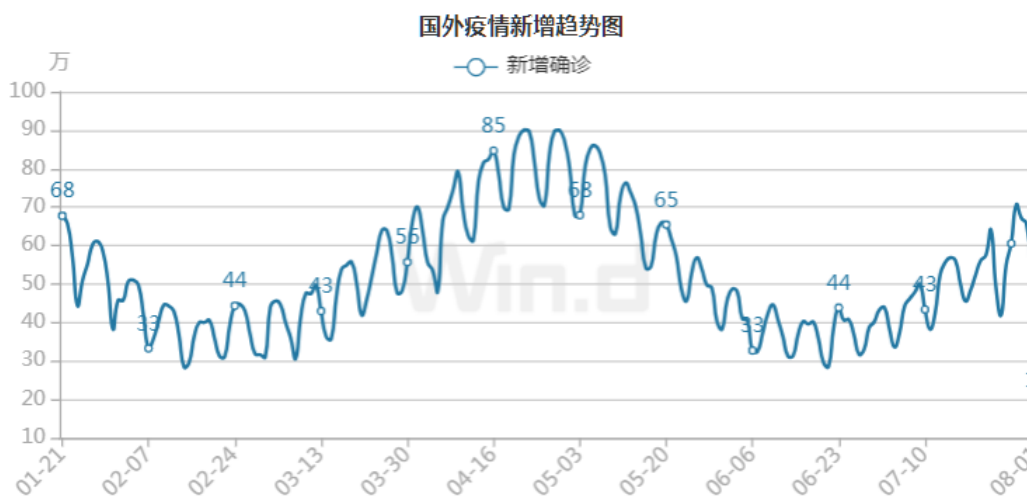


请务必仔细阅读正文之后的声明

一、全球疫情再度高增，趋势复苏不变

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70.6万。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。

图 1：国外新增新冠病毒确诊人数趋势回落：单位：人



资料来源：Wind，优财研究院

据 Citymapper 统计的 36 个全球大城市数据，7 月 31 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 51.6%，较 7 月 25 日的值上升 1.6 个百分点，较 7 月 25 日相对于 7 月 18 日活动指数均值下降 1.3 个百分点由降转升，活动指数攀升。

二、经济复苏好于预期，韧性仍强

1) 二季度 GDP 同比 7.9%，预期 8.5%，前值 18.3%；初步核算，2021 年上半年中国国内生产总值 532167 亿元，同比增长 12.7%，两年平均增长 5.3%。其中，二季度两年平均增长 5.5%，高于一季度增幅。2) 1-6 月固定资产投资同比 12.6%，预期 12.5%，前值 15.4%；3) 6 月社会消费品零售总额同比 12.1%，预期 10.8%，

前值 12.4%,1-6 月社会消费品零售总额同比 23.0%; 4) 6 月规模以上工业增加值同比 8.3%，预期 7.8%，前值 8.8%,1-6 月规模以上工业增加值同比 15.9%。

就下半年，我们认为：

1、我国经济增速虽下降，但主要是受基数效应影响，我国制造业和出口较强。

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，叠加我国经济增速仍处高位，我国货币政策料将边际收紧。

3、我国经济趋势复苏，但结构分化明显，消费仍疲软，中小企业成本端上升很快，出口承压，我国货币政策不会快速收紧，政策将倾向于提振内需，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，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。

6 月经济增长超预期，预计 7-8 月，我国财政政策和货币政策维持宽松，但将边际收敛，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。

虽然 6 月经济数据较前值回落，但这主要是受基数扰动影响，就累计值两年平均增速看，固定资产投资、社会消费品零售总额、工业增加值均较前值攀升，我国经济复苏的趋势不变。

就 2021 年 3-4 季度经济增速走势看：三、四季度，随全球发达地区和中国疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率持续，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但两年平均增速大概率仍处加速通道。

（一）经济增速如期回落，第三产业支撑我国经济增长的力度增强

二季度 GDP 不变价同比 7.9%，因基数效应减弱，较一季度的 18.3%大幅下降。剔除基数效应后，我国经济仍处复苏中，经初步核算，二季度两年平均增长 5.5%，高于一季度的两年平均增长 5.0%。2021 年上半年中国国内生产总值 532167 亿元，同比增长 12.7%，两年平均增长 5.3%。从环比看，二季度国内生产总值增长 1.3%。

分产业看，上半年第一产业增加值 28402 亿元，同比增长 7.8%，两年平均增长 4.3%；第二产业增加值 207154 亿元，同比增长 14.8%，两年平均增长 6.1%；第三产业增加值 296611 亿元，同比增长 11.8%，两年平均增长 4.9%。显示第二产业复苏最快，第三产业次之。

值得注意的是，二季度第一产业、第二产业和第三产业 GDP 不变价同比分别为

7.6%、7.5%和 8.3%，较一季度分别下降 0.5、16.9 和 7.3 个百分点，显示第二产业和第三产业 GDP 增速因基数效应减弱，增速快速回落。

三大产业对 GDP 累计同比的拉动中，第一产业对 GDP 累计同比的拉动为 0.45%，较一季度提升 0.08 个百分点，第二产业对 GDP 累计同比的拉动为 5.54%，较一季度下降 3.08 个百分点，第三产业对 GDP 累计同比的拉动为 6.71%，较一季度下降 2.60 个百分点。第二产业对 GDP 累计同比的贡献率由一季度的 47.1，下降至 2 季度的 43.65，与此同时，第一产业和第三产业对 GDP 累计同比的贡献率二季度较一季度则上升 1.52 和 1.93 个百分点，显示第三产业支撑我国经济增长的力度增强。

(二) 投资增速符合预期，制造业投资强于基建和房地产

6 月固定资产投资累计同比 12.6%，符合预期，前值为 15.4%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.4%，比一季度加快 1.5 个百分点。，显示我国固定资产投资仍在恢复。

6 月房地产投资累计同比 15.0%，较前值下降 3.3 个百分点，两年平均增长 8.2%，低于今年 5 月较 2019 年 5 月两年平均增长的 8.6%，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 3.8%，低于前值的 6.9%；房屋竣工面积累计同比 25.7%，高于前值的 16.4%。房地产开发资金来源累计同比 23.5%，低于前值的 29.9%，其中自筹资金累计同比 11.9%，低于前值 12.8%，定金及预收款累计同比 49.7%，低于前值的 62.9%，个人按揭贷款累计同比 23.9%，低于前值的 32.0%。商品房销售面积累计同比 27.2%，低于前值的 36.3%，今年 6 月较 2019 年 6 月的值增长 17.0%，低于前值的 19.6%。6 月末商品房待售面积 51079 万平方米，比 5

月末增加 53 万平方米,6 月房地产企业购置土地面积累计同比-11.8%,前值为-7.5%。

从高频数据看,截止 7 月 15 日,7 月 100 大中城市成交土地面积日均值月化同比-55.23%,较 6 月月化同比跌幅扩大 29.04 个百分点,指向 7 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。

6 月基础设施建设投资(不含电力)累计同比 7.8%,两年平均增长 2.4%,比 1-5 月份略降。基建投资是逆周期调节的重要手段,2021 年不发行特别国债,地方专项债发行规模减少,赤字率较 2020 年下降较多,在经济趋势较快速回升阶段,基建投资增速下降。需注意的是,财政后置节奏下三季度和四季度前初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”,以两年平均增速计,基建投资增速料平稳,对下半年经济增长形成支撑。

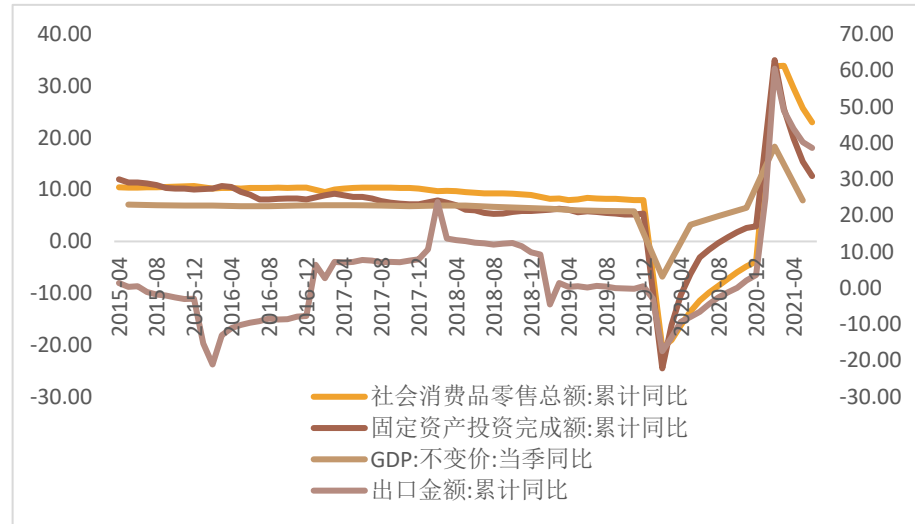
6 月制造业投资累计同比 19.2%,较前值下降 1.2 个百分点,两年平均增长 2.0%,比 1-5 月份加快 1.4 个百分点,维持复苏态势。去年 6 月制造业投资累计同比在三大投资类别(房地产投资、基建投资和制造业投资)中最低,今年 4-6 月制造业投资累计同比攀升至三者最高,显示制造业投资韧性较强。制造业 13 个已经出来数据的大类中 5 个大类累计同比增速攀升(5 月为 0 个),这 5 个行业分别是汽车制造业、通用设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业和计算机、通信和其他电子设备制造业;其中较前值下降最多的是农副食品加工业、医药制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、食品制造业和纺织业。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,但就大局看,随着新

冠疫苗接种率不断提高，国外尤其是发达国家疫情蔓延速度难快速上升，全球主要国家和地区逐渐放松管控措施的趋势不变，全球需求仍将逐步恢复，我国制造业投资增速有支撑，但因全球生产恢复空间大于需求，我国投资恢复速度或不及预期。

高技术产业投资同比增长 23.5%，两年平均增长 14.6%；其中高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 29.7%、12.0%，两年平均分别增长 17.1%、9.5%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长 47.5%、34.2%，两年平均分别增长 26.3%、18.7%；高技术服务业中，电子商务服务业、研发设计服务业投资同比分别增长 32.9%、28.4%，两年平均分别增长 32.5%、15.9%。社会领域投资同比增长 16.4%，两年平均增长 10.7%；其中卫生投资、教育投资同比分别增长 35.5%、14.2%，两年平均分别增长 24.9%、12.5%。

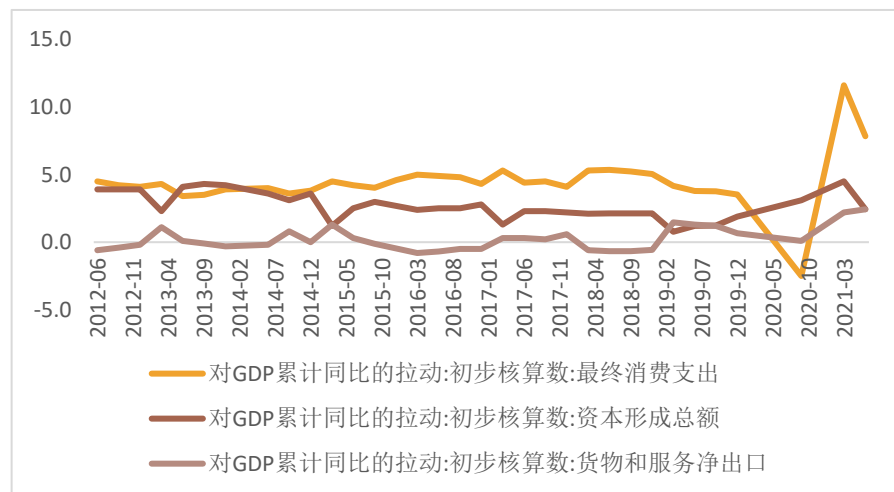
6 月民间投资同比增长 15.4%，较前值下降 2.7 个百分点，两年平均增长 3.8%，民间投资增速下降幅度快于制造业，显示民间投资仍存一定压力（或与成本端），国外生产恢复快于需求且基数效应减弱，民间投资增速仍大概率下降。6 月农、林、牧、渔业投资累计同比 19.9%，较前值下降 6.8 个百分点，6 月采矿业累计同比 11.5%，较前值下降 2.4 个百分点。

图 2：GDP 增速与消费、投资和出口累计同比：单位：%



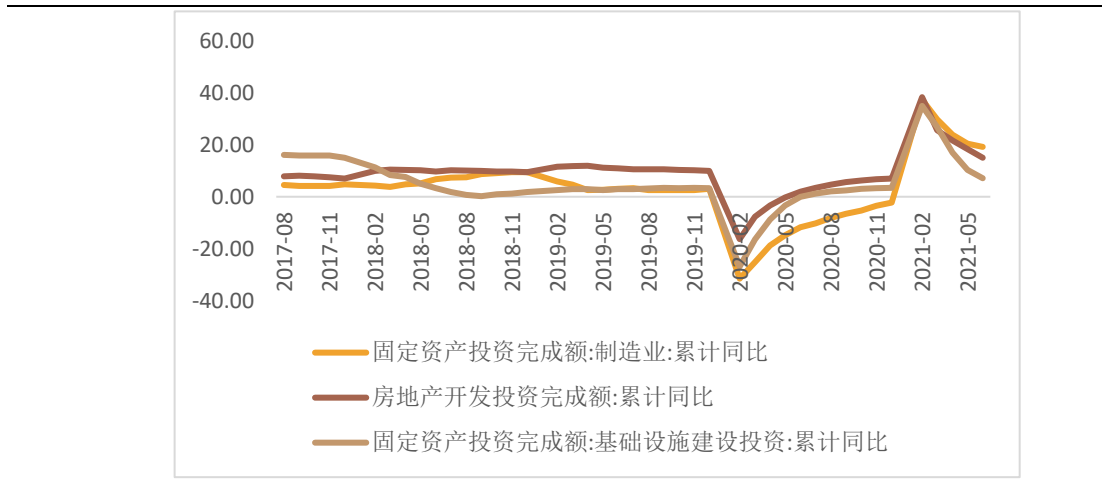
资料来源： Wind，优财研究院

图 3：三驾马车对 GDP 累计同比的拉动：单位：%



资料来源： Wind，优财研究院

图 4：制造业、房地产业和基建累计同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

(三) 零售同比两年平均增速攀升，好于预期

零售同比快速下降。6月社会消费品零售总额同比 12.1%，高于预期的 10.8% 较前值的 12.4% 小幅下降，比 2019 年 6 月份增长 10.0%，两年平均增速为 4.9%，高于 5 月的两年平均增速 4.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33719 亿元，增长 13.1%。扣除价格因素，6 月社会消费品零售总额实际增长 9.8%，两年平均增长 3.2%。从环比看，6 月社会消费品零售总额增长 0.7%。

按经营单位所在地分，6 月，城镇消费品零售额 32552 亿元，同比增长 12.0%，两年平均增长 4.8%；乡村消费品零售额 5034 亿元，增长 12.5%，两年平均增长 5.5%。显示乡村消费韧性好于城镇消费。1-6 月，城镇消费品零售额 184098 亿元，同比增长 23.3%，两年平均增长 4.4%，与 1-5 持平；乡村消费品零售额 27807 亿

元，增长 21.4%，两年平均增长 4.0%，高于 1-5 月的 3.7%。

按消费类型分，6 月，商品零售 33663 亿元，同比增长 11.2%，两年平均增长 5.4%；餐饮收入 3923 亿元，增长 20.2%，两年平均增长 1.0%。1-6 月份，商品零售 190192 亿元，同比增长 20.6%，两年平均增长 4.9%，高于 1-5 月的 4.8%；餐饮收入 21712 亿元，增长 48.6%，规模与 2019 年 1-6 月基本持平，好于 1-5 月的 -0.3%。餐饮消费和商品销售增长较弱，但两年平均增长呈现攀升抬升，消费正趋势复苏。

从具体门类 6 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，相对于 5 月，2 个门类增速上升，13 个门类增速下降，增速下降幅度最大的 6 个门类分别为金银珠宝类、汽车类、服装鞋帽针纺织品类、家具类、建筑及装潢材料类和家用电器和音像器材类。零售总额累计同比较前值攀升的行业是粮油、食品类和文化办公用品类。

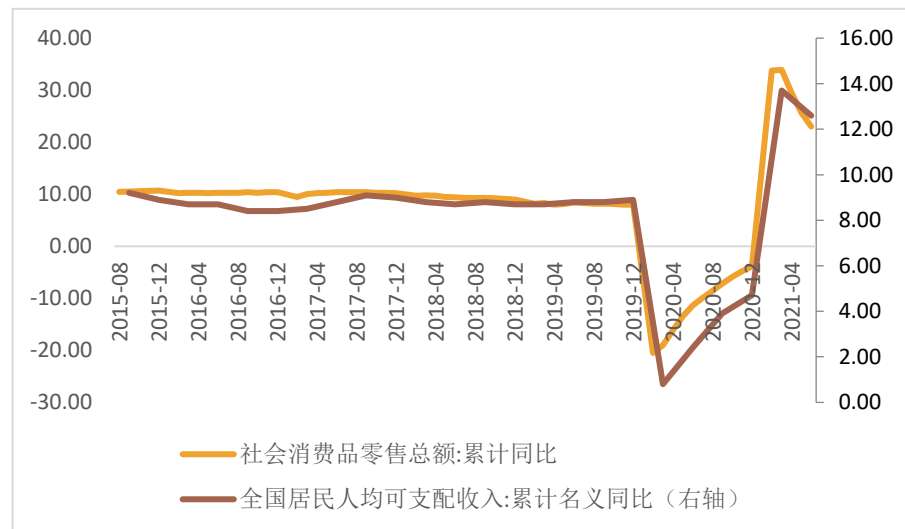
高频数据显示，截止 7 月 15 日，7 月商品房成交面积月化同比较 6 月同比攀升 6.11 个百分点，或提振房地产产业链门类消费，不过 7 月初乘用车零售和批发同比较弱，7 月 1-11 日，乘联会主力厂家乘用车 7 月零售同比 0%，7 月批发同比-18%，汽车零售同比承压，压制消费增速。零售同比或延续下跌态势，但两年平均增速料将平稳。

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。

图 5：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

(四) 我国 6 月经济增长好于预期，但全球制造业 PMI 回落或形成拖累

6 月，规模以上工业增加值同比实际增长 8.3%，较前值下降 0.5 个百分点，但高于预期的 7.8%，比 2019 年同期增长 13.5%，两年平均增长 6.5%。从环比看，6 月，规模以上工业增加值比上月增长 0.56%。1-6 月，规模以上工业增加值同比增长 15.9%，两年平均增长 7.0%。

6 月，制造业增加值累计同比 17.1%，较前值下降 2.2 个百分点，采矿业增加值累计同比 6.2%，较前值下降 1.2 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%，较前值下降 0.4 个百分点。

从具体行业看，因基数效应减弱，6 月 17 个已经公布累计同比增速的行业中 16 个行业较 5 月下挫，只有医药制造业工业增加值累计同比较前值攀升，6 月较前值上升 1.2 个百分点。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、橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业和通用设备制造业。

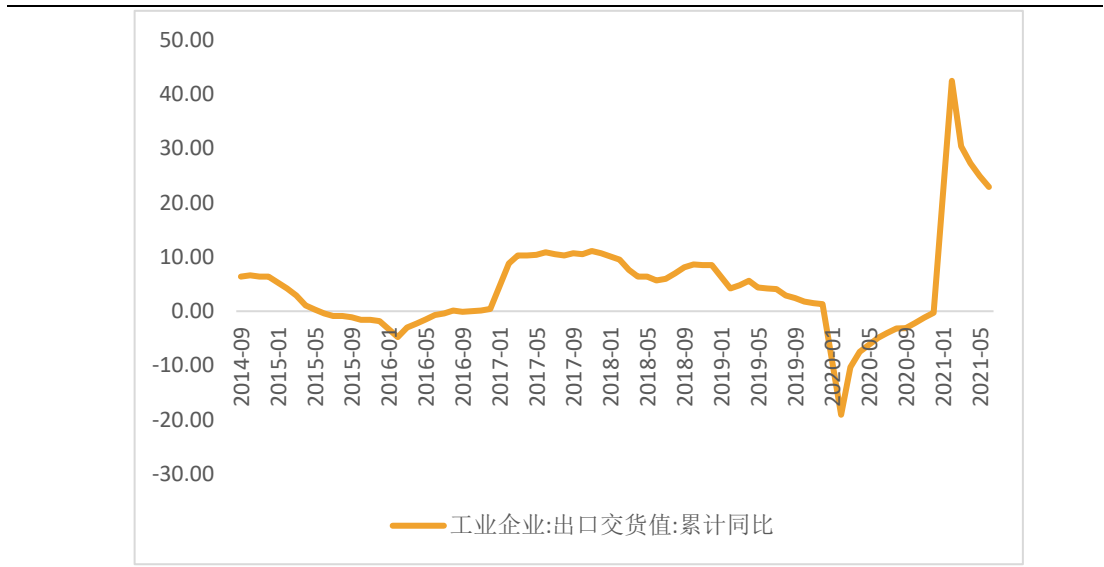
6 月增速最快的五个行业分别是：医药制造业、电气机械及器材制造业、金属制品业、通用设备制造业和汽车制造业，这些行业偏中下游；增速最慢的五个行业分别是：有色金属冶炼及压延加工业、纺织业、食品制造业、农副食品加工业和黑色金属冶炼及压延加工业。这些行业偏中上游，显示中下游经济复苏较中上游好，但复苏动能不及中上游。

从出口交货值看，我国 6 月工业企业出口交货值同比 13.4%，较前值下降 3.5 个百分点，显示当月企业出口交货转弱。由于 6 月出口同比 32.2%，高于预期的 23% 和前值的 27.9%，显示当月生产的出口交货弱但整体出口韧性强。6 月全球、美国制造业 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。

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 55.7 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，叠加德尔塔病毒爆发，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趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进，我国经济增长仍有支撑。据 Citymapper 统计的 36 个全球大城市数据，7 月 10 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 53.2%，较 7 月 4 日

的值上升 1.6 个百分点，高于 7 月 4 日相对于 6 月 27 日活动指数均值上升 0.3 个百分点，活动指数攀升。

图 6：工业企业出口交货值增速：单位：%



资料来源： Wind，优财研究院

三、 利润增速快速回落，7 月企业利润增速仍承压

1-6 月规模以上工业企业利润同比增长 66.9%，低于 1-5 月的 83.4%，比 2019 年 1-6 月份增长 45.5%，两年平均增长 20.6%，低于 2019 年 1-5 月增长 48.0%，两年平均增长 21.7%。

1、企业盈利增速大幅回落，但仍处较高位置。

1-6 月规模以上工业企业利润同比增长 66.9%，低于 1-5 月的 83.4%，但主因基数效应减弱使得利润累计同比较前值下滑。去年 1-6 月企业利润增速-12.9%，去

年 1-5 月企业利润增速-19.3%，企业利润累计同比下降在预料之中。

今年 1-6 月比 2019 年同期增长 45.5%，两年平均增长 20.6%，低于 2019 年 1-5 月增长 48.0%，两年平均增长 21.7%，表明企业盈利增速逐步下降。

2、从价和量的视角看，1-6 月价升推高工业企业利润增速，量降对利润增速形成拖累。从量上看，1-6 月规模以上工业增加值同比 15.9%，低于前值的 17.8%，但明显高于去年全年的 2.8%；从价上看，6 月 PPI 累计同比 5.1%，较前值上升 0.7 个百分点，大幅高于去年全年的-1.8%和去年 6 月的-1.9%。6 月工业企业产销率当月值为 97.1%，低于前值的 97.4%、去年全年的 97.9%和去年 6 月的 97.8%，显示产销环比和同比均转弱。

7 月企业盈利的价将延续加速，但量同比或继续下滑，基数效应减弱或使利润增速下降。截止 7 月 27 日，从价上看，CRB 工业原料现货指数 7 月月化同比 43.40%，较 6 月下降 1.31 个百分点，显示 7 月 PPI 同比或下降，但累计同比料将攀升，对利润的支撑仍强；从量上看，7 月 30 大中城市商品房成交面积月化同比-4.25%，较 6 月同比下降 3.32 个百分点，汽车轮胎半钢胎开工率月化同比较 6 月同比下降 9.46 个百分点，量同比或较大幅下滑，拖累利润增速。

需求疲弱或拖累利润增速。1-6 月社会消费品零售总额同比 23.0%，低于前值的 25.7%。不过今年需求和前年相比零售累计同比增速仍在攀升，我国需求仍有韧性，今年 1-6 月社会消费品零售总额较 2019 年 1-6 月两年平均增速为 4.9%，高于 5 月的两年平均增速 4.5%。

3、新冠肺炎每日新增确诊人数近期快速攀升，全球部分国家疫情管控措施加强，全球复工复产转慢，我国企业盈利增速承压。

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 64.1 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，7 月 24 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 50.7%，较 7 月 18 日的值下降 0.6 个百分点，较 7 月 18 日相对于 7 月 11 日活动指数均值下降 0.9 个百分点有所收窄，活动指数下降。

美国消费和生产同比增速均下降，但生产韧性高于消费，我国出口承压，或拖累我国利润增速。6 月美国零售和食品服务销售额同比录得 17.98%，较前值下降 9.62 个百分点，6 月美国工业总体产出指数同比为 9.80%，较前值下降 6.29 个百分点。5 月欧盟 27 国零售销售指数同比 9.11%，较前值下降 13.11 个百分点，欧盟 27 国工业生产指数同比 21.37%，较前值下降 17.08 个百分点。6 月我国工业企业出口交货值当月同比 13.9%，较前值下降 3.5 个百分点。

4、企业每百元营业收入中的成本下降，营业收入利润率走平，企业资产负债率攀升。1-6 月规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本为 83.54 元，高于前值的 83.48 元，同比减少 0.98 元，减少幅度低于前值的 1.24 元；1-6 月每百元主营业务收入中的费用为 8.45 元，高于前值的 8.38 元，同比减少 0.65 元，减少幅度低于前值的 0.72 元。1-6 月，规模以上工业企业实现营业收入累计同比 27.9，低于前值的 30.5%，营业成本累计同比 26.4%，低于前值的 28.6%；1-6 月营业收入利润率为 7.11%，与前值持平，较去年同期增加 1.69 个百分点。6 月规模以上工业企

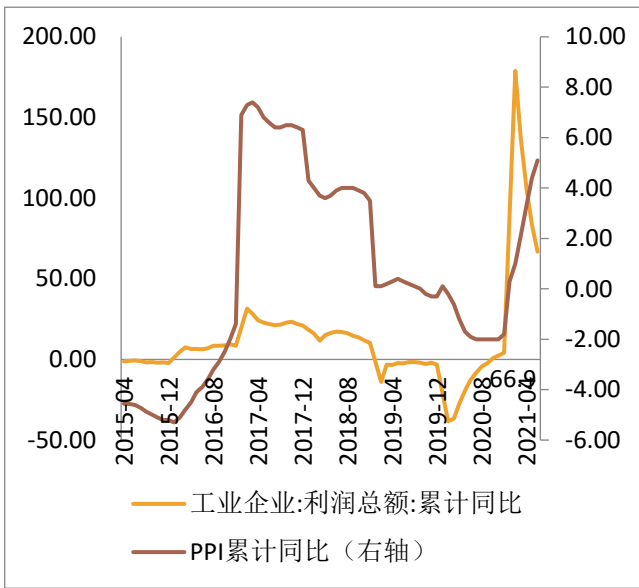
业资产负债率 56.5%，较前值上升 0.2 个百分点。

5、各类所有制企业累计利润增速均下降，但国有企业增速下降幅度高于股份制企业、私营企业。6 月国有及国有控股企业利润累计同比增速为 111.9%，较前值下降 38.2 个百分点。6 月股份制企业利润总额累计同比 70.4%，较前值下降 16.1 个百分点，私营企业利润总额累计同比 47.1%，较前值下降 9.2 个百分点。

6 月，在 39 个工业大类中，3 个行业利润总额累计同比增加（5 月为 7 个）。39 个行业利润总额累计同比为正（5 月为 39 个行业），累计同比增加的 3 个行业分别为：医药制造业、燃气生产和供应业和煤炭开采和洗选业，2 个行业偏上游，1 个行业偏下游，偏上游行业利润增速维持高位或与 6 月部分大宗商品价格上涨有关。6 月采矿业利润总额累计同比 133.0%，较前值下降 2.5 个百分点，制造业利润总额累计同比 67.3%，较前值下降 17.9 个百分点，显示上游价格维持高位使采矿业利润增长平稳，但明显拖累制造业利润增速。

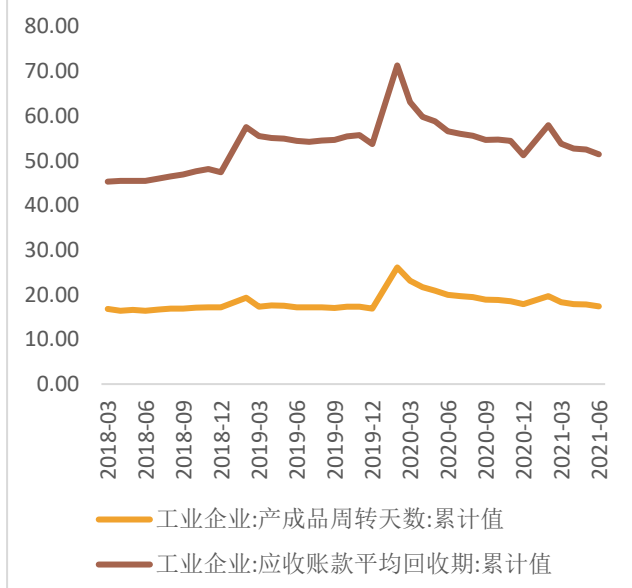
6、6 月，企业产成品存货累计同比增速上升，连续 2 个月补库，7 月，全球疫情蔓延速度明显加快，国外生产韧性强于需求，我国外需承压，工业企业仍有较大补库的可能。6 月企业产成品存货累计同比增速 11.3%，较前值上升 1.1 个百分点。6 月应收账款净额累计同比 13.1%，较前值下降 1.0 个百分点。6 月产成品周转天数为 17.4 天，较前值减少 0.4 天，延续去年三季度以来的减少，显示企业销售周期缩短，较去年同期减少 2.5 天，企业销售周期显著低于去年同期水平。6 月应收账款平均回收期累计值 51.4 天，较前值减少 1.1 天，显示企业账款回收加快，相较于去年同期减少 5.9 天，明显加快。

图 7：利润与 PPI 同比：单位：%



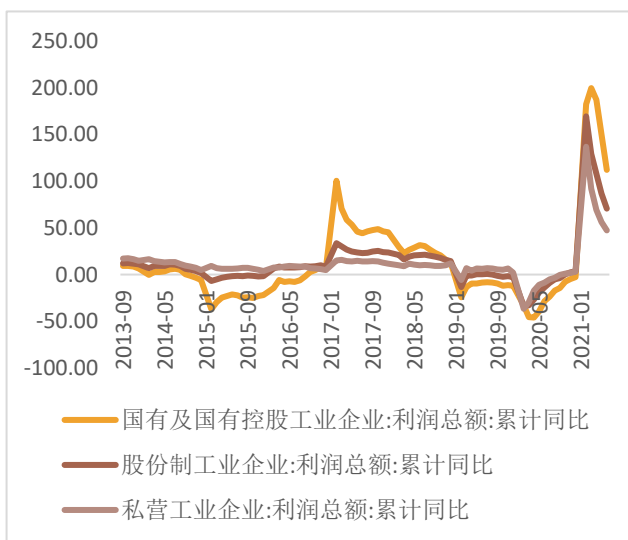
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：企业周转天数及账款回收期



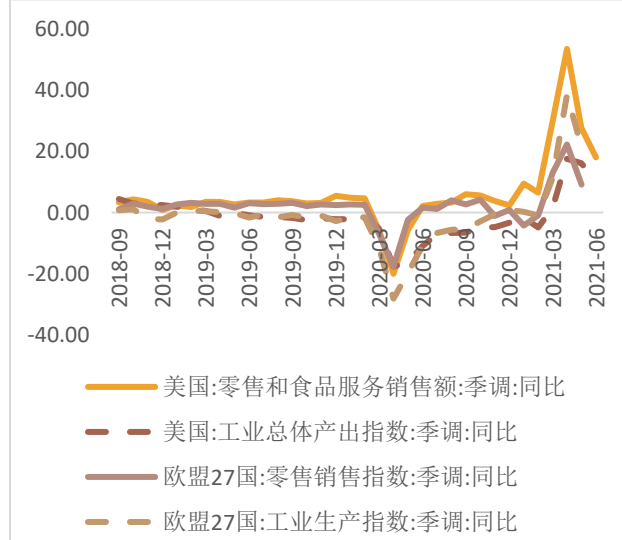
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：所有制企业利润同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：美欧生产和需求同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

四、我国经济景气度回落，非制造业强于制造业

7月中国制造业 PMI 50.4%，低于预期的 51.1%，前值 50.9%，非制造业 PMI 53.3%，前值 53.5%。全球经济趋势复苏转慢，我国经济景气度下降。

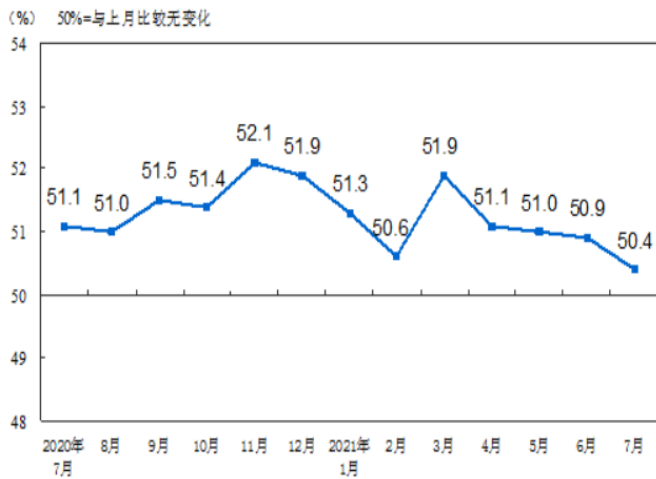
7月制造业 PMI 较 6 月降低 0.5 个百分点，非制造业 PMI 53.3，较 6 月下降 0.2 个百分点，虽然制造业 PMI 仍高于枯荣线，但在全球主要经济体 PMI 涨跌分化的背景下下降，我国经济复苏仍有隐忧。7 月 PMI 分项中，从业人员、供货商配送时间、出厂价格、主要原材料购进价格和产成品库存均较前值上升，生产、采购量、进口、新订单、新出口订单、在手订单、原材料库存、从业人员、供货商配送时间和生产经营活动预期较前值下降，说明经济景气度升降分化。制造业生产扩张力度有所减弱、市场需求增长放缓、主要原材料库存量较上月减少、用工景气度继续改善并且原材料供应商交货时间有所延长。

中型、小型企业景气度大幅下降，大型企业景气度持平，中、小型企业景气度落至枯荣线下方。7 月大型企业 PMI 为 51.7%，与上月持平，高于临界点；中型企业 PMI 为 50.0%，比上月回落 0.8 个百分点，位于临界点；小型企业 PMI 为 47.8%，比上月下降 1.3 个百分点，低于临界点。

7 月非制造业 PMI 收于 53.3，较 6 月下降 0.2 个百分点，但仍处较高景气位。就分项来看，新订单、投入品价格、从业人员、新出口订单、在手订单、存货和供应商配送时间景气度攀升，销售价格和业务活动预期景气度均下降。从非制造业 PMI

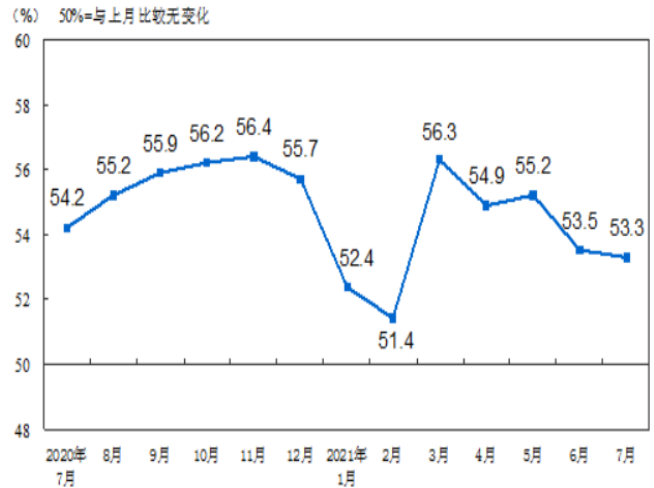
分大类来看，建筑业景气度回落，服务业景气度回升，7月建筑业 PMI 为 57.5，较 6 月下降 2.6 个百分点，7 月服务业 PMI 52.5，较 6 月上升 0.2 个百分点。

图 11: 制造业 PMI: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 非制造业 PMI: 单位: %



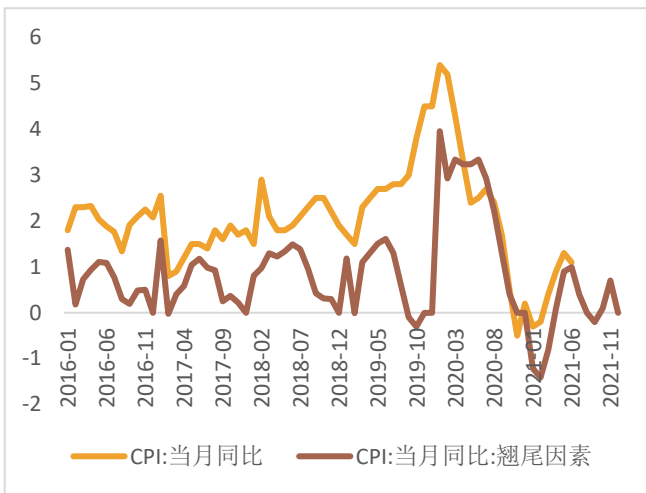
资料来源: Wind, 优财研究院

五、 8 月通胀压力减小

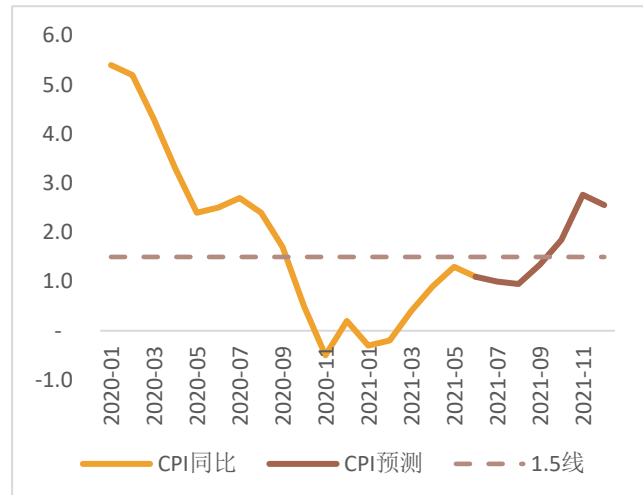
综合考虑近年 CPI 环比变化和当前物价走势对 CPI 同比进行预测，CPI 同比大概率要在 9 月才接近 1.5%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为偏复苏的类衰退期，10-12 月 CPI 同比大概率高于 1.5%。

图 13: CPI 同比及翘尾: 单位: %

图 14: CPI 同比预测: 单位: %



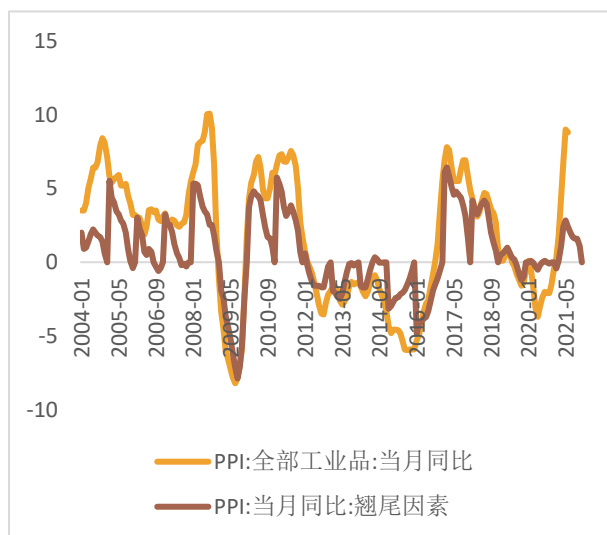
资料来源: Wind, 优财研究院



资料来源: Wind, 优财研究院

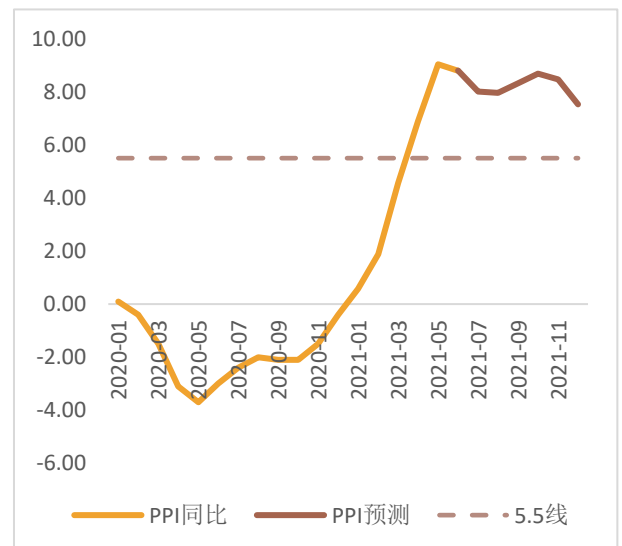
PPI 同比主要受生产资料 PPI 同比影响, 近期生产资料 PPI 同比和生活资料 PPI 同比均下降, 共同拉低 PPI 同比。从翘尾因素看, PPI 同比翘尾因素在 5 月已达到全面高点。综合考虑近年 PPI 环比变化和当前物价走势对 PPI 同比进行预测, PPI 同比大概率在 7-8 月继续回落, 但 7-12 月 PPI 同比大概率高于 5.5%。

图 15: PPI 同比及翘尾: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: PPI 同比预测: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

六、7月主要国内宏观事件及点评

1、中共中央政治局召开会议，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性

中共中央政治局7月30日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

点评：本次会议的判断延续了经济发展“不稳固、不均衡”的判断，财政政策强调“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底、明年初形成实物工作量。”我国专项债发行节奏后置或使四季度仍有较大量发行，稳定我国经济增速。货币政策强调“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。”我国货币政策或保持适度宽松，8月和9月MLF到期量分别为7000亿元和6000亿元，或使流动性偏紧，需要相应对冲政策对应。

2、央行下半年工作会议召开，保持宏观政策稳定性，坚持不搞“大水漫灌”

央行下半年工作会议召开，2021年下半年，坚持稳中求进工作总基调，保持宏观政策稳定性，坚持不搞“大水漫灌”，增强前瞻性有效性，稳健的货币政策继续聚焦支持实体经济。要大力推进改革开放，加强公正监管，反对垄断和不正当竞争，促进外贸外资稳定增长，巩固经济稳中向好态势，确保完成全年发展主要目标任务，

为加快构建新发展格局提供有力有效的金融支持。一是坚持稳字当头，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。二是整体协同、加快完善绿色金融体系。三是切实防范化解重大金融风险。四是持续加强宏观审慎管理。健全宏观审慎政策框架。五是进一步有序推进金融开放。六是深化重点领域金融改革。七是督促指导平台企业对照监管要求全面整改，对虚拟货币交易炒作保持高压态势。八是继续做好金融服务和管理。推进金融业重要立法。

点评：央行下半年工作会议强调，坚持不搞“大水漫灌”，与中央政治局会议一致，会议强调“增强前瞻性有效性，稳健的货币政策继续聚焦支持实体经济……引导金融机构加大对小微企业、“三农”、制造业等重点领域和薄弱环节支持力度。”说明我国货币政策更加注重结构性宽松，下半年货币政策整体偏宽松。

3、中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

中国人民银行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。

点评：决定公布之后，富时中国 A50 指数期货、现货白银、布伦特原油短线走高。在 CPI 及 PPI 数据公布企稳后，央妈放心下手降准，解除了国内市场流动性收紧担忧，用实际行动证明了国内稳健货币政策取向没有改变，利多股期两市。需注意的是，降准并不意味着政策下半年将进入稳增长宽松模式。现代货币政策框架下，政策基调更关注政策利率的变化，央行操作目标仍是“引导市场利率围绕政策利率附近波动”，资金面与降准并无绝对相关性，预计仍以平稳为主。下半年 MLF 到期量大增（7 月份到期 4000 亿元，下半年到期 4.15 万亿元），MLF 存量过高对抵押物也带来压力，通过置换 MLF 降准可在加强小微企业支持力度的同时避免银行间市场流动性过于宽松。

4、国务院领导人：积极的财政政策、稳健的货币政策要继续聚焦支持实体经济

和促进就业

国务院领导人：要统筹今年下半年和明年经济运行，着力保持在合理区间。针对国内外环境变化和市场主体需求，保持宏观政策连续性稳定性，坚持不搞“大水漫灌”，同时增强前瞻性精准性，加强区间调控，坚持就业优先。积极的财政政策、稳健的货币政策要继续聚焦支持实体经济和促进就业，近期实行的降准措施要体现结构性，更加注重支持中小微企业、劳动密集型行业，帮助缓解融资难题。

点评：7月9日的降准推升了金融市场的情绪，体现了央行保持流动性适度宽松的的决心。不过，我国经济整体复苏，经济仍有过热迹象，货币政策不可能过度宽松，经济恢复的不平衡，促使货币政策更注重结构性宽松，因原材料价格大涨导致成本端高升的中小微企业尤其需要政策的倾斜。

5、《中共中央国务院关于新时代推动中部地区高质量发展的意见》发布

新华社：《中共中央国务院关于新时代推动中部地区高质量发展的意见》7月22日发布。高标准建设安徽、河南、湖北、湖南自由贸易试验区，支持先行先试，形成可复制可推广的制度创新成果，进一步发挥辐射带动作用。支持湖南湘江新区、江西赣江新区建成对外开放重要平台。充分发挥郑州航空港经济综合实验区、长沙临空经济示范区在对外开放中的重要作用，鼓励武汉、南昌、合肥、太原等地建设临空经济区。积极培育区域性股权交易市场，支持鼓励类产业企业上市融资，支持符合条件的企业通过债券市场直接融资。

点评：改革开放让东部地区先富裕了起来，先富辐射可以带动后富，中部地区劳动力成本低于东部地区且处内陆中心要地，为了构建完整的内需体系，形成内需外需兼容互补、国内国际双循环相互促进的新格局，中部地区高质量发展是关键一

环，中部地区高质量发展意见发布，有利于经济平衡发展，利多 A 股。

6、新华社：中国经济持续向好的基本面没有发生变化

新华社撰文称，近期中国股市出现较大波动，市场存在一定的担忧情绪。深入分析当前市场关心的几方面问题，不难得出结论：中国经济持续向好的基本面没有发生变化，中国改革开放的步伐依然坚定，中国资本市场发展的基础依然稳固。无论是针对平台经济还是校外培训机构，这些监管政策，都是促进行业规范健康发展、维护网络数据安全和保障社会民生的重要举措，并非是针对相关行业的限制和打压，而是有利于经济社会长远发展。

点评：新华社撰文应该是为了引导市场认识靠拢正确的方向，减少非理性和悲观认知对资产价格的不合理扰动，无论是教育领域、房地产领域还是医疗领域，政策都是希望降低居民生活成本，保障社会民生，提升社会经济活力，短期虽利空相关行业，但长期有利于社会发展。当前全球维持宽松货币政策，我国经济较高速增长，是难得的调结构促增长时期，相关监管政策趋严，货币政策维持宽松，经济平稳发展，应该是下半年常态。

七、 宏观基本面

（一）上游：原材料、农业品、煤价、运价月化同比下降，工业品价格、动力煤价格、铁矿石价格、美元指数月化同比上升

截止 7 月 31 日，7 月 CRB 工业原材料价格月化同比 43.40%，较 6 月下降 1.31 个百分点；南华工业品指数月化同比 41.47%，较 6 月上升 0.09 个百分点；农业品指数月化同比 18.68%，较 6 月下降 0.45 个百分点；环渤海动力煤价格月化同比

23.63%，较 6 月同比增加 3.84 个百分点。铁矿石价格月化同比 74.84%，较 6 月上升 2.25 个百分点；原料运价指数 CCBFI 月化同比 18.56%，较 6 月下降 4.26 个百分点。布伦特原油月化同比 71.31%，较 6 月下降 8.74 个百分点。美元指数月同比-3.15%，较 6 月上升 3.07 个百分点。

(二) 中游：高炉开工率下降，半钢胎开工率、货运量、水泥价格同比下降，螺纹钢价格同比增速上升

截止 7 月 31 日，7 月高炉开工率均值 54.42%，较上月下降 7.11 个百分点。汽车半钢胎开工率月化同比为-13.04%，较 6 月下降 9.46 个百分点。6 月铁路货运量、公路货运量、水运货运量、民航货邮运输量同比分别为 0.21%，12.80%、4.80%和 10.60%，较上月分别变化-0.21、-12.80、-4.80 和-10.60 个百分点。7 月全国水泥价格指数月化同比为 2.95%，较上月下降 1.05 个百分点。螺纹钢月化同比较上月上升 1.39 个百分点，粗钢日均产量月化同比较上月下降 8.77 个百分点。

(三) 下游：商品房成交面积、成交土地占地面积月化同比下降，集装箱运价指数月化同比高位上升

截止 7 月 31 日，受去年同期的低基数减弱和房贷利率攀升影响，7 月 30 大中城市商品房成交面积月化同比-4.25%，较 6 月同比增速下降 3.32 个百分点，其中一、二、三线城市月化同比分别较前值变化-19.56、2.58 和-2.52 个百分点。

从 100 大中城市成交土地面积来看，截止 7 月 31 日，7 月月化同比较前值下降 35.99 个百分点。

集装箱运价指数同比高位攀升。截止 7 月 31 日，7 月 SCFI 指数月化同比

280.77%, 高于6月的277.79%, CCFI指数月化同比217.86%, 高于6月的195.24%。

(四) 价格：生猪、义乌小商品价格同比下跌，柯桥纺织价格同比上升

截止7月31日，22省市生猪均价7月月化同比-56.82%，较6月同比跌幅扩大2.10个百分点。

7月非食品类相应商品价格同比增速升降分化。义乌小商品指数和柯桥纺织月化同比分别为1.23%和4.22%，较前值同比分别变化-1.15个和0.76个百分点。

八、8月资产配置建议：股票>债券>商品

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。

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。

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>债券>现金>商品**；复苏期，上证50指数上涨幅度高于沪深300和中证500，金融股指涨幅最大，但稳定股指、消费股指涨幅与金融股指相近，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；过热期，上证50指数涨幅高于沪深300和中证500，不过上证50涨幅与沪深300和中证500涨幅相近，消费股指涨幅最大，但周期股指、稳定股指、金融股指、成长股指涨幅与消费股指相近，大类资产配置：**商品>现金>债券>股票**，不过股指涨幅、债券涨幅与现金涨幅相近；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：**债券>现金>商品>股票**，债券和现金涨幅接近。

表 1: 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

8 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但为正, 经济周期大概率属于偏复苏的类衰退期, 国内政策料将维持较宽松, 资产价格上升的概率较大, 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 > 债券 > 商品**。

九、 风险提示

经济复苏不及预期; 疫情爆发超预期; 政策变化超出预期。

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/>