



2021年8月3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

时不我待，积极进取

——股指逻辑分析与 8-12 月资产配置建议

内容提要

8-9 月 A 股有较强支撑，逻辑如下：

(一) 股指长期逻辑 1、7 月 31 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 51.6%，较疫情前去年 3 月 15 日的 73%，仍有较大差距，在疫情反复下，未来 1-2 年全球需求将趋势回升；2、我国经济正从高增速向中增速过渡，长期我国利率趋势下降，估值分母端利多股指；3、长期看，我国将全面实施注册制，上市公司进出股市更便利，沪深 300 以蓝筹股为主，成交量和业绩增长平稳，更受市场偏好；4、中国经济增长速度高于全球主要经济体，A 股估值相对海外主要股指处于较低位置，北向资金将以净流入为主，支撑市场情绪；5、我国直接融资比例低，政府强调需提升直接融资比例，利多 A 股。

(二) 股指短期逻辑：1、8-9 月中国经济处于类衰退期，利多股指；2、市场仍一致预期经济趋势复苏，该信仰支撑市场情绪维持高位；3、以两年平均增速计中国经济处复苏通道、经济增长超预期、进出口超预期、社融超预期、景气度在扩张区间、利润增速维持高位，估值分子端对股指形成支撑；4、8-10 月全球或仍处疫情高爆发期，全球货币政策收紧料将延后，我国出口承压和消费仍疲软的背景下，国家政策偏积极，利多股指；5、受地方专项债投放后置影响，我国基建投资在下半年或加速，利多 A 股。

下半年大类资产配置建议：(1) 8-9 月，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，资产配置建议：股票>债券>商品；(2) 10-11 月，经济周期大概率属于类滞胀期，国内政策料将收敛，资产价格回调的概率较大，资产配置建议：债券>商品>股票；(3) 12 月经济周期大概率属于类衰退期，国内政策料将较宽松，资产价格上升的概率较大，股市或得势大幅攀升，资产配置建议：股票>债券>商品。

风险提示

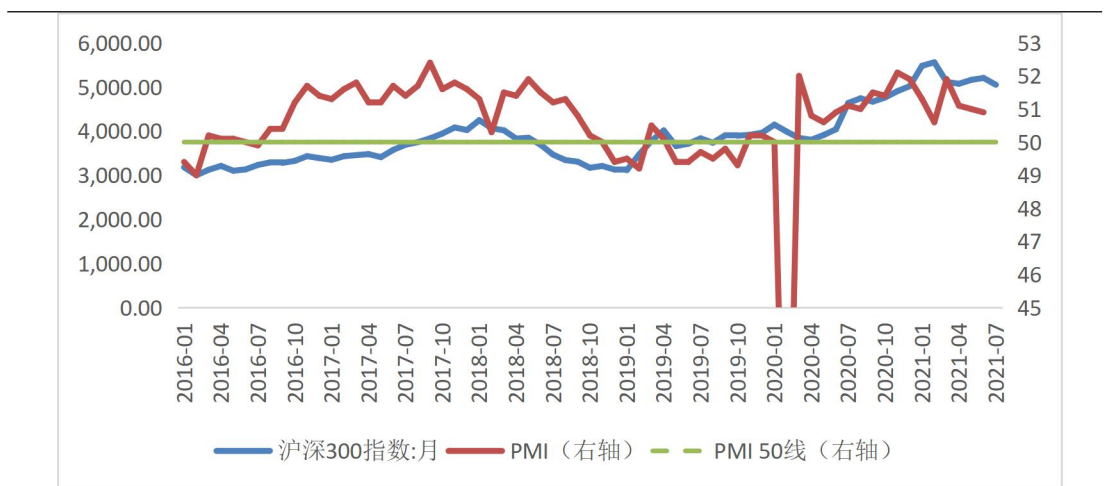
经济复苏不及预期；疫情爆发超预期；政策变化超出预期

一、8-9 月 A 股有较强支撑

7 月底 A 股大跌主要是因为我国监管措施转严，但新华社安抚市场情绪撰文称，“监管政策，都是促进行业规范健康发展……的重要举措，并非是针对相关行业的限制和打压”，市场情绪得到快速修复。在经济趋势复苏信仰不破的情形下，A 股仍易涨难跌。下半年 A 股净流入或超 2000 亿元，对 A 股形成强支撑。

经济景气度高于枯荣线阶段沪深 300 指数绝大部分时段上涨，当前全球经济仍在复苏中，下半年我国经济向好，有利于沪深 300。

图 1：沪深 300 在经济复苏期上涨时间段长于下跌



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。

当 A 股大幅反弹的概率很大，逻辑如下：（一）股指长期逻辑：1、7 月 31 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 51.6%，较疫情前去年 3 月 15 日的 73%，仍有较大差距，在疫情反复下，未来 1-2 年全球需求将趋势回升；2、我国经济正从高增速向中增速过渡，长期我国利率趋势下降，估值分母端利多股指；3、长期看，我国将全面实施注册制，上市公司进出股市更便利，沪深 300 以蓝筹股为主，成交量和业绩增长平稳，更受市场偏好；4、中国经济增长速度高于全球主要经济体，A 股估

值相对海外主要股指处于较低位置，北向资金将以净流入为主，支撑市场情绪；5、我国直接融资比例低，政府强调需提升直接融资比例，利多 A 股。（二）股指短期逻辑：1、8-9 月中国 CPI 同比和 PPI 同比大概率小幅升降，产出缺口下降但为正，经济处于类衰退期，利多股指；2、市场仍一致预期经济趋势复苏，该信仰支撑市场情绪维持高位；3、以两年平均增速计中国经济处复苏通道、经济增长超预期、进出口超预期、社融超预期、景气度在扩张区间、利润增速维持高位，估值分子端对股指形成支撑；4、8-10 月全球或仍处疫情高爆发期，全球货币政策收紧料将延后，我国出口承压和消费仍疲软的背景下，国家政策偏积极，利多股指；5、受地方专项债投放后置影响，我国基建投资在下半年或加速，利多 A 股。

当前宏观环境利多 A 股：以两年平均增速计中国经济处复苏通道、经济增长超预期、进出口超预期、社融超预期、景气度在扩张区间、利润增速维持高位、政策保持对经济恢复的必要支持力度、中美经贸领域正常沟通、RECP 核准工作持续推进、美联储反复强调高通胀的暂时性、美国就业快速恢复、全球宽松货币政策持续时间拉长、全球新冠疫苗接种持续推进等，为市场情绪提供支撑。

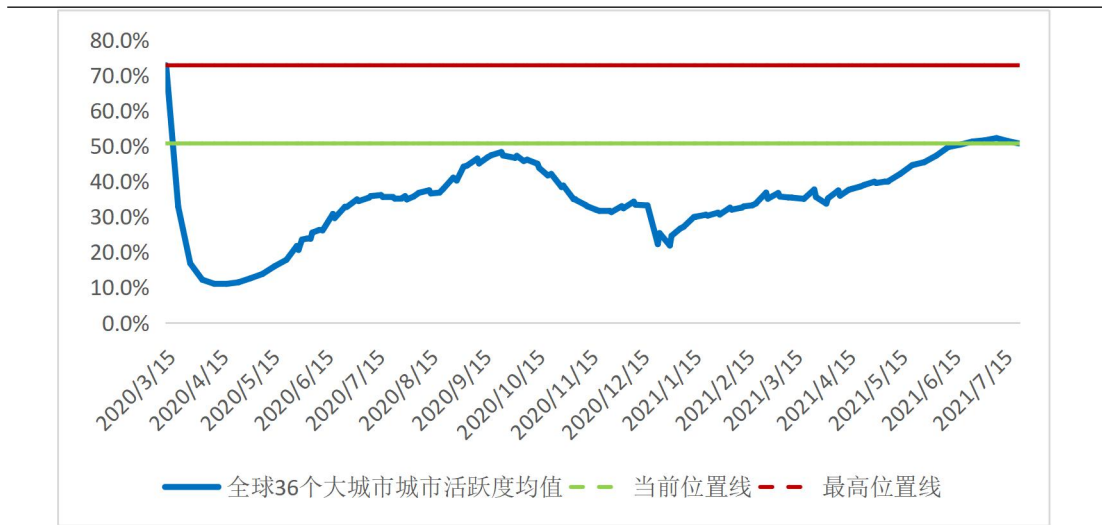
简而言之，一方面，8-9 月生产端和消费端价格同比均较前值下降，通胀压力缓解，对应宏观货币政策环境料维持宽松，分母端对资产估值的影响偏正面；另一方面，我国经济景气度较高，工业增加值增速和 PPI 同比维持高位，在价和量同比均较高的背景下，企业盈利维持高增长，分子端也支撑高估值。

二、 支撑 A 股的长期逻辑

1、 未来 1-2 年全球需求将趋势回升

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%，较疫情前去年 3 月 15 日的 73%仍有较大差距，在疫情反复下，未来 1-2 年需求将趋势回升，经济趋势复苏信仰不破，A 股易涨难跌。

图 2：未来 1-2 年全球需求将趋势回升

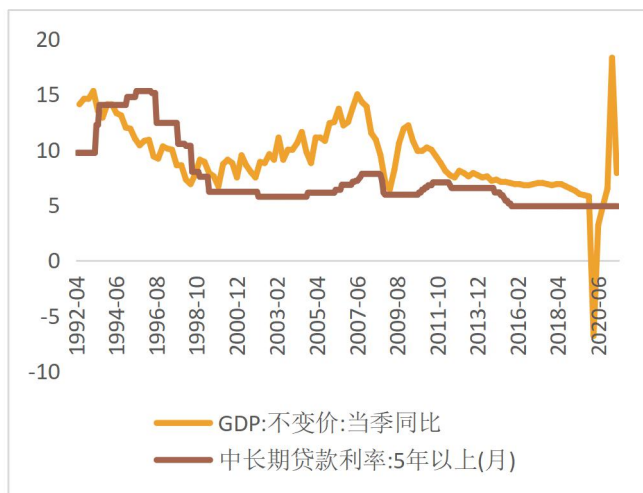


资料来源：Citymapper，优财研究院

2、长期我国利率趋势下降

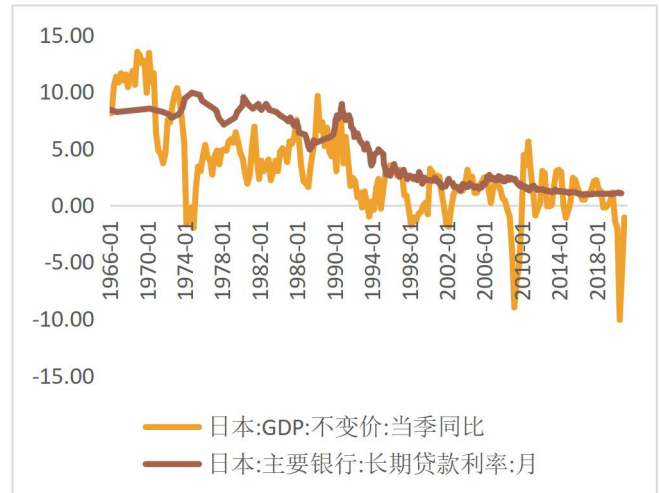
我国经济正从高增速向中增速过渡，长期我国利率趋势下降，估值分母端利多股指。我国经济增长路径与日本类似，日本在 90 年代经济增速由高增速向低增速切换期间，利率快速下降，我国为缓解企业融资难融资贵问题，利率正处下降通道，对 A 股呈正面影响。

图 3：中国经济增速下行，利率下降：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：日本经济增速下行阶段利率下行



资料来源：Wind，优财研究院

3、我国将全面实施注册制，沪深 300 更受市场偏好

长期看，我国将全面实施注册制，上市公司进出股市更便利，投资小市值股票的风险增加，沪深 300 以蓝筹股为主，成交量和业绩增长平稳，更受市场偏好。

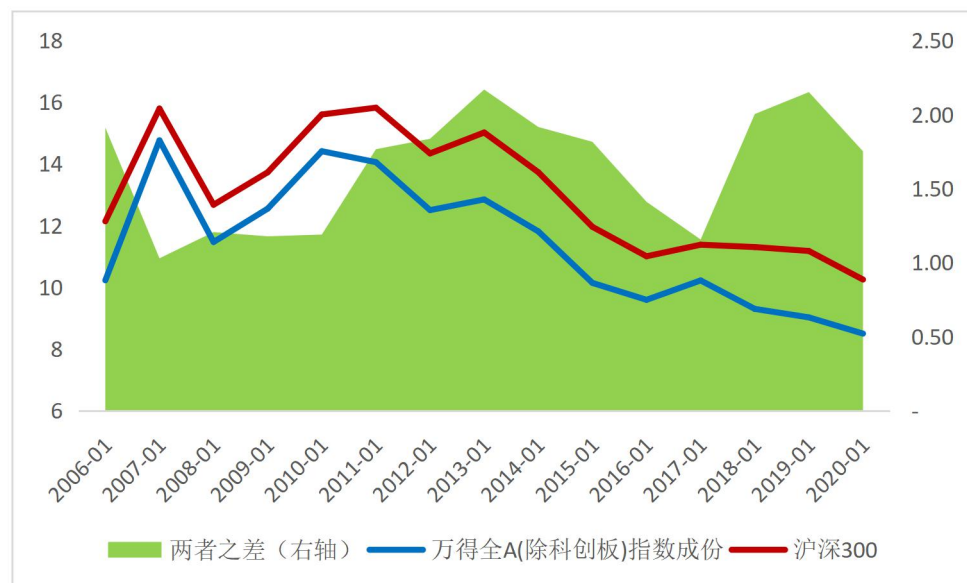
表 1：沪深 300 以蓝筹股为主，股票具有高流动性，公司业绩增长较平稳，受市场偏好

	沪深 300（亿元）			全部 A 股（亿元）		
	成交额	总市值	自由流通市值	成交额	市值	自由流通市值
均值	17.37	1,565.72	618.7	3.48	195.58	84.29
中位数	7.9	877.52	334.95	0.87	55.25	24.82

数据来源：Wind，优财研究院

党的十九届五中全会提出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。注册制实行将使得新股大量供应，市场大幅扩容，个股涨跌将分化明显，沪深 300 将更受市场偏好。

图 5：净资产收益率-摊薄(整体法)



资料来源：Wind，优财研究院

沪深 300 的 ROE（摊薄整体法）高于万得全 A（除科创板），2017 年中以来两者之差快速攀升至历史高位，沪深 300 表现优于万得全 A。

4、北向资金趋势净流入，仍有巨大空间

短期看，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，中国经济增长速度高于全球主要经济体，A股估值相对海外主要股指处于较低位置，且中美利差较大，北向资金料将以净流入为主，支撑市场情绪。

表 2：IMF 预测全球 GDP 实际增长率：单位：%

GDP 实际增长率		2019	2020	2021E
全球	全球	2.8	-3.2	6
经济体	欧元区	1.3	-6.5	4.6
	东盟五国	4.9	-3.4	4.3
	发达经济体	1.6	-4.6	5.6
	新兴市场和发展中经济体	3.7	-2.1	6.3
国家	中国	6	2.3	8.1
	美国	2.2	-3.5	7
	日本	-	-4.7	2.8
	韩国	2.2	-0.9	4.3
	英国	1.4	-9.8	7
	巴西	1.4	-4.1	5.3
	印度	4	-7.3	9.5
	南非	0.2	-7	4
	俄罗斯	2	-3	4.4
	越南	7.02	2.91	6.5
	墨西哥	-0.2	-8.3	6.3
	印度尼西亚	5	-2.1	3.9

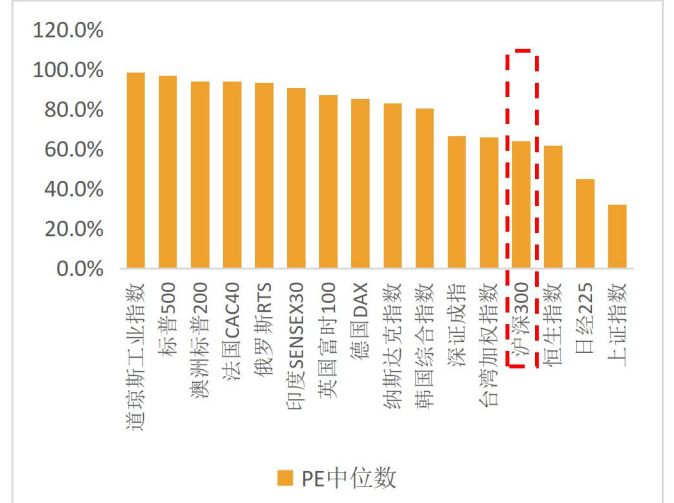
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：沪深 300 估值低于全球主要股指



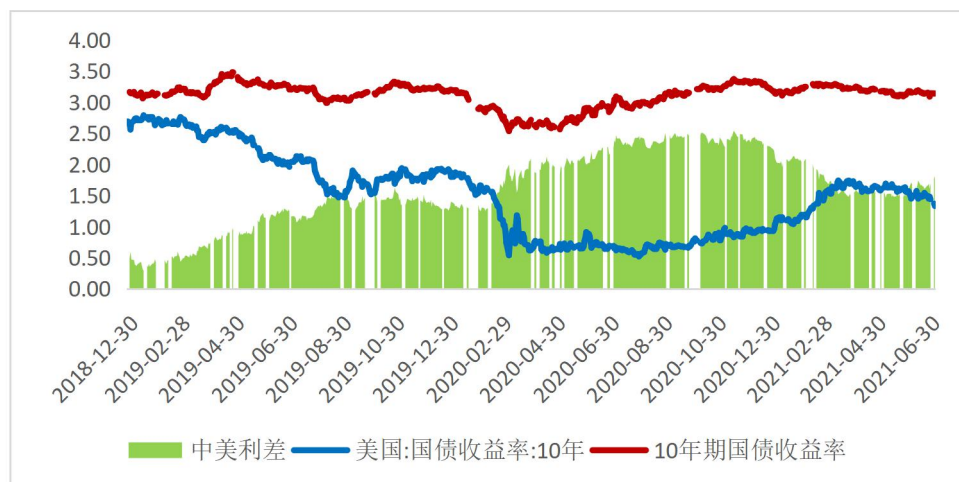
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：沪深 300 当前 PE 分位数百分比处低位



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：中美利差处于历史高位：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

韩国外资持仓市值占总市值比重最高达约 40%，日本外资持仓市值占总市值比重最高达约 30%，当前外资市值占 A 股总市值仅约 5%，外资净流入还有巨大空间。

5、政府强调需提升直接融资比例，对 A 股形成支撑

党的十八大以来，国家领导人就提高直接融资比重、优化融资结构、增强金融服务实体经济能力作出一系列重要指示，发展直接融资是资本市场的重要使命。发展直接融资可将不同风险偏好、期限的资金更为精准高效地转化为资本，促进要素向最具潜力的领域协同集聚，提高要素质量和配置效率，推动产业基础高级化、产业链现代化。从境外经验看，以直接融资为主导的经济体，在产业结构转型升级中往往能够抢占先机，转型过程也更为平稳顺畅。

截至 2020 年 9 月末，直接融资存量达 79.8 万亿元，约占社会融资规模存量的 29%。我国直接融资比例较中、高收入国家低 15 个百分点左右。我国直接融资比例低，导致企业融资成本较高，拖累实体经济发展。政府强调需提升直接融资比例，融资将更大比例通过 A 股市场，对 A 股呈正面影响。

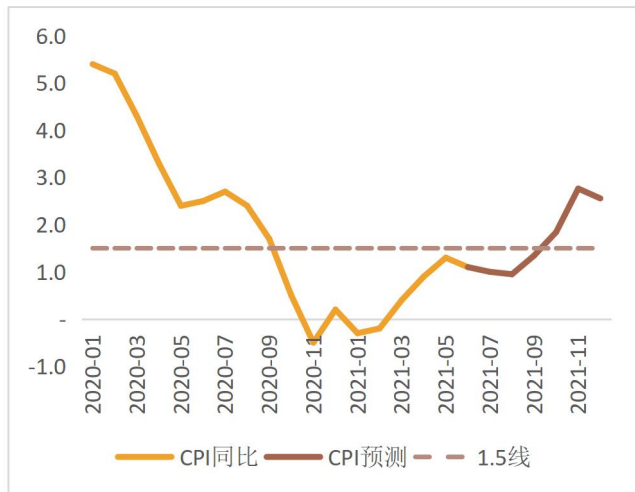
三、 支撑 A 股的短期逻辑

1、8-9 月类衰退期，有利于 A 股

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 1.5% 归入衰退和复苏。

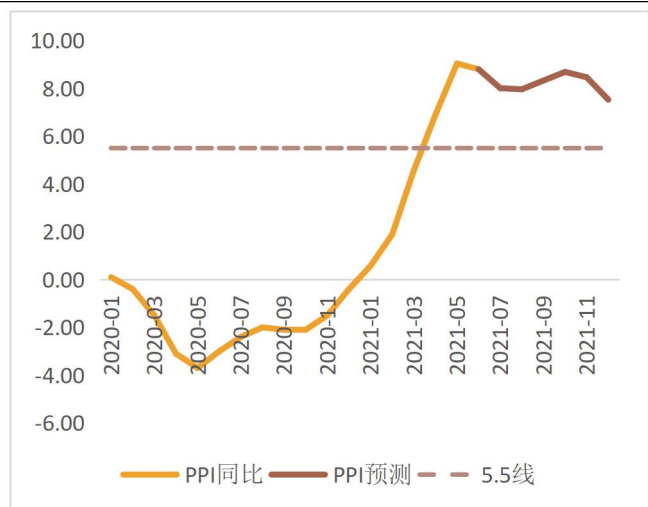
综合考虑近年 CPI 环比变化和当前物价走势对 CPI 同比进行预测，CPI 同比大概率要在 9 月才接近 1.5%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为偏复苏的类衰退期，10-12 月 CPI 同比大概率高于 1.5%。

图 9：我国 CPI 同比及预测



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：我国 PPI 同比及预测



资料来源：Wind，优财研究院

表 3: 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	衰退
2021 年 9 月	-0.27	1.34	类衰退
2021 年 10 月	-0.71	1.84	类滞胀
2021 年 11 月	-1.14	2.76	类滞胀
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。

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>债券>现金>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: **债券>现金>商品>股票**, 债券和现金涨幅接近。

表 4：2010 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

8-9 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，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**。

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类滞胀期，国内政策料将收敛，资产价格回调的概率较大，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：**债券>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类衰退期，国内政策料将较宽松，资产价格上升的概率较大，股市或得势大幅攀升，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**。

2、其他短期逻辑

(1) 以两年平均增速计中国经济处复苏通道、经济增长超预期、进出口超预期、社融超预期、景气度在扩张区间、利润增速维持高位，估值分子端对股指形成支撑。

二季度 GDP 不变价同比 7.9%，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%。

以美元计，6 月出口同比 32.2%，高于预期的 23%，前值为 27.9%；进口同比 36.7%，高于预期的 29.5%，前值为 51.1%。

6 月社会融资规模增量 3.67 万亿，预期 2.89 万亿，前值 1.92 万亿，6 月新增幅度为近年同期最高，6 月新增人民币贷款 2.12 万亿，预期 1.85 万亿，M2 同比增速为 8.6%，较上月增加 0.3 个百分点。

7 月中国制造业 PMI50.4%，非制造业 PMI53.3%，均高于枯荣线，仍处扩张区间。

1-6 月规模以上工业企业利润同比增长 66.9%，比 2019 年 1-6 月份增长 45.5%，两年平均增长 20.6%，为历史较高增速。

(2) 8-10 月全球或仍处疫情高爆发期，全球货币政策收紧料将延后，我国出口承压和消费仍疲软的背景下，国家政策偏积极，利多股指。

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，叠加德尔塔病毒具有高传染性，在疫情接种率较低国家疫情仍可能快速蔓延，全球货币政策收紧节奏有所放缓。

美联储半年度货币政策报告指出，“美联储的资产购买行动及其有关在实现通胀和就业目标前不加息的承诺……疫情的影响继续给美国经济带来压力，就业仍远低于疫情爆发前的水平。”

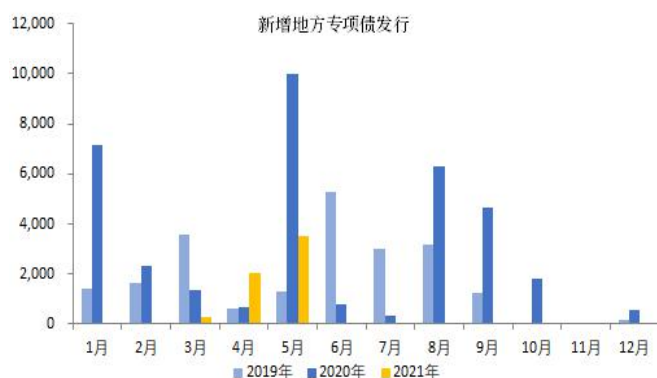
欧央行承诺在 2022 年 3 月前购买 1.85 万亿欧元（约 2.2 万亿美元）债券，作

为其紧急抗疫购债计划（PEPP）的一部分。欧洲央行称，将寻求中期消费者物价增幅在 2%，该目标是“对称性的”，可允许通胀率在“一段过渡时期”内“温和”超标。这较前期“中期内低于但接近 2%”的通胀目标转变较大。欧洲央行行长拉加德表示，欧央行已经从过去的危机中吸取教训，不会过早撤出紧急支持性措施，以免破坏当前经济复苏势头。

（3）受地方专项债投放后置影响，我国基建投资在下半年或加速，利多 A 股。

财政后置节奏下三季度和四季度前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”，对下半年经济形成支撑作用。预计下半年基建投资两年平均增速小幅加快，对经济形成支撑，利多 A 股。

图 11：专项债发行后置



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：基建投资两年平均增速小幅加快



资料来源：Wind，优财研究院

四、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/>