



2021年9月15日

经济渐入偏滞胀衰退期，消费增速有支撑

——1-8月经济数据点评

内容提要

1) 1-8月固定资产投资同比增8.9%，预期增9.1%，前值增10.3%。2) 8月社会消费品零售同比增2.5%，预期增7.4%，前值增8.5%。3) 中国8月规模以上工业增加值同比增5.3%，预期增5.8%，前值增6.4%。

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，但下降幅度大超市场预期，两年平均增速进一步放缓，进一步验证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，消费疲软，工业品价格保持高位，中小企业成本端上升很快，全球疫情蔓延速度放缓，出口增速有支撑，我国货币政策料将维持宽松，但宽松空间有限，政策倾向于提振内需，支持中小企业生产经营。

2、消费增速远不及预期，究其原因，一是因缺芯，汽车零售同比形成拖累；二是因国内疫情点状爆发，洪涝灾害频发，通行较去年大幅走弱，服务业表现较差；我们认为，消费增速将向GDP增速回归，缺芯正逐步改善，10月小长假市场预计迎来通行的爆发，对消费形成进一步支撑，预计8月是消费增速的底部。

3、7-8月经济增长不及预期，预计9-12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，美国Taper渐行渐近，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。

4、10-11月，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，美国Taper渐行渐近，北向资金净流出的可能性加大。资产价格回调的压力大，股市或偏好积极防御，疫情或仍压制商品供给端，需求恢复或提振商品需求端，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

请务必仔细阅读正文之后的声明

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: yangpu@jinxinqh.com

一、事件

2021年9月15日国家统计局发布2021年1-8月中国宏观经济数据：(1)1-8月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长8.9%；比2019年1-8月份增长8.2%，两年平均增长4.0%，低于前值的4.3%。(2)8月，社会消费品零售总额同比增长2.5%；比2019年8月份增长3.0%，低于前值的7.2%。1-8月，同比增长18.1%，比2019年1-8月增长8.0%。(3)8月，规模以上工业增加值同比实际增长5.3%，比2019年同期增长11.2%，两年平均增长5.4%，低于前值对5.6%。1-8月，规模以上工业增加值同比增长13.1%，两年平均增长6.6%，低于前值的6.7%。

二、点评

1、9-12月宏观经济环境判断：

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，但下降幅度大超市场预期，两年平均增速进一步放缓，进一步验证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，9-12月房地产市场调控或继续从严取向，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落阶段，基建投资增速斜率逐渐由负转正。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 年或下降，基建投资增速较 2020 年大幅降低。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”，基建增速或将企稳。

今年专项债投向更侧重于基建项目，今年 1-8 月基建占比约 48%，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。

7-8 月经济增长不及预期，预计 9-12 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。

2、7-8 月受汛情和疫情影响投资增速不及预期，投资增速短期或下行

8 月固定资产投资累计同比 8.9%，低于预期的 9.1%，前值为 10.3%，比 2019 年 1-8 月份增长 8.2%，两年平均增长 4.0%，低于前值的 4.3%，显示我国固定资产投资转弱。

8 月房地产投资累计同比 10.9%，较前值下降 1.8 个百分点，两年平均增长 7.7%，低于前值的 8.0%，显示在经济逐步恢复的过程中，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-3.2%，较前值的-0.9%跌幅扩大；房屋竣工面积累计同比 26.0%，较前值上升 0.3 个百分点。房地产开发资金来源累计同比 14.8%，低于前值的 18.2%，其中自筹资金累计同比 9.3%，低于前值 10.9%，定金及预收款累计同比 31.3%，低于前值的 38.3%，个人按揭贷款累计同比 13.4%，低于前值的 17.0%。商品房销售面积累计同比 15.9%，低于前值的 21.5%，今年 8 月较 2019 年 8 月的值

增长 12.1%，低于前值的 14.5%。8 月末商品房待售面积 50580 万平方米，比 7 月末减少 284 万平方米；8 月房地产企业购置土地面积累计同比-10.2%，较前值的-9.3% 跌幅扩大。从高频数据看，截止 9 月 15 日，9 月 100 大中城市成交土地面积日均值月化同比-68.63%，较 8 月月化同比跌幅扩大 26.77 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 12.61 个百分点，指向 **9 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**。9 月 100 大中城市成交土地溢价率均值录得 3.47%，较 8 月均值下降 4.40 个百分点，为历史低位。

8 月基础设施建设投资(不含电力)累计同比 2.9%，低于前值的 4.6%。**基建投资是逆周期调节的重要手段，在经济增速再度下行的背景下，基建投资增速有望发力**。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 年趋平，基建投资增速较去年明显下降。财政后置节奏下 9-12 月专项债大概率较去年同期大幅增加，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”，**基建增速将逐渐走平**。

8 月制造业投资累计同比 15.7%，较前值下降 1.6 个百分点，两年平均增长 3.3%，比 1-7 月份加快 0.2 个百分点，维持复苏态势。去年 8 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 4-8 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 1 个大类累计同比增速攀升（7 月为 2 个），这 1 个行业是纺织业**；其中较前值下降最多的是化学原料及化学制品制造业、医药制造业、农副食品加工业、食品制造业和有色金属冶炼及压延加工业。8 月底以来，国外疫情蔓延速度明显下降，部分国家放松管控措施，全球经济趋势复苏，**我国制造业投资增速有支撑**。

高技术产业投资较快增长。8 月高技术产业投资同比增长 18.9%，两年平均增长 13.4%；其中高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 25.8%、6.3%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业，航空、航天器及设备制造业投资同比分别增长 48.8%、45.2%；高技术服务业中，电子商务服务业、检验检测服务业投资同比分

别增长 36.0%、23.6%。社会领域投资同比增长 13.3%，两年平均增长 10.7%；其中卫生投资、教育投资同比分别增长 33.8%、12.2%。

8月民间投资累计同比增长 11.5%，较前值下降 1.9 个百分点，两年平均增长 3.9%，比 1-7 月份加快 0.5 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。**8月农、林、牧、渔业投资累计同比 16.4%，较前值下降 3.3 个百分点，采矿业累计同比 6.7%，较前值下降 2.2 个百分点。

统计局认为：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。

3、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。8月，社会消费品零售总额同比增长 2.5%，比 2019 年 8 月增长 3.0%，较前值的 7.2% 下降。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 3.6%。扣除价格因素，8 月份社会消费品零售总额实际增长 0.9%。

国家统计局新闻发言人付凌晖称，7、8 月份社会消费品零售总额增速有所回落，主要是由于汛情和疫情短期冲击因素的影响，但支撑消费的就业形势保持了总体稳定，有利于增加居民收入。同时，居民消费结构升级的态势仍在延续，随着疫情防控逐步显效，消费拉动仍然会继续显现。

消费增速远不及预期，究其原因，一是因缺芯，汽车零售同比形成拖累；二是因国内疫情点状爆发，洪涝灾害频发，通行较去年大幅走弱，服务业表现较差；我们认为，消费增速将向 GDP 增速回归，缺芯正逐步改善，10 月小长假市场预计迎来通行的爆发，对消费形成进一步支撑，预计 8 月是消费增速的底部。

按经营单位所在地分，8 月，城镇消费品零售额同比增长 2.3%；乡村消费品零售额增长 3.4%。1-8 月，城镇消费品零售额同比增长 18.3%，乡村消费品零售额增长 17.2%。

按消费类型分，8月，商品零售同比增长3.3%；餐饮收入同比下降4.5%。1-8月，商品零售同比增长16.5%，餐饮收入增长34.4%。

1-8月，社会消费品零售总额同比增长18.1%，比2019年1-8月份增长8.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长17.8%。

1-8月，全国网上零售额同比增长19.7%。其中，实物商品网上零售额同比增长15.9%，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22.4%、19.4%和14.2%。

从具体门类8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7月，15个门类增速均下降，较7月增加2个门类。增速下降幅度最大的5个门类分别为金银珠宝类、通讯器材类、服装鞋帽针纺织品类、汽车类和化妆品类。

高频数据显示，截止9月15日，9月商品房成交面积月化同比较8月同比跌幅扩大12.61个百分点，或压制房地产产业链门类消费，9月汽车轮胎半钢胎月化同比较8月跌幅扩大12.08个百分点，汽车零售同比承压，压制消费增速。

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。

4、经济下行压力加大，经济衰退进一步确认

8月，规模以上工业增加值同比实际增长5.3%，较前值下降1.1个百分点，比2019年同期增长11.2%，两年平均增长5.4%，低于前值的5.6%。从环比看，7月，

规模以上工业增加值比上月增长 0.31%。1-8 月，规模以上工业增加值同比增长 13.1%，两年平均增长 6.6%，低于前值的 6.7%。

8 月，制造业增加值累计同比 14.0%，较前值下降 1.4 个百分点，采矿业增加值累计同比 5.0%，较前值下降 0.3 个百分点，电力、燃气及水的生产和供应业增加值累计同比 12.4%，较前值下降 1.0 个百分点。

从具体行业看，因基数效应减弱，8 月 17 个已经公布累计同比增速的行业中 16 个行业较 7 月下挫，只有医药制造业较前值攀升。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、黑色金属冶炼及压延加工业与橡胶和塑料制品业。

8 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、黑色金属冶炼及压延加工业、食品制造业和农副食品加工业。

从出口交货值看，我国 8 月工业企业出口交货值同比 14.8%，较前值上升 3.8 个百分点，显示当月企业出口交货转强。由于 8 月出口同比 25.6%，高于预期的 19.6% 和前值的 19.3%，显示当月生产的出口交货和整体出口均强。9 月全球疫情蔓延速度下降，全球经济复苏趋势不变，我国出口增速有支撑。8 月，工业企业产品销售率为 97.8%，较前值提升 0.1 个百分点，同比下降 0.4 个百分点。

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从 8 月 25 日的高点 74.5 万回落至近期的 63.3 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，随着疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势上减弱，全球复工复产趋势稳步推进，我国经济增长有较强支撑。

统计局认为，8 月国民经济继续保持恢复态势。但也要看到，当前国际环境复杂严峻，国内疫情多点散发和汛情等自然灾害对经济运行的冲击显现，经济恢复的基

础仍需巩固。下一步，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，按照党中央、国务院决策部署，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，有效实施宏观政策跨周期调节，巩固拓展统筹疫情防控和经济社会发展成果，保持经济运行在合理区间，促进经济高质量发展。

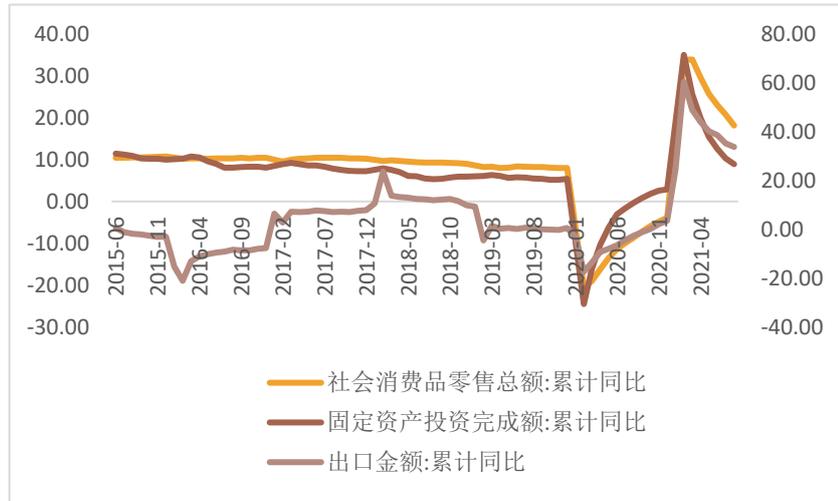
5、股债配置建议

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，经济增速进一步回落，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。国外疫情对全球经济的负面冲击仍大，发达经济体宽松的货币政策料将维持，但货币政策逐步适度收紧，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，在全球经济趋势复苏背景下成长和周期股仍是主赛道，但整体资金仍将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但难持续。

10-11月CPI同比大概率攀升，PPI同比高位攀升，经济增速进一步回落，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。美国Taper渐行渐近，市场预期11-12月美国实施Taper，新兴市场资金大幅流出的风险加剧，我国北向资金净流出可能性加大。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，疫情或仍压制商品供给端，需求恢复或提振商品需求端，资产配置建议：商品>股票。

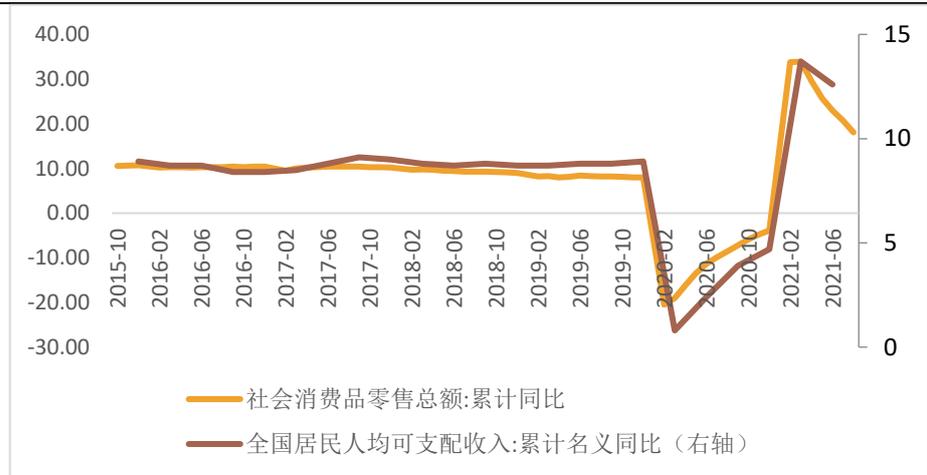
12月CPI同比和PPI同比大概率下降，经济增速回落的可能性大，经济周期大概率属于衰退期，通胀压力减小，国内政策料将边际宽松，资产价格上升的概率较大，股市或得势攀升，弹性较大且符合国家战略布局方向的成长股或更受市场偏好，资产配置建议：股票>商品。

图 1：社零、固投和出口累计同比：单位：%



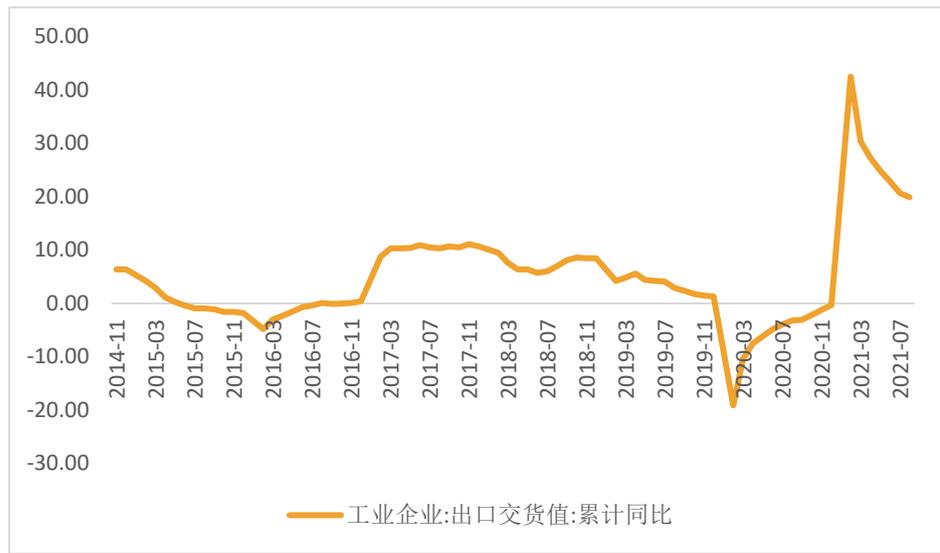
资料来源：Wind，优财研究院

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/>