



2021年8月18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: yangpu@jinxinqh.com



为什么总是消费股？

——股指研究系列之五

内容提要

为何消费股在不同经济阶段表现均不俗？

2005年以来，不同经济阶段，整体股市大幅上涨期间消费股表现不俗，而且整体股市大幅下跌时期消费股具有较强抗跌属性。从风格涨跌看，消费股指表现整体优于成长、周期和金融股，消费绝大部分时间段表现好于周期股，消费股、成长股和金融股在不同阶段涨跌分别占优。

消费股在不同经济阶段表现均不俗主要有如下原因：1、消费股指 ROE 较平稳且近 15 年一直处较高位置；2、消费股指 PE 分位数长期处于相对偏低位置；3、北向资金偏好消费股，对其形成强力支撑；4、消费类子行业食品饮料在股市中表现优异。

就美国看，虽然美国消费股涨幅不及科技股，但表现不俗，尤其是消费服务和卫生保健涨幅仅次于科技股。尤其是 2010 年以来，消费股走势明显好于道琼斯指数。日常消费品净资产收益率长期高于其他大类，可选消费净资产收益率近 10 年也处于大类中的高位，支撑美国消费股表现优异。

我国消费仍有很大提升空间，支撑消费股：1、我国城市化持续推进，有很大提升空间；2、我国基尼系数仍高，当下注重公平，贫富差距有望缩小，走向共同富裕；3、我国居民消费率和最终消费率低于美、日、韩，有较大提升空间；4、居民的边际消费倾向有望由降转升。

当前宏观环境判断及资产配置建议：8-9 月，国内政策边际宽松，北向资金以净流入为主，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；10-11 月，美国可能实施 Taper，国内政策维持宽松但边际收敛，北向资金净流出的可能性加大，资产价格回调的压力加大，具有防御属性消费股指或更受市场偏好；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。

风险提示

重大突发事件冲击；宏观经济指标剧烈变化；监管措施巨大变化

请务必仔细阅读正文之后的声明

相对来说，股指对宏观环境敏感，本系列试图研究不同宏观环境下股指的变化。本篇为该系列第五篇，探讨为何消费股在不同经济阶段表现均不俗？

一、前文回顾

该系列第一篇研究了宏观环境下股指的涨跌，通过统计 2002 年 1 月至 2021 年 1 月，沪深 300、中证 500、PPI 同比、CPI 同比、工业增加值同比、DR007、M1 同比和 M2 同比数据的相关性，得到：沪深 300 和中证 500 与 PPI 同比弱正相关与 CPI 同比弱负相关、与工业增加值弱正相关与 DR007 弱负相关。沪深 300 在利率下行、CPI 同比加速和经济增速放缓时上涨的概率高于这些指标往相反的方向变化时，中证 500 相反。

该系列第二篇研究了当前美林时钟是否在美国仍有效，得到：

(1) 2007 年 1 月至 2021 年 2 月，美国衰退、复苏、过热和滞胀期切换有所加快，并且复苏期较其他 3 个时期持续时间短很多。尤其是 2016 年 1 月以来复苏期和滞胀期持续时间很短，似乎美林时钟经济周期的轮转理论失效了。(2) 从计算的净值看，2007 年 1 月至 2021 年 2 月，美林时钟配置法则下净值远高于单独配置股票、债券、商品和现金的净值，说明美林时钟配置法则仍有效。

该系列第三篇研究了当前美林时钟在中国的应用，得到：

修正美林时钟的结论：通过统计 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现，得到大类资产配置：衰退期，股票>债券>现金>商品；复苏期，股票>商品>债券>现金；过热期，商品>股票>债券>现金；滞胀期：债券>现金>商品>股票。经修正的 2005-2021 年资产配置净值从 1 上升为 114.3，大幅高于前述未修正未调整的配置净值 8.14，且最大回撤要小很多，说明经调整后资产配置方案更加有效。

该系列第四篇探讨煤飞色舞的周期行情一般是在什么时候爆发？是否每次都是周期搭台成长唱戏？，得到：

2005 年以来，不同经济阶段，成长股和周期股同涨同跌。衰退期、复苏期、过热期和滞胀期成长股一般优于周期股；我国成长股指 PE 绝大部分时间段高于周期、金融、消费和稳定股指；周期股和成长股涨跌趋势基本一致，2005 年 1 月至 2021 年 4 月周期股指与成长股指相关系数为 0.88，显示两者高度正相关。

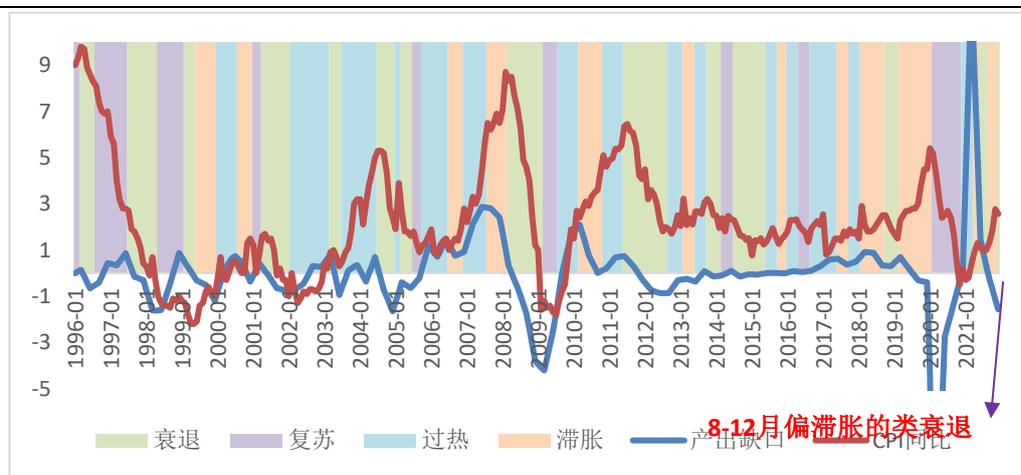
虽然周期股指与成长股指大部分时间同涨同跌，但涨幅孰高孰低有很大不同。2005 年以来，大部分时间成长股涨幅高于周期股，但在经济趋势复苏时期（2006 年四季度至 2007 年三季度，2014 年，2016-2017 年，2020 年下半年至 2021 年 5 月），周期股涨幅高于成长股。成长股高于周期股时间段，存在较多周期搭台成长唱戏阶段。

二、不同经济阶段，消费股表现优异

（一）在经济不同阶段，消费股表现优异

我们以 GDP（国内生产总值）增长率和 CPI（消费者物价指数）增长率这两个宏观指标，把经济周期划分为复苏期（经济上行且通胀下行），过热期（经济上行且通胀上行），滞胀期（经济下行且通胀上行）和衰退期（经济下行且通胀下行），用中国 GDP 不变价季度数据进行 HP 滤波处理后得到产出缺口数据。

图 1：美林时钟下中国经济周期：单位：%



资料来源：美林证券，Wind，优财研究院

我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。股票以沪深 300 为指标、债券以中证企业债为指标、商品以南华综合指数为指标、现金以 10 年期国债到期收益率为指标。

按照定义，通胀同比上升就归入滞胀和过热，但实际上当通胀同比处于很低位置回升时，市场还是会把经济归入衰退和复苏期，我们通过研究发现，当 CPI 同比高于 4% 时，货币政策大概率收紧，股指下跌的可能性较大，因此我们把 CPI 同比大于 4% 归入滞胀和过热，类似的我们把 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。

经上述调整和修正后，以 CPI 同比作为通胀指标，我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现。

衰退期股指涨幅高于商品和债券，消费股指涨幅低于成长但高于金融和周期；**复苏期**股指涨幅仍高于商品和债券，消费股指涨幅高于成长、金融和周期；**过热期**商品涨幅高于股指，消费股指涨幅低于金融但高于周期和成长；**滞胀期**债券涨幅高于商品和股指，消费股指涨跌幅虽然录得负值但跌幅小于金融、周期和成长，显示消费股指的抗跌属性。

衰退期，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，大概率推升大类资产价格。

复苏期，经济增速上行，但一般仍处初始阶段，通胀仍在下行，为使经济平稳复苏，政策往往维持积极，边际收敛而不收紧，资产估值分母端变化不大的背景下，企业盈利好转，分子端持续攀升，有利于大类资产价格的进一步上涨。

过热期，通胀持续上行，经济增速攀升进一步加大上游原材料价格上涨空间，市场对周期股的偏好或高于成长股，不过为抑制通胀，政策可能边际收紧，叠加经济增速仍在上行，政策收紧的力度往往较大，资产估值分子端上升，但分母端也持续攀升，压制市场情绪，各类资产价格涨跌分化趋于明显。

滞胀期，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。

表 1：2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现

阶段	金融	周期	消费	成长	工业品	企业债
衰退（33 个月）	46.62	56.43	58.8	77.42	-2.68	7.87
复苏（56 个月）	40.68	40.74	46.74	40.74	14.8	4.84
过热（49 个月）	19.91	9.31	12.77	4.45	22.32	3.69
滞胀（57 个月）	-23.39	-32.04	-21.44	-28.12	-4.58	6.44

资料来源：Wind，优财研究院

由于 2005 年至 2009 年包含次贷危机，股市波动巨大，股市涨跌在较长时间不是由经济基本面决定，为了消除这种扰动，剔除该段时间，经上述调整和修正后，以 CPI 同比作为通胀指标，统计 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，如下表 2 所示。

衰退期股指涨幅仍高于商品和债券，消费股指涨幅低于成长但高于金融和周期，与表 1 中一致；**复苏期**股指涨幅高于商品和债券，与表 1 相同，但消费股指涨幅高于成长和周期但低于金融，与表 1 略有差异；**过热期**商品涨幅高于股指，消费股指涨幅高于金融、周期和成长，与表 1 略有差异；**滞胀期**债券涨幅高于商品和股指，消费股指涨跌幅虽然录得负值但跌幅小于金融、周期和成长，显示消费股指的抗跌属性，与表 1 一致。

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

阶段	金融	周期	消费	成长	工业品	企业债
衰退（22 个月）	28.7	54.61	58.97	79.35	-14.03	7
复苏（38 个月）	29.84	17.47	23.28	17.89	2.53	6.35
过热（37 个月）	-0.69	-1.67	3.53	-0.11	17.47	2.34
滞胀（38 个月）	-18.13	-28.14	-13.69	-20.53	-1.42	6.11

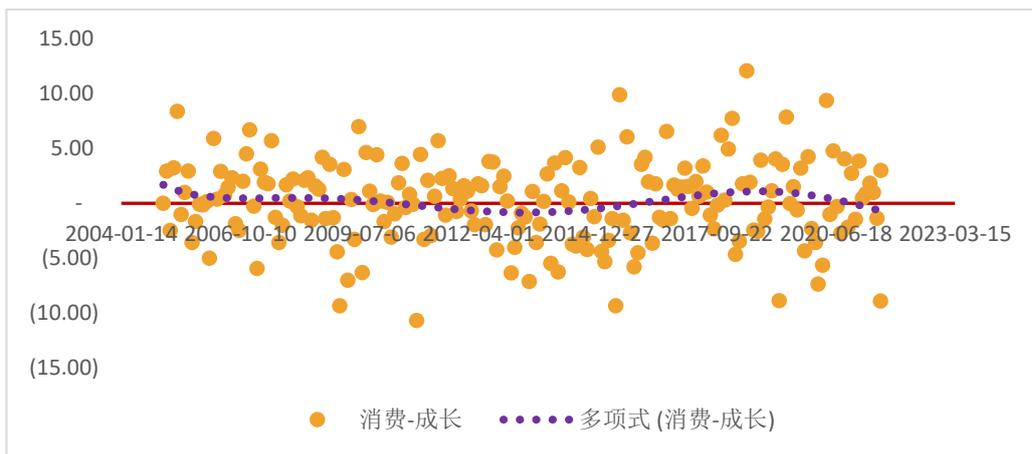
资料来源：Wind，优财研究院

综合来看，在统计时间段不同经济阶段，整体股市大幅上涨期间消费股表现不俗，而且整体股市大幅下跌时期消费股具有抗跌属性。

(二) 从涨跌幅看，消费股指表现整体优于成长、周期和金融股

从风格涨跌看，消费股指表现整体优于成长、周期和金融股，消费绝大部分时间段表现优于周期股，消费股、成长股和金融股在不同阶段涨跌分别占优。

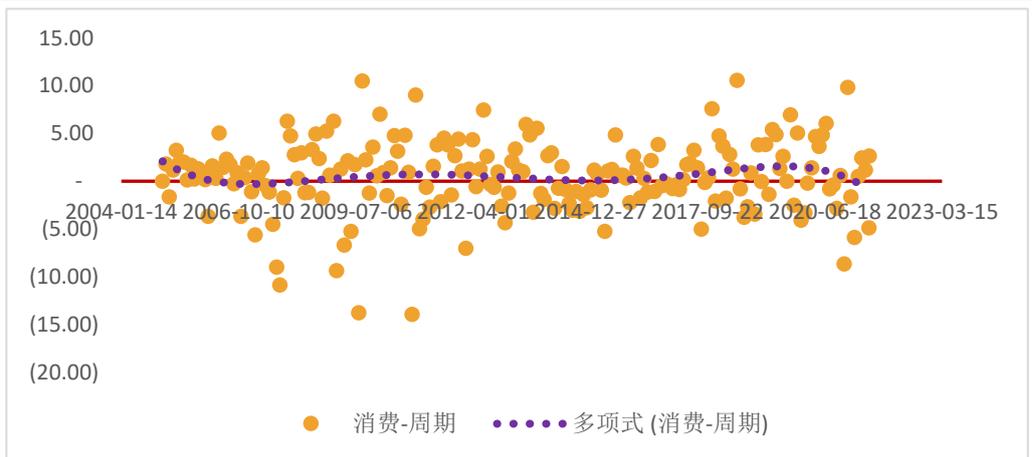
图 2：消费涨幅减成长涨幅，截止 2021 年 7 月 3 日



资料来源：Wind，优财研究院

消费和成长股在不同阶段涨跌分别占优，就时间段看，2005 年初至 2009 年末，2016 年初至 2020 年初，消费股占优，2010 年初至 2015 年初，2021 年初至今，成长股占优。消费涨幅减成长涨幅均值为 0.18%，为正的比率为 53.77%。

图 3：消费涨幅减周期涨幅，截止 2021 年 7 月 3 日

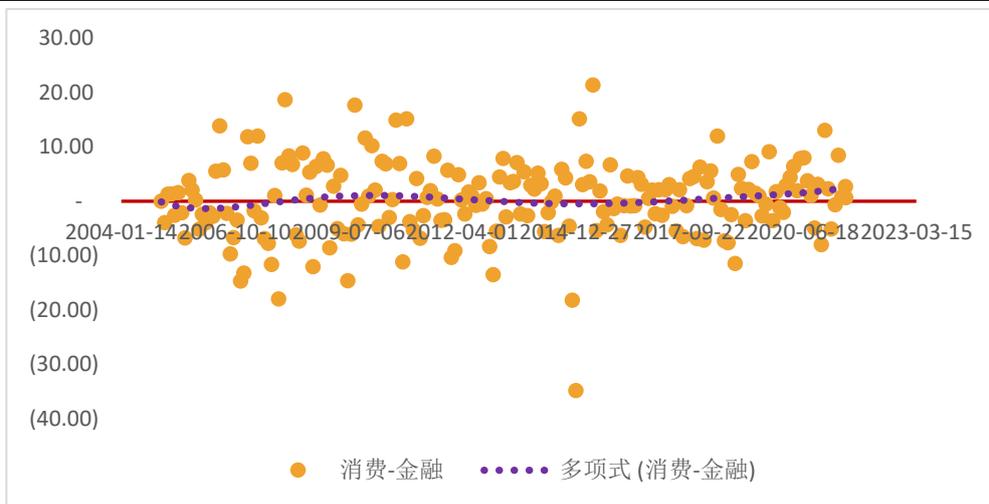


资料来源：Wind，优财研究院

消费和周期股在不同阶段涨跌分别占优，2005 年初至 2006 年中，2008 年中至 2014 年初，2017 年初至 2020 年中，消费占优，2006 年末至 2008 年中，2014 年中

至 2015 年初，2020 年末至今周期股占优。消费涨幅减周期涨幅均值为 0.50%，为正的比率为 58.79%。

图 4：消费涨幅减金融涨幅，截止 2021 年 7 月 3 日



资料来源：Wind，优财研究院

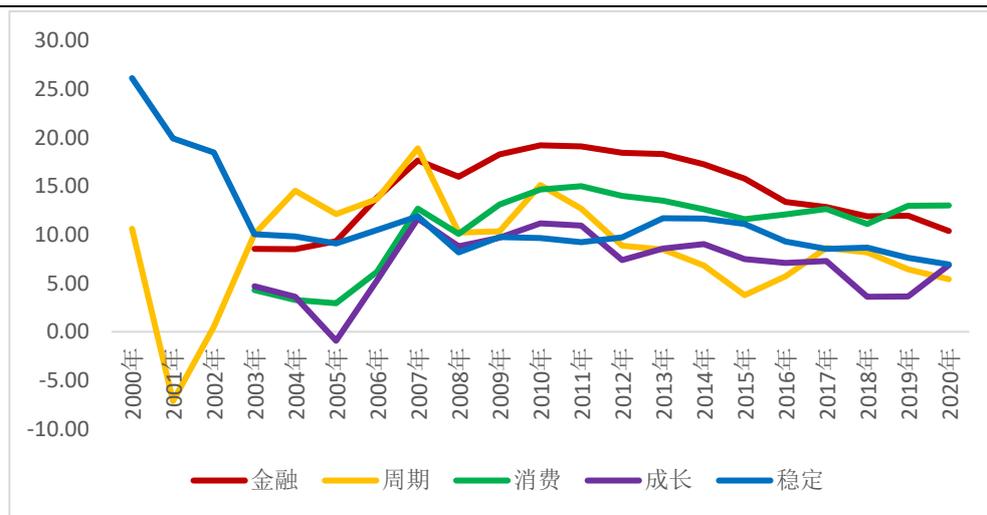
消费和金融在不同阶段涨跌分别占优，就时间段看，2005 年中至 2007 年年中，2013 年中至 2016 年中金融股占优，2008 年中至 2012 年中，2017 年中至今消费股占优。消费涨幅减金融涨幅均值为 0.27%，为正的比率为 53.77%。

三、为何消费股在不同经济阶段表现不俗

（一）消费股指 ROE 较平稳且近 15 年一直处较高位置

次贷危机之后，消费股指 ROE（使用 TTM 整体法）较平稳且处较高位置，是消费股一直受市场青睐的主要原因。2019 至 2020 年消费股 ROE 高于其他股指，对应该阶段消费股指加速上行。

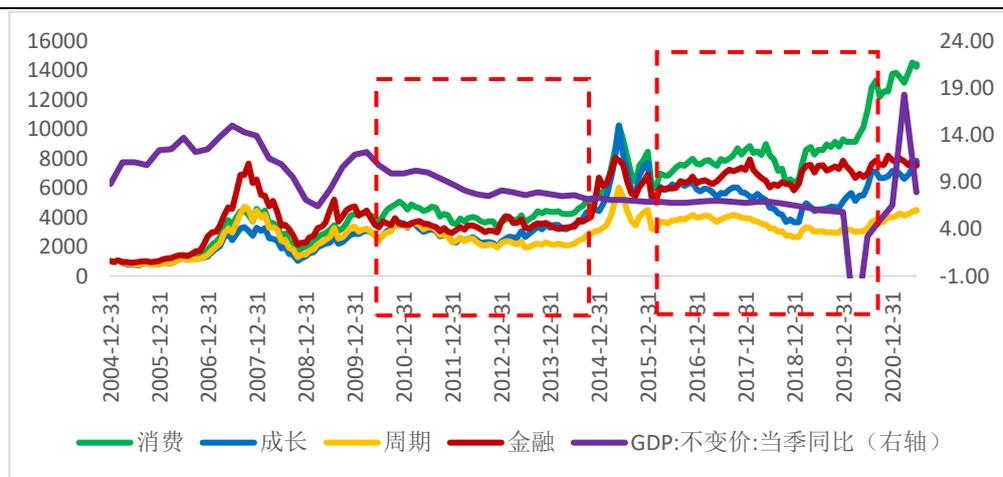
图 5：次贷危机后消费股指 ROE 较平稳且处较高位置



资料来源： Wind，优财研究院

2010 年以来消费股指大部分时间段高于其他风格类股指，2019-2020 年消费股指加速攀升，正好对应消费股指 ROE 超过其他风格类股指时期。就经济增长看，我国经济增长从 2010 年平稳趋势下降，消费股指表现优于其他股指。2010 年以来，消费股指表现优异是因为：一方面，在衰退和复苏期消费股指表现次优，另一方面，在过热和滞胀期消费股指表现最优。在经济增速趋势下行期，上市公司盈利波动性增加，市场非常关注上市公司盈利的平稳性，而消费股指 ROE 不但具有较高的 ROE 并且平稳，是消费股指整体上涨幅度高于其他股指的主要原因。

图 6：次贷危机后消费股指表现优于其他风格股指



资料来源： Wind，优财研究院

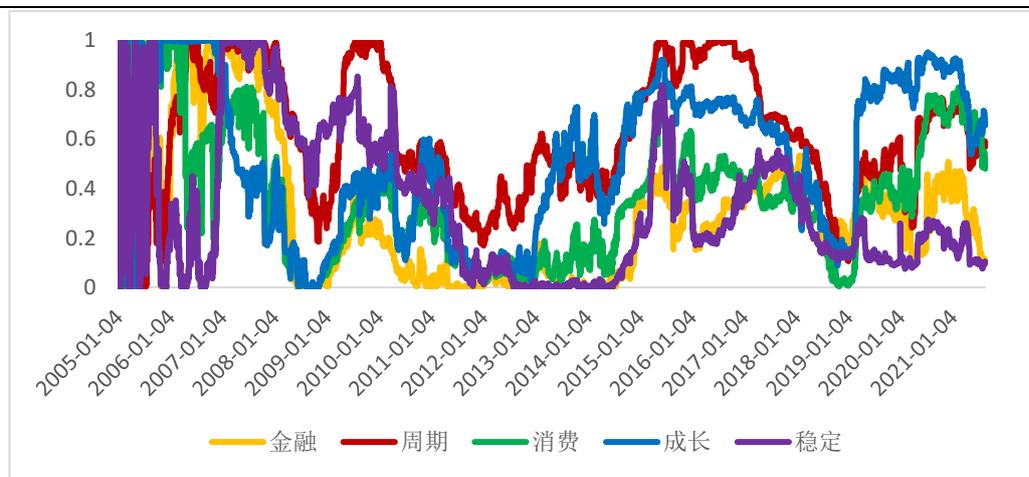
消费股主要在两个阶段走势强于其他风格股指，一个阶段是 2010 年中至 2014 年中，该时间段是股市震荡走低时期，消费股指凭借其较平稳的净利润增速，使其具有较好的抗跌属性；第二个阶段为 2016 年初至 2021 年，该时间段我国经济增速放缓，中美贸易摩擦加剧，全球疫情超预期爆发，避险情绪升温，具有防御属性的消费股受市场青睐。

除了 2014 年底至 2015 年中成长股占优外，2010 年经济增速趋势下行以来消费股表现好于其他风格股指，表明在经济增速下行阶段，业绩增长平稳的消费股表现更优。而 2014 年底至 2015 年中股市大幅上涨主要是因为货币政策宽松和表外融资快速扩张所致，市场热钱大幅流入高弹性的成长股，但随引导表外融资转表内，减少资金在金融体系内空转，股指表现已经转为基本面驱动，表明在我国经济增速由高增速转向中增速阶段，消费股指或仍有更好的表现。

（二）消费股指 PE 分位数长期处于相对偏低位置

通过统计股指历史 PE 分位数，除金融和稳定股指 PE 分位数可能长期位于历史低位外，周期、消费和成长股指 PE 分位数均不会在历史低位停留很长时间。消费股指 2006 年 5 月以来，虽然消费股指上涨幅度高于其他风格股指，但因消费股利润增长平稳，消费股指 PE 分位数长期处于偏低位置，这也使得在整体 A 股下跌期其下跌幅度相对较小。

图 7：中信风格股指 PE 分位数，截止 2021 年 8 月 18 日

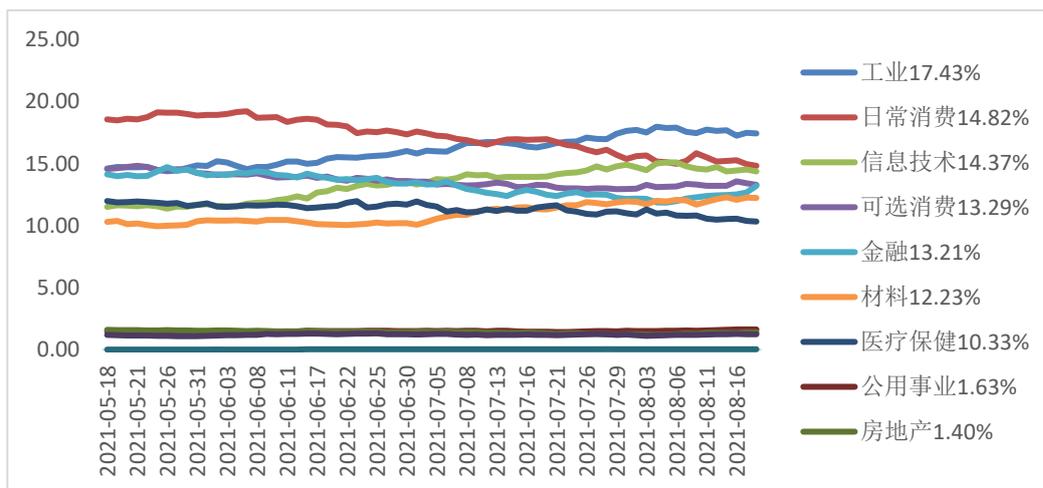


资料来源：Wind，优财研究院

（三）北向资金偏好消费股，对其形成强力支撑

我国在分别在 2014 年和 2016 年开通的沪港通和深港通之后，北向资金逐步流入 A 股，尤其是 A 股陆续纳入明晟指数(MSCI)、富时罗素指数和标普道琼斯指数后，北向资金对 A 股的影响逐步加大。

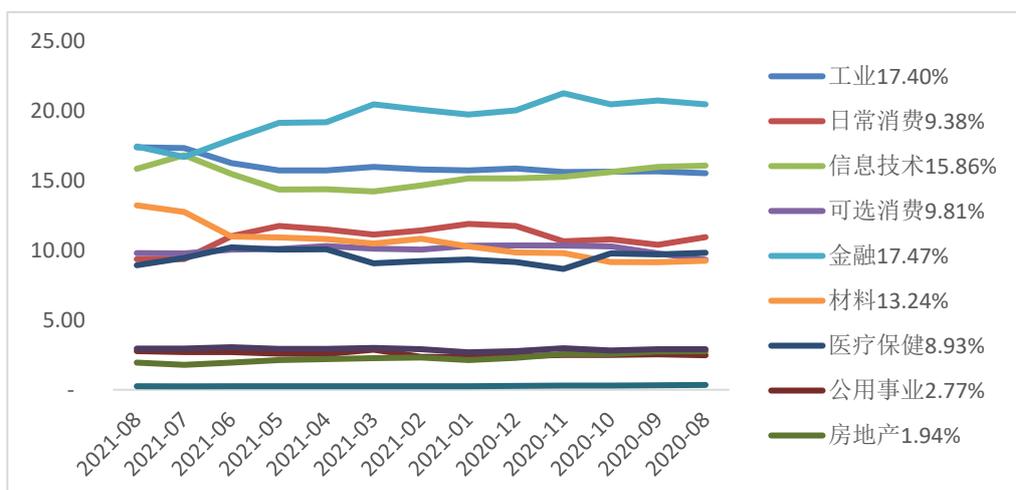
图 8：陆股通（北向资金）持股市值行业占比，截止 2021 年 8 月 18 日



资料来源：Wind，优财研究院

就北向资金持股市值行业占比看，消费类行业很受外资青睐，截止 2021 年 8 月 18 日，日常消费、可选消费和医疗保健市值占比分别为 14.82%、13.29%和 10.33%，远高于全部 A 股中这三个行业市值占比的 9.38%、9.81%和 10.33%。

图 9：A 股持股市值行业占比，截止 2021 年 8 月 18 日



资料来源：Wind，优财研究院

韩国高峰期外资持仓市值占总市值比重约 40%，日本高峰期外资持仓市值占总市值比重约 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。随着北向资金持仓市值占比的快速攀升，消费股总市值占全部 A 股的比例有望持续攀升，对消费股形成强力支撑。

（四）消费股指表现优异主因食品饮料行业一枝独秀

消费类行业主要包括，食品饮料、家用电器、农林牧渔、汽车、医药生物、纺织服装、商业贸易和休闲服务。需注意的是，消费类行业 ROE 高低分化非常明显，2020 年，食品饮料和家用电器 ROE 较高，而汽车、医药生物、纺织服装、商业贸易和休闲服务 ROE 较低。

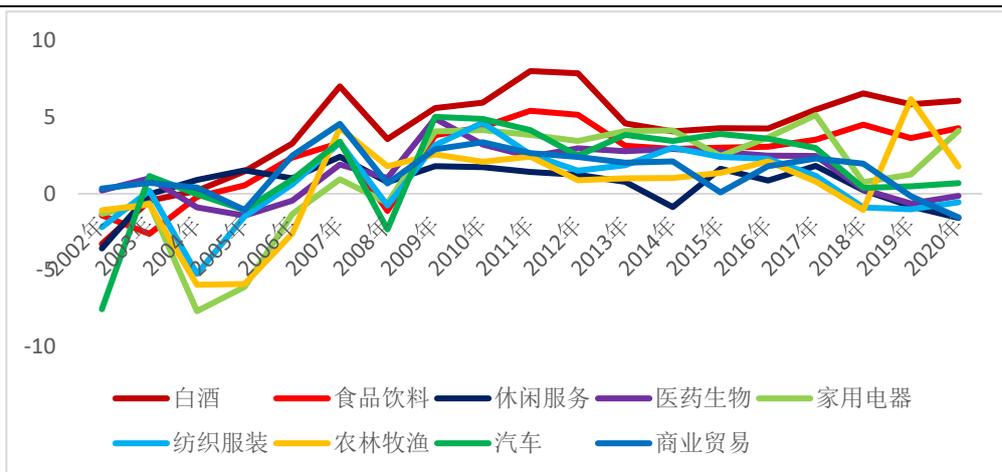
图 10：各行业 2020 年净资产收益率



资料来源：Wind，优财研究院

把时间跨度扩展到 2002 年至 2020 年，消费类行业中，食品饮料、家用电器和汽车长期处于较高的 ROE，是消费股指快速攀升的主要原因。食品饮料中白酒 ROE 高于所有消费行业，是食品饮料 ROE 长期处于消费类行业前列的主要原因。

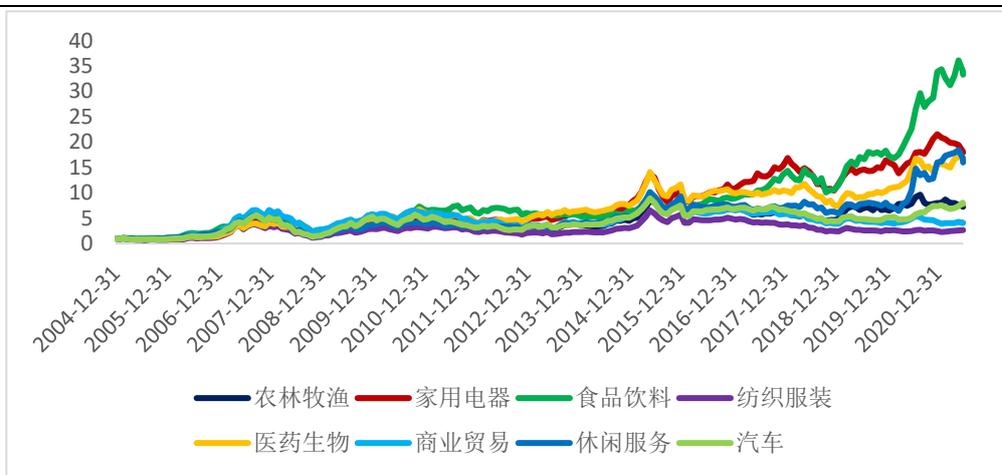
图 11：消费类行业 2002-2020 年净资产收益率



资料来源：Wind，优财研究院

从消费行业净值变化看，食品饮料净值涨幅最大，是消费股指 2010 年以来大部分时间涨幅高于其他风格股指的主要原因。另外，家用电器、医药生物和休闲服务在某些阶段也录得较高涨幅。

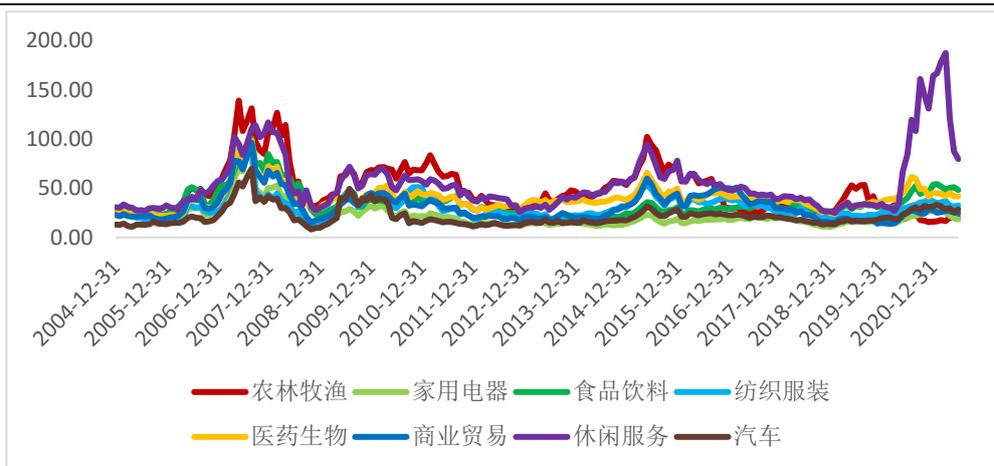
图 12：消费类行业净值变化，截止 2021 年 7 月 2 日



资料来源：Wind，优财研究院

虽然食品饮料股指长期上涨速度快于其他消费类行业，但食品饮料行业估值并没有快速攀升，长期位于较低位置，说明估值被企业盈利消化，这是食品饮料一直受市场偏好的重要原因。

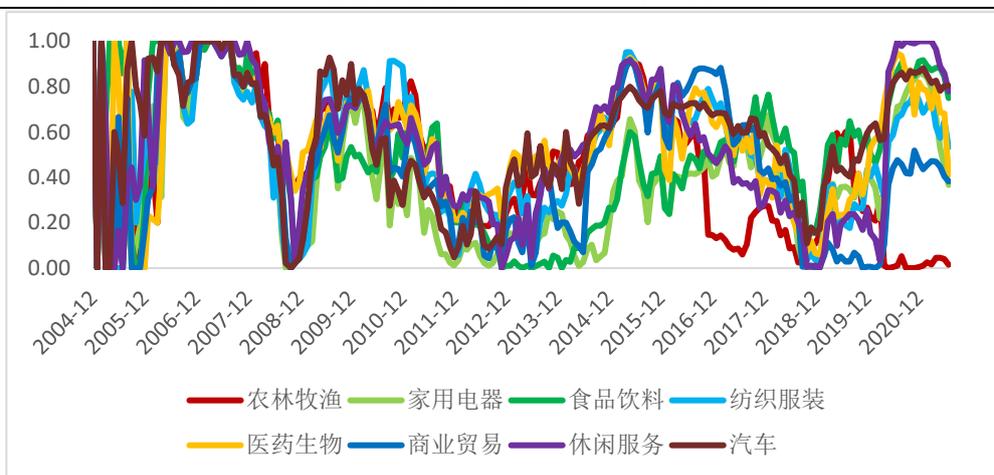
图 13: 消费类行业 PE 变化, 截止 2021 年 7 月 2 日



资料来源: Wind, 优财研究院

食品饮料估值长期位于低位只是一个维度, 从另一个维度看, 食品饮料估值所处百分位也一直处于较低位置, 相较于消费类其他行业百分位, 消费股指百分位长期处于不太高的位置, 这也是食品饮料股指能够持续受市场偏好的原因。虽然消费股中食品饮料涨幅最高, 但因为食品饮料行业 ROE 大部分时期处较高位置且利润增速平稳, 使得食品饮料 PE 并没有明显增长

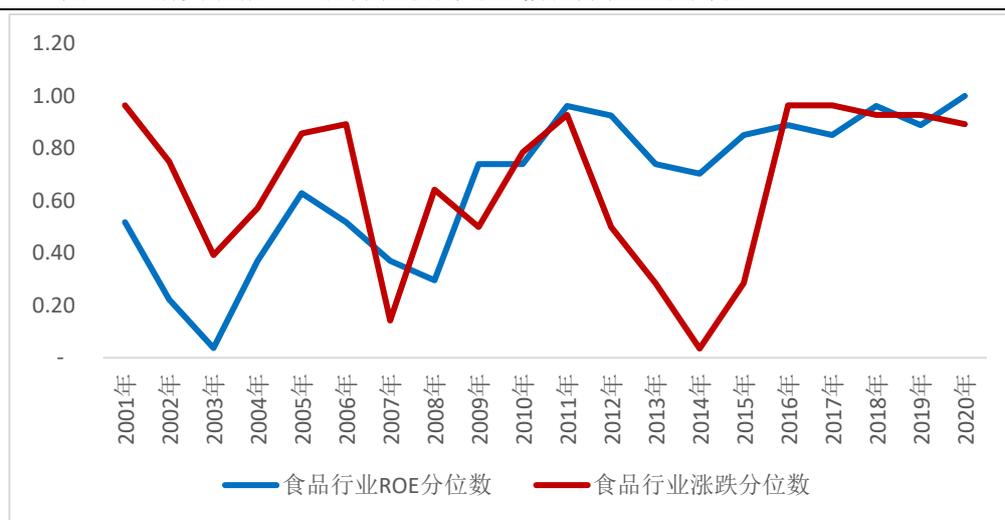
图 14: 消费类行业 PE 所处百分位, 截止 2021 年 7 月 2 日



资料来源: Wind, 优财研究院

以申万行业分类, 2001-2020 年, 各行业 ROE 和涨跌幅中算出食品行业 ROE 和涨跌幅所处的分位数, 可以得到食品行业 ROE 走势与食品行业涨跌幅分位数走势基本一致。说明当食品饮料行业 ROE 处于行业的位置前移时, 其涨幅也位于所有行业靠前位置。

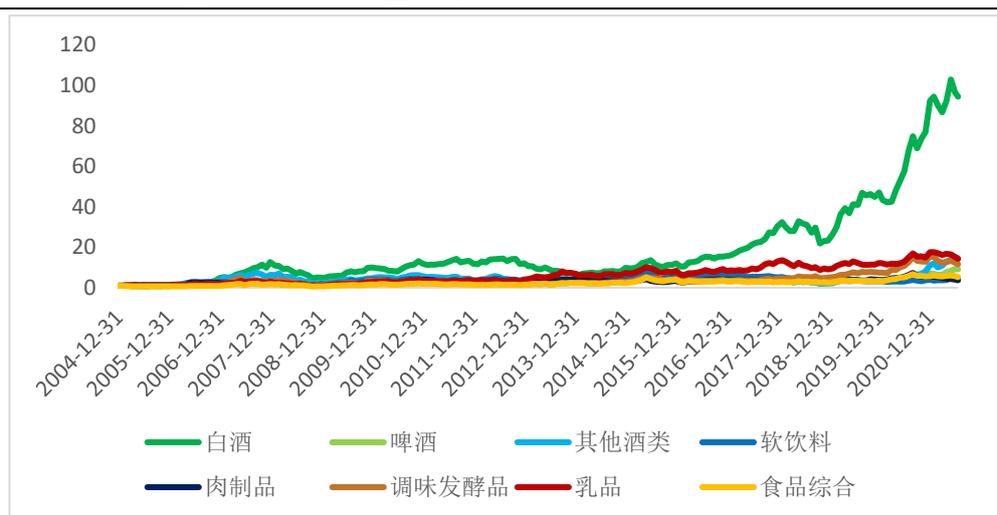
图 15：消费股指 ROE 百分位较高时涨幅百分位也较高



资料来源：Wind，优财研究院

食品饮料子行业中白酒子行业净值上升幅度最高，是食品饮料在行业中涨幅居前的主要原因。白酒子行业受市场偏好主要是因为：（1）高业绩确定性。具有极高确定性的市场空间和竞争格局；（2）符合消费升级的方向。中国消费将持续向着品牌化方向升级，品牌溢价高；（3）中国的酒文化。白酒是我国社交常备品，具有很强的客户粘性和涨价动能；（4）高端白酒易于储藏，具有保质升值的功能，不仅变成奢侈品，同时也成为投资品。

图 16：食品饮料子行业净值变化，截止 2021 年 7 月 2 日

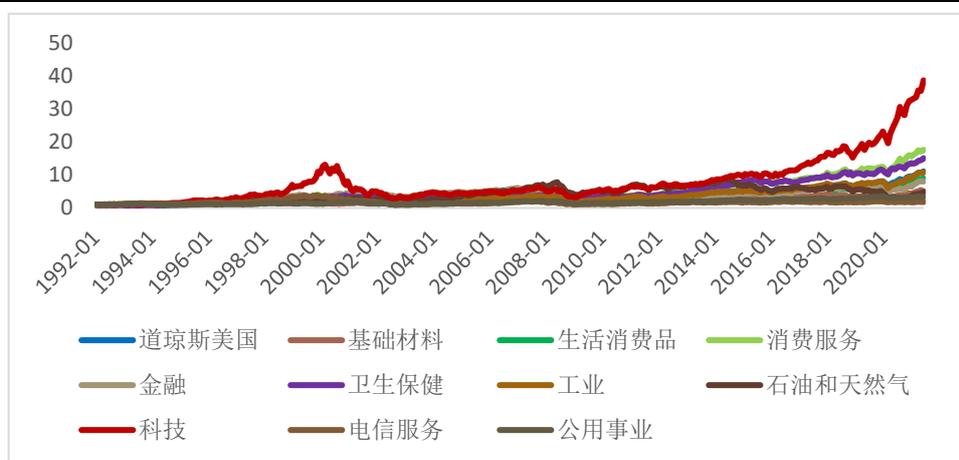


资料来源：Wind，优财研究院

四、美国消费股涨幅虽不及科技股，仍表现优异

美国大力发展科技行业，以美国道琼斯指数为代表，一大批高科技企业迅猛发展，有助于美国科技升级和竞争力提升。美国利用其在全球的影响力，科技类企业海外收入占比较高，信息技术类企业平均非美营收占比超 50%，其中半导体行业对海外收入的依赖更高，比如高通的海外收入占比超 85%，而英伟达的海外收入占比则超过 90%。

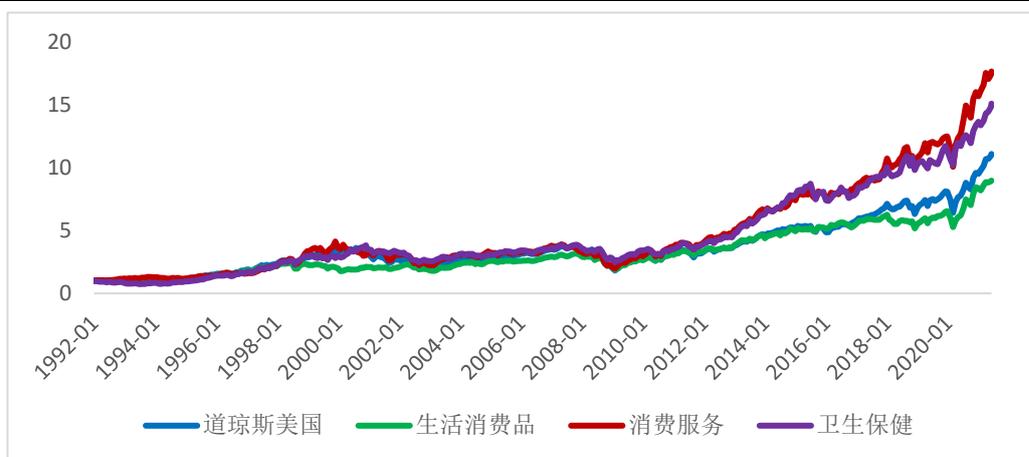
图 17：道琼斯指数及大类指数净值，截止 2021 年 7 月 5 日



资料来源：Wind，优财研究院

虽然美国消费股涨幅不及科技股，但表现不俗，尤其是消费服务和卫生保健涨幅仅次于科技股。尤其是 2010 年以来，消费股走势明显好于道琼斯指数。

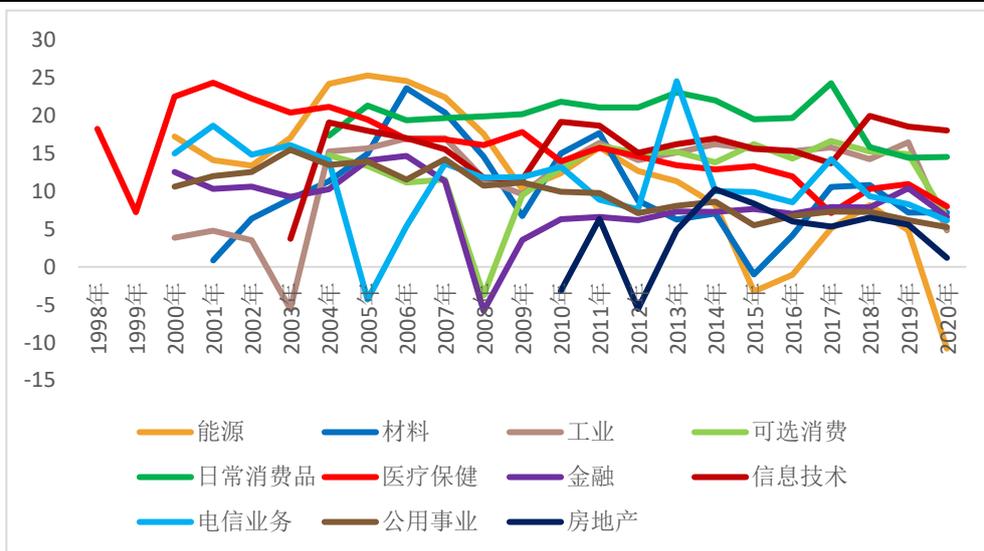
图 18：美国消费大类净值，截止 2021 年 7 月



资料来源：Wind，优财研究院

标普 500 中，日常消费品 ROE 长期处于行业较高位置，在美股中涨势较好，科技公司集中的信息技术股 ROE 也处较高位置，2018-2020 年攀升至所有大类最高。

图 19：美国标普 500 大类净资产收益率，截止 2021 年 7 月



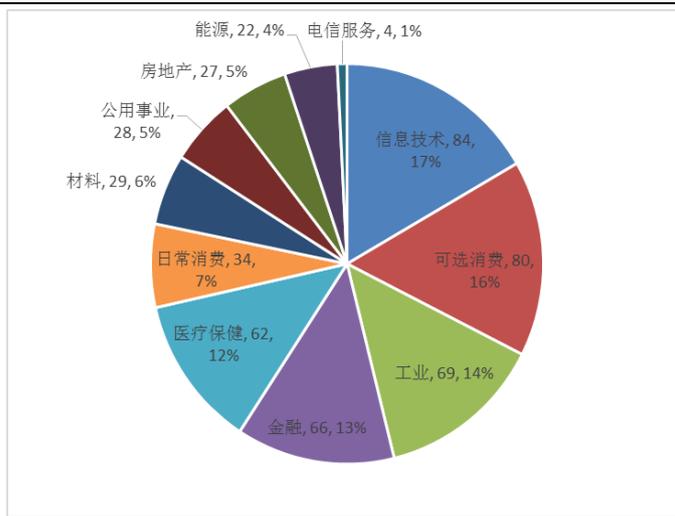
资料来源：Wind，优财研究院

日常消费品净资产收益率长期高于其他大类，可选消费净资产收益率近 10 年也处于大类高位，近年信息技术净资产收益率高于其他大类。

五、美国科技股强势，我国消费和科技双强

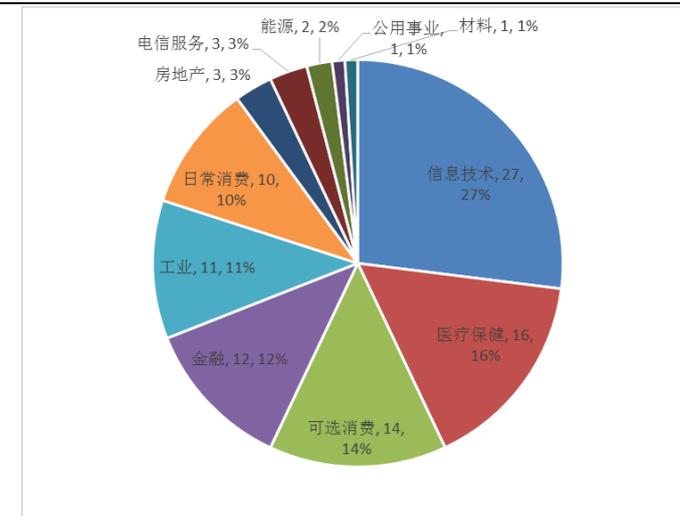
美国科技类企业在标普 500 中占比较高，按 Wind 行业分类，2021 年 7 月，信息技术大类企业占比达 17%，高于其他大类。前 100 高市值企业中，信息技术大类企业占比上升至 27%，较全部标普 500 企业计算的占比大幅上升。

图 20: 标普 500 企业所属行业, 截止 2021 年 7 月



资料来源: Wind, 优财研究院

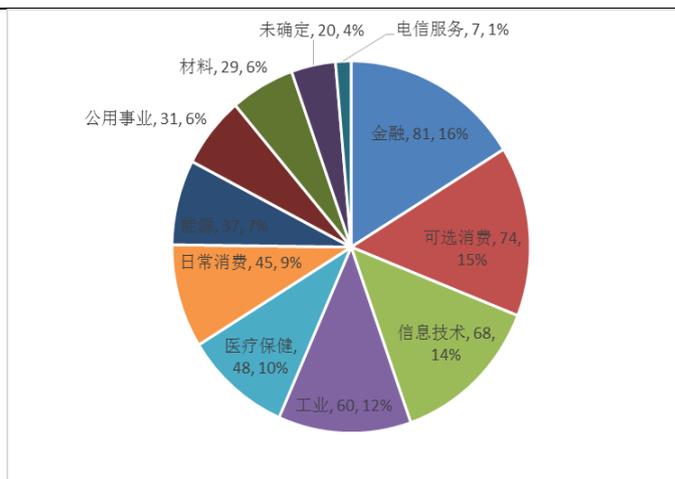
图 21: 标普 500 前 100 市值



资料来源: Wind, 优财研究院

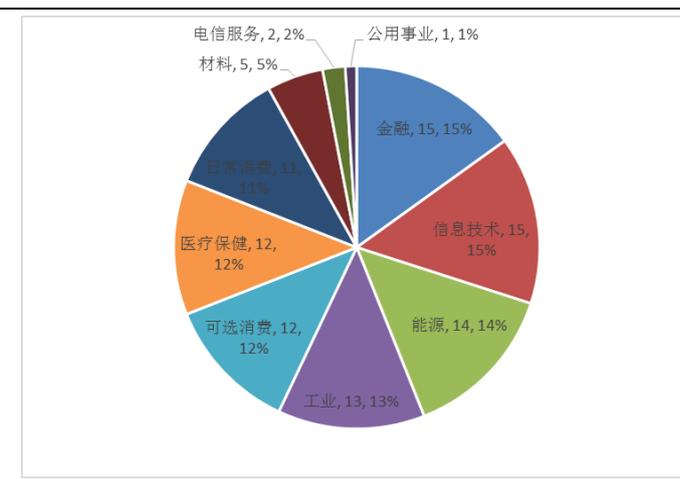
与此同时, 前 100 高市值企业中, 消费类企业占比也小幅上升, 可选消费和日常消费占比从占全部标普 500 企业的 16%和 7%变化为 14%和 10%, 消费类企业占比从 23%小幅升至 24%, 上升幅度远小于信息技术企业占比的 10%。

图 22: 2011 年标普 500 行业占比



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 2011 年标普 500 市值前 100 家公司行业占比

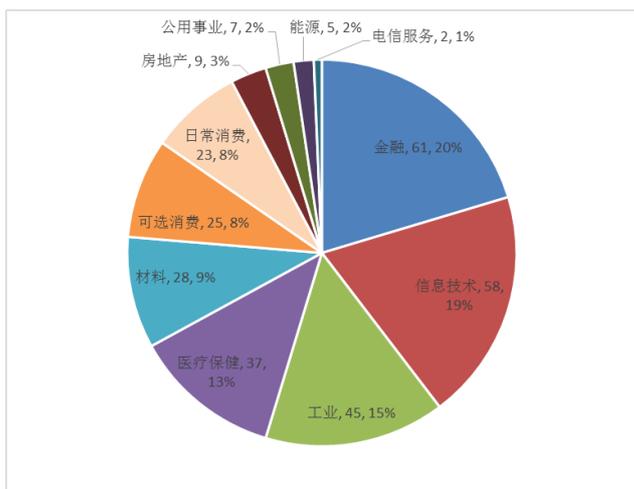


资料来源: Wind, 优财研究院

从历史对比看, 2011 年至 2021 年信息技术类企业占比大幅上升。2011 年, 标普 500 中信息技术类企业数量占比为 14%, 2021 年上升为 17%, 前 100 高市值企业中信息技术类企业数量占比为 15%, 2021 年上升至 27%。

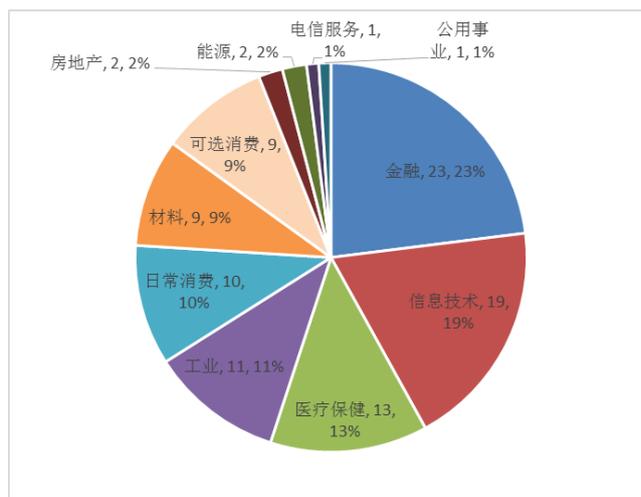
2011年，标普500中可选消费和日常消费占比从占全部标普企业数量比分别为15%和9%，2021年为16%和7%，前100高市值企业中可选消费和日常消费类企业数量占比分别为12%和11%，2021年为14%和10%。2011-2021年，消费类股票占比整体较平稳，可选消费占比上升，日常消费占比数量有所下降。

图 24：沪深 300 企业所属行业，截止 2021 年 7 月



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：沪深 300 前 100 市值



资料来源：Wind，优财研究院

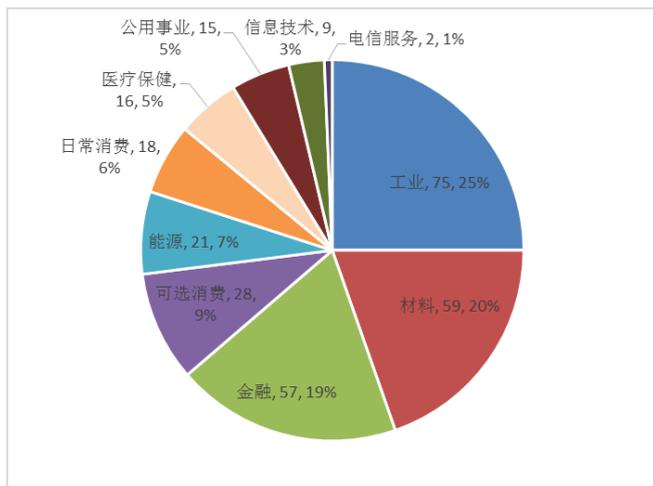
我国金融类和科技类企业在沪深300中占比较高，按Wind行业分类，2021年7月，金融类企业占比达20%，高于其他大类。前100高市值企业中，金融类企业占比升至23%，较全部标普500企业计算的比例更高。2011年和2021年，我国信息技术类企业在沪深300中占比均为19%，较平稳。

与此同时，前100高市值企业中，消费类企业占比也小幅上升，医疗保健、可选消费和日常消费占比从占全部沪深300企业的13%、8%和8%变化为13%、10%和9%，消费类企业占比从29%升至32%，上升幅度大于美国消费股在此时间段在标普500中的变化。

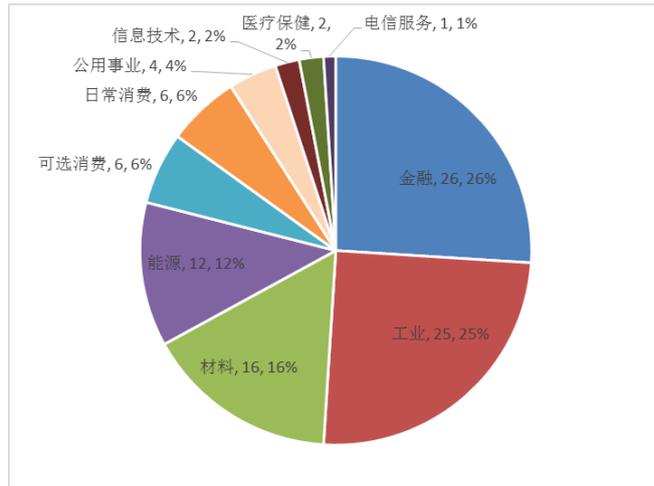
前100高市值企业中，信息技术类企业在沪深300中占比为19%，与沪深300全部企业中信息技术占比相同。

图 26：2011 年沪深 300 行业占比

图 27：2011 年沪深 300 市值前 100 家公司行业占比



资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院

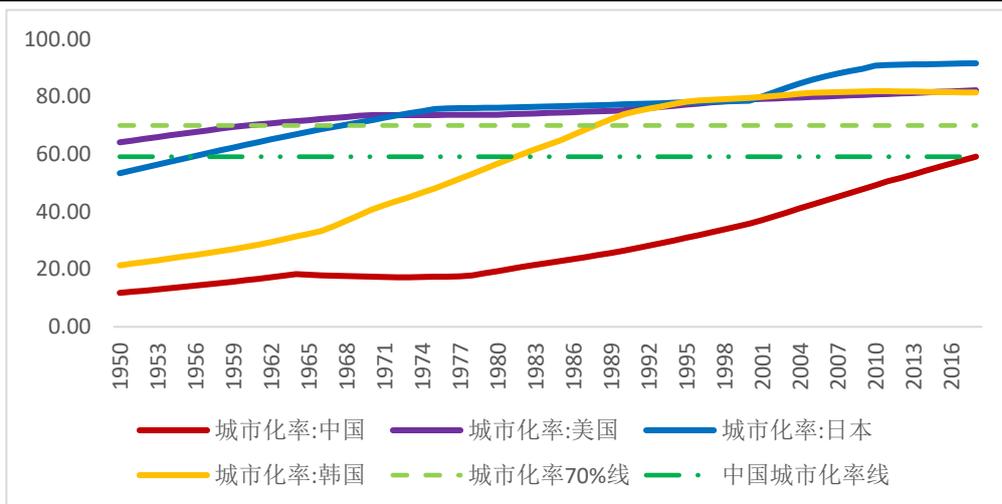
从历史对比看，2011年至2021年信息技术类企业占比大幅上升。2011年，沪深300中金融类、消费类和信息技术类企业数量占比为19%、20%和3%，2021年上升为20%、29%和19%，前100高市值企业中金融类、消费类和信息技术类企业数量占比分别为26%、14%和2%，2021年变化为23%、32%和19%，金融类企业显著减少，消费类和信息技术类企业大幅增加，也即我国企业是双走强格局，消费和科技类企业大幅走强。

六、我国消费仍有很大提升空间，支撑消费股

（一）我国城市化持续推进，有很大提升空间

2018年中国的城市化率为59.15%，远低于美国、日本和韩国的82.26%、91.62%和81.46%，中国当前城市化率大概相当于日本的1956年、韩国的1981年。一般认为城市化率达到70%为基本完成城市化，我国当前城市化率曲线斜率与日本上世纪60年代类似，我国要基本完成城市化在2018年还需12年，即在2030年左右可以基本完成城市化。

图 28：中国城市化率仍低：单位：%

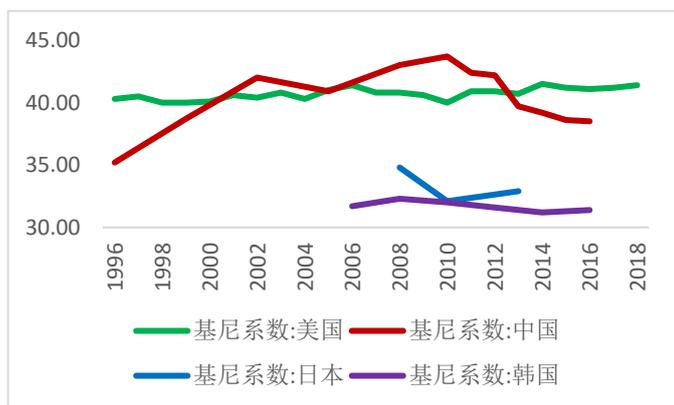


资料来源： Wind，优财研究院

（二）我国基尼系数仍高，当下注重公平，基尼系数将平稳下降

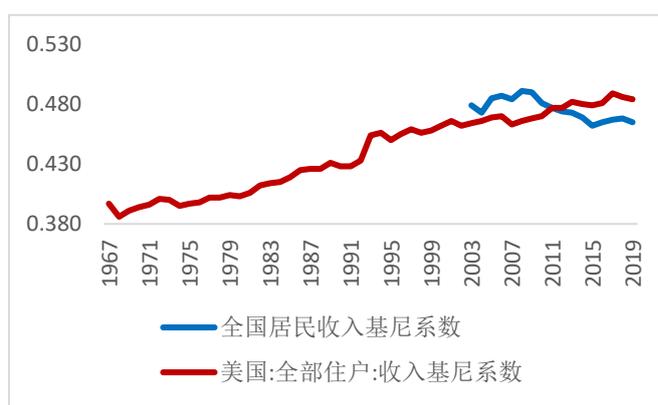
基尼系数用以衡量居民收入差距的常用指标，一般认为基尼系数位于 0.3-0.4 之间较为合理，0.4-0.5 时贫富差距过大。根据世界银行统计的基尼系数，我国基尼系数 2010 年达到高点后趋势下行，2018 年略低于美国，大幅高于日本和韩国。2019 年我国居民收入基尼系数为 0.465，处于较高位置。我国已经由效率优先转变为效率和公平并重，我国基尼系数趋势上向日本和韩国靠拢，中产阶层人数占比大概率上升，我国居民消费占 GDP 的比例料将趋势攀升。

图 29：基尼系数：单位：%



资料来源： Wind，优财研究院

图 30：中美居民收入基尼系数：单位：%



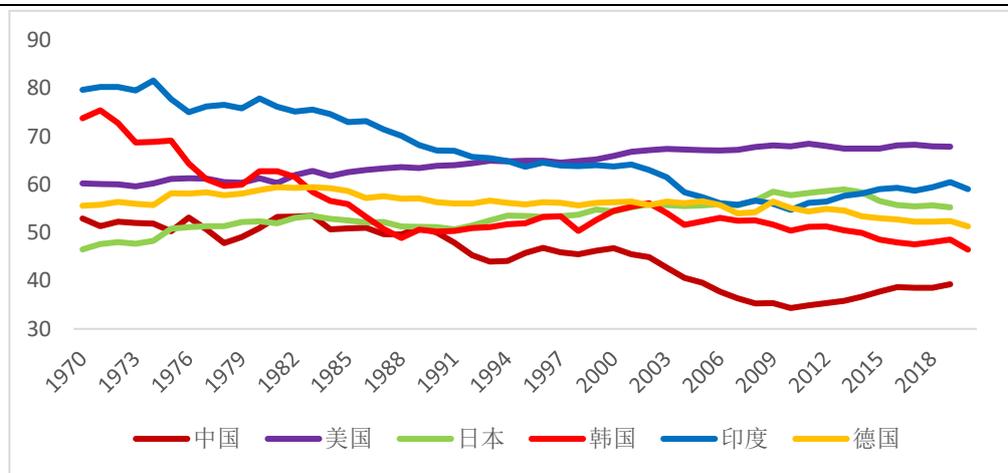
资料来源： Wind，优财研究院

我国从上世纪 90 年代的“效率优先, 兼顾公平”向“效率与公平并重”过渡, 2006 年十六届六中全会, 调整为“更加注重公平”, 十九大, 2018 年调整为“促进收入分配更合理、更有序”。2021 年, 中央财经委第十次会议强调, 在高质量发展中促进共同富裕, 正确处理效率和公平的关系, 构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排, 加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性, 扩大中等收入群体比重, 增加低收入群体收入, 形成中间大、两头小的橄榄型分配结构, 有利于我国消费增长, 我国基尼系数有望平稳下降。

(三) 我国居民消费率和最终消费率低于美、日、韩, 有较大提升空间

从消费空间看, 以居民最终消费支出占 GDP 比重作为居民消费率, 我国居民消费率在主要经济体中较低, 美国 68%左右, 韩国 46%左右, 日本 56%左右, 印度 59%左右, 而我国只有 39%左右, 显著低于上述其他国家的比率, 我国居民消费率提升的空间较大。

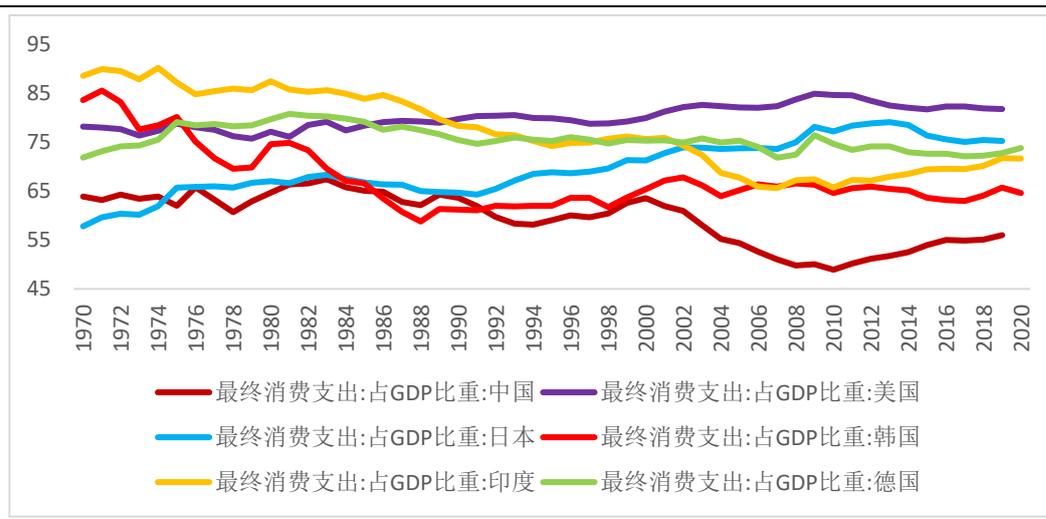
图 31: 居民消费率: 单位: %



资料来源: Wind, 优财研究院

最终消费支出包含居民的和政府的, 其占 GDP 比重是衡量一国消费力度的重要指标, 我国最终消费支出占 GDP 的比重 55%左右, 低于韩国、印度、德国、日本和美国的 65%、72%、74%、75%和 82%, 还有较大提升空间。

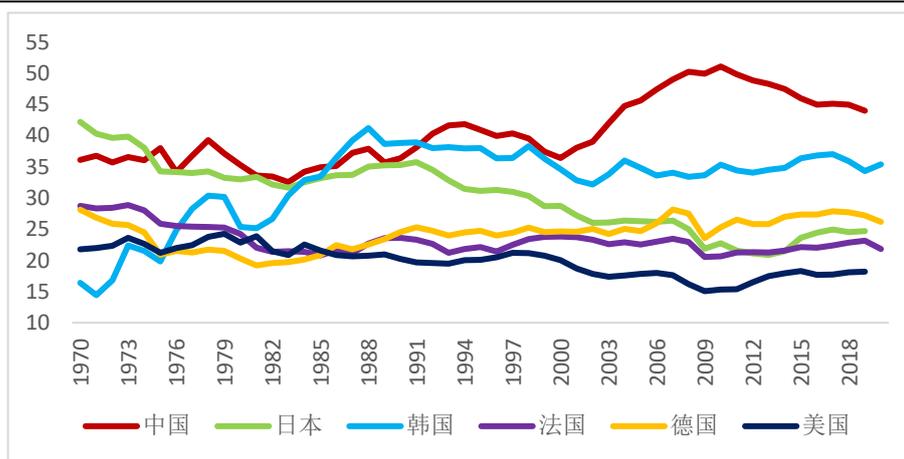
图 32：最终消费支出占 GDP 比重：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

居民收入主要用于消费和储蓄，储蓄与投资相对应，在投资需求旺盛的时期储蓄率一般较高，我国是全世界唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类 41 个工业大类、207 个工业中类、666 个工业小类的国家，投资维持较高增速。我国储蓄率 44%左右，不但远高于美国和法国高消费国家，而且大幅高于韩国和德国这类制造业强国。随着我国逐步进入深度老龄化社会，整体社会储蓄率将下降，消费率将上升，以韩国我标准，我国储蓄率还有 9 个百分点左右的下降空间。

图 33：我国储蓄率：单位：%

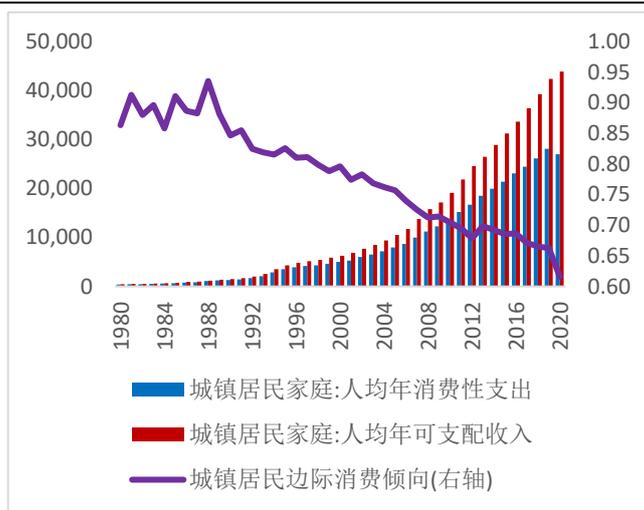


资料来源：Wind，优财研究院

（四）居民的边际消费倾向有望由降转升

居民的边际消费倾向的下滑也是居民消费率下滑的主要原因。城镇居民边际消费倾向在 1988 年达到最高点 0.94 后趋势性下降，2020 年降至 0.62，不过城镇居民消费倾向并非趋势下降，随着城镇化速度转慢和老龄化加剧，城镇居民消费倾向有望抬头回升。农村居民边际消费倾向大幅高于城镇居民，农村居民边际消费倾向上世纪 90 年代迅速下滑，2012 年后快速反弹，不过数据只更新到 2015 年，即使如此，预计当前农村居民边际消费倾向仍大幅高于城镇，我国对农村居民的转移支付提升，农村居民收入持续攀升，有利于我国消费支出攀升。

图 34：城镇居民边际消费倾向：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 35：农村居民边际消费倾向：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

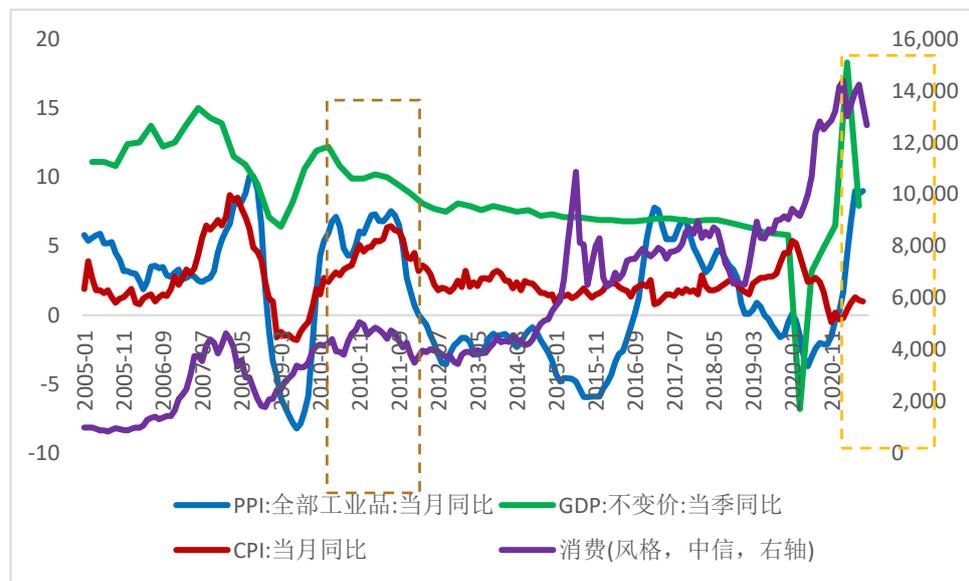
七、当前宏观环境判断及资产配置建议

（一）当前宏观环境和大类资产价格走势与 2010 年类似

当前大类资产价格走势与 2009-2010 年类似，2009 年我国 GDP 增速触底后逐步回升，2010 年一季度达到高点，2020 年我国经济增速触底后快速反弹，2021 年一季度达到高点。我们判断今年 2 季度开始 GDP 增速放缓，PPI 同比震荡后回落，CPI

同比震荡后攀升，类似于 2010 年 4 月至 12 月走势。2010 年 4 月至 7 月，PPI 同比震荡走低，CPI 同比震荡走高，经济增速回落，消费股一路走低，2010 年 8 月至 11 月，PPI 同比不断走高，CPI 同比逐步攀升，经济增速走低，消费股指趋势走高，2010 年 12 月，PPI 同比和 CPI 同比略降，经济增速回升，消费股略回落。

图 36：消费股、CPI 同比、PPI 同比及 GDP 同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

我们判断，8 月 PPI 同比高于 5.5%略下降，经济增速下行，9-10 月 PPI 高于 5.5%且上升，经济增速下行，11-12 月 PPI 同比或高于 5.5%但下降。

（二）8-12 月我国经济增长和通胀增速判断

按照我们对 GDP 不变价同比的预测计算的产出缺口，虽然二季度至四季度产出缺口值逐步下降，但产出缺口在 4-8 月均为正，说明在此区间或应更多的视经济为复苏和过热，9-12 月均为负，在此区间或应更多的视经济为衰退和滞胀。

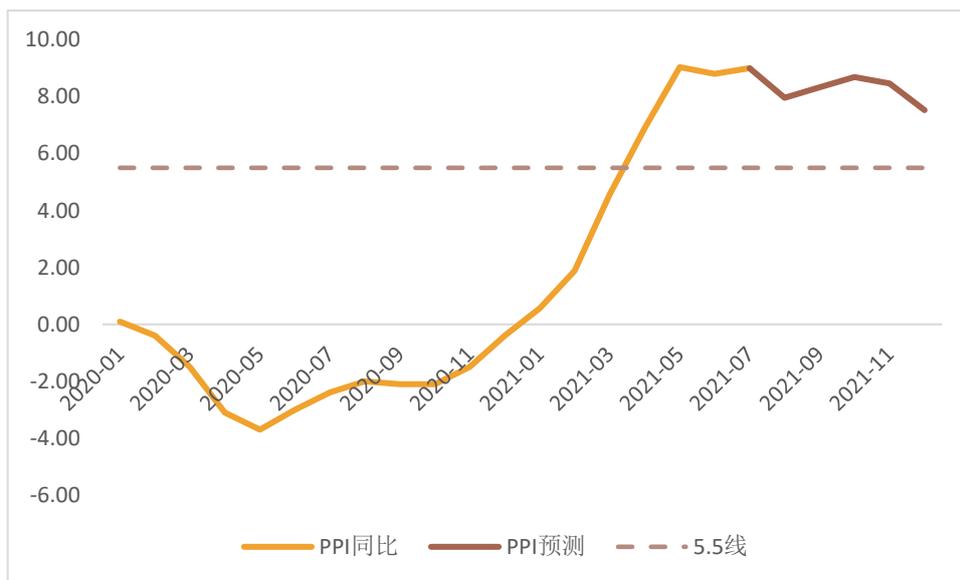
图 37：中国产出缺口及预测：单位：%



资料来源： Wind，优财研究院

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，8-12 月 PPI 同比大概率均高于 7%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为滞胀。

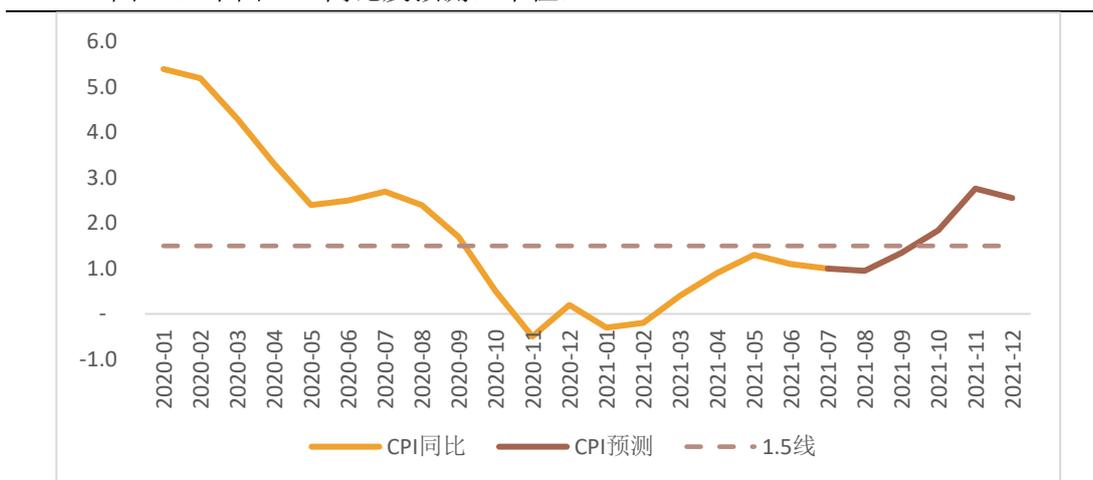
图 38：中国 PPI 同比及预测：单位：%



资料来源： Wind，优财研究院

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 8-9 月均低于 1.5%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为衰退，10-11 月 CPI 同比大概率高于 1.5%且攀升，按修正的经济周期，应更多视经济为滞胀，12 月 CPI 同比大概率下降，应更多视经济为衰退。

图 39：中国 CPI 同比及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（三）8-12 月中段消费股表现或较优

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。

在此时间段，金融股估值处于历史低位，宽松的货币政策环境或使得金融股指表现较优，成长股和周期股有结构性行情。

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，疫情快速蔓延或压制商品供给端，资产配置建议：商品>股票。

在此时间段，避险情绪或较高，消费股以其较好的防御属性，表现或好于成长股、金融股和周期股。

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偏弱滞胀的类衰退期，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。

在此时间段，较宽松的货币政策环境和国家对高科技行业的政策倾斜，或使得成长股指表现好于消费股。

八、风险提示

重大突发事件冲击；宏观经济指标剧烈变化；监管措施巨大变化

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/>