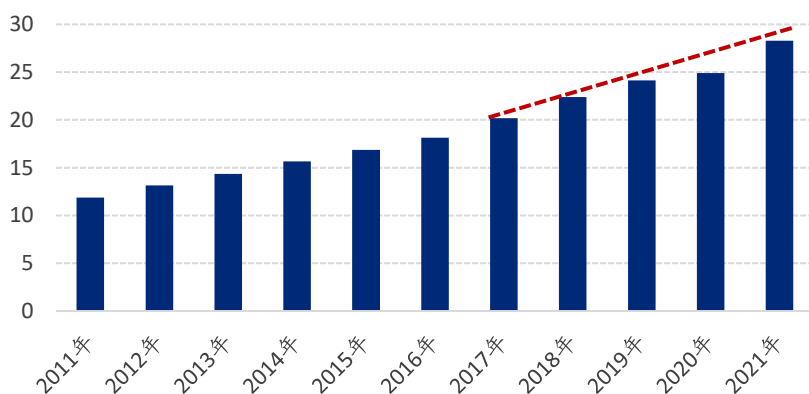


6月中国宏观数据点评—— 二季度经济复苏有何转变？

整体经济复苏势头加强，边际增速回升。低基数效应逐渐减弱的背景下，实际 GDP 的同比增速从一季度的 18.3% 回落至二季度的 7.9%。但是，就两年年均增速而言，二季度（5.5%）较一季度（5.0%）有明显回升，经济复苏势头持续向好。此外，季调后 GDP 环比增速也出现反弹，从一季度的 0.4% 升至二季度的 1.3%，边际增速小幅回升。就绝对值而言，今年二季度名义 GDP 约为 28.3 万亿元，创二季度名义 GDP 的历史新高，而且延续了 2017-2019 年二季度名义 GDP 的增长趋势。整体来看，二季度的整体经济复苏要好于今年一季度。

图表 1：中国 2011-2021 年历年二季度名义 GDP（万亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

经济复苏结构恢复均衡。2021 年二季度，三大产业增加值的两年年均增速有所收敛：受疫情影响较小的第一产业从一季度的 13.7% 回落至 8.7%，但仍快于整体的经济复苏步伐；代表制造业与建筑业的第二产业从一季度的 7.2% 升至 9.3%，增长快于整体经济；代表服务业的第三产业虽然从一季度的 6.6% 升至 7.4%，但仍慢于整体经济复苏。

复苏动能仍需加强。2021 年二季度，支出法的 GDP 增速需求拉动结构显示：低基数导致最终消费的增长拉动达到 6.1%，但是消费复苏仍偏弱；高基数下，资本形成的增长拉动仍维持在 1.0%，主要是受益于疫情后的增库存趋势；净出口的增长拉动为 0.8%，增长势头有所减弱。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021 年 7 月 20 日

主要数据 (%)	二季度		一季度	
	同比	两年年均增速	同比	两年年均增速
实际 GDP	7.9	5.5	18.3	5.0
第一产业	7.6*	8.7*	8.1	13.7*
第二产业	7.5*	9.3*	24.4	7.2*
第三产业	8.3*	7.4*	15.6	6.6*
人均收入	11.4*	7.9*	13.7*	7.0*
人均支出	18.5*	7.1*	17.6*	3.9*

主要数据 (%)	6 月		5 月	
	同比	两年年均增速	同比	两年年均增速
工业增加值	8.3	6.5	8.8	6.6
累计固定资产投资	12.6	4.4	15.4	4.2
累计房地产投资	15.0	8.2	18.3	8.6
消费品零售总额	12.1	4.9	12.4	4.5
出口 (美元计)	32.2	15.1*	27.9	11.1*
进口 (美元计)	36.7	18.8*	51.1	12.4*

主要数据	6 月	5 月	4 月
社融存量 (万亿元)	301.6	298.0	296.2
社融增量 (万亿元)	3.67	1.92	1.85
M2 同比 (%)	8.6	8.3	8.1
M1 同比 (%)	5.5	6.1	6.2
CPI (%)	1.1	1.3	0.9
PPI (%)	8.8	9.0	6.8

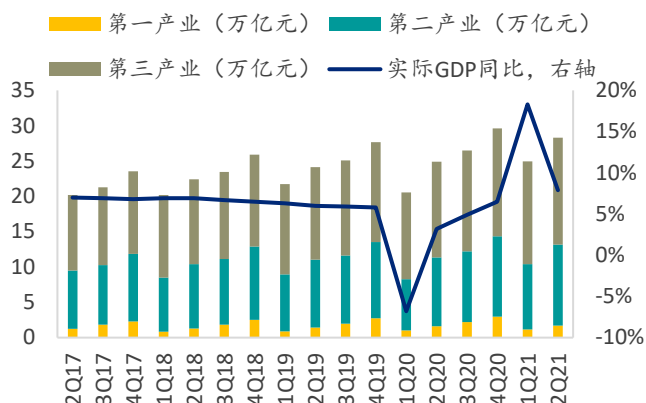
注：*为浦银国际计算

资料来源：中国人民银行，国家统计局，海关总署，浦银国际

相关报告：

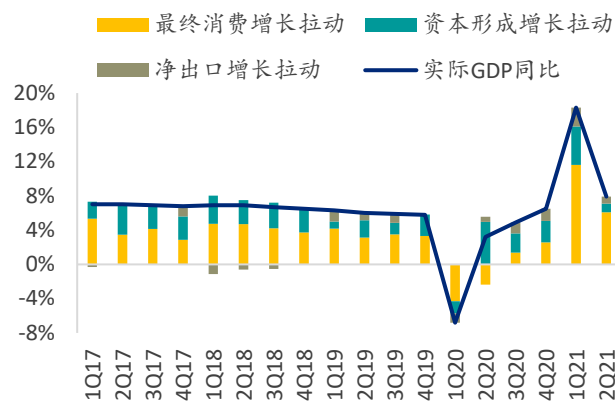
《2021 年中期宏观经济展望：聚焦高质量和结构性的复苏》(2021-06-07)

图表 2：实际 GDP 同比增速与三大产业增加值



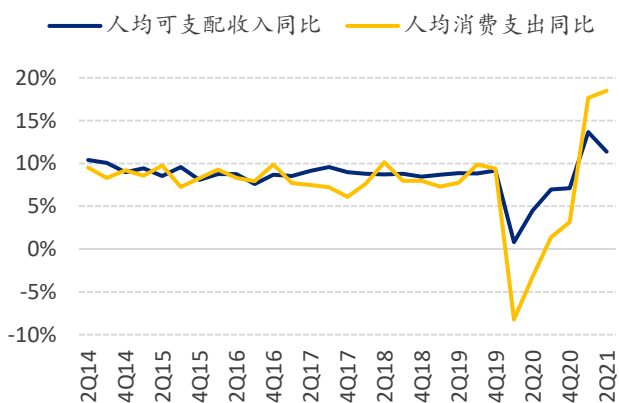
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：实际 GDP 同比增速与各项增长拉动



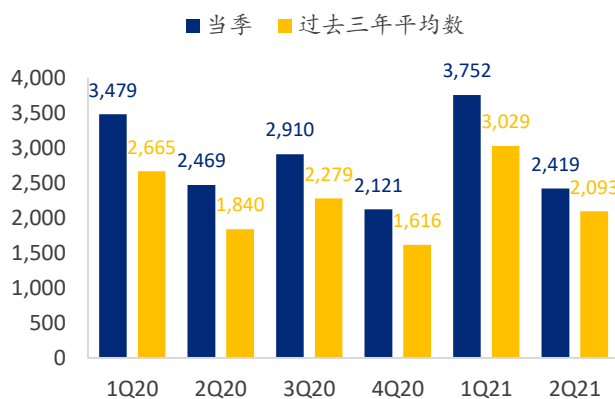
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：人均可支配收入与人均消费支出的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：疫情期间人均储蓄（元）增长，今年二季度开始有所回落



注：人均储蓄=人均可支配收入-人均消费支出

资料来源：CEIC，浦银国际

收入与支出的增速差值收窄。2021 年二季度，低基数的影响减弱导致人均可支配收入的同比增速回落，从一季度的 13.7% 降至 11.4%，但两年年均增速仍达到 7.9%，略高于一季度（7.0%）。人均消费支出在二季度出现大幅回升，同比增速从前期的 17.6% 升至 18.5%；两年年均增速的恢复更明显，从前期的 3.9% 升至 7.1%。消费动力的释放，导致收入与支出的增速差值大幅收窄。就两年年均增速而言，差值已从一季度的 3.1 个百分点收窄至二季度的 0.8 个百分点。

人均储蓄有所回落。2021 年二季度，有效的疫情防控，叠加“五一”假期的推动，疫情造成的消费“堵点”逐渐化解，消费支出回升导致人均储蓄出现回落，从前期的 723 元降至 326 元，为 2020 年一季度疫情暴发后的最低值。

额外储蓄的释放可期。如果以 13.93 亿人口进行估算的话，疫情导致的额外储蓄比之前三年的平均值多出 5.05 万亿元，约占过去四个季度 GDP 的 4.62%，额外储蓄的释放将推动消费引擎的复苏，并带动 GDP 持续增长。

整体来看，今年二季度的数据符合我们在 [2021 年中期宏观经济展望](#) 中的论述，我们认为中国经济复苏存在边际向好的态势。对于下半年的经济走向，我们将关注以下四个方面：

- 工业降速但韧性不减，投资略有分化；
- 双引擎复苏开始；
- 广义流动性收敛，狭义流动性平稳；
- CPI 与 PPI 剪刀差反向走阔的趋势放缓。

工业降速但韧性不减，投资略有分化

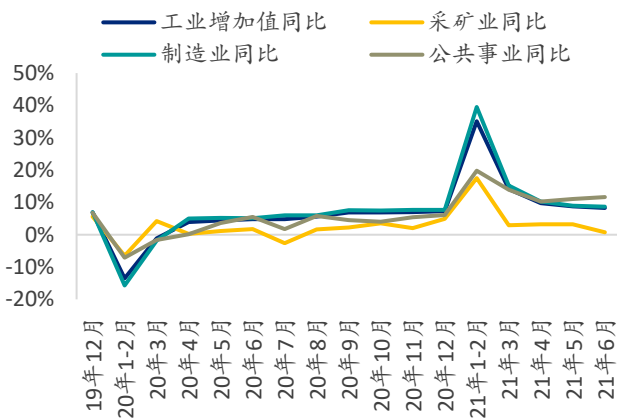
工业生产降速，仍强于预期。6月，规模以上工业增加值同比增长8.3%，较前期下降0.5个百分点，但仍高于预期（7.9%）。就两年年均增速而言，工业增加值从前期的6.6%降至6.5%，韧性仍较强。三大门类工业增加值的增速分化。6月，工业三大门类中的公共事业，工业增加值同比增长11.6%，高于采矿业（0.7%）和制造业（8.7%）的增速水平。整体来看，基数由低转高导致工业生产延续降速势头，但生产效率提升、主要行业生产向好、工业效益稳步回升都显示出工业生产的韧性仍较强。

工业生产效率创新高。2021年二季度，工业产能利用率升至78.4%，为2013年3月有记录以来的新高，中国工业的生产效率持续上升。其中，制造业的产能利用率为78.8%，高于采矿业（76.1%）和公共事业（74.7%）；与历史记录相比，工业三大门类的生产效率均升至历史最高水平。

出口带动高技术制造业增长。6月，高新技术产品出口额同比增长23.1%，两年年均增速为13.6%。出口带动下，高技术制造业的工业增加值同比增长18.0%，增速回升至较高水平。在疫情和复苏双因素影响下，医药和装备制造业的生产依旧向好。6月，就工业增加值同比增速而言，医药制造业（32.5%）和包括金属制品业（19.7%）和电气机械和器材制造业（15.0%）在内的装备制造业，处于主要行业的领先地位，复苏动力充足。

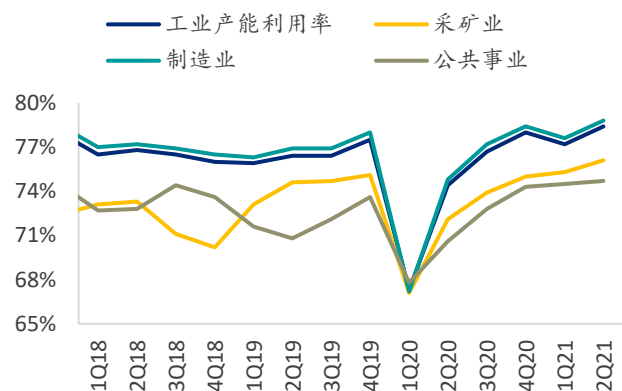
工业效益向好。就两年年均增速而言，今年4-5月的工业企业利润和营收都维持高增速，均值分别达到16.7%和7.8%。此外，4-5月利润率均值达到7.7%，行业间利润率分化也有所缓解。

图表 6：工业生产韧性仍强



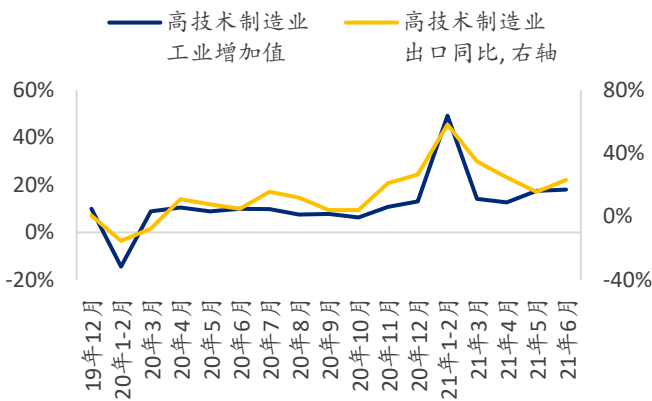
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：工业产能利用率有所回升



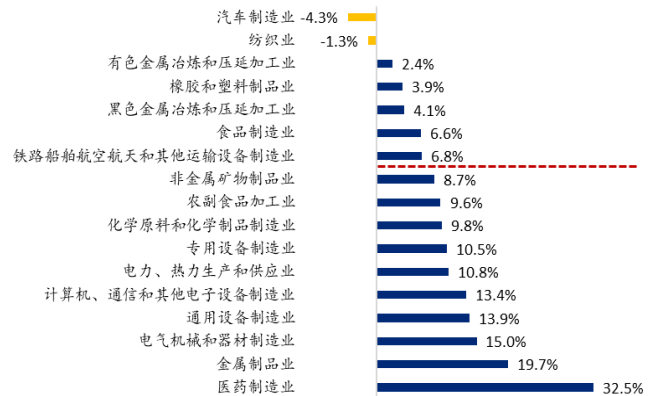
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 8: 高技术制造业仍将受出口带动



资料来源: CEIC, 浦银国际

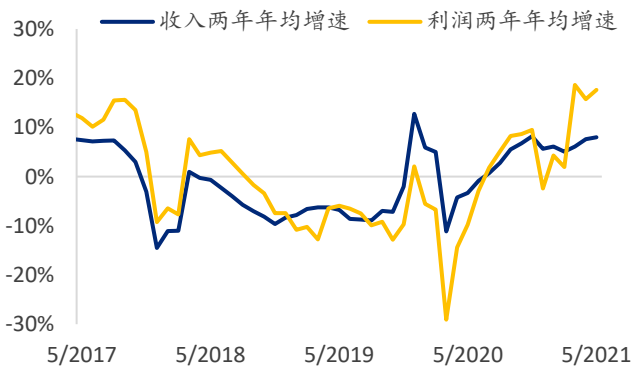
图表 9: 2021年6月各行业工业增加值同比增速



注: 红色虚线为6月工业增加值同比增速

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10: 工业企业收入和利润的两年年均增速延续上升趋势



注: 3个月移动平均

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 2021年2-5月各行业利润率热力图

行业	2月	3月	4月	5月
农副食品加工业	4.1%	3.2%	3.4%	2.8%
食品制造业	8.4%	7.6%	7.9%	7.5%
纺织业	3.3%	3.1%	4.4%	4.5%
化学原料和化学制品制造业	8.8%	10.7%	11.3%	10.6%
医药制造业	19.2%	14.5%	20.9%	26.6%
橡胶和塑料制品业	6.3%	6.2%	6.5%	6.1%
非金属矿物制品业	6.5%	6.7%	8.8%	9.7%
黑色金属冶炼和压延加工业	3.9%	4.8%	7.4%	8.1%
有色金属冶炼和压延加工业	3.6%	4.2%	4.8%	5.3%
金属制品业	4.1%	3.7%	4.9%	5.0%
通用设备制造业	5.9%	7.1%	7.7%	7.5%
专用设备制造业	8.4%	8.7%	10.2%	8.5%
汽车制造业	6.4%	5.9%	6.3%	9.6%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.1%	5.4%	4.3%	5.1%
电气机械和器材制造业	4.6%	5.5%	5.8%	5.3%
计算机、通信和其他电子设备制造业	4.2%	5.3%	5.2%	5.8%
电力、热力生产和供应业	5.7%	6.4%	5.8%	5.2%

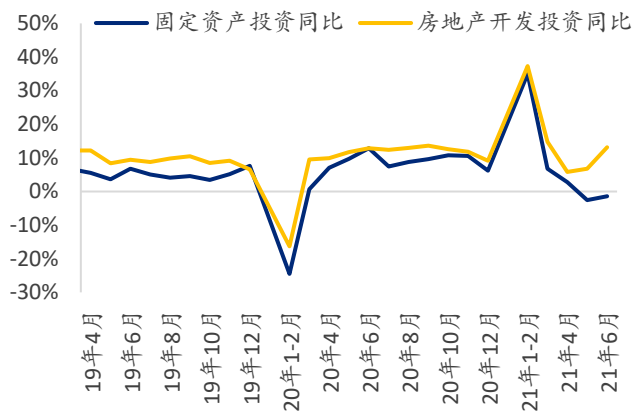
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

高基数下, 固定资产投资增速仍小幅回升。2021年6月, 固定资产投资同比下降1.4%, 降幅较前期收缩1.2个百分点。考虑高基数的影响(增速从去年5月的9.7%升至6月的12.9%), 固定资产投资增速是边际显著回升的。

高基数影响下, 6月基础设施(-12.2%)和公共事业(-16.1%)投资同比维持负增长。随着下半年财政端逐渐发力, 预计基础设施和公共事业的投资将出现一定回升。此外, 制造业投资增速由正转负, 从5月的5.1%降至-1.5%。考虑到企业中长期贷款需求依旧旺盛, 预计制造业的投资仍有回升空间。但基数效应在下半年逐渐走强, 预计制造业同比增速仍维持在低水平。

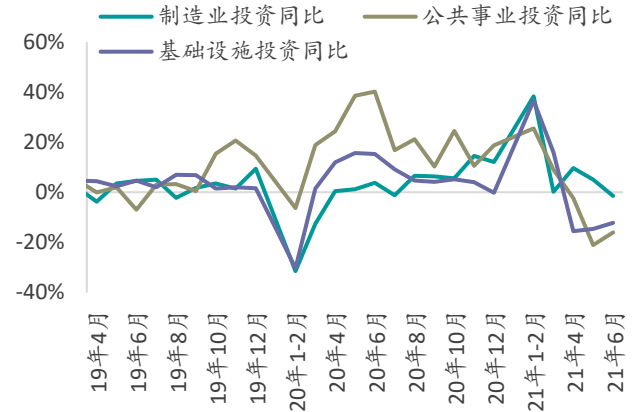
房地产投资短期回升。6月，房地产开发投资同比增长13.2%，较前期增长6.4个百分点。房地产投资回升主要受开工面积大幅增长的影响：6月商品房开工面积增至2.7亿平方米，略低于去年同期的历史高位（2.8亿平方米）。房地产调控的背景下，居民中长期贷款回落，新房销售额和销售面积的两年年均增速出现显著下降。长期来看，房地产热度下降使得房地产投资增速的上升空间有限。

图表 12: 固定资产和房地产开发投资的同比增速



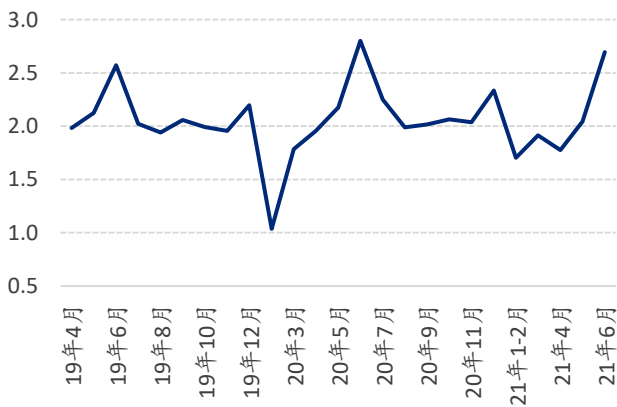
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 13: 固定资产投资中主要项目的增速



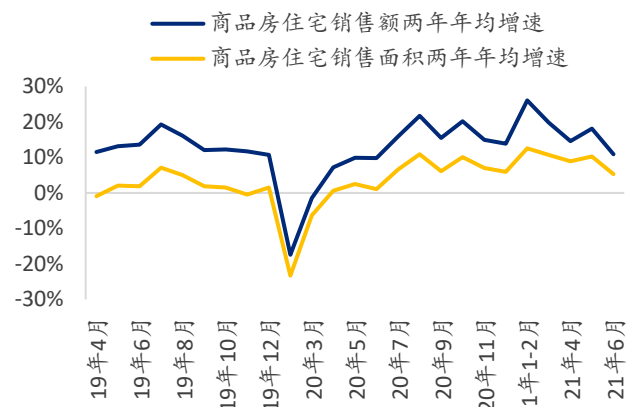
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 14: 商品房新开工面积 (亿平方米) 回升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 15: 商品房住宅销售额和销售面积增速回落



资料来源: CEIC, 浦银国际

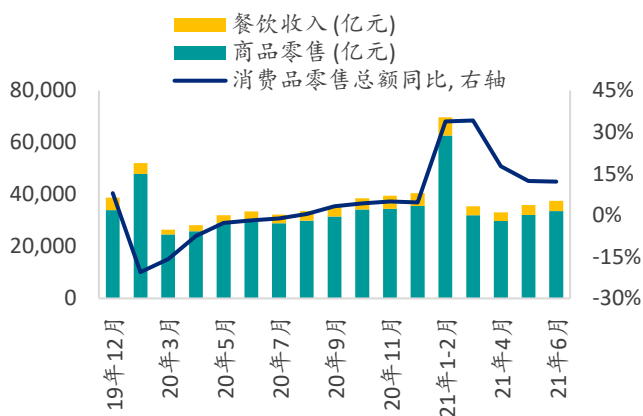
双引擎复苏开始

消费引擎加速

社会消费品零售总额加快复苏。6月，社会消费品零售总额同比增长12.1%，高于预期（10.8%），两年年均增速升至4.9%，较前期（4.5%）有所加快，但仍低于正常时期的水平（2019年月均同比增速为8.0%）。

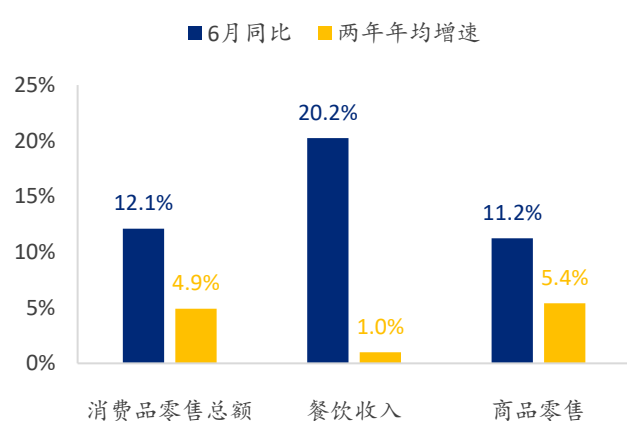
商品零售和餐饮收入有所分化。6月，商品零售同比增长11.2%，两年年均增速为5.4%，较前期的4.9%有所加快。低基数的影响下，餐饮收入同比增长20.2%，两年年均增速有所回落，从前期的1.4%降至1.0%，服务消费的韧性仍弱于商品零售。商品零售恢复愈加均衡。通过比较两年年均增速，我们发现家具类（-6.5%）和中西药品类（-0.7%）仍未恢复至2019年同期水平。其中，家具类零售恢复缓慢是受到房地产调控的间接影响，而药品类零售则受制于疫情防控要求，这两类零售短期内恢复仍将缓慢。除此之外，其它行业的零售均恢复增长。

图表 16：消费品零售总额同比增速下降趋缓



资料来源：CEIC，浦银国际

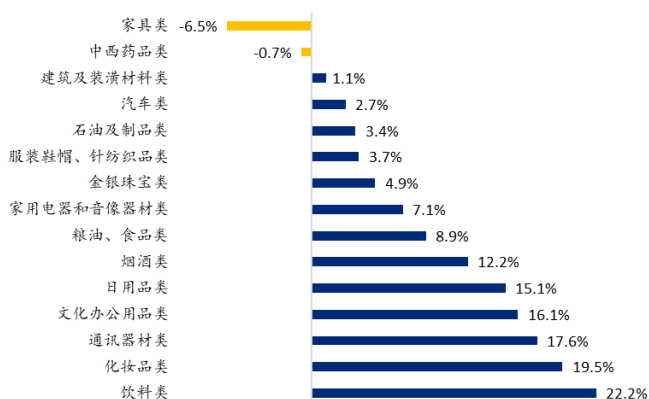
图表 17：2021年6月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



资料来源：CEIC，浦银国际

就业市场回暖和广东疫情稳控将促进消费加速恢复。6月城镇调查失业率为5.0%，与前期持平，略低于2019年同期（5.1%）。就业市场回暖对消费复苏将起到推动作用，也将促进消费动力的释放。此外，广东疫情实现有效稳控，7月已无本地新增确诊病例，疫情导致的人口流动性下降也有所回升，这将对消费恢复起到推动作用。伴随广东省的消费复苏，全国消费也将实现进一步增长，我们预计，消费引擎在第三季度将起到更关键的作用，推动经济持续增长。

图表 18: 2021 年 6 月各行业零售额的两年年均增速



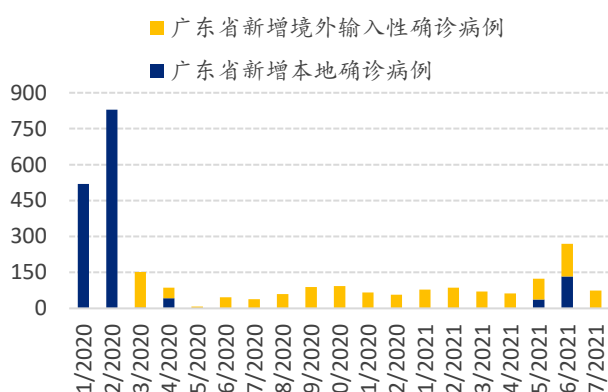
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 19: 2021 年 6 月城镇调查失业率与前期持平



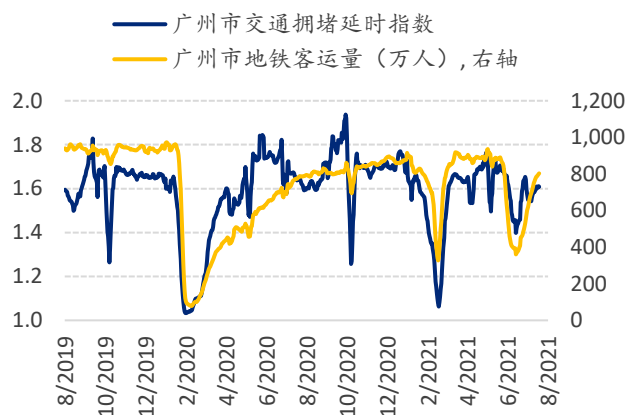
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 20: 广东省新冠肺炎新增确诊病例数



注: 截至 2021 年 7 月 19 日
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 21: 以广州市为例, 疫情导致的人口流动性下降已有所回升



注: 截至 2021 年 7 月 19 日; 7 日移动平均
资料来源: Wind, 浦银国际

出口引擎趋稳

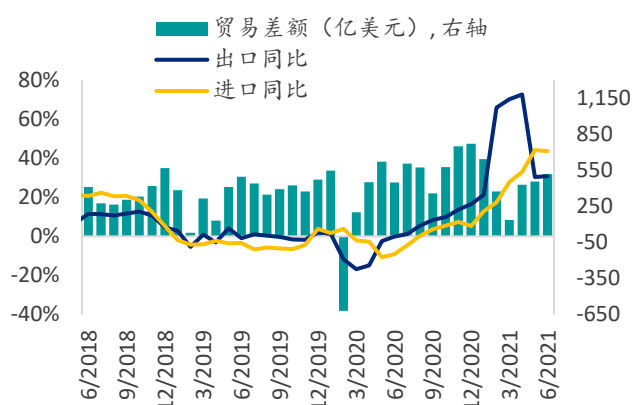
出口增速回升, 边际走强。6 月, 出口(美元计)同比增长 32.2%, 高于预期 (23.0%), 较前期增加 4.3 个百分点。就两年年均增速而言, 6 月的出口 (15.1%) 强于 5 月 (11.1%)。

对多数目的地出口回升, 对日出口回落。6 月, 就两年年均增速而言, 中国对美国 (9.3%)、韩国 (14.5%)、欧盟 (9.9%)、东盟 (16.3%)、南美 (23.7%) 的出口均有所回升。其中, 中国对南美 (6.4 个百分点) 和欧盟 (4.2 个百分点) 的两年年均增速回升幅度较大, 对美国 (0.1 个百分点) 回升幅度较小。6 月, 中国对日本出口的两年年均增速从前期的 8.0% 降至 6.2%, 出口绝对值从前期的 139.2 亿美元降至 136.8 亿美元。

短期内，中国对美国出口仍有增长空间。就业市场复苏缓慢，叠加供应链受阻的影响，美国 ISM 制造业 PMI 指数从 3 月的峰值 (64.7%) 回落至 6 月的 60.6%，趋势放缓但仍处于扩张区间。6 月，财政补贴峰值已过，叠加低基数消退的影响，美国零售同比增速延续下滑趋势，6 月已降至 15.6%，但增速仍较高。

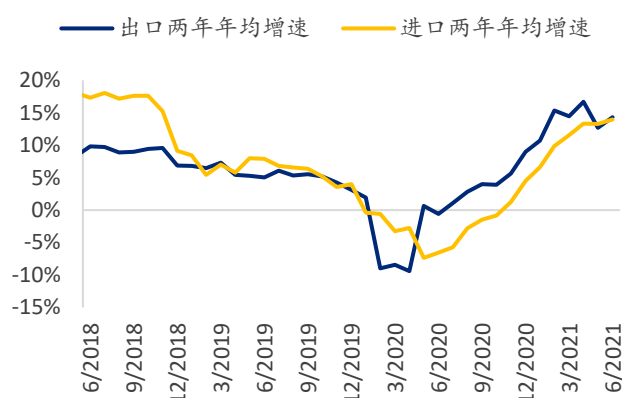
虽然中国对美国出口的两年年均增速回升幅度较小，但 6 月对美国出口的绝对值达到 469.1 亿美元，创历年 6 月对美出口的新高。因此，伴随美国经济的进一步复苏，我们认为中国对美国出口仍有一定的增长空间。

图表 22: 进出口同比增速与贸易差额



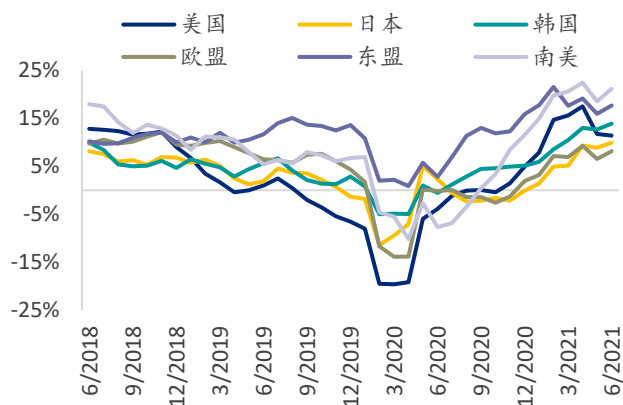
注: 同比增速为 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 23: 进出口两年年均增速



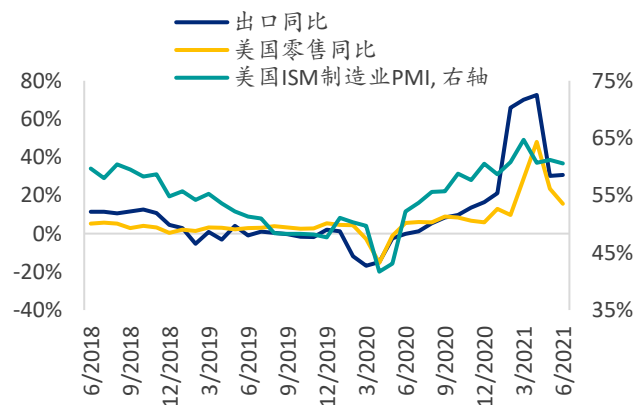
注: 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 24: 中国出口至主要目的地两年年均增速出现回升



注: 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 25: 中国对美出口受到美国制造业扩张趋势和零售增速的影响



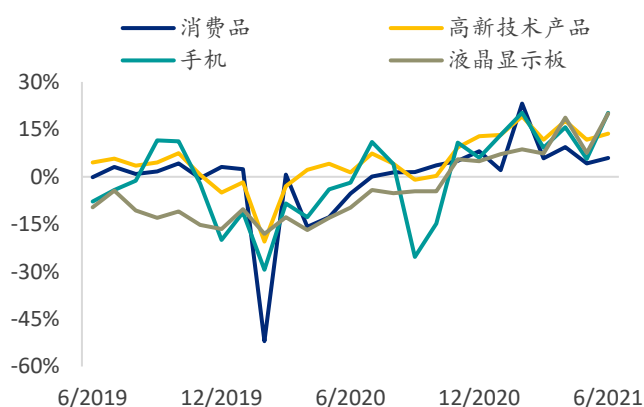
注: 出口同比为 3 个月移动平均
资料来源: Macrobond, 浦银国际

消费品出口增速趋稳。6月，主要消费品（服装、鞋类、家具、玩具）的两年年均增速为6.0%，较前期回升1.7个百分点。其中，服装、鞋类、家具出口的两年年均增速分别回升2.7、3.5、3.7个百分点；玩具则回落7.5个百分点。

高技术产品出口增速小幅回升。6月，高技术产品出口同比增长23.1%，较前期回升7.4个百分点；两年年均增长13.6%，较前期增加1.9个百分点。

电子产品出口增速显著回升。6月，以手机和液晶显示板为代表的电子产品出口增速回升明显，两年年均增速分别为20.2%和20.0%，较前期分别回升14.6和12.4个百分点。

图表 26: 消费品和电子产品出口的两年年均增速有所回升



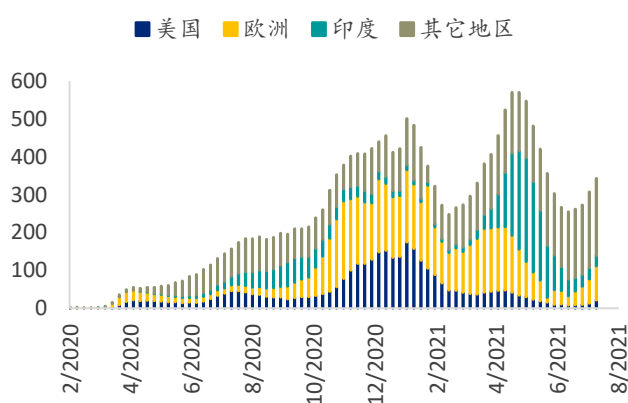
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 27: 2021年6月消费品和电子产品出口的两年年均增速和同比增速

单位: %	两年年均增速	同比增速
服装	2.8%	17.7%
鞋类	-2.1%	34.6%
玩具	15.5%	40.5%
家具	16.5%	25.3%
高技术产品	13.6%	23.1%
手机	20.2%	11.3%
液晶显示板	20.0%	62.7%

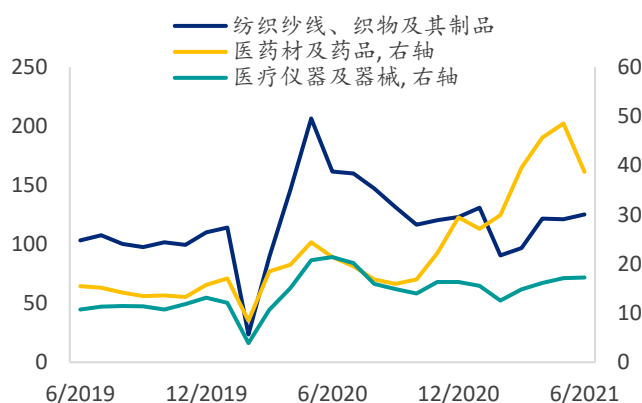
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 28: 全球主要地区每周新增新冠确诊病例(万人)情况



注: 截至2021年7月19日
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 29: 防疫物资出口(亿美元)继续回升



资料来源: CEIC, 浦银国际

全球疫情反弹带动防疫物资出口回升。6月，全球新冠疫情较4月有所回落，但是变种病毒 Delta 的蔓延使得每周新增确诊病例出现回升。受此影响，6月防疫物资出口维持较高水平：用于制造口罩的纺织制品出口达 125.2 亿美元，为今年 2 月以来的最高值，环比增长 3.2%；医疗器械及仪器出口达 17.2 亿美元，环比增长 0.6%；医药材及药品出口达 38.7 亿美元，虽然较前期（48.5 亿美元）有所回落，但同比增长 80.9%，两年年均增速达到 58.2%。

进口回升显著。6月，进口（美元计）同比增长 36.7%，高于预期（29.5%）。就两年年均增速而言，6月的进口（18.8%）高于5月（12.4%）。6月，进口量的两年年均增速达到 9.3%，大幅高于4月（4.4%）和5月（3.4%）。

从进口结构来看，能源类进口量趋稳、工业设备进口量出现分化。6月，原油（0.7%）、煤炭（2.4%）、铁矿石（9.1%）和铜矿石（6.7%）进口量的两年年均增速较稳定，其中煤炭、铁矿石和铜矿石的两年年均增速较前期分别增长 14.8、5.5 和 4.4 个百分点，原油则回落 0.2 个百分点。6月，就两年年均增速而言，机床（51.9%）、集成电路（22.0%）和自动数据处理设备（7.2%）的分化较大，这主要是受到供需结构和上游产业链的影响。

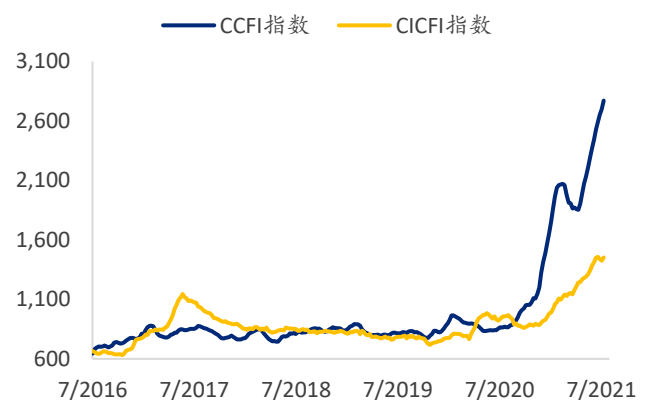
航运恢复程度将影响中国进出口走向。截至 7 月 19 日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）升至 2,771.54 的水平，创历史新高；而进口集装箱运价指数（CICFI）小幅回落至 1,453.26 的水平，但仍接近 6 月中旬的历史高位（1,457.74）。运价走高显示出航运供应链的恢复仍不充分，这或将影响中国进出口的持续增长。

图表 30：2021 年 6 月能源和工业设备进口量的两年年均增速和同比增速

单位：%	两年年均增速	同比增速
原油	0.7%	-24.5%
煤炭	2.4%	12.3%
铁矿石	9.1%	-12.1%
铜矿石	6.7%	4.8%
机床	51.9%	30.9%
集成电路	22.0%	23.6%
自动数据处理设备	7.2%	19.9%

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 31：中国出口集装箱运价指数（CCFI）与中国进口集装箱运价指数（CICFI）



注：截至 2021 年 7 月 19 日
资料来源：Wind，浦银国际

广义流动性收敛，狭义流动性平稳

新增社融高于预期，带动社融同比降幅趋缓。6月，新增社融3.67万亿元，高于预期（2.89万亿元）和去年同期（3.47万亿元）。受此影响，社融存量6月升至301.56万亿元，同比增长11.0%，与5月的增速持平，社融同比增速下降的趋势有所放缓。

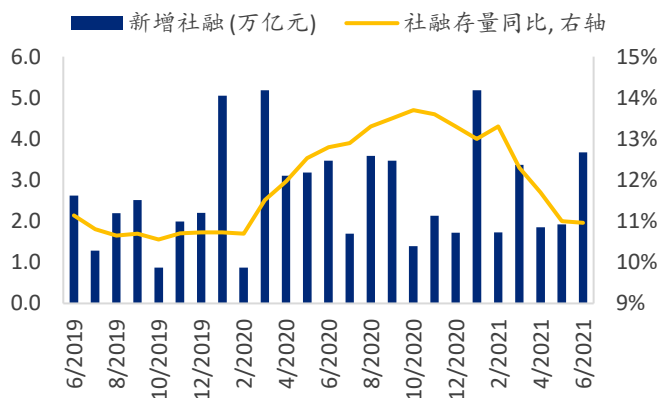
社融同比增速的下行斜率料将趋缓。今年上半年，社融同比出现较大回落，增速从2月的13.3%连续下降至5月的11.0%，已接近我们在[2021年中期宏观经济展望](#)中预计的水平（10.5%）。回顾上半年，社融增速出现较大降幅主要是受基数效应和财政支出较慢的影响。随着下半年基数效应逐渐减轻、财政支出回升，社融增速下降最陡峭的阶段已过，我们预计社融增速将逐渐回落至10.5%的水平，下行斜率将较为平缓。

图表 32：中国信贷脉冲呈现下降趋势



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 33：新增社融与社融存量增速的变化



资料来源：CEIC，浦银国际

社融项下，新增贷款同比显著多增。6月，社融口径的新增本外币贷款约2.39万亿元，同比多增4,629亿元，是推动6月新增社融超预期的主要原因。

非标融资规模持续压降。6月，非标融资减少1,740亿元，同比多减2,594亿元，非标融资规模实现连续5个月的下降。其中，委托贷款减少473亿元，与去年同期基本持平；信托贷款减少1,047亿元，同比多减195亿元；表外票据融资减少220亿元，同比多减2,410亿元。

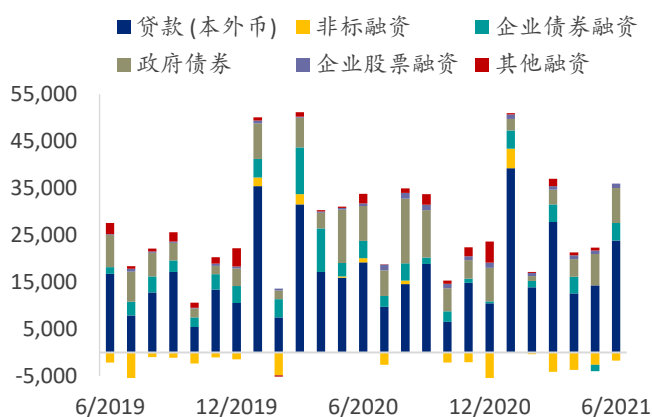
银行业因年中考核而加大开票和贴现业务，票据融资出现表外转表内特征。6月，新增表内票据融资2,747亿元，同比多增4,851亿元，带动了整体信用扩张。

表内票据多增推动信用扩张。6月新增人民币贷款2.12万亿元，同比多增3,100亿元，高于预期（1.85万亿元）和2019年同期（1.81万亿元），信用扩张趋势明显。

中长期贷款出现分化。6月，新增居民中长期贷款5,156亿元，同比减少1,193亿元。排除高基数的部分影响，居民中长期贷款回落，显示出房地产调控下，房贷扩张趋势放缓。6月，新增企业中长期贷款8,367亿元，同比多增1,019亿元，显示实体经济融资需求依然强劲。

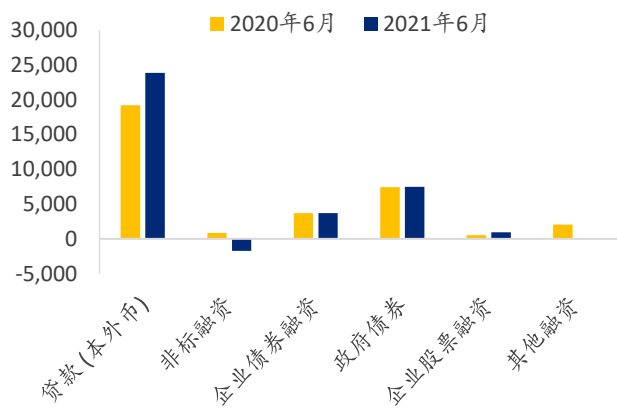
M2-M1剪刀差边际走阔。信用扩张影响下，6月M2同比增长8.6%，高于预期（8.2%），较前期增加0.3个百分点。M1同比增速由5月的6.1%降至6月的5.5%，低于预期（6.0%）。M2-M1剪刀差边际走阔，显示实体经济的活跃度呈现边际放缓趋势。

图表 34：新增社融结构（亿元）



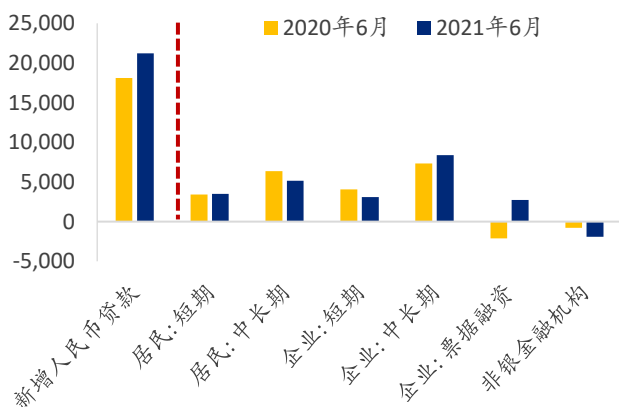
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 35：新增社融结构对比（亿元）



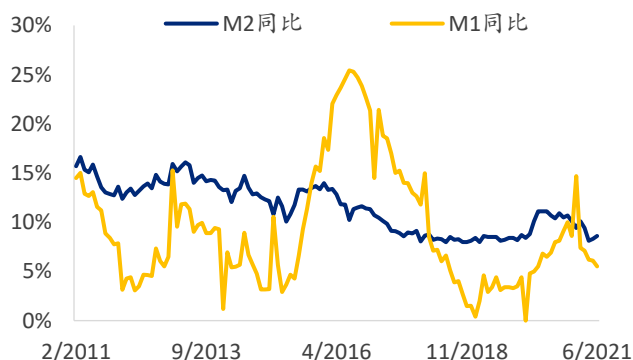
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 36：新增信贷结构对比（亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 37：M2、M1 增速延续边际下降

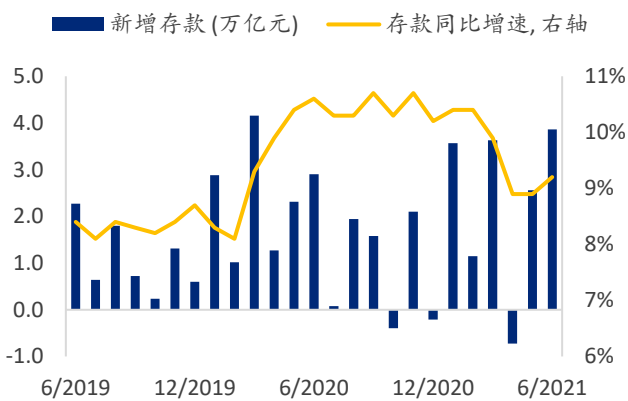


资料来源：CEIC，浦银国际

企业存款多增带动存款增速回升。6月，人民币存款同比增速由前期的8.9%回升至9.2%，新增存款3.87万亿元。其中，6月新增居民户存款2.2万亿元，与去年同期持平；6月新增企业存款2.5万亿元，同比多增约1.03万亿元。

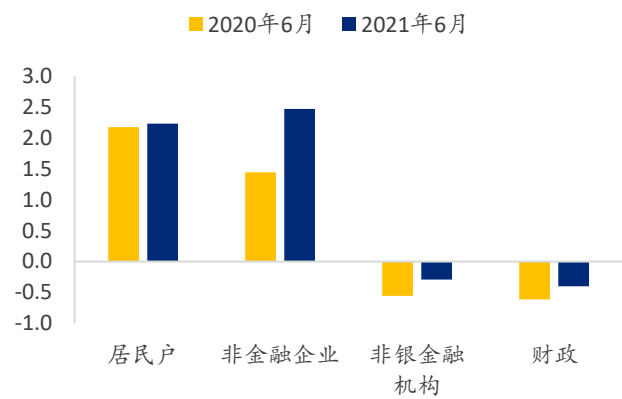
政策层面，超预期降准不改稳健货币政策取向。7月9日，中国央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，预计释放长期资金1万亿元。考虑到三季度即将到期的1.7万亿元中期借贷便利(MLF)以及税期高峰带来的流动性缺口，我们认为此次降准将抵消部分流动性缺口，保持狭义流动性的平稳，但不影响广义流动性的收敛。

图表 38：新增存款与存款同比增速的变化



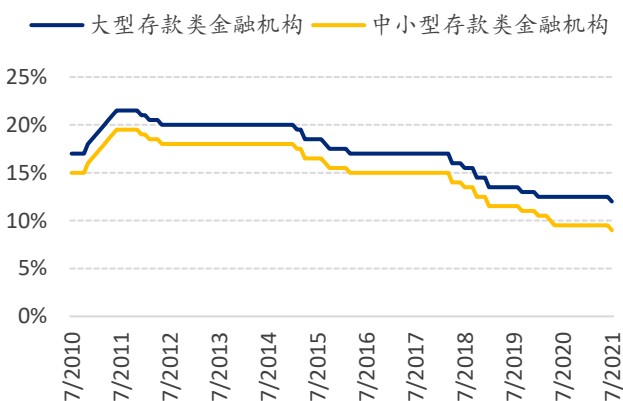
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 39：新增存款结构对比（万亿元）



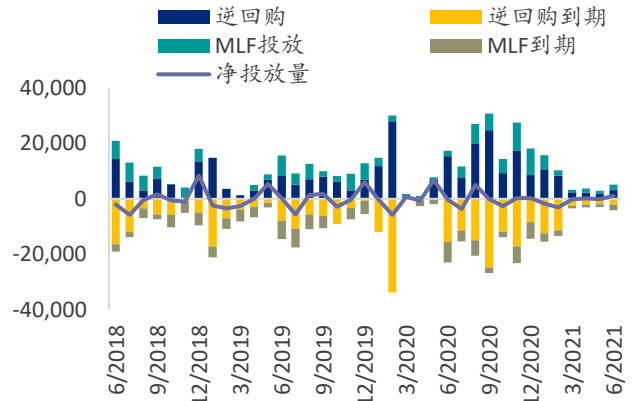
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 40：中国金融机构存款准备金率



资料来源：Wind，浦银国际

图表 41：中国央行公开市场操作与到期（亿元）

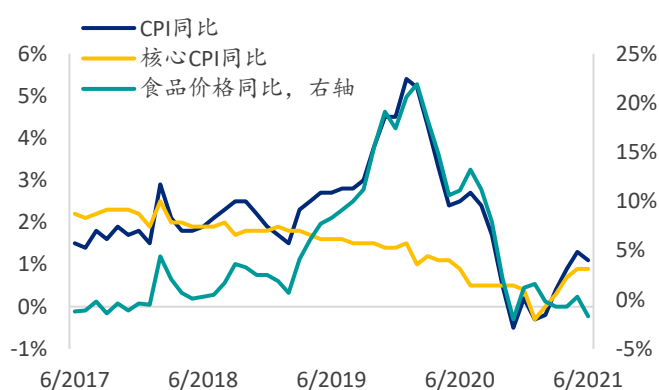


资料来源：CEIC，浦银国际

CPI 与 PPI 剪刀差反向走阔的趋势放缓

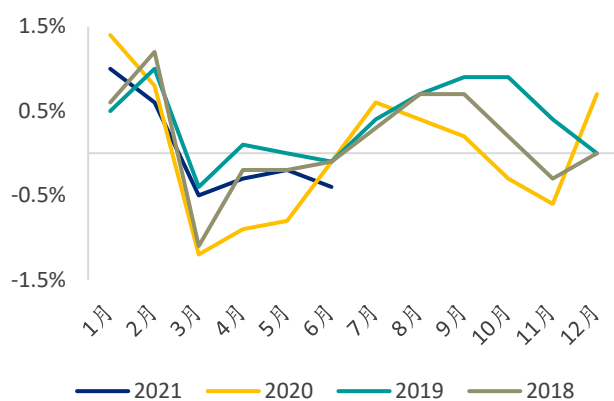
CPI 同比、环比增速双双回落。6 月，CPI 同比增速由前期的 1.3% 回落至 1.1%，略低于预期 (1.2%)；6 月，CPI 环比增速为 -0.4%，降幅较前期扩大 0.2 个百分点。其中，食品价格的同比增速由 5 月的 0.3% 降至 6 月的 -1.7%，环比增速的降幅扩大 0.5 个百分点至 -2.2%。扣除食品和能源的价格影响，6 月核心 CPI 同比增长 0.9%，与前期持平。6 月，食品通胀回落，叠加非食品通胀放缓的影响，CPI 同比增速出现今年的首次回落。

图表 42: CPI 同比增速回落，食品价格持续下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 43: CPI 环比涨跌幅历史趋势比较



资料来源: CEIC, 浦银国际

猪肉价格下跌带动食品通胀走低。6 月，食品烟酒分项环比下降 1.4%，降幅较前期有所扩大 (5 月环比下降 1.0%)。受周期下行影响，6 月猪肉价格环比下降 13.6%，降幅扩大 2.6 个百分点。此外，鲜果 (-4.5%) 和鲜菜 (-2.3%) 的价格维持环比负增长。

交通通信价格修复放缓。6 月，交通通信分项环比增速回落，由前期的 0.4% 降至 0.1%。其中，原油价格的持续回升带动了交通通信价格修复。交通工具用燃料价格的环比增速从前期的 1.6% 增至 6 月的 2.0%，成为交通通信分项中环比增幅最大的项目。

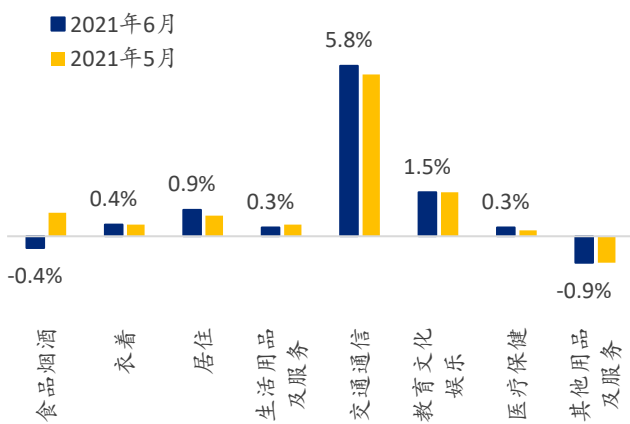
旅游价格修复放缓。教育文化娱乐分项中，旅游价格的环比增速由正转负，从前期的 1.9% 降至 6 月的 -2.0%。“五一”假期导致旅游需求提前释放，一定程度上影响 6 月旅游价格的修复。1-6 月，旅游价格累计同比下降 -4.3%，6 月的同比降幅已收窄至 -1.1%。我们预计，随着疫情影响减弱，旅行需求回升，旅游价格将进一步修复，其累计同比增速将进一步收窄。

图表 44：最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	6月	5月	6月	5月
核心 CPI	0.9	0.9	-0.1	0.1
整体 CPI	1.1	1.3	-0.4	-0.2
其中：食品	-1.7	0.3	-2.2	-1.7
非食品	1.7	1.6	0.0	0.2
其中：消费品	1.1	1.6	-0.6	-0.4
服务	1.0	0.9	-0.1	0.2
其中：城市	1.2	1.4	-0.4	-0.1
农村	0.7	1.1	-0.5	-0.3

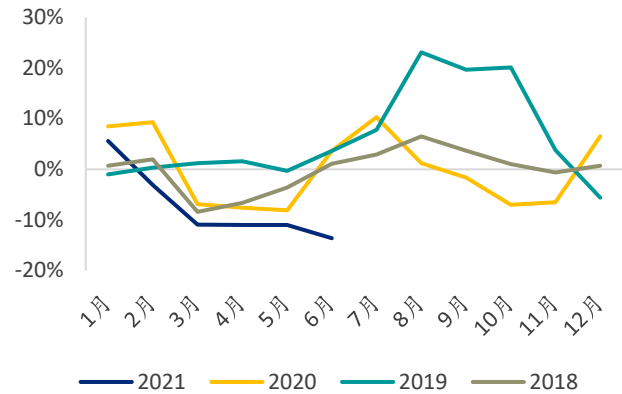
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 46：CPI 各项同比增速比较



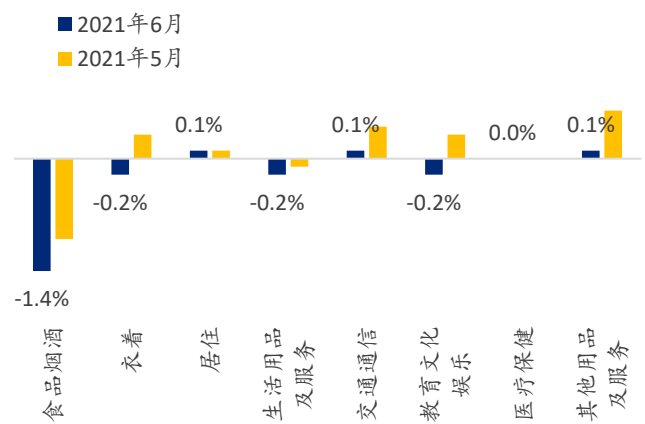
注：数据标签为 2021 年 4 月同比增速
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 45：猪肉环比涨跌幅历史趋势比较



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 47：CPI 各项环比增速比较



注：数据标签为 2021 年 4 月环比增速
资料来源：CEIC，浦银国际

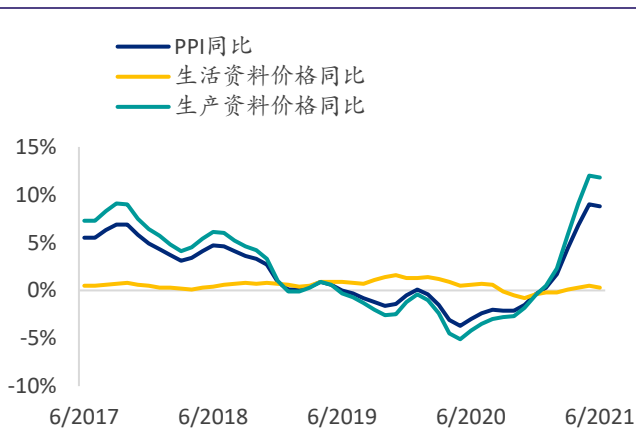
大宗商品价格分化，PPI 增速见顶。6 月，石油（10.0%）、铁矿石（7.1%）、铜矿石（-9.2%）等大宗商品价格的变动幅度出现分化，叠加低基数效应减弱的因素，PPI 同比增幅回落，从前期的 9.0% 降至 6 月的 8.8%，与预期持平。

生产资料价格修复放缓。6 月，生产资料价格同比增速回落 0.2 个百分点至 11.8%，环比增速从前期的 2.1% 降至 0.5%，其上行趋势明显放缓。自上而下的价格修复过程依然明显。6 月，采掘（35.1%）、原材料（18.0%）、加工（7.4%）的同比增速依然延续“上游快、下游慢”的特征，行业间生产资料价格的修复仍受商品价格的影响。

生活资料价格修复遇阻。6月，生活资料价格同比增速回落，从前期的0.5%降至0.3%，环比增速由正转负，从前期的0.1%降至-0.2%。其中，衣着(-0.8%)和耐用消费品(-0.6%)的资料价格同比仍维持负增长，显示消费品的价格修复面临压力。

CPI与PPI剪刀差反向走阔的趋势放缓。6月，受PPI增速见顶的影响，PPI与CPI的同比增速之差维持7.7个百分点的水平。正如我们在[2021年中期宏观经济展望](#)的判断，随着基数效应逐渐减弱，大宗商品价格增速放缓，PPI的上行趋势将有所转变，CPI与PPI剪刀差反向走阔的趋势将有所缓解。

图表 48：生产资料价格触顶，PPI 同比增速放缓



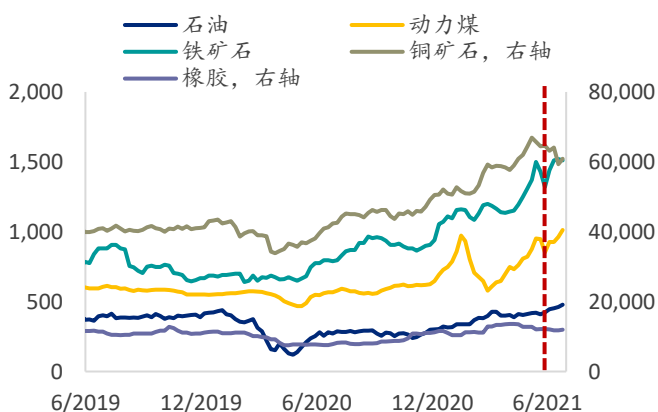
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 49：最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	6月	5月	6月	5月
整体 PPI	8.8	9.0	0.3	1.6
其中：生产资料	11.8	12.0	0.5	2.1
采掘	35.1	36.4	3.9	6.5
原材料	18.0	18.8	0.2	2.1
加工	7.4	7.4	0.3	1.7
其中：生活资料	0.3	0.5	-0.2	0.1
食品	1.4	2.2	-0.5	0.0
衣着	-0.8	-0.6	-0.3	0.0
一般日用品	0.3	0.5	-0.2	0.4
耐用消费品	-0.6	-0.8	0.1	0.1

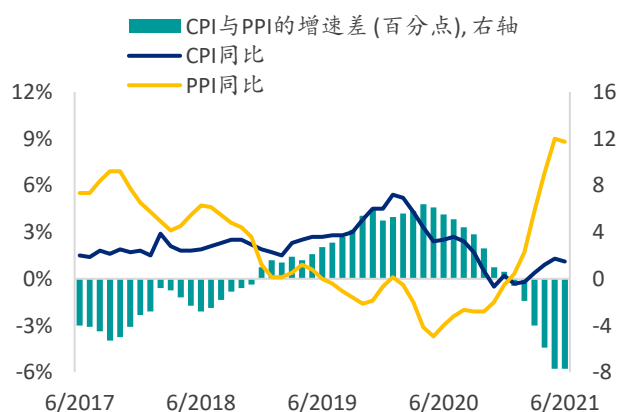
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 50：大宗商品价格 6 月出现分化



注：石油价格为元/桶，其他商品价格为元/吨
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 51：CPI 与 PPI 剪刀差反向走阔的趋势放缓



资料来源：CEIC，浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼