

7月中国宏观数据点评—— 经济短期遇阻，双引擎复苏推迟

在洪涝灾害和疫情反弹的双重影响下，中国7月的宏观数据有所下滑，同比增速放缓。但是，正如我们在[2021年中期宏观经济展望](#)中所讲，下半年经济增长的质量才是关注的重点，经济增长的动力来自盈利和储蓄驱动的需求增长，而非信贷。因此，外生因素导致经济短期遇阻，但是不改双引擎复苏的长期趋势。

工业生产持续降速。7月，工业增加值同比增长6.4%，较前期下降1.9个百分点，显著低于预期（7.9%）。就两年年均增速而言，工业增加值从前期的6.5%降至7月的5.6%，降幅较显著。工业效益整体较好，行业间有所分化。就两年年均增速而言，今年二季度的工业企业利润（17.7%）和营收（8.5%）都维持高速增长。二季度的利润率达到7.5%，行业间利润率略有分化。

固定资产投资增速的降幅扩大。7月，固定资产投资同比下降3.5%，降幅较前期扩大2.1个百分点，为年初以来最低增速。考虑基数效应的因素（基期增速下降5.5个百分点），固定资产投资增速的下降幅度显著。**房地产投资显著回落。**7月，房地产开发投资同比增长5.9%，较前期下降7.3个百分点。房地产投资显著回落受到开工面积大幅下降的影响：7月商品房开工面积从前期的2.7亿平方米降至1.8亿平方米，低于去年同期。

外生因素导致社会消费品零售总额再次下滑。7月，社会消费品零售总额同比增长8.5%，低于预期（10.9%），两年年均增速降至3.6%，较前期（4.9%）有所趋缓，较正常时期的水平（2019年月均同比增速为8.0%）仍有较大差距。**出口增速边际回落。**7月，出口（美元计）同比增长19.3%，低于预期（20.0%），较前期回落12.9个百分点。就两年年均增速而言，7月的出口（12.9%）弱于6月（15.1%）。

新增社融显著走低，社融同比增速继续回落。7月，新增社融1.06万亿元，大幅低于预期（1.70万亿元）和去年同期（1.69万亿元）。7月，社融存量升至302.5万亿元，同比增速从前期的11.0%降至10.7%，增速回落至2020年2月的水平，接近我们此前所预计的10.5%。

通胀出现由PPI传导至CPI的迹象。7月，CPI同比增速由前期的1.1%回落至1.0%，但仍高于预期（0.8%）；扣除食品和能源的价格影响，7月核心CPI同比增长1.3%，较前期上涨0.4个百分点。7月，非食品价格和服务价格的明显回升，显示出通胀开始由PPI传导至CPI，抵消了食品价格下降对CPI的影响。

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8月24日

主要数据 (%)	7月		6月	
	同比	两年年均增速	同比	两年年均增速
工业增加值	6.4	5.6	8.3	6.5
累计固定资产投资	10.3	4.3	12.6	4.4
累计房地产投资	12.7	8.0	15.0	8.2
消费品零售总额	8.5	3.6	12.1	4.9
出口 (美元计)	19.3	12.9*	32.2	15.1*
进口 (美元计)	28.1	12.8*	36.7	18.8*

主要数据	7月	6月	5月
社融存量 (万亿元)	302.5	301.6	298.0
社融增量 (万亿元)	1.06	3.67	1.92
M2 同比 (%)	8.3	8.6	8.3
M1 同比 (%)	4.9	5.5	6.1
CPI (%)	1.0	1.1	1.3
PPI (%)	9.0	8.8	9.0

注：*为浦银国际计算

资料来源：国家统计局，海关总署，中国人民银行，浦银国际

相关报告：
[《日益临近的QE缩减——SPDBI全球央行观察（2021年8月刊）》](#)（2021-08-17）

[《7月中国宏观数据点评——经济扩张边际放缓，需关注连锁效应和外生因素的负面影响》](#)（2021-08-02）

[《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）

工业降速且分化，投资降幅扩大

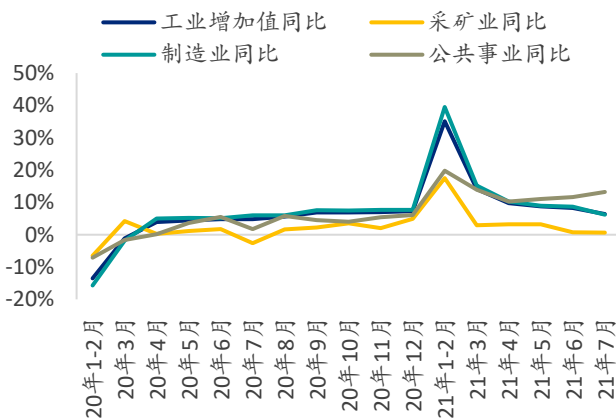
工业生产持续降速。7月，工业增加值同比增长6.4%，较前期下降1.9个百分点，显著低于预期（7.9%）。就两年年均增速而言，工业增加值从前期的6.5%降至7月的5.6%，降幅较显著。

三大门类工业增加值的增速分化。7月，工业三大门类中的公共事业，工业增加值同比增长13.2%，高于采矿业（0.6%）和制造业（6.2%）的增速水平。其中，制造业（-2.5个百分点）和采矿业（-0.1个百分点）的工业增加值增速出现下滑；公共事业（1.6个百分点）的工业增加值增速虽然有小幅回升，但考虑到基数效应的因素（基期增速下降3.8个百分点），实际增长并不明显。

出口驱动的高技术制造业维持高增速。7月，高新技术产品出口额的同比增速和两年年均增速均为15.5%，相较于前期，同比增速放缓（下降7.7个百分点）、两年年均增速则有所加快（回升1.9个百分点），显示出口虽较去年的高增速有所回落，但仍好于疫情前水平。出口带动下，高技术制造业的工业增加值同比增长15.6%，较前期下降2.4个百分点，但仍属于高增速区间。

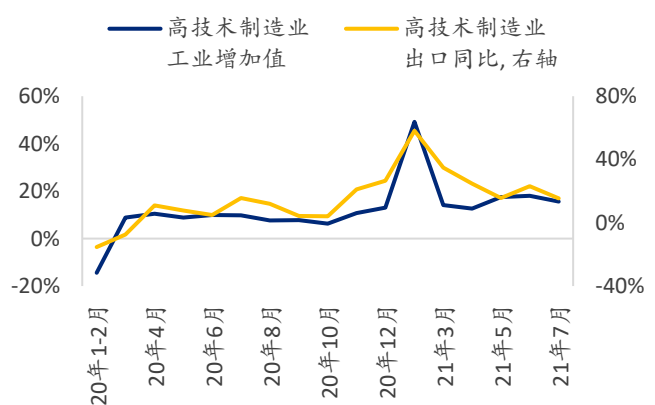
医药制造业领先，部分装备制造业保持双位数增长。7月，就工业增加值同比增速而言，医药制造业（25.3%）和包括计算机、通信和其它电子设备制造业（13.0%）、金属制品业（12.7%）和电气机械和器材制造业（10.3%）在内的装备制造业，处于主要行业的头部。其中，医药制造业生产向好主要受疫情因素推动，而经济复苏则利好装备制造业的生产。**基数效应导致汽车制造业同比降幅扩大。**7月，高基数的影响下，汽车制造业的工业增加值同比下降8.5%，降幅较前期扩大4.2个百分点。

图表 1: 工业生产整体下行，三大部门出现分化



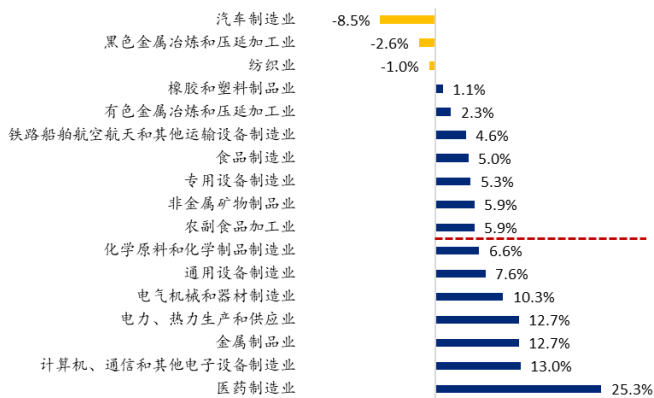
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2: 高技术制造业仍将受出口带动



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：2021 年 7 月各行业工业增加值同比增速



注：红色虚线为 7 月工业增加值同比增速
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 4：2021 年 3-6 月各行业利润率热力图

	3月	4月	5月	6月
汽车制造业	5.9%	6.3%	9.6%	5.7%
黑色金属冶炼和压延加工业	4.8%	7.4%	8.1%	4.5%
纺织业	3.1%	4.4%	4.5%	4.0%
橡胶和塑料制品业	6.2%	6.5%	6.1%	4.6%
有色金属冶炼和压延加工业	4.2%	4.8%	5.3%	4.0%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5.4%	4.3%	5.1%	6.3%
食品制造业	7.6%	7.9%	7.5%	7.7%
专用设备制造业	8.7%	10.2%	8.5%	8.1%
非金属矿物制品业	6.7%	8.8%	9.7%	8.0%
农副食品加工业	3.2%	3.4%	2.8%	2.6%
化学原料和化学制品制造业	10.7%	11.3%	10.6%	8.5%
通用设备制造业	7.1%	7.7%	7.5%	6.5%
电气机械和器材制造业	5.5%	5.8%	5.3%	5.4%
电力、热力生产和供应业	6.4%	5.8%	5.2%	4.7%
金属制品业	3.7%	4.9%	5.0%	3.7%
计算机、通信和其他电子设备制造业	5.3%	5.2%	5.8%	7.4%
医药制造业	14.5%	20.9%	26.6%	26.2%

资料来源：CEIC，浦银国际计算

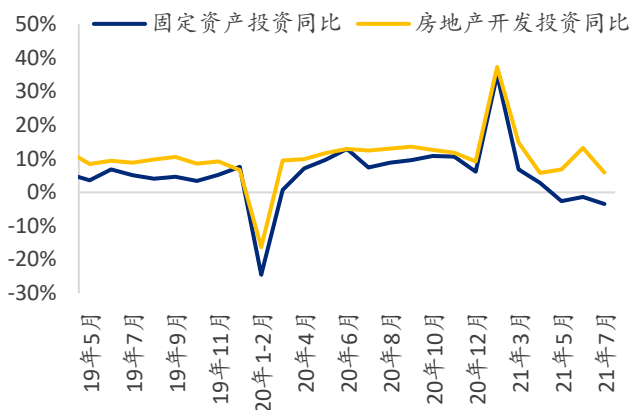
工业效益整体较好，行业间有所分化。就两年年均增速而言，今年二季度的工业企业利润（17.7%）和营收（8.5%）都维持高速增长。二季度的利润率达到了 7.5%，行业间利润率有所分化：医药制造业的利润率领跑主要行业；食品价格走低压缩了农副食品加工业的利润空间；原材料价格走高压低了黑色、有色金属冶炼和压延加工业，以及金属制品业的利润空间。

固定资产投资增速的降幅扩大。7 月，固定资产投资同比下降 3.5%，降幅较前期扩大 2.1 个百分点，为年初以来最低增速。考虑基数效应的因素（基期增速下降 5.5 个百分点），固定资产投资增速的下降幅度显著。

固定资产投资各行业的分化显著。7 月，基础设施（-14.6%）、公共事业（-8.5%）、制造业（-1.1%）投资同比维持负增长。其中，公共事业（7.6 个百分点）和制造业（0.4 个百分点）的降幅有所收窄；基础设施（-2.4 个百分点）的降幅扩大。基础设施投资下滑主要受财政端支出乏力的影响，我们预计下半年财政支出的回升将推动基础设施投资的降幅收窄。

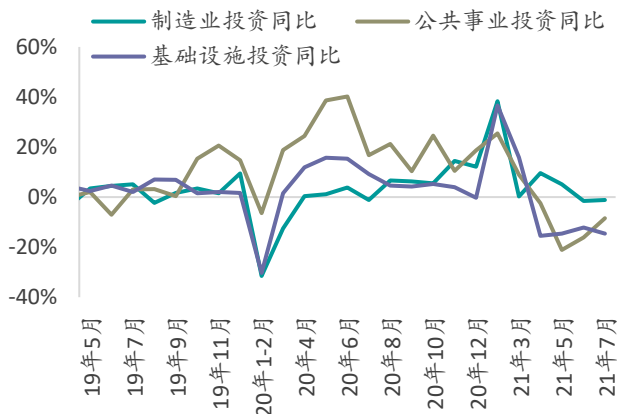
房地产投资显著回落。7 月，房地产开发投资同比增长 5.9%，较前期下降 7.3 个百分点。房地产投资显著回落受到开工面积大幅下降的影响：7 月商品房开工面积从前期的 2.7 亿平方米降至 1.8 亿平方米，低于去年同期的 2.2 亿平方米。在房地产调控的大背景下，居民中长期贷款继续回落，新房销售额和销售面积的两年年均增速出现显著下降。长期来看，我们认为房地产热度将持续下降，并导致房地产投资增速的上升空间有限。

图表 5: 固定资产和房地产开发投资的同比增速



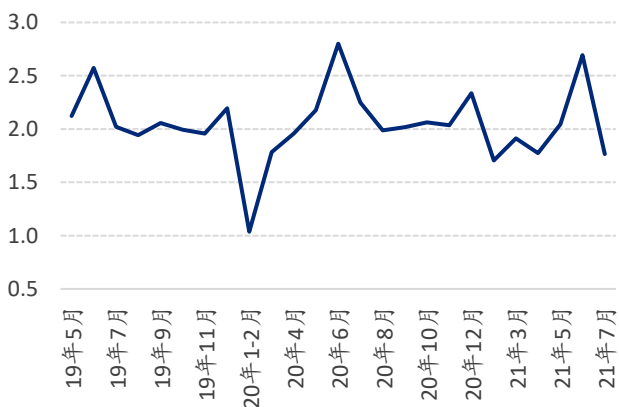
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 6: 固定资产投资中主要项目的增速



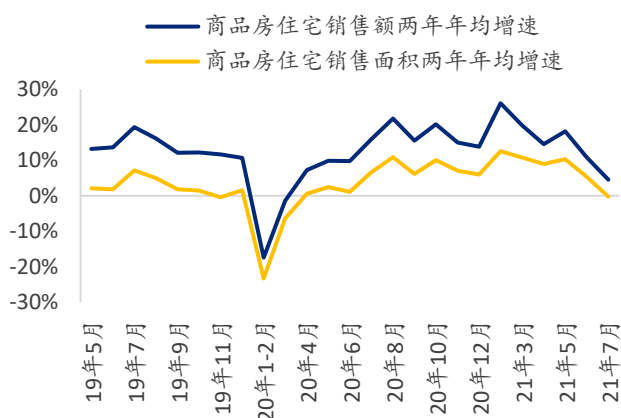
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 7: 商品房新开工面积 (亿平方米) 下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 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

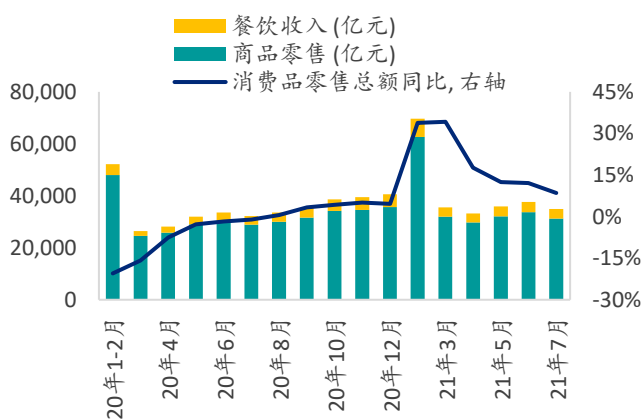
双引擎复苏短期遇冷

消费引擎再次遇阻

外生因素导致社会消费品零售总额再次下滑。7月，社会消费品零售总额同比增长8.5%，低于预期（10.9%），两年年均增速降至3.6%，较前期（4.9%）有所趋缓，较正常时期的水平（2019年月均同比增速为8.0%）仍有较大差距。

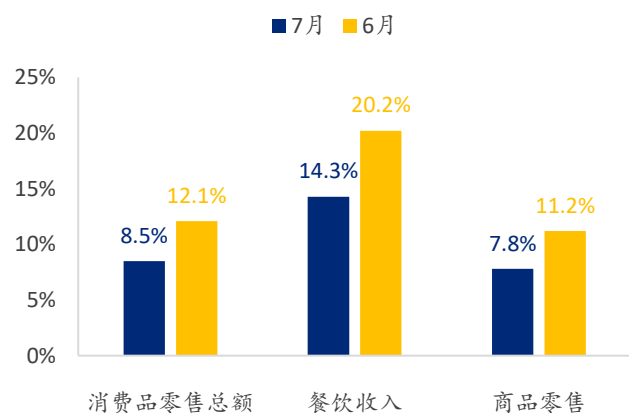
商品零售和餐饮收入同比增速均出现回落。7月，受河南洪涝灾害和疫情反弹的持续影响，商品零售同比增速从前期的11.2%降至7.8%，餐饮收入同比增速从前期的20.2%降至14.3%。房地产调控和疫情反弹牵制了个别行业的消费复苏。通过比较两年年均增速，我们发现，房地产热度下降对家具类（-7.8%）和建筑及装潢材料类（-4.7%）的消费造成较大影响；受疫情防控的影响，中西药品类（-3.1%）的降幅有所扩大，预计短期内复苏仍较缓慢。

图表 9：消费品零售总额同比增速下降



资料来源：CEIC，浦银国际

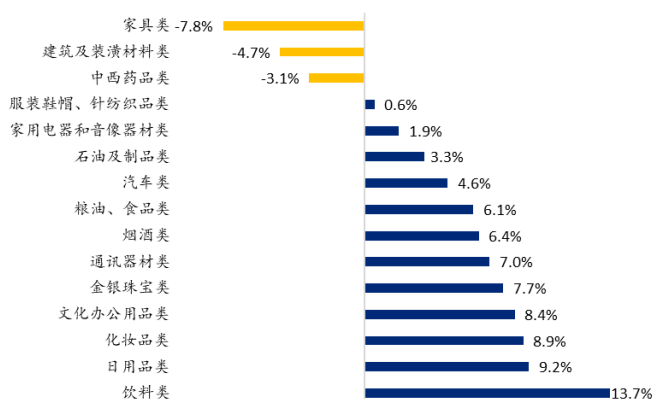
图表 10：2021年7月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的同比增速均出现回落



资料来源：CEIC，浦银国际

失业率季节性回升对消费影响并不显著。7月，城镇调查失业率从前期的5.0%回升至5.1%，略高于预期（5.0%），但低于2019年同期（5.3%）。夏季大学毕业生进入就业市场，造成失业率的季节性回升，预计对消费复苏的影响不大。全国疫情实现初步稳控，消费在短期回落后仍将继续恢复。国内新冠疫情在7月小范围扩散后，8月实现一定程度的有效稳控，全国新增本地确诊在8月下旬逐步减少。我们预计，消费引擎在三季度的复苏或将因疫情而减速，预计复苏进程将延续至四季度，并仍将成成为推动经济持续增长的动力之一。

图表 11：2021 年 7 月各行业零售额的两年年均增速



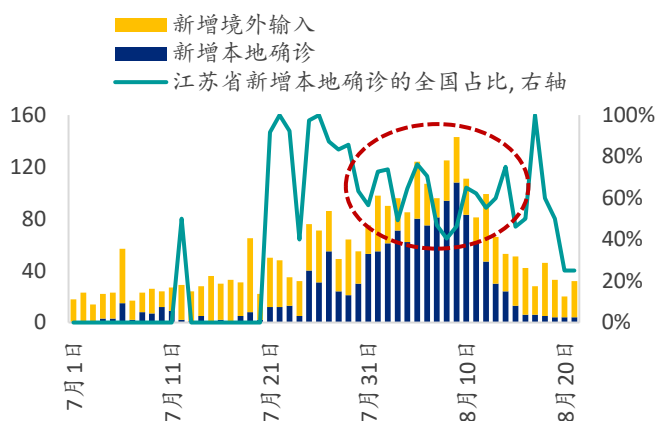
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 12：2021 年 7 月城镇调查失业率回升



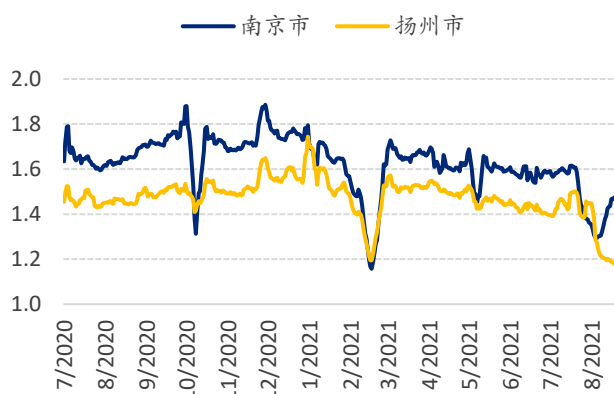
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 13：中国新冠疫情反弹有所好转，8 月中旬江苏省占比下降意味着疫情出现省外扩散



注：截至 2021 年 8 月 22 日
资料来源：Wind，浦银国际

图表 14：以交通拥堵延迟指数为例，疫情导致的人口流动性下降尚未完全恢复



注：截至 2021 年 8 月 22 日；7 日移动平均
资料来源：Wind，浦银国际

出口引擎降速

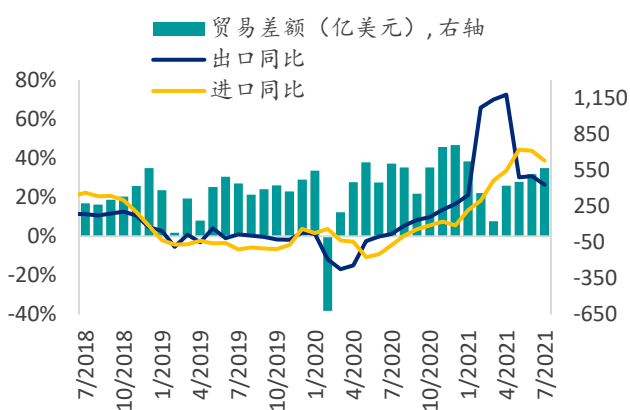
出口增速边际回落。7 月，出口（美元计）同比增长 19.3%，低于预期（20.0%），较前期回落 12.9 个百分点。就两年年均增速而言，7 月的出口（12.9%）弱于 6 月（15.1%）。

对多数目的地出口回落，对美出口回升。7 月，就两年年均增速而言，中国对南美（19.4%）、东盟（14.3%）、韩国（13.8%）保持较高增速，但增速较前期分别回落 4.3、2.1、0.7 个百分点；对欧盟（6.4%）和日本（5.1%）的出口维持正增长，但增速边际回落 3.5 和 1.1 个百分点。此外，中国对美国出口的两年年均增速由前期的 9.3%回升至 7 月的 13.0%，增速有所加快。

短期内，中国对美国出口仍有增长空间。在就业市场的招工困难和供应链受阻导致的原材料短缺共同影响下，美国 ISM 制造业 PMI 指数从 3 月的峰值（64.7%）回落至 7 月的 59.5%，趋势放缓但仍处于扩张区间；美国零售同比增速延续下滑趋势，7 月已降至 13.3%，但增速仍大幅高于 2019 年同期（3.0%）。

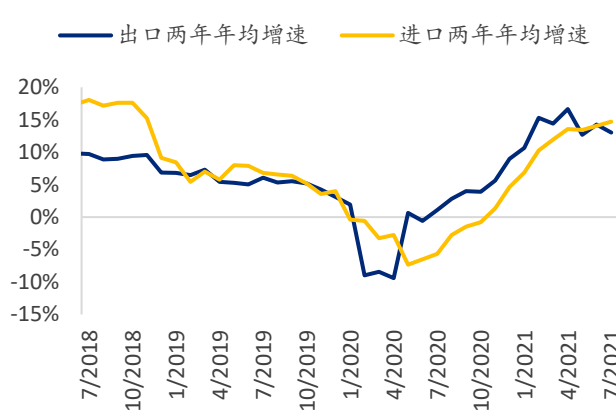
美国经济的强劲复苏带动了美国对其出口，7 月中国对美国出口的绝对值达到 495.92 亿美元，创历年 7 月对美国出口的新高，也是年初至今的单月最高值。因此，伴随美国经济的进一步复苏，我们认为中国对美国出口仍有一定的增长空间。

图表 15: 进出口同比增速与贸易差额



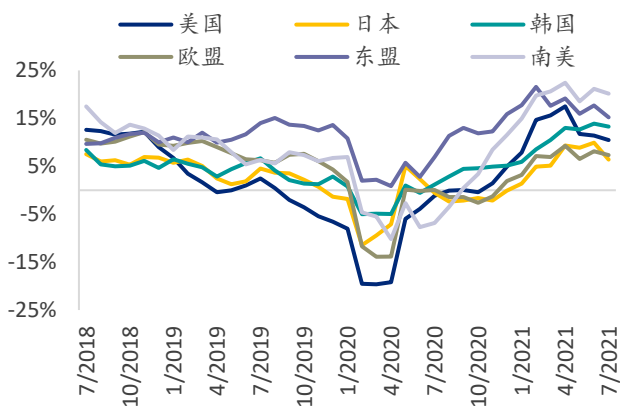
注：同比增速为 3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 16: 进出口两年年均增速



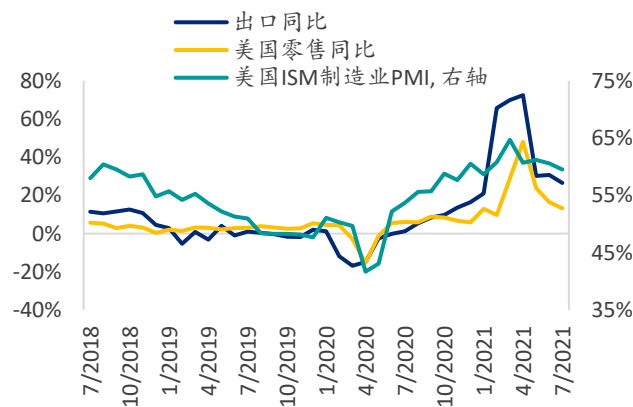
注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 17: 中国出口至主要目的地两年年均增速出现回落



注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 18: 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

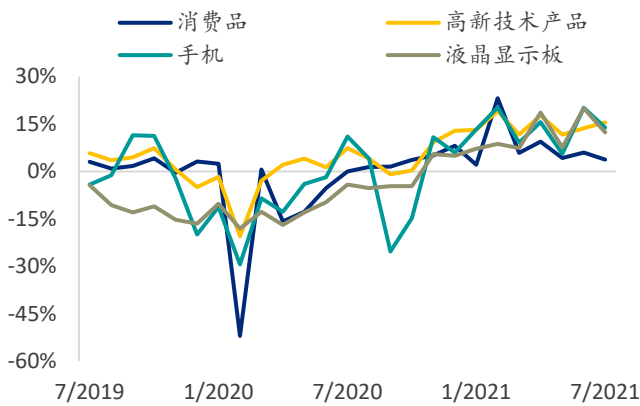


注：出口同比为 3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

消费品和电子产品出口增速回落。7月，主要消费品（服装、鞋类、家具、玩具）的两年年均增速为 3.8%，较前期回落 2.2 个百分点。其中，服装、鞋类、家具出口的两年年均增速分别回落 3.3、1.1、0.6 个百分点；玩具则回升 2.2 个百分点。7月，以手机和液晶显示板为代表的电子产品出口增速回落明显，两年年均增速分别为 13.9%和 12.3%，较前期分别下降 6.3 和 7.7 个百分点。

高技术产品出口同比增速从高位回落，但仍高于疫情前水平。7月，高技术产品出口同比增长 15.5%，较前期回落 7.7 个百分点；但是，就两年年均增速而言，7月高技术产品出口增长 15.5%，较前期增加 1.9 个百分点，高技术产品出口较疫情前增速加快。

图表 19: 消费品和电子产品出口的两年年均增速有所回落



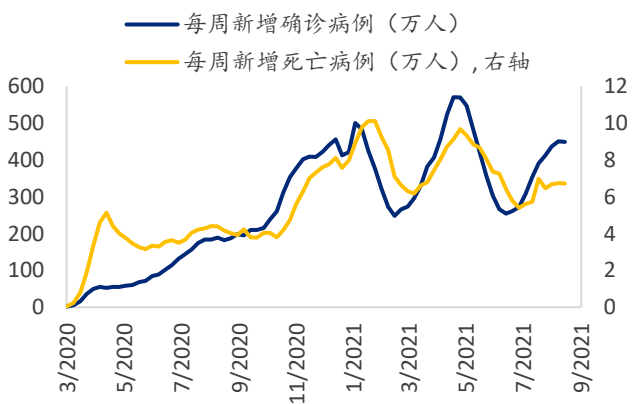
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 20: 2021 年 7 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	-0.5%	8.2%
鞋类	-3.2%	22.2%
玩具	17.7%	14.3%
家具	16.0%	9.3%
高技术产品	15.5%	15.5%
手机	13.9%	-9.3%
液晶显示板	12.3%	30.7%

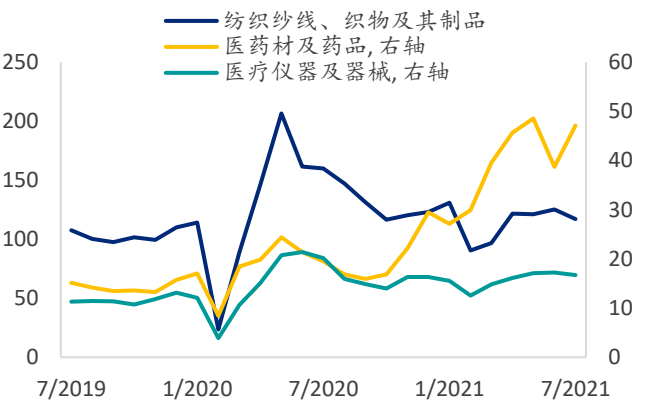
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 21: 全球每周新增新冠确诊和死亡病例情况



注: 截至 2021 年 8 月 22 日
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 22: 防疫物资出口 (亿美元) 维持高位



资料来源: CEIC, 浦银国际

防疫物资出口维持较高水平且小幅分化。7月，全球新冠疫情较6月有所加剧，变种病毒的蔓延导致新增确诊病例数大幅上升，但是新增死亡病例的增幅并不十分显著，略好于此前几轮。受此影响，6月防疫物资出口维持较高水平且小幅分化：用于制造口罩的纺织制品出口达117.0亿美元，环比下降6.5%；医疗仪器及器械出口达16.7亿美元，环比下降2.8%；医药材及药品出口达47.1亿美元，环比增长21.6%，两年年均增速达到76.5%。

进口回落显著。7月，进口（美元计）同比增长28.1%，较前期下降8.6个百分点，显著低于预期（33.3%）。就两年年均增速而言，7月的进口（12.8%）明显低于6月（18.8%）。7月，进口量的两年年均增速仅为0.2%，大幅低于6月（9.3%），为2019年7月以来的最低值。

从进口结构来看，大宗商品和工业设备进口量回落。7月，铁矿石（-1.4%）、煤炭（-4.2%）和铜矿石（-4.6%）进口量的两年年均增速由正转负，较前期分别回落10.4、6.6和11.3个百分点。7月，就两年年均增速而言，机床（45.8%）和集成电路（20.3%）的进口量仍维持高增速，较前期分别回落6.2和1.8个百分点；自动数据处理设备的增速由正转负，7月进口量的两年年均增速从前期的7.2%降至-4.7%。

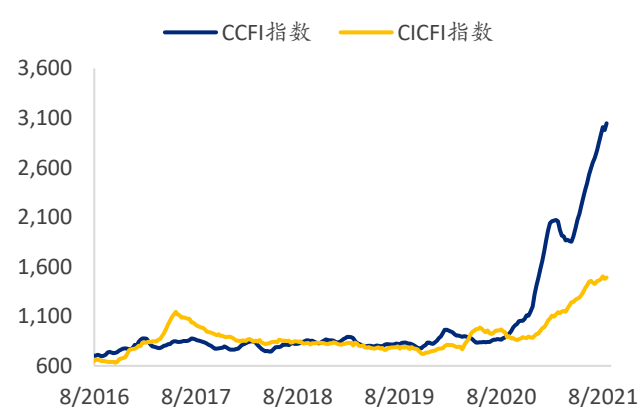
航运恢复程度将影响中国进出口走向。截至8月22日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）升至3047.3的水平，中国进口集装箱运价指数（CICFI）升至1491.5的水平，均为历史最高值。运价走高显示出航运供应链的恢复仍不充分，这或将影响中国进出口的持续增长。

图表 23：2021 年 7 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	0.3%	-19.6%
煤炭	-4.2%	15.6%
铁矿石	-1.4%	-21.4%
铜矿石	-4.6%	5.1%
机床	45.8%	2.7%
集成电路	20.3%	19.3%
自动数据处理设备	-4.7%	1.8%

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 24：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8月22日
资料来源：Wind，浦银国际

社融增速回落，信贷扩张趋弱

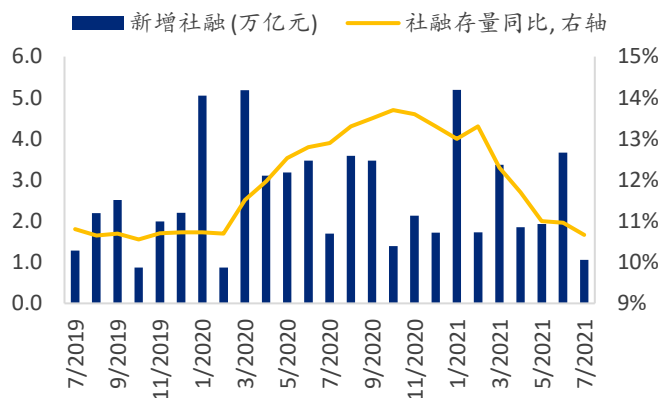
新增社融显著走低，社融同比增速继续回落。7月，新增社融1.06万亿元，大幅低于预期（1.70万亿元）和去年同期（1.69万亿元）。7月，社融存量升至302.5万亿元，同比增速从前期的11.0%降至10.7%，增速回落至2020年2月的水平，接近我们在[2021年中期宏观经济展望](#)中预计的10.5%。展望未来，随着下半年基数效应逐渐减轻，叠加财政支出回升的影响，我们认为，社融增速的下行空间有限，预计下半年社融增速将在10.5%的水平波动。

图表 25：中国信贷脉冲呈现下降趋势



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 26：新增社融与社融存量增速的变化



资料来源：CEIC，浦银国际

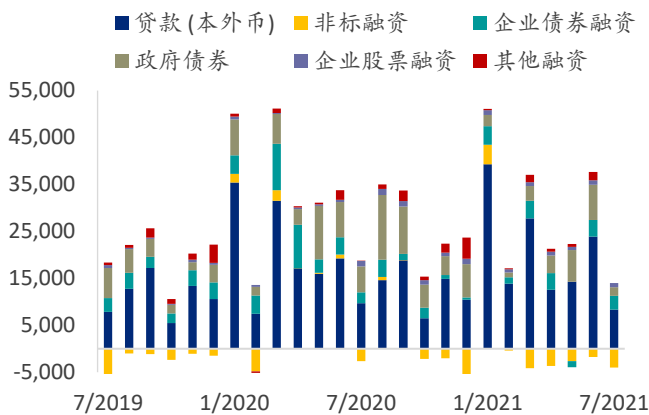
新增社融同比少增 6,328 亿元，主要受贷款、非标融资、政府债券融资的影响。7月，社融口径的新增本外币贷款约 8,313 亿元，同比少增 1,384 亿元。7月，非标融资减少 4,038 亿元，非标融资规模实现连续 6 个月的下降，同比多减 1,389 亿元。其中，委托贷款减少 151 亿元，与去年同期基本持平；信托贷款减少 1,571 亿元，同比多减 204 亿元；表外票据融资减少 2,316 亿元，同比多减 1,186 亿元。政府债券融资同比显著减少，是推动 7 月新增社融走低的原因。7月，新增政府债券融资 1,820 亿元，同比少增 3,639 亿元，为 5 个月来政府债券融资增量的最低值。

信用扩张趋缓，中长期贷款大幅回落。7月，新增人民币贷款 1.08 万亿元，同比仅多增 873 亿元，低于预期（1.20 万亿元），与 2019 年同期（1.06 万亿元）基本持平，显示信用扩张趋缓、逐步回归疫情前水平。7月，新增居民中长期贷款 3,974 亿元，

同比少增 2,093 亿元，居民中长期贷款持续回落，显示出房地产调控导致房贷扩张趋势放缓。7 月，新增企业中长期贷款 4,937 亿元，同比少增 1,031 亿元，显示实体经济融资需求有所回落。

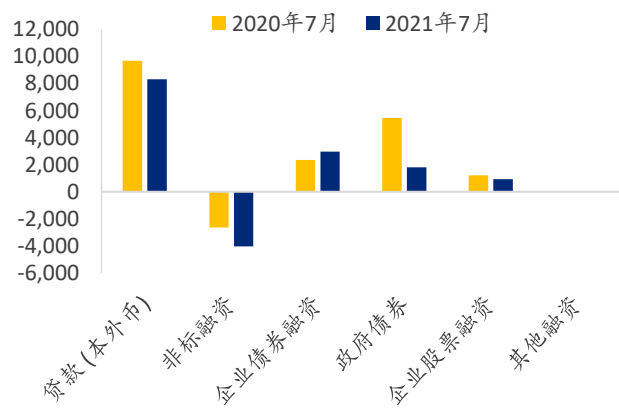
M2 和 M1 增速整体回落。信用扩张趋缓的影响下，7 月的 M2 同比增长 8.3%，低于预期（8.7%），较前期下降 0.3 个百分点。M1 同比增速由 6 月的 5.5% 降至 7 月的 4.9%，显著低于预期的 5.4%。M2 和 M1 增速整体回落，显示实体经济的活跃度呈现边际放缓趋势。

图表 27：新增社融结构（亿元）



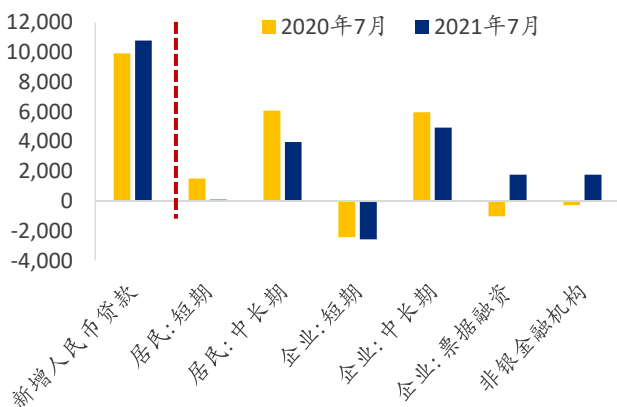
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 28：新增社融结构对比（亿元）



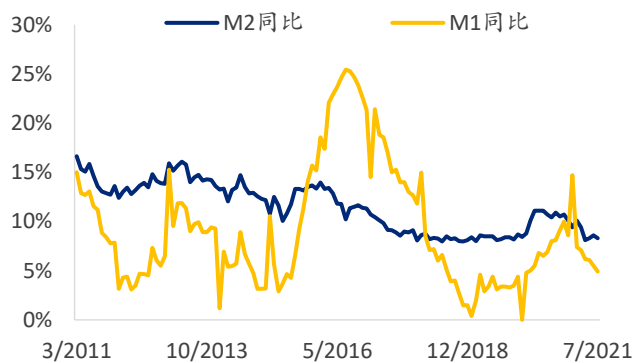
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 29：新增信贷结构对比（亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 30：M2、M1 增速延续边际下降

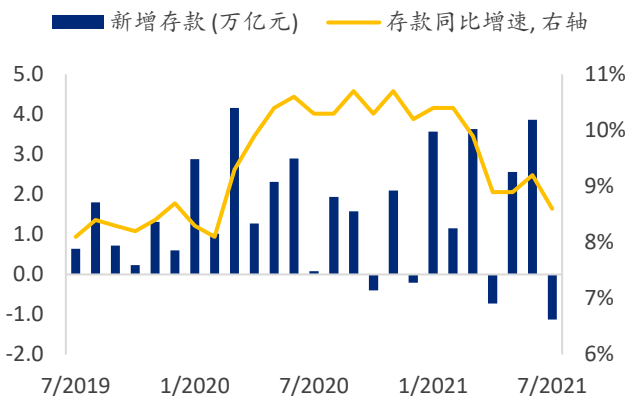


资料来源：CEIC，浦银国际

存款规模整体下降。7月，人民币存款规模减少 1.13 万亿元，带动同比增速由前期的 9.2% 回落至 8.6%。其中，居民户存款规模 7 月减少 1.4 万亿元，同比多减 6,405 亿元；企业存款规模 7 月减少 1.3 万亿元，同比仅多增 2,400 亿元。此外，7 月新增财政存款 6,008 亿元，同比多增 1,136 亿元，财政存款多增也印证了财政支出较缓。

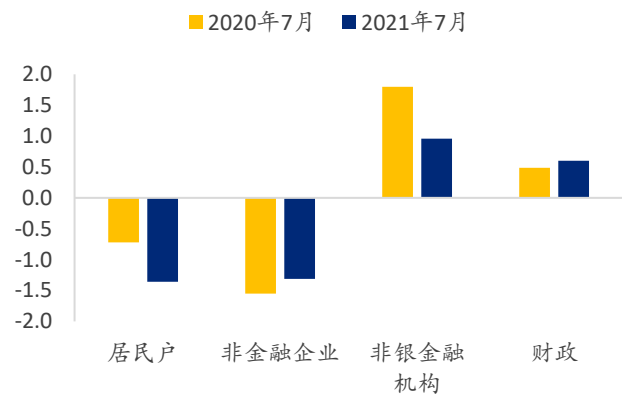
7 月的超预期降准并未改变稳健货币政策取向。正如我们此前所分析的，中国央行 7 月将金融机构存款准备金率下调 0.5 个百分点，仅是抵消部分流动性缺口，并未改变货币正常化的趋势。根据我们的报告（详情请见《日益临近的 QE 缩减——SPDBI 全球央行观察（2021 年 8 月刊）》），全球央行整体回归货币正常化，国内外流动性扰动的背景下，我们认为下半年中国的货币政策或将出现边际宽松。

图表 31：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 32：新增存款结构对比 (万亿元)



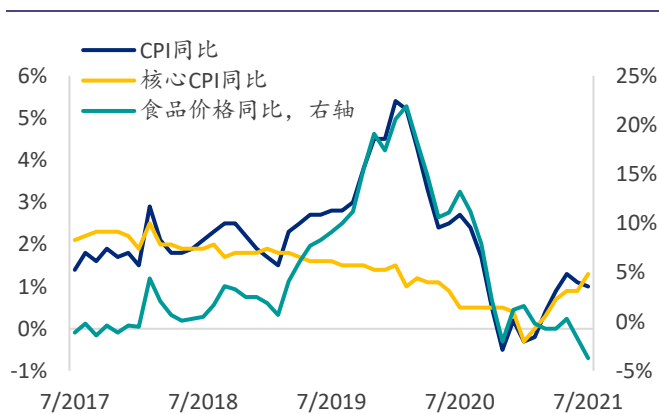
资料来源：CEIC，浦银国际

通胀出现由 PPI 传导至 CPI 的迹象

CPI 同比小幅回落、环比增速由负转正。7 月，CPI 同比增速由前期的 1.1% 回落至 1.0%，但仍高于预期（0.8%）；CPI 环比增速由前期的 -0.4% 反弹至 7 月的 0.3%。扣除食品和能源的价格影响，7 月核心 CPI 同比增长 1.3%，较前期上涨 0.4 个百分点。

非食品价格和服务价格上涨明显。就同比增速而言，非食品价格由前期的 1.7% 升至 7 月的 2.1%，服务价格由前期的 1.0% 升至 7 月的 1.6%；就环比增速而言，7 月的非食品价格（0.5%）和服务价格（0.6%）较前期分别增长 0.5 和 0.7 个百分点。**7 月，非食品价格和服务价格的明显回升，显示出通胀开始由 PPI 传导至 CPI，一定程度上抵消了食品价格下降对 CPI 的影响。**

图表 33：CPI 同比小幅回落，食品价格持续下降



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 34：最新 CPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	7 月	6 月	7 月	6 月
核心 CPI	1.3	0.9	0.3	-0.1
整体 CPI	1.0	1.1	0.3	-0.4
其中：食品	-3.7	-1.7	-0.4	-2.2
非食品	2.1	1.7	0.5	0.0
其中：消费品	0.6	1.1	0.1	-0.6
服务	1.6	1.0	0.6	-0.1
其中：城市	1.2	1.2	0.3	-0.4
农村	0.4	0.7	0.2	-0.5

资料来源：CEIC，浦银国际

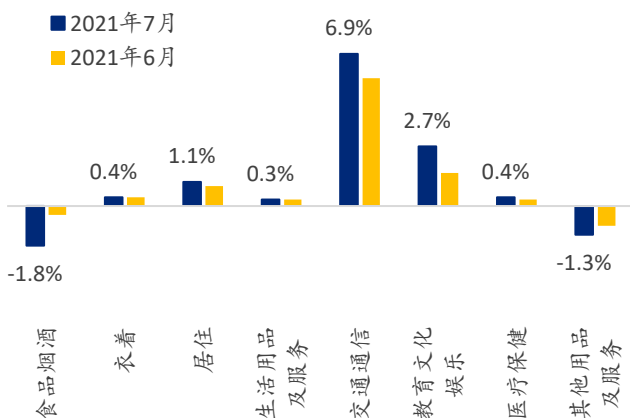
猪肉价格下跌带动食品烟酒价格走低。7 月，受猪周期下行的影响，食品烟酒分项同比下降 1.8%，降幅较前期扩大 1.4 个百分点。7 月，猪肉价格同比下降 43.5%，并带动畜肉类整体价格同比下降 25.5%，为食品烟酒中降幅最大的类别。

食品价格的下行趋势，短期内将见底。虽然猪周期下行趋势的拐点尚不能确定，但是猪肉价格的环比降幅正在逐渐收窄，从前期的 -13.6% 升至 7 月的 -1.9%。此外，考虑到食品价格的基数效应将逐渐减退，我们预计短期内食品价格的下行趋势将见底，未来食品价格将略有回升。

能源价格回升带动交通通信价格修复加快。7月，交通通信分项环比增速回升，由前期的0.1%升至1.5%。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2.0%增至7月的3.4%，成为交通通信分项中环比增幅最大的类别。

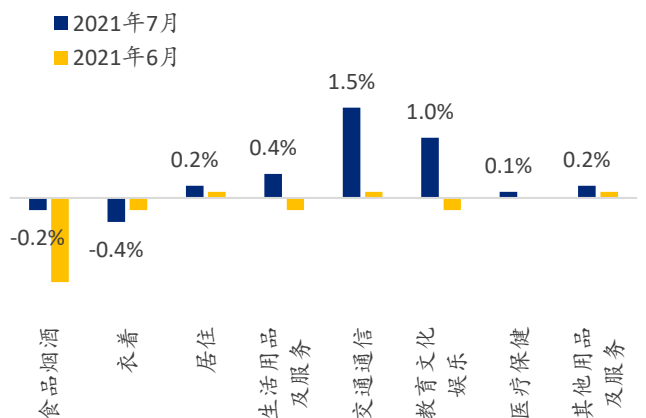
旅游价格修复短期加快，疫情的不确定性仍在。教育文化娱乐分项中，旅游价格的环比增速由负转正，从前期的-2.0%反弹至7月的7.3%。伴随旅游需求的不断回升，7月旅游价格的累计同比降幅已收窄至-2.6%，同比升至7.8%的高增速。但是，考虑到疫情反弹对旅游需求的抑制作用，我们预计，未来旅游价格的修复将有所放缓，其累计同比增速的收窄幅度将缩小。

图表 35: CPI 各项同比增速比较



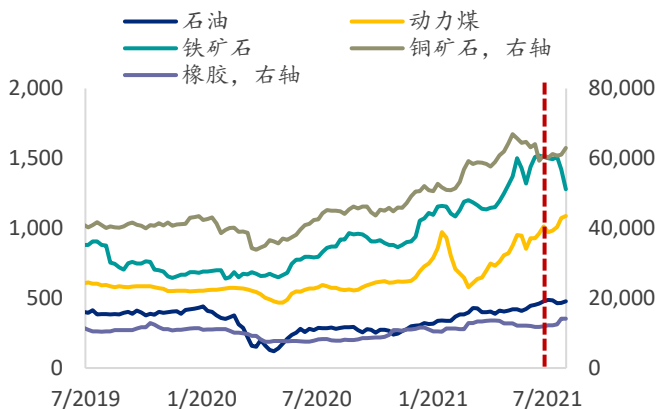
注：数据标签为 2021 年 7 月同比增速
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 36: CPI 各项环比增速比较



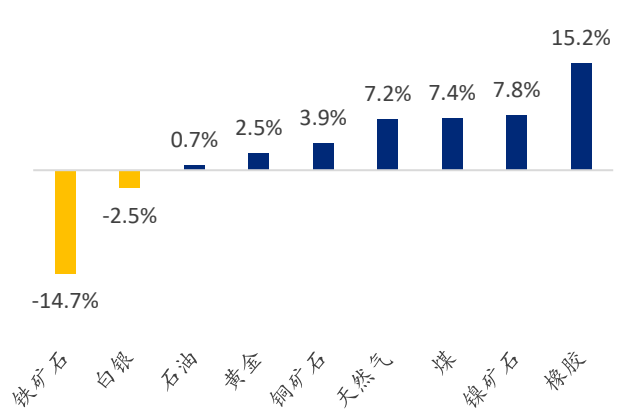
注：数据标签为 2021 年 7 月环比增速
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 37: 大宗商品价格 7 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 38: 2021 年 7 月大宗商品价格涨跌幅



资料来源：FactSet，浦银国际

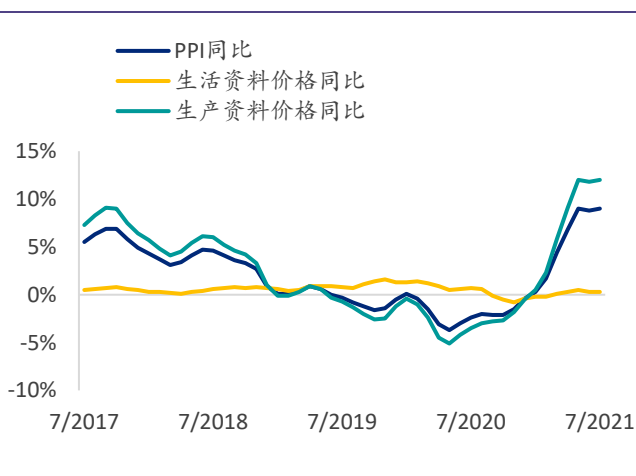
商品价格维持高位, PPI 增速顶部徘徊。7月,除铁矿石(-14.7%)和白银(-2.5%)之外,大宗商品价格出现不同程度的上涨, PPI 同比增速小幅回升,从6月的8.8%升至7月的9.0%,高于预期(8.8%),增速反弹至5月的水平。

生产资料价格小幅回升。7月,生产资料价格的同比增速回升0.2个百分点至12.0%,环比增速从前期的0.5%升至0.6%,生产资料价格修复幅度不大。自上而下的价格修复过程依然明显。7月,采掘(38.7%)、原材料(17.9%)、加工(7.5%)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大宗商品价格的影响。

生活资料价格修复开始。7月,生活资料价格的同比增速与前期持平(0.3%),环比增速由负转正,从前期的-0.2%升至0.1%。其中,衣着(-0.4%)和耐用消费品(-0.3%)的资料价格同比仍维持负增长,但降幅已有明显收窄,较前期分别回升0.4和0.3个百分点;一般日用品的同比增速由前期的0.3%升至7月的0.5%,显示出消费品的价格修复开始,通胀由生产端开始逐渐传导至消费端。

CPI 与 PPI 剪刀差反向走阔的趋势见顶。7月, PPI 增速仍略高于 CPI 增速,导致 PPI 与 CPI 的同比增速之差小幅走阔至 8.0 个百分点的水平。我们维持在 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。此外,通胀由 CPI 逐渐传导至 PPI,也将导致 CPI 与 PPI 剪刀差反向走阔趋势收窄。

图表 39: 生产资料价格触顶, PPI 同比增速放缓



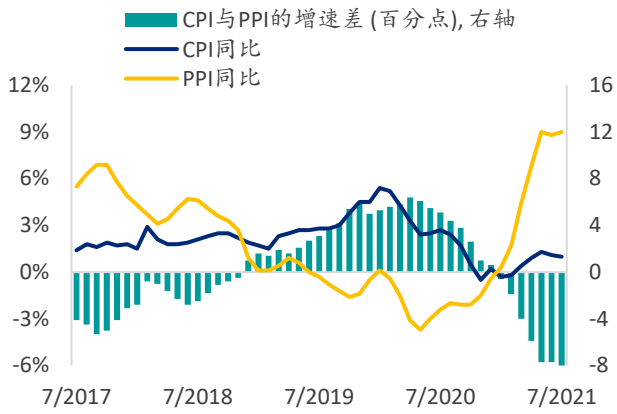
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 40: 最新 PPI 数据一览

	同比 (%)		环比 (%)	
	7月	6月	7月	6月
整体 PPI	9.0	8.8	0.5	0.3
其中: 生产资料	12.0	11.8	0.6	0.5
采掘	38.7	35.1	5.2	3.9
原材料	17.9	18.0	0.8	0.2
加工	7.5	7.4	0.1	0.3
其中: 生活资料	0.3	0.3	0.1	-0.2
食品	1.0	1.4	0.0	-0.5
衣着	-0.4	-0.8	0.2	-0.3
一般日用品	0.5	0.3	0.0	-0.2
耐用消费品	-0.3	-0.6	0.2	0.1

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 41: 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经授权的行为。

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逾 1%的财务权益。
- 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