



瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
张昕
投资咨询证号：
Z0015602

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



主要指标有所回落 国内经济总体平稳

摘要

受疫情汛情影响，我国主要指标有所回落，但经济总体延续复苏。投资稳步恢复，房地产小幅降温，制造业增长动能依旧较强，基建投资较弱但在专项债带动下或将加速。信贷结构有所恶化，物价总温和，保供稳价政策持续见效。企业效益表现较好，但消费受疫情反复冲击而恢复较慢，中秋、国庆的到来或将有所提振。宏观政策上，8月23日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会指出，要做好今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，要增强信贷总量增长的稳定性。7月30日中央政治局会议指出，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量，为三季度宏观政策定调。这意味着货币政策仍保持宽松，专项债发行可能难以加速，8月流行性压力不大。总体来看，经济运行的恢复态势总体平稳，但目前全球疫情仍在反复，并且仍有恢复中不平衡的现象。需要关注的是，近期国际大宗商品价格仍处高位，对中下游企业利润可能造成较大压力，或不利于我国经济恢复。

正文目录

一、2021年上半年我国经济回顾与下半年经济展望	3
(一) 疫情汛情共同影响，服务业复苏受冲击	3
(二) 固投增速回落，产业转型步伐加快	4
1. 基建投资进一步放缓，专项债发放或将提速	4
2. 上行趋势不改，制造业复苏动力依旧	5
3. 销售需求持续回落，房地产有所降温	7
(三) 疫情强降雨影响消费复苏，未来恢复空间较大	8
(四) 出口具有强韧性，替代效应或不可延续	10
(五) 食品价格增速较弱，工业品价格小幅反弹	12
1. CPI：猪肉环比降幅大幅收窄	12
2. PPI：保供稳价政策效果显现	13
二、国内宏观政策保持可持续性	15
(一) 财政政策：要做好基层“三保”工作	15
(二) 货币政策：以“稳”为主	16
免责声明	18

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

图表目录

图 1 制造业 PMI 小幅回落	7
图 2 工业企业利润边际放缓	7
图 3 工业生产总体较好	7
图 4 三大门类工业增加值当月同比 (%)	7
图 5 房地投资保持韧性	8
图 6 房地投资与销售累计同比 (%)	8
图 7 房地产企业开发资金来源	8
图 8 土地购置与新屋开工面积	8
图 9 社零总额及同比增速 (%)	9
图 10 汽车类商品增速 (%)	9
图 11 实物零售增速上升	9
图 12 社会消费品零售分类增速 (%)	9
图 13 出口维持强劲	11
图 14 食品价格延续下降 (%)	13
图 15 PPI 有所反弹 (%)	13
图 16 猪肉拖累食品项价格	14
图 17 原油价格仍处高位	14
图 18 公共财政收入同比增速 (%)	16
图 19 地方财政收入同比增速 (%)	16
图 20 市场利率多次低于政策利率 (%)	17
图 21 存款准备金率下调 (%)	17
图 22 人民币兑美元中间价	17
图 23 货币供应量同比增幅	17

一、2021 年上半年我国经济回顾与下半年经济展望

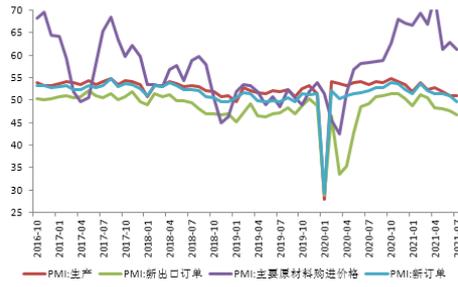
（一）疫情汛情共同影响，服务业复苏受冲击

疫情汛情冲击，制造业供需动能持续回落。中国 8 月官方制造业 PMI 录得 50.1，较上月继续下降 0.3 个百分点，扩张速度继续减缓，已连续 5 个月降温，处于过去 5 年同期中间水平。从分项上来看，生产指数较上月回落 0.1 个百分点至 50.9，保持韧性。在外需连续 5 个月降温背景下，生产指数也有所回落，或表明外需降温已逐步传递至生产端，导致其增速持续放慢。其中，农副食品加工、造纸印刷及文教体美娱用品、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均位于 55.0% 以上较高景气区间，生产增长加快；石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、汽车等行业生产指数低于临界点，生产环比减少。新订单指数为 49.6，比上月下降 1.3 个百分点，市场需求再度减弱。同时，本月不同规模企业 PMI 表现分化，大、中型企业 PMI 继续保持在扩张区间，而小型企业 PMI 持续低于荣枯线，面临上游成本挤压和下游需求减弱，企业经营压力加大。此外，随着“保供稳价”政策持续作用，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双下降，分别为 61.3 和 53.4。即便如此，大宗商品价格仍处高位，或对制造业产生负面影响，造成制造业采购成本上行，不利于经济稳固复苏。

同样受疫情影响，接触性行业需求受抑制。8 月非制造业 PMI 录得 45.2，较上月回落 5.8 个百分点，是 2020 年 3 月份以来首次降至临界点以下。其中，服务业商务活动指数大幅下降 7.3 个百分点至 45.2，年内首次降至临界点以下，主要是由于此次多省多点疫情给尚处于恢复过程中的服务业带来较大冲击。从行业来看，道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务、文化体育娱乐等接触型、聚集型的服务行业需求受冲击较为明显。随着中秋、国庆假日临近，9 月服务业景气度或将回升。

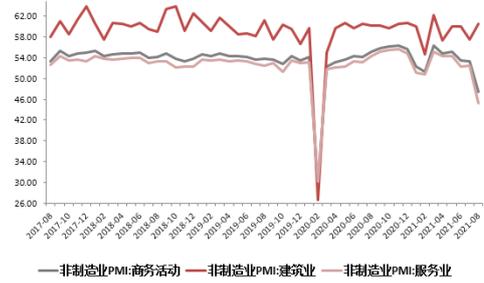
总体来看，7 月份疫情汛情以及极端天气等因素共同影响导致制造业与非制造业景气度有所回落，国内经济承受一定压力。制造业不同行业生产分化明显，需求有所下行，钢铁行业“保供稳价”政策效果进一步见效。制造业与非制造业从业人员指数仍处在收缩区间，就业市场承压。但本月由于高温天气缓解以及地方政府专项债发行进度加快，建筑业生产活动有所加快。随着疫情进一步得到有效控制以及极端天气影响逐步褪去，预计 9 月份制造业扩张速度将有所好转。需要密切关注疫情反复，这将对我国经济产生一定负面影响。

图 35 制造业 PMI 及细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 服务业受疫情冲击



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）固投增速回落，产业转型步伐加快

固投两年平均增速首次回落，制造业上行趋势稳固，基建增速继续放缓，房地产投资增速小幅回落，但仍保持韧性。1-7月，固投同比增速由12.6%回落至10.3%，两年平均也由4.4%首次回落至4.3%。出口维持强韧性推动国内制造业大力发展，1-7月制造业投资同比增长17.3%，两年平均增长3.1%，较上半年加快1.1个百分点，在1-5月份由负转正后连续加快。其中高技术制造业投资依旧增长较快，同比增长27.1%，两年平均增长小幅回落但仍处高位，带动整体制造业投资上行。基建投资依旧缓慢，1-7月同比增长4.2%，较上月回落3个百分点；两年平均增速0.9%，也回落了1.5个百分点。房地产销售继续降温影响投资回落，两年平均增速由此前的8.2%小幅下滑至8%，但总体看来地产行业仍保持韧性。

整体来看，基建投资需求边际改善，高温和气象灾害对项目施工的影响逐步趋弱。虽地产销售进一步降温，但建安工程仍将稳定房地产投资走势。同时受外需、盈利和政策支持，制造业投资将持续回升。预计1-8月固定资产投资同比增速将稳中有升。

1. 基建投资进一步放缓，专项债发放或将提速

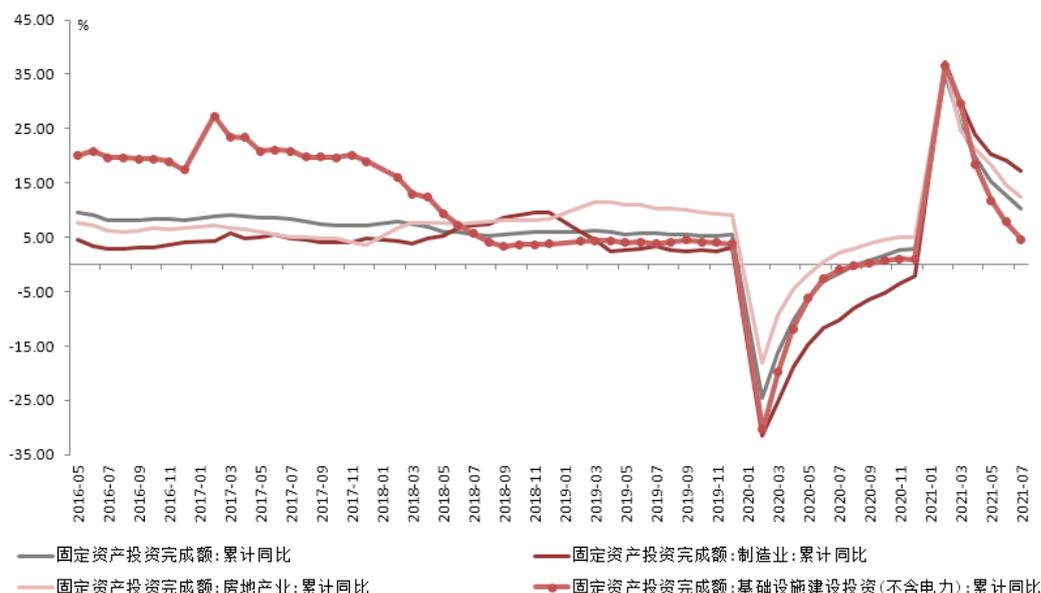
汛情产生影响，基础设施投资增长缓慢。1-7月，基础设施投资同比增长7.2%，两年平均增长由2.4%大幅回落至0.9。其中，水利管理业投资增长6.9%，公共设施管理业投资增长2.8%，道路运输业投资增长4.4%，铁路运输业投资下降4.4%，均有较大幅度的负增长。基建投资增速继续回落，主要是受疫情汛情影响，随着影响逐步减弱，基建投资增速有望见底回升。

基建投资恢复速度仍不及预期，或在之后逐步回升。7月基建投资增速处于较低水平主要有两点原因：一是从基建地理分布来看，苏浙闽鲁豫鄂湘粤川陕等十省的基建占比均较高，其中多省7月份遭遇降水异常或最高气温高于去年同期，极端天气限制户外建筑工

作，从而影响基建投资活动；二是目前新增地方债计划额度尚有 25867 亿元待发行，按照监管要求，专项债发行会结合地方项目情况，适度均衡发债节奏，避免集中发行，同时预留部分专项债在今年 12 月发行，在明年年初支出形成实物工作量。财政支出整体仍不快，叠加地方政府隐性债务的监管加强，进而对基建增速也形成拖累。

整体来说，基建增速较为缓慢，专项债发行节奏后续将逐步加快或将对基建形成一定支撑。从结构上看，今年电力不足的问题时有发生、加之碳中和提升了风光发电的投资需求，电热力投资强势增长。而交运仓储则由于财政支出增速放缓，增速显著低于往年。7 月部分地区汛情及疫情影响基建开工进度，增速有所下行，而财政投放进度依然慢于往年同期，专项债发行进度缓慢。8 月份建筑业 PMI 依旧维持高景气，对基建投资造成一定支撑，并且随着极端天气逐渐褪去，经济持续修复，未来基建投资增速预计仍将以稳为主，稳中向上，但快速回升的可能性不大。

图 37 固投累计增速缓缓回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

2. 上行趋势不改，制造业复苏动力依旧

制造业恢复加速，总体上行趋势不改。1-7 月制造业投资增长 17.3%，两年平均上涨 3.1%，较上半年上涨 1.1 个百分点，进一步上行。从行业看，制造业投资结构继续优化，高技术产业投资仍是主要动力，同比增长 20.7%；其中高技术制造业增长 27.1%，支撑制造

业投资持续增长。受海内外疫情反复影响，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资显著增长 34.9%。7 月份制造业投资特点主要两点，一是去年基数继续回升，导致同比增速下降，但从两年平均增速可以看出制造业复苏依旧稳中向上，预计下半年复合增速将延续增长趋势，涨幅进一步扩张；二是技术改革引领高技术产业快速发展，促使制造业结构改善，高新技术行业将是未来制造业核心领域。此外，疫情有所反弹，国内外医疗设备需求上涨，促进医疗制造业回升，并且在短期内这一趋势有望维持。

工业生产下滑明显，上游受影响较大。7 月规模以上工业增加值同比增长 6.4%，较上月下滑 1.9 个百分点，主要是受限产限电、成本上升所影响。从两年平均增速来看，较 6 月下滑 0.9 个百分点，扩张动能有所减弱，制约工业生产。分三大门类看，7 月采矿业增速保持增长，同比增长 0.6%，两年平均增长 5.6%，在限产政策下继续回落 0.9 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 13.2%，两年平均增长 7%，较上月下调 1.5 个百分点；制造业仍在复苏，同比增长 6.2%，两年平均增长 6.1%，增速有所下降。7 月份出口交货值当月同比 11.0%，自 2020 年 11 月起，持续高于工业增加值，意味着外需始终是生产部门改善的核心因素。未来工业的相对景气还将延续，但伴随美国复苏重心或逐步向服务业转移，导致我国替代效应逐步减弱，抑制工业增加值上行，预计未来工业增加值两年平均增速将企稳。

而从利润方面看来，1-7 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 49239.5 亿元，同比增长 57.3%，比 2019 年 1-7 月份增长 44.6%，两年平均增长 20.2%，延续较快增长态势。在市场需求持续向好、大宗商品价格总体高位运行以及同期基数较低等因素的作用下，油气开采、石油加工、煤炭、化工行业利润同比分别增长 3.84 倍、2.16 倍、2.11 倍、1.07 倍，均比 6 月份有所加快。同时，高技术制造业利润保持快速增长。其中，由于新冠疫苗、防疫抗疫产品需求旺盛，医药制造业利润同比增长 1.10 倍，保持快速增长势头。总体来看，7 月份规模以上工业企业利润保持平稳增长态势，但要看到，工业企业效益改善的不平衡性不确定性仍然存在，成本压力已逐步向中下游行业传导，预计企业利润同比增速将继续回落。

目前，我国出口维持强韧性推动国内制造业大力发展，带动经济稳步复苏，形成良好内部循环。上半年制约制造业投资上行的原因或在于供给受限、大宗商品较快涨价挤压企业利润等，外加在价格传导不畅的背景下，一些中下游制造业的利润仍可能受到较大侵蚀，这在 8 月份小型企业景气度数据中也有所体现，这或对未来制造业投资造成一定不利影响。整体来看，制造业投资将在未来成为固投增速核心动能，但当前实体环境仍存在一定不确定性，在一定程度上抑制了上行空间。

图 1 制造业 PMI 小幅回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 工业企业利润边际放缓



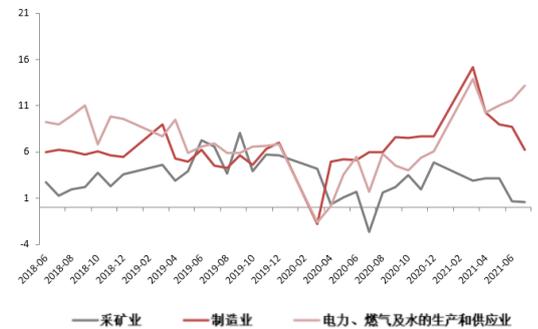
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 工业生产总体较好



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 4 三大门类工业增加值当月同比(%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

3. 销售需求持续回落，房地产有所降温

地产融资监管严格，房地产景气度持续下降。1-7 月我国房地产开发投资同比增长 12.7%，两年平均增速 8.0%，较上月小幅下降。7 月份楼市明显转冷，销售大幅回落影响房地产景气度，居民购房需求受地产融资严格监管而减弱。1-7 月全国商品房销售面积同比增长 21.5%，两年平均增长 7.1%，较上月回落 1.1 个百分点。房企融资受限，多个城市土地出让推迟，当月地方政府国有土地出让金收入与上年同期基本持平，同比增速较上月大幅下降 18.1 个百分点。同时从金融数据来看，7 月份新增居民中长期贷款 3974 亿元，单月较去年同期少增 2093 亿元，随着房地产融资收紧，居民中长期贷款回落幅度加大，进而抑制居民需求。

新开工与竣工面积均有所回落，地产投资或将持续遭受压力。1-7 月房屋施工面积同比增长 9.0%，较上月小幅回落 1.2 个百分点。1-6 月房屋竣工面积同比增长 25.7%，涨幅小幅回落。而新开工面积由 3.8% 下降至 -0.9%，从而拖累投资完成额。在“三条红线”下，房企竣工结转能较好地促进企业负债降低，加之此前大量期房进入到交付期，预计竣

工交付压力将在短期内支撑房地产投资维持韧性。但同时，房地产销售需求持续走弱将使地产投资持续承压，增速或将缓慢回落。

总体看来，地产投资及销售在严监管的背景下双双延续走弱，导致地产投资增速下行，房住不炒的格局依旧不变。随着各地调控政策频出，多地推迟第二批集中土地出让时间以及对土拍规则的修改调整，地产热度或将进一步降温，预计 8 月房地产景气度将进一步下降。近期房地产调控政策较为密集，需持续关注。

图 5 房地产投资保持韧性



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 房地产投资与销售累计同比 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 7 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(三) 疫情强降雨影响消费复苏，未来恢复空间较大

市场销售增速有所回落，恢复态势仍未改变。7 月社会消费品零售同比增速从 12.1% 降至 8.5%，两年平均增速从 4.9% 降至 3.5%，消费修复速度放缓。主要原因有两方面：一是江苏等地出现疫情，限制了消费场景，同时，疫情的反复也增加了人们对经济前景的担忧，从而降低消费意愿。二是河南等地出现强降雨，影响到人们消费。

消费增长超预期，缺芯潮拖累整体零售。其中，按消费类型分，7 月餐饮消费两年平均增速从 0.96% 下降至 0.86%，商品消费两年平均增速则从 5.4% 降至 3.9%。从商品消费的类型来看，7 月，油价上涨，石油及制品消费增速上升 0.8 个百分点；疫情反复，中西药消费增长 0.1 个百分点；相反，通讯器材消费增速大幅下降 15.8 个百分点；汽车销售仍然明显拖累消费增速，当月汽车销售同比-1.8%，去年 6 月以来首次转负，一方面是因为去年同

期较高基数，另一方面是因为缺芯导致的供给约束。

社零修复持续平稳，主要受益于收入与消费倾向的双回升。收入方面，与经济增速差大幅收窄。上半年居民人均可支配收入两年平均增长 5.14%，经济两年平均增长 5.3%，增速差在-0.17%，较一季度缩窄 0.3 个百分点。消费倾向方面，二季度为 69.4%，已与 2019 年同期相接近，说明消费需求已逐步恢复至疫情前水平。

整体来看，7 月份疫情、强降雨导致消费修复速度放缓，但随着收入端恢复良好，在一定程度上提振居民消费能力，未来消费增速仍有很大修复空间。一方面，收入增速一般滞后于经济增速，收入增速还会继续回升。即使经济增速下滑，但只要高于潜在经济增速，失业率就会继续下滑，工人薪资议价能力增强，收入增速仍会上升；另一方面，按长期来看，居民收入增速和消费增速相匹配，疫情前居民支出占收入的比重约为 65%，目前仍低于 60%，所以消费增长仍有空间。随着疫苗大规模接种有利于消费场景打开，有助于释放消费需求，带动社零同比增速上行，预计年内消费将继续复苏。但同时需要注意，中上游企业涨价正在通过成本挤出效应向下游传递，等传递效果较为明显时，下游商品跟进涨价将对消费需求产生一定程度的抑制作用。

图 9 社零总额及同比增速 (%)



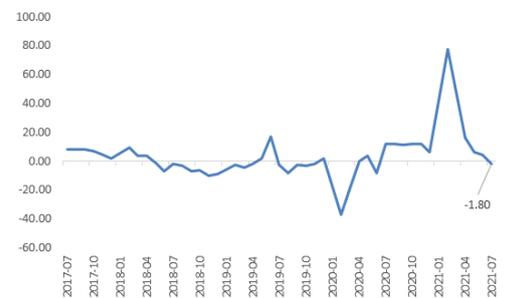
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 实物零售增速上升



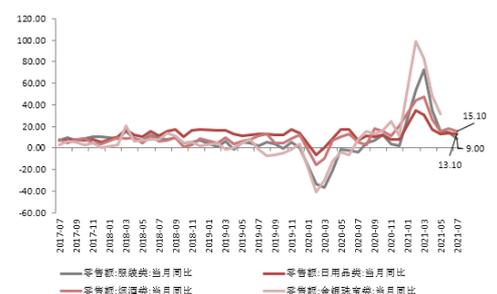
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 汽车类商品增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 12 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（四）出口具有强韧性，替代效应或不可延续

外需稳固促使我国出口维持强韧性。按美元计价，7月出口同比增速为19.3%，较上月回落12.9个百分点，小幅低于预期，虽已跌破自今年年初以来的高景气线20%，但自去年6月份以来已连续14个月维持正增长，出口依旧具有很强韧性。

全球疫情形势严峻，7月我国对主要发达国家和新兴经济体出口增速普遍下行。从出口经济体来看，我国对美国出口增速为13.4%，较上月下降4.4个百分点。一个重要原因是去年同期对美出口增速大幅上行，高基数是带动7月增速下降的主要原因。由于美国推出了对民众大额补贴政策，进口需求上升，实际上7月我国对美出口继续保持较强增长动能。此外，我国对欧盟和日本出口增速分别为17.2%和12.6%，较上月大幅回落10.0和13.4个百分点。其中上年同期对欧盟出口增速基数还有所下降，对日本出口基数变化不大。这意味着7月我国对这两个发达经济体出口增速虽仍保持两位数，但增长动能出现了明显下滑。新兴经济体方面，7月我国对头号出口目的地东盟的出口增速为14.5%，较上月下滑18.6个百分点。我们判断，除上年基数大幅抬高外，近期东盟中的印尼、马来西亚、泰国、越南等国疫情严重，也给我国对该地区的出口带来了负面冲击。

从主要出口产品来看，高基数下大多数产品出口增速下滑，但值得注意的是，7月份我国医疗仪器及器械出口同比降幅略有缩窄，说明海外Delta疫情形势仍旧严峻。东南亚部分国家及印度新冠确诊人数大幅增加，原材料、纺织品供不应求，转而通过进口来弥补供需缺口，进而抬高我国相应产业出口额。钢材、未锻轧铝及铝材出口表现强劲，同比增速分别为68.5%和37.1%，增速进一步加快。同时，海外疫情加重，促使我国替代效应继续作用，提振我国制造业发展，尤其是高新技术制造业。其中，液晶显示板、机电产品及高新技术产品同比分别上涨56%、40.2%、33.5%，从绝对增速看来依旧处于较高水平。而我国传统优势产品，如劳动密集型的服装及衣着附件出口依旧突出，同比增长40.3%，显示了外需复苏态势稳固，消费端恢复带动我国出口同比增速走高。

综合来看，7月出口同比增速虽有所回落但仍保持在高位，主要有以下四点原因：一是全球疫情形势依旧严峻，但海外经济体如美国制造业恢复进度较快，供应端加强从而缩窄部分产品的供需缺口，降低我国出口替代效应；二是去年同期基数抬高，翘尾因素回落使得同比增速下行；三是近期国内大宗商品价格持续上涨，并且处于偏高水平，对部分企业出口接单带来一定影响。四是航运价格过高现象抑制出口上行。截止至8月27日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）再创历史新高至3079.04点，过高的集装箱运价抬升企业出口成本，从而大幅降低出口利润，对出口行业发展产生一定的抑制作用。

而在进口方面,内需持续复苏,表现超预期。7月份我国进口增速 28.1%,较6月虽回落了 8.6 个百分点,低于预期,但仍处于高水平。进口表现依然强劲,但边际上看,进口动能有所放缓,表现于当月进口额环比逊于季节性,且两年复合增速有所下滑;当月价格因素对进口额同比增长的正向贡献不减,进口动能放缓主因国内进口需求边际减弱。

7月价格因素仍对进口额同比增速起到主要拉动作用。当月原油、铜等核心大宗商品价格高位宽幅震荡,此前曾大幅回调的煤炭、螺纹钢等“黑色系”商品价格则大幅拉涨。整体上看,当月 RJ-CRB 商品价格指数月均值环比上涨 2.0%,同比上涨 50.9%,涨幅较上月小幅收窄 2.8 个百分点。从进口需求角度来看,由于局部疫情反弹、洪灾等极端天气扰动国内经济运行,7月制造业和非制造业 PMI 双双下滑,其中订单类指数全面走低显示总需求走弱,这也是当月进口动能边际减弱的主要原因。同时,原材料价格高企侵蚀利润抑制企业增产意愿,进而影响原材料进口需求。我们注意到,7月我国制造业 PMI 进口指数降至 49.4%,已连续第二个月处于收缩区间,说明进口需求的边际减弱。

综上,下半年随着出口基数上升,海外国家如美国经济恢复、供应增加,我国出口替代效应下降,叠加航运成本的不断增加抑制出口上升动能,预计出口增速将继续回落。而在进口方面,国际大宗商品价格较高显著影响着进口同比增速。尽管去年同期大宗商品价格也呈回升趋势,但从数据上,或将表现为进口同比涨幅边际减弱。需求方面,本轮国内疫情反弹范围远超此前几轮,对经济运行、尤其是需求端的扰动相对较大,同时价格上涨对进口需求的抑制仍存,预计 8 月进口同比增速将继续回落。

图 13 出口维持强劲



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

（五）食品价格增速较弱，工业品价格小幅反弹

1. CPI：猪肉环比降幅大幅收窄

市场供需总体平稳，疫情汛情居民消费价格。7月份，CPI 同比上涨 1%，涨幅较上月小幅回落 0.1 个百分点。从食品项看，7 月食品价格同比跌幅扩大 2 个百分点至 3.7%，影响 CPI 下降约 0.69 个百分点；食品价格环比下降 4%，降幅收窄 1.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点。猪肉价格继续延续下行趋势，同比环比增速均有所回落，成为 CPI 的拖累项。7 月份猪肉价格同比下降 43.5%，降幅比上月扩大 7 个百分点；环比价格继续下降 1.9%，但在储备猪肉收储政策支持下，降幅比上月大幅收窄 11.7 个百分点。从供给量来看，当前猪肉供给量处于高位，猪价对物价水平的负面压力将持续较长时间。受到出栏价格下降的影响，二次育肥成为养猪户的主要应对策略，生猪存栏量高涨，回到近年来高位水平，未来生猪的供应潜力较大，对猪肉价格继续形成负面压力。食品中除猪肉外，鲜菜价格也是影响 CPI 上行的主要因素。受部分地区台风、强降雨等极端天气影响，鲜菜生产和储运成本增加，环比价格由下降 2.3% 转为上涨 1.3%。而蛋类价格环比上涨 0.9%，同比 15.6%，仍相对较高。

非食品项同比上升 2.1%，比上月同比多增 0.4%，连续 5 个月持续上涨，影响 CPI 上涨约 1.7 个百分点；环比由持平转为上涨 0.5%。受国际原油价格持续上涨影响，汽油和柴油价格环比分别上涨 3.5% 和 3.8%，并且原油价格上涨趋势仍在延续。而交通和通信主要受到油价上升的直接影响上涨显著，环比上涨 1%。同时，教育文化和娱乐受暑期季节性影响，加上 7 月疫情防控形势有利，文化娱乐恢复性消费，促进了价格上涨，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨 24.3%、7.3% 和 3.8%。但是 7 月底受南京 Delta 疫情反复影响，恢复进程受到抑制。当前的防控力度加码，短期来看教育文化娱乐将不会继续大幅回升。而剔除食品和能源后，反映终端消费需求的核心 CPI 同比增速 1.3%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点。说明中上游涨价压力已有所传导，但程度有限，终端需求或将受其影响而减弱。

总体来看，目前我国通胀水平较为平稳，通胀预期依旧温和。猪肉价格下行在短期将继续对 CPI 产生较大负面影响；国际原油、原材料价格的持续上行，推动我国汽油、柴油以及相关行业价格持续上涨；而交通等方面将继续受石油和能源价格影响，对 CPI 产生推力，整体 CPI 短期或将继续平稳运行。从猪价和油价的来看，尽管 2021 年初猪肉价格的快速回落形成了低基数效应，但 2021 年初原油价格的持续上涨形成了一定对冲。四季度在翘尾因素的推升下 CPI 或将上行，但 2022 年上半年 CPI 同比料将逐步企稳。

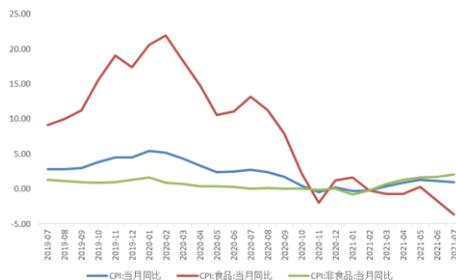
2. PPI：保供稳价政策效果显现

国际原油持续涨价，推动工业品价格高位震荡。7 月份，PPI 同比上涨 9.0%，涨幅比上月上升 0.2 个百分点，再次反弹触顶；环比上涨 0.5%，涨幅较上月扩大 0.2 个百分点。其中，生产资料价格环比上涨 0.6%，涨幅扩大 0.1 个百分点；生活资料价格由下降 0.2% 转为上涨 0.1%。国际原油价格继续上涨以及动力煤季节性需求回暖，带动 7 月 PPI 环比上涨。通过生产资料与生活资料价格环比增速可以看出，上游成本涨价对产业链中下游企业虽有传导但仍不明显。从同比增速来看，生产资料与生活资料价格同比分别增长 12.0% 和 0.3%，生产资料涨幅依旧显著高于生活资料，是 PPI 涨幅扩大的主要原因。

主要行业中，受原材料保供稳价政策影响，钢材、有色金属等行业价格过快上涨势头得到初步遏制，价格进一步下行，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 0.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.1%；由于高温天气导致动力煤需求较旺，带动煤炭开采和洗选业价格上涨 6.6%，涨幅扩大 1.4 个百分点；同时，国际原油价格波动上行，带动国内石油相关行业价格涨幅扩大，其中石油开采价格上涨 7.1%，精炼石油产品制造价格上涨 3.0%，涨幅分别扩大 4.1 和 0.5 个百分点。此外，农资价格上涨较快，其中肥料制造价格上涨 5.0%，农药制造价格上涨 1.5%。

整体来看，PPI 同比增速再次震荡，后续预计触顶回落。一方面是由于全球市场对于原油供需预期有所调整，或将导致油价下跌；同时，国内增产保供措施正逐步见效，钢铁价格或将回落。近期全球疫情再度严峻，各经济体新增确诊病例大规模反弹，下半年消费和原油需求或将承压。另一方面，7.30 政治局会议传达出鲜明的纠正运动式“减碳”导向，钢铁、煤炭增产保供政策近日再度加码，国内大宗商品价格可能进一步受到抑制，叠加基数影响，PPI 可能在三季度维持高位，四季度触顶回落。但需要注意的是，上游价格短期仍可能对中下游进行传导。

图 14 食品价格延续下降 (%)



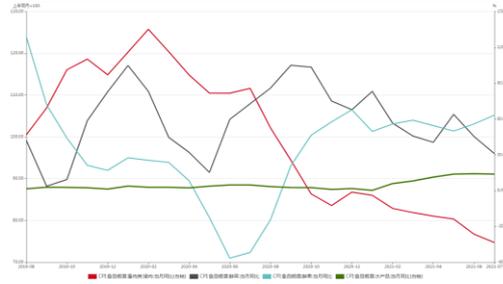
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 PPI 有所反弹 (%)



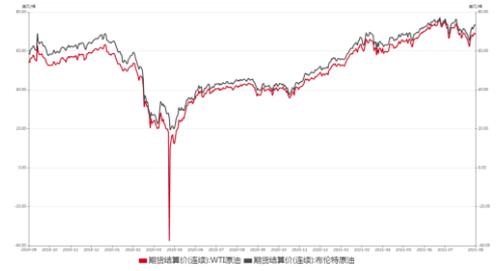
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 猪肉拖累食品项价格



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 17 原油价格仍处高位



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

研究报告全部内容不代表协会观点, 仅供交流使用, 不构成任何投资建议。

二、国内宏观政策保持可持续性

（一）财政政策：要做好基层“三保”工作

我国财政收支总体依然较好，扣除上年高基数影响后财政力度有所加强。赤字率较去年已有所回落，财政政策重点仍是“保民生”。

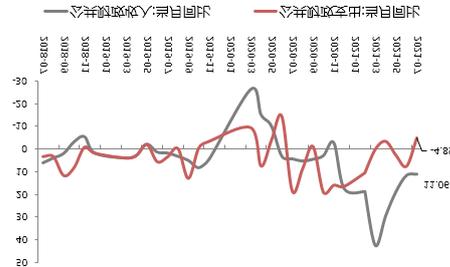
财政数据方面，7月份一般公共预算支出由升转降，同比下降3.3%，而截止7月份两年均增长为6%，较上月增速-4.0%大幅上升，为今年以来最高水平。7月财政支出同比下降主要由去年同期基数较高所导致，从两年复合增速可以看出实际财政支出力度有所增加。财政支出略微提速，1-7月一般公共预算支出同比下降5.5%，较上月降幅缩窄了1.4个百分点，已完成财政预算支出进度的55%，整体仍慢于2019年4个百分点，预计接下来支出进度会有所加快。7月城乡社区事务支出在上年基数大幅抬高的背景下，增速仍然明显加快，体现部分基建领域支出力度正在增强；但当月交通运输、农林水事务支出增速均出现一定程度下滑，拖累基建投资增速整体放缓。民生保障支出方面，主要受高基数影响，社会保障及就业支出、公共卫生和教育支出增速均呈回落趋势，拖累整体财政支出增速。据财政部介绍，今年2.8万亿直达资金中，1-7月已形成支出1.757万亿元，占比66.1%，重点用于支持全面落实“六保”任务、做好基层“三保”工作等方面；上半年直达资金有7成以上用于基本民生，高于去年的57%，反映今年财政在“休养生息”的预算基调下，“保民生”仍是政策基石。

收入端，7月当月财政收入受益于PPI触顶回落而企稳，主要税种仍保持较高增速，企业所得税、增值税是拉动主力。7月份全国一般公共预算收入两年平均增长7.6%，较上月7.3%有所提升，并且1-7月已完成全年预算目标的69.7%，进度为近年来最快。但从累计增速看来，1-7月累计同比增速为20%，较前值21.8%继续回落，体现出经济略有下行压力。收入结构方面，7月企业所得税两年平均增长13.4%，较6月的12.2%进一步上升，反映出PPI高位反弹带动企业利润持续稳定增长；个人所得税持续增长，两年平均增长18.9%，前值为16.4%，主要受居民收入随经济恢复增长带动。与此同时，多重因素带动非税收入增长，降费政策进一步见效。据财政部副部长许宏才介绍，1-7月全国非税收入同比增长14.7%，主要是随着增值税、消费税较快恢复，附征的教育费附加等专项收入同比高增所带动；并且对部分垄断行为的行政罚款等罚没收入同比增长26.6%也起到拉动作用。后续在基数抬高、PPI回落、经济下行的压力下，增速或将有所回落，但仍可完成全年预算收入目标。

总体而言，7月份公共财政收入两年平均增速大幅上升，支出的两年平均增速小幅上调，在财政收支仍有发力空间的预期下，后续财政政策将关注助力跨周期调节，做好“今

明两年宏观政策衔接”。后续财政将助力跨周期调节，做好“今明两年宏观政策衔接”。下半年随着出口承受一定压力，财政政策或将发力从而支撑经济进一步复苏，但从专项债进度看来，基建大幅上行的空间依旧有限。

图 18 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 地方财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策: 以“稳”为主

社融和人民币贷款超季节性回落，社融存量和 M2 同比增速继续下行；社融结构有所恶化，居民及企业中长期贷款表现不佳。

受严监管影响，新增社融回落超季节性。中国 7 月社会融资规模增量为 1.06 万亿元，比上年同期少 6362 亿元，主要是由政府债券发行缓慢影响。其中，人民币贷款较上月少增 1830 亿元，说明供给有所收缩，企业活力有所下降。政府债券融资同比少 3639 亿元，发行不及预期也体现出了政府对债券融资的谨慎态度。7 月份仍是信贷的供给淡季，企业信贷需求表现弱。随着生产端在 9 月份或将进入高峰，新增社融或将有所好转。

居民企业信贷均下滑，地产调控继续收紧。7 月份人民币贷款增加 1.08 万亿元，同比多增 905 亿元，信贷总量保持增长。从结构上看，居民与企业信贷均有一点下滑。其中，新增居民中长期贷款 3974 亿元，单月较去年同期少增 2093 亿元，随着房地产融资收紧，居民中长期贷款回落幅度加大。而新增企业中长期贷款新增 4937 亿元，同比少增 1031 亿元，自去年 2 月以来首次同比回落，显示受融资管控约束，企业融资需求下降明显。信贷结构有所恶化。

货币供应超预期，但总体保持边际收紧趋势。7 月份 M1 同比增长 4.9%，增速比上月末继续低 0.6 个百分点，M2 同比增速下滑 0.3 个百分点至 8.3%。M2 同比增速回升主要是由于基数企稳，并且信用有所收缩所导致；融资收缩之后，企业现金状况出现一定程度恶化，也影响 M1 增速放缓。

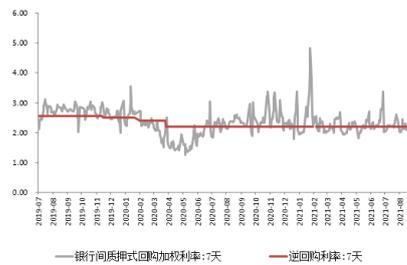
近期政策加快落地，宏观政策保持连续性稳定性，货币政策取向仍未发生改变。8 月 9 日，央行发布《2021 年二季度货币政策执行报告》，其中指出，下一阶段央行将维持稳健的

货币政策要灵活精准、合理适度，坚持“稳字当头”的定调，增强自主性，搞好跨周期政策设计。保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。同时在结构方面，加大力度支持普惠金融，引导金融机构加大对科技创新、小微企业、绿色金融、制造业等领域的支持，也与十四五政策目标相一致。

8月23日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会指出，全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，保持信贷平稳增长仍需努力。要统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，增强前瞻性、有效性，把服务实体经济放到更加突出的位置，以适度的货币增长支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复，保持经济运行在合理区间。央行行长易纲表示，要增强信贷总量增长的稳定性，坚持推进信贷结构调整，促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降；要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力。

目前为止货币政策虽会继续收紧，但可能会比预期还要缓和一些。总体看来，上半年央行的货币政策组合是“稳货币”和“紧信用”，随着经济下行压力加大和信贷超预期回落，未来央行货币政策“宽货币”和“稳信用”的格局或将延续，总体以稳为主、易松难紧，但仍存在再次降准的可能性。

图 20 市场利率多次低于政策利率 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 人民币兑美元中间价



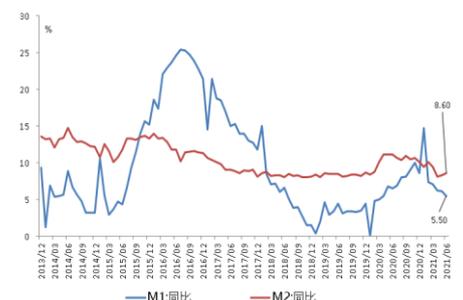
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 21 存款准备金率下调 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 23 货币供应量同比增幅



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。