



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



美欧经济强劲复苏 国内经济稳中向好

摘要

新冠变异毒株德尔塔加速扩散，全球经济复苏前景面临挑战。受疫苗普及程度低于预期导致新冠病毒持续变异并传播，全球疫情在 7 月再次反弹。美欧等发达国家疫情再次重燃，而疫苗分配不均的问题也使得多数欠发达国家的疫情进一步恶化。受疫情影响，美欧经济复苏势头有所放缓，日本经济则保持低迷，全球经济复苏也正进一步分化，新兴国家地区面临更大的下行压力。受新冠疫情及供需不平衡等因素影响，全球通胀压力进一步升温，多国央行已采取加息策略，不过美欧等主要经济体央行仍按兵不动，但随着经济及通胀上升，美联储四季度或缩减其购债规模。整体来看，美欧经济在二季度强势复苏，但由于近期全球疫情重燃，下半年全球经济复苏将面临挑战。

我国上半年经济稳中向好，延续复苏趋势。投资平稳回升，房地产维持韧性，制造业增长动能较强，基建投资较弱但在专项债带动下或将加速。信贷结构持续优化，物价总温和，保供稳价政策逐步减小。企业效益改善，但消费恢复较慢，暑期到来或将有所提振。宏观政策上，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 月流动性压力不大。总体来看，经济运行的恢复态势依旧良好，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、全球疫情及经济形势.....	4
二、海外经济与重大事件.....	8
(一) 美国：经济复苏有所放缓，美联储继续按兵不动.....	8
(二) 英国：英政府解除防疫措施，疫情恶化或拖累复苏.....	10
(三) 欧元区：二季度经济走出衰退，三季度开局维持强劲....	12
(四) 日本：紧急状态再次延长并扩大，日本复苏前景仍旧堪忧	14
三、2021年上半年我国经济回顾与下半年经济展望.....	17
(一) 经济稳中向好，政策调控不迫切.....	17
(二) PMI 景气度下行，服务业加速复苏.....	18
(三) 固投稳步恢复，产业转型步伐加快。.....	20
1. 基建投资复苏整体偏慢，专项债发放或将提速.....	20
2. 结构持续改善，制造业复苏动力加强.....	22
3. 地产维持韧性，销售需求支撑投资.....	23
(四) 餐饮行业缓慢复苏，暑期来临利好消费.....	24
(五) 出口强劲超预期，替代效应或不可延续.....	26
(六) 食品价格增速较弱，工业品价格触顶回落.....	29
1. CPI：猪肉价格持续下行.....	29
2. PPI：保供稳价有所见效.....	30
四、国内宏观政策保持可持续性.....	32
(一) 财政政策：提升政策效能，兜牢“三保”底线.....	32
(二) 货币政策：灵活精准、合理适度.....	33
免责声明.....	36

研究报告

图表目录

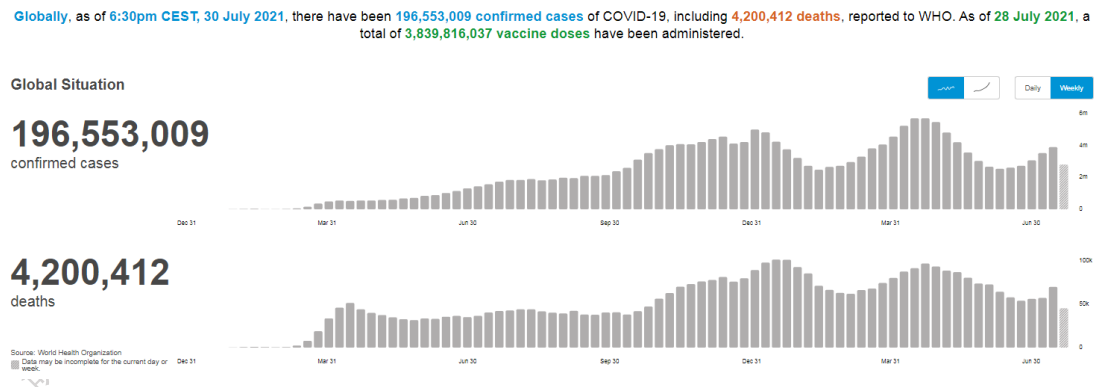
图 1 全球疫情再次反弹.....	4
图 2 美国、欧洲、日本及印度每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人）.....	5
图 3 全球主要国家疫苗接种率（至少接种一剂）.....	5
图 4 全球制造业景气度.....	6
图 5 全球通胀持续回升.....	7
图 6 美国一季度 GDP 延续回升.....	8
图 7 美国 Markit 制造、服务业 PMI.....	8
图 8 美国核心 PCE（个人消费支出物价指数）.....	9
图 9 美国零售销售增速放缓.....	9
图 10 美国新增就业人口意外下降.....	9
图 11 周初请失业金人数持续下降.....	9
图 12 美国通胀飙升.....	10
图 13 美国 10 年期国债收益率.....	10
图 14 英国 GDP 同比增速.....	11
图 15 英国 Markit 制造业、服务业 PMI.....	11
图 16 零售销售环比增速回升.....	12
图 17 英国消费者信心指数延续回升.....	12
图 18 英国失业率小幅回落.....	12
图 19 英国 CPI 持续回升.....	12
图 20 欧元区 GDP 同比增速.....	13
图 21 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI.....	13
图 22 欧元区失业率.....	14
图 23 欧元区零售销售.....	14
图 24 欧元区消费、投资者信心指数.....	14
图 25 欧元区 CPI.....	14
图 26 日本 GDP 增速.....	15
图 27 日本 Markit 制造业、服务业 PMI.....	15
图 28 日本进出口同比增速.....	15
图 29 日本两人及以上家庭支出同比.....	15
图 30 日本失业率小幅上升.....	16
图 31 日本通胀仍然疲弱.....	16

图 32 GDP 受基数影响回落	18
图 33 2021 年 GDP 估算表	18
图 34 2021 年与 2020 年政府工作报告要点对比	18
图 35 制造业 PMI 及细分项	20
图 36 服务业加速复苏	20
图 37 固投累计增速缓缓回落	21
图 38 制造业 PMI 维持高景气	23
图 39 工业企业利润边际放缓	23
图 40 工业生产总体较好	23
图 41 三大门类工业增加值当月同比 (%)	23
图 42 房地投资保持韧性	24
图 43 房地投资与销售累计同比 (%)	24
图 44 房地产企业开发资金来源	24
图 45 土地购置与新屋开工面积	24
图 46 社零总额及同比增速 (%)	25
图 47 汽车类商品增速 (%)	25
图 48 实物零售增速上升	26
图 49 社会消费品零售分类增速 (%)	26
图 50 出口维持强劲	28
图 51 食品价格延续下降 (%)	31
图 52 PPI 触顶回落 (%)	31
图 53 猪肉拖累食品项价格	31
图 54 原油价格仍处高位	31
图 55 公共财政收入同比增速 (%)	33
图 56 地方财政收入同比增速 (%)	33
图 57 市场利率多次低于政策利率 (%)	34
图 58 存款准备金率下调 (%)	34
图 59 人民币兑美元中间价	35
图 60 货币供应量同比增幅	35

一、全球疫情及经济形势

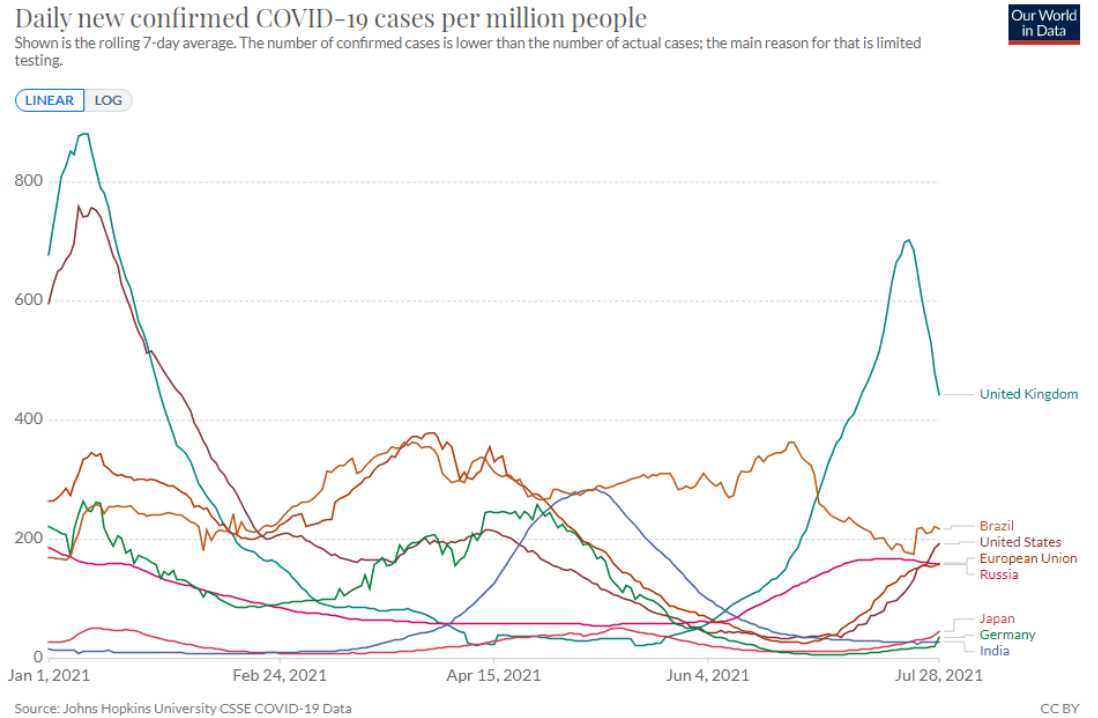
疫苗普及程度低于预期导致新冠病毒持续变异并传播，全球疫情在 7 月再次反弹。根据世卫组织数据，截至 7 月 30 日，全球新冠累积确诊病例超 1.96 亿人，累积死亡病例超 420 万人。全球新冠疫苗接种数量约 39 亿剂，但疫苗分配不均的问题依然严峻。新冠变异毒株德尔塔目前已在全球 130 多个国家广泛传播，多国病例数持续激增。受变异毒株影响，美国近几日单日新增确诊人数重新回到 10 万人，欧洲多国也出现新增确诊激增的情况。日本连续四天确诊超过 1 万例，日本政府宣布扩大紧急状态范围。美国 CDC 疾控中心认为德尔塔变异毒株的传染性不亚于水痘，可以通过接种疫苗的人传播，并可能导致比早期毒株更严重的疾病。根据世卫组织日前公布的数据，在世卫组织划分的全球六个地区中，有五个地区的感染病例在过去四周内增加了 80%。而在非洲，同期死亡人数更是增加了 80%。造成增长的主要因素就是由于高传播性的德尔塔毒株所致。另外，世界卫生组织总干事谭德塞 7 月 30 日表示，过去一周全球新增新冠肺炎确诊病例近 400 万例，按照目前趋势，预计未来两周全球累计确诊病例将超过两亿例。整体来看，目前全球疫苗接种仍呈现严重的不均衡态势，欠发达国家及地区的疫苗接种率仍普遍较低。另一方面，新冠病毒持续变异也导致疫苗保护效果降低，高传染性的变异毒株也使全球疫情防控面临较大压力。

图 1 全球疫情再次反弹



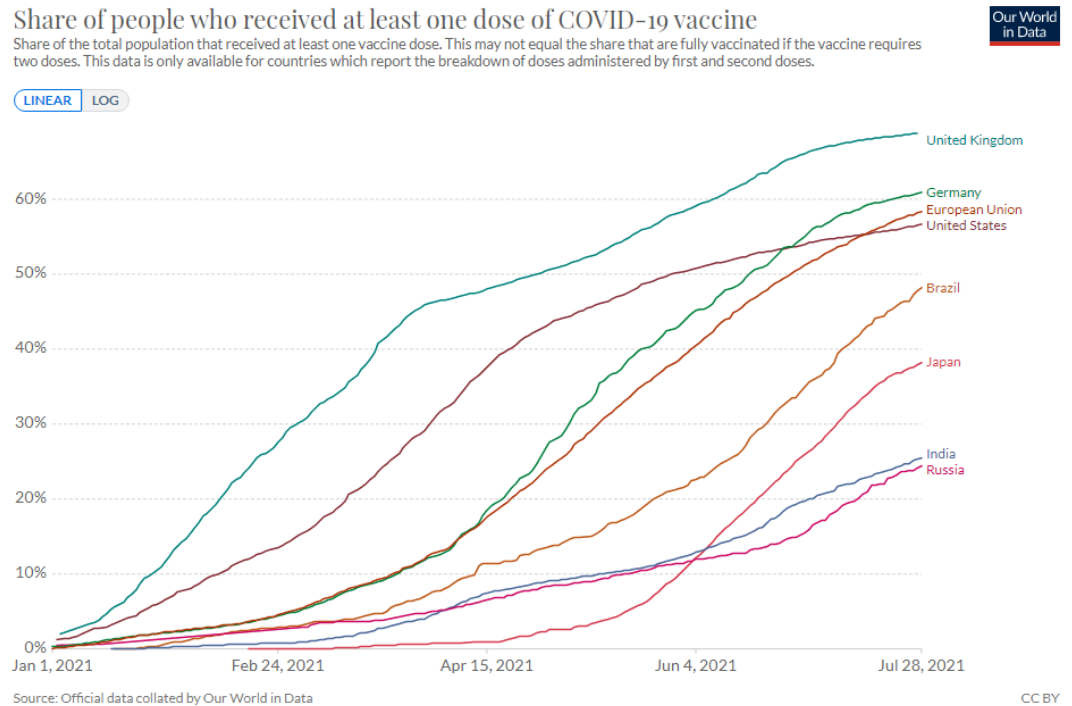
资料来源：WHO，瑞达期货研究院

图 2 美国、欧洲、日本及印度每日新增确诊（七日轮动平均值/百万人）



资料来源：OurWorldinData，瑞达期货研究院

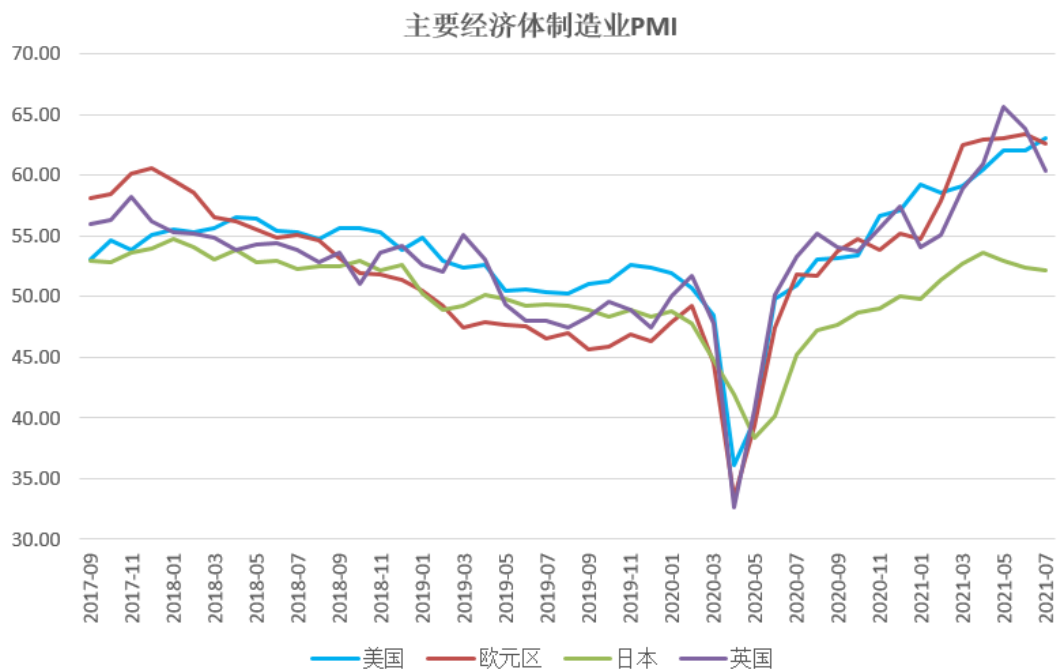
图 3 全球主要国家疫苗接率（至少接种一剂）



资料来源：OurWorldinData，瑞达期货研究院

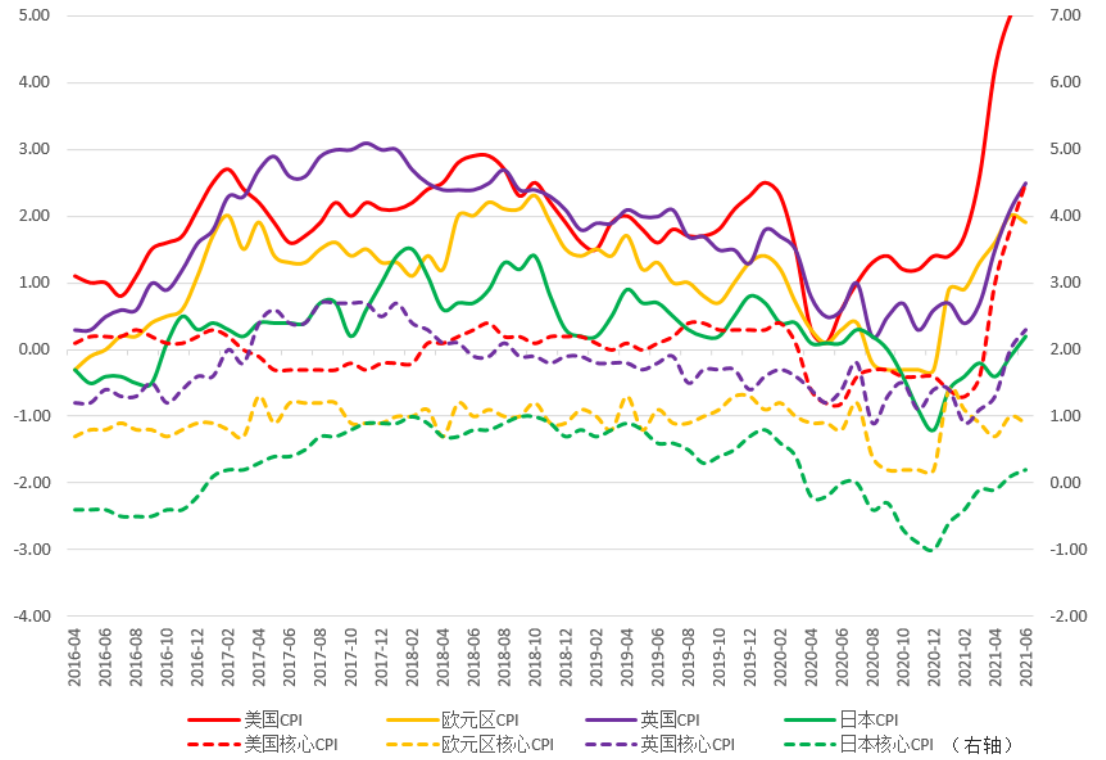
疫情反弹加剧全球经济复苏分化，多国经济前景及政策走向面临不确定性。在疫苗接种率提高以及防疫措施逐渐放宽的背景下，全球经济在二季度明显复苏。不过随着近期新冠变异毒株 delta 在全球范围的快速传播，使全球经济复苏再次面临下行风险。7 月 27 日国际货币基金组织（IMF）发布《世界经济展望报告》，警告全球经济复苏将因新冠疫苗获取能力不同而加剧分化，将 2021 年全球经济增长预期维持在 6% 不变，上调了发达经济体增长预期 0.5 个百分点至 5.6%，并将对新兴市场和发展中经济体增长预期下调 0.4 个百分点至 6.3%。疫苗分配不均的问题使许多新兴经济体仍面临疫情冲击，经济复苏程度远低于美欧等发达经济体。印度、巴西等大宗商品出口国疫情仍然严峻，基数效应、能源价格上涨以及经济需求的复苏带动上半年全球通胀大幅上升。而受通胀上行压力升温影响，目前已有巴西、俄罗斯、土耳其等几个国家的央行宣布了加息，多国央行也转向鹰派。目前美联储、欧洲央行及英国央行仍维持货币宽松，但各央行内部的鹰派声音也越来越多。预计随着下半年经济继续复苏，美联储在四季度或开始缩减购债规模，而欧洲、英国央行也可能追随美联储脚步。

图 4 全球制造业景气度



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 5 全球通胀持续回升



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

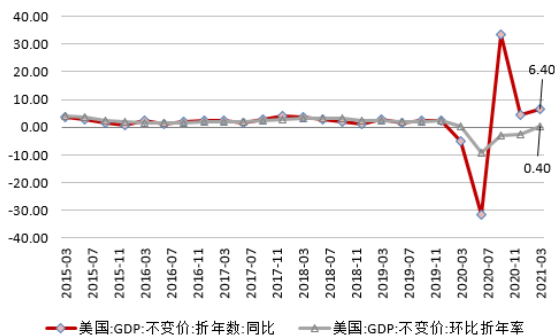
研究报告全部内容不代表协会观点, 仅供交流。

二、海外经济与重大事件

(一) 美国：经济复苏有所放缓，美联储继续按兵不动

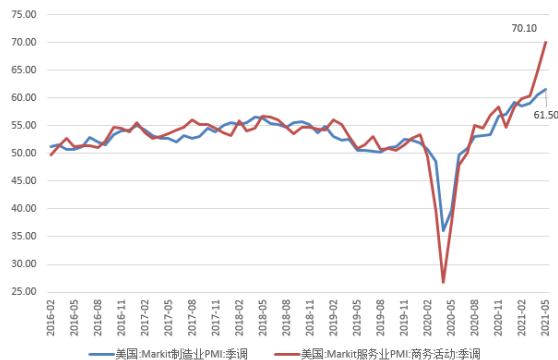
美国经济复苏势头放缓，服务业景气度大幅下滑。美国第二季度实际 GDP 年化季率初值录得 6.5%，不及市场预期的 8.5%，增速较一季度仅上升 0.1 个百分点，供应问题和劳动力短缺抑制了经济增长。从领先指标来看，美国 7 月制造业 PMI 录得 Markit 制造业 PMI 初值录得 63.1，高于预期的 62 和前值 62.1，创下历史新高。不过服务业 PMI 扩张速度大幅放缓，7 月初值录得 59.8，低于预期的 64.5 和前值 64.6，创下 2 月以来的最低点。受服务业景气度下滑拖累，7 月综合 PMI 由 6 月的 63.7 回落至 59.7，创四个月新低。另一方面，报告显示为了吸引就业，7 月企业的工资支出继续增加，且原材料和运输价格上涨。这推动了 7 月商品和服务的销售价格快速上涨，显示企业试图将更高的成本转嫁给消费者。整体来看，7 月 PMI 数据显示美国经济增速已经连续两个月出现放缓，或暗示二季度经济可能已触及顶点。企业供应受限、通胀高企、工资上涨以及疫情反复或使美国经济增速在未来几个月进一步放缓。

图 6 美国一季度 GDP 延续回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 7 美国 Markit 制造、服务业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

6 月消费需求意外强劲，就业市场继续改善。美国 6 月零售销售环比增长 0.6%，高于市场预期的 -0.3%，显示 6 月消费需求强劲。随着美国疫苗接种率的上升，服务业企业的重新开放提振了服务支出，而此前美国的几轮经济救助也刺激了消费。6 月个人消费支出环比上涨 1%，好于预期及前值，个人储蓄率也降至 9.4%，显示消费意愿逐渐回升。收入方面，受新冠疫苗接种率提升及劳动力市场复苏等因素提振，美国 6 月份个人收入环比上涨 0.1%。值得注意的是，受通胀飙升以及疫情反弹影响，美国 7 月密歇根大学消费者信心指数由 6 月的 85.5 降至 80.8，创今年 2 月以来最低水平，显示消费者对经济前景的乐观态度有所回落，而通胀持续上涨也会影响居民消费情况。就业方面，美国 6 月非农就业人数新增 85

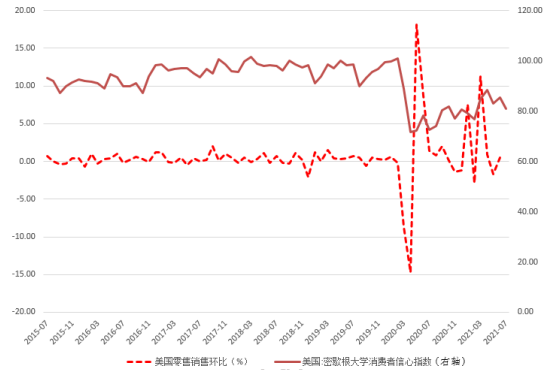
万人，好于市场预期，增幅创去年 8 月以来新高。但 6 月失业率却意外上升至 5.9%，较上月上涨 0.1 个百分点。从高频数据来看，美国近几周初请失业金人数维持在 40 万人附近，并没进一步减少，显示就业市场仍面临压力。

图 8 美国核心 PCE (个人消费支出物价指数)



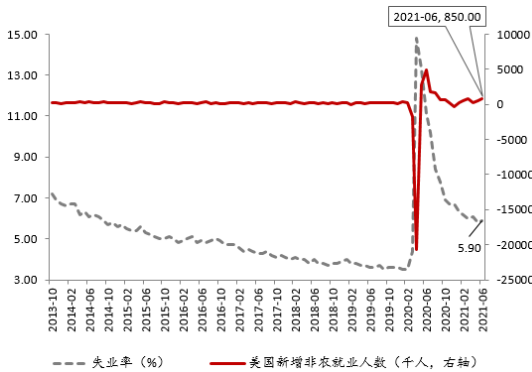
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 9 美国零售销售增速放缓



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 4 美国新增就业人口意外下降



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 51 周初请失业金人数持续下降

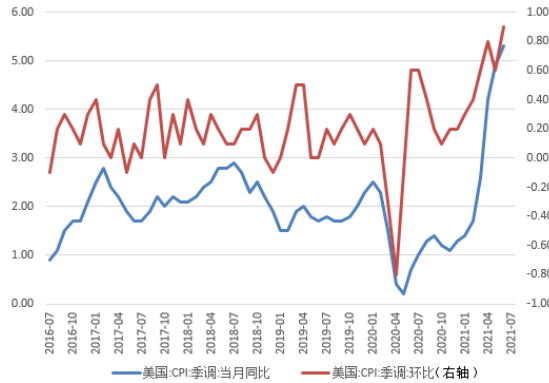


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

美国通胀持续飙升，美联储重申通胀暂时论。今年 3 月以来，美国 CPI 同比上涨幅度大超市场预期，6 月 CPI 同比增 5.4%，创 2008 年 8 月以来新高，核心 CPI 同比增 4.5%，创 1991 年 11 月以来新高。除了低基数效应以外，供应链尚未完全恢复以及经济重新开放后的需求增长也是推动 CPI 快速上涨的重要因素。而受原油及原材料价格上涨的推动，美国 6 月 PPI 同比也大幅增长 7.3%，创 1982 年以来新高。另外，美国 6 月核心 PCE 同比继续升至 3.54%，第二季度核心 PCE 价格指数同比增长 6.1%，为近年来最高水平。虽然美国通胀飙升引发市场担忧，但美联储本月仍再次重申通胀“暂时论”。在 7 月的政策会议上，美联储维持基准利率和购债规模不变，符合市场预期。美联储主席鲍威尔重申通胀暂时论，并表示美国经济持续改善但尚未全面复苏，尚未达到考虑加息的时候，美联储也尚未就缩债时间做出任何决定。整体来看，美国经济复苏不及市场预期的强劲，二季度经济增长几乎没有加速，新冠变异毒株德尔塔流行也使服务业收到一定冲击，这支持了美联

储不急于收紧货币政策的决定。预计美国经济增速在二季度见顶，下半年经济增速将逐渐回落，随着经济逐渐复苏，美联储可能在四季度缩减购债规模。

图 6 美国通胀飙升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 7 美国 10 年期国债收益率

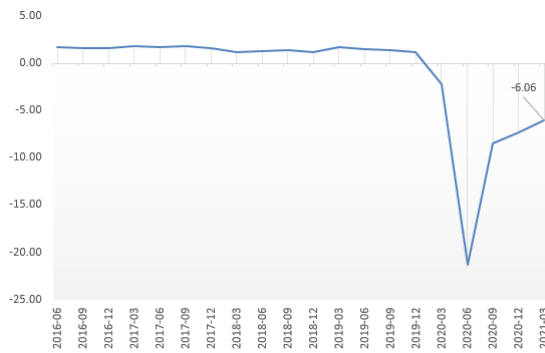


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(二) 英国：英政府解除防疫措施，疫情恶化或拖累复苏

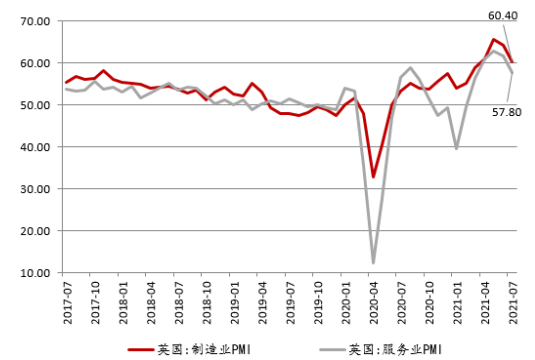
英国疫情持续反弹，经济复苏势头放缓。虽然英国的疫苗接种率超过 70%，但新冠变异毒株 delta 的高传染性仍使英国疫情在 7 月加速反弹，拖累了英国经济复苏步伐。从领先指标来看，英国 7 月综合 PMI 初值从 6 月的 62.2 下滑至 57.7，为今年 3 月以来最低值。其中，7 月份制造业 PMI 初值为 60.4，不及预期的 62.5，低于前值 63.9。7 月服务业 PMI 初值从 6 月的 62.4 大幅回落至 57.8。数据显示在经历了第二季度的强劲增长后，英国经济在 7 月份有所放缓，因英国疫情在变异毒株 delta 的影响下加速恶化，抑制了居民消费并造成了员工短缺。不过英国政府此前宣布自 7 月 19 日起按照原计划进入解封第四步，这意味着大部分疫情限制措施已经解除，这将提振英国经济进一步复苏。不过英国国家统计局 (ONS) 的最新估计显示，英格兰的新冠感染率达到了 1 月以来的最高水平，而威尔士则是自 2 月以来的最高水平，疫情持续恶化或将影响复苏趋势。

图 8 英国 GDP 同比增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 9 英国 Markit 制造业、服务业 PMI

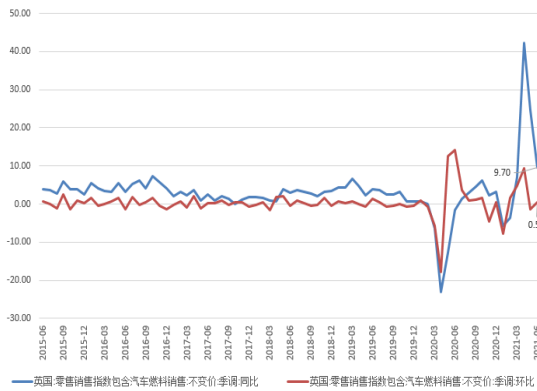


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

限制措施放宽促进消费，英国零售销售有所改善，6月零售销售环比增长0.5%，好于预期的-0.1%及前值-1.4%。英国国家统计局的数据显示，与2020年2月疫情前的水平相比，零售销售同比增长9.5%，显示英国消费已从疫情中逐渐复苏。从消费领先指标来看，英国7月GFK消费者信心指数从6月的-9升至-7，显示消费者对经济复苏的乐观情绪进一步上升。另一方面，随着经济陆续开放，英国就业人数持续增长，6月新增就业人数35.6万人，达到2890万人，但仍比疫情前少20.6万人。6月失业率录得5.8%，连续五个月录得下降，创2020年4月以来新低。整体来看，数据显示英国劳动力市场及消费需求均维持改善，虽然疫情反弹使英国推迟了6月21日的进一步开放，但7月中旬英国政府宣布解除限制措施与疫情共存，这或将进一步提振经济复苏，但也同时存在较大风险。

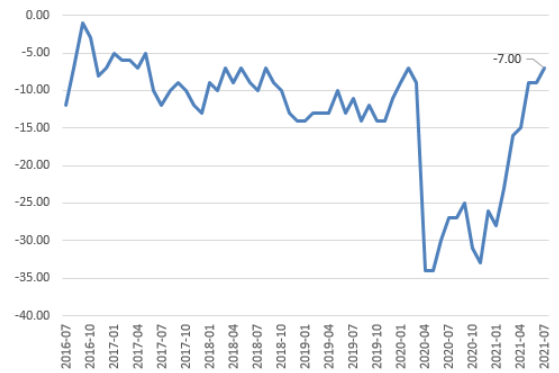
英国6月通胀延续上涨，央行官员暗示或提前加息。英国6月CPI同比增长2.5%，较5月上升0.4个百分点，创2018年8月以来的最高水平，已连续二个月高于预期。英国央行副行长拉姆斯登此前警告称，英国的通胀可能会达到目标水平的两倍，并暗示货币政策可能需要收紧。预计英国央行在8月的政策会议上将继续维持政策不变，但在债券购买规模上或产生分歧。整体来看，在疫情的影响下，英国二季度经济的强劲增长受到一定阻碍，英国政府宣布解除所有疫情防控措施短期来看或将刺激英国经济加速复苏，但也可能是一把双刃剑。

图 10 零售销售环比增速回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 11 英国消费者信心指数延续回升



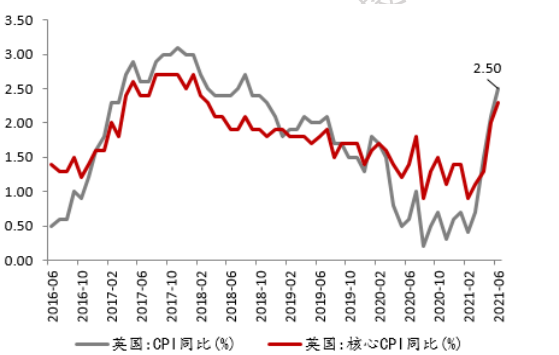
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 英国失业率小幅回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 13 英国 CPI 持续回升

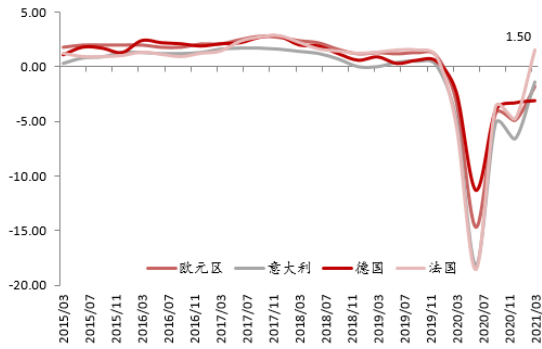


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（三）欧元区：二季度经济走出衰退，三季度开局维持强劲

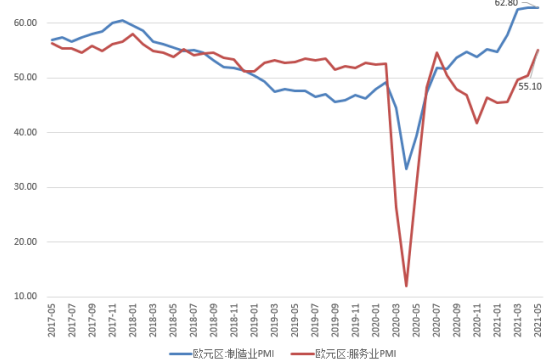
欧元区经济二季度大幅复苏，三季度开局维持强劲。得益于疫苗接种加快以及限制措施的解除，欧元区经济明显复苏，二季度 GDP 同比增速大幅反弹至 13.7%，不过经济规模较 2019 年底仍少约 3%。分国家来看，欧元区前两大经济体德国及法国第二季度 GDP 环比分别录得 1.5% 和 0.9%。从领先指标来看，欧元区 7 月综合 PMI 初值录得 60.6，创 20 多年来新高，显示经济增长态势良好。其中，服务业复苏最为显著，7 月服务业 PMI 初值录得 60.4，创 15 年来新高。7 月制造业初值录得 62.6，较上月有所回落，但仍维持在较高区间。整体来看，随着欧洲多国政府放松防疫政策，零售、餐饮、旅游等服务行业复苏强劲，欧元区三季度经济维持强劲开局。夏季是欧洲传统的消费、旅游旺季，欧元区三季度经济有望进一步复苏，但新冠疫情的反弹使欧元区下半年经济走势面临挑战。

图 14 欧元区 GDP 同比增速



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 欧元区 Markit 制造业、服务业 PMI

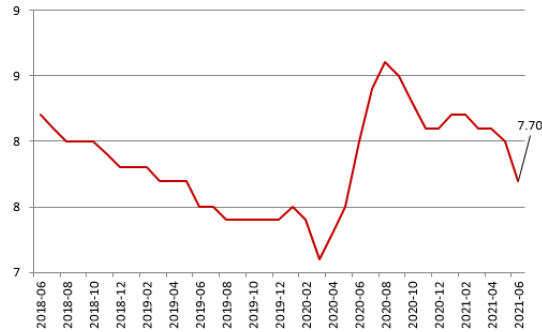


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

欧元区就业持续改善，消费增速大幅回升。随着近期疫苗接种加速及限制措施的放宽，欧元区失业率持续下滑，6月失业率录得7.7%，较上月回落0.3个百分点。另一方面，欧元区5月零售销售环比增长4.6%，较上月大幅回升，显示消费需求有所回升。从经济领先指标来看，欧元区7月经济景气指数由上月的117.9上升至119。投资者信心指数上升了1.7个百分点至29.8，显示欧元区经济前景回暖。不过受通胀上升及疫情升温的影响，欧元区7月消费者信心指数小幅回落至-4.4。随着欧元区疫苗接种加速及限制措施的逐步放宽，制造业、服务业景气度的持续回暖有望带动未来几月的就业及消费加速增长。不过目前欧洲疫情也有反弹趋势，服务业景气度能否维持高增仍有待观察。

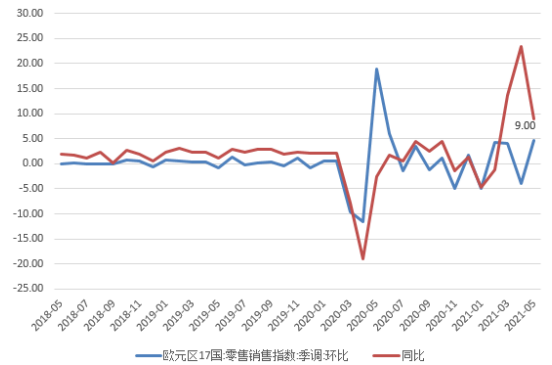
通胀方面，欧元区7月通胀率从6月的1.9%攀升至2.2%，创2018年10月以来的最高水平，高于预期的2%。能源价格上涨是拉动CPI上涨的主要因素，7月欧元区能源价格同比大幅上涨14.1%。受大宗商品价格上涨及供需不平衡等因素影响，欧元区通胀压力逐渐升温，不过欧洲央行的表态和美联储一样任务通胀上涨是暂时性的现象。欧洲央行在7月召开的货币政策会议上维持货币现状不变，符合市场预期。但调整了关于政策利率的前瞻性指引，将中期通胀目标从“接近但低于2%”修改为“2%”，这意味着欧洲央行对通胀的容忍度提高。欧洲央行强调欧元区货币政策将保持宽松，以实现2%的中期通胀目标。欧洲央行行长拉加德表示，欧元区经济复苏正步入正轨，三季度经济有望强劲增长，预计经济活动将在明年第一季度恢复到危机前的水平，警告德尔塔毒株可能会抑制服务业的复苏。整体来看，欧洲央行仍维持鸽派基调，欧元区经济不像美国一样已恢复至疫情前水平，因此不太可能先于美联储调整其货币宽松政策。

图 16 欧元区失业率



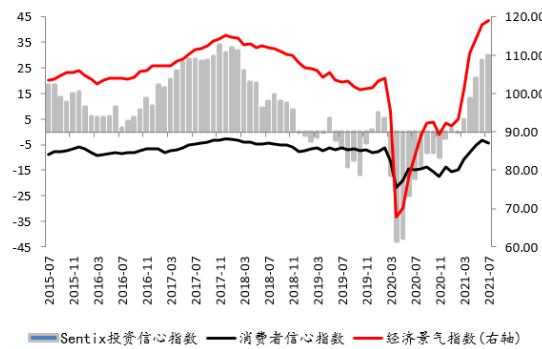
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 17 欧元区零售销售



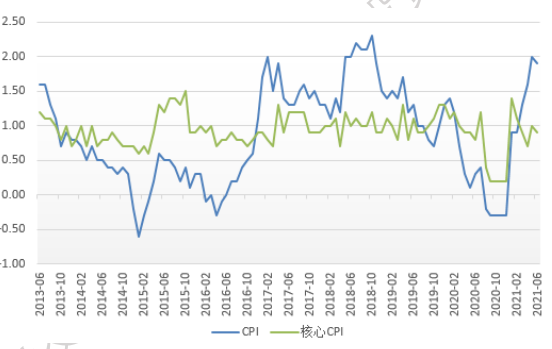
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 18 欧元区消费、投资者信心指数



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 19 欧元区 CPI

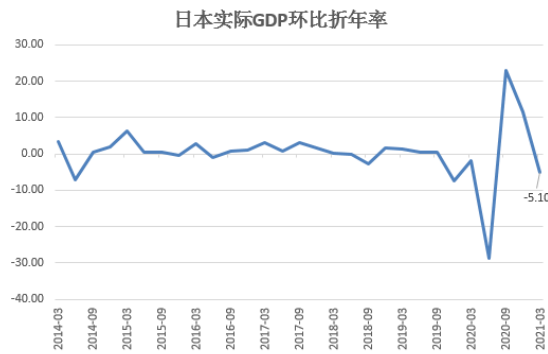


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(四) 日本: 紧急状态再次延长并扩大, 日本复苏前景仍旧堪忧

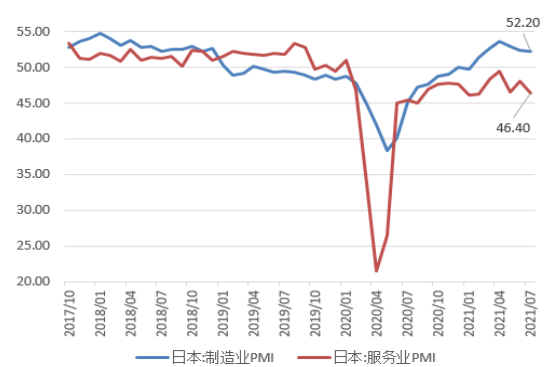
日本疫情持续恶化, 经济增速继续回落。受疫情影响, 日本 7 月经济增速进一步放缓, 7 月制造业 PMI 从 6 月的 52.4 降至 52.2。其中, 产出和新订单增长放缓至六个月低点。服务业 PMI 由 6 月的 48 降至 46.4, 连续第 18 个月下滑。数据显示日本经济复苏势头依旧疲弱, 虽然近期冬奥会的举办在一定程度上利好经济, 但目前日本国内疫情持续恶化, 日本政府于 7 月 30 日宣布扩大并延长紧急状态, 这使日本复苏前景再次承压。不过随着近期海外需求的持续复苏, 出口成为拉动日本经济的主要动力。具体来看, 日本 6 月份出口额同比增长 48.6%, 已连续第四个月增长。除了低基数影响以外, 汽车、半导体制造设备的强劲需求仍是带动出口增长的主要因素。从整个上半年来看, 日本出口增长 23.2%, 超过了 2019 年上半年疫情前的水平, 并创下自 2010 年上半年以来最大增幅。分出口国家来看, 6 月份日本对美出口较上年同期大幅上升 85.5%, 主要得益于汽车、汽车零部件和电机的强劲需求。6 月对华出口增长 27.7%, 其中汽车、半导体制造设备和电脑零部件增长维持强劲。进口方面, 由于原油等大宗商品价格明显上涨, 日本 6 月进口额同比增长 32.7%。

图 20 日本 GDP 增速



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 21 日本 Markit 制造业、服务业 PMI



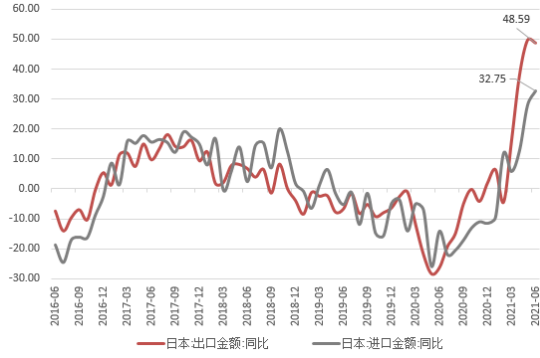
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

就业及消费维持改善, 但面临疫情反扑影响。日本 6 月的完全失业率为 2.9%, 较上月下降 0.1 个百分点, 为 3 月后时隔两个月改善。另一方面, 有效求人倍率较上月上升 0.04 个百分点至 1.13。数据显示日本就业市场正缓慢复苏, 不过鉴于目前日本疫情再次恶化, 且日本政府扩大紧急状态地区范围, 这一改善趋势或难以延续。需求方面, 日本 5 月家庭支出同比继续上升至 11.6%, 主要原因是去年同期日本受疫情影响进入紧急状态, 消费支出大幅下降。汽车、外出就餐和住宿等消费活动增加是拉动 5 月家庭消费的主要动力。

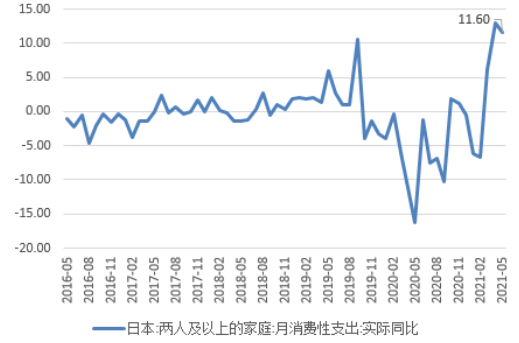
通胀回升但仍旧低迷, 日本央行维持货币宽松。日本 6 月核心 CPI 同比增长 0.2%, 较上月升 0.1 个百分点, 触及 15 个月高位, 显示全球通胀的影响正逐步扩大。但由于内需疲弱, 即使受大宗商品涨价影响, 日本 CPI 增幅仍远不及美欧等经济体。从中长期角度来看, 疫情持续拖累经济复苏、消费疲软都预示日本通胀未来走高的可能性不大。日本央行在 7 月的政策会议上将基准利率维持在-0.1%不变, 将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变, 符合市场预期。日本央行表示, 当前日本经济面临的风险倾向于下行。如有必要, 日本央行将毫不犹豫地采取更多行动。日本央行将 2021 财年 GDP 预测由此前的 4%下调至 3.8%。将 2021 财年核心通胀预期由此前的 0.1%上调至 0.6%。整体来看, 全球需求复苏提振了日本出口, 带动了日本经济复苏。不过近期全球及日本国内疫情再次恶化, 下半年内外需均面临一定冲击, 日本经济复苏前景仍不容乐观。

图 22 日本进出口同比增速

图 23 日本两人及以上家庭支出同比



资料来源: Wind、瑞达期货研究院



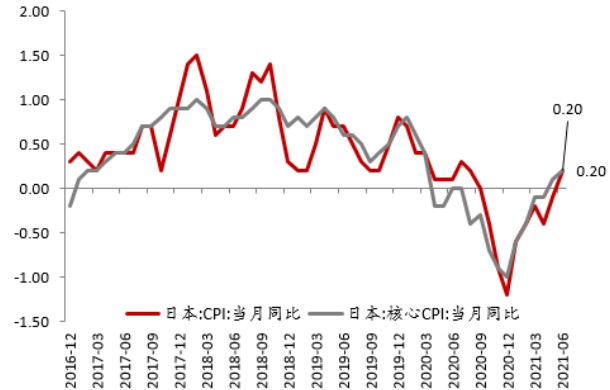
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 24 日本失业率小幅上升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 25 日本通胀仍然疲弱



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，

三、2021 年上半年我国经济回顾与下半年经济展望

（一）经济稳中向好，政策调控不迫切

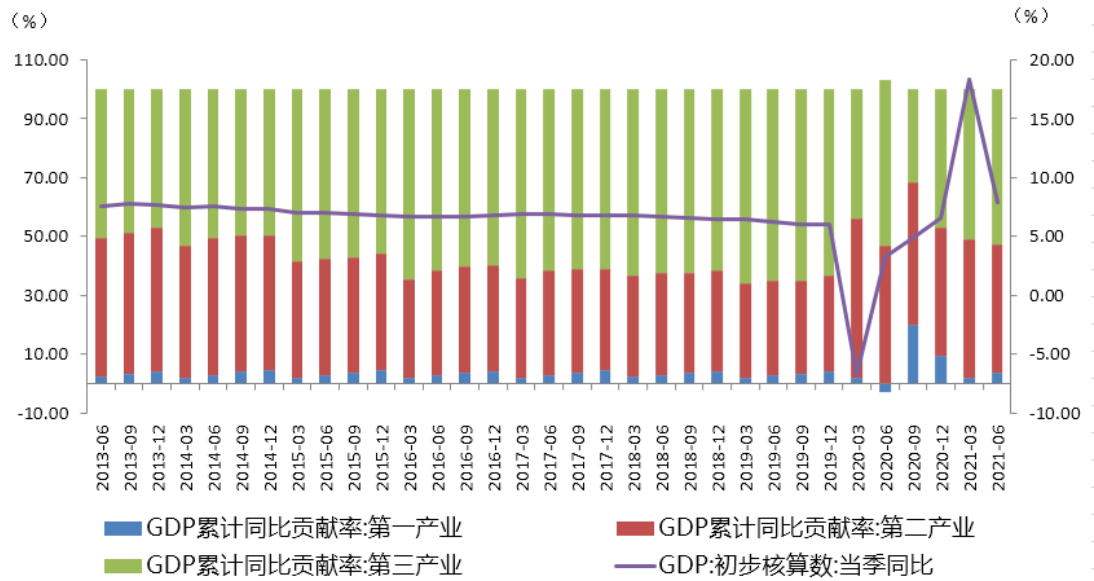
二季度 GDP 低于预期，疫情影响尚存。二季度实际 GDP 两年平均增速为 5.5%，较一季度的 5.0% 进一步恢复。其中第二产业名义和实际 GDP 两年平均增速分别为 9.3%、6.1%，快于一季度的 7.2% 和 6.0%；第三产业名义和实际 GDP 两年平均增速分别为 7.4%、5.1%，快于一季度的 6.6%、4.7%。二季度 GDP 低于预期，主要原因是第三产业的大幅下降所导致。在疫情防控常态化影响居民生活消费环境的背景下，第三产业恢复程度仍相对偏低，速度偏慢，说明尽管疫苗普及率上升，疫情得到控制，但是疫情对第三产业的影响可能具有一定的持续性。

随着海内外供求两端的持续复苏，二季度经济呈稳中向好、稳中加固态势，国内生产总值同比增速在基数效应逐步褪去的影响下回落，环比增速持续上涨。从趋势上看，我国两年平均增速二季度高于一季度，说明我国经济增速仍未放缓。而从结构上看，多扰动因素下工业生产仍然保持高景气，代表经济增长动能的制造业投资明显向好，消费也延续改善趋势。同时出口连续 13 个月维持扩张也将进一步推动我国经济发展。

总体来看，随着海内外供求两端的持续复苏，下半年经济仍将复苏态势依旧稳固，国内生产总值同比增速将在基数效应逐步褪去的影响下回落，但环比增速将持续上升，按估算来看，全年 GDP 增速或将达到 8%，远高于政府工作报告中目标预期，说明下半年仍有很大的政策调控区间，来推动我国经济恢复。流动性方面，宏观政策料将稳中偏紧，稳定优先的基调或将有所改变，“稳风险”和“稳杠杆”将是核心。金融监管将成为重要的政策主线之一，通过流动性管理工具与金融监管政策相互配合，达成杠杆率稳定这一目标，从而防范化解重大金融风险。

整体来看，中国经济已经由高速增长阶段转向高质量发展阶段。国内经济在经历了一二季度高增速后，将逐渐企稳，未来经济增速可能会落在 5.0-5.5%。从今年上半年的情况来看，一二季度 GDP 同比受基数效应影响而大幅走高，而从两年平均来看的话，经济增速在 5.0-5.5% 的区间内波动，符合高质量稳定发展预期。而通过 5.0%、5.5% 作为三四季度 GDP 两年平均增速来计算，可预估全年 GDP 增速约为 8.2-8.8%，远高于《政府工作报告》预期目标，说明下半年，我国政府仍有较大的政策调控空间。

图 32 GDP 受基数影响回落



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 33 2021 年 GDP 估算表

	Q1	Q2	Q3	Q4	总计
2019年GDP比重	21.88%	24.34%	25.6%	28.16%	100.0%
2021年GDP (5.5%预计) 权重 (乐观)	18.3%	7.9%	6.1%	4.5%	8.8%
2021年GDP (5.0%预计) 权重 (保守)	18.3%	7.9%	5.1%	3.5%	8.2%

资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 34 2021 年与 2020 年政府工作报告要点对比

主要指标	2021 年	2020 年
GDP 同比	6%以上	未提增速具体目标
CPI 同比	3%左右	3.5%左右
城镇新增就业	1100 万人以上	900 万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	6%左右
赤字率	拟按 3.2%左右安排	3.6%以上
地方专项债	3.65 万亿元	3.75 万亿元
特别国债	不再发行	1 万亿元

资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

(二) PMI 景气度下行, 服务业加速复苏

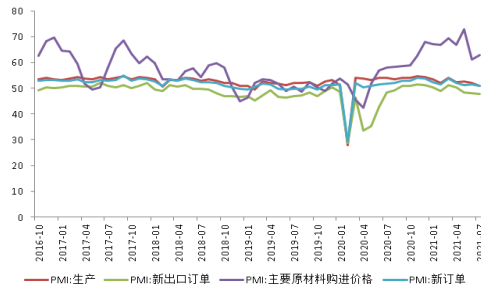
疫情汛情冲击, 制造业供需动能持续回落。中国 7 月官方制造业 PMI 录得 50.4, 较上

月继续下降 0.5 个百分点，扩张速度减缓，已连续 4 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 0.9 个百分点至 51.0，在外需连续 4 个月降温背景下，生产指数连续 2 个月大幅下降，或表明外需降温已逐步传递至生产端，导致其增速有所放慢。其中，造纸印刷及文教体美娱用品、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业两个指数均位于 55.0% 以上较高景气区间，企业生产经营较为活跃，行业增长动力较强；石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业两个指数均低于临界点，产需有所减少。新订单指数为 50.9，比上月小幅下降 0.9 个百分点，反映市场需求减少。同时，本月不同规模企业 PMI 表现分化，大型企业 PMI 继续保持在扩张区间，而中、小型企业 PMI 低于上月 0.8 和 1.3 个百分点，面临上游成本挤压和下游需求减弱，经济下行压力加大。此外，价格指数小幅上升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均由降转升，分别为 62.9 和 53.8，高于上月 1.7 和 2.4 个百分点。大宗商品价格仍是关注重点，原材料价格持续上涨将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。

暑期消费带动，服务业加速复苏。7 月非制造业 PMI 录得 53.3，略低于上月 0.2 个百分点，扩张力度虽有所减弱但总体平稳。其中，服务业商务活动指数上升 0.2 个百分点至 52.5，仍持续恢复。随着暑期到来带动居民消费，本月航空运输、住宿、餐饮、生态保护及环境治理等行业商务活动指数均较上月上升 10.0 个百分点以上，行业需求加速释放，业务总量快速增长。然而，受高温多雨、洪涝灾害等不利天气因素影响，建筑业商务活动指数回落至 57.5，下降 2.6 个百分点，建筑业生产有所放缓。其中以室外作业为主的土木工程建筑业商务活动指数回落较为明显，回落 4.9 个百分点至 54.4。但从业务活动预期指数仍上行可反映出，企业对行业未来发展信心有所增强。

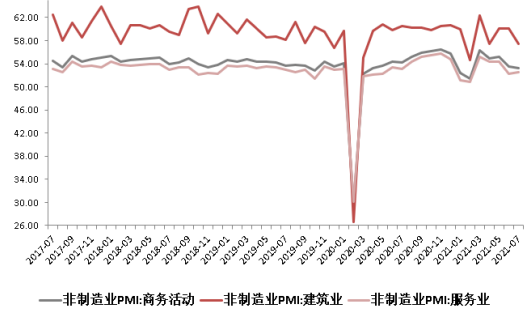
总体来看，国内经济依旧保持扩张趋势，已连续 17 个月处于扩张区间。制造业不同行业生产分化明显，需求仍在温和上行，钢铁行业“保供稳价”政策效果持续显现。郑州汛情严重外加国内疫情反复，短期内影响着我国经济恢复，制造业、建筑业扩张速度放缓，但暑期到来带动服务业加速扩张。此外，制造业与非制造业从业人员指数仍处在收缩区间，就业市场承压，预计 8 月份制造业扩张速度将继续放缓。需要密切关注疫情反复，这将对我国经济产生一定负面影响。

图 35 制造业 PMI 及细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 服务业加速复苏



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）固投稳步恢复，产业转型步伐加快。

上半年，我国固定资产投资总体呈倒 V 型趋势，制造业、基建投资增速回升，房地产投资仍保持韧性。去年 2 月，我国爆发新冠疫情，经济受到猛烈冲击，企业大幅停工停产，收入减少，就业率下降，资金紧张，投资遭受重创，固投累计同比迅速探底至-24.5%，制造业、基础设施、房地产开发三大领域投资增速均下降明显。随着各地区认真贯彻落实中央一系列稳投资政策，投资增速降幅明显收窄，去年上半年固投呈 V 型增长。在此基数下，我国年初增速飞涨，2 月固投累计同比高达 35%，随后缓缓回落。至今，固投累计同比增长受基数回升影响而下降至 12.6%，增速较上个月下滑 2.8 个百分点。但扣除掉基数因素，两年平均增速较前值增长 0.2 个百分点，体现出我国固定资产投资仍在延续自去年二季度以来的修复势头。

出口维持强韧性推动国内制造业大力发展，上半年制造业投资同比增长 19.2%，两年平均增长 2.0%，较上月加快 1.4 个百分点，加速回升。其中高技术制造业投资增长较快，同比增长 29.7%，两年平均增长 17.1%，带动整体制造业投资上行。基建投资依旧较弱，1-6 月同比增长 7.8%，两年平均增长 2.4%，较上月小幅回落 0.2 个百分点。房地产景气度继续回落，两年平均增速由此前的 8.6% 下滑至 8.2%，但总体看来地产行业仍保持韧性。整体来看，随着海内外经济复苏共振，增强投资意愿，叠加基数效应逐步褪去和“六稳”“六保”逐步落实，下半年固定资产投资增速有望继续修复，基建投资或在地方政府专项债发行节奏加速的有效支撑下回暖，制造业投资结构或将持续优化，高技术产业链保持高增，房地产投资或将在严监管下面临走弱压力。

1. 基建投资复苏整体偏慢，专项债发放或将提速

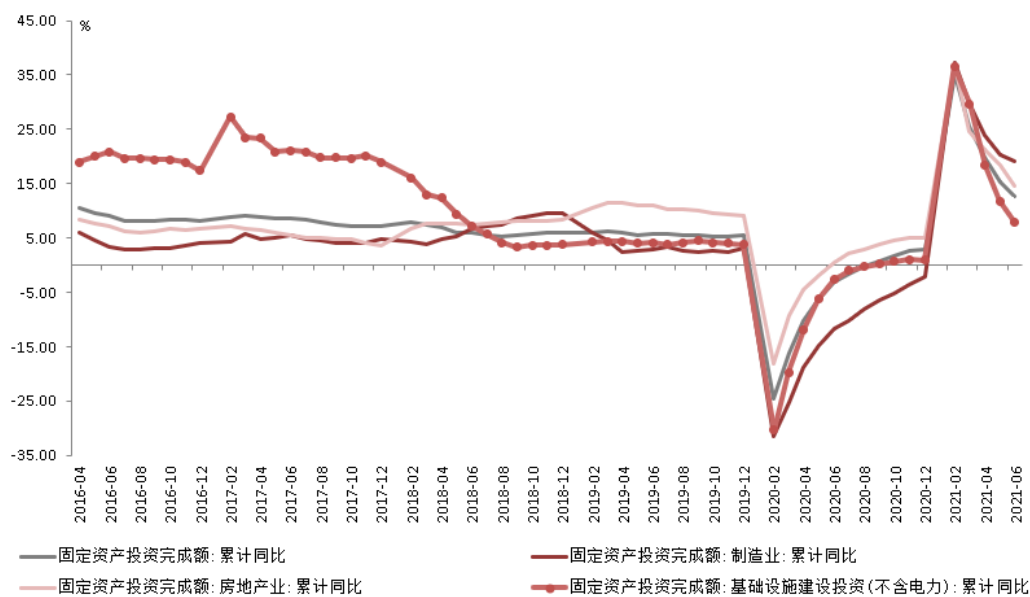
财政支出向“三保”领域倾斜，基础设施投资增长较缓慢。上半年，基础设施投资同

比增长 7.8%，两年平均增长 2.4%。其中，信息传输业投资增长 9.9%，道路运输业投资增长 6.5%，水利管理业投资增长 10.7%，生态保护和环境治理业投资增长 16.9%。基建投资增速继续回落，尤其是信息传输业增速下滑较快。同时基建总额受限，外加地方政府杠杆率被严格控制，基建增速年内可能偏低。

基建投资恢复速度仍不及预期，或在下半年回升。上半年基建投资增速处于较低水平主要有两点原因：一是上半年专项债发行节奏较慢，在稳增长压力不大、地方债务风险集聚的情况下，地方债尤其是专项债对项目质量、收益等方面的要求更高，优质项目的缺乏产生了“钱等项目”这一现象，拉低基建增速。2021 年新增政府债券 7.2 万亿，但上半年仅发行了 2.4 万亿，仍有 4.8 万亿尚未发放，或对基建增速提升有帮助。二是随着经济持续修复，外需尚未明显走弱的前提下，通过基建推动经济复苏的必要性减弱，保民生才是关键。

整体来说，基建增速整体平稳但增速较缓慢，专项债发行节奏后续将逐步加快，4.8 万亿政府债券的发放将对基建行程一定支撑。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。未来基建投资增速预计仍将以稳为主，稳中向上。

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. 结构持续改善，制造业复苏动力加强

制造业恢复加速，总体上行趋势不改。1-6 月制造业投资增长 19.2%，两年平均上涨 2.0%，较上月上涨 1.4 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 25.6%；其中高技术制造业增长 29.7%，是制造业复苏的核心支撑因素。其中，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 34.2%。6 月份制造业投资特点主要两点，第一点是去年基数逐步回升，导致同比增速下降，上半年整体呈倒 V 型趋势，但制造业投资降幅进一步缩窄，斜率边际放缓，预计下半年复合增速将延续上半年增长趋势，涨幅进一步扩张。第二点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。

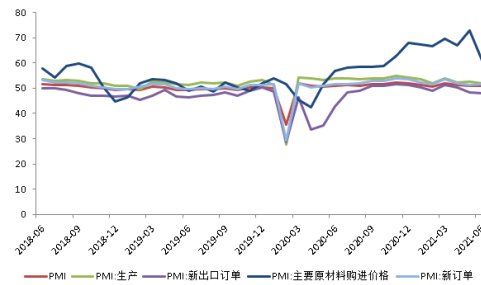
工业生产依旧平稳，外需强劲支撑工业发展。6 月规模以上工业增加值同比增长 8.3%，较上月下滑 0.5 个百分点，主要是受基数走高所影响。从两年平均增速来看，较 5 月仅下滑 0.1 个百分点，工业生产扩张动能有些许减弱，但总体仍保持稳健。分三大门类看，6 月采矿业增速保持增长，同比增长 0.7%，两年平均增长 1.2%，在限产政策下继续回落；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 11.6%，两年平均增长 8.5%，较上月增长 1.3 个百分点；制造业仍在复苏，同比增长 8.7%，两年平均增长 6.9%，增速有所下降。6 月份出口交货值当月同比 13.4%，自 2020 年 11 月起，持续高于工业增加值，意味着外需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，预计下半年工业增加值两年平均增速将回归疫情前水平。

而从利润方面看来，1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 4.2 万亿元，相比 2019 年，两年平均增长 20.6%，自去年下半年以来，工业企业利润延续较快的增长趋势。受市场需求改善、大宗商品价格上涨等因素推动，上游采矿业和原材料制造业企业利润增长明显。同时，在需求扩大、价格上涨、上年同期基数较低等因素共同作用下，化工、钢铁、煤炭行业利润大幅上涨，石油加工行业也由上年同期亏损转为盈利。受疫苗及检测试剂盒等防疫产品国内外市场需求大幅增加带动，医药制造业利润涨势依旧。但需要注意的是，由于大宗商品价格持续维持在高位运行，导致上游企业对中下游企业压力明显，叠加基数效应边际减弱，预计工业企业利润同比增速在下半年将逐渐回落。

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。前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，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 26 制造业 PMI 维持高景气



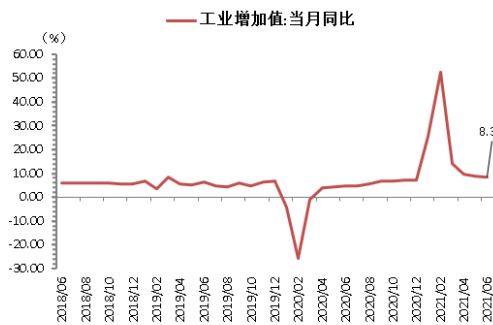
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 27 工业企业利润边际放缓



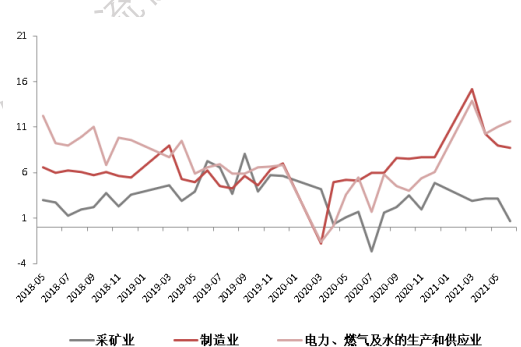
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 28 工业生产总体较好



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 29 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. 地产维持韧性，销售需求支撑投资

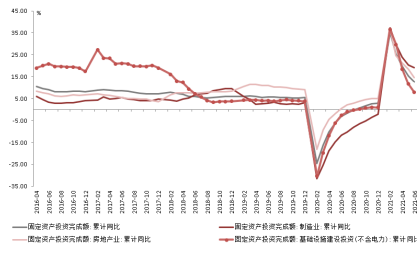
房地产投资韧性依旧，未来或将在高区间波动。1-6 月我国房地产开发投资同比增长 15.0%，两年平均增速 8.2%，较上月小幅下降。上半年，销售较强支撑地产投资维持强韧性，居民购房需求较高，支撑着投资增速维持高水平。1-6 月全国商品房销售面积同比增长 27.7%，两年平均增长 8.1%，远超疫情前水平。增速较快的主要原因是 2020 年政策性降息对房地产市场存在较强的刺激作用，当前因城施策的房地产调控重点指向个别城市房价高涨，但对整体市场并未形成全面压制效应，因此商品房销售增速依旧持续回升，表现良好。同时从金融数据来看，上半年新增居民中长期贷款 3.43 万亿元，单月较去年同期少增 1193 亿元，尽管政策端宏观审慎管理加强且多地首套房贷款按揭利率有所回升，但居民中长期

贷款仍维持韧性。

房企竣工面积继续扩大，地产投资或将持续遭受压力。1-6 月房屋施工面积同比增长 10.2%，较上月小幅上涨 0.1 个百分点。1-6 月土地购置面积同比下降 11.8%，降幅进一步扩大，地产行业去库存节奏加快。1-6 月房屋竣工面积同比涨幅扩大，说明在“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，预计竣工交付压力外加新开工补库需求的提高将支撑房地产投资维持韧性。同时，销售需求支撑地产投资但可持续性有限，意味着下半年地产投资或将持续承压，在维持韧性的前提下，向上动力不足，增速或将缓慢回落。

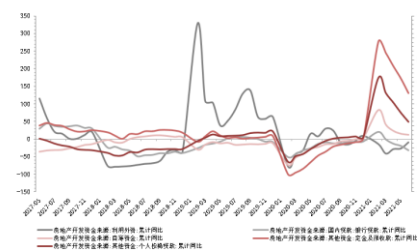
总体看来，购房需求支撑地产。从房地产市场看，去库存阶段逐渐进入尾声、市场流动性整体充裕、资金利率低、房企在“三道红线”政策下有加大销售力度回笼资金的趋势，利于房地产市场发展。从购房需求看，销售面积维持较高增长也就侧面说明了房屋施工面积增速不会大幅下降，支撑地产投资。因此，2021 年下半年房地产市场将继续维持韧性。但近期房地产调控政策较为密集，仍需持续关注后续态度。

图 30 房地投资保持韧性



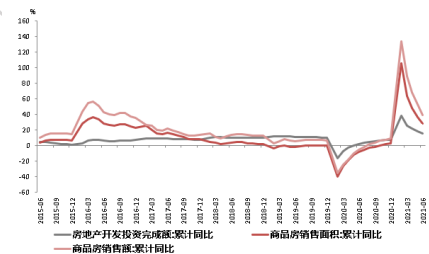
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 31 房地投资与销售累计同比 (%)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 33 土地购置与新屋开工面积



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

(四) 餐饮行业缓慢复苏，暑期来临利好消费

今年以来消费恢复速度总体偏慢，疫情影响仍在持续作用。总体看来，消费增速低迷的原因主要有：1) 国内部分地区疫情反复继续影响着服务类消费。疫情反复直接冲击接触

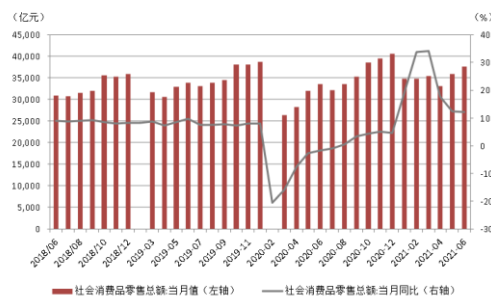
性服务业恢复，导致餐饮、旅游等行业始终在较低水平徘徊。2) 上游原材料较高已逐步传导至终端消费品，降低居民实际购买力，不利于消费复苏。3) 就业和收入对消费能力和消费意愿的提振作用没有明显改善。加上中小企业在大宗商品上涨压力下开工放缓、疫情反复农民工外出务工人员减少，居民工资性收入增速可能下滑，对消费恢复产生影响。

但从单月看，消费增长超预期，缺芯潮拖累整体零售。中国 6 月社会消费品零售总额同比增长 12.1%，好于市场预期，两年平均增长 4.9%，同比增速的回落主要是受基数效应减弱而导致；环比增长 0.7%，继续超季节性规律增长，说明消费需求仍保持回升态势。其中，商品零售带动总体社零同比上升，餐饮则继续回落，与 GDP 中第三产业恢复较慢相一致。商品零售回升，但占商品零售比重约 30% 的汽车消费却大幅走弱，同比增速自 2 月份 77.6% 下降至 6 月份 4.5%，主要原因是受全球缺芯现象以及购车季节性回落的影响，从而拖累整体商品零售。6 月份，餐饮收入同比增长 20.2%，较上月回落 6.4 个百分点，可能是受季节性因素影响，与五一节假日时期对比有较为明显的回落。

社零修复较为良好，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%，较一季度增速差缩窄 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。

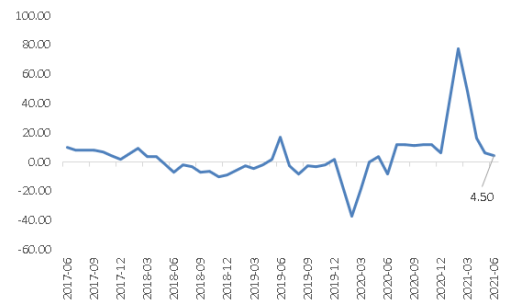
整体来看，收入端恢复良好，在一定程度上提振居民消费能力，并且疫苗大规模接种有利于消费场景打开，有助于释放消费需求，带动社零同比增速上行。随着暑期到来，我国将继续推行各类消费政策，通过举办活动进一步助推消费，复苏消费市场，另外暑假的来临也将促进相关旅游业的复苏，从而推动消费上行。随着我国经济的持续恢复，居民消费意愿不断回升，预计年内消费将继续复苏，三季度增速或将加快。但同时需要注意，中上游企业涨价正在通过成本挤出效应向下游传递，等传递效果较为明显时，下游商品跟进涨价将对消费需求产生一定程度的抑制作用。

图 34 社零总额及同比增速 (%)



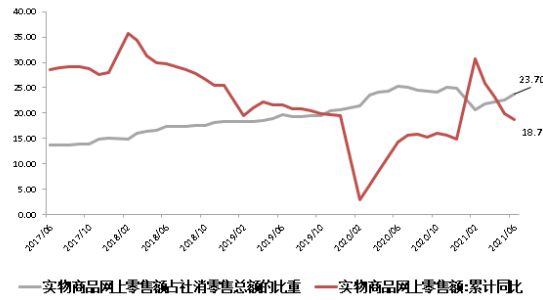
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 35 汽车类商品增速 (%)



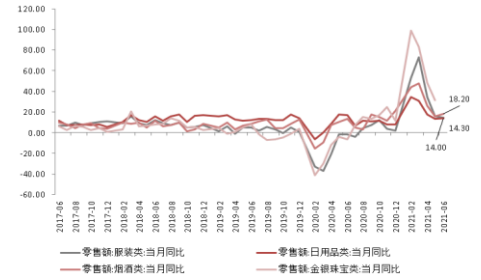
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 36 实物零售增速上升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 37 社会消费品零售分类增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(五) 出口强劲超预期，替代效应或不可延续

外需稳固复苏带动我国出口上行，6月出口同比增速为32.2%，较上月有所提升，大幅好于预期，自去年6月份以来已连续13个月维持正增长，并且自今年年初以来均高于20%，维持高景气度。

海外疫情有所加重，促使我国替代效应在短期内持续作用，国际制造业订单依旧充足。从出口经济体来看，我国对欧盟、东盟、美国等重要贸易伙伴出口占比较上月虽小幅回落，但总体表现依旧较好。上半年，东盟作为我国第一大贸易伙伴，贸易总值为4107.6亿美元，同比增长38.2%，占贸易总额的14.7%。其中，我国对东盟出口2258.3亿美元，同比增长38.3%。欧盟是第二大贸易经济体，与欧盟贸易总值为3882.1亿美元，同比增长37%，占13.9%。其中，对欧盟出口2330.1亿美元，增长35.9%。美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为3408.1亿美元，增长45.7%，占12.2%。其中，对美国出口2528.6亿美元，增长42.6%。随着基数效应逐步褪去，我国出口同比上行动能减弱，外需持续恢复是国内出口保持强韧性的核心因素。在发达国家疫苗较为充足、接种情况良好的背景下，消费需求恢复迅速，有利于我国出口发展。

从主要出口产品来看，原材料类产品以及传统优势产品对本月出口上行贡献较大，但值得注意的是，6月份我国医疗仪器及器械出口金额延续上月较高水平，说明海外经济体疫情仍旧严重。东南亚部分国家及印度新冠确诊人数大幅增加，原材料、纺织品供需缺口走扩，从而通过向外进口以满足需求。钢材、未锻轧铝及铝材出口表现强劲，同比增速分别为62.1%和32.5%，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，液晶显示板、机电产品及高新技术产品同比均有所上涨，分别为56%、40.2%、33.5%。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，同比增速达到40.3%，显示了外需态势稳固，海外消费市场复苏带动我国外贸数据走高。

综合来看，6月出口同比进一步加速，保持在高景区间。我们认为主要有以下两点原因：一是随着疫情发展阶段的变化，各国采取宽松的财政政策和货币政策继续发挥作用，促进居民需求快速恢复，从而带动我国出口走好，即“外需效应”，传统优势产品如服装及衣着附件、陶瓷产品、玩具、灯具等劳动密集型商品表现较为明显，出口金额稳步上升。二是海外供需恢复不均衡，促使我国出口短期替代效应持续发挥作用，同时叠加6月欧美、东南亚疫情加剧，进一步扩大部分品种商品供需缺口，共同提振我国出口。但长远来看，接下来替代效应可能会边际减缓。海外疫情爆发初期，我国在全球出口中的份额占比快速提升，达到了17.5%以上，而后略微下滑，但仍明显高于2019年水平。随着海外产能逐渐恢复，替代效应将边际减缓，对我国出口的拉动将有所下降。

展望下半年出口态势，共有三点关键因素需要考虑：一是航运价格过高现象会抑制出口上行动能。截止至7月9日，中国出口集装箱运价指数（CCFI）再创历史新高至2698.83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。二是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。6月份，美国Markit制造业PMI录得62.1，创2012年以来新高，显示了美国供给恢复良好。美国经济下半年有望强势复苏，并迎来较长的繁荣期，这对我国制造业出口份额将产生一定影响。三是恢复进程的转变。疫情冲击过后，各经济体恢复进度不一，发达国家如美国经济的复苏过程已逐步从制造业为主转变为服务业为主。在此背景下，海外经济体对我国制造业出口的依赖度或有所降低，不利于我国出口增速进一步上涨。

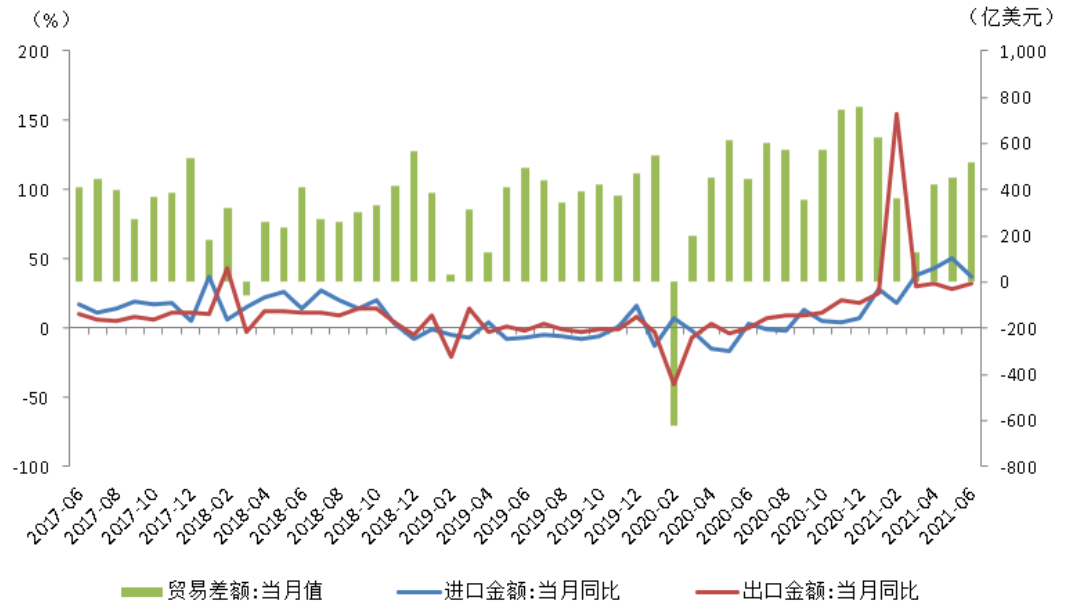
综上，下半年随着出口基数上升，海外国家如美国经济恢复、供应增加，我国出口替代效应下降，叠加航运成本的不断增加抑制出口上升动能，预计出口增速将回落。但随着海外疫情反复，新兴经济体疫苗普及程度上仍不足，短期内海外经济体对我国需求仍强。同时伴随着未来人民币汇率逐渐回归，也有利于出口高景气度的维持，因此我国出口预计仍将保持在较高水平。

而在进口方面，内需持续复苏，表现超预期。6月份我国进口增速较5月虽回落了14.4个百分点，但仍处于高水平，远超预期7.4个百分点。而从环比看，6月份我国进口环比增长5.3%，体现出内需仍在快速恢复。进口同比增速仍强，我们认为主要有三个核心因素：一是低基数效应的抬升动能大幅减弱。去年5月我国进口同比增速达到年内最低16.4%，低基数拉动上个月进口大幅上行，高达51.1%。随着去年6月同比增速由负转正，基数效应褪去，从而使得进口增速快速回落，扣除掉基数，单月的2298亿美元进口额继续创历史新高。二是随着我国经济恢复态势稳固，带动国内需求动能增长，带动了原材料等国际大

宗商品的进口。从6月PMI数据来看，我国制造业仍处扩张区间，带动铁矿、铜矿、钢材以及未锻轧铜及铜材需求量，使其延续了5月较高水平的进口量，使得进口同比增速远超预期。三是大宗商品价格仍处高位。国际大宗商品供需恢复的不均衡促使大宗商品价格在今年持续上涨，从而产生了“量价齐升”的现象。具体来看，铁矿砂及其精矿、铜矿砂及其精矿6月份价格较上月呈上涨趋势，通过海关总署数据可测算出，6月份铁矿砂与铜矿砂价格分别为187.71美元/吨和24.78美元/吨，较4月份的174美元/吨及23.78美元/吨进一步上涨。但随着国内外针对大宗商品持续涨价现象采取的部分政策效果初步显现，大宗商品价格涨势或将有所趋缓，从而使得进口额增速放缓。

展望未来，随着全球疫苗产能覆盖到大宗商品出口国，全球供需缺口及流动性将逐渐恢复平衡。但由于当前国际大宗商品价格仍处高位波动，预计7月价格因素将继续对进口金额增速产生正向影响(尽管因去年同期大宗商品价格回升，同比拉动作用或将边际减弱)。同时，从需求层面上看，未来国内经济仍有修复趋势，其中消费和服务业回升的潜力仍然较大。综上，预计7月份进口同比增速或将继续回落，但仍处于较高水平。

图 38 出口维持强劲



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（六）食品价格增速较弱，工业品价格触顶回落

1. CPI：猪肉价格持续下行

消费市场供应总体充足，居民消费价格运行平稳。6月份，CPI 同比上涨 1.1%，涨幅较上月小幅回落 0.2 个百分点。从食品项看，6 月食品价格同比由上月上涨 0.3% 转为下降 1.7%，由升转降，影响 CPI 下降约 0.31 个百分点；食品价格环比下降 2.2%，降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.4 个百分点。猪肉价格仍未改下行趋势，同比环比增速均延续回落趋势，成为 CPI 的拖累项。6 月份猪肉价格同比下降 36.5%，降幅比上月扩大 12.7 个百分点；环比价格继续下降 13.6%。从供给端看，虽然 5 月发改委发布稳定猪价预案，但由于生猪产能继续恢复，叠加压栏肥猪集中出栏，供应增加态势不变，推动猪肉价格进一步走低。从需求端看，居民收入涨幅较低，叠加猪肉需求仍在回落，不利于猪肉价格上涨。总体看来，目前猪肉价格仍以降为主，仍未达到反弹时机，拖累 CPI 食品价格下行。

食品中除猪肉外，不同食品价格走势分化。鲜菜鲜果环比价格继续下降 2.3% 和 4.5%，主要是因为供应方面大量上市，需求恢复速度不及供给，从而造成价格的回落。而受供给持续偏紧等因素影响，淡水鱼价格继续上涨 2.4%。从食品项整体来看，猪肉权重较高，价格已连续多个月下跌并料将持续，拖累食品项价格走势，并且随着食品供应量维持提升趋势，外加生产成本逐步降低，预计食品价格将继续下行。

从非食品项看，6 月非食品价格同比上涨 1.7%，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.38 个百分点；环比由上涨 0.2% 转为持平，小幅回落。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 2.1% 和 2.3%，并且原油价格上升趋势仍在延续。受出游淡季叠加局部地区疫情影响，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格均下降，降幅在 1.3%–9.2% 之间。但从同比看，由于去年同期疫情影响较为严重，导致旅游相关行业基数较低，6 月份机票价格上涨 27%。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 0.9%，与上月持平，但环比下降 0.1%，由正转负，结束自 3 月以来的上行趋势。随着 4 月以来国内经济反弹动力减弱叠加外需拉动放缓，未来核心 CPI 上涨的可能性有所减弱。

总体来看，目前我国通胀压力仍较为温和。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，并且我国经济稳定复苏也将利好内需恢复，进而推动价格缓慢上涨。但随着翘尾因素逐步减弱，居民消费价格突增的可能性不大，叠加生猪产能持续恢复、供应依旧充足导致猪肉价格继续下行，拖累整体食品项价格。此消彼长下，当前通胀压力相对温和，同比增速在下半年或将呈平稳态势，但可能在猪肉价格

触底反弹推动下向上，因此需持续关注猪肉供需关系。

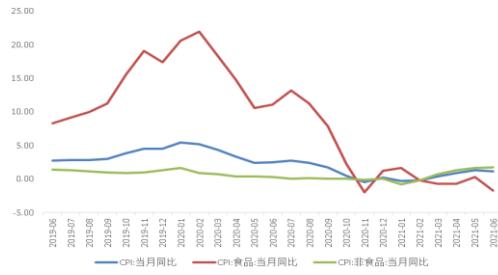
2. PPI：保供稳价有所见效

市场供求关系趋于改善，工业品价格涨势有所趋缓。6月份，PPI 同比上涨 8.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，小幅下行，但维持在较高区间；环比上涨 0.3%，涨幅较上月回落 1.3 个百分点。其中，生产资料价格环比上涨 0.5%，涨幅回落 1.6 个百分点；生活资料价格由上涨 0.1% 转为下降 0.2%。国际原油、铁矿石、有色金属等大宗商品价格继续上涨，带动 6 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下游企业传导尚不明显。从同比增速来看，生产资料与生活资料价格同比分别增长 11.8% 和 0.3%，较上月均回落 0.2 个百分点，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，价格由涨转降，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.7%，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 5.2%，但在增产增供措施作用下，涨幅回落 5.4 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 3.0%，精炼石油产品制造价格上涨 2.5%，涨幅分别扩大 0.8 和 0.1 个百分点。此外，农资价格上涨较快，其中肥料制造价格上涨 4.8%，农药制造价格上涨 1.2%。

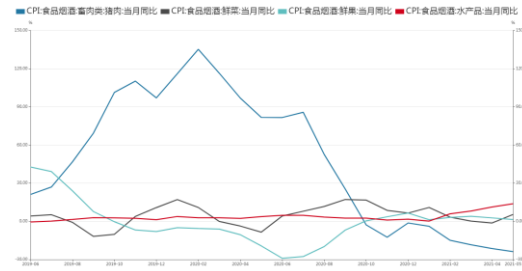
整体来看，PPI 同比增速已触及年内高点，预计下半年 PPI 同比增速将放缓，在三四季度 PPI 总体呈震荡趋势。2020 年 5 月份 PPI 同比增速达到全年最低点 -3.7%，之后便逐步回升，这意味着今年 5 月份翘尾因素已达峰值，下半年将持续减弱，PPI 上行动能有限。此外，随着海内外疫情反复，对全球经济复苏产生压力，影响全球大宗商品供给，一定程度上限制了产能，大宗商品价格大概率将保持在高位，但增速或将逐步降低。同时，上游成本向中下游的传导程度依旧不高，还未大幅影响价格指数。我国产业链相对较长，下游产品竞争比较充分，加之疫后国内供给恢复持续快于需求，以及国家高度重视大宗商品价格过快上涨这一现象，国内中下游工业品价格上涨幅度较小。综上，下半年 PPI 同比增速或将放缓，在大宗商品价格增速放缓影响下，PPI 增速大概率已触顶回落，下半年 PPI 同比增速或呈震荡下行趋势。

图 39 食品价格延续下降 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 41 猪肉拖累食品项价格



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 40 PPI 触顶回落 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 42 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

四、国内宏观政策保持可持续性

（一）财政政策：提升政策效能，兜牢“三保”底线

我国财政收支总体运行平稳。在各类减税降费政策持续推进的背景下，上半年公共财政收入复合增速已回归疫情前的水平。

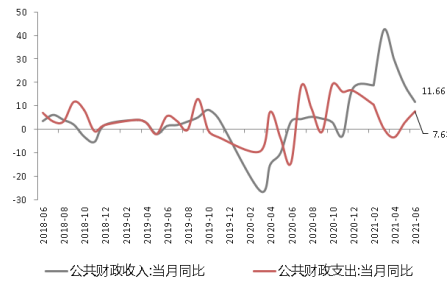
财政数据方面，6月当月公共财政支出增长7.6%，两年平均增长-4.0%，而截止5月份两年均增长为-0.6%，本月跌幅进一步扩大。6月财政支出加速，但仍落后时序进度。6月财政支出显著提速，6月一般公共预算支出同比达到7.6%，环比显著提速，1-6月已完成财政预算支出进度的48.6%，较1-5月的37.4%有显著提升，虽然6月有所提速，但整体仍慢于时序进度1.4个百分点。6月教育、文体传媒和社保就业等领域的财政支出同比增速较快，增速分别达10.1%、10.5%和8.2%，剔除低基数影响，两年复合增速分别为0.9%、2.5%和5.1%，其中社保就业的高增速印证财政支出重心依旧在保工资、保运转、保民生等相关领域。然而预算内基建支出依旧相对较慢，上半年城乡社区、农林水和交通运输两年复合增速分别为-17.3%、-0.4%和-8.43%。6月当月财政收入积极增长，经济景气度拉动税收持续回升，数据主要表现为6月财政收入同比增长11.7%。收入结构方面，四大税种带动税收收入增速提升，消费税和增值税有持续进步的空间，工业企业盈利和居民收入的改善对企业所得税和个人所得税形成支撑。1-6月印花税2225亿元，同比增47.3%，两年复合增速26.6%，其中证券交易印花税1437亿元，同比增长61%，两年复合增36.7%。印花税增速维持高位印证年内证券市场的成交活跃度高。结合对下半年权益市场的判断，预计相对积极乐观的市场表现有利于印花税增长保持积极态势。对未来经济整体形势放缓的预期下，经济虽有下行压力但总体韧性存在，虽然目前消费恢复速度较为缓慢，但经济活动的活跃性提升也将为增值税和消费税的修复也带来利好。

6月初财政部部长向人大常委会汇报中提出，在当下稳增长压力较小的窗口期，政策不急转向，下半年财政支出有望加速，在落实三保的基础上，进一步推进对重点产业、重大项目、战略方向的资金支持，并积极妥善处理政府债务风险以实现政府杠杆率的下降。7月30日召开的中央政治局会议再次强调要兜牢基层“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。目前，落实预算执行是财政下半年的核心工作，财政预算支出有望在下半年积极发力，表现为支出后置。

总体而言，上半年公共财政收入两年平均增速已高于疫情前，但支出的两年平均增速转负，在收、支存在明显分化的局势下，在经济稳步前行且财政有发力空间的预期下，央

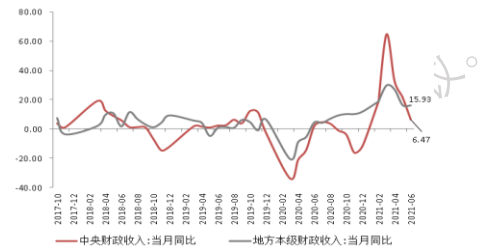
行的超预期降准一方面将继续加大对经济薄弱环节的支持，二是表明本轮紧信用无需紧货币。因而下半年的市场流动性仍然值得期待，在财政政策与货币政策的双支柱调控框架下，宏观审慎管理得越扎实，货币政策就可以实施得越调适，金融体系精准服务实体经济的效率将获得进一步保证。

图 43 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 44 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: 灵活精准、合理适度

受高基数影响, 新增社融略超预期。中国 6 月社会融资规模增量为 3.67 万亿元, 环比多增 1.75 万亿元, 主要是由人民币贷款、政府债券、企业债券推动。其中, 人民币贷款为主要贡献, 较上月多增 8866 亿元, 反映金融对实体仍有较好支撑。政府债券融资环比多增 774 亿元, 随 6-9 月专项债发行节奏加快或呈企稳态势。伴随着 6 月开始专项债额度逐步下达, 地方债整体发行节奏相比 1-5 月逐步加快, 政府债券有所回升。在流动性压力尚可和前期发债节奏较慢的背景下, 政府债券发放节奏大概率加快, 对下半年社融也会起到一定的拉动作用。

信贷结构持续优化, 居民消费需求延续复苏。上半年人民币贷款增加 12.76 万亿元, 同比多增 6677 亿元, 信贷总量保持增长。从结构上看, 居民与企业信贷结构进一步优化。其中, 新增居民中长期贷款 3.43 万亿元, 单月较去年同期少增 1193 亿元, 尽管政策端宏观审慎管理加强且多地首套房贷款按揭利率有所回升, 但居民中长期贷款仍维持韧性。而新增企业中长期贷款新增 6.62 万亿元, 依然处于高水平, 说明企业融资需求依旧旺盛, 信贷数据质量较好, 金融机构有力地支持了企业的中长期投资, 实体融资景气度仍在高位。

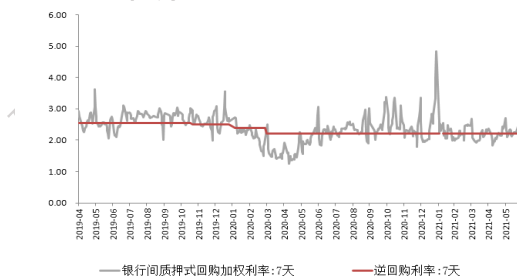
货币供应超预期, 但总体保持边际收紧趋势。6 月份 M1 同比增长 5.5%, 增速比上月末低 0.6 个百分点, M2 同比增长 0.3 个百分点至 8.6%。M2 同比增速回升主要是由于基数企稳, 存款回暖, 结构上以住户和企业增势亮眼, 财政性存款同比正增长, 指向财政支出力度仍然一般; M1 下降主要由于房地产销售走弱, 居民存款向企业存款转移放缓导致。

近期政策加快落地，宏观政策保持连续性稳定性，货币政策取向没有发生改变，抓住宝贵的改革窗口期。7月15日，央行全面降准，释放长期资金约1万亿元。央行强调，此次降准是货币政策回归常态后的常规操作，稳健的货币政策取向仍然没有改变。对于资产价格来说，此次降准落地打开长端利率下行空间，但政策利率仍是底部约束，降准对长端利率的指示关键在于降准对央行资产负债表的影响。中长期来看，类滞胀中的通胀压力、美联储可能的QE退出、以及“跨周期调节”和保持宏观杠杆率基本稳定”的政策目标都限制了货币政策宽松的空间，“稳健货币政策取向没有改变”的表态下并未看到降息的可能，不宜过度追涨，仍需保持一分谨慎，下半年广义流动性逐步好转对股市仍有一定支撑作用。

从此次降准的目的上来看，除了补充下半年中长期流动性缺口、降低企业融资成本，还对下半年经济动能放缓做了政策的预调微调。总理强调近期实行的降准措施要体现结构性、做好跨周期调节、应对好可能发生的周期性风险，下半年出口加地产双引擎拉动弱化下经济动能边际放缓，政策相应预调微调，政策的提前应对也一定程度上对基本面下行风险形成了对冲。但央行也一再强调货币政策的关键在于价而不是量，降准并非全面宽松的信号，是我国货币政策回归常态后的常态化操作。

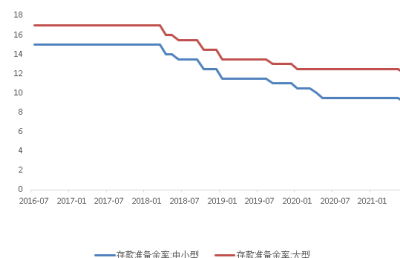
此外，7月30日召开的中央政治局会议指出，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复，积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量，为三季度宏观政策定调。这意味着货币政策仍保持宽松，专项债发行可能难以加速，8月流动性压力不大。展望下半年，货币政策料将稳中偏松，稳定优先的基调或将有所改变，重心可能向稳杠杆倾斜。

图 45 市场利率多次低于政策利率 (%)



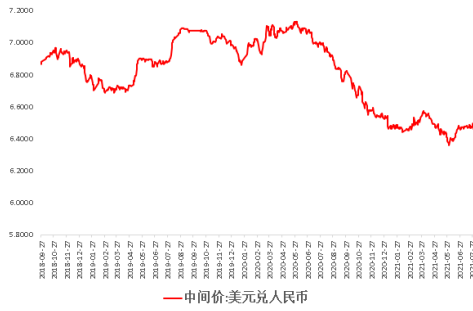
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 46 存款准备金率下调 (%)



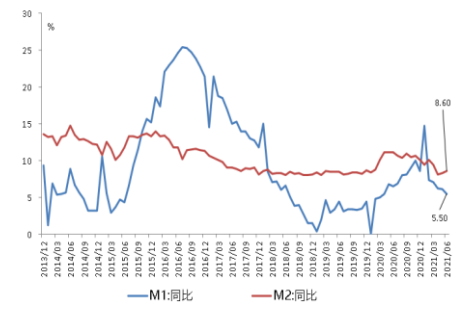
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 47 人民币兑美元中间价



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 48 货币供应量同比增幅



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。

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。