

总量研究

PPI 环比转负，二季度 GDP 增速预计 7.8%

——2021 年 6 月经济数据预测

要点

核心观点：

二季度，经济延续复苏态势，增长动能切换。一则，一季度拉动经济恢复的主动能，出口和房地产的拐点逐渐显现，但短期依然有较强韧性；二则，经济内生动能持续修复，制造业复苏进程推进，内需订单改善、消费需求持续释放。三则，经济不均衡的问题不断改善，制造业低技术链条在五月份加速复苏，随着 PPI 在二季度末触顶回落，上下游盈利分化也将趋于收敛。

6 月核心数据预测：

实体：预计二季度 GDP 增速 7.8%。6 月，在制造业投资的拉动下，固定资产投资维持复苏态势，房地产投资韧性较强、维持高位，基建投资反弹在即。出口方面，6 月海外疫情反复，防疫物资出口增速或再次上行，叠加美国供需缺口犹在，出口短期依然具有较强韧性。消费方面，实物消费受 618 大促拉动，加速上行，服务业则受到疫情点状散发的冲击，复苏环比放缓。综合 4 月及 5 月经济数据，预计二季度 GDP 单季度增速 7.8%，对应两年单季度复合增速 5.5%，相对于一季度的复合增速 5.0% 大幅提升，逐步接近潜在产出水平。

通胀：CPI 走势平稳，PPI 见顶回落。CPI 方面，预计同比持平于上月的 1.3%，食品价格跌幅延续，非食品价格小幅回升。食品方面，猪价、鲜菜、鲜果价格延续回落。非食品方面，原材料继续带动下游消费品价格上涨，服务业恢复趋势带动相关价格向上修复。PPI 方面，预计同比见顶回落至 8.3%，环比大概率转负。考虑到下半年国内地产、出口存在回落风险，叠加美联储缩减 QE 预期大概率兑现，未来 PPI 环比涨幅有望放缓。随着低基数效应逐步消退，预计 6 月起，PPI 同比将进入回落通道。

社融：预计 6 月新增社会融资规模约 3.0 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.8%，其中，新增人民币贷款约为 1.8 万亿元。展望来看，我国制造业 PMI 持续处于景气区间，生产动能旺盛，企业盈利持续改善，企业中长期贷款的需求较为强劲，表内信贷的强劲态势预计仍将维持。同时，表外票据融资同比缺口自 3 月以来持续收缩，信托贷款压降态势预计不会进一步增强，表外融资的拖累效果有望逐渐减弱。预计 6 月份新增社融在 3.0 万亿左右，同比增速 10.8%，预计社融增速已经度过了陡峭下行区间，后续回落速度将会趋于收敛。

生产：预计 6 月规上工业增加值同比增速 7.9%，相比 2019 年同期两年平均增速为 6.3%。6 月生产 PMI 为 51.9%，比上月回落 0.8 个百分点，主要受到芯片、煤炭、电力供应紧张以及设备检修等因素影响，生产扩张放缓。从高频数据来看，6 月主要生产指标表现也不及 5 月，6 月 25 日高炉开工率为 60.91%，较 5 月 28 日回落 1.52 个百分点，因而预计 6 月工业生产将边际放缓。

盈利：预计 6 月规上工业企业利润同比增速 31.4%，相比 2019 年同期两年平均增速为 21.0%。6 月主要价格指数均由升转降，中上游利润高增将受到影响，逐步回归稳固增长，下游企业成本压力也得到缓解，上下游盈利分化将有所缩窄。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930121040088
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

联系人：刘文豪

021-52523802
liuw@ebsecn.com

相关研报

价格见顶回落，消费复苏加快——2021 年 6 月 PMI 数据点评（2021-06-30）

人口退潮，消费涨潮——《人口峭壁》第四篇（2021-06-29）

新增利润向中上游集中，盈利不平衡凸显——2021 年 5 月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-06-27）

拜登时代，中美科技角斗将如何演绎？——大国博弈系列第六篇（2021-06-24）

美国供应链恢复的堵点在哪里——光大宏观周报（2021-06-19）

“疫苗护照”推出在即，群体免疫还有多远？——全球疫情及疫苗跟踪系列第三篇（2021-06-17）

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021 年 5 月金融数据点评（2021-06-10）

PPI 年内上行动能有限，中下游涨价分化——2021 年 5 月价格数据点评（2021-06-09）

“政冷经热”怎么谈，美方诉求在哪里？——《大国博弈》系列第五篇（2021-06-10）

目 录

一、6月核心数据预测.....	3
二、实体：二季度 GDP 预计增长 7.8%	3
三、通胀：CPI 走势平稳，PPI 见顶回落	4
四、流动性：社融存量同比增速 10.8%.....	5
五、生产：边际放缓，盈利分化缩窄	6

一、6月核心数据预测

核心观点：

二季度，经济延续复苏态势，增长动能切换。一则，一季度拉动经济恢复的主动动能，出口和房地产的拐点逐渐显现，但短期依然有较强韧性；二则，经济内生动能在持续提升，内需订单改善、消费需求持续释放，也拉动制造业低技术链条加速复苏。三则，经济不均衡的问题也即将得到改善，随着 PPI 在二季度末触顶回落，上下游盈利分化将趋于收敛。

向前看，经济处于动能从出口和房地产，切换到制造业和消费的关键窗口期，政策态度也将更为呵护。三季度，社融增速已经度过了陡峭下行区间，后续回落速度将会趋于收敛。今年财政支出后置特征明显，配合专项债在三季度进入集中发行期，基建仍然有较大的发力空间。

表 1：6月核心数据预测

数据口径	2020年 累计	2021年					
		3月	4月	5月预测	5月实际	6月预测	
GDP	单季度同比 (%)	2.3	18.3			7.8	
流动性	社融 存量同比 (%)	13.3	12.3	11.7	11.1	11.0	10.8
	信贷 新增 (万亿)	19.6	2.7	1.5	1.4	1.5	1.8
价格	CPI 单月同比 (%)	2.5	0.4	0.9	1.4	1.3	1.3
	PPI	-1.8	4.4	6.8	8.5	9.0	8.3
实体	固投 累计同比 (%)	2.9	25.6	19.9	16.8	15.4	12.6
	社零 单月同比 (%)	-3.9	34.2	17.7	12.4	12.4	11.6
	出口	3.6	30.6	32.3	37.0	27.9	24.0
生产	单月同比 (%)	2.8	14.1	9.8	9.2	8.8	7.9
盈利		4.1	92.3	57.0	38.6	36.4	31.4

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

二、实体：二季度 GDP 预计增长 7.8%

二季度 GDP 预计录得 7.8%。综合 4 月及 5 月经济数据表现，预计二季度 GDP 单季度增速 7.8%，对应两年单季度复合增速 5.5%，相对于一季度的复合增速 5.0% 大幅提升，逐步接近潜在产出水平。

消费复苏进程推进，预计 6 月同比增速 11.6%。五月份虽然部分地区疫情出现点状散发，但是社零环比增幅依然超过了历史均值，出现超季节性修复。这也表明，随着经济复苏、收入修复，居民边际消费倾向在持续恢复。6 月份，受到了 618 年中电商大促的提振，6 月消费品制造业 PMI 升至 52.2%，高于上月 1.6 个

百分点，是近 5 个月以来的高点。线下服务业端，由于受到疫情点状散发的扰动，6 月服务业 PMI 小幅下滑 2 个百分点至 52.3%。整体来看，我们认为消费复苏的进程依然在推进，预计 6 月社零同比增速 11.6%。

预计 6 月固投累计同比 12.6%。6 月，预计制造业投资继续复苏，房地产投资增速维持高位，拉动固定资产复苏进程推进。

1) 制造业投资：复苏进程推进，低技术链条也在加速恢复。5 月，我们观察到低技术链条（食品、农副食品、化工）增速也在加快上行，制造业内部复苏的分化有所收敛。向前看，国内居民消费动能加速释放，将带动低技术链条修复，持续推进制造业复苏进程。6 月制造业 PMI 录得 50.9%，相对上月小幅下滑 0.1 个百分点，但是依然处于荣枯线之上。

2) 房地产投资：韧性较强，维持高位。我们在 5 月数据预测中就已经提到，随着 5 月份的两集中出让告一段落，释放土地保证金，预计新开工会出现反弹。5 月份，新开工和竣工均出现了反弹，验证了我们的观点。预计新开工的反弹会持续支撑房地产开发投资。

3) 基建：反弹在即。我们一直强调，今年的专项债发行节奏和财政支出后置，会使得基建发力节奏后移。6 月建筑业 PMI 为 60.1%，与上月持平，连续两个月位于高位景气区间。此外，建筑业投入品价格指数大幅下降 21.9 个百分点至 9 个月以来的低点，建筑业成本上涨压力也得到缓解。

4) 综上，预计 6 月份固定资产累计同比增速 12.6%，对应两年复合累计增速由 5 月份的 4.0% 提升至 4.4%。

出口领先指数进入收缩区间，但短期难以快速回落，预计 6 月出口单月增速 24%。6 月新出口订单 PMI 指数为 48.1%，低于上月 0.2 个百分点，连续三个月下行，表明制造业国外订货量回落。海外供应链持续复苏，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值 62.6，高于预期的 61.5 以及前值 62.1，创历史新高，供需缺口逐步弥合，对于中国产能的依赖逐步下降。

但是，发达经济体预计在三季度末、四季度初才会达到群体免疫状态，海外疫情依然存在反复的风险，供应链复苏并非是一蹴而就的。我们也在报告《美国供应链复苏的堵点在哪里？》中详细分析过，美国供应链复苏遇到的瓶颈，有些因素短期难以改善。因此，出口短期依然有韧性，难以快速回落。6 月海外疫情出现反复，“德尔塔”变异毒株感染病例占比快速提升，预计防疫物资出口会再次回升。综上，预计 6 月出口单月增速 24%。

三、通胀：CPI 走势平稳，PPI 见顶回落

预计 6 月 CPI 同比走平于 1.3%，食品价格跌幅延续，非食品价格小幅回升。

食品方面，由于生猪出栏持续恢复，以及出栏体重的偏高，导致猪肉实际供给较为充裕，消费淡季下，引发猪价持续下跌（6 月，36 个城市猪肉平均零售价环比回落 12.3%）。但猪价的快速下跌也引发监管层的关注，6 月 28 日，发改委下达过度下跌一级预警信号。随着猪肉收储工作的落实，以及三季度猪肉消费旺季的到来，猪价短期内下跌空间有限；此外，鲜菜和鲜果供应充足，价格同步回

落，6月，28种重点监测蔬菜平均批发价环比回落2.6%，7种重点监测水果平均批发价环比回落6.6%。

非食品方面，6月受广州深圳等局部疫情影响，服务业商务活动指数回落至52.3%，但整体仍保持恢复态势，预计服务价格呈现小幅回升；原材料涨价继续向下游消费品传导。其中，5月国内汽油、柴油价格继续升高，将带动居住及交通通信类价格上涨；上游原材料高企、芯片短缺等问题短期内暂未缓和，成本压力导致下游涨价潮延续，例如，6月东芝空调、三菱重工海尔、海信日立等多个家电品牌纷纷宣布涨价。

预计6月PPI同比见顶回落至8.3%，“保供稳价”效果显现、生产需求放缓、海外流动性收紧预期发酵，带动黑色、有色、水泥价格下跌。

6月PMI出厂价格环比大幅回落9.2个百分点至51.4%，6月前三周生产资料价格指数环比下跌0.4%，指向6月PPI环比大概率转负。考虑到下半年国内地产、出口存在回落风险，叠加美联储缩减QE预期大概率兑现，未来PPI环比涨幅有望放缓。随着低基数效应逐步消退，预计6月起，PPI同比将进入回落通道。

具体来看，5月下旬以来，大宗商品“保供稳价”政策初见成效，国内黑色、有色价格快速上涨势头得到遏制，价格回归供求基本面。生产淡季需求偏弱叠加钢材限产预期升温，螺纹钢价格高位回落后保持震荡，6月均价较5月下跌9%；此外，市场对美联储收紧预期的担忧，也进一步带动国内铜价的下跌，6月均值较5月下跌5%；而在全球需求改善、供给受限的推动下，6月原油价格继续升高，6月布伦特原油均价较5月上涨6%，带动国内汽油价格环比上涨2.5%。

四、流动性：社融存量同比增速10.8%

预计6月新增社会融资规模约3.0万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为10.8%，其中，新增人民币贷款约为1.8万亿元。

表内融资方面，一方面，我国制造业PMI持续处于景气区间，生产动能旺盛，企业盈利持续改善，叠加出口景气短期内仍将保持较强韧性的预期，使得企业中长期贷款的支撑较为强劲；另一方面，今年在融资总量增速有所收敛的大背景下，国务院及人民银行持续向市场传达出优化信贷结构、加大制造业等重点领域的信贷投放的预期。可以说，供需两旺的格局的趋势预计短期内难以改变，企业中长期贷款维持强劲的势能较强。综合考虑居民端信贷的情况，我们预计6月表内融

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20519

