



宏观研究

【粤开宏观】未雨绸缪，重回稳增长：6 月经济数据解读

2021 年 7 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

研究助理：徐凯舟

研究助理：原野

近期报告

《【粤开宏观】政府引导基金：发展历程、运行机制及对隐性债务的影响》

2021-06-23

《【粤开宏观】百年大党与大国财政：历史实践的启示》 2021-06-30

《【粤开宏观】专项债与基建：政策演变、投向变化与 2021 基建增速测算》

2021-07-05

《【粤开宏观】居安思危：从 40 个指标全面分析我国的经济安全》 2021-07-12

《【粤开宏观】大国制造与国际竞争：世界工厂的成就与挑战》 2021-07-14

事件

中国二季度 GDP 同比 7.9%，预期增 8.5%，两年平均增长 5.5%。

6 月规模以上工业增加值同比增 8.3%，预期增 7.8%，两年平均增速 6.5%；

1-6 月固定资产投资同比增 12.6%，预期增 12.6%，两年平均增速 4.4%；

1-6 月全国房地产开发投资同比增长 15%，两年平均增速 8.2%；

6 月社会消费品零售总额同比增 12.1%，预期增 10.8%，两年平均增速 4.9%。

风险提示：疫情反复；大宗商品价格超预期上涨。



## 目 录

一、总体判断：经济恢复速度边际放缓，政策从防风险转向预防式稳增长，财政有空间但可能更依赖货币政策.....	3
二、GDP 经济持续恢复，但增速略低于预期，结构仍呈分化态势.....	4
三、基建增速边际放缓，下半年财政发力意愿和能力改善，基建有望反弹但力度有限.....	5
四、房地产投资、销售增速下行，货币政策边际收紧和监管趋严效果逐步显现.....	7
五、制造业投资增速在低位中继续回升，高技术投资高增长.....	9
六、居民就业和收入改善支撑消费恢复，但边际消费倾向较低仍制约消费大幅反弹.....	10
七、工业生产恢复有所放缓，中小企业供给侧压力明显增大.....	12

## 图表目录

图表 1：2021 年二季度 GDP 延续恢复态势.....	4
图表 2：2021 年二季度环比仍低于往年同期平均水平.....	5
图表 3：上半年专项债发行进度明显慢于往年同期.....	6
图表 4：1-5 月一般公共预算支出进度较 2020 年有所加快.....	6
图表 5：近年来政府债务付息支出压力逐渐增大.....	6
图表 6：房地产企业持续加快开工和竣工，加快资金回笼.....	8
图表 7：制造业企业中长期贷款余额同比增长 41.6%.....	9
图表 8：制造业企业应收账款规模提升较快.....	10
图表 9：边际消费倾向.....	11
图表 10：石油制品消费和价格的走势基本同步.....	12
图表 11：6 月份 PPI 采掘工业价格环比上涨 3.9%.....	13
图表 12：6 月最后一周唐山高炉开工率降至低位.....	13
图表 13：6 月份 PMI 新订单指数为 51.5%.....	14
图表 14：6 月份 PMI 小型企业多个分项指数处于收缩区间.....	14



## 一、总体判断：经济恢复速度边际放缓，政策从防风险转向预防式稳增长，财政有空间但可能更依赖货币政策

1、经济在持续恢复，但边际放缓，维护经济稳定需要逆周期调节政策和更大力度的改革开放。二季度 GDP 当年同比增速从 18.3% 回落至 7.9%；但两年平均增速从一季度的 5.0% 上升到 5.5%，说明经济仍处恢复状态。从环比看，二季度环比 1.3%，弱于历年同期水平（2015-2019 同期为 1.8%、1.8%、1.7%、1.5% 和 1.0%）。疫情反复和大宗商品上涨干扰了经济恢复的节奏，对中小企业产生冲击，同时房企债务、政府隐性债务风险、青年失业率高企的问题仍较突出。制造业 PMI 扩张速度连续 3 个月放缓，消费和制造业仍相对低迷，房地产投资已回落，出口可能高位回落。

2、下阶段经济形势的关键是出口是否会高位回落以及财政能否支撑基建发力，我们的判断是：出口可能会高位回落，但过程相对缓慢；财政仍有空间但主要在专项债，基于支出结构改善，专项债与基建的关系在弱化，对基建的拉动作用不可高估。

判断的分歧加大主要是各大动能既有支撑因素又有制约因素，同时从整体及边际角度都能得出不同的结论。当前经济支撑动力仍以房地产和出口为主，消费、制造业投资在低迷中缓慢回升，要成为主导拉升力量仍需时间。

目前相对确定的是房地产回落，消费、制造业整体看偏低，但边际看向好。城乡消费逐步走向均衡，乡村消费两年平均增速连续两个月高于城镇消费，但边际消费倾向均没有恢复到疫情前，农村居民收入中位数/平均数低于城市，意味着农村居民收入分化更大；制造业投资面临产能利用率高、利润改善、中长期贷款同比多增的有利条件，但同时利润改善部门主要是受到产能压制的部门、中下游利润受大宗商品上涨的挤压。

目前相对不确定的是基建和出口。今年财政支出进度偏慢尤其是专项债发行和使用偏慢，市场期待财政后置能否发力。对此我们认为：

1) 下半年财政相对仍有空间，但空间不在一般公共预算支出，而在专项债。1-5 月一般公共预算支出增速 3.6%，根据全年预算规模，6-12 月的一般公共预算支出增速为 -0.6%。考虑到专项债的情况，1-5 月（一般公共预算支出+专项债）的同比增速是 -11.1%，7-12 月（一般公共预算支出+专项债）的同比增速是 7.9%。

2) 财政空间是否变为现实来托底经济，取决于地方政府的风险权衡：一是不发专项债难以完成稳增长的风险，二是发专项债但因偿债难、绩效低而被问责的风险，尤其考验地方政府。但是稳增长是当下之事，控制债务及债务偿还是相对中长期的事情，考虑到今年是地方政府换届年，专项债发行完成是大概率事件。

3) 当前财政收支形势紧平衡的态势没有改变，支出结构从基建转向民生社保领域，专项债与基建的直接关系在弱化，更多投向有一定收益的产业园区等项目，故不能对财政后置拉升基建抱有太大期望。

4) 经济走势的关键变量取决于出口。如果出口增速维持高位，则稳增长压力相对小，如果出口增速快速下滑，则稳增长压力大。疫情后中国出口占全球市场份额上升，这主要是中国的强大生产满足全球需求，当疫情后全球主要经济体生产恢复、需求从商品转移到服务且开启产业链去中国化，我国出口将回到常态，增速边际下行。当然产业链去中国化是个漫长的过程，不会一蹴而就，因此下半年出口可能是缓慢下行态势。

3、政策在发生微妙的变化，从抓住改革窗口期、防风险到担心增长问题，由于财政压力仍大，下半年可能更加依赖货币政策。



1) 从短期看经济恢复边际放缓，且内生动能未大幅反弹，当局担心经济动能弱化问题，这可能是前期降准的最主要原因，PPI 的回落是较好的契机。在选择财政和货币政策时，考虑到财政形势严峻，且财政支出结构变化导致用于稳增长的空间缩小。财政风险与金融风险的权衡可能在此时选择了扩大金融风险，因为今年一季度宏观杠杆率稳中有降，这提供了支撑。

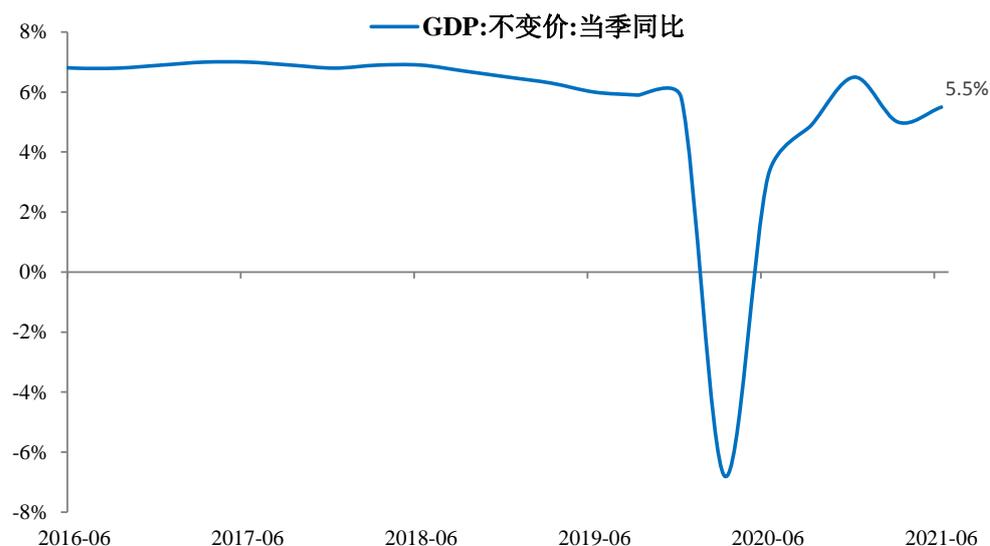
2) 从中长期看，国内学区房整治、校外培训整顿、房地产税试点吹风、反垄断和防止资本无序扩张、浙江共同富裕示范区，实际上均指向发展的逻辑发生变化：从发展到安全、从效率到公平、从先富到共富、从侧重资本到保护劳动，一句话，即国际国内环境发生变化后的战略调整，背后是劳资关系的彻底逆转。改革开放之初，劳动过剩、资本稀缺，故财税、产业和金融政策均侧重资本，当前劳动稀缺、资本过剩，故财税开始房地产税吹风、产业领域反垄断等。

## 二、GDP 经济持续恢复，但增速略低于预期，结构仍呈分化态势

2021 年二季度 GDP 同比增 7.9%，两年平均增长 5.5%，较上季度提高 0.5 个百分点。同时，2021 年二季度 GDP 环比增长 1.3%，整体低于 2015-2019 年一季度 GDP 环比均值的 1.6%。

从产业结构看，2021 年二季度第一、二、三产业增速分别为 7.6%、7.5%和 8.3%，两年平均增速分别为 5.4%、6.1%和 5.1%，分别较 2021 年一季度提高 3.1、0.1 和 0.4 个百分点，其中第二产业回升幅度偏低，或与二季度大宗商品价格加速上涨侵蚀中下游企业利润、碳达峰碳中和执行力度较强导致部分工业生产放缓有关。同时，二季度规模以上工业增加值增速（8.9%）高于 GDP 中第二产业同比（7.5%），反映规模以下企业生存状况有待进一步改善。

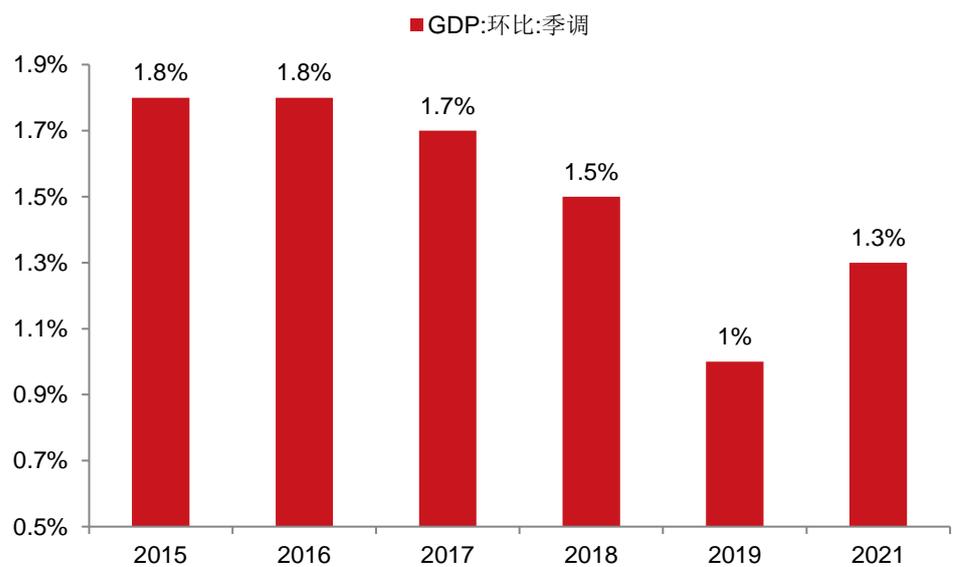
图表1：2021 年二季度 GDP 延续恢复态势



资料来源：wind、粤开证券研究院，注：2021 年 GDP 增速已调整为两年平均增速



图表2：2021年二季度环比仍低于往年同期平均水平



资料来源：wind、粤开证券研究院

### 三、基建增速边际放缓，下半年财政发力意愿和能力改善，基建有望反弹但力度有限

1-6月基建投资两年平均增速2.4%，较上月下降0.2个百分点，今年上半年基建投资增速偏低主要受到稳增长压力不大、专项债发行偏慢等因素影响，下半年基建投资预计将有所反弹，主要有三大原因：

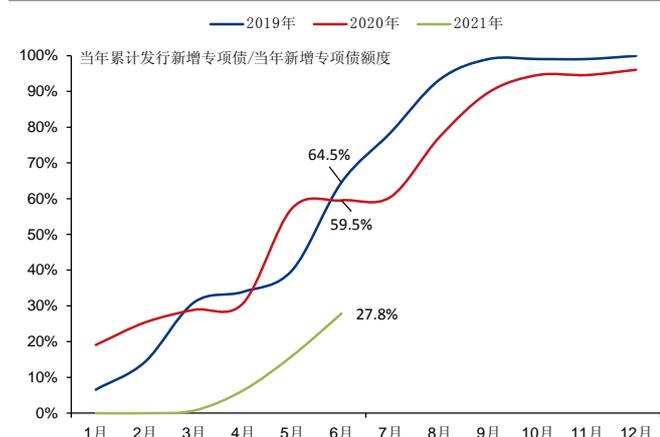
一是下半年财政仍有一定发力空间，主要是专项债发行提速，而非一般公共预算支出。2021年新增专项债发行额度及一般公共预算支出预算数分别为3.65万亿元和25.01万亿元。2020年四季度中央并未提前下达专项债额度，导致专项债发行速度较往年放缓。2021年1-5月新增专项债、一般公共预算支出规模分别为5840亿元和93553亿元，同比增速分别为-72.8%和3.6%，新增专项债+一般公共预算支出合计增速为-11.1%，财政资金来源不足是拖累上半年基建低迷的重要原因之一。

值得注意的是，下半年基建投资支持资金同比有望提速，6-12月新增专项债+一般公共预算支出的合计剩余额度增速为7.9%，其中，主要是专项债发行加快，6-12月专项债剩余额度同比为91.6%。截至7月14日，已公布的三季度专项债发行计划中，20个省市自治区、3个计划单列市合计新增专项债发行规模已超过1.5万亿元。一般公共预算支出剩余额度同比为-0.6%，对基建投资资金形成一定拖累，但拖累幅度较为有限。

二是下半年稳增长压力加大，基建托底必要性正在提高，财政发力意愿提升。我们认为，地方政府倾向于用足专项债发行额度，主要是因为稳增长的风险在下半年更突出，且今年是地方政府换届年，地方政府稳增长意愿较强。

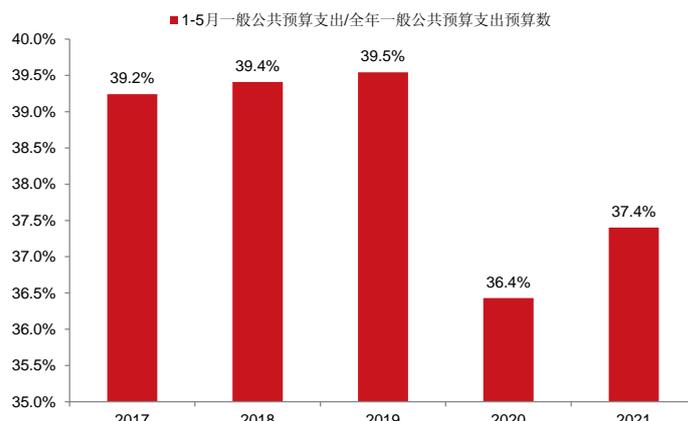


图表3：上半年专项债发行进度明显慢于往年同期



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：1-5月一般公共预算支出进度较2020年有所加快

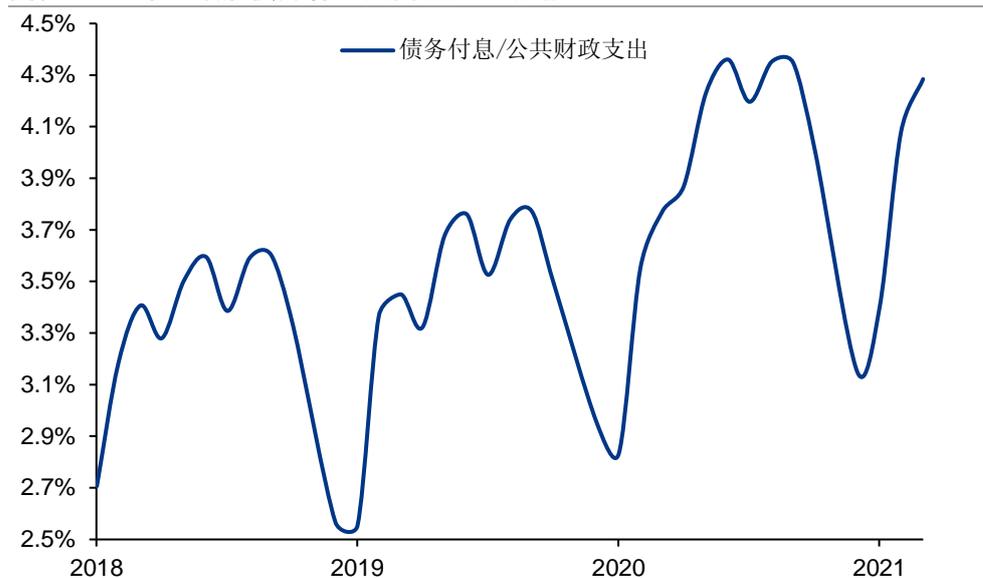


资料来源：wind、粤开证券研究院

三是降准落地维护流动性保持基本稳定，货币政策为下半年专项债、一般债发行提供了相对稳定的流动性环境。一方面，降准落地有利于降低银行负债成本，缓解银行（尤其是中小银行）经营压力，增强金融对实体经济特别是中小微企业的支持。另一方面，下半年MLF到期规模达到4.15万亿元，降准释放资金对冲部分到期MLF，有助于维护流动性稳定，降低后续政府债券发行成本，缓解财政付息压力。近年来公共财政支出中债务付息占比持续攀升，2021年1-5月债务付息占比达到4.3%，位居近年可比同期高位。

但财政纪律严肃背景下，专项债项目审批、落地或进一步放缓，同时一般财政预算支出结构向民生领域倾斜，挤占传统基建空间，预计年内基建反弹力度较为有限，基建托底难以改变经济增速放缓的趋势。2021年1-5月公共财政支出中城乡社区事务、农林水事务及交通运输占比分别为7.6%、6.8%和4.7%，分别较2019年同期下降0.5、1.4和0.7个百分点。

图表5：近年来政府债务付息支出压力逐渐增大



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 四、房地产投资、销售增速下行，货币政策边际收紧和监管趋严效果逐步显现

1-6 月份固定资产投资 255900 亿元，同比增长 12.6%，两年平均增速为 4.4%，较 1-5 月提高 0.2 个百分点。其中，1-6 月制造业、房地产、基建（不含电力）投资累计同比增长分别为 19.2%、15%和 7.8%，两年平均增速分别为 2%、8.2%和 2.4%，较 1-5 月分别变化+1.4、-0.4、-0.2 个百分点，反映 6 月制造业投资回暖，房地产及基建投资有所放缓。

**从房地产价格看**，6 月 70 个大中城市二手房价格同比 3.5%，与上月持平。其中，一线城市同比 10.5%，连续三个月边际回落；二线城市、三线城市同比为 3.5%和 2.6%。北京、上海同比环比均略有上涨；广州深圳同比环比均回落。70 大中城市中有 55 城新建商品住宅价格环比上涨，5 月为 62 城。

**从房地产销售看**，2021 年 6 月当月销售的两年平均增长 4.8%，较 5 月两年平均增速下降 4.6 个百分点。

**从房地产投资看**，2021 年 6 月当月房地产投资的两年平均增速为 7.2%，4 月以来的下行趋势，较 5 月的两年平均增速下降 1.7 个百分点。

**从施工面积看**，2021 年 6 月当月的两年平均增速为长 11%，较 5 月两年平均增长提高 13.9 个百分点。

**从新开工面积看**，2021 年 6 月当月的两年平均增速转负为正，达到 2.3%，较 5 月两年平均增长提高 4.2 个百分点。

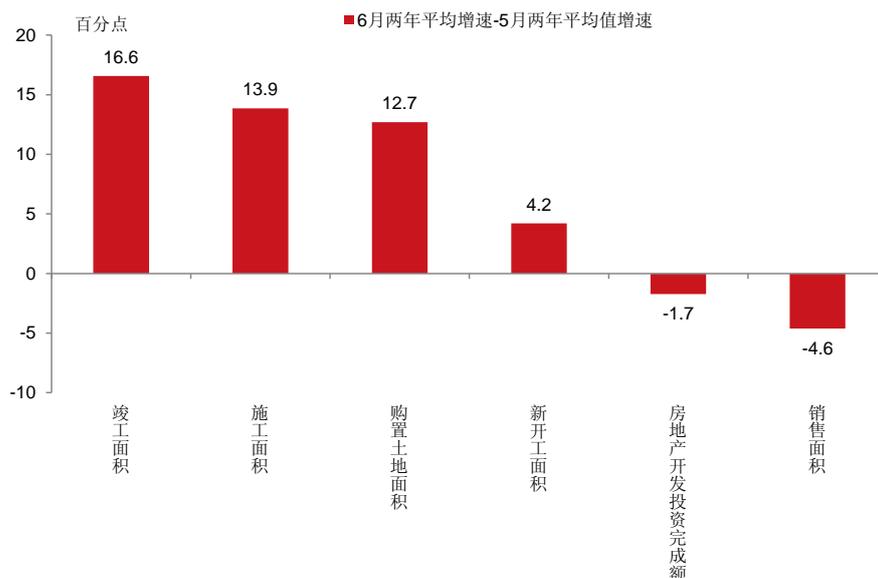
**从竣工面积看**，2021 年 6 月当月的两年平均增长 24.7%，较 5 月当月的两年平均提高 16.6 个百分点。

**从土地购置面积看**，2021 年 6 月当月的两年平均增速为-4.3%，较 5 月的两年平均降幅收窄 12.7 个百分点。同时，土地成交价款两年平均增速为 10.4%，较 5 月提高 6.9 个百分点，这一变化与房地产重视土地集中出让有关。

**从房地产到位资金来源看**，2021 年 6 月当月的两年平均增速为 8.5%，较 5 月两年平均增速下降 3.5 个百分点。其中，6 月当月国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款两年平均增速分别为 0.5%、7.6%、14%和 7.5%。



图表6：房地产企业持续加快开工和竣工，加快资金回笼



资料来源：wind、粤开证券研究院

从以上数据看出：

一是房地产行业降温，投资完成额、销售面积均边际下行，商品住宅价格同比涨幅稳中趋落。今年以来房地产调控政策较为密集，执行力度进一步加大。政策表态方面，4月底中央政治局要求“防止以学区房等名义炒作房价”，5月四部门召开房地产税座谈会，再次从政策预期层面抑制房地产价格上涨。执行层面，6月以来南京、绍兴、西安等地进一步加码楼市调控，7月北京西城坚决落实学区房“多校划片”政策，推动教育均衡化，打击学区房炒作，有助于进一步稳定房价预期。

二是房地产投资到位资金边际放缓，反映前期货币政策边际收紧和监管趋严效果逐步显现。居民中长期贷款以住房按揭贷款为主，5-6月新增居民中长期贷款连续两个月出现同比减少，显示居民购房需求有所降温。在各地落实“房住不炒”严控房地产投资的情况下，房地产开发贷款承压，房地产企业融资难度加大，后期房地产投资可能持续下降。

三是房地产企业加快开工和竣工，加快资金回笼降低负债率。在房地产融资收紧和“三条红线”压力下，房地产企业一方面加快项目开工，扩大抵押贷款融资能力，另一方面

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\\_22181](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22181)

