

## 宏观观点评

# 经济仍偏强，年中政治局会议将如何定调？——全面解读6月经济

**事件：**2021年二季度实际GDP同比7.9%（预期8.5%，前值18.3%）；6月工业增加值同比8.3%（前值8.8%）；6月社零同比12.1%（前值12.4%）；1-6月固定资产投资同比12.6%（前值15.4%），其中：地产投资同比15.0%（前值18.3%），基建投资同比7.8%（前值11.8%），制造业投资同比19.2%（前值20.4%）。

**核心观点：**当前经济仍强，下半年实质性下行的迹象也不明显，政策尚不会全面宽松。

**1、二季度GDP环比增速和复合增速均较Q1明显提升，6月多数经济指标也偏强，指向当前经济总体仍偏强。**二季度GDP当季增速7.9%，略低于预期，原因可能与Q1类似，即：出口-进口增速差收窄、名义和实际GDP增速差距加大、收入-增加值口径差异等因素导致预期偏高。然而，二季度GDP季调环比增长1.3%，高于Q1的0.4%，两年复合增速5.5%也高于Q1的5%，再考虑到6月消费、制造业投资、出口、工业生产、信贷社融等数据均好于5月，指向当前经济仍然偏强，也进一步印证了我们日前的判断：本次央行意外降准，并不是因为经济下行压力大。

**2、生产端：工业高位放缓，服务业保持平稳。**6月工业增加值的两年平均增速继续小幅回落，分行业看，电子设备、化学制品、医药增加值增速提升较多，可能与国内外疫情反弹有关；运输设备、汽车、黑色金属增加值增速回落较多，可能与环保限产、芯片短缺等有关。服务业保持平稳，反映广东疫情影响不明显。往后看，外需可能边际放缓，但内需趋于复苏，预计工业生产延续温和放缓。

**3、消费端：稳步修复，汽车拖累明显。**6月消费继续修复，速度边际放缓。结构看，竣工链的家电、线下相关消费表现较好，汽车拖累较大。二季度，居民收入和消费倾向都有所回升，其中收入和经济修复基本同步，消费倾向有所回升但仍偏低。维持前期观点，即消费仍趋复苏，但今年年内可能难以回到正常水平。

**4、就业端：持平前值，仍需巩固。**6月调查失业率持平于5.0%，但就业形势仍需巩固。1)从数据上来看，1-6月城镇新增就业占年初目标的63%，仍低于疫情前的平均进度；且随着毕业季逐渐来临，高校毕业生就业压力凸显。2)从近期政策表态看，7.12经济形势座谈会强调“当前我国城镇就业压力仍然较大；加强区间调控，坚持就业优先”等，反映就业压力仍是政策的重要考量。

**5、投资端：地产景气回落，制造业明显回升，基建维持低位**

>地产景气回落，竣工大幅回升。6月地产销售大幅回落，土地成交量价齐升；地产投资小幅回落，新开工继续偏弱，施工平稳，竣工大幅回升。维持前期观点，预计后续地产景气仍趋温和下行；继续提示本轮竣工回升持续性和空间均较强。

>上游仍承压、中下游加速，制造业投资增速回升。6月制造业投资明显回升，两年平均增速由负转正。分行业看，食品加工制造、运输设备等投资增速提升较多，传统重工业持续偏弱。下半年，上游行业投资受到的环保政策压制预计难以放松；而中下游行业受到政策支持，利润侵蚀的影响可能逐步减退，修复幅度可能有所加速。

>专项债与城投债融资放量，基建投资仍维持低位。6月专项债发行和城投债融资均放量，但基建增速仍然维持低位，可能与近期隐性债务监管收紧、化债加速有关。维持前期观点：当前基建发力的必要性仍低，叠加隐性债务去化加速，全年基建投资虽趋升、但难有高增速。后期可密切跟踪项目落地情况。

**6、整体看，6月数据进一步指向当前经济仍偏强、总体不差，下半年虽然会放缓，但更多是回到疫情前正常的水平，实质性下行的迹象尚不明显。展望年中政治局会议的政策定调，可能有以下几个特点：其一，对经济仍强调“稳中向好、稳中加固”，但也会同时突出内外压力大，总体是有担心但更有信心，关注是否会删掉430政治局会议首提的“稳增长压力比较小的窗口期”，以及是否会加上7.12总理座谈会提及的“周期性风险”；其二，应会延续“稳字当头，保持政策的连续性、稳定性和可持续性”等表述，应会加上7.12总理座谈会提及的“做好跨周期调节；增强前瞻性精准性，加强区间调控，坚持就业优先”等表述；其三，货币政策应会继续强调坚持不搞“大水漫灌”、保持稳健，财政政策应会继续突出落实落细。我们也继续提示，全面降准后并不意味着货币政策转向，下半年政策主基调仍是“稳货币+紧信用+严监管”，防风险、去杠杆、严监管仍是大趋势，建议继续紧盯信用收缩的进展，尤其是房地产调控、化解地方债务、压表外融资、处置问题企业等领域。**

**风险提示：**疫情演化、外部环境恶化、政策收紧等超预期

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

### 相关研究

- 1、《三大预期差支撑出口强劲，下半年仍可乐观点》  
2021-07-13
- 2、《高频与政策半月观—降准后政策怎么看？紧盯月底政治局会议》2021-07-11
- 3、《这次不一样——对全面降准的5点理解》  
2021-07-09
- 4、《疫情扰动大，价格回落多——6月PMI的5大信号》2021-06-30
- 5、《5月经济从分化走向均衡，关注4个结构性变化》  
2021-06-17
- 6、《分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07



## 内容目录

二季度 GDP 当季增速略低于预期，但实际仍偏强 .....	3
生产端：工业高位放缓，服务业保持平稳 .....	4
消费端：稳步修复，汽车拖累明显 .....	5
就业端：持平前值，仍需巩固 .....	7
投资端：地产景气回落，制造业明显回升，基建维持低位 .....	8
地产景气回落，竣工大幅回升 .....	8
上游仍承压、中下游加速，制造业投资增速回升 .....	9
专项债与城投债融资放量，基建投资仍维持低位 .....	10
风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1: 二季度三产修复快于二产 .....	3
图表 2: 服务业内部分化明显 .....	3
图表 3: 3月出口较强，但进口增长更快 .....	4
图表 4: 价格加速上涨导致名义和实际增速差距加大 .....	4
图表 5: 工业生产高位放缓 .....	5
图表 6: 服务业生产小幅回落 .....	5
图表 7: 分行业工业增加值增速变动 .....	5
图表 8: 社零当月和累计同比增速 .....	6
图表 9: 除汽车以外的社零增速修复更加明显 .....	6
图表 10: 分行业消费增速变动 .....	6
图表 11: 收入和经济修复基本同步 .....	7
图表 12: 疫情对消费倾向的冲击大于对收入的冲击 .....	7
图表 13: 我国城镇调查失业率情况 .....	7
图表 14: 我国新增就业规模 .....	7
图表 15: 商品房销售增速 .....	8
图表 16: 土地成交增速 .....	8
图表 17: 地产投资增速变动 .....	8
图表 18: 地产新开工、施工、竣工增速 .....	8
图表 19: 制造业投资增速 .....	9
图表 20: 企业投资预期变动 .....	9
图表 21: 分行业制造业投资增速变动 .....	9
图表 22: 基建投资增速变动 .....	10
图表 23: 地方政府专项债和城投债融资 .....	10

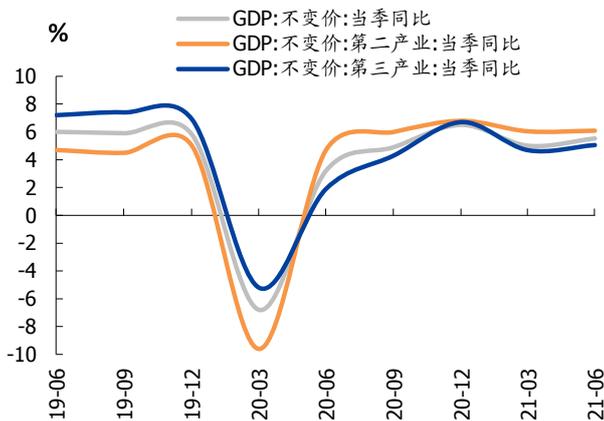
## 二季度 GDP 当季增速略低于预期，但实际仍偏强

二季度 GDP 较一季度明显加速，但略低于预期和潜在增速水平。

- 从市场预期看，2021 年二季度 GDP 实际当季增速 7.9%，略低于市场预期的 8.0-8.5%。
- 从复合增速看，二季度 GDP 较去年同期两年平均增长 5.5%，较一季度平均 5.0% 的增速有所加快。
- 从环比增速看，二季度 GDP 季调环比增长 1.3%，较一季度环比 0.4% 的增速也有所加快，这也验证了我们前期的判断（具体请参考前期报告《客观看待 Q1 经济的强与弱，Q2 有望环比上行》）。
- 从潜在增速看，多数研究认为，十四五期间我国经济潜在增速在 5%-5.8% 左右，2021 年在 5.7%-5.8% 左右，则二季度 5.5% 的平均增速仍略低于潜在增速水平。

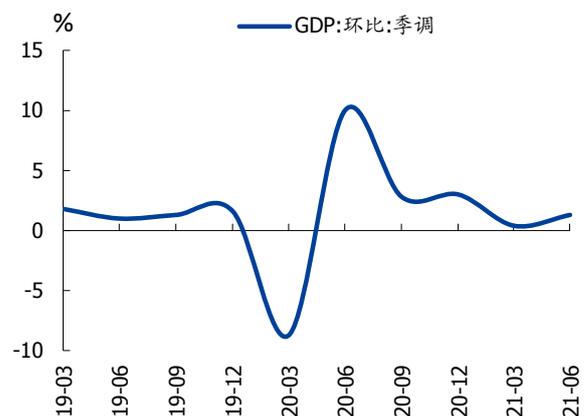
二季度三产修复快于二产。分产业看，二产增加值当季同比 7.5%，两年平均增长 6.1%，与一季度 6.0% 的平均增速基本持平；三产增加值当季同比 8.3%，两年平均增长 5.1%，与一季度 4.7% 的平均增速有所加快。

图表 1: 二季度三产修复快于二产



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-6 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

图表 2: 二季度经济环比增速加快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

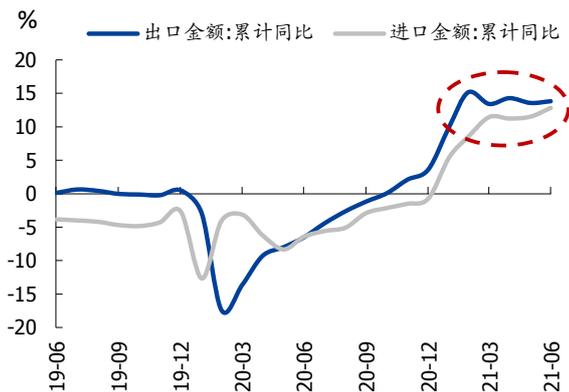
### 二季度 GDP 增速为何略低于市场预期?

二季度 GDP 增速 7.9%，略低于预期的 8-8.5%，我们认为原因与一季度可能较为类似，即：

- 出口较强，但进口增长更快，二季度出口-进口增速差收窄。
- 价格加速上涨导致名义和实际增速差距加大，容易高估实际经济增速。
- 收入-增加值口径与利润侵蚀问题。

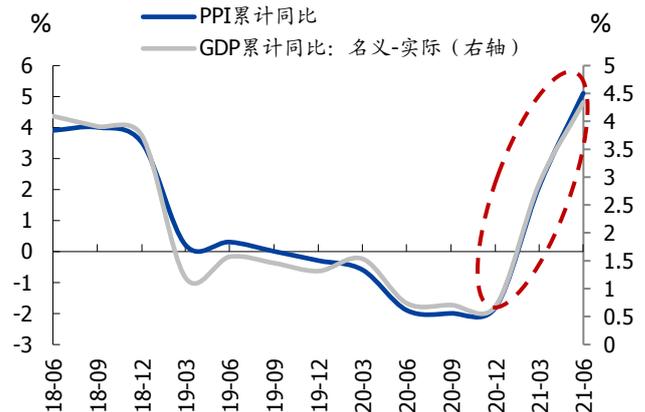
具体请参考前期报告《客观看待 Q1 经济的强与弱，Q2 有望环比上行》

图表3: 二季度出口-进口增速差收窄



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-6月增速为较2019年同期两年平均增长

图表4: 价格加速上涨导致名义和实际增速差距加大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 二季度 GDP 略低于潜在增速，主因消费、制造业投资、基建持续偏弱，恢复较慢：

- 疫情扰动、收入和消费倾向下滑导致消费恢复较慢。（具体请参考前期报告《5月经济从分化走向均衡，关注4个结构性变化》）
- 环保政策、成本压力导致制造业恢复较慢。即上游行业的资本开支内生动能虽然最强，但受到环保政策限制，无法大规模投资；中下游行业受成本压力限制，资本开支的内生动力不足，投资意愿也较低；这样的结构性矛盾导致我国制造业投资恢复较慢。
- 财政后置、隐性债务化解导致基建持续偏弱。上半年我国财政支出进度明显偏慢，专项债发行也较为滞后，同时更重要的是地方隐性债务化解加速，分流基建资金。（具体请参考前期报告《近期密集发文，今年地方隐性债务化解如何走？》）

### 下半年经济下行压力大吗？

近期央行超预期降准，引发市场对下半年经济下行压力的担忧。维持此前判断，当前中国经济总体不差，下半年虽然会放缓，但更多是回到疫情前正常的水平，实质性下行的迹象尚不明显。

- 一方面，经济内生的复苏动能仍在。从最新的6月经济数据来看，出口再超预期，工业生产仍维持高位，而消费和制造业投资均稳步回升，经济稳中加固、稳中向好的态势明显。下半年来看，延续我们中期报告观点，预计出口和地产仍是高位边际回落，大幅下跌概率很小，同时消费和制造业投资仍处于复苏趋势，将持续支撑经济。（具体请参考前期报告《分化下的预期差—2021年中期宏观经济和资产配置展望》）
- 另一方面，政策对实体经济的支持力度不减。如7.12经济形势座谈会强调“加强区间调控，坚持就业优先”；7.12国常会强调“已确定的减税降费、稳岗扩就业、金融支持实体经济特别是中小微企业发展等惠企利民政策措施要落实到位”等，均反映了政策呵护实体经济发展的决心和定力。
- 此外，从近期基建并未发力，地方隐性债务去化加速等角度，可能也反映了短期内中央对稳增长诉求并不强。

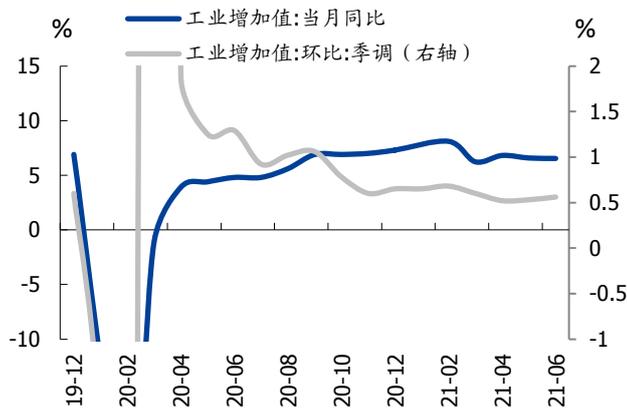
## 生产端：工业高位放缓，服务业保持平稳

工业生产继续高位放缓。6月工业增加值当月同比小幅回落0.5个百分点至8.3%，略高于市

市场预期，较 2019 同期两年平均增速为 6.5%，较 5 月的平均增速 6.6%继续小幅回落；环比角度看，6 月工业增加值季调环比为 0.56%，较 5 月的 0.53%小幅提升，但低于 2015-2019 年平均环比的 0.61%，反映工业生产延续高位放缓趋势。此外，6 月生产放缓也与 PMI 生产指数和高频生产指标的方向一致。

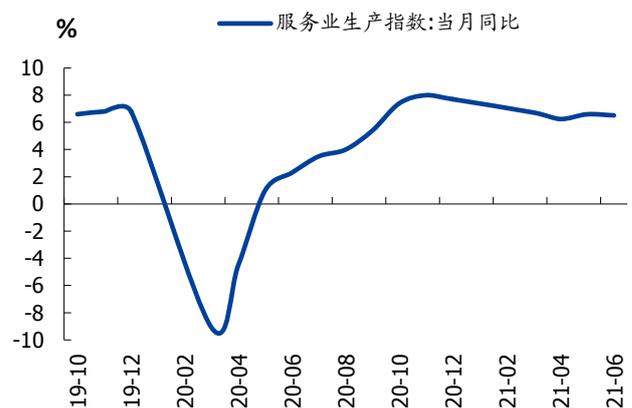
广东疫情对服务业修复的影响不明显。6 月服务业生产指数同比回落至 10.9%，两年平均增长 6.5%，较 5 月的平均增速 6.6%小幅回落，显示虽然存在广东疫情的扰动，但服务业修复整体受到的影响不明显，可能与全国疫苗接种快速推进，居民信心较高有关。

图表 5: 工业生产高位放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-6 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

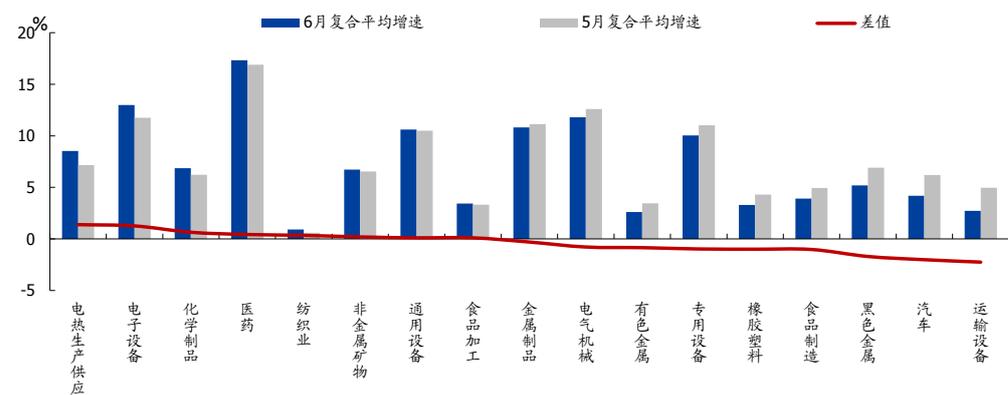
图表 6: 服务业生产小幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 2021 年 1-6 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

分行业看，电子设备、化学制品、医药增加值增速提升较多，运输设备、汽车、黑色金属增加值增速回落较多。6 月全球 Delta 变体病毒扩散，国内外疫情有所反弹，可能是电子、医药、纺织等行业表现较好的原因。受芯片短缺的限制，汽车行业生产速度下滑较多。钢铁生产下滑，应是与七一前环保停工有关。

图表 7: 分行业工业增加值增速变动

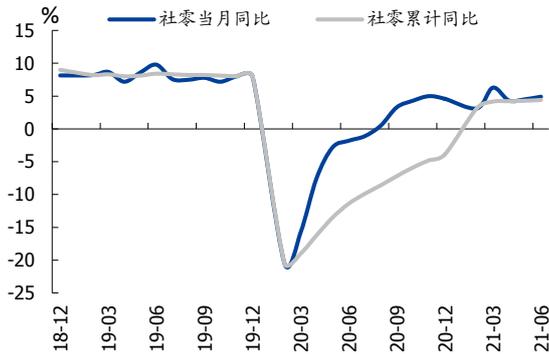


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 消费端: 稳步修复, 汽车拖累明显

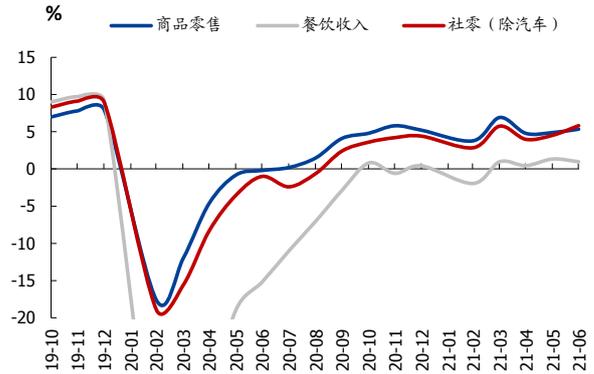
消费继续修复，速度边际放缓。6 月社零当月同比微幅回落至 12.1%，高于市场预期；两年平均增速为 4.9%，较 5 月的平均增速 4.5%小幅提升；6 月社零环比 0.7%，略低于 5 月和近年均值的 0.8%，显示消费修复速度边际放缓。

图表 8: 社零当月和累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-6月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 9: 除汽车以外的社零增速修复更加明显



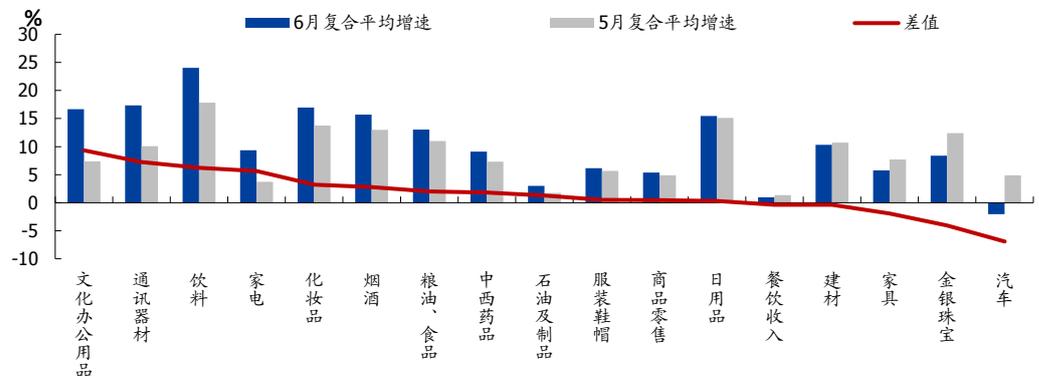
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-6月增速为较2019年同期两年平均增长

结构看, 竣工链的家电、线下相关消费表现较好, 汽车拖累较大。

大类看, 6月商品零售两年复合平均增速 5.3%, 略高于前值的 4.9%; 餐饮收入两年复合平均增速 1.0%, 较 5月的 1.3%有所回落, 应是反映了广东疫情的影响;

细分行业看, 线下相关的文化办公用品、化妆品等消费增速提升较多, 竣工链的家电消费也继续表现较好。此外, 注意到 6月汽车消费回落明显, 年内首次负增长, 主要应受到广东疫情、芯片短缺等因素的限制, 除汽车以外的社零增速修复更加明显。

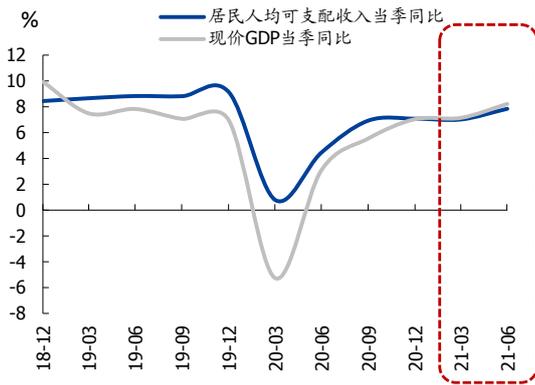
图表 10: 分行业消费增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

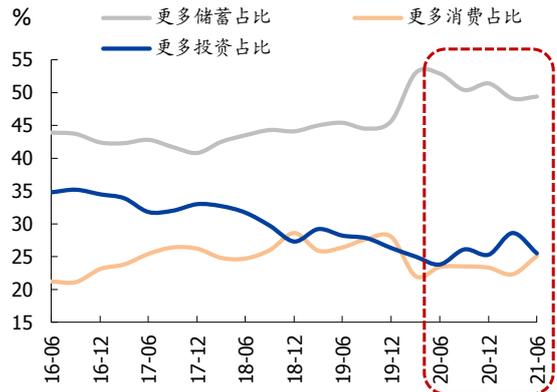
二季度, 居民收入和消费倾向都有所回升。1) 收入和经济修复基本同步。二季度, 居民可支配收入复合平均增速较一季度提升 0.9 个百分点至 7.9%, 与名义 GDP 增速提升 1.1 个百分点至 8.2% 基本同步; 2) 消费倾向有所回升但仍偏低, 从最新的央行调查问卷来看, 二季度居民投资意愿有所回落, 应是和二季度股市回落后的震荡调整有关; 储蓄意愿维持高位, 反映了疫情影响下, 居民预防性储蓄的意愿仍强; 疫情消费倾向有所回升, 但仍低于疫情前水平。

图表 11: 收入和经济修复基本同步



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-6月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 12: 疫情对消费倾向的冲击大于对收入的冲击



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看, 我们延续前期观点, 即年内可支配收入将随着经济复苏而逐步回归正常, 但消费倾向的提升可能更加漫长, 今年年内消费可能难以回到正常水平。

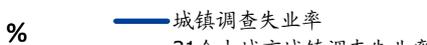
## 就业端: 持平前值, 仍需巩固

6月调查失业率持平前值和疫情前水平。2021年6月城镇调查失业率持平于5.0%, 31个大城市调查失业率持平于5.2%, 已经恢复至2018-2019年平均的正常失业率水平。

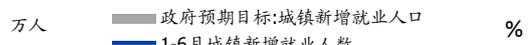
但就业形势仍需巩固。1) 从数据上来看, 1-6月城镇新增就业698万人, 占年初目标的63%, 仍低于2017-2019年平均进度的67%左右。此外, 随着毕业季逐渐来临, 高校毕业生进入劳动力市场求职, 6月16-24岁青年调查失业率升至15.4%, 压力凸显。

2) 从近期政策表态看, 7.12经济形势座谈会强调“当前我国城镇就业压力仍然较大”、“加强区间调控, 坚持就业优先”; 7.12国常会强调“已确定的减税降费、稳岗扩就业、金融支持实体经济特别是中小微企业发展等惠企利民政策措施要落实到位”, 均反映就业压力仍是政策的重要考量。

图表 13: 我国城镇调查失业率情况



图表 14: 我国新增就业规模



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\\_22211](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22211)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>