

# 逆周期策略熨平经济节奏

## ——6月及二季度经济数据详解

### 核心观点

二季度GDP实际增速为7.9%，数据低于我们的预期值8.4%和Wind一致预期8.5%，二季度两年平均增长5.5%，较一季度提高0.5个百分点。从生产法的角度来看，二季度GDP低于我们预期的主因在于在基数扰动较大的情况下，服务业生产指数在反映第三产业增加值时的虚高幅度较大，容易造成第三产业增加值的高估。考虑到政策放松，我们调高对今年三、四季度GDP增速的预测值至6.1%、5.2%，此前预测值分别为6%和4.8%，全年维持8.7%的判断。

#### □ 政策持续发力，就业保持稳定

6月全国调查失业率为5.0%，与上月持平，较2019年同期低0.1个百分点。就业形势保持稳定主要源于保市场主体、就业优先等一系列结构性政策的持续发力，中小微企业在政策呵护下得以生存，进而也发挥了吸纳劳动力人口的能力。

#### □ Q2工业仍强，增速稳步回归

二季度工业保持较高景气，同比增长8.9%，与我们预期较为一致。6月工业增加值增速增长8.3%，两年平均增长6.5%，略高于预期。6月份工业生产总体延续前期景气态势，但强度已开始边际放缓，部分负面因素对工业生产有所冲击。国内需求对工业生产有一定支撑，但有所分化。外需在6月仍有一定支撑，但未来边际放缓概率较大。总体看未来工业生产渐回正轨的趋势不变，预计增速在三季度将进一步放缓。

#### □ 收入渐次回升，社零稳步修复

6月社会消费品零售总额同比增长12.1%，略高于我们和市场预期，2019~2021两年复合增速4.9%，较前值上升0.4%，一方面居民人均可支配收入有所回升，另一方面前期地产投资的良好表现逐渐带动地产后周期消费增速向上，建筑装潢、家具、家电消费数据均表现不俗。6月汽车消费拖累社零修复，两年复合增速自3月以来持续回落，“缺芯”影响已逐渐从生产端传递至零售端。

#### □ 1-6月固定资产投资累计同比增速回落至12.6%

1-6月全国固定资产投资同比增长12.6%（较前值回落2.8个百分点），与我们的预测值13%较为相近，两年平均增长4.4%。其中，房地产开发投资、基建投资、制造业投资分别同比增长15%、7.8%、19.2%，较前值分别回落3.3、4和1.2个百分点。从6月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为6%、-1.5%和16.4%，5月分别为9.8%、-2.5%和13.5%，制造业投资继续改善，强于基建、地产投资。全年看，地产投资增速大概率保持缓慢下行，较具韧性，基建投资增速维持低位，制造业投资环比增速自3月起持续高于历史同期均值，体现出明显的修复行情，预计短期仍可持续，但随着企业盈利见顶回落，预计下半年也将面临下行压力。

**风险提示：海外疫情超预期恶化；中国经济超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

### 相关报告

- 1 《6月数据预测：PPI大概率高点已过》2021.07.01
- 2 《5月经济数据：工业生产保持强劲，经济增长拐点未现》2021.6.16
- 3 《5月数据预测：PPI加速赶顶，社融继续下行》2021.6.1
- 4 《4月经济数据：工业仍强，经济不弱》2021.5.17
- 5 《4月数据预测：经济正处于稳增长压力较小的窗口期》2021.5.1

## 正文目录

1. 二季度 GDP 实际同比增速 7.9% 低于预期.....	3
2. 政策持续发力，就业保持稳定.....	4
3. Q2 工业仍强，增速稳步回归.....	5
4. 收入渐次回升，社零稳步修复.....	6
5. 1-6 月固定资产投资累计同比增速回落至 12.6%.....	8
5.1. 制造业：1-6 月制造业投资累计同比增速回落至 19.2%.....	9
5.2. 基建：6 月基建承压，Q3 有望加速，全年平稳增长.....	9
5.3. 地产：销售表现积极，投资平稳增长.....	12

## 图表目录

图 1：2021 年二季度 GDP 增速 7.9%.....	3
图 2：6 月调查失业率为 5.0%，与 5 月份持平，优于 2019 年同期.....	4
图 3：高校毕业生人数再创新高.....	4
图 4：青年人口就业压力与日俱增.....	4
图 5：工业增加值主要门类：6 月同比.....	6
图 6：主要工业产品产量增速与去年同期对比.....	6
图 7：二季度居民收入增速超过 GDP 增速.....	6
图 8：地产后周期消费全面好于社零整体.....	6
图 9：餐饮收入修复受阻.....	7
图 10：6 月票房收入表现疲软.....	7
图 11：社零分化修复特征延续，宅经济表现亮眼，高社交属性消费修复受阻.....	7
图 12：6 月汽车销量低于往年正常水平.....	8
图 13：6 月汽车经销商库存仍维持低位.....	8
图 14：固定资产投资分项走势.....	8
图 15：制造业部分行业投资增速.....	9
图 16：基建投资分行业表现.....	10
图 17：6 月水泥、螺纹钢价格指数冲顶后下行.....	11
图 18：6 月全国水泥价格指数与往年比有所下滑.....	11
图 19：房地产投资平稳增长（%）.....	13
图 20：土地成交价格仍然居高不下（亿元，同比增速位于右轴）.....	13
表 1：近期国常会及发改委前后表示要做好大宗商品保供稳价措施.....	10
表 2：2021 年和 2020 年重大项目投资计划概览.....	12

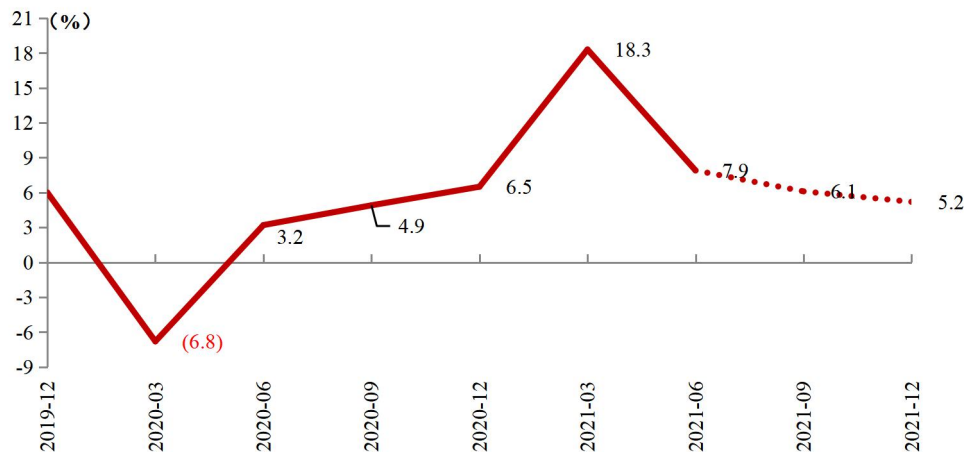
## 1. 二季度 GDP 实际同比增速 7.9% 低于预期

二季度 GDP 实际增速为 7.9%，较一季度回落 10.4 个百分点，数据低于我们的预期值 8.4% 和 wind 一致预期 8.5%，二季度两年平均增长 5.5%，较一季度提高 0.5 个百分点，上半年 GDP 实际同比增长 12.7%，比一季度回落 5.6 个百分点。从生产法的角度来看，二季度 GDP 低于我们预期的主因在于在基数扰动较大的情况下，服务业生产指数在反映第三产业增加值时的虚高幅度较大，容易造成第三产业增加值的高估。

需求端，社零仍有一定修复空间，投资方面，制造业投资增速大幅改善，5 月两年平均增速由负转正，6 月当月增速达到 16.4% 高位，远超地产、基建投资，主因需求平稳、利润较强及金融支持力度较大，地产投资出现一定回落压力但总体较为稳健，基建投资表现最弱，综合看，固定资产投资运行较为平稳，内部结构出现一定分化。二季度净出口仍然较高，贸易顺差在上半年对经济支撑较强。

考虑到政策放松，我们调高对今年三、四季度 GDP 增速的预测值至 6.1%、5.2%，此前预测值分别为 6% 和 4.8%，全年维持 8.7% 的判断。7 月 15 日央行全面降准落地，本次降准超出市场主流预期，我们认为主要目的是降准释放长期资金降低银行融资成本，配合降低企业在资金担保、融资费用、隐性成本等各个方面的综合融资成本，更好的促进金融服务实体经济。我们也由此调高了信贷、社融、M2 增速的预测值，宽松政策前置意味着经济基本面下行走势将有缓和，也意味着驱动“股债双牛”的核心因素提前，我们继续提示“股债双牛”观点，债券市场方面，全面降准对利率债形成利好，促使国债收益率出现更大的下行空间，进入明确的牛市行情，预计 10 年期国债收益率下行至 2.8%。股票市场方面，全面降准将带动市场风险情绪，同时随着 10 年期国债收益率下行，也将从估值角度推升股市行情。在流动性宽松的大环境下，成长板块对流动性更为敏感，股市看好科技成长板块。

图 1：2021 年二季度 GDP 增速 7.9%

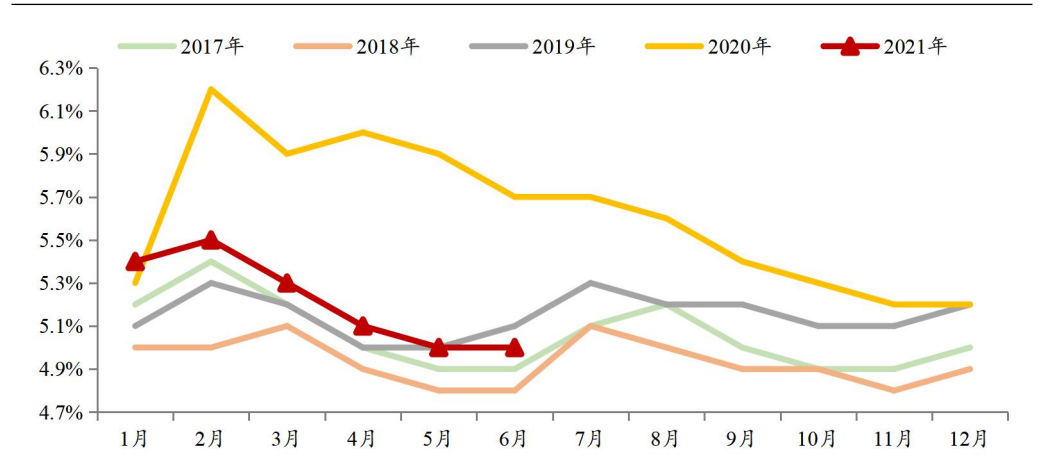


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

## 2. 政策持续发力，就业保持稳定

6月全国调查失业率为5.0%，与上月持平，较2019年同期低0.1个百分点，就业形势保持稳定。6月城镇新增就业124万人，高于去年同期的104万，低于2019年同期的140万人。2021年二季度末农村外出务工劳动力人数18233万人，环比上个季度增加828万人，基本达到2019年同期水平。

图 2：6月调查失业率为5.0%，与5月份持平，优于2019年同期

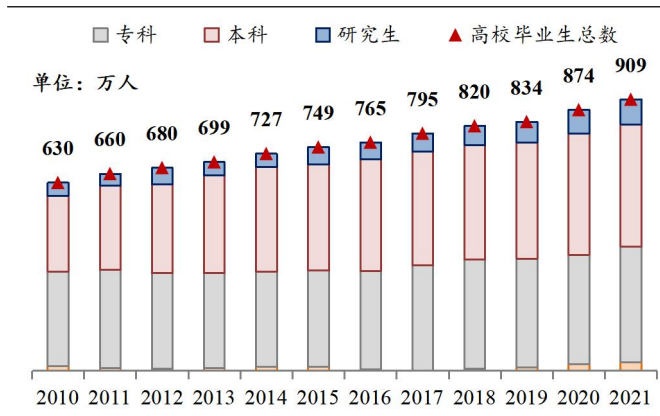


资料来源：Wind，浙商证券研究所

调查失业率保持稳定主要源于保市场主体、就业优先等一系列政策的持续发力。7月14日，国常会再次强调，“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”，实际上，疫情期间与保市场主体相关的结构性货币政策和财政政策基本延续，如大规模的减税降费、无还本续贷政策延续、央行MPA考核加强制造业贷款等等，中小微企业在结构性政策的呵护下得以生存，进而发挥了吸纳劳动力人口的能力。

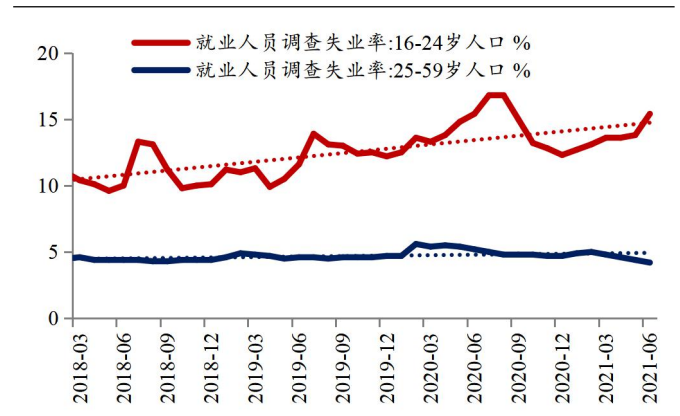
往前看，7~8月份毕业季调查失业率有阶段性小幅上行的压力。据教育部统计，2021年高校毕业生达909万人，同比增加35万人，总数再创历史新高。6月16日58同城发布的《2021年高校毕业生就业报告》称，目前仅有约1/3的毕业生找到工作，与2020年相比，就业压力更加突出。

图 3：高校毕业生人数再创新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：青年人口就业压力与日俱增



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. Q2 工业仍强，增速稳步回归

二季度工业保持较高景气，同比增长 8.9%，与我们预期 8.7% 较为一致。6 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 8.3%，两年平均增长 6.5%，略高于预期。6 月工业增加值平均增速相比 5 月放缓 0.1 个百分点，保持较高景气，但总体来看未来工业生产渐回正轨的趋势不变，预计增速在三季度将进一步放缓。

**6 月份工业生产总体延续前期景气态势，但强度已开始边际放缓，部分负面因素对工业生产有所冲击。**据国家能源局数据，6 月份第二产业用电量同比增长 8.5%，两年复合增速 6.8%，较 5 月用电量增速有所回落，相比历史同期仍处于较高的景气区间。从高频数据上看，6 月份黑色系等相关高频数据，如螺纹钢产量、高炉开工率、焦煤开工率逐步走低，6 月末受环保要求影响回落幅度较大。汽车缺芯对生产的负面冲击在 6 月进一步加深，汽车半钢胎开工率大幅走低，汽车制造业增加值下降 4.3%。

**国内需求对工业生产有一定支撑，但有所分化。**6 月下游消费分化，30 大中城市商品房成交面积较往年同期仍有较好表现，但汽车消费受缺芯影响销量同比回落幅度较大。“618”促销活动对居民消费有一定促进作用，支撑相关产品生产，根据国家邮政局监测数据显示，今年“618”活动期间（6 月 1 日-20 日），全行业揽收快件同比增长 24.24%，与 2019 年同期相比增长 84.16%。第二，6 月投资增速回落分化仍存，总体向好对工业生产有支撑，其中制造业投资积极，地产投资增速略有放缓，基建投资有所回升。

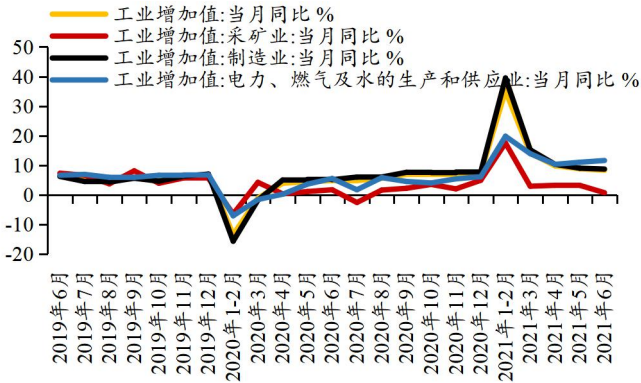
**外需在 6 月仍有一定支撑，但未来边际放缓的概率较大。**我们认为，发达经济体供需双旺对我国出口的拉动强于扰动，随着未来海外疫苗落地带来的供给能力增强，新兴市场供给放量对我国出口将带来更多扰动。出口集装箱指数 CCFI 在 5 月持续上升屡创新高，外需有较高景气，但中港协数据来看逐旬回落，6 月上、中、下旬沿海主要枢纽港口外贸货物吞吐量同比变化量分别为增长 10.5%、增长 6.9%、回落 0.8%。6 月 PMI 新出口订单 48.1，连续两月回落至临界点以下，环比 5 月继续回落。

**广东疫情对 6 月服务业复苏有所扰动，但总体影响有限。**受广东疫情影响，服务业生产有所冲击，航空运输、住宿、餐饮、影院等行业市场活跃度有所降低，端午节票房收入 4.6 亿，为近五年最低。另据文旅部数据显示，端午节假期三天全国出游人次按可比口径恢复至疫前同期的 98.7%，较五一假期的出行强度有所回落。6 月份，全国服务业生产指数同比增长 10.9%，两年平均增长 6.5%，但由于在基数扰动较大的情况下，服务业生产指数在反映第三产业增加值时会造成一定虚高扰动。

从分项数据上看，采矿业增加值同比增长 0.7%、制造业增长 8.7%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 116%，制造业表现强劲。我们主要关注的工业产品原煤（-5%）、汽车（-4.3%）和水泥（-2.9%）表现较弱；钢材（3%）有所放缓；发电量（7.4%）和十种有色金属（8%）同比增速较高。高技术制造业势头强劲，新能源汽车、工业机器人、集成电路产量两年平均增速均超过 19%。

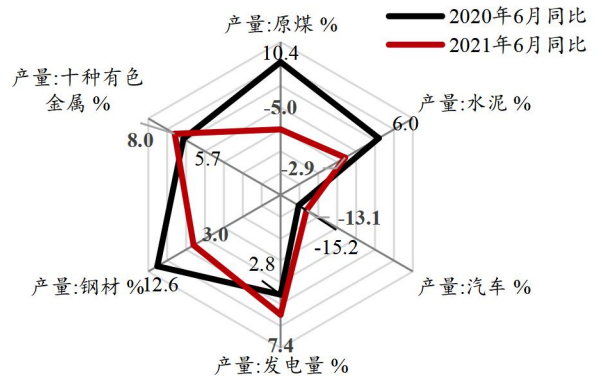
**我们认为，三季度部分支撑工业生产的利好因素强度或边际放缓，叠加部分负面因素的影响，工业生产将逐步放缓，读数将进一步回落。**

图 5：工业增加值主要门类：6 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：主要工业产品产量增速与去年同期对比



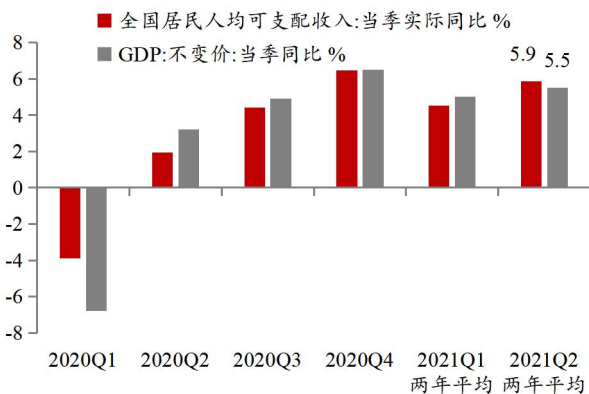
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4. 收入渐次回升，社零稳步修复

6 月社会消费品零售总额同比增长 12.1%，高于我们和市场预期，2019~2021 两年复合增速 4.9%，较前值上升 0.4%，消费仍在稳步向上通道。

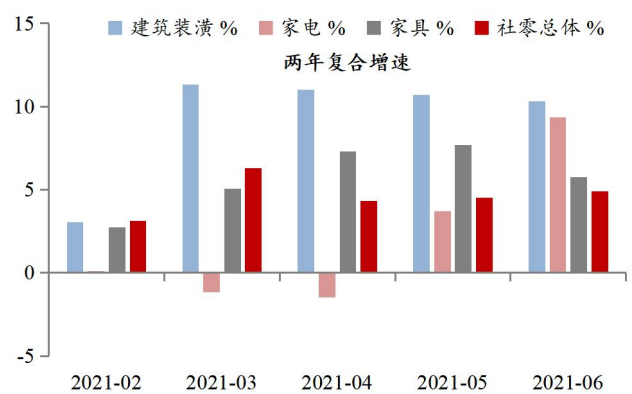
一方面，居民收入持续改善，消费潜力根据我们测算，二季度居民可支配收入实际增长 10%，两年平均增长 5.9%，已超出 GDP 增长速度，对消费修复形成一定支撑。另一方面，前期地产投资的良好表现逐渐带动地产后周期消费增速向上，建筑装潢、家具、家电消费数据均表现不俗。

图 7：二季度居民收入增速超过 GDP 增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

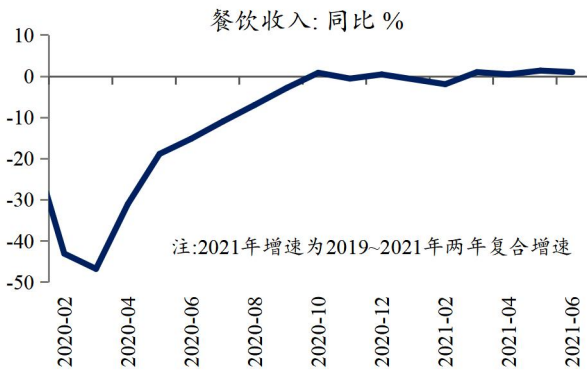
图 8：地产后周期消费全面好于社零整体



资料来源：Wind，浙商证券研究所

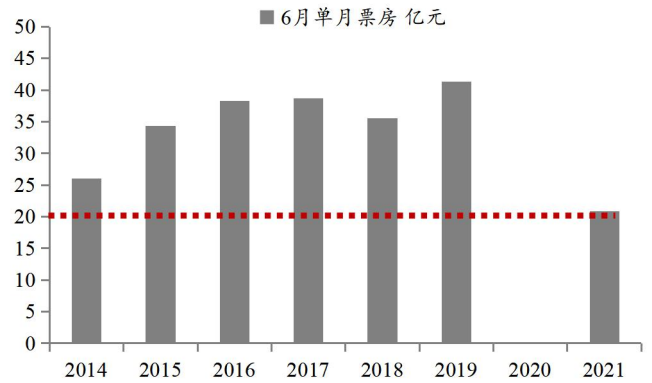
从社零分项数据来看，受局部疫情扰动，消费分化的特征再次强化。线下消费恢复受阻，餐饮收入两年复合增速回落至 1.0%（前值 1.3%），6 月票房数据大幅下滑，也提示了线下消费复苏受到较大影响。

图 9：餐饮收入修复受阻



资料来源：Wind，浙商证券研究所

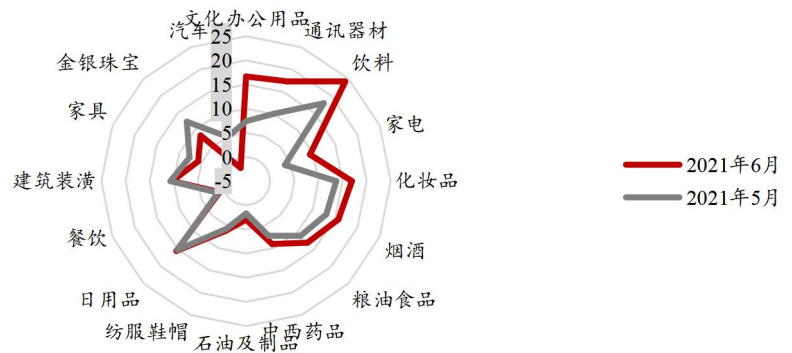
图 10：6 月票房收入表现疲软



资料来源：Wind，浙商证券研究所

与此形成鲜明对比的是，“宅经济”增速较前值大幅上升。其中，通讯器材两年复合增速为 17.3%（前值 10.1%），文化办公用品两年复合增速大幅提升至 16.7%（前值 7.4%），饮料两年复合增速为 24.1%（前值 17.8%）。前期地产投资的良好表现逐渐带动地产后周期消费增速向上，建筑装潢、家具、家电两年复合增速分别为 10.3%、5.7%、9.3%，远好于社零总体增速表现。

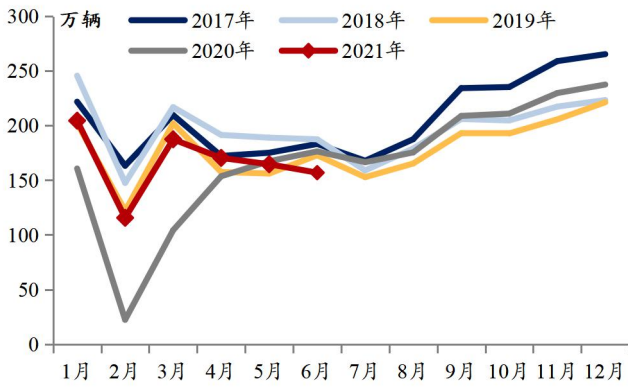
图 11：社零分化修复特征延续，宅经济表现亮眼，高社交属性消费修复受阻



资料来源：Wind，浙商证券研究所

“缺芯”问题持续，6月汽车销售明显承压。据乘联会披露，2021年6月狭义乘用车市场零售 157.5 万辆，同比下降 5.1%，批发 153.1 万辆，同比下降 10.2%，生产 150.3 万辆，同比下降 13.9%。受芯片短缺影响，6月份丰田、大众、日产等多家汽车工厂陆续停产或减产。作为全球第七大半导体出口中心的马来西亚政府 6 月 27 日宣布，将 6 月 1 日开始实施的“全面封锁”措施二度延长，此举或加剧全球缺芯问题。不过随着全球生产能力的逐渐修复，“缺芯”问题有望在未来 1~2 个季度得到逐步缓解。

图 12：6 月汽车销量低于往年正常水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：6 月汽车经销商库存仍维持低位

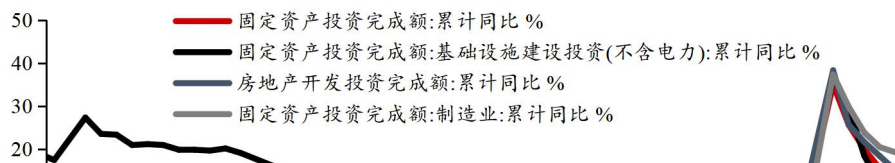


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5. 1-6 月固定资产投资累计同比增速回落至 12.6%

1-6 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 12.6%（较前值回落 2.8 个百分点），与我们的预测值 13% 较为相近，两年平均增长 4.4%。其中，房地产开发投资同比增长 15%，较前值回落 3.3 个百分点；基础设施建设投资同比增长 7.8%，较前值回落 4 个百分点；制造业投资同比增长 19.2%，较前值回落 1.2 个百分点。从两年复合增速看，地产、基建、制造业分别为 8.2%、2.4% 和 2%。从 6 月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为 6%、-1.5% 和 16.4%，5 月分别为 9.8%、-2.5% 和 13.5%，制造业投资继续改善，强于基建、地产投资，基建仍然疲弱，地产下行幅度相对较大。全年看，地产投资增速大概率保持缓慢下行，较具韧性，基建投资增速维持低位，制造业投资环比增速自 3 月起持续高于历史同期均值，体现出明显的修复行情，预计短期仍可持续，但随着企业盈利见顶回落，预计下半年也将面临下行压力。

图 14：固定资产投资分项走势



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\\_22214](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22214)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>