

总量研究

投资消费引领、经济加快复苏

——2021年6月实体经济数据点评

要点

事件：

GDP 单季度增速 7.9%，光大预期 7.8%，市场预期 8.5%；固投累计增速 12.6%，光大预期 12.6%，市场预期 12.6%；生产单月增速 8.3%，光大预期 7.9%，市场预期 7.8%；社零单月增速 12.1%，光大预期 11.6%，市场预期 10.8%。

核心观点：

虽然二季度 GDP 增速大幅低于市场预期，但分项和总量数据基本符合我们预期。二季度 GDP 环比提速，制造业强、社零暖、基建反弹，经济内生动能加速复苏，三驾马车的两年平均增速均相对于一季度改善。向前看，制造业和消费动能恢复势头不改，基建蓄力待发，出口也会受益于欧美总需求扩张，韧性较强。

不过，三季度经济压力也在逐步显现，恢复不均衡的问题依然存在，“稳中求进”政策总基调不变。一则，居民收入结构性分化、储蓄倾向较高，地方债务还本付息压力和专项债监管趋严，会限制下半年消费、基建复苏的高度；二则，欧美供需缺口逐步收敛，拉低出口，输入性通胀风险虽总体可控、但依然存在，两大因素会拖累制造业复苏的步伐。三则，地产销售增速回落，地产投资增速进行下行区间。因此，“稳中求进”政策总基调不变，货币政策未雨绸缪，央行全面降准，呵护经济迈向更高水平的均衡。

固投：符合预期，制造业强势上行，房地产回落，基建反弹

固投增速上行，符合预期。以 2019 年为基期，广义基建、房地产、制造业 6 月单月增速分别为 8%、15%和 12.3%，较 6 月提升了 1.1 个、降低了 3.7 个和提升了 4.8 个百分点。

制造业：复苏进程推进，高技术链条亮眼，分化依然存在

制造业各链条增速均在修复，但低技术链条（食品、纺织、化工）恢复态势不及高技术链条（电子、医药），经济恢复不均衡的问题依然存在。向前看，内需将接棒出口，带动低技术链条修复，预计制造业投资中枢继续上行。

房地产：销售继续下行，投资进入缓步下行区间

房地产投资增速如期回落，而随着前期土地两集中出让告一段落，新开工和竣工也继续反弹。向前看，短期新开工和竣工的反弹还会持续，但是，随着销售增速和开发商资金来源持续下行，投资将进入缓步下行区间。

基建：如期反弹，三季度依然有发力空间

广义基建增速反弹，符合我们的预期。今年专项债发行的节奏明显后移，专项债将进入密集发行期，后续基建依然存在发力空间。但是地方政府投资意愿和专项债监管趋严也会限制未来基建投资反弹的高点。

社零：疫情冲击下出现超季节性复苏，但下半年反弹高度有限

6 月增速略超我们的预期，大超市场预期。6 月社零环比增速高于历史同期，延续了 5 月份社零展现出来的超季节性复苏态势。向前看，随着国内疫苗接种不断加速，居民消费动能也将加速释放。不过，本轮居民储蓄倾向下滑较慢，收入结构性分化，也将限制了消费复苏的高度，消费难以回到疫情前水平。

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

相关研报

为什么出口增速能够再超预期？

——2021 年 6 月进出口数据点评 (2021-07-14)

降准落地、社融企稳，经济低预期的可能性有多大？——光大宏观周报 (2021-07-11)

全面降准，央行亮剑 —— 7 月 9 日全面降准点评 (2021-07-10)

通胀压力减缓，PPI 进入下行通道——2021 年 6 月价格数据点评 (2021-07-09)

降准箭在弦上——7 月 7 日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

如何看待下半年利率走势？——20210704 光大宏观周报 (2021-07-04)

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，中美科技角逐将如何演绎？——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)

目 录

一、投资消费引领经济加快复苏	3
二、制造业强劲复苏，内部分化依然存在	4
三、房地产：投资回落，新开工、竣工反弹	5
四、基建：反弹，三季度依然有发力空间	6
五、消费：疫情冲击下持续超季节性复苏	8
六、“稳中求进”政策总基调不变	9

图目录

图 1：二季度的投资、消费、出口均相对一季度改善	3
图 2：6 月份城镇调查失业率接近疫情前水平	3
图 3：6 月，制造业和基建反弹，房地产投资增速回落	4
图 4：二季度，产能利用率超过了去年四季度	4
图 5：制造业各链条投资增速均有所改善，但内部分化依然严重	5
图 6：食品、农副食品、化工等链条投资增速反弹	5
图 7：高端制造业投资复苏态势较强	5
图 8：6 月开发商资金来源继续回落	6
图 9：3 月份，销售增速的拐点确立	6
图 10：广义基建增速回升，主要受到电热燃气及水、铁路的提振	6
图 11：铁路投资增速回升较大，公路投资增速回落	6
图 12：今年一般公共预算支出进度较慢	7
图 13：今年新增专项债发行进度较慢	7
图 14：2020 年以来，地方一般债及置换债到期压力较大	8
图 15：2020 年以来，公共财政支出中债务付息部分大幅增长	8
图 16：除汽车外，其余各品类销售增速均有回升	8
图 17：饮料、化妆品、通讯等可选消费品依然维持较强增速	8
图 18：5、6 月国内疫情反复，服务业 PMI 明显回落	9
图 19：央行调查问卷显示，二季度居民预期收入和就业恢复放缓	9

表目录

表 1：2021 年 6 月，固投符合预期，社零高于市场预期	3
--------------------------------------	---

一、投资消费引领经济加快复苏

事件：7月15日，国家统计局公布二季度及6月实体经济数据。

- 【1】GDP 单季度增速 7.9%，光大预期 7.8%，市场预期 8.5%，前值 18.3%；
- 【2】固投累计增速 12.6%，光大预期 12.6%，市场预期 12.6%，前值 15.4%；
- 【3】生产单月增速 8.3%，光大预期 7.9%，市场预期 7.8%，前值 8.8%；
- 【4】社零单月增速 12.1%，光大预期 11.6%，市场预期 10.8%，前值 12.4%。

核心观点：

虽然二季度 GDP 增速大幅低于市场预期，但分项和总量数据基本符合我们预期。GDP 环比提速，制造业强、社零暖、基建反弹，经济内生动能加速复苏，三驾马车的两年平均增速均相对于一季度改善。向前看，制造业和消费动能恢复势头不改，基建蓄力待发，出口也会受益于欧美总需求扩张，韧性较强。

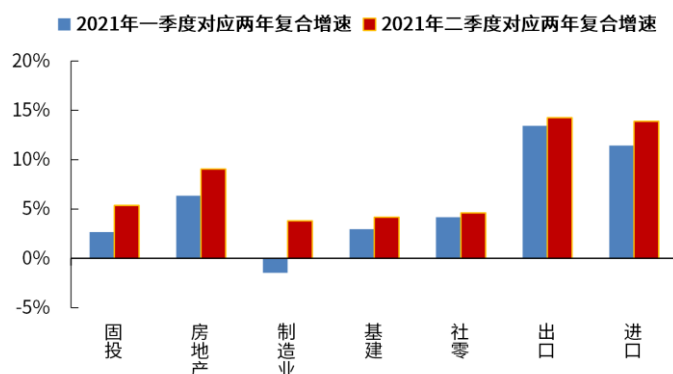
不过，三季度经济压力也在逐步显现，恢复不均衡的问题依然存在，“稳中求进”政策总基调不变。一则，居民收入结构性分化、储蓄倾向较高，地方债务还本付息压力和专项债监管趋严，会限制下半年消费、基建复苏的高度；二则，欧美供需缺口逐步收敛，拉低出口，输入性通胀风险虽总体可控、但依然存在，两大因素会拖累制造业复苏的步伐。三则，地产销售增速回落，地产投资增速进行下行区间。因此，“稳中求进”政策总基调不变，货币政策未雨绸缪，央行7月全面降准，呵护经济迈向更高水平的均衡。

表 1：2021 年 6 月，固投符合预期，社零高于市场预期

月份	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)	GDP (单季度同比)
2020 年 11 月	2.6%	5.0%	7.0%	
2020 年 12 月	2.9%	4.6%	7.3%	6.5%
2021 年 1-2 月	35%	33.8%	35.1%	
2021 年 3 月	25.6%	34.2%	14.1%	18.3%
2021 年 4 月	19.9%	17.7%	9.8%	
2021 年 5 月 实际值	15.4%	12.4%	8.8%	
2021 年 6 月 实际值	12.6%	12.1%	8.3%	7.9%
2021 年 6 月 市场预期	12.6%	10.8%	7.8%	8.5%
2021 年 6 月 光大预期	12.6%	11.6%	7.9%	7.8%

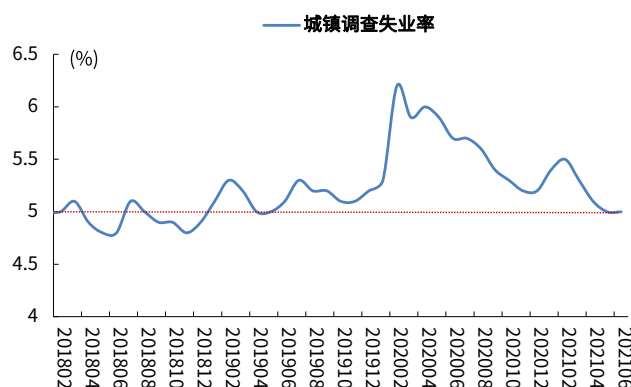
资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期）

图 1：二季度的投资、消费、出口均相对一季度改善



资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：均为单季度

图 2：6 月份城镇调查失业率接近疫情前水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

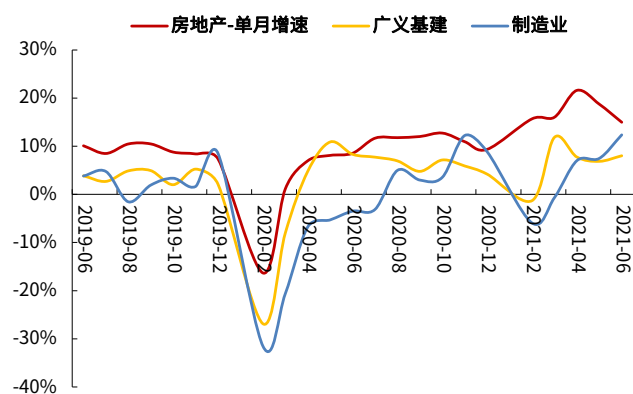
二、制造业强劲复苏，内部分化依然存在

6月固投增速回升，符合市场和我们的预期，制造业投资复苏动能强劲，基建投资反弹，房地产投资回落。与2019年同期相比（下同），6月固投单月增速11.7%，高于5月的9.6%，与4月份基本持平，依然高于今年1-2月（1.8%）及3月（8.1%）。其中，制造业增速继续上行，广义基建增速反弹，房地产投资则出现回落。

制造业投资复苏和补库进程推进，持续验证我们的观点。3月份以来，在盈利改善和强劲出口的驱动下，制造业投资不断复苏。以2019年为基数，6月单月制造业投资增速12.3%，大幅高于5月的7.5%，及4月的7%。6月进口动能也达到了年内的高点，说明制造业补库的进程在持续推进。这也验证了我们一直以来，看好国内制造业投资和全球设备投资朱格拉周期开启的观点。

制造业提振生产，工业产能利用率超过去年四季度。与2019年同期相比，6月工业增加值单月增速13.5%，基本持平5月，比4月的14.1%出现小幅回落。分项来看，采矿业、制造业及电热燃气和水生产的单月增速分别为5.1%、15.6%和12.4%，采矿业和制造业增速有所上行，电热燃气及水则出现下行。二季度，出口整体表现超市场预期（尤其是4月及6月），拉动工业增加值持续上行。工业产能利用率也已经接近历史高位，超过了去年四季度的水平。

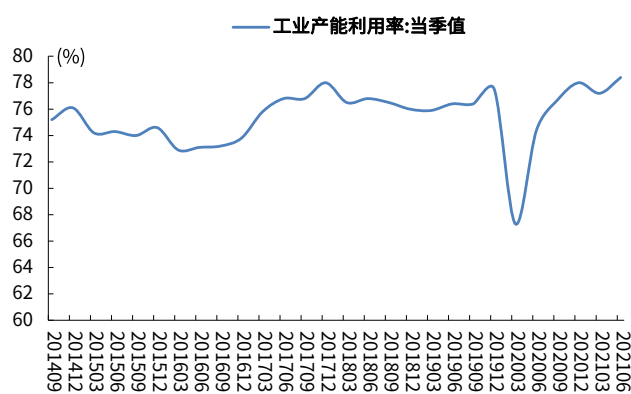
图3：6月，制造业和基建反弹，房地产投资增速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，与2019年同期相比

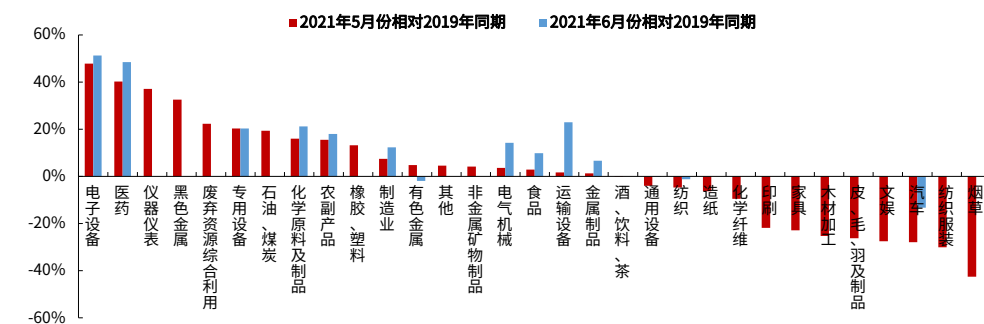
图4：二季度，产能利用率超过了去年四季度



资料来源：Wind，光大证券研究所

制造业各链条投资增速均有所改善，但内部分化依然严重，经济不均衡问题依然存在。6月来看，制造业各链条增速均有所改善，高技术品类投资增速依然处于较高水平，低技术条线也有所改善，但改善态势明显低于高技术链条，经济复苏不均衡的问题依然存在。6月（相比于2019年，下同）汽车、运输设备、电气机械及医药的单月增速分别比5月增加了15个、21个、11个和8个百分点，远高于化工（+5pct）、纺织（+4pct）、食品（+7pct）、农副产品（+2pct）及有色（-7pct）。

图 5：制造业各链条投资增速均有所改善，但内部分化依然严重



资料来源：Wind，光大证券研究所

央行全面降准，叠加上游通胀压力缓释，预计下游制造业盈利将逐步好转，制造业复苏向纵深推进。前五个月，中游制造业企业和下游消费品行业的盈利确实受到上游涨价的挤压，即使是前期盈利保持较快增长的计算机、通信和其他电子设备制造业，2021年5月的盈利增速均出现了不同程度的下滑。随着五月份监管层多措并举实施大宗商品保供稳价，6月份PPI生产资料价格涨幅回落，预计PPI将进入下行通道，通胀压力缓释。叠加央行全面降准，预计制造业复苏不均衡的问题将在下半年进一步改善，制造业投资中枢会继续抬升。

图 6：食品、农副食品、化工等链条投资增速反弹

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2020年单月增速			2021年相对2019年同期单月增速					
			10月	11月	12月	2月	3月	4月	5月	6月	
房地产、基建	黑色金属	3.2%	23%	35%	38%	81%	86%	88%	85%	82%	
	有色金属	2.5%	27%	11%	21%	7%	15%	18%	15%	12%	
	合计	5.7%									
食品	农副产品	5.1%	15%	15%	11%	-6%	3%	3%	10%	10%	
	食品	2.7%	11%	19%	-9%	-11%	1%	1%	3%	10%	
	酒、饮料、茶	1.6%	7%	-12%	27%	-6%	1%	5%	0%	3%	
	烟草	0.1%	8%	-10%	-44%	-19%	58%	25%	3%		
出口：低技术(纺织、家具等)	合计	9.5%									
	纺织	2.9%	-3%	14%	5%	-30%	21%	24%	5%	11%	
	纺织服装	1.6%	-25%	-8%	-46%	-38%	26%	24%	10%		
	皮、毛、羽绒及制	0.9%	-15%	5%	-19%	-10%	20%	20%	26%		
	木材加工	1.9%	-1%	-4%	-30%	-22%	28%	24%	25%		
	家具	1.8%	-10%	-5%	-22%	-20%	30%	27%	23%		
	化学原料及制品	7.1%	5%	26%	29%	9%	1%	8%	9%		
其他	化学纤维	0.6%	-6%	-27%	-2%	-27%	3%	8%	9%		
	造纸	1.3%	7%	5%	27%	-3%	11%	5%	6%		
	合计	18.0%									

资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

图 7：高端制造业投资复苏态势较强

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2020年单月增速				2021年相对2019年同期单月增速					
			10月	11月	12月	2月	3月	4月	5月	6月		
出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	9.3%	14%	36%	-3%	30%	24%	26%	48%	41%		
	通用设备	6.4%	0%	-3%	27%	-20%	9%	11%	11%	0%		
	专用设备	7.1%	-3%	13%	32%	2%	-1%	11%	20%	20%		
	金属制品	4.9%	-5%	13%	6%	-17%	4%	3%	1%	1%		
	非金属矿物制品	9.8%	6%	7%	10%	-4%	0%	4%	4%	4%		
产业升级	合计	37.6%										
	运输设备	1.3%	29%	19%	20%	-16%	1%	2%	2%	2%		
	仪器仪表	1.4%	-13%	6%	-25%	22%	1%	3%	3%	1%		
	电气机械	6.1%	-8%	-1%	28%	-8%	1%	10%	1%	1%		
	医药	4.1%	34%	76%	37%	28%	24%	36%	40%	48%		
汽车链条	合计	12.8%										
	汽车	5.5%	-4%	-12%	21%	-32%	28%	7%	28%	3%		
	橡胶、塑料	3.4%	7%	6%	39%	-6%	17%	3%	18%	18%		
其他	合计	8.9%										
	印刷	0.7%	-20%	6%	-31%	-20%	4%	2%	2%	2%		
	文娱	1.0%	-34%	-25%	-42%	-27%	2%	2%	2%	2%		
	石油、煤炭	1.7%	-2%	23%	40%	9%	1%	1%	1%	1%		
	废弃资源综合	1.3%	5%	27%	28%	0%	1%	2%	2%	2%		
其他	其他	1.3%	55%	6%	-7%	-32%	7%	10%	10%	10%		
	合计	6.1%										

资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

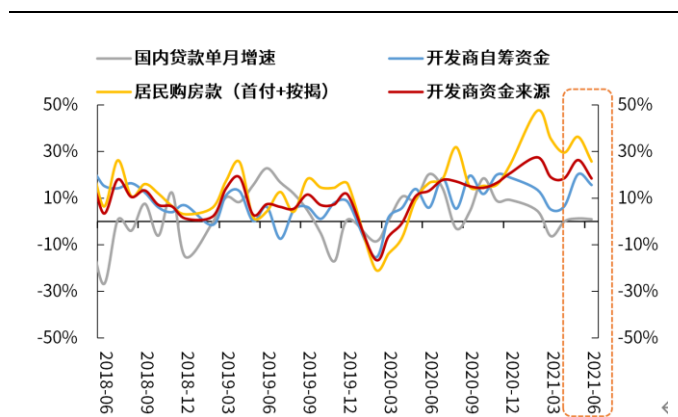
三、房地产：投资回落，新开工、竣工反弹

房地产销售增速继续下行，带动投资增速回落。房地产投资如期回落，以2019年为基数来看，6月地产投资单月增速15%，低于5月单月增速18.7%，是4月以来的第三个月下滑。我们在五月份点评报告和年中策略中均提到，今年开发商表外融资规模持续压降，开发商融资主要依赖于房地产销售增速。随着3月份销售拐点确认，意味着开发商资金来源增速下行，将带动地产投资增速进入下行区间。

新开工和竣工增速继续反弹。正如我们在4月、5月实体数据点评里提到的，随着多地土地两集中告一段落，释放土地诚意金，开发商融资边际放松，新开工和竣工会出现一定反弹。以2019年为基数来看，6月新开工和竣工单月增速分别为4.7%及55.5%，分别比5月上升了8个和38个百分点，竣工增速上行较大。但是，不可忽视的是，2019年6月份竣工的基数较低。考虑环比增速的话，6月份新开工和竣工分别为22%及28%，历史均值（2017年至2020年）分别为18%及31%。

向前看，地产投资将继续缓步下行。3月份，全国销售面积增速开始下行，销售拐点已经出现，虽然5月份销售额增速大幅反弹至33%，但主要来自于基数的扰动。向前看，短期新开工和竣工的反弹预计还会持续，对开发投资带来支撑。但是，销售拐点的确认，也会持续约束开发商资金链条，开发投资将继续缓步下行。

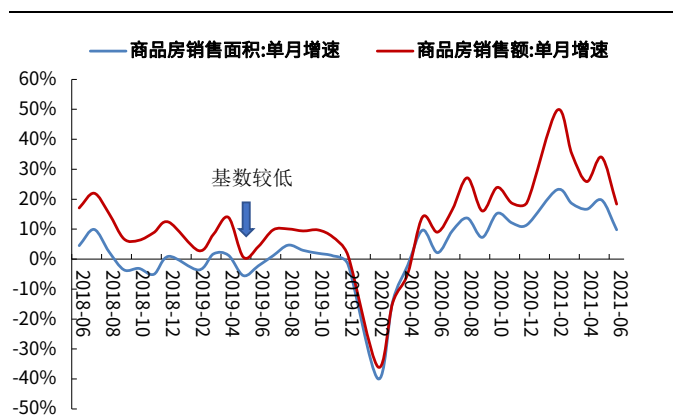
图8：6月开发商资金来源继续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

图9：3月份，销售增速的拐点确立



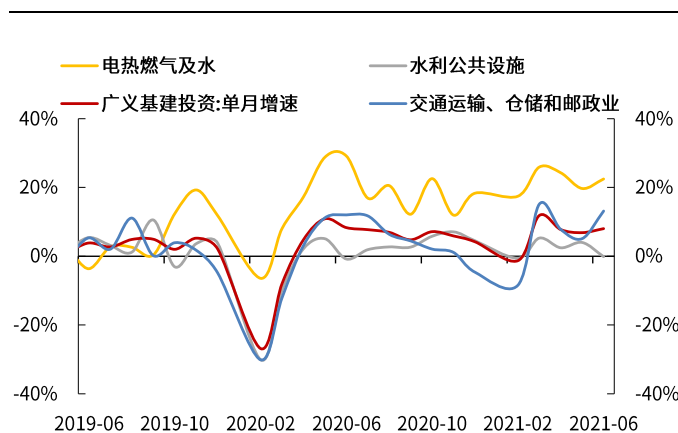
资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

四、基建：反弹，三季度依然有发力空间

广义基建增速如期反弹。以2019年为基数，6月广义基建的单月增速较5月增速提升了1.1个百分点至8%，电热燃气及水投资和铁路投资增速均出现回升。

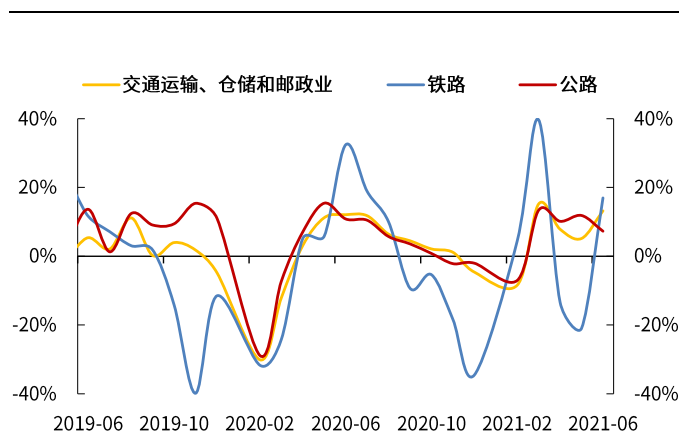
图10：广义基建增速回升，主要受到电热燃气及水、铁路的提振



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

图11：铁路投资增速回升较大，公路投资增速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021年单月增速，为与2019年同期相比

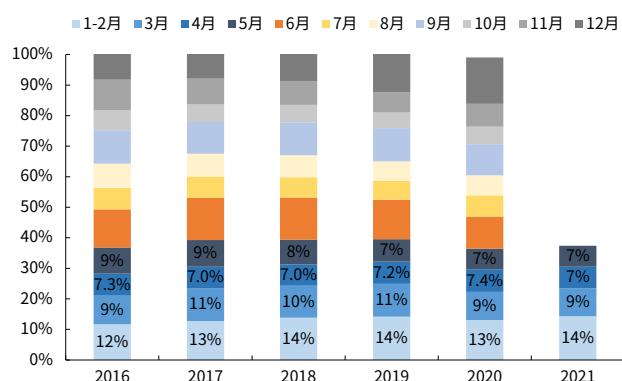
财政支出后置给下半年基建铺垫了较大的发力空间,但是地方政府投资意愿和专项债监管趋严也会限制未来基建投资反弹的高点:

第一,下半年财政空间预留较多,叠加三季度专项债进入密集发行期,有望带动基建投资增速迎来反弹。1-5 月份,公共财政收入进度为 49%,为历史最高水平,而支出进度仅为 37%,明显落后于往年水平。同时,今年上半年新增专项债发行约 1 万亿元,仅完成今年新增限额的 30%,低于过去两年同期约 60%的水平。

第二,地方政府的投资意愿有限,可能限制未来基建投资的反弹空间。一方面,2020 年以来,以一般债和置换债为代表的地方政府存量债务到期压力明显增大,还本付息压力较大,约束地方财力扩张空间。2020 年以来,财政支出中债务付息支出增速明显高于其他领域,今年上半年再融资债发行量达到 1.86 万亿,基本达到去年全年的发行规模。

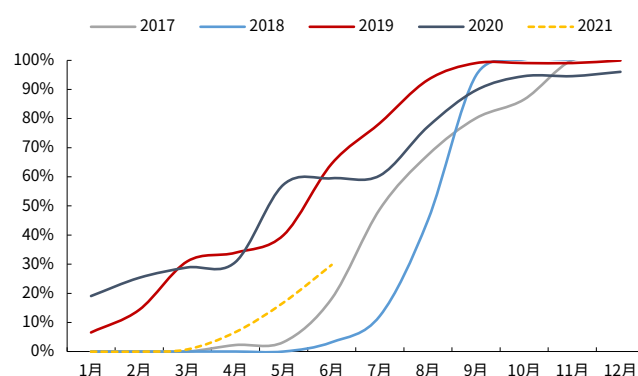
第三,专项债监管趋严,也会限制基建投资的反弹空间。财政部于 2 月 9 日印发《地方政府债券信息公开平台管理办法》,4 月 21 日提出对专项债券发行使用实行穿透式监管,5 月 21 日提出将及时出台专项债券用途调整工作指引,7 月 1 日印发《加强专项债项目资金绩效管理》。财政部针对于专项债使用持续出拳,旨在提高专项债的项目入库门槛,提高财政资金的使用效率。监管趋严下,地方政府受制于优质项目储备不足等问题,或会使得专项债发行进度进一步放缓。

图 12: 今年一般公共预算支出进度较慢



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 今年新增专项债发行进度较慢



资料来源: Wind, 光大证券研究所

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_22216

