

## 总量研究

## 经济内生动力方面的分化更值得关注

## ——2021年二季度和6月经济数据点评兼债市观点

## 要点

## 事件：

国家统计局公布2021年二季度和6月经济数据：1) 初步核算，二季度实际GDP同比增长7.9%，环比增长1.3%；2) 6月份规模以上工业增加值同比增长8.3%，两年平均增长6.5%；3) 1-6月全国固定资产投资同比增长12.6%，两年平均增长是4.4%；4) 6月社会消费品零售总额同比增长12.1%，两年平均增速为4.9%。

## 点评：

**经济实际表现可能并不差，但增速趋缓而通胀较高的问题需要关注。**二季度实际GDP同比增长7.9%，两年平均增长5.5%（一季度两年平均增长5.0%），比市场预期稍低，但经济实际表现可能并不差。如何应对当前存在的经济增速趋缓但通胀较高问题，是决策层需要面对的重要课题。

**供给仍处于较高水平，但提供的指示意义可能有限。**6月工业生产呈现同比高而环比也稍高的组合，预示供给仍处于较高水平，但提供的指示意义可能有限。从门类来看，采矿业生产增速回落较快，价格因素对制造业生产的影响减弱。

**固定资产投资方面**，结合年度同比、两年平均增速与5月份比较来看，地产投资这两个增速都在下降，验证我们对于地产投资处于增速下降通道的判断；制造业投资两个增速都在提升，验证制造业投资增速处于向上通道；基建投资则是当年同比为负但增速提升，整体维持在去年大致水平，基建投资有所改善但难有太亮眼表现。

**汽车消费拖累社消恢复速度，后续看服务类消费的提升。**6月当月社消同比增速为12.1%，比2019年6月份增长10%，两年平均增速为4.9%。从数据表现来看，必选消费目前整体恢复到疫情前水平，可选消费有一定的波动，而服务消费在疫情影响下恢复情况一般。

## 债市观点

我们认为降准并不代表货币政策取向的改变，货币政策仍是“稳”字当头。降准的初衷是为了增强金融机构资金配置能力、加大对小微企业的支持力度、降低社会综合融资成本。对于债券投资，我们仍建议继续保持均值回复的思维。虽然近期10Y国债收益率较可能在资金的推动下低位运行，但是从中长期看国债收益率取决于经济基本面。我国经济稳中向好，继续保持着扩张态势，工业企业利润持续稳定增长，长期向好的经济基本面并没有变，其很难给收益率的下行提供充足的动力。

## 风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

## 作者

## 分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-58452066  
zhang\_xu@ebsecn.com

## 分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-58452070  
weiwxs@ebsecn.com

## 分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004  
010-58452065  
lishuchuan@ebsecn.com

## 联系人：方钰涵

010-58452047  
fangyuhan@ebsecn.com

## 联系人：毛振强

maozhenqiang@ebsecn.com

## 相关研报

基建致投资环比下降较快，服务业带来消费修复提速——2021年5月经济数据点评兼债市观点（2021-06-16）

指标内部的分化继续呈现——2021年4月经济数据点评兼债市观点（2021-05-17）

结构性分化致经济恢复有所放缓——2021年3月及一季度经济数据点评兼债市观点（2021-04-16）

供给强劲，需求内外有别——2021年1-2月经济数据点评兼债市观点（2021-03-15）

全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀研究系列之四（2021-02-26）

抓住经济结构和杠杆率两条主线看后续基本面走势——2020年12月经济数据点评兼债市观点（2021-01-18）

## 1、事件

2021年7月15日，国家统计局公布2021年二季度和6月经济数据：

- 1) 初步核算，二季度实际GDP同比增长7.9%，环比增长1.3%；
- 2) 6月份规模以上工业增加值同比增长8.3%（前值为8.8%），两年平均增长6.5%；
- 3) 1-6月全国固定资产投资同比增长12.6%（前值为15.4%），两年平均增长是4.4%（前值为4.2%）；
- 4) 6月社会消费品零售总额同比增长12.1%（前值为12.4%），两年平均增速为4.9%（前值为4.5%）。

## 2、点评

### 2.1、经济实际表现可能并不差，但增速趋缓而通胀较高的问题需要关注

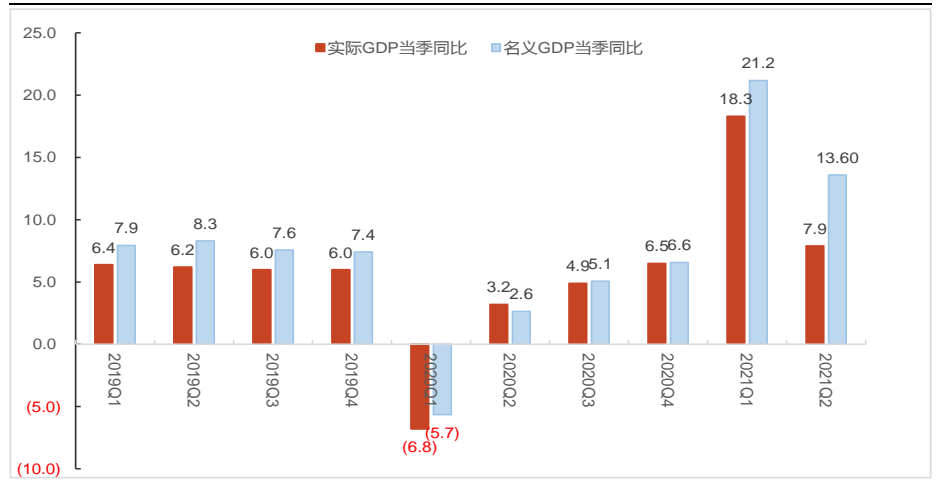
初步核算，二季度我国实际GDP同比增长7.9%（一季度为18.3%），两年平均增长5.5%（一季度两年平均增长5.0%）。从数据表现来看，单季度7.9%增速比市场预期稍低（Wind统计的市场预期值为8.5%），**但经济实际表现可能并不差：**

**从同比来看**，二季度实际GDP增速为7.9%，两年平均增速为5.5%（比一季度提高了0.5个百分点），考虑到目前消费尚未完全恢复到疫情前，这样的表现并不差；另外，测算下来，名义GDP大概在13.6%，两年平均增速为8%，从近3年表现来看，也属于较高水平。当然需要注意的是，GDP平减指数达到了5.7%，也是2017年以来最高水平，说明通胀仍有一定压力。

**从环比增速来看**，二季度实际GDP环比增速为1.3%（一季度为0.6%），增速也进一步提升，但比疫情前水平相比（2015-2019年2季度GDP环比增速的均值为1.5%），水平仍并不高，说明经济仍尚未完全恢复到疫情前。

从供需端的结构表现来看，目前经济增速不及市场预期主要由需求端结构性分化带来（后文将展开分析）。展望后续，目前经济仍处于在复苏阶段，内生动力有待提升，考虑到服务类消费一直将受到疫情的影响，因此要想恢复到疫情前水平，尚需一定时间。尽管全年来看，通胀整体温和的概率较大，但如何应对当前存在的经济增速趋缓但通胀较高问题，是决策层需要面对的重要课题。

图表 1：2021 年 2 季度实际 GDP 当季同比 7.9%，两年平均增长 5.5%



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.2、供给仍处于较高水平，但提供的指示意义可能有限

6月规模以上工业增加值同比增长 8.3%（前值为 8.8%），环比增长 0.56%（前值为 0.52%），比 2019 年同期增长 13.5%，两年平均增长 6.5%（前值为 6.6%）。

从数据表现来看，6月工业生产有以下特点：

### 1) 6月工业生产呈现同比高而环比也稍高的组合，预示供给仍处于较高水平，但提供的指示意义可能有限。

6月规模以上工业增加值同比增长 8.3%，仍维持在较高水平，但这主要是由于 2020 年同期工业生产仍处于恢复进程中，同比增速只有 4.8%，低于疫情前水平不少。以 2019 年 6 月为基期，今年 6 月规模以上工业增加值两年平均增速为 6.5%（比 5 月低 0.1 个百分点），比 2019 年四季度平均增速（5.9%）稍高，但稍低于 2019 年 12 月（疫情发生前一月）当月增速（6.9%）。环比增速方面，从前 5 个月数据来看，1-4 月工业增加值环比增速处于持续下降通道，5 月稍有企稳，6 月则稍有提升。2018、2019 年全年规模以上工业增加值环比增速分别为 0.48%、0.54%，今年 6 月环比增速较这两个数值都高。2019 年 4 季度，经济有企稳回升迹象，当年 11、12 月环比增速分别达到 0.77%、0.61%。整体来看，6 月工业生产呈现同比高且环比也稍高的组合，显示供给整体仍处于相对较高水平。但正如我们在《制造业需求内外有别，服务业恢复速度减慢——2021 年 6 月 PMI 数据点评及债市观点》中所提到的，生产指数的上下波动并非偶然，而是常态，这其实是经济整体总需求不足、供给相对过剩，因此生产更易上下波动的反映。因此 6 月工业生产数据能够提供的指示意义并不强。

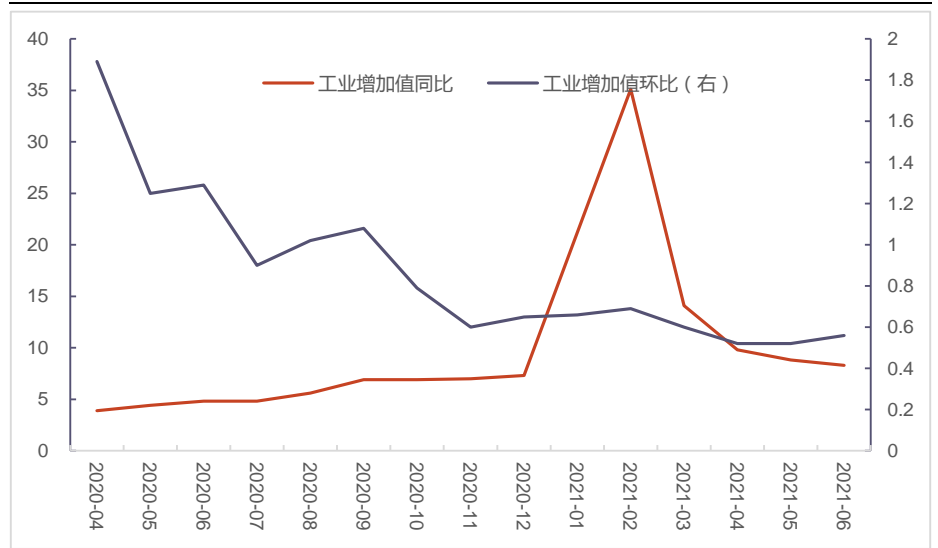
### 2) 从门类来看，采矿业生产增速回落较快，价格因素对制造业生产的影响减弱。

从当月增速来看，6 月采矿业增加值同比增长 0.7%（比 5 月下降 2.5 个百分点），制造业同比增长 8.7%（比 5 月回落 0.3 个百分点），电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 11.6%（比 5 月上升 0.6 个百分点），**采矿业生产增速回落较快**。但与 2019 年同期比较，两年平均增速方面，则分别为 1.2%（比 5 月下降 0.9 个百分点）、6.9%（比 5 月下降 0.2 个百分点）和 8.5%（比 5 月上升 1.3 个百分点），从两年平均增速来看，采矿业增速回落较快，而电力、热力、燃气

及水生产和供应业增速提升较快。相比于5月制造业生产回落最快的情况，6月工业生产数据说明目前价格因素对制造业生产的影响减弱。

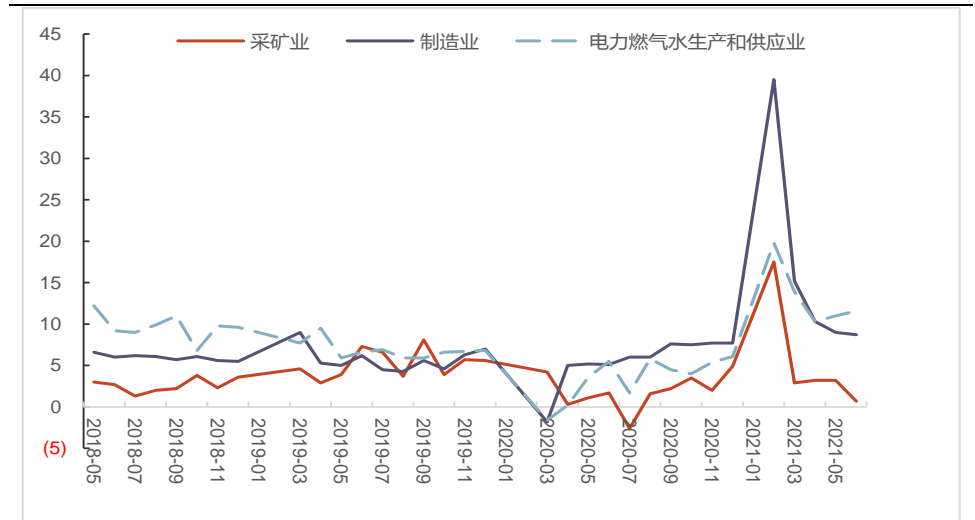
展望后续，目前外需虽仍然强劲，制造业生产有较强支撑，但上游价格过快增长也制约了制造业生产的进一步提升，而随着“保供稳价”政策的实施，上游采矿业生产的积极性也会受到一定影响，工业生产预计难有进一步提升的空间。

图表 2：目前工业增加值同比环比均处于相对较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 3：6月采矿业生产同比增速回落较快



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

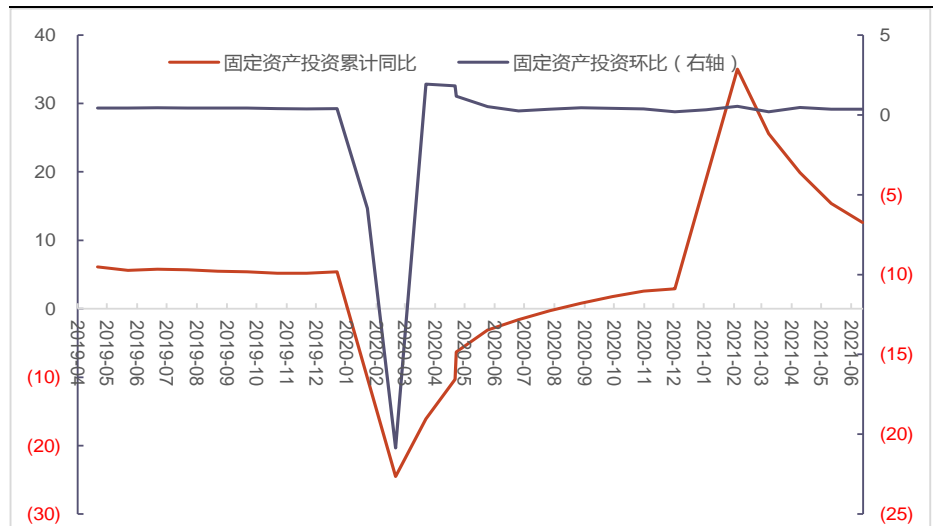
### 2.3、 地产投资韧性不再导致固定资产投资恢复减慢，制造业投资提升明显，基建投资有所改善但与去年同期水平相当

1-6月全国固定资产投资 25.6 万亿元，同比增长 12.6%，基数效应带来的高速增长数值仍较为明显。从两年平均增速情况来看，2021 年 1-6 月固定资产投资比

2019年1-6月份增长9.1%（比1-5月提升0.6个百分点），两年平均增长是4.4%（比1-5月提升0.2个百分点），连续4个月上升。

疫情前的2018、2019年，这两年固定资产投资增速分别为5.9%、5.4%，2018年1-6月、2019年1-6月固定资产投资累计增速分别是6%、5.8%，目前两年平均4.4%的增速，说明固定资产投资仍处于恢复过程。从环比来看，6月固定资产投资环比增长0.35%，比5月下降0.01个百分点，仍低于疫情前0.4%左右的环比增速，说明6月固定资产投资恢复的速度稍慢（从后文看主要是由于地产投资增速持续下降带来）。

图表4：6月固定资产投资进一步恢复，但恢复的速度稍慢

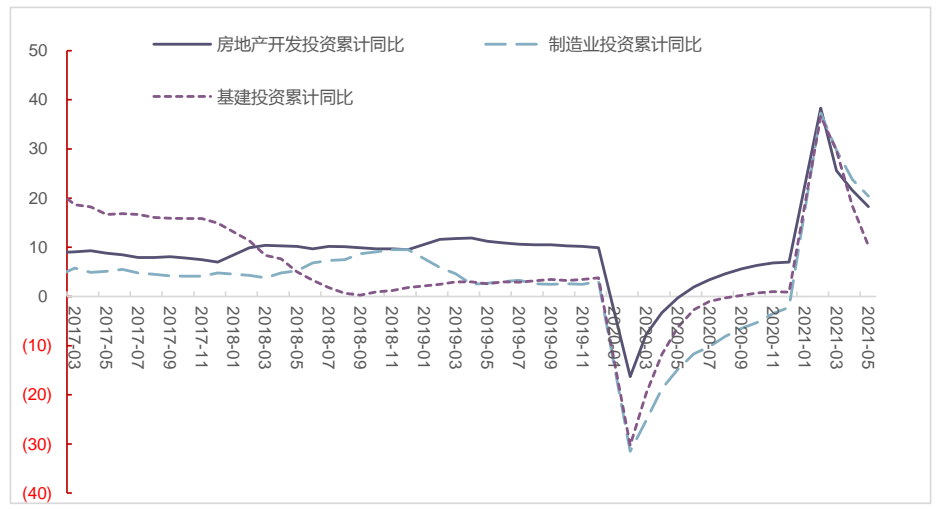


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

**从分项来看，地产投资韧性不再，制造业投资提升明显，基建投资有所改善但大致与去年同期水平相当。**

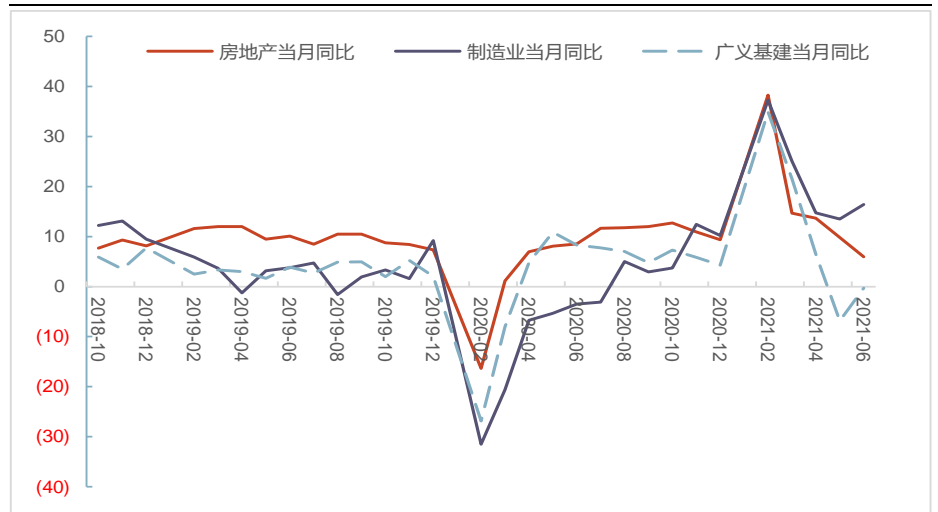
初步测算，2021年6月当月地产、制造业、基建投资比2020年6月分别增长了5.9%、16.4%、-0.3%（前值为9.8%、13.5%和-6.8%）。为更好剔除去年基数较低带来的影响，仍以两年平均增速来观察固定资产投资三大类的增长情况。初步测算，2021年6月当月地产、制造业、基建投资比2019年6月分别增长了15%、12.3%、8.0%，两年平均增速分别为7.2%、6%和4%（前值为9.0%、3.7%和1.7%），地产投资增速下降明显，制造业投资继续提升，基建投资稍有改善。结合年度同比、两年平均增速与5月份比较来看，地产投资这两个增速都在下降，验证我们对于地产投资处于增速下降通道的判断；制造业投资两个增速都在提升，验证制造业投资增速处于向上通道；基建投资则是当年同比为负但增速提升，整体维持在去年大致水平，基建投资有所改善但难有太亮眼表现。

图表 5：固定资产投资三大项累计增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 6：固定资产投资三大项当月增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

展望后续，地产投资在严监管背景下，后续仍将延续增速下台阶状况，是否能够企稳尚有不少不确定性；基建投资则是多个方面综合作用的结果，后续应稍有改观但预计也难有太高表现。制造业投资在整个固定资产投资中占比较高（30-40%），且是经济修复的内生动力，因此制造业修复速度很大程度上影响固定资产投资的增速。当前制造业呈现需求尤其是外需较好，供给强劲，尽管投资尚未恢复到疫情前，但整体处于持续恢复阶段，目前来看，随着“保供稳价”政策实施带来的效果，但上游价格对制造业投资压制减弱，制造业投资回到恢复阶段，但也需要注意到，目前非金融企业整体处于杠杆修复阶段，因此也不宜对制造业投资过于乐观。

## 2.4、 汽车消费拖累社消恢复速度，后续看服务类消费的提升

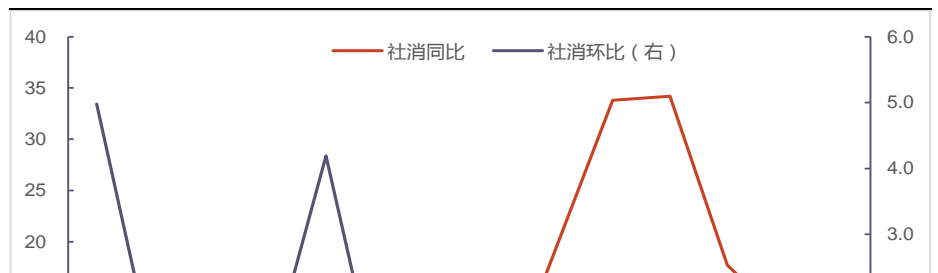
1-6月，社会消费品零售总额 21.2 万亿元，同比增长 23%；与 2019 年 1-6 月相比，两年平均增速为 4.4%，连续两个月上升，但恢复的速度较慢（1-4 月为 4.2%，1-5 月为 4.3%）。

6 月当月社消同比增速为 12.1%（前值为 12.4%），比 2019 年 6 月份增长 10%（前值为 9.3%），两年平均增速为 4.9%（比 5 月上升了 0.4 个百分点）。相较于 2018、2019 年的全年 9.7%、8.2%（名义）的增速，社消两年平均增速仍然较低，也是目前市场认为经济恢复不足的重要原因。也主要注意到，6 月汽车类消费增速只有 4.5%，考虑到去年同期基数较低（2020 年 6 月汽车类消费增速为 -8.2%），因此，汽车消费也是影响消费恢复的重要因素。6 月份社会消费品零售总额环比增速 0.7%（比 5 月下降 0.1 个百分点），低于 2019 年同期环比增速（0.86%），但与 2019 年全年平均增速（0.71%）大致相当。从两年平均增速与疫情前比较情况，以及汽车消费对消费的拖累等情况来看，目前消费恢复稍显不足，但也未必有多差。

我们在 3 月经济数据点评中指出，不同消费品种受疫情的影响程度不同，收入的变化对其影响也不同。我们将消费品区分为必选消费、可选消费以及服务类消费，并分别以粮油、食品类来指示必选消费，以汽车、金银珠宝类、通讯器材类和家电类来指示可选消费，以餐饮类来指示服务。

我们测算了各行业的 2 年平均增速，6 月全部消费，粮油、食品类，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类，家电，餐饮业增速分别为 4.9%、13%、-2.1%、8.4%、17.3%、9.3%和 1%，与 5 月相比，汽车、金银珠宝、餐饮增速有一定程度的下降，其他类消费增速均有一定程度提升。从数据表现来看，必选消费目前整体恢复到疫情前水平，可选消费有一定的波动，而服务消费在疫情影响下恢复情况一般。2019 年餐饮消费为增速为 9%左右，今年 6 月两年平均增速仅有 1%，而后续消费恢复的情况也主要取决于服务类消费的恢复情况。

图表 7：目前消费仍处于修复过程中，难言好但未必有多差



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\\_22217](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22217)

