

二季度 GDP 略低于预期，但 6 月数据结构改善

1、7月15日统计局公布数据显示我国二季度实际 GDP 同比增长 7.9%，预期 8.5%，两年平均增长 5.5%，比一季度上涨 0.5 个百分点。从需求端看，消费复苏较平稳，固定资产投资动能逐步从房地产转向基建和制造业，高技术产业和社会领域投资增速仍然相对可观。从贸易结构来看，在全球经济外需向好和产业替代效应仍然较强的背景下，出口强于预期。从就业表现来看，全国城镇调查失业率平均为 5.0%，与 5 月持平，比上年同期下降 0.7 个百分点。

2、6 月固定资产投资累计同比 12.6%，前值 15.4%。固定资产投资累计同比较 2019 年同期增长 9.1%，两年平均增长 4.4%。其中按照分项来看，房地产投资持续下行，基建和制造业投资当月同比好转。

3、工业生产增速累计同比涨幅放缓。6 月工业增加值累计同比 15.9%，前值为 17.8%。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。

4、消费整体保持稳定复苏。累计同比增长 23.0%，前值 25.7%，较 2019 年 6 月份增长 10.1%（前值 9.3%），两年平均增速为 4.9%，前值 4.5%，其中地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均收窄。

5、虽然二季度 GDP 低于预期，但 6 月经济数据结构性好转。具体来看：首先，地产投资累计同比涨幅收窄，且 1-6 月累计同比两年平均增速回落。从高频数据来看，6 月螺纹钢表观消费放缓较明显，意味着新屋开工的疲软难以逆转。另外 6 月金融数据中的居民中长期贷款同比少增较多和 100 大中城市成交土地溢价率当月值进一步回落表明房地产投资下行趋势依然较确定。其次，虽然 6 月社零受到多项外部因素扰动，但总量温和回升且结构改善。具体来看：1) 分地区来看，1-6 月乡村累计同比两年平均增速从前值的 3.7%回升至 4.0%，且二季度居民债务和居民可支配收入之间的差值回落，对消费的约束减弱；2) 虽然汽车缺芯和广东疫情对社零带来负面影响，但并不大。根据乘联会数据，6 月当月汽车销售同比为-8%，远低于前值的 4%，所以 1-6 月汽车的累计两年平均增速为 5.16%，低于前值的 6.95%。另外受广东疫情影响，6 月航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动活跃度回落，餐饮收入两年平均增速改善力度并不强。3) 受到 618 等年中促销提振，1-6 月实物商品网上零售额累计两年同比平均增速为 16.5%，高于前值的 15.6%；4) 分商品来看，除汽车以外的消费品零售额累计同比两年平均增速从 4.0%回升至 4.3%，限额以上大部分的商品增速均出现好转。第三，在产能利用率和信贷数据支持下，下游制造业表现较强。分行业来看，下游制造业中医药、计算机、运输设备和专用设备 1-6 月累计同比两年平均增速均出现上行，与此相对的中游原材料大部分行业的两年平均增速出现回落，意味着大宗商品价格降温对下游制造业的约束减弱，和 6 月 BCI 企业投资前值指标回升相呼应。第四，基建投资温和回升，但力度有限。数据显示，6 月新增地方政府专项债为 4304 亿元，高于前值和 2020 年同期水平，但略低于 2019 年同期的 5267 亿元。往后看，财政后置依旧意味着 Q3 基建有望加速，但是仍需警惕城投隐性债务监管加强带来的基建不及预期。最后，6 月消费结构性改善、成本压力对于制造业的约束减弱以及出口超预期意味着本轮降准更指向结构性调整。为维持正常的信用创造，保持银行体系流动性合理充裕，降准更多为了强化对实体经济支持力度，以确保中小企业正常运行。另外当日 MLF 和公开市场逆回购利率均维持不变，更加释放了稳健货币政策取向并没有发生实质性改变的信号。

风险提示：1、流动性收缩导致短端利率出现较大上升；2、信用收缩过快、过大导致系统性信用风险爆发；3、通胀大幅超出预期，导致货币政策被动收紧。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

图表 1：6 月经济数据点评：地产减速，二季度增速略低于预期

国金宏观6月经济数据点评：地产减速，二季度增速略低于预期					
经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	5月	6月	1-5月	1-6月	
GDP	-	7.9	-	12.7	2021年上半年中国国内生产总值同比增长12.7%，两年平均增长5.3%。其中，二季度两年平均增长5.5%，略高于前值。从需求端看，消费复苏较平稳，固定资产动能逐步从房地产转向基建和制造业，高技术产业和社会领域投资增速仍然相对可观。从贸易结构来看，在全球经济外向向好和产业替代效应仍然较强的背景下，出口略强于预期。从就业表现来看，上半年全国城镇新增就业完成全年目标的63.5%。6月份，全国城镇调查失业率为5.0%，较上年同期下降0.7个百分点。未来看，消费中服务业将带动消费进一步回升，进出口贡献仍存，制造业回升较为确定，基建保持稳中回升，房地产的贡献度继续回落。
社零	12.4	12.1	25.7	23.0	1-6月份，社会消费品零售同比增长23.0%，两年平均增速为4.4%，略高于前值的4.3%。按照分项来看，地产链条和汽车累计同比涨幅收窄，石油制品累计同比持平于前值，通讯和中西药累计同比涨幅收窄。
投资	4.2	4.7	15.4	12.6	当月同比小幅回升，累计同比较2019年1-6月份增长9.1%，两年平均增长4.4%。其中按照分项来看，房地产投资持续下行，基建和制造业投资当月同比好转。
民间投资	11.7	8.8	18.1	15.4	民间投资累计同比涨幅回落，但增速高于整体固定资产投资。当月同比涨幅收窄。
基建投资	(3.6)	(0.3)	10.4	7.2	基建投资当月同比跌幅收窄。分项来看，电热燃水生产和供应业当月同比跌幅收窄（-5.2%），铁路、道路运输业投资当月同比转正（1.0%），水利、环境和公共设施管理业当月同比转正（0.7%）。
制造业投资	13.5	16.4	20.4	19.2	当月同比涨幅走扩，增速在三大投资分项中维持最强。从结构来看，计算机、金属、通用设备累计同比涨幅走扩；汽车累计同比跌幅收窄。
房地产投资	9.8	6.0	18.3	15.0	基数效应基本消退背景下，当月同比涨幅继续收窄，地产下行投资趋势不改。
新开工面积	(6.1)	(3.8)	6.9	3.8	累计同比涨幅收窄，当月同比跌幅收窄。
资金来源	14.0	4.0	29.9	23.5	当月同比涨幅大幅收窄。其中国内贷款累计同比由正转负至-2.4%（前值1.6%），自筹资金、其他资金来源、定金和个人按揭累计同比涨幅收窄。
商品房销售面积	9.2	7.5	36.3	27.7	商品房销售面积、销售额同比涨幅收窄。整体来看，三道红线在供给层面上约束了房企拿地的积极性，但累计同比涨幅依然处于历史高位。
商品房销售额	17.5	8.6	52.4	38.9	
出口	27.9	32.2	40.2	38.6	6月出口同比增幅上行，远超市预期。6月进口高位回落，符合市场预期。从出口来看，从“收入效应”来看，外需修复景气程度仍存，但不同国家的生产修复出现错位，所以本月出口超预期，更指向“结构性替代效应”。从进口来看，进口高位回落归因于大宗商品“价量齐跌”。往后看，疫情疫苗依然是全年最大的不确定性，对我国出口形成一定的扰动，但对出口的扰动更多体现在结构上，总量上仍然比较明朗。进口方面大宗商品逐步从“价量齐跌”走向“价量企稳”。
进口	51.1	36.7	35.6	36.0	
工业增加值	8.8	8.3	17.8	15.9	1-6月工业生产累计同比涨幅收窄。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。
出口交货值	16.9	13.4	24.9	22.9	1-6月出口交货值累计同比涨幅收窄，当月同比涨幅收窄。
发电量	7.9	7.4	14.9	13.7	1-6月发电量累计同比涨幅收窄。
粗钢产量	6.6	1.5	13.9	11.8	1-6月粗钢产量累计同比涨幅收窄，且当月同比涨幅收窄较多，钢厂开工积极性有所回落。
M1	-	-	6.1	5.5	信贷、社融回升意味着信用转向扩张。贷款结构变化有两点含义：一是居民长期贷款回落，一方面受到房贷利率回升，从需求端约束了对房产的需求；另一方面6月下旬以来由于年中信贷额度不足，存在银行的信贷额度分配和房地产市场需求出现错配，所以居民长期贷款受到供需两方面收缩的影响。二是票据融资大幅上行，一方面体现了银行风险偏好较低，另一方面表明企业对于信贷需求回落。从社融结构来看，人民币贷款同比多增、企业债券、政府债券和信托贷款同比改善。社融结构变化有三点含义：第一，政府债券同比回升较大，主要受益于政府债发行节奏开始加快。第二，6月以来信用债发行规模加速带动企业债融资修复。第三，信托贷款同比缺口逐步收敛，预计之后信托贷款表外融资的拖累效果走弱。
M2	-	-	8.3	8.6	
信贷(万亿)	1.5	2.1	10.6	12.8	
社融(万亿)	1.9	3.7	14.0	17.7	
CPI	1.3	1.1	0.4	0.5	CPI同比涨幅不及预期，环比跌幅扩大。从食品分项来看，猪肉价格依然为主要拖累。非食品分项复苏斜率放缓。从能源来看，原油价格依然是CPI的主要推力。PPI同比和环比涨幅均有所回落。工业品价格从5月的“齐涨”逐步走向6月的“分化”。6月下游价格大幅回落更多指向需求逐步回落，本轮上游涨价对下游的提振不足。生活资料价格回落较显著，大部分分项环比跌入负值。往后看，猪肉价格“筑底”逐步显现，后续对于CPI的拖累将减弱；CPI中非食品分项和PPI生活资料环比跌幅负值指向需求走弱，经济增速放缓；预计未来PPI持续回落，CPI维持温和回升。
PPI	9.0	8.8	4.4	5.1	
制造业PMI	51.0	50.9	-	-	6月制造业PMI小幅回落。从企业规模来看，中大型企业PMI扩张减缓但小型企业在收缩区间内扩张。6月供给端回落，但是需求端小幅回升。新出口订单和进口均回落。原材料和产成品库存回升，但是采购量回落，企业补库存意愿仍需观察。建筑业维持高景气，服务业复苏放缓。从建筑业PMI来看，建筑业成本压力大幅缓解。广东地区疫情反复对服务业PMI形成了拖累。
非制造业PMI	55.2	53.5	-	-	
综合PMI	54.2	52.9	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

1、7 月 15 日统计局公布数据显示我国二季度实际 GDP 同比增长 7.9%，预期 8.5%，两年平均增长 5.5%，比一季度上涨 0.5 个百分点。从需求端看，消费复苏较平稳，固定资产投资动能逐步从房地产转向基建和制造业，高技术产业和社会领域投资增仍然相对可观。从贸易结构来看，在全球经济外需向好和产业替代效应仍然较强的背景下，出口略强于预期。**从就业表现来看**，全国城镇调查失业率平均为 5.0%，与 5 月持平，比上年同期下降 0.7 个百分点。

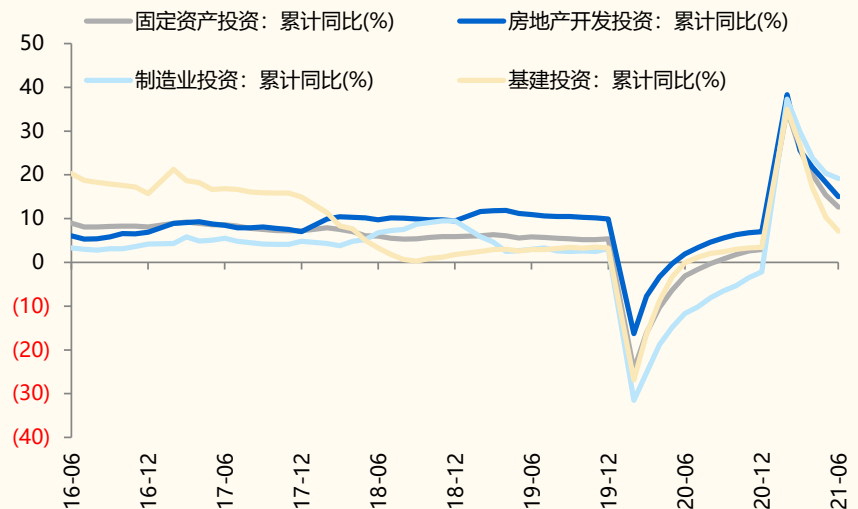
2、固定资产投资整体增速回落。6 月固定资产投资累计同比 12.6%，前值 15.4%。固定资产投资累计同比较 2019 年同期增长 9.1%，两年平均增长 4.4%。其中按照分项来看，房地产投资持续下行，基建和制造业投资当月同比好转。

(1) 1-6 月基建累计同比较前值涨幅回落。分项来看，电热燃水生产和供应业涨幅收窄；铁路、道路运输业投资涨幅收窄；水利、环境和公共设施管理业涨幅收窄。具体来看：1) 交运行业累计同比为 8.7%（前值 12.1%），其中铁路运输业涨幅大幅收窄至 0.4%（前值 7.1%），道路运输业累计同比涨幅回落至 6.5%（前值 10.6%）；2) 水利大环保行业累计同比涨幅收窄至 7.4%（前值 10.2%），其中权重最大的公共设施管理业涨幅收窄至 6.2%（前值 8.7%），水利管理业涨幅收窄至 10.7%（前值 15.4%）。

(2) 1-6 月制造业累计同比涨幅放缓。从分项来看，装备制造业和高技术制造业涨幅稳定，增速依然较可观。汽车累计同比跌幅略有缩窄。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计涨幅收窄至 20.7%（前值 24.2%），计算机通信行业累计同比涨幅扩大至 28.3%（前值 27.6%）；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅收窄至 -2.3%（前值 -3.7%），运输设备行业累计同比涨幅收窄至 31.4%（前值 34.2%）；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比涨幅扩大至 10.6%（前值 9.4%），专用设备累计同比涨幅收窄至 28.5%（前值 28.9%）；4) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比涨幅收窄至 29.8%（前值 34.7%），食品制造累计同比涨幅收窄至 14.3%（前值 16.3%）；5) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比涨幅扩大至 16.5%（前值 15.5%）。

(3) 1-6 月房地产投资累计同比涨幅收窄。随着政策约束影响，1-6 月新开工面积累计同比涨幅收窄。房地产开发资金累计同比涨幅走弱，商品房销售面积、销售额累计同比涨幅收窄。

图表 2：固定资产投资累计同比涨幅收窄



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、工业生产增速累计同比涨幅放缓。6 月工业增加值累计同比 15.9%，前值为 17.8%。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。

从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。采矿业累计同比 6.2%（前值 7.4%），制造业累计同比 17.1%（前值 19.3%），公用事业部门累计同比 13.4%（前值 13.8%）。

从制造业内部结构来看，除医药制造业外，主要行业均累计同比涨幅收窄。

1）新兴产业除医药制造业外累计同比涨幅收窄。其中化学原料累计同比 14.5%（前值 15.6%），医药制造业累计同比 29.6%（前值 28.4%），计算机、通信和电子行业累计同比为 19.8%（前值 21.5%）。

2）装备制造业累计同比涨幅收窄。其中汽车累计同比 21.8%（前值 29.3%），金属制品业累计同比 28.2%（前值 30.5%），运输设备业累计同比 15.3%（前值 17.9%），电气机械器材业累计同比 29.4%（前值 33.5%）。

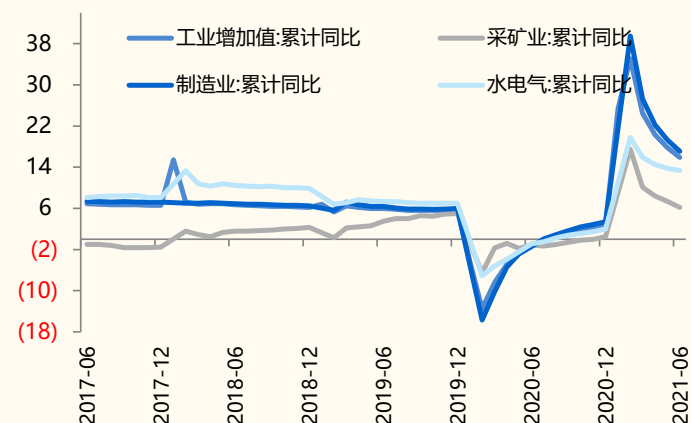
3）通用专用设备制造业同比涨幅收窄。其中通用设备制造业累计同比 24.3%（前值 27.2%），专用设备制造业累计同比 20.1%（前值 22.6%）。

4）轻工业同比涨幅收窄。其中农副食品加工业累计同比涨幅收窄 10.7%（前值 10.9%），食品制造累计同比涨幅收窄至 9.9%（前值 10.7%），纺织业工业累计同比涨幅收窄 8.2%（前值 10.8%）。

5）传统制造业同比涨幅收窄。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比涨幅收窄至 11.5%（前值 13.4%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比 7.8%（前值 9.2%），非金属矿物制品业累计同比 18.8%（前值 21.7%）。

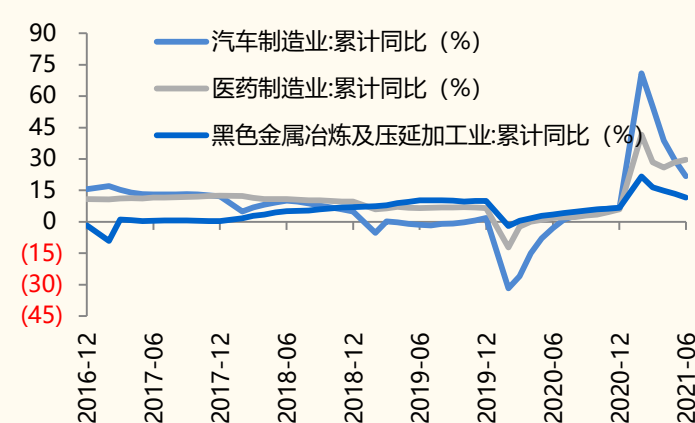
规模以上工业企业出口交货累计同比涨幅收窄。规模以上出口交货值累计同比涨幅收窄至 22.9%（前值 24.9%）。

图表 3：工业增加值累计同比涨幅回落 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：医药制造业累计同比走扩 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

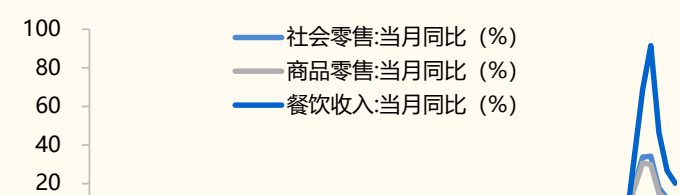
4、消费整体保持稳定复苏。累计同比增长 23.0%，前值 25.7%，较 2019 年 6 月份增长 10.1%（前值 9.3%），两年平均增速为 4.9%，前值 4.5%，其中地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均收窄。从环比看，6 月份社会消费品零售总额增长 0.7%，前值 0.8%。

地产链条细分类当月同比表现分化。建筑装潢材料当月同比 19.1%（前值 20.3%）；家具当月同比 13.4%（前值 12.6%）；家电当月同比 8.9%（前值 3.1%）。

升级型消费当月同比涨幅扩大。通讯类消费当月同比 15.9%（前值 8.8%）；中西药当月同比涨幅扩大至 8.5%（前值 7.3%）；石油及制品类消费当月同比上涨至 21.9%（前值 20.3%）。

汽车消费继续回落。汽车消费当月同比 4.5%（前值 6.3%）。

图表 5：社零中商品零售当月同比回升



图表 6：石油及制品和通讯器材当月同比回升



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_22219

