

二季度经济增速略逊预期，下半年经济增长动能将进一步向内需切换

主要数据：2021 年二季度 GDP 同比增长 7.9%，前值 18.3%。二季度规模以上工业增加值累计同比实际增长 8.9%，前值 24.5%；6 月同比实际增长 8.3%，前值 8.8%；1-6 月固定资产投资累计同比增长 12.6%，1-5 月为 15.4%，一季度为 25.6%；1-6 月社会消费品零售总额累计同比增长 23.0%，1-5 月为 25.7%，一季度为 33.9%；6 月社会消费品零售总额同比增长 12.1%，5 月为 12.4%。

主要观点：受上年基数影响，二季度 GDP 同比增速下滑，增长水平略低于市场预期。在当季出口超预期增长背景下，内需中的消费和投资增长动能相对较缓，是拖累经济增长不及预期的主要原因。不过，二季度经济修复进程继续推进，两年复合 GDP 增速升至 5.5%，继续向潜在经济增长水平靠拢，且当季 GDP 环比加快。从经济增长动力上看，出口高增带动工业生产“抢跑”，仍是支撑二季度经济增长的主导力量。

工业生产：6 月工业增加值同比增速小幅下滑，除受基数抬升影响外，也因工业生产动能边际上略有放缓，这主要与原材料价格大涨、部分原材料供给短缺、环保限产等供给侧掣肘有关。但整体看，6 月工业生产表现依然平稳，且略超市场预期，与当月国内需求缓步修复、外需依然强劲的态势相一致。

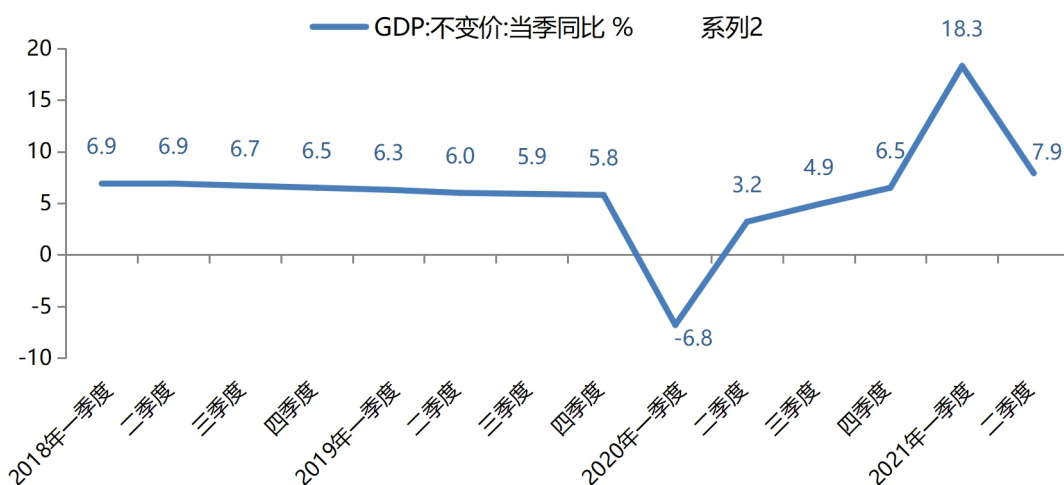
投资：受上年基数影响，二季度固定资产投资同比增速回落，但以两年平均增速衡量，当季固定资产投资稳健修复。当前固定资产投资内部结构分化明显，其中，此前滞后的制造业投资修复动能显著增强，基建投资修复势头平缓，二季度房地产投资韧性很强，但以两年平均增速衡量，6 月房地产投资增势开始拐头向下。

消费：6 月国内疫情有所反弹，且疫情中心为经济发达的广东省，但当月社零增速仅小幅放缓、两年平均增速不降反升，主要原因在于局部疫情反复对消费的影响主要集中于密集型服务消费，而对商品消费的影响微弱，因而对社零数据的扰动较为有限。

展望未来，主要受基数波动影响，三季度经济增速将回落到 6.2% 左右，以两年平均增速衡量的经济修复将继续推进。其中，经济增长动能将进一步向消费切换，投资增长动力也有望温和增强。我们判断，央行 7 月全面降准客观上会对下半年的稳增长起到重要支撑作用，下半年稳增长压力不大。

具体分析如下：

图 1 二季度 GDP 增速略逊市场预期



资料来源：WIND，东方金诚

受上年基数变化影响，二季度 GDP 增速较一季度大幅下调，降至 7.9%，略低于此前市场普遍预期的 8.0-8.5% 的增长区间。我们分析认为，二季度出口超预期增长，而内需中的消费和投资增长动能相对较缓，是拖累经济增速不及预期的主要原因。不过，二季度 GDP 两年平均增速从一季度的 5.0% 加快至 5.5%，表明当季经济修复势头持续推进，并正在向今年 5.7% 的潜在增长水平靠拢。另外，二季度 GDP 环比增速达到 1.3%，较一季度 0.6% 的增长显著改善，也标志着年初国内疫情反复并未从根本上影响国内经济修复进程。

从三大产业增长势头来看，当前出口高增带动工业生产“抢跑”，仍是支撑二季度经济增长的主导力量。二季度，第二产业同比增长 7.5%，两年复合增速约为 6.0%，显著高于疫情前 2019 年二季度 4.7% 的增长水平。相反，二季度第三产业同比增长幅度达到 8.3%，但这主要是受上年同期基数偏低推动，两年复合增速为 5.1%，显著低于 2019 年二季度 7.2% 的常态增长水平。

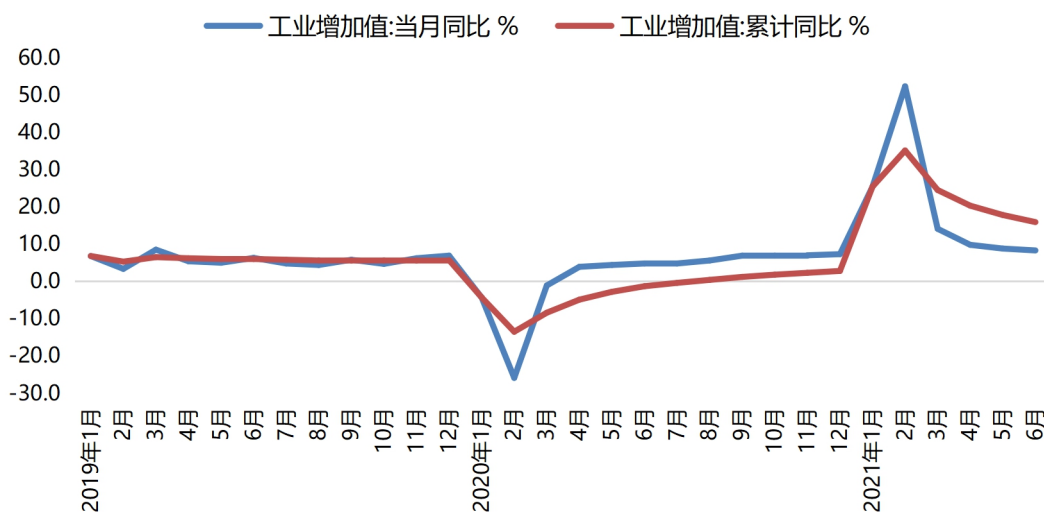
值得注意的是，伴随经济修复过程延续，二季度就业市场持续改善，6 月末城镇调查失业率这一关键指标保持在 5.0% 的水平，与 5 月末持平，较一季度末下降 0.3 个百分点。不过，6 月就业数据中有两点值得关注：一是当月 16-24 岁人口调查失业率分别为 15.4%，较上月扩大 1.6 个百分点，二是二季度末外出农民工总量为 18233 万人，仍低于 2019 年二季度末的 18248 万人。这两个数据说明，当前一些弱势群体就业状况仍然较为严峻，与小微企业经营困难较大直接相关。我们判断，这是 7 月 7 日国常会决定降准、缓解小微企业融资成

本压力的一个直接推动因素。

一、工业生产：6月工业增加值同比增速小幅下滑，除受基数抬升影响外，也因工业生产动能边际上略有放缓，这主要与原材料价格大涨、部分原材料供给短缺、环保限产等供给侧掣肘有关。但整体看，6月工业生产表现依然平稳，且略超市场预期，与当月国内需求缓步修复、外需依然强劲的态势相一致。

6月工业增加值同比增长8.3%，增速较上月下滑0.3个百分点，除受基数抬升影响外，也因工业生产动能边际上略有放缓——当月工业增加值两年平均增速较上月小幅下滑0.1个百分点至6.5%。我们关注到，5月以来工业生产扩张动能趋于减弱，两年平均增速连续小幅下滑，这一方面归因于随着工业生产增速回升至疫情前水平，增长动能向常态回归属正常现象，表明工业生产修复进程已经迈过顶部。另一方面，这也与近期原材料价格大涨、部分原材料供给短缺、环保限产等供给侧掣肘有关。不过，整体看，6月工业生产表现依然平稳，且略超市场预期，与当月国内需求缓步修复、外需依然强劲的态势相一致。

图2 规模以上工业增加值增速

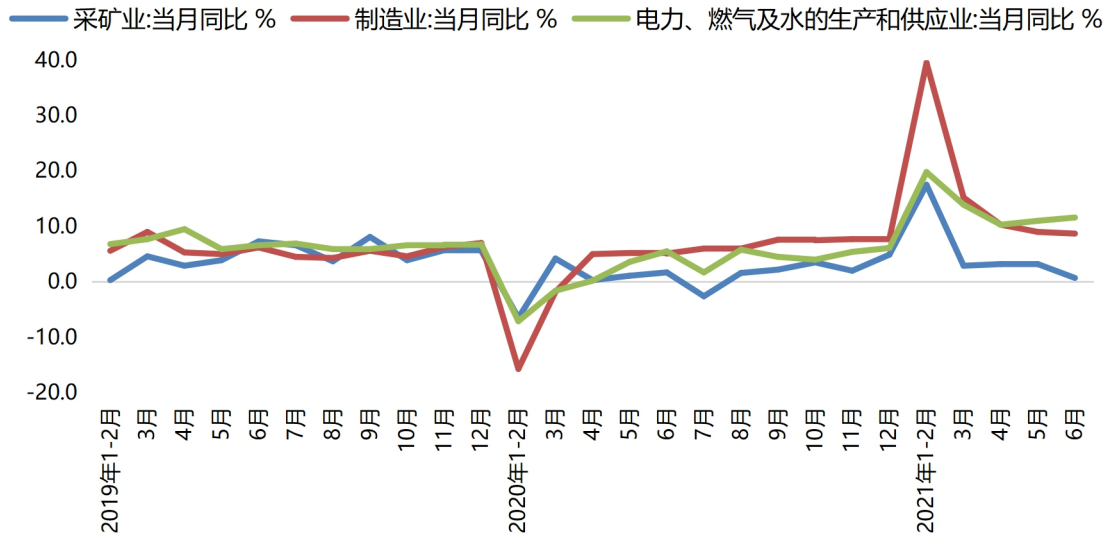


资料来源：WIND，东方金诚

分门类看，6月采矿业增加值同比增速有所放缓，电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速则有所加快，与当月发电量增速下滑背离，表明行业产值扩张应主要由水、热、燃气增长带动。6月在工业中占比最高的制造业增加值同比增速较上月小幅下滑0.3个百分点至8.7%。从制造业各细分行业看，6月多数行业增加值同比增速或较上月有所加快，或大致持平，仅汽车、钢铁等少数行业增加值同比增速出现较大幅度下滑。其中，主要受需求降温以及芯片短缺导致部分车企停产、限产影响，汽车制造业增加值同比增速转负；钢铁行业生产

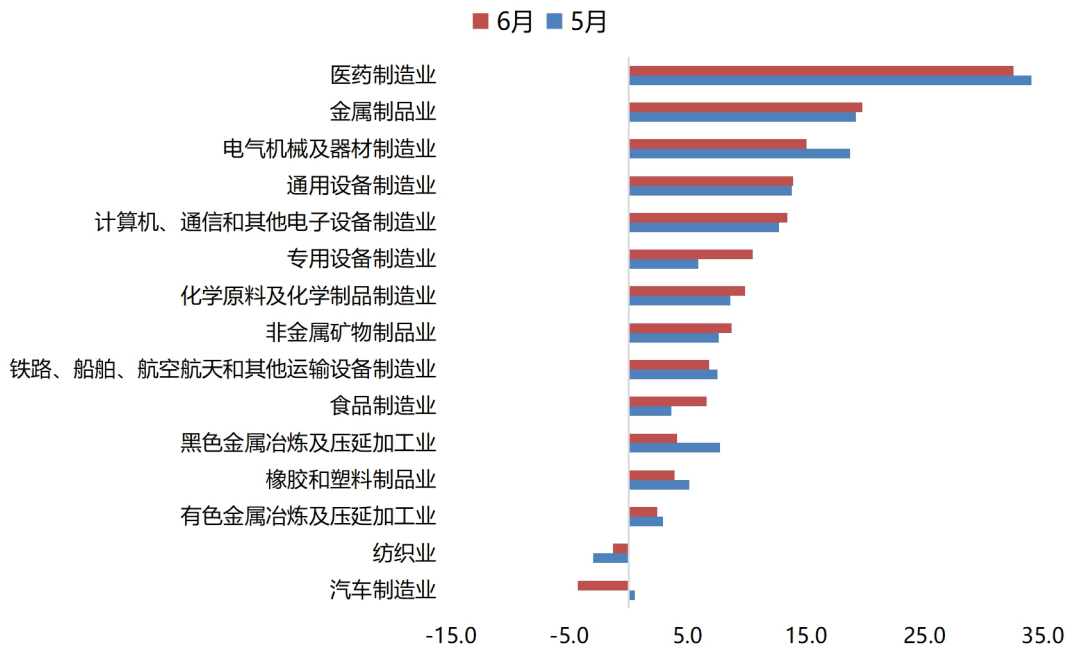
放缓则与重大活动前环保限产政策加码直接相关。

图3 三大门类增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚

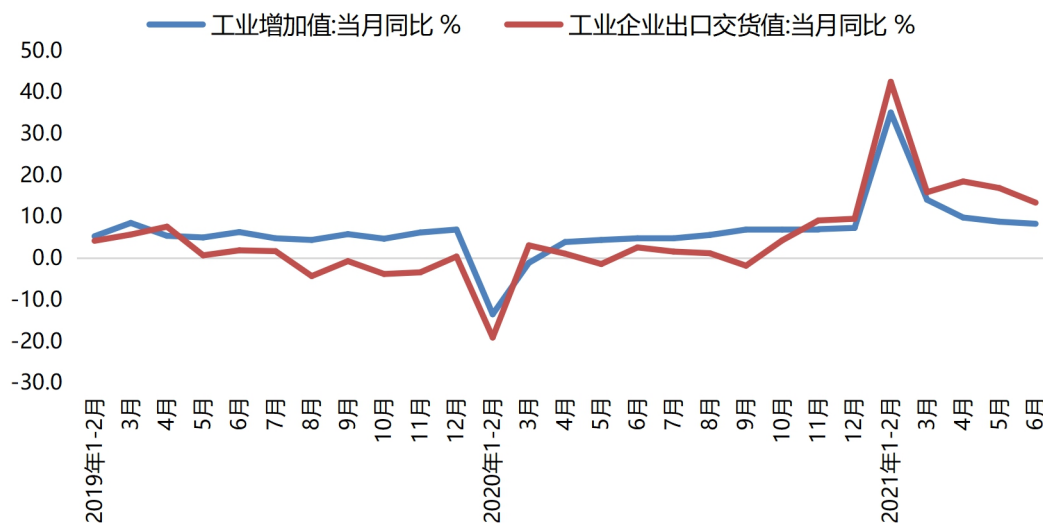
图4 制造业各细分行业增加值当月同比增速%



资料来源：WIND，东方金诚

值得一提的是，今年上半年工业增加值累计同比增长15.9%，两年平均增速达到7.0%，明显高于同期国内投资和社零两年平均增速。国内生产强于需求，也反映出上半年工业生产的强劲势头在很大程度上受到外需拉动。从数据上看，上半年工业企业出口交货值累计同比增长22.9%，两年平均增速达到7.1%。

图5 工业企业出口交货值增速

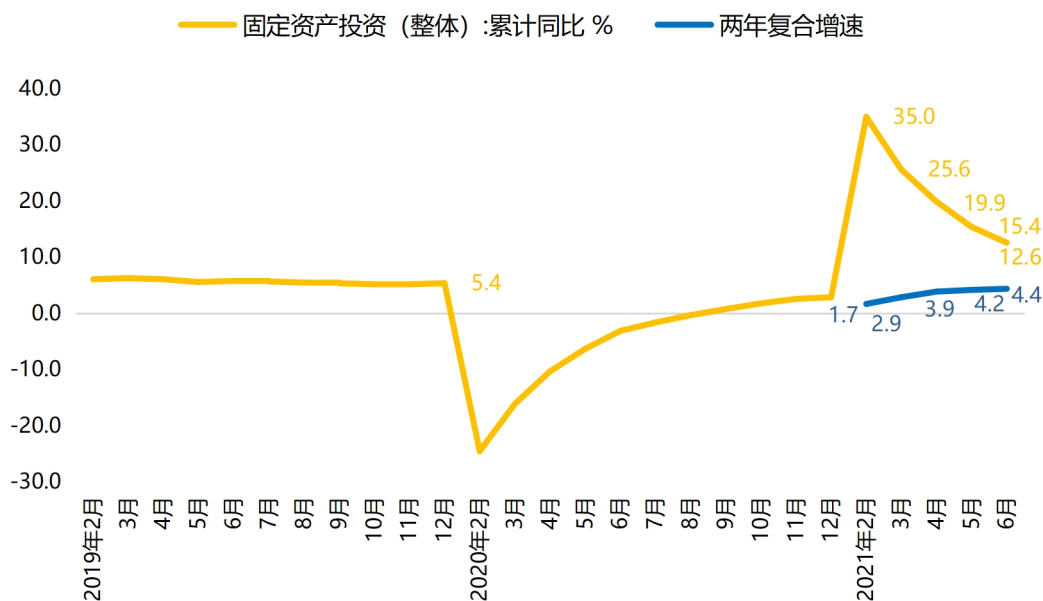


资料来源：WIND，东方金诚

二、投资：受上年基数影响，二季度固定资产投资同比增速回落，但以两年平均增速衡量，二季度固定资产投资稳健修复。当前固定资产投资内部结构分化明显，其中，此前滞后的制造业投资修复动能显著增强，基建投资修复势头平缓，二季度房地产投资韧性很强，但以两年平均增速衡量，6月房地产投资增势开始拐头向下。

2021年1-6月，固定资产投资同比增长12.6%，在上年基数效应下，增速延续年初以来的回落势头。不过，以能准确体现固定资产投资修复进度的两年平均增速衡量，1-6月的两年平均增速为4.4%，既高于1-5月的4.2%，也比一季度2.9%的增长水平显著加快。不过，上半年固定资产投资两年平均增速仍低于疫情前2019年上半年5.8%的增长水平。这说明两个问题：一是本轮逆周期调节没有实施“大水漫灌”式的强刺激，这是今年以来固定资产投资增速没有爆发式增长的根本原因；二是从固定资产投资结构上看，在当前的经济修复过程中，监管层更加注重跨周期调节，把握稳增长、防风险之间的平衡。这导致以往逆周期调节中常见的基建投资和房地产投资高增的局面没有出现，两者分别对应着当前防范地方政府隐性债务风险和房地产泡沫风险。

图6 二季度固定资产投资稳健修复,两年平均增速仍低于疫情前的平均水平

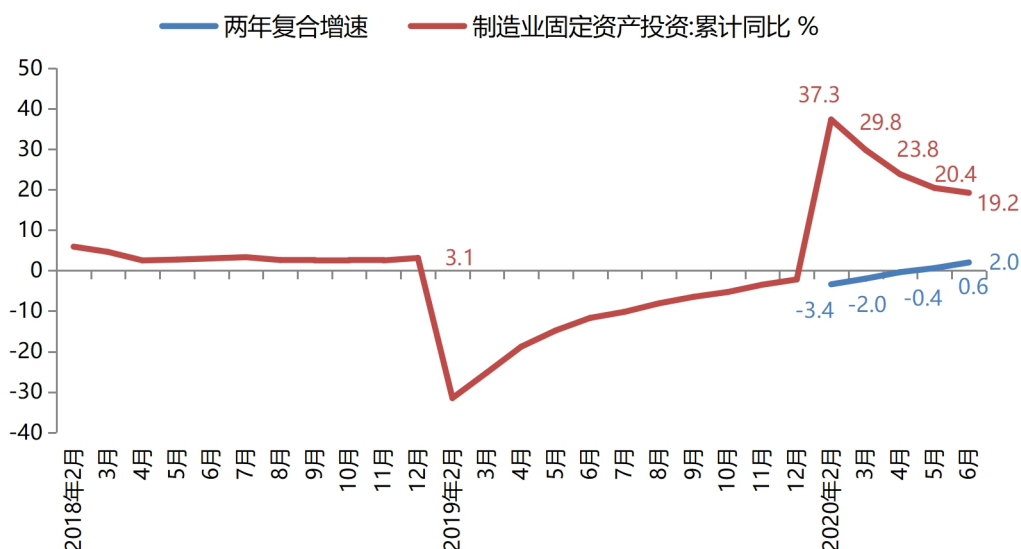


资料来源：WIND，东方金诚

制造业投资：1-6月，制造业投资同比增长19.2%，两年平均增速为2.0%，尽管仍是三大类投资中修复最慢的板块，但二季度修复动能加快势头尽显。背后有两个直接原因：一是近期工业品价格大幅上涨，中上游行业利润大幅改善，对制造业投资的刺激作用逐步显现。二是在“十四五”规划中，巩固制造业的基础地位、促进制造业转型升级被确定为下一个阶段宏观经济管理的重心所在。数据显示，2020年制造业新增贷款规模达到2.2万亿，相当于此前5年之和，且近期政策面对制造业投资的融资支持力度仍在持续加大。这样来看，短期内利润改善叠加政策支持，将继续带动制造业投资较快修复。以两年平均增速衡量，全年制造业累计投资增速有望接近两位数，并将成为拉动2021年经济增长的重要动力之一。

不过值得注意的是，上半年大宗商品价格升幅巨大，估计下半年价格增幅会有所回落，但绝对价格水平仍将处于高位。在价格向下传导不畅的背景下，未来一些下游制造业行业利润可能受到较大侵蚀。这对下半年制造业投资可能带来的不利影响需要进一步观察。

图7 二季度制造业投资增速修复动能明显增强

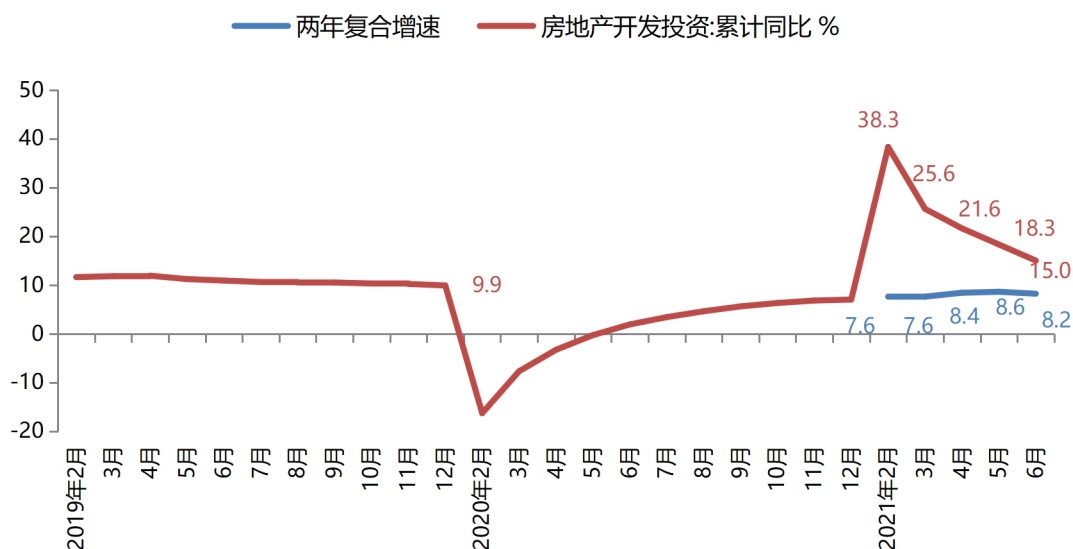


资料来源: WIND, 东方金诚

房地产投资: 1-6月房地产投资同比增长15.0%，两年平均增速为8.2%。这一数据有两重含义：首先，在去年下半年以来调控持续加码的背景下，二季度房地产投资韧性依然很强。房地产投资不仅修复进度领先所有固定资产投资板块，而且绝对增长水平较高。背后是二季度楼市整体保持较高热度，去年房贷利率下调对整个行业的刺激作用延续到了今年上半年。

其次，6月房地产投资两年平均增速拐头向下，为今年以来首次。与此相对的是6月楼市明显降温，其中当月商品房销售面积和销售额同比增速分别降至7.5%和8.6%，两年平均增速也在显著下行。这说明销售端增速下行并非基数原因，而是当前增长动能在放缓。

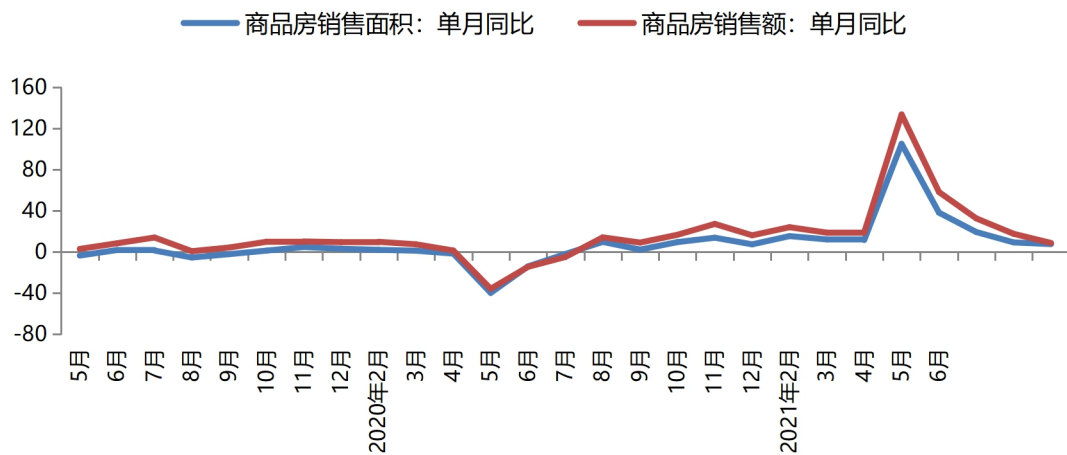
图8 二季度房地产投资韧性较强，6月增长动能转弱



资料来源: WIND, 东方金诚

去年7月份以来，房地产调控逐步升温，前期出台的包括“三条红线”和房地产贷款集中度管理等在内的宏观审慎管理措施也在逐步显效，各地其他调控措施也在加码。政策累积效应下，6月楼市降温或标志着一个重要转折点的到来。我们判断，下半年稳增长需要加大，在房价快速上涨势头得到遏制的前提下，未来一段时间房地产调控压力或将边际缓和，下半年楼市下行势头可控，房地产投资仍有支撑。我们预测，2021年房地产投资增速有望保持在7.0%左右，与2020年基本持平。

图9 6月楼市明显降温 (%)



资料来源: WIND, 东方金诚

基建投资: 主要受低基数影响，二季度基建投资（不含电力）同比增速持续下行，1-6月累计同比增长7.8%。在修复进度方面，1-6月基建投资两年平均增长2.4%，较1-5月回落0.2个百分点，与一季度增长水平基本相当。这显示二季度基建投资修复平缓，进度上基本原地踏步。

这意味着伴随宏观经济整体进入较快修复过程，担当逆周期调节作用的基建投资已从快速冲高转向平稳增长。直接原因包括上半年地方政府新增专项债推迟发行、财政支出进度也

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_22237

