

宏观

证券研究报告

2021 年 07 月 16 日

二季度数据强在哪？弱在哪？

6 月当月经济数据，除房地产较弱、基建符合预期之外，其余分项例如工增、制造业投资、社零、出口等均好于预期，经济增长的内生性动能增强、结构更均衡。

相比之下，2 季度实际 GDP 增速不到 8%，两年同比增速 5.5%，低于市场预期。主要原因在于三方面：1）第二产业增速低于预期，主要拖累是建筑业，规下企业工增并不明显弱于规上企业；2）第三产业增速低于预期，由于今年金融政策趋于收敛、房地产政策趋于收紧，叠加局部疫情反复冲击批发零售、餐饮住宿等行业，三产增长始终不能有效恢复；3）再通胀效应导致名义数据“虚高”。

市场认知的“强”与“弱”是基于实际情况与自身预期之差来描述的，因此市场认为 6 月数据强是因为此前低估，认为 2 季度数据弱是因为此前高估，根本上是预测偏差所致。虽然预期差是市场交易的动力，但不会对政策导向产生影响。6 月数据的超预期没有改变两个现实：第一，下半年-明年上半年经济方向仍然是下行；第二，经济回到疫后潜在增速附近，回落压力温和。

风险提示：国内跨周期政策力度超预期；海外货币政策调整引发阶段性波动

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：忘了点阵图，美国相当长时间都不会加息-忘了点阵图，美国相当长时间都不会加息》 2021-07-13
- 2 《宏观报告：风险定价-流动性宽松和基本面滞胀两种预期共存-7 月第 3 周资产配置报告》 2021-07-12
- 3 《宏观报告：看懂的降准，怎么应对》 2021-07-11

内容目录

一问：6 月经济数据强在哪？	3
二问：4、5 月数据明牌、6 月数据好于预期，2 季度数据弱在哪？	4
三问：如何理解预期和现实的差异？	5

图表目录

图 1：高技术制造业投资连年高速增长，占比已超 20%	3
图 2：央行 2 季度储户问卷调查显示居民消费倾向有所提升（%）	4
图 3：政府部门降杠杆指向广义地方政府债务增速回落	4
图 4：二产 GDP 偏低主要是建筑业拖累所致（%）	5
图 5：再通胀效应导致名义投资增速虚高（固投价格指数 2020 年后停更）（%）	5

一问：6 月经济数据强在哪？

6 月当月经济数据，除房地产较弱、基建符合预期之外，其余分项例如工增、制造业投资、社零、出口等均好于预期，经济增长的内生性动能增强、结构更均衡。

工增好于预期，6 月当月两年同比 6.5%，较 5 月的 6.6% 仅回落 0.1%。考虑到 2019 年 6 月较高的基数，这一增速实际偏强，这还是在庆典前夕存在限产的情况下实现的。结构上看，计算机通信电子、化学原料、医药、纺织、非金属矿物等制造业表现较强，与当前行业景气度和出口增速相关性较高；黑色金属冶炼和汽车制造业表现偏弱，前者与限产有关，后者与芯片短缺有关。

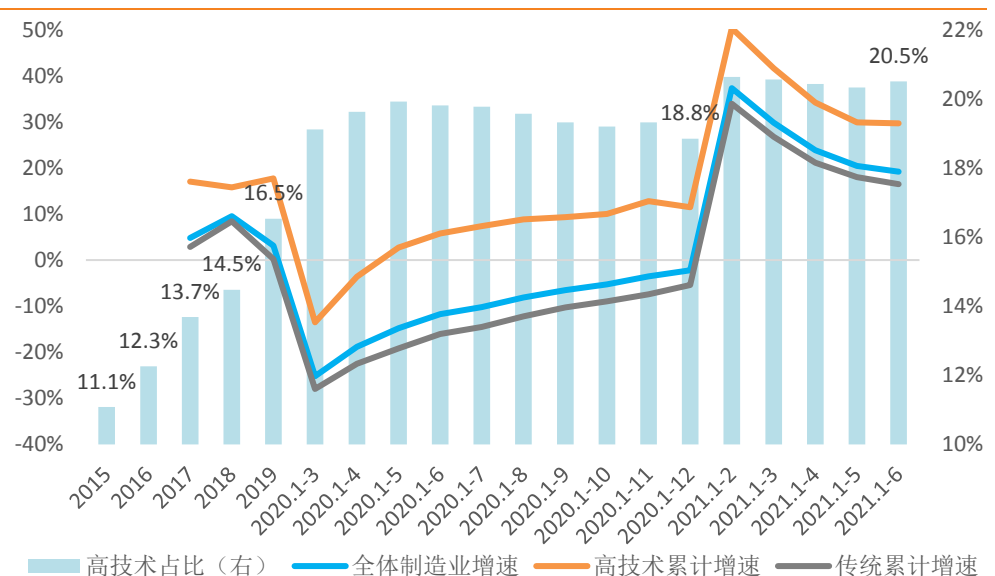
制造业投资好于预期，6 月当月两年同比 5.9%，较 5 月的 3.7% 回升 2.2%。短期来看，盈利改善和产能利用率回升是制造业投资继续复苏的基础；中长期，制造业投资保持中等增速的格局基本确立。一方面是传统制造业产能扩张放缓后更多投入技术改造升级；另一方面是高技术制造业的产业周期上升趋势明确，其占比已经从 2015 年的 11.1% 上升到当前的 20.5%，年均增速 15% 左右，贡献接近 3% 的增长。

社零好于预期，6 月当月两年同比 4.9%，较 5 月的 4.5% 回升 0.4%。6 月汽车和餐饮消费弱于 5 月，复苏的亮点主要在饮料烟酒消费和部分可选消费，包括服装鞋帽、家电、通讯器材等。6·18 电商促销或许是部分催化因素，但消费的内生动能确实有改善迹象。央行 2 季度城镇储户问卷调查结果显示，倾向于“更多消费”的居民占比从 1 季度的 22.3% 上升至 25.1%，是疫情以来的最高水平，不过仍低于疫情之前水平。

基建投资符合预期，6 月当月两年同比 3.9%，较 5 月的 3.4% 回升 0.5%。5 月以来专项债发行提速，推动基建投资低位企稳。下半年专项债发行规模预计保持较高水平，但是在新一轮财政纪律整顿的大背景下，基建改善的弹性有限。3·15 国常会要求政府杠杆率有所降低，近期财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，反映了预算内专项债监管加强、预算外隐性债务加速化解的政策态度，结果是广义政府债务减速。

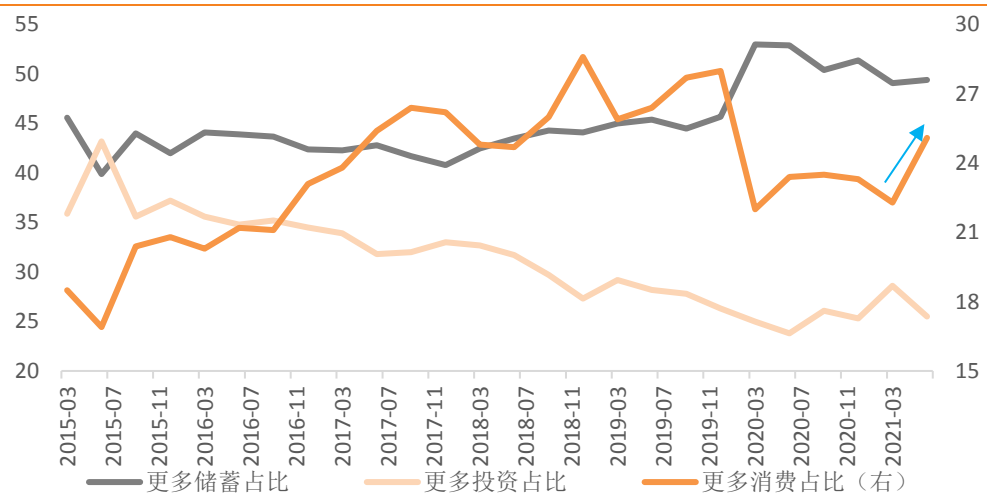
房地产投资低于预期，6 月当月两年同比 7.2%，较 5 月的 9.0% 回落 1.8%。本轮商品房销售景气度基本见顶，后续将平稳回落，主导下半年房地产投资的是“供地-开工-施工”链条的运转状态。上半年建安投资韧性较强得益于存量项目的高强度施工，6 月竣工面积同比高达 66.6%。但由于集中供地模式下供地量大幅减少，房企土储偏低，导致新开工面积连续负增长，将持续拖累下半年房地产投资。

图 1：高技术制造业投资连年高速增长，占比已超 20%



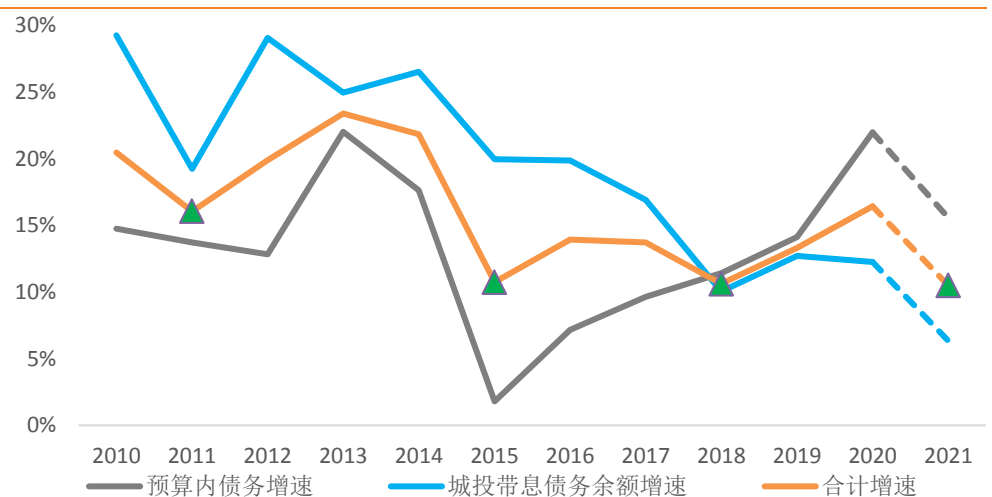
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：央行 2 季度储户问卷调查显示居民消费倾向有所提升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：政府部门降杠杆指向广义地方政府债务增速回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

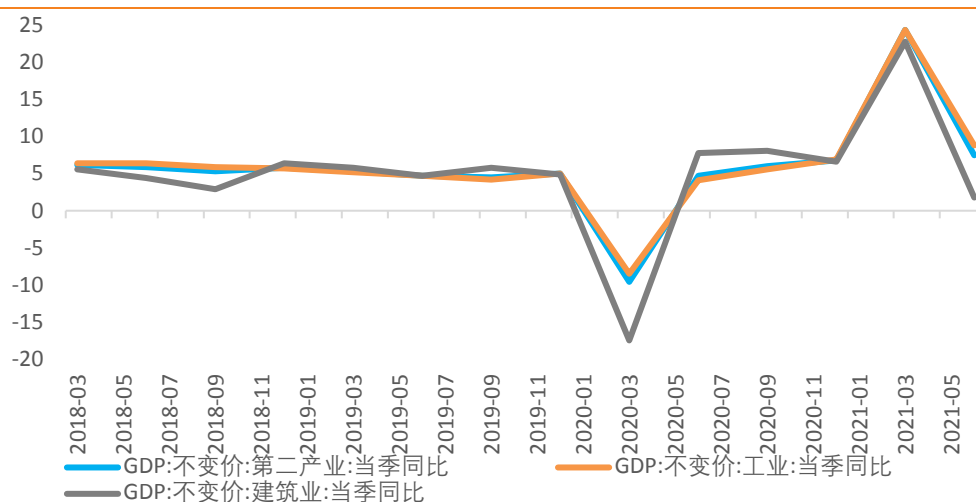
二问：4、5 月数据明牌、6 月数据好于预期，2 季度数据弱在哪？

第一，第二产业增速低于预期，主要拖累是建筑业，规下企业工增并不明显弱于规上企业。相比于 2 季度规上企业工增同比 8.9%，第二产业实际 GDP 同比 7.5% 明显偏低，有观点判断是规下企业表现较差拖累所致。实际情况并非如此：2 季度二产工业 GDP 同比 8.8%，仅比规上企业工增低 0.1%；二产建筑业 GDP 同比仅 1.8%，导致整个二产 GDP 同比仅 7.5%。因此，规下企业工增表现并不明显弱于规上企业，建筑业表现较差是主要拖累因素。

第二，第三产业增速低于预期。2 季度第三产业实际 GDP 两年同比 5.1%，只较 1 季度的 4.7% 回升 0.4%，而且低于去年 3 季度和 4 季度。由于今年金融政策趋于收敛、房地产政策趋于收紧，叠加局部疫情反复冲击批发零售、餐饮住宿等行业，三产增长始终不能有效恢复。技术层面，月度公布的 GDP 核算生产法相关数据中，工增对二产工业 GDP 的拟合度较高，但服务业生产指数对三产 GDP 的拟合度较低，导致后者不易准确估计。

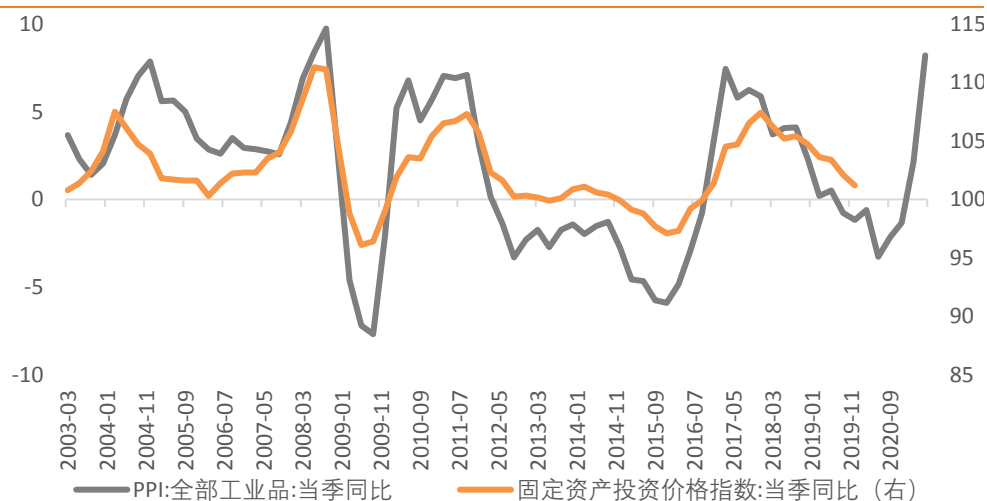
第三，再通胀效应导致名义数据“虚高”。月度公布的 GDP 核算支出法相关数据中，投资、消费、进出口均是带有价格因素的名义值，因此评估实际 GDP 增速时应该剔除价格因素。今年的再通胀使得 PPI 在 2 季度快速攀升，历史数据显示固定资产投资价格指数与 PPI 相关性较高，因此再通胀效应导致名义投资数据“虚高”，实际增速偏低。2 季度名义 GDP 同比增长 13.6%，实际 GDP 同比增长 7.9%，对应 GDP 平减指数 5.7%，是 2012 年以来的最高水平。

图 4：二产 GDP 偏低主要是建筑业拖累所致（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：再通胀效应导致名义投资增速虚高（固投价格指数 2020 年后停更）（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

三问：如何理解预期和现实的差异？

市场认知的“强”与“弱”是基于实际情况与自身预期之差来描述的，因此市场认为 6 月数据强是因为此前低估，认为 7 季度数据弱是因为此前高估，根本上是预期偏差所致。另

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_22242

