

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

经济总体不差，但 K 型复苏需要引起重视

2021 年 7 月 16 日

摘要:

- **工业生产平稳运行，产能利用率处于历史高位。**6 月份，规模以上工业增加值两年平均增长 6.5%，基本与上月持平。三个大类行业的产销率均处于 2016 年以来的历史高位。细分行业来看，医药制造业、电器机械、计算机通信等中高端制造业增加值对整体拉动较为明显，汽车制造业和采掘类行业形成拖累。芯片短缺的问题在短期内对汽车产业的景气度造成一定制约。传统采掘业方面，由于去年同期基数并不高，我们推测部分行业受到环保限产的影响。
- **制造投资继续向好，基建投资维持低位，房地产投资持续降温。**制造业投资两年平均增速加快有两方面原因，一是生产能力，即前文所提到的产能利用率达到历史高点，二是投资回报，1-5 月工业企业利润率达到了 7.11%，再次刷新 1996 年有数据以来新高。分行业来看，下游制造业中的计算机通信、专用设备、电气机械等高技术制造业投资增速较快，与我们之前对于利润率的判断较为一致。基建投资维持低位，预计三季度随专项债发行加快有所反弹。房地产投资持续降温，在房地产政策趋严的背景下，后续房地产投资可能会继续走弱。
- **消费增速进一步回升，收入延续修复。**从结构上来看，商品零售增速较上月明显提升；由于疫情扰动，餐饮收入增速较上月放缓。限额以上消费增速与上月持平，主要受到汽车消费较低影响；限额以下消费增速较上月明显加快。需要注意的是，金银珠宝、家用电器等限额以上消费增速依然高于限额以下消费增速。另一方面，上半年全国居民人均可支配收入增速较一季度小幅提高。对比一季度，二季度边际消费倾向有所回升，但仍低于疫情前水平。
- **经济复苏韧性犹存，但 K 型复苏需要引起重视。**首先，用可支配收入中位数占平均数的比例来衡量收入的分化，可以发现 2021 年以来，全国居民的收入分化处于较高区间，整体要高于疫情前水平。其二，房价，股票等资产价格上涨导致 K 型复苏。房价和股市的走高，使一部分人更加富裕，却使一部分人的生活压力变得更大。其三，小企业的生存空间被大企业挤占，结构问题凸显。我们使用 GDP 第二产业不变价和工业增加值累计同比的差，来观察统计局未公布的规模以下工业企业，即小微企业的经营状况。结果来看，两者的差值明显处于历史较高水平，显示小微企业的生存空间较为悲观。虽然从理论上，贫富差异问题并不影响股市以及楼市的走向，但我们认为，该问题应该受到重视。国常委会和央行在这个时点采取全面而非定向降准可能也有对于该问题的考量。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目录

一、工业生产平稳运行，产能利用率处于历史高位	3
二、制造投资继续向好，基建投资维持低位，房地产投资持续降温	4
三、消费增速进一步回升，收入延续修复	5
四、经济复苏韧性犹存，但贫富差异问题需要重新受到重视	6
风险因素	9

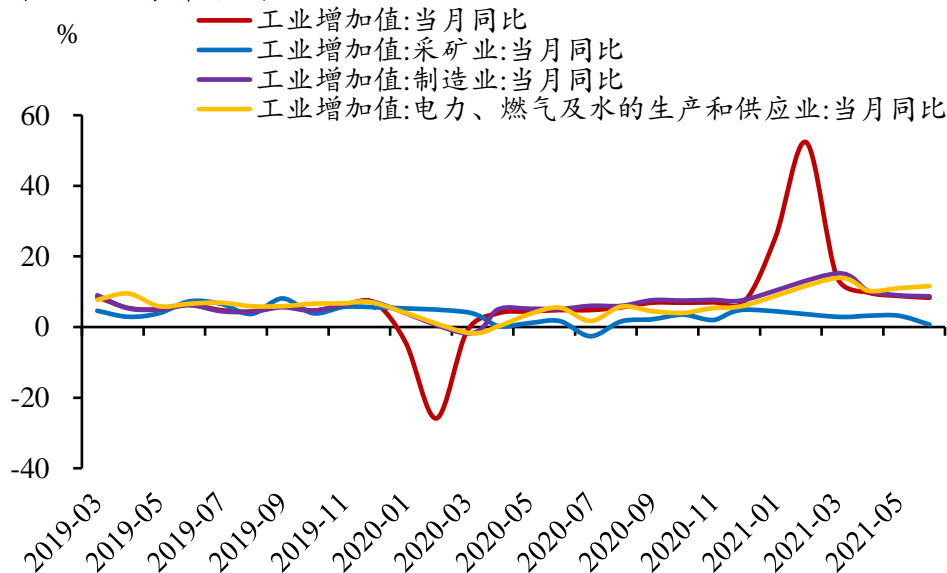
图目录

图 1：工业生产平稳运行	3
图 2：6 月各行业增加值同比	3
图 3：制造业各行业投资增速	4
图 4：下游制造业投资的强劲和利润率走高关系密切	4
图 5：制造投资增速高于基建、房地产投资	5
图 6：商品零售修复好于餐饮收入，限额以下消费增速明显加快	5
图 7：二季度边际消费倾向有所回升	6
图 8：二季度全国居民的收入分化处于较高区间	6
图 9：农村劳动力的收入增速与全国居民收入增速的差距远大于疫情前水平	7
图 10：新建商品房走势	7
图 11：二手房挂牌指数走势	8
图 12：GDP 第二产业不变价累计同比和工业增加值累计同比的差处于高位	8

一、工业生产平稳运行，产能利用率处于历史高位

工业生产平稳运行，产能利用率处于历史高位。6月份，规模以上工业增加值同比实际增长8.3%，比2019年同期增长13.5%。两年平均增长6.5%，前值为6.6%。从环比看，6月份，规模以上工业增加值比上月增长0.56%，高于5月的0.53%和4月的0.52%。分项来看，电力、燃气及水的生产和供应业同比涨幅有所扩大，从上月的11.0%上升至本月的11.6%。而采矿业和制造业同比增速均有所回落，分别增长0.7%（上月为3.2%）和8.7%（上月为9.0%）。二季度全国工业产能利用率为78.4%，比一季度提高了1.2个百分点。三个大类行业的产销率均处于2016年以来的历史高位。

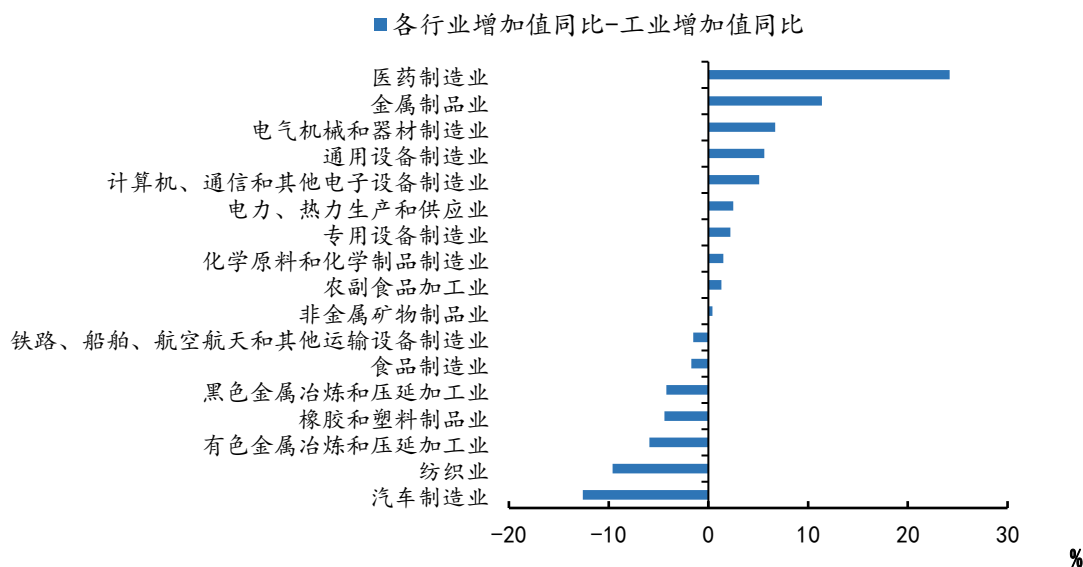
图 1：工业生产平稳运行



资料来源:万得, 信达证券研发中心

细分行业来看，医药制造业、电气机械、计算机通信等中高端制造业增加值对整体拉动较为明显，汽车制造业和采掘类行业形成拖累。6月汽车日均产量为6.8万辆，与上月持平，但和去年同期相比大幅下降13%。芯片短缺的问题短期内对汽车产业的景气度造成一定制约。传统采掘业方面，由于去年同期基数并不高，我们推测部分行业受到环保限产的影响。

图 2：6月各行业增加值同比



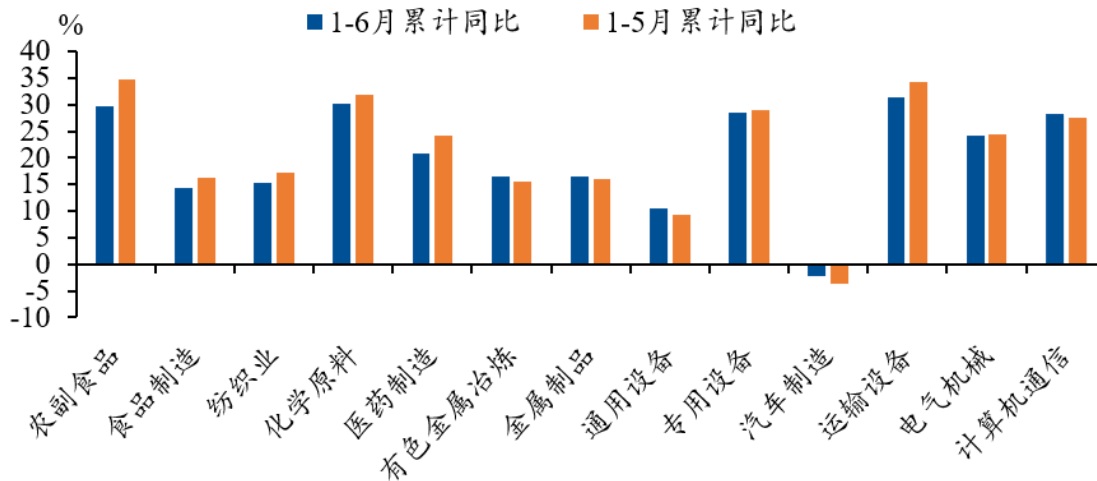
资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、制造投资继续向好，基建投资维持低位，房地产投资持续降温

产能利用率和企业利润率皆高，带动制造投资继续向好。1-6月，制造业投资同比增速为19.2%，两年平均增长2.0%，比1-5月份加快1.4个百分点。制造业投资两年平均增速加快有两方面原因，一是生产能力，即前文所提到的产能利用率达到历史高点，二是投资回报，1-5月工业企业利润率达到了7.11%，再次刷新1996年有数据以来新高。

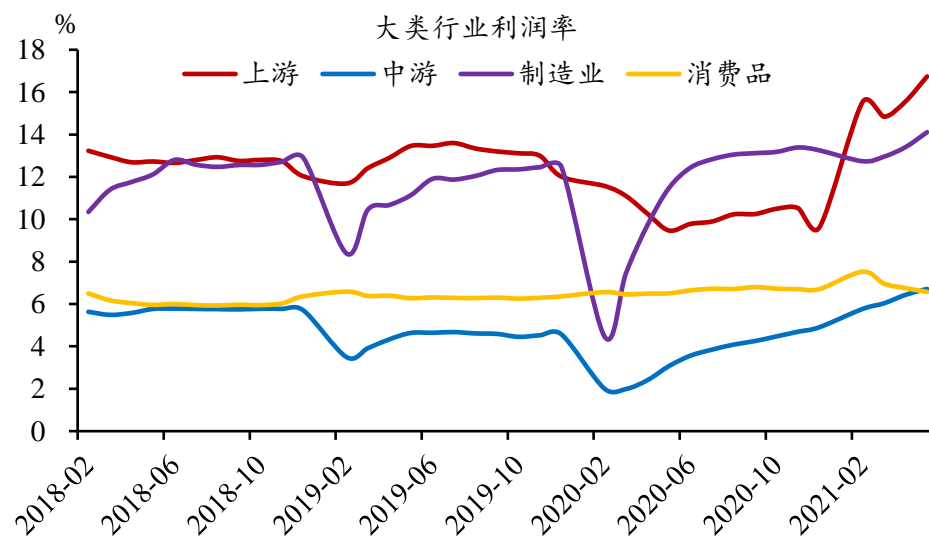
分行业来看，下游制造业中的计算机通信、专用设备、电气机械等高技术制造业投资增速较快。1-6月，计算机通信、专用设备、电气机械累计同比增长28.3%、28.5%、24.3%。下游制造业投资的强劲和我们之前对于各行业利润率的判断较为一致。预计下半年下游制造业的利润率还有上升空间，相关行业有望继续扩大资本开支。此外，农副食品制造业的投资增速为29.8%，不逊于增速较快的下游制造业。

图 3：制造业各行业投资增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 4：下游制造业投资的强劲和利润率走高关系密切



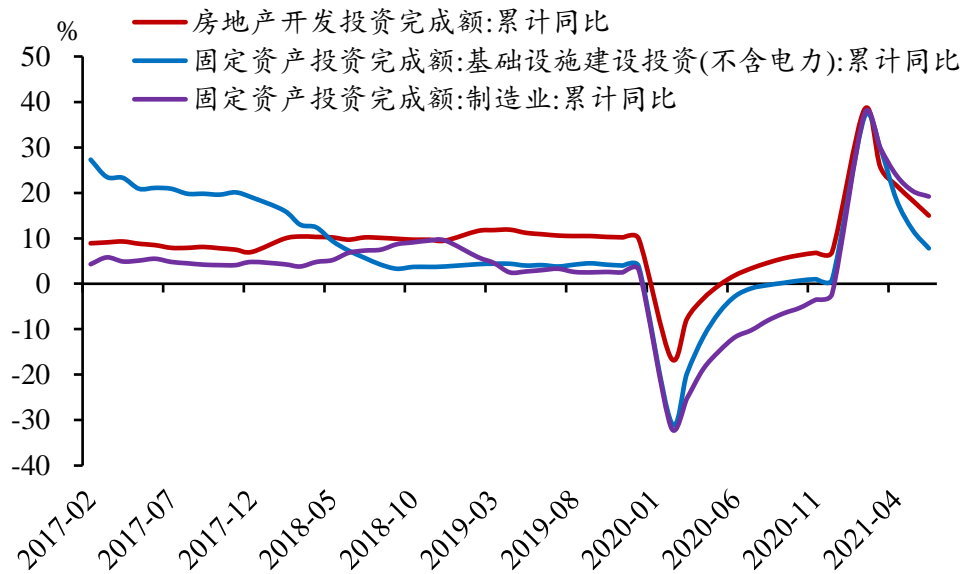
资料来源:万得, 信达证券研发中心

基建投资维持低位，预计三季度随专项债发行加快有所反弹。1-6月基建投资同比增长7.8%，两年平均增长2.4%，比1-5月份略降。统计局消息称，“十四五”规划确定的一批重大工程项目在陆续部署推进，6月份新入库的5000万元及以上的大项目超过1万多个，环比增长11.6%。预计进入三季度，专项债发行加快，基建投资将会有所反弹。

房地产投资持续降温，房地产政策趋严的背景下，后续房地产投资可能会继续走弱。1-6月，全国房地产开发投

资同比增长 15%，两年平均增长 7.23%。6 月单月两年平均增速为 7.23%，连续两个月回落（5 月为 8.96%）。单月来看，新开工面积延续负增长，当月增速为 -3.8%，高于 5 月的 -6.1%。竣工面积较为亮眼，当月增长 66.55%，高于 5 月的 10.1%。商品房销售两年增速为 4.8%，较 5 月的 9.4% 放缓。房地产政策趋严的背景下，后续房地产投资可能会继续走弱。

图 5：制造投资增速高于基建、房地产投资

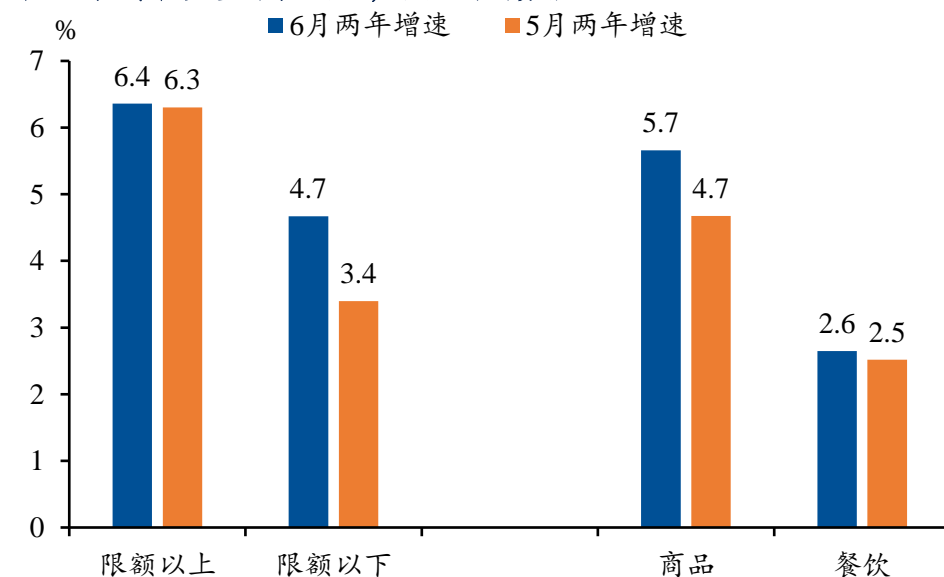


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、消费增速进一步回升，收入延续修复

消费增速进一步回升，限额以上消费增速依然高于限额以下消费增速。6 月份，社会消费品零售总额 37586 亿元，同比增长 12.1%；比 2019 年 6 月份增长 10.0%，两年平均增速为 4.9%，上月为 4.5%。除汽车以外的消费品零售额 33719 亿元，增长 12.7%，表明汽车销售拖累较大。从结构上来看，商品零售修复好于餐饮收入，限额以下消费增速明显加快。商品零售两年平均增速为 5.7%，较上月明显提升，由于疫情扰动，餐饮收入两年平均增速 2.6%，较上月放缓。限额以上消费两年平均增速为 6.4%，与上月持平，主要受到汽车消费影响；限额以下消费增速两年平均增长 4.7%，较上月明显加快。但金银珠宝、家用电器等限额以上消费增速依然高于限额以下消费增速。

图 6：商品零售修复好于餐饮收入，限额以下消费增速明显加快

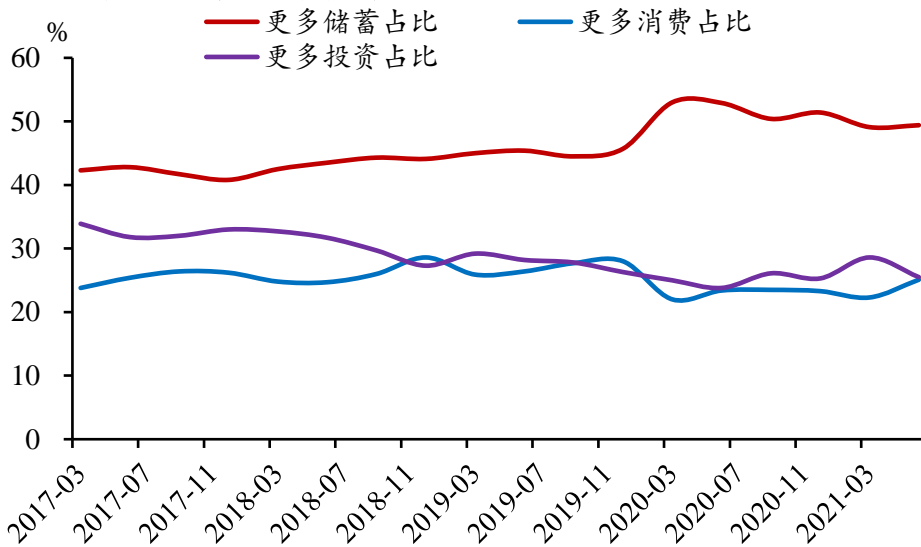


资料来源:万得, 信达证券研发中心

收入延续修复，二季度边际消费倾向有所回升。上半年，全国居民人均可支配收入 17642 元，比上年同期名义增

长 12.6%，两年平均增速 7.4%，较一季度提高 0.4 个百分点。对比一季度，二季度边际消费倾向有所回升，但仍低于疫情前水平。同时，边际储蓄倾向在一季度的下降后，二季度出现反弹。

图 7：二季度边际消费倾向有所回升



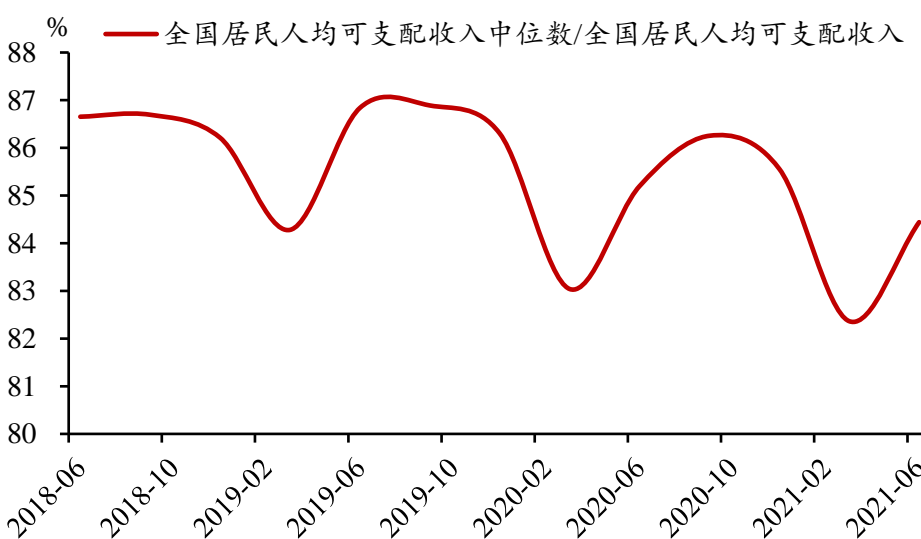
资料来源:万得, 信达证券研发中心

四、经济复苏韧性犹存，但贫富差异问题需要重新引起重视

总体来看，6 月份经济数据较强，复苏趋势较好。二季度实际 GDP 两年平均增速 5.5%，相比一季度的 5.0% 恢复速度加快。环比看，二季度国内生产总值增长 1.3%，也快于一季度的 0.4%。6 月全国城镇调查失业率为 5.0%，与 5 月持平。总体来看，6 月份经济数据较强，复苏趋势较好。但在较强的经济数据下，存在数个不可忽视的现象。

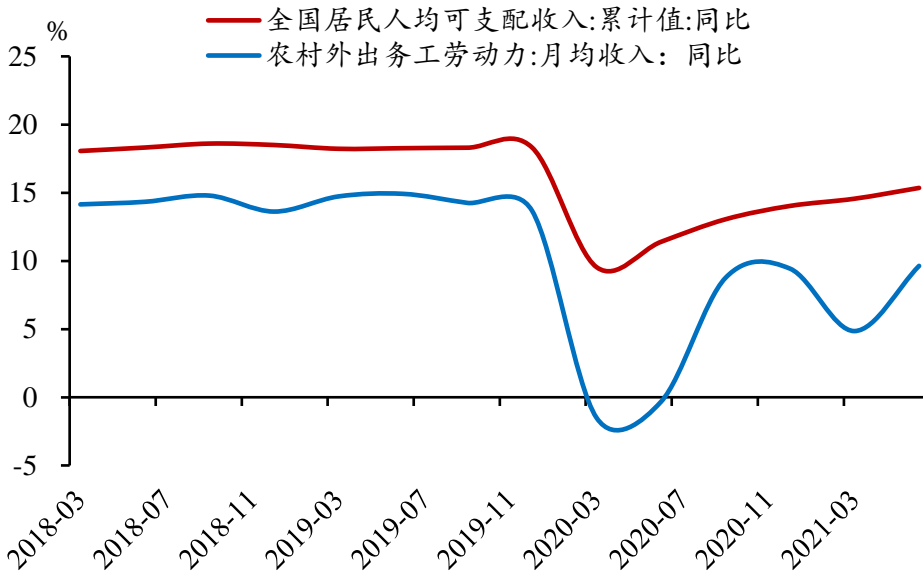
首先，疫情以来收入分化持续处于高位。用可支配收入中位数占平均数的比例来衡量收入的分化，可以发现 2021 年来，全国居民的收入分化处于较高区间，整体要高于疫情前水平。前文所提到的限额以上消费增速要持续高于限额以下消费的现象，也是对此的印证。往后看，收入的分化不利于消费的持续恢复。城乡差异方面，虽然 6 月外出务工农村劳动力 1.8 亿人，基本恢复到了 2019 年同期水平，但农村劳动力的收入增速与全国居民收入增速的差距远大于疫情前水平（图 9）。另外，6 月 16-24 岁人口调查失业率达到 15.4%，比 5 月上升 1.6 个百分点，创数据公布以来的历史新高，表示年轻人的就业形式较差。

图 8：二季度全国居民的收入分化处于较高区间



资料来源:万得, 信达证券研发中心

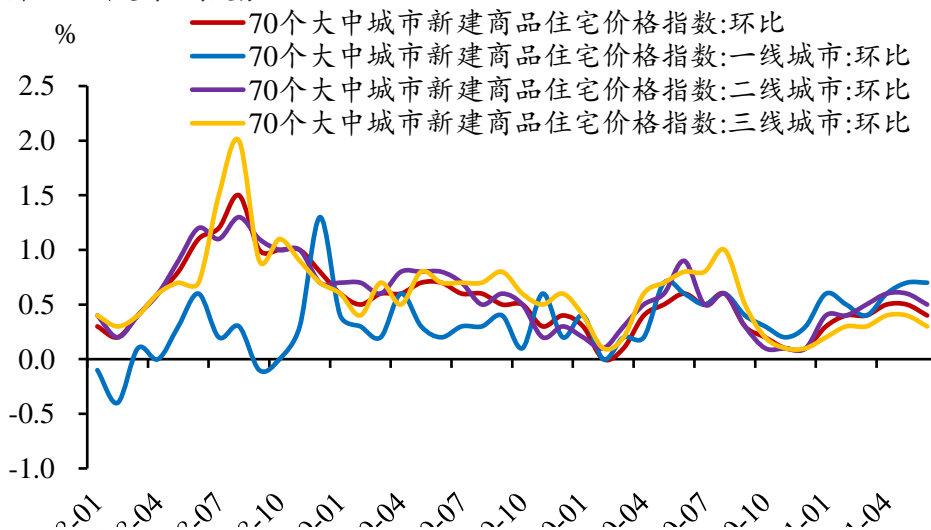
图 9：农村劳动力的收入增速与全国居民收入增速的差距远大于疫情前水平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

其二，房价，股票等资产价格上涨导致K型复苏。年初以来，在密集的地产调控政策下，房价涨幅总体开始呈现出稳中趋缓态势。但观察数据，我们发现新建商品房与二手房价格仍在持续上升，尤其是一线城市房价，涨势较为明显。此外，上证指数去年从2月的2800点左右，一路上涨到了年末的3500点。今年6月，上证指数在2015年后首次站上了3600点。房价和股市的走高，使一部分人更加富裕，却也使得一部分人的生活压力变得更大。

图 10：新建商品房走势



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_22246



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>