

作者：简荣平 陈浩川
邮箱：research@fecr.com.cn

地产、汽车销售走弱，下半年财政政策空间较大

——6月中国宏观经济运行与债市政策观察

摘要

6月，中国制造业PMI为50.9%，延续扩张态势，但其读数低于上月0.1个百分点。6月制造业PMI的回落，主要由生产指数回落驱动，世界范围内的“缺芯”显著影响了汽车生产。购进价格、出厂价格指数在扩张区间大幅回落；PMI原材料购进价格与出厂价格指数之间的差值虽有所收窄，但仍显著高于过去五年多以来的平均水平，因此很多制造业企业面临的成本压力仍非常大。6月非制造业扩张速率放缓，建筑业商务活动景气度仍高位运行。下半年财政支出的空间非常大，预计随着未来几个月地方债的放量发行及投入使用，建筑活动景气度或有望高位运行。

6月商品房销售数据继续有所降温，地产调控政策趋严降低了购房需求，4月、5月、6月单月全国商品房销售面积同比增幅分别为19.2%、9.2%和7.5%，呈现逐步放缓态势；中汽协数据显示，6月汽车销量同比下降12.4%（与2019年6月相比下跌2.02%），环比回落5.3%。“6·18”购物节明显推动了线上消费市场释放，6月消费市场出现一定回暖。6月我国社会消费品零售总额37586亿元，同比增长12.1%，好于市场预期的10.8%。

以美元值来看，今年6月中国出口同比增长32.2%（前值为27.9%），明显超过之前市场预期。鉴于官方PMI中的新出口订单指数连续两个月处于荣枯线以下所产生的滞后效应，展望未来几个月，中国对外出口增速或将继续有所放缓，但考虑到海外经济体经济恢复的拉动，中国对外出口水平仍将具有一定韧性。

6月末，M2余额231.78万亿元，同比增长8.6%，增速比上月末高0.3个百分点，增速连续第二个月反弹走高。展望未来，随着今年72%的新增地方政府专项债额度在下半年的发行及投入使用，以及去年7月起M2的相对低基数效应，预计未来几个月M2同比增速在8.6%的基础上还有一定回升空间，或将在9.0%-10.0%之间波动。6月末，社会融资规模存量为301.56万亿元，同比增长11%，持平于5月末，未来增速有望保持相对平稳。

6月份，R007明显走高；1年期、5年期LPR分别维持在3.85%、4.65%，预计短期内LPR或将继续维持稳定；10年期国债和国开债收益率总体呈现振荡态势。10年期国债到期收益率于7月13日探低至2.93%；鉴于此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健货币政策取向没有发生改变，短期内10年期国债到期收益率走势或已过度解读了降准所带来的利好。

6月份，就同比来看，全国CPI同比上涨1.1%，较前值回落0.2个百分点。展望未来，未来三个月的CPI同比压力或许不大，11月前后CPI同比或将超过2.0%。国际原油、煤炭等价格上涨使得6月PPI同比增幅高位运行，6月份全国PPI同比上涨8.8%，环比上升0.3%；展望未来，全球经济继续恢复导致的部分商品相对于需求来说仍偏紧，疫情与政治因素等导致的资源国的供给约束、国内碳中和政策导致的供给约束等仍在产生影响，美联储和中国央行货币政策可能仍将在未来一段时间不愿边际收紧政策，预计未来几个月PPI同比有望继续在高位运行。

从资产价格来看，6月份百城住宅均价延续涨势，A股总体振荡。展望未来短期，鉴于PPI通胀可能还将在高位运行，虽有降准但稳健货币政策取向没有发生改变，预计A股仍大概率会继续呈现震荡走势。

在债市相关政策方面，6月，政策面继续高度关注实体经济发展与债务风险防范，其中债市对绿色金融、乡村振兴的支持成为重要关注焦点。此外，关于规范商业银行、理财公司现金管理类理财产品管理有关事项的通知，可能会将使得商业银行、理财公司现金管理类资产跨入“准货币基金时代”，未来其收益率也将逐步与货币基金趋同。

一、6月宏观经济运行情况

1.6月制造业 PMI 扩张力度减弱，原材料购进价格、出厂价格涨幅放缓

6月，中国制造业 PMI 为 50.9%，延续扩张态势，但其读数低于上月 0.1 个百分点。6 月制造业 PMI 的回落，主要由生产指数回落驱动。

今年 6 月 PMI 虽有所回落，但仍高于正常年份 2016-2019 年（未受疫情影响）同期 PMI 平均水平（为 50.65%）。总体看，6 月 PMI 的回落并不能简单地理解为制造业表现差。

6 月制造业生产指数显示供给扩张速率出现一定回落。6 月份生产指数为 51.9%，较前值回落 0.8 个百分点（对 PMI 的变化贡献为 -0.2 个百分点）。6 月份生产指数低于正常年份 2016-2019 年同期平均水平（为 52.95%）约 1 个百分点。从行业情况看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均降至临界点以下，行业景气水平下降；汽车制造业两个指数连续两个月位于收缩区间，“缺芯”等因素给行业发展带来不利影响。从高频数据看，6 月全钢胎、半钢胎开工率继续明显回落（图 1），世界范围内的“缺芯”显著影响了汽车生产。

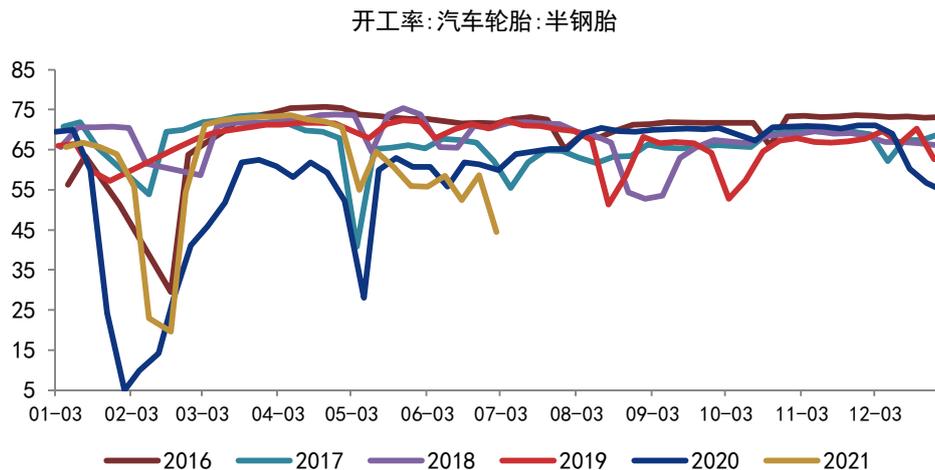


图 1: 半钢胎开工率 (2016 年 1 月至 2021 年 6 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

6 月制造业市场需求扩张速率小幅上升，产需缺口收窄 1.0 个百分点（见图 2）。6 月份，新订单指数为 51.5%，较前值上升 0.2 个百分点（对 PMI 的变化贡献为 +0.06 个百分点）。6 月 PMI 新订单指数基本持平于正常年份 2016-2019 年同期平均水平（为 51.60%）。新出口订单指数为 48.1%，低于上月 0.2 个百分点，连续第二个月处于荣枯线以下，该指数较 2016-2019 年同期平均水平（为 49.43%）低 1.33 个百分点，外需的边际走差或与人民币汇率的强劲、原材料价格上涨驱动的产品涨价、因新冠肺炎疫情而导致的盐田港阶段性被封锁、海外发达经济体逐渐走出疫情后生产能力恢复等有关。

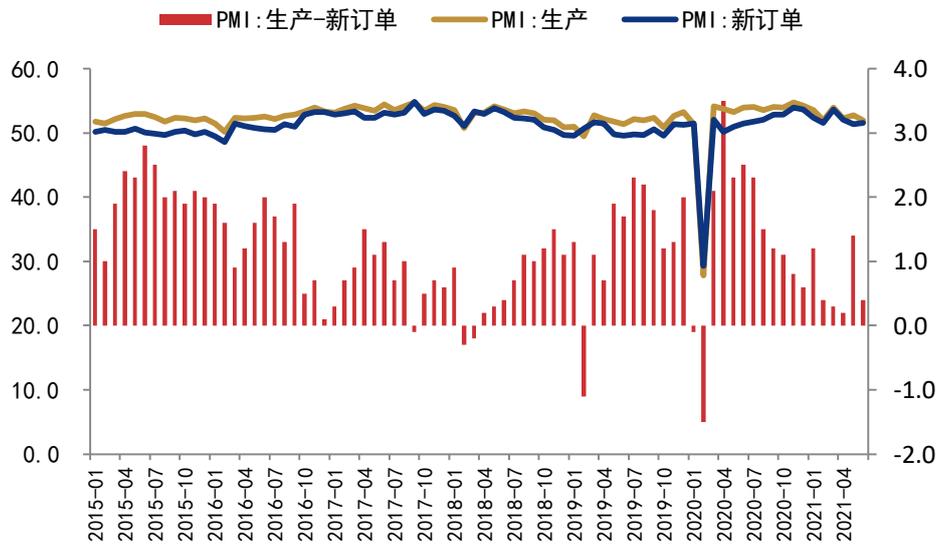


图 2: PMI 生产指数、新订单指数以及这两个指数的差值 (2015 年 1 月至 2021 年 6 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

6 月制造业原材料库存指数和产成品库存指数小幅反弹, 购进价格、出厂价格指数在扩张区间大幅回落。6 月份, 原材料库存指数为 48.0%, 较前值上升 0.3 个百分点; 而产成品库存指数为 47.1%, 较前值上升 0.6 百分点, 或表明需求小幅改善后主动补库存意愿有所提升。6 月份, 主要原材料购进价格指数由前值的 72.8% 大降 11.6 个百分点至 61.2%; 出厂价格指数由前值的 60.6% 大降 9.2 个百分点至 51.4%。5 月份, 三次国务院常务会议“点名”大宗商品价格过快上涨, 发改委等五部门联合约谈大宗商品相关企业; 6 月份, 国家粮食和物资储备局释放分批投放铜、铝、锌等国家储备信号。总体看, 6 月份大宗商品价格涨幅放缓, 其中铜、铝等有色金属价格有所回落, 但原油、煤炭、铁矿石价格继续上行。6 月 PMI 原材料购进价格与出厂价格指数之间的差值虽有所收窄, 但仍显著高于过去五年多以来的平均水平, 因此很多制造业企业面临的成本压力仍非常大。

6 月非制造业扩张速率放缓, 建筑业商务活动景气度仍高位运行。6 月份, 非制造业商务活动指数为 53.5%, 较前值回落 1.7 个百分点。其中, 建筑业商务活动指数为 60.1%, 与上月持平。6 月份, 全国地方债共计发行 7948.68 亿元, 较上月减少 804.75 亿元, 净融资额减少至 3928.31 亿元; 截至 6 月底, 各地已组织发行新增地方政府债券 14800 亿元, 包括一般债券 4657 亿元, 专项债券 10143 亿元。新增专项债券发行进度仅完成限额的 28%, 而前两年同期新增专项债券发行进度均已完成约 60%, 目前发行进度显著滞后。今年 1-5 月累计, 全国一般公共预算盈余 2901 亿元, 全国政府性基金预算盈余 90 亿元; 截至今年 5 月底, “两会”上规划的 3.57 万亿的赤字预算额度尚未使用, 下半年财政支出的空间非常大, 预计随着未来几个月地方债的放量发行及投入使用, 建筑活动景气度或有望高位运行。

从大、中、小型企业 PMI 读数来看, 大、中型企业读数虽有所回落, 但仍在荣枯线以上; 小企业 PMI 回升 0.3 个百分点, 但仍在荣枯线下方 (见图 3), 原材料价格高位运行等原因加剧了小型企业的运营压力。

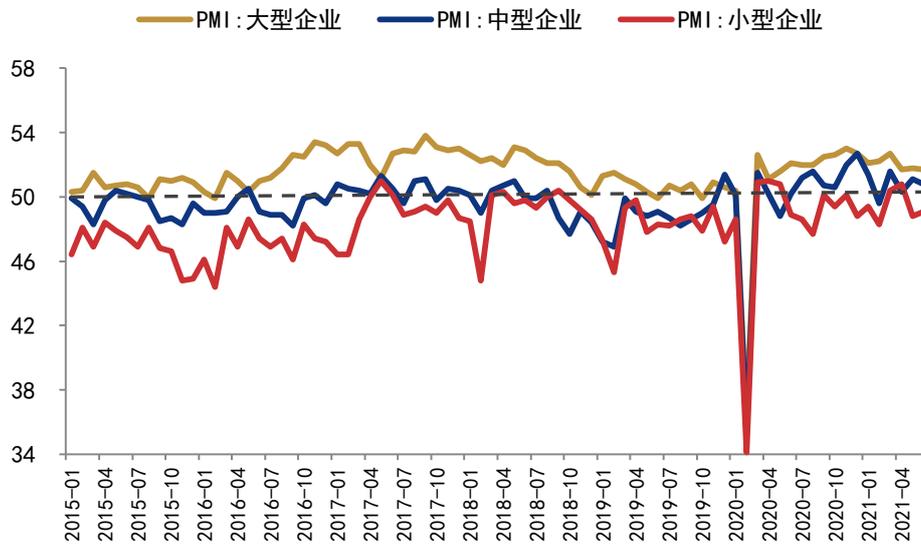


图3: 大、中、小企业 PMI (2015年1月至2021年6月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2.6月商品房、汽车销售走弱, 部分家电和手机等销售数据较上月有显著改善

6月商品房销售数据继续有所降温, 地产调控政策趋严降低了购房需求。(1) 根据30大中城数据, 6月样本城市商品房成交面积同比下跌0.93% (前值为+16.96%), 与2019年同期相比增长8.35% (前值为14.21%); 今年1-6月累计销售面积与2019年同期比, 增长了18.28% (前值为20.73%)。6月, 样本城市商品房成交面积环比上涨1.46%, 而早前10年6月份成交面积环比的平均水平是+5.53%, 与历史同期平均水平相比, 今年6月份的商品房成交季节性涨幅小于往年, 说明商品房成交有所降温。6月份, 贝壳研究院监测的72城主流首套房贷利率为5.52%, 二套利率为5.77%, 比5月分别上浮5个、4个基点。近期地产调控政策不断趋严降低了购房需求。(2) 从国家统计局口径数据来看, 4月、5月、6月单月全国商品房销售面积同比增幅分别为19.2%、9.2%和7.5%, 呈现逐步放缓态势。

6月汽车销售边际显著走差。中汽协数据显示, 6月汽车销量同比下降12.4% (与2019年6月相比下跌2.02%), 环比回落5.3% (正常年份2016-2019年同期环比平均上升2.38%), 该环比弱于过去4个正常年份同期环比水平。其中, 乘用车销量同比下降11.1% (与2019年6月相比下跌9.2%); 商用车销量同比下降16.8% (与2019年6月相比上涨35.75%), 其中重卡同比下降13%。乘联会的销售数据显示, 广义乘用车销量6月同比下降4.9% (与2019年6月相比下降10.64%, 其中新能源乘用车销量较2019年6月上涨65.90%)。从乘联会乘用车口径来看, 在今年2-5月份的每月广义乘用车销售分别超过了2019年的同期水平后, 今年6月广义乘用车销售数据仅有2019年同期水平的90%左右。

根据奥维云网(AVC)监测数据显示: (1) 6月份空调线上零售量822.3万套, 同比增长2.1% (前值为-28.6%); 零售额232.2亿元, 同比增长17.3% (前值为-18.6%); 行业均价为2823元, 同比增长14.9% (前值为+14.1%)。6月份空调线下零售量123.4万套, 同比下降7.2%; 零售额45.1亿元, 同比下降1.9%; 均价为3655元, 同比增长5.7%。(2) 6月冰箱线上市场零售量为368万台, 同比下降2.0% (前值为-15.5%); 零售额为88.8亿元, 同比增长23.2% (前值为+5.1%); 线上均价2413元, 同比增长25.8%。6月线下冰箱市场零售量52万台, 同比下降18.1%;

零售额为 28.5 亿元，同比下降 8.1%；线下均价 5489 元，同比增长 12.8%。（3）6 月线上洗衣机市场零售量 354.7 万台，同比上涨 1.7%（前值为-0.2%）；零售额 64.2 亿元，同比增长 19.0%（前值为+20.9%）；监测均价同比提升 17.0 个百分点，其中波轮、滚筒单洗、洗烘一体机均价同比分别上涨 8.2%、14.6%、15.6%（前值分别为+8.4%、+11.0%、+13.9%）。6 月线下洗衣机市场零售量 43.4 万台，同比下滑 16.5%；零售额 17.3 亿元，同比下滑 8.3%；原材料上行压力突出，各细分品类均价持续走高，波轮、滚筒单洗、滚筒烘干市场均价分别抬升 2.3%、13.5%、2.7%，整体行业均价同比增长 10.3 个百分点。

根据中国信息通信研究院的数据，2021 年 6 月，中国手机市场总体出货量为 2566.4 万部，同比下降 10.4%（前值为下降 32.0%），与 2019 年同期相比下降 25.20%。其中 5G 手机出货量为 1979.1 万部，占比为 77.1%。

总体看，“6·18”购物节明显推动了线上消费市场释放，6 月消费市场出现一定回暖。6 月，我国社会消费品零售总额 37586 亿元，同比增长 12.1%，好于市场预期的 10.8%。

3. 6 月份出口增速超预期，未来有回落空间但仍将很有韧性

以美元值来看，今年 6 月中国出口同比增长 32.2%（前值为 27.9%），且明显超过之前市场一致预期；今年 1-6 月份中国出口金额累计同比上升 38.6%，增速较前值放缓 1.6 个百分点，但仍表现较强。

按美元值计算，从分国别的 1-6 月份累计同比来看，中国对美国出口增长 42.6%（较前值 49.8%有所放缓），对欧盟出口增长 35.9%（较前值 38.0%放缓），对东盟出口增长 38.3%（较前值 39.3%放缓），对日本出口增长 18.7%（较前值 17.3%稍有改善），对英国和加拿大的出口分别增长 50.7%和 36.6%（分别较相应前值 64.4%和 43.9%也出现不小幅度的放缓）。对欧美和东盟的出口强劲共同驱动了前 6 个月的中国出口大增。

按美元值计算，从分商品类别的 1-6 月份累计同比来看，纺织纱线、织物及制品出口下降 7.4%（前值为-3.1%）；医疗仪器及器械出口增长 11.3%（前值为 21.9%），增速显著放缓。数据显示，1-6 月份，家用电器、家具及其零件等房地产后端消费品出口金额累计同比增长超过 45%，手机出口金额累计同比增长为 33.5%，日常消费品中的鞋靴、服装及衣着附件出口金额累计同比增长约 40%左右。机电大类产品继续维持相对较高的出口景气度，1-6 月出口金额累计同比增长 40.2%（前值为+42.2%）。

鉴于官方 PMI 中的新出口订单指数连续两个月处于荣枯线以下所产生的滞后效应，展望未来几个月，中国对外出口增速或将继续有所放缓，但考虑到海外经济体经济恢复的拉动（见表 1），中国对外出口水平仍将具有一定韧性。

表 1：2021 年 6 月全球、部分国家或地区制造业 PMI 指数（单位：%）

	2021 年 6 月	2021 年 5 月	环比变动
全球	55.5	56.0	-0.5
美国	60.6	61.2	-0.6
日本	52.4	53.0	-0.6
德国	65.1	64.4	0.7
法国	59.0	59.4	-0.4
意大利	62.2	62.3	-0.1

	2021年6月	2021年5月	环比变动
荷兰	68.8	69.4	-0.6
爱尔兰	64.0	64.1	-0.1
希腊	58.6	58.0	0.6
西班牙	60.4	59.4	1.0
奥地利	67.0	66.4	0.6
英国	63.6	65.6	-2.0
加拿大	56.5	57.0	-0.5
俄罗斯	49.2	51.9	-2.7
巴西	56.4	53.7	2.7
印度	48.1	50.8	-2.7
印度尼西亚	53.5	55.3	-1.8
韩国	53.9	53.7	0.2
越南	44.1	53.1	-9.0
土耳其	51.3	49.3	2.0
墨西哥	48.8	47.6	1.2
澳大利亚	63.2	61.8	1.4
波兰	59.4	57.2	2.2

资料来源：中物联、Wind 资讯，远东资信整理

4. 6月 M2 同比方向上还有反弹空间，社融存量同比或将在 11% 上下波动

6月末，M2 同比涨幅继续反弹，年底前反弹仍有一定空间。6月末，M2 余额 231.78 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末高 0.3 个百分点，增速连续第二个月反弹走高，2021 年 4 月 8.1% 的 M2 同比增速或是年内最低点。6 月份人民币存款增加 3.86 万亿元，同比多增 9600 亿元：其中，居民存款同比多增 551 亿元，非金融企业存款同比多增 10276 亿元，非银金融机构存款同比少减 2670 亿元，财政存款同比少减 2100 亿元。环比看，6 月份人民币存款多增 13000 亿元：其中，6 月居民存款环比多增 21256 亿元，非金融企业存款环比少减 25962 亿元，非银金融机构存款环比少增 10728 亿元，财政存款环比少增 13259 亿元。总体来看，企业存款在 6 月增长强劲。结合今年 6 月政府债券净融资数据来看，财政支出投放力度较上月明显加快。展望未来，随着今年 72% 的新增地方政府专项债额度在下半年的发行及投入使用，以及去年 7 月起 M2 的相对低基数效应，预计未来几个月 M2 同比增速在 8.6% 的基础上还有一定回升空间，或将在 9.0%-10.0% 之间波动。

6月末，社会融资规模存量为 301.56 万亿元，同比增长 11%，持平于 5 月末，未来增速有望保持相对平稳。6 月，新增人民币贷款方面，住户中长期贷款同比少增 1193 亿元（受地产调控趋严影响），企事业单位中长期贷款同比多增 1019 亿元，企事业单位中长期贷款表现较为强劲；短期贷款及票据融资同比多增 3991 亿元（其中，居民短期贷款同比多增 100 亿元；企业短期贷款同比少增 960 亿元；票据融资同比少减 4851 亿元，银行加大票据冲量迹象显著）；企业债券同比少增 116 亿元，未贴现银行承兑汇票同比少增 2410 亿元，信托贷款同比多减 194 亿元，政府债券同比多增 58 亿元，三项表外融资对 6 月社融数据造成明显拖累。根据去年 12 月中央经济工作会议精神，

预计今年底时社融存量的同比增速将在11%左右，预计未来几个月社融存量增速将在11%左右振荡，继续回落空间不大。

中国人民银行7月9日在官网发布信息，决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，预计本次降准将释放长期资金约1万亿元。人民银行称，此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健货币政策取向没有发生改变。释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利(MLF)，根据相关数据，今年第三季度将有1.7万亿元MLF到期，今年下半年将有4.15万亿元MLF到期，远高于往年下半年的到期量(见图4)。提前以降准方式置换将要到期的MLF，可以提前做好预期管理，帮助存款类金融机构增加长期资金，更有利于其进行流动性管理，包括用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口。

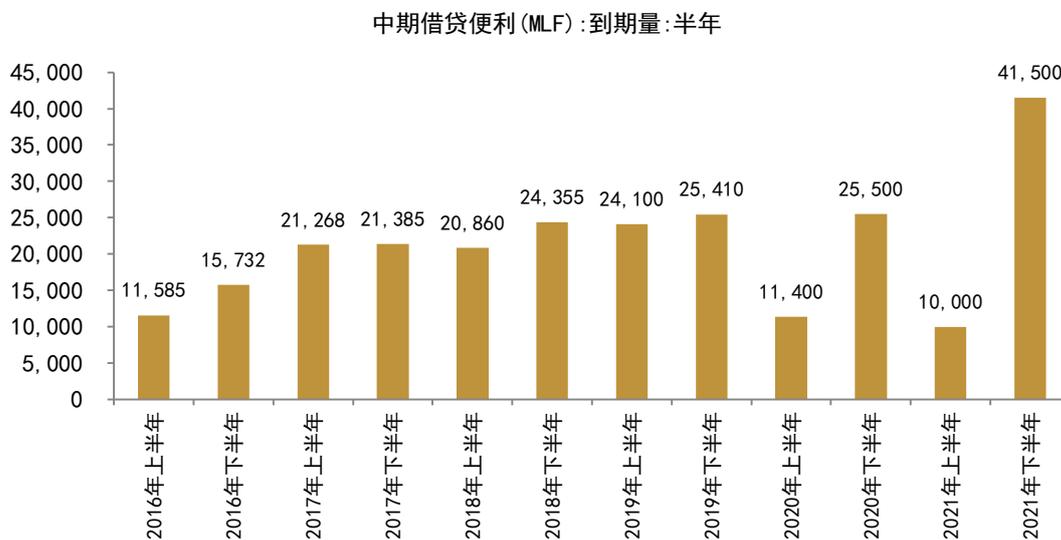


图4: MLF到期量(单位:亿元)

数据来源: Wind资讯, 远东资信整理

5.6 月份R007明显走高，十年期国债收益率总体振荡

银行间市场7天回购利率在6月上旬至中旬呈震荡运行态势，于6月下旬大幅上行(见图5)。与5月末相比，R007上行53.94BP至3.2420%，而DR007下行3.06BP至2.5480%，R007-DR007价差于月末大幅走阔至69.4BP。

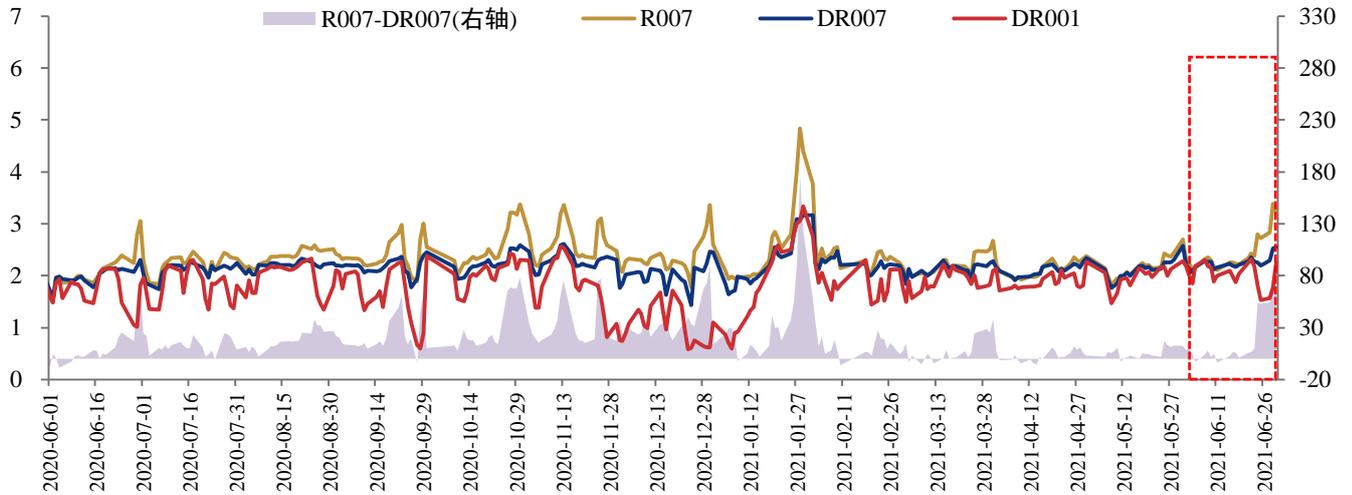
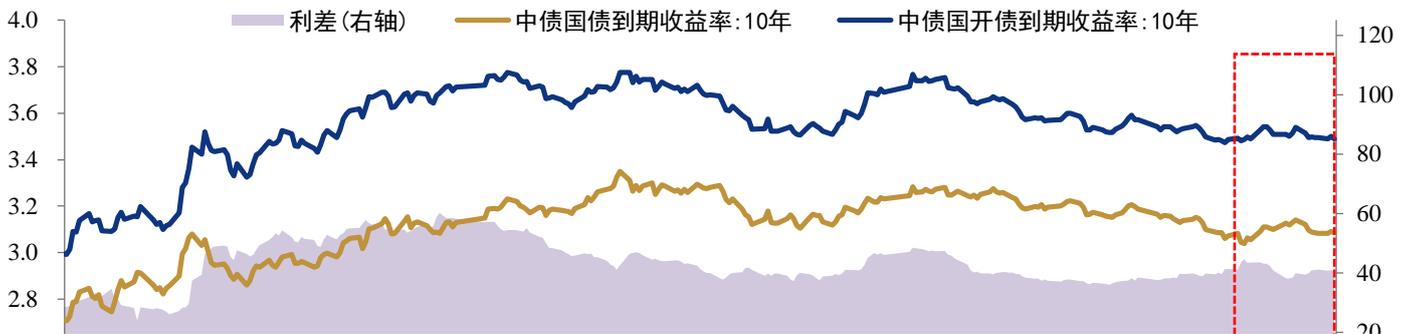


图 5: R007、DR007 利率及利差 (单位: %; BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

信贷市场方面, 6月21日, 全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率(LPR)与上月相比保持不变, 1年期、5年期LPR分别为3.85%、4.65%。预计短期内LPR或将维持稳定。

6月份, 10年期国债和国开债收益率于月初小幅走高后有所回落, 总体变化不大(图6)。相比5月末, 中债10年期国债和10年期国开债到期收益率分别于6月17日上行9.51BP和5.85BP至3.14%和3.54%。随后开启回落走势, 截至6月30日, 收益率水平分别为3.08%和3.49%, 与5月末相比变化不大。



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_22249

