

经济周期仍处于繁荣阶段

——6月经济数据点评

行业点评

中国产出缺口在2020年四季度转正。受疫情反复、就地过年影响，2021年一季度产出缺口有所下滑，但仍为正。二季度GDP同比增长7.9%，虽然基数影响下，低于一季度的18.3%，但是二季度GDP季调环比增长1.3%，增速远高于一季度的0.4%，年化增速为5.3%，二季度经济增速改善，产出缺口仍为正，经济周期还处于繁荣阶段。这里的潜在产出，是基于长期趋势不变计算的，然而疫情会通过资源配置效率、劳动参与率等渠道，快速改变潜在产出。真实的潜在产出并不是平滑增长的，潜在经济增速也不是稳定的，疫情冲击下的真实潜在经济增速可能已经降到5%附近。

二三产业均维持高景气6月工业生产实际同比增长8.3%，比2019年同期增长13.5%，两年平均增长6.5%，两年平均增速和5月差不多。从环比看，6月工业生产实际环比增长0.56%，增速高于上月的0.53%。虽然广深疫情等供给约束对工业生产具有负面影响，但是出口交货值仍保持了较高增速，并拉动工业生产。6月服务业生产指数两年平均增速为6.5%，和5月基本一样。服务业业务活动预期指数为60.4%，未来服务业仍将保持高景气。

基建投资增速或已企稳。1-6月投资两年平均增速是4.4%，高于1-5月的4.2%。我们测算的单6月投资两年平均增速从4.8%升至6%。这主要是制造业投资、基建投资贡献的。下半年基建投资、制造业投资会对冲房地产投资，保障投资增速平稳。

消费仍有很大修复空间。6月社会消费品零售两年平均增速是4.9%，高于4月的4.5%。6月餐饮消费两年平均增速为1%，比上月低0.3个百分点，一是因为5月假期餐费增速较高，二是广深疫情对服务业消费产生负面冲击。商品消费两年平均增速为5.4%，较上月上升0.5个百分点，除汽车以外的消费增速改善更加明显。

疫情之后的经济复苏，各种经济动能不断接力，避免了所有经济动能一起发力一起衰竭，导致的经济忽热忽冷。疫情后，生产率先恢复，需求随后，基建、房地产投资托底经济。2020年二三季度，经济复苏趋势已定，基建、房地产投资逐渐退出，此后，消费、服务业接力经济增长，与此同时，出口增速则是一直较高。考虑到自然情况下2021年经济动能前高后低，专项债不知是有意还是无意地滞后发行，避免了下半年经济动能快速衰竭，这样保证了全年的经济稳定。

我们对下半年经济仍比较乐观。第一，信用收缩暂停，加上专项债加快发行，以及降准，下半年信用创造可能重新扩张。第二，随着疫苗接种率上升，供给约束将逐步缓解。第三，消费增速还有很大上升空间。（1）消费场景限制进一步消除。（2）产出缺口仍为正，产能利用率进一步上升、失业率进一步下降，这有利于收入增速上升，也意味着收入增速一般滞后于经济增速，未来收入增速还会上升。（3）即使不考虑收入增长，当前消费支出离收入仍有距离。疫情前居民支出占收入的比重约为65%，目前仍低于60%，消费具有资金支持。（4）预防性储蓄，短期抑制消费，长期随着经济预期好转会消失，特别是中国储蓄率较高，预防性储蓄增加的紧迫性不太强。（5）汽车消费受到“缺芯”影响，并非消费能力不足，未来有增长空间。

● **风险提示：地方债发行节奏超预期；出口变化超预期**

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

行业点评：信用创造企稳

2021-07-11

行业点评：经济更加均衡

2021-07-02

行业点评：ROE拐点未至

2021-06-28

行业点评：经济动能不断接力

2021-06-20

行业点评：信用收缩速度放缓

2021-06-13

目 录

1、 产出缺口仍为正.....	4
2、 二三产业均维持高景气.....	6
3、 基建投资增速或已企稳.....	7
4、 消费仍有很大修复空间.....	9

图表目录

图 1: 疫情后的中国实际产出与长期产出趋势.....	5
图 2: 疫情后的中国产出缺口.....	5
图 3: 供给需求各项增速.....	6
图 4: 三大产业生产增速.....	6
图 5: 各行业生产增速变化.....	7
图 6: 服务业景气度较高.....	7
图 7: 三大行业两年平均投资增速.....	8
图 8: 房屋新开工面积增速回落.....	8
图 9: 土地成交价款增速下滑.....	9
图 10: 房屋销售增速下滑.....	9
图 11: 各行业生产增速变化.....	10
图 12: 收入增速之后经济增速.....	10
图 13: 居民支出占收入比重低于常态.....	11

事件：2021年二季度GDP增长7.9%，两年平均增长5.5%；6月，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%；全国服务业生产指数同比增长12.5%，两年平均增长6.6%；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长12.6%；比2019年1—6月份增长9.1%，两年平均增长4.4%；社会消费品零售总额同比增长12.1%，比2019年6月份增长10%，两年平均增速为4.9%。

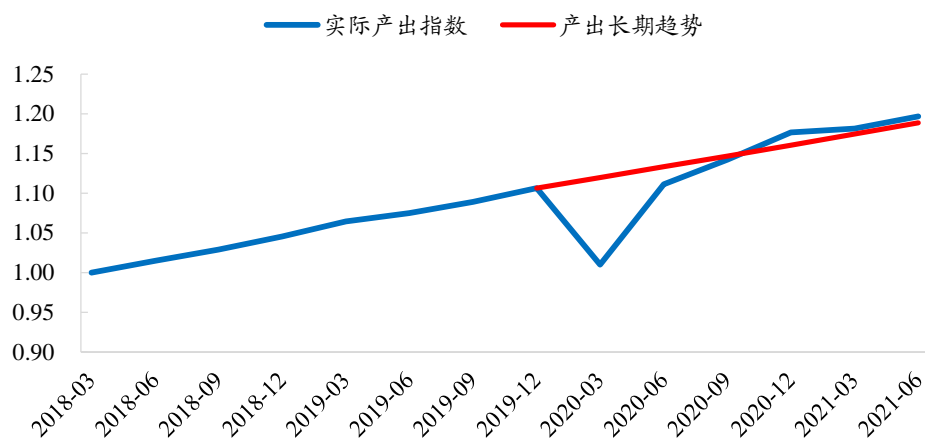
1、产出缺口仍为正

中国产出缺口在2020年四季度转正。受疫情反复、就地过年影响，2021年一季度产出缺口有所下滑，但仍为正。二季度GDP同比增长7.9%，虽然基数影响下，低于一季度的18.3%，但是二季度GDP季调环比增长1.3%，增速远高于一季度的0.4%，年化增速为5.3%，二季度经济增速改善，产出缺口仍为正，经济周期还处于繁荣阶段。这里的潜在产出，是基于长期趋势不变计算的，然而疫情会通过资源配置效率、劳动参与率等渠道，快速改变潜在产出。真实的潜在产出并不是平滑增长的，潜在经济增速也不是稳定的，疫情冲击下的真实潜在经济增速可能已经降到5%附近。

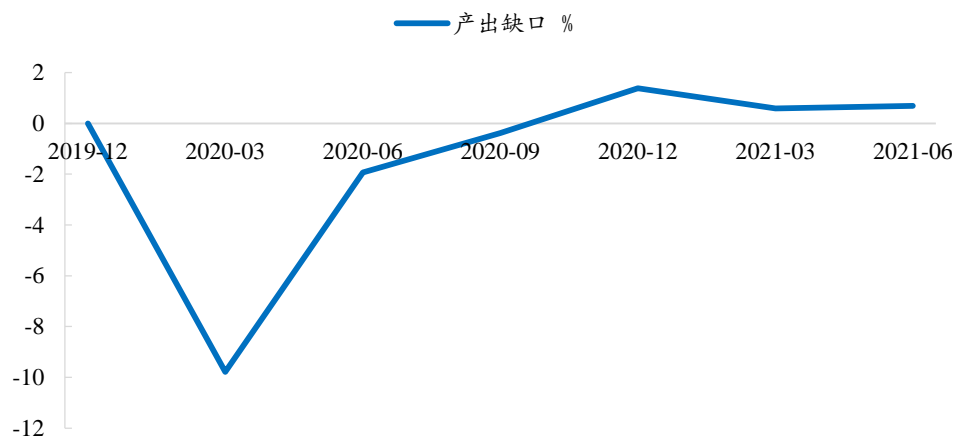
疫情之后的经济复苏，各种经济动能不断接力，避免了所有经济动能一起发力一起衰竭，导致的经济忽热忽冷。疫情后，生产率先恢复，需求随后，基建、房地产投资托底经济。2020年二三季度，经济复苏趋势已定，基建、房地产投资逐渐退出，此后，消费、服务业接力经济增长，与此同时，出口增速则是一直较高。考虑到自然情况下2021年经济动能前高后低，专项债不知是有意还是无意地滞后发行，避免了下半年经济动能快速衰竭，这样保证了全年的经济稳定。

我们对下半年经济仍比较乐观。第一，信用收缩暂停，加上专项债加快发行，以及降准，下半年信用创造可能重新扩张。第二，随着疫苗接种率上升，供给约束将逐步缓解。第三，消费增速还有很大上升空间。（1）消费场景限制进一步消除。

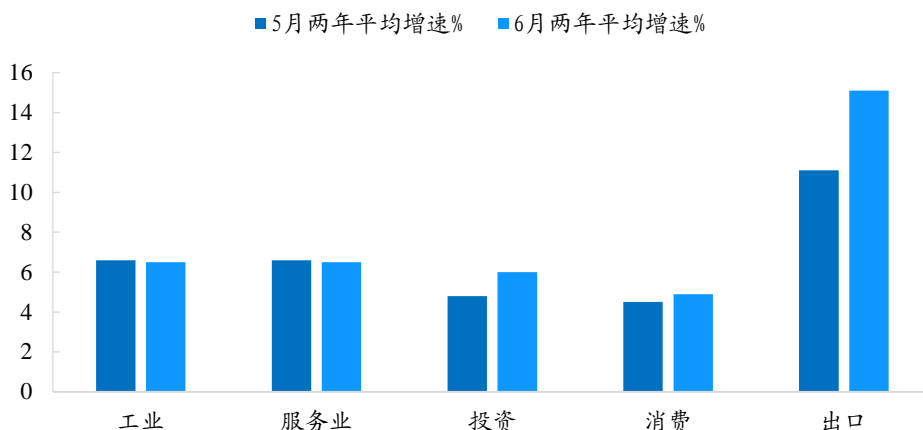
（2）产出缺口仍为正，产能利用率进一步上升、失业率进一步下降，这有利于收入增速上升，也意味着收入增速一般滞后于经济增速，未来收入增速还会上升。（3）即使不考虑收入增长，当前消费支出离收入仍有距离。疫情前居民支出占收入的比重约为65%，目前仍低于60%，消费具有资金支持。（4）预防性储蓄，短期抑制消费，长期随着经济预期好转会消失，特别是中国储蓄率较高，预防性储蓄增加的紧迫性不太强。（5）汽车消费受到“缺芯”影响，并非消费能力不足，未来有增长空间。

图1： 疫情后的中国实际产出与长期产出趋势

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 疫情后的中国产出缺口

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3: 供给需求各项增速

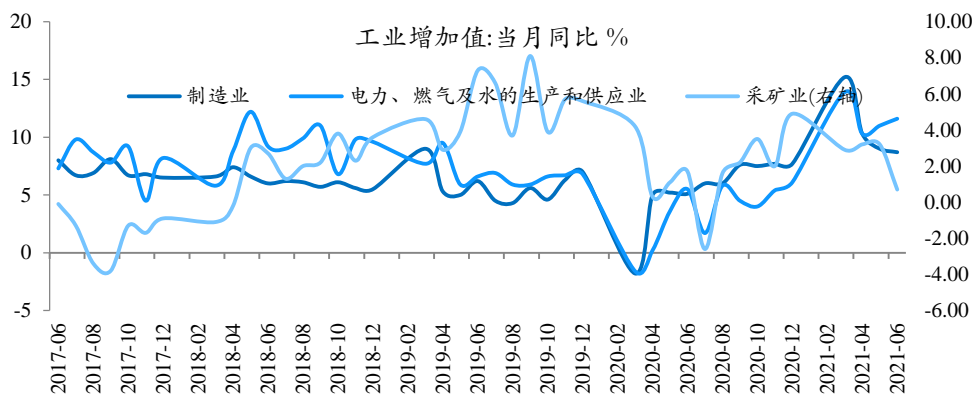
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、二三产业均维持高景气

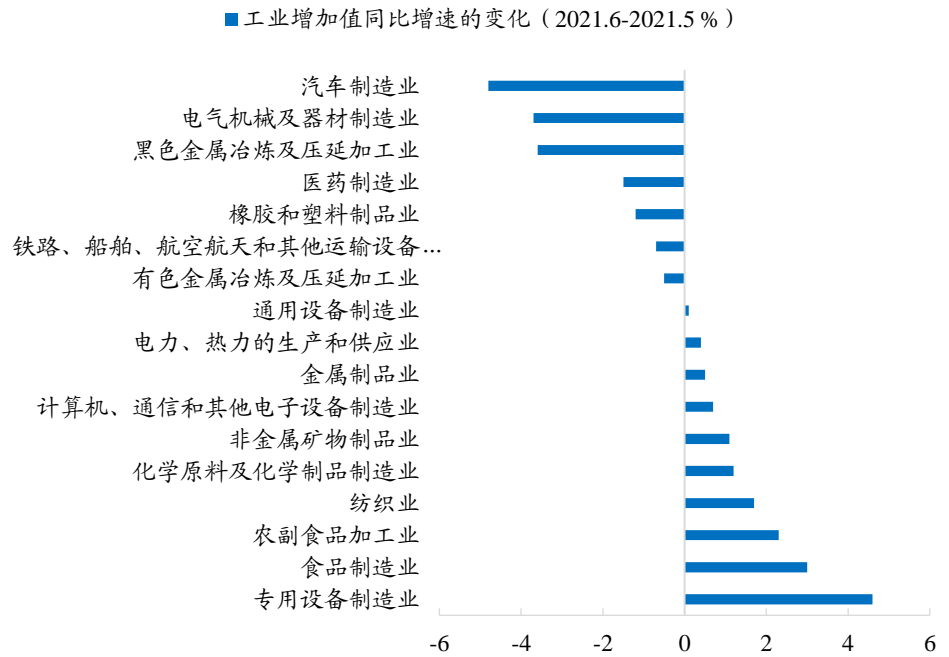
6月工业生产实际同比增长8.3%，比2019年同期增长13.5%，两年平均增长6.5%，两年平均增速和5月差不多。从环比看，6月工业生产实际环比增长0.56%，增速高于上月的0.53%。虽然广深疫情等供给约束对工业生产具有负面影响，但是出口交货值仍保持了较高增速，并拉动工业生产。

从制造业细分行业来看，和出口相关的专用设备、计算机等设备制造业生产增速增幅较大。相反，由于缺少芯片，汽车制造业生产增速仍在下滑。从绝对增速来看，疫苗加快接种、周边地区疫情恶化，医药制造业生产长期维持较高增速。

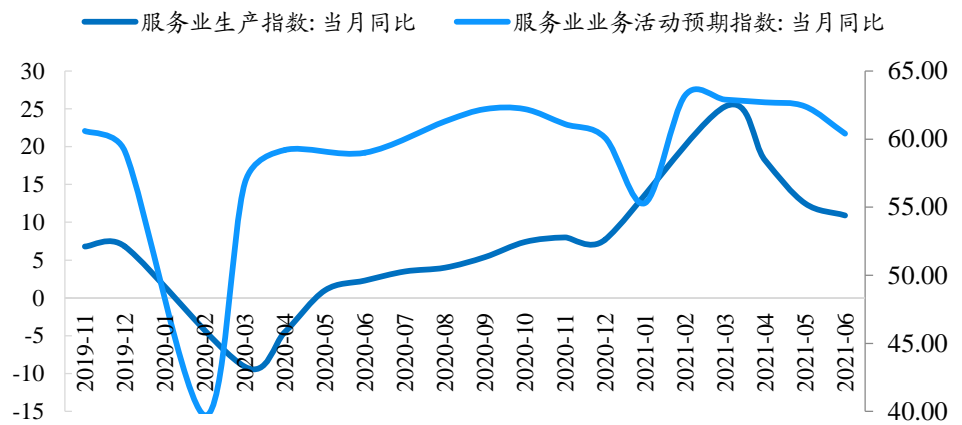
广深疫情阴影下，服务业仍维持高景气。6月服务业生产指数两年平均增速为6.5%，和5月基本一样。服务业业务活动预期指数为60.4%，未来服务业仍将保持高景气。从结构上看，和线上消费、生产相关的信息传输、软件和信息技术服务业一直维持高增速。广深疫情对餐饮等行业商务活动短期产生干扰，后期干扰会消除。

图4: 三大产业生产增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 各行业生产增速变化

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 服务业景气度较高

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、基建投资增速或已企稳

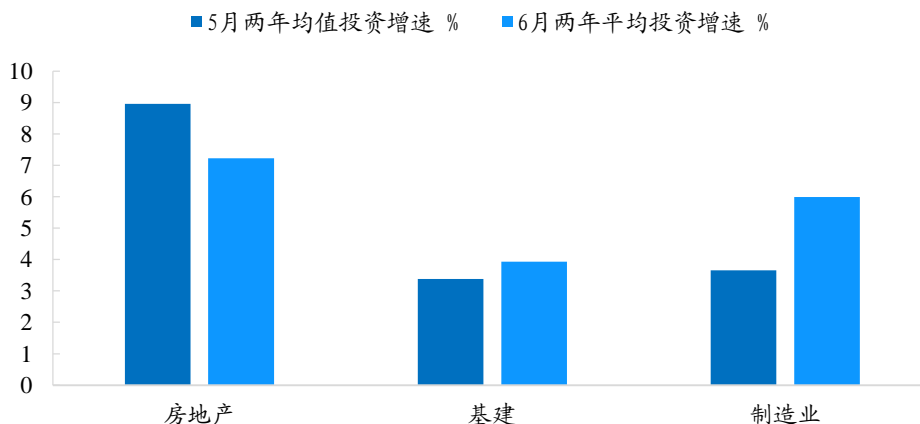
1-6月投资两年平均增速是4.4%，高于1-5月的4.2%。我们测算的单6月投资两年平均增速从4.8%升至6%。这主要是制造业投资、基建投资贡献的。

就单6月而言,企业盈利改善下,制造业投资两年平均增速从3.7%上升至6%。下半年企业盈利增速或许会下降,但仍将保持在高位,制造业投资增速也会维持在一定水平,但是由于2022年经济下行压力重来,制造业开启新一轮大的资本开支的可能性不是很大。专项债加快发行,基建投资两年平均增速停止下滑,从3.4%升至3.9%。截至6月底新增地方专项债仅发行了1万亿元,还有2.5亿元尚待发行,下半年基建投资增速大概率反弹回升。

房地产调控下，6月房地产投资两年平均增速为7.2%，低于上月的8.9%。这轮房地产周期从2020年10月开始进入向下阶段，当前房屋新开工面积增速、土地成交款增速均在下滑，未来房地产投资增速仍有下行压力，但是房企加快竣工、销售回笼资金，按揭贷款规模还比较高，1-6月房地产开发资金增速仍高达23%，这会支撑房地产投资，避免增速过快下滑。

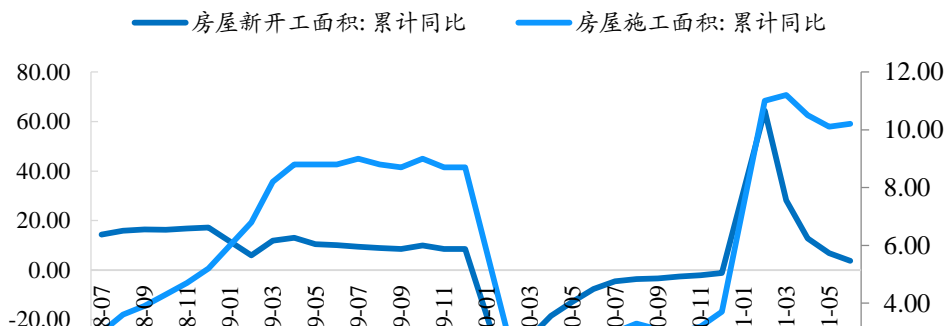
下半年基建投资、制造业投资会对冲房地产投资，保障投资增速平稳。

图7: 三大行业两年平均投资增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 房屋新开工面积增速回落



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_22250

