

下半年中国经济怎么走

植信投资研究院

2021年7月19日

核心观点：

下半年世界经济复苏可能放缓。经济增长因各国疫情拐点的不同步和一些国家疫情出现反复，虽然继续走向整体性复苏但增速会放缓。供求缺口逐步趋稳并缩小，大宗商品价格上涨可能最终在四季度得到控制。在通胀得到控制和失业率徘徊难下的预期下，美联储货币政策年内大幅收紧概率较小，全球流动性将继续保持充裕。美国经济复苏好于其他经济体，资本回流可能有助于抑制美债收益率上行，从而减轻全球金融资产价格波动的压力。

下半年，内需对经济复苏的贡献将增大。工业增加值两年平均增速有望保持在6.0-6.5%区间之内，预计全年为9.5%。制造业投资可能成为拉动下半年经济复苏的重要推手，预计固定资产投资全年增长9.0%，其中制造业投资增长12%，基建投资增长5%。本轮房价上行压力的拐点可能在三季度中下旬，年底新建住宅价格涨幅可能在5%左右，二手房价格涨幅可能在4%左右；房地产投资增速逐步回落，三季度末可能为11.7%，四季度末可能为10.4%，全年的两年平均增速可能为9%。消费仍在恢复，但下半年消费较难恢复到疫情前水平，

预计 2021 年社会消费品零售可能同比增长 10%。

下半年外需对经济复苏的推动会减缓。出口增速可能继续边际放缓，不排除同环比数据大幅放缓的可能性，进口则平稳增长。预计出口增速三季度为 15%，四季度为-5%，全年为 15%；进口预计三季度增速为 25%，四季度为 20%，全年为 30%。

PPI 上涨大概率于三季度末达到第一高点，或将迎来延续数月同比增幅 8%以上的高位运行后于四季度放缓，不排除个别月份会达到两位数增长的可能性，全年同比可能在 7%以上。CPI 全年大致走出 M 型格局，单月最大涨幅在 2.5%以内，全年平均涨幅约为 1%。人民币汇率先贬后升、区间内波动，弹性增强，总体上小幅升值。

预计中国经济全年增长可能达到 8.8%，增长前高后低，三季度增长 6.0%，四季度增长 5.0%，靠近潜在增长水平。随着经济进一步走向复苏，宏观经济数据运行波动将趋于收敛。

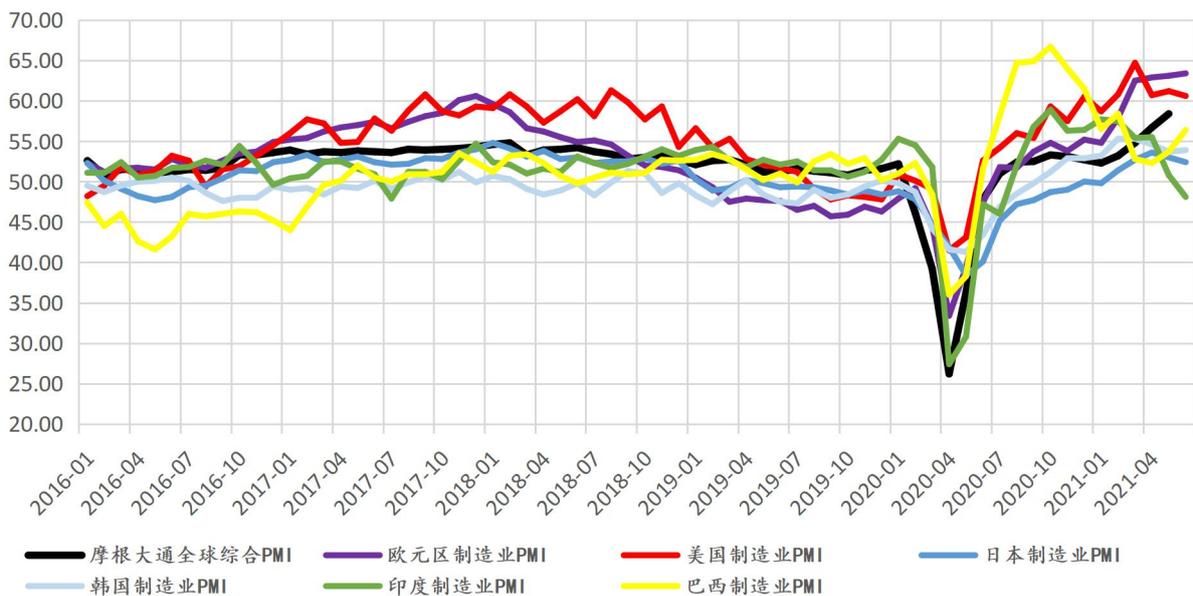
鉴于国内外经济运行依然存在不确定性和不稳定性，下半年积极财政政策实施力度将有所加大，货币政策稳健偏松推动融资增长回升，不排除三季度初还有一次降准的可能性，以促进银行业加大力度支持实体经济。

下半年需要关注可能出现的金融风险，尤其是“四小”问题，即中小服企，中小贸企，中小房企和中小银行的薄弱

环节。宏观政策建议推行“宽财政，松货币，稳信用”的搭配，监管政策实施要有“坡度”，以共同营造良好的宏观环境，避免金融风险显性化，保持经济平稳运行。

一、世界经济将在“慢热”中前行

图表 1：全球主要经济体制造业 PMI 单位：%

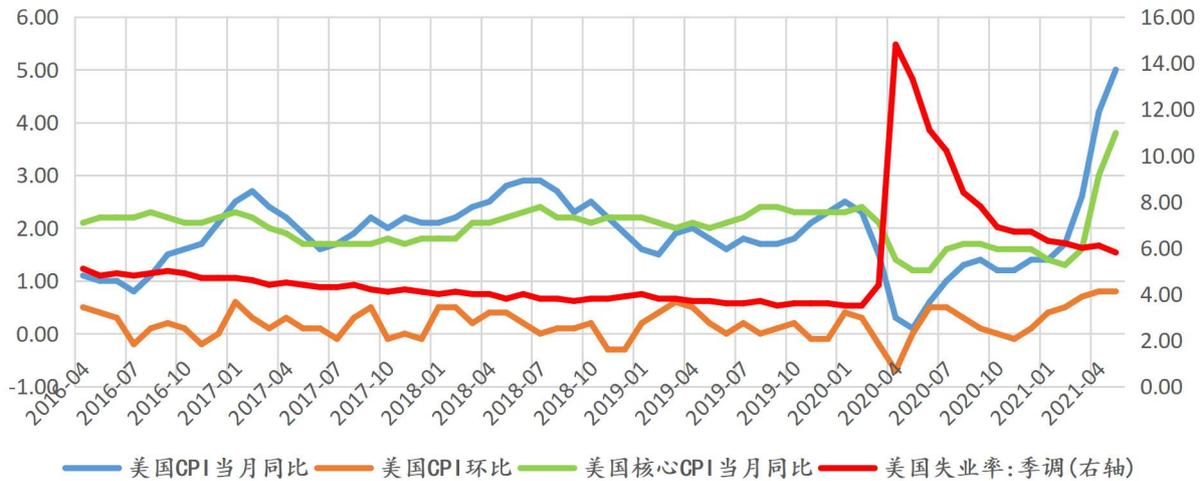


数据来源：Wind，植信投资研究院

世界经济下半年增速可能减缓。2021年二季度可能会是疫情爆发后世界经济复苏的一个阶段性高点。2020年新冠疫情爆发于一季度，世界经济受影响最深在二季度，这使得疫后世界经济复苏在2021年二季度有一个较大幅度的低基数推升效应；全球主要经济体稳步恢复奠定了世界经济整体走势，因此二季度成为世界经济复苏的高点。但与此同时，世界经济下半年增长速度可能减缓，原因在于主要经济体疫情发展不同步拖累整体复苏节奏、总需求释放减弱和供给恢复

降速削弱了复苏动能。

图表 2：美国 CPI、核心 CPI 和失业率情况 单位：%



数据来源：Wind，植信投资研究院

大宗商品价格可能四季度见顶回落。疫情对全球经济的冲击导致全球供求缺口大幅存在并持续扩大，推动了本轮大宗商品的价格大幅度上涨。但伴随着疫苗接种扩大和政策调控力度加大，疫情正在逐步改善并终将得到基本控制，同时各主要经济体产能利用率逐步恢复或接近疫情前水平，上述供求缺口将趋于收缩。而当前和未来的一个时期，全球并不存在类似于我国 2003—2008 年期间城镇化、房地产建设和出口陡增带来的巨大初级产品需求；预期中的美国新支出基础设施类投资金额也削减至 5790 亿美元，且于 8 年内分摊支出，这使得之前市场的超强基建预期落空。所以，当前的供求缺口难以长期保持，国际大宗商品价格持续大幅上涨缺乏需求基础。随着前期各国政府“福利型”刺激计划于三季度陆续到期和各国供给能力的进一步恢复，大宗商品价格涨

幅拐点可能出现在四季度。

美联储货币政策大幅收紧概率较小。大宗商品价格自一季度开始大幅上涨，给美国带来了较大通胀压力，市场纷纷猜测美联储加息缩表在即。但当前美国经济运行依然存在一系列不确定性和风险，美联储于2021年内选择收紧货币政策会较为谨慎，主要原因在于：一是美联储主流意见认为表态通胀压力是暂时的；二是失业率居高不下，年初以来一直在6%徘徊，远高于疫情前水平；三是美联储警惕 taper 的“削减恐慌”效应，不会仓促宣布实行 taper。

美债收益率短期内难以再度大幅上行。主要原因在于：一是10年期国债利率于前期已有较大幅度上行，基本消化了美国经济强劲恢复带来的预期效应；二是6月美联储议息会议再次强化了年内不加息的观点，使得因基础利率调整而带动美债收益率上行的因素明显减弱；三是美国经济恢复正在经历高点的同时也面临前述不确定性，市场逐渐恢复理性；四是资本回流投资美国债券市场，抑制美债收益率上行。当前美国经济复苏阶段与欧洲和新兴市场国家存在错位，美国领先于后者，可能会推动资本从欧洲和新兴市场国家回流美元资产，从而压低美债收益率。

2021年下半年世界经济运行可能形成以下特点：经济增长因为各国疫情拐点的不同步和一些国家疫情出现反复，虽然继续走向整体性复苏但增速会放缓；随经济增长放缓，供

求缺口逐步趋稳并缩小，大宗商品价格上涨可能最终在四季度得到控制；在通胀得到控制和失业率徘徊不下的预期下，美联储货币政策年内收紧概率较小，全球流动性继续保持充裕；因美国经济复苏好于其他经济体，资本回流可能有助于抑制美债收益率上行，从而减轻全球金融资产价格波动的压力。

二、中国经济保持整体恢复态势

四大积极因素助力工业生产平稳增长。下半年，工业生产受外需旺盛带来中下游制造业增长、中上游价格上涨带来的盈利效应、建筑业平稳较快增长带来的建材等需求保持增长和政策红利带来的高新技术生产保持高速增长等四大因素支撑，将保持平稳增长态势。但上游多个行业限产政策可能会约束产出，6月制造业PMI中的生产指数出现较大幅度的回落且为一年以来的最低点，高温和台风等季节性因素也会对室外施工作业造成影响，对工业生产形成一定程度的拖累。综合来看，在工业生产已基本不再受到的基数效应扰动的前提下，内外需的稳步恢复有望继续带动工业生产在下半年保持平稳增长。下半年工业增加值两年平均增速有望保持在6.0-6.5%区间之内。预计2021年全年工业增加值累计增速为9.5%。

图表3：工业增加值同比 单位：%



数据来源: Wind, 植信投资研究院

制造业和基础设施投资不同程度地继续回升。专项债发行速度有望进一步加快，相应的基建投资增速将有所加快。随着后续地方政府项目储备不断完善，有关项目逐渐成熟，项目融资需求会得到较大释放。下半年，外需延续修复之势，企业利润持续得到改善，民企投资热情逐步恢复，叠加低基数效应，都将有助于推动制造业投资保持修复态势。

图表 4: 固定资产投资同比 单位: %



数据来源: Wind, 植信投资研究院

尤其是工业企业结构性补库存启动和融支持力度加大两项积极因素，将推动和支持制造业投资加快增长。2021 年银行对制造业贷款大幅增加，上半年增加了 1.7 万亿元，已超过 2020 年全年的四分之三，必将对下半年的制造业投资带来较大力度的推动。预计 2021 年固定资产投资增长 9.0%，其中制造业投资增长 12%，基建投资增长 5%。

一线城市二手房和二三线城市新房率先降温。受住房金融趋紧和地方政府管控力度加强，商品房和土地成交增速下行影响，本轮房价上行压力的拐点可能在三季度中下旬，整体房价下半年上涨的动能料有所减弱。二三线新房和一线城市二手房价格涨幅率先触顶回落。预计到年底，新建住宅价格涨幅在 5% 左右，二手房价格涨幅在 4% 左右。下半年居民信贷和房企融资将减速，但幅度可能较为温和。鉴于当前贷款价值比 LTV 为 0.41，处于历史高位，年内仍有下降空间。为抑制居民信贷扩张较快，部分地区住房贷款利率仍有上行的压力。因房地产行业杠杆率水平偏高，企业营收和盈利增

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_22257

