

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 工业高位消费恢复 经济继续修复整固

—6月宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2021年7月16日

### 内容提要:

二季度 GDP 同比增长 7.9%，预期增长 8.1%，前值增长 18.3%；6 月工业增加值同比增长 8.3%，预期增长 7.8%，前值增长 8.8%；1-6 月投资累计同比增长 12.6%，预期增长 12.6%，前值增长 15.4%；6 月社会消费品零售总额同比增长 12.1%，预期增长 10.8%，前值增长 12.4%。

生产端好于预期。需求复苏、制造业投资加速、出口表现超预期是供给持续高位增长的主要原因。工业产能利用率达到 78.4%，为有数据以来新高。

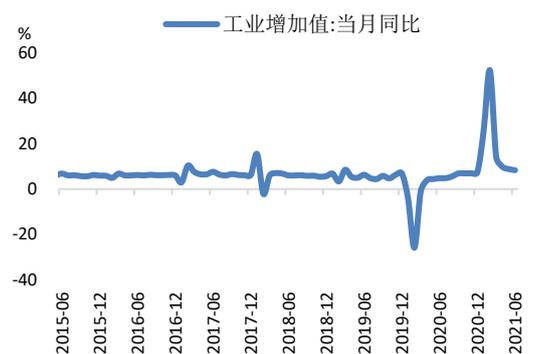
消费端有所起色。下半年消费将有所提速，但在限制因素真正解除之前还难以恢复到疫情前水平。

基建投资温和复苏。未来，随着疫情稳定、新增专项债陆续发行，基建投资或继续温和复苏，但上行空间不可过于乐观。房地产投资边际回落，下半年其增速继续下行但仍将保持韧性。制造业投资超预期复苏，两年平均增速接近 2019 年同期水平，未来继续上行趋势不改。

综合而言，二季度 GDP 略低于预期，但考虑到 5、6 月散发疫情对需求端的冲击以及芯片短缺对工业端的冲击，经济总体上保持了稳健复苏的态势。此外，虽然经济增长峰值已过，但今年二季度 GDP 环比增长 1.3%，达到 2018-2019 年同期平均水平，下半年经济仍处于修复整固阶段。6 月单月来看，工业、消费、出口好于预期，投资符合预期，价格高位回落，中下游与中上游剪刀差问题有望得到缓解从而有助于中下游企业利润修复。居民收入增速持续恢复，疫苗接种仍保持较高增长，均有助于未来消费逐步向疫情前水平靠拢。不过，当前经济复苏分化明显，增长基础仍需进一步夯实，未来政策将继续加大结构性支持力度。

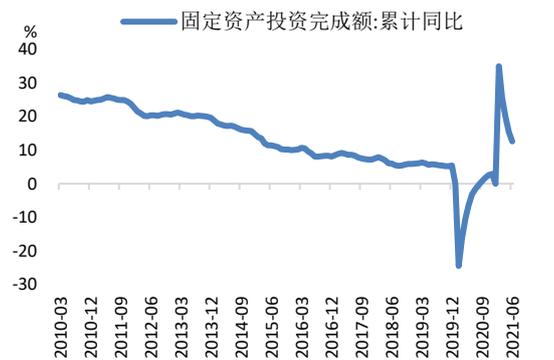
**风险提示:** 央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

VAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

FAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

1. 《工业筑顶投资修复 消费温和和经济整固—5 月宏观经济数据点评》
2. 《生产稳价格降 需求淡季不淡—6 月 PMI 数据点评》
3. 《经济复苏分化 政策延续稳健—2021 年中期国内宏观经济展望》

**事件:**国家统计局7月17日公布的数据显示,二季度GDP同比增长7.9%,预期增长8.1%,前值增长18.3%;6月工业增加值同比增长8.3%,预期增长7.8%,前值增长8.8%;1-6月固定资产投资累计同比增长12.6%,预期增长12.6%,前值增长15.4%;6月社会消费品零售总额同比增长12.1%,预期增长10.8%,前值增长12.4%。

**点评:**二季度GDP略低于预期,但考虑到5、6月散发疫情对需求端的冲击以及芯片短缺对工业端的冲击,经济总体上保持了稳健复苏的态势。此外,虽然经济增长峰值已过,但今年二季度GDP环比增长1.3%,达到2018-2019年同期平均水平,下半年经济仍处于修复整固阶段。6月单月来看,工业、消费、出口好于预期,投资符合预期,价格高位回落,中下游与中上游剪刀差问题有望得到缓解从而有助于中下游企业利润修复。居民收入增速持续恢复,疫苗接种仍保持较高增长,均有助于未来消费逐步向疫情前水平靠拢。不过,当前经济复苏分化明显,增长基础仍需进一步夯实,未来政策将继续加大结构性支持力度。

### 1、经济仍处修复整固阶段

上半年GDP同比增长12.7%,其中二季度GDP同比增长7.9%,稍弱于市场预期(8.1%,来源为路透,下同)。不过,二季度GDP环比增长1.3%,好于市场预期(1.2%),与2018-2019年同期平均水平(1.25%)一致。从6月数据看,服务业受限恢复慢于预期拖累GDP增速,但包括工业增加值、社会消费品零售总额、出口等在内的多项数据好于预期,PMI虽较前期有所回落但总体上保持平稳。由于此前部分机构判断7月降准可能是因为经济数据超预期回落,但6月经济数据的平稳,很大程度降低了这种担忧的可能性,当前经济仍处在修复整固阶段,短期失速风险较小。

### 2、生产端持续高位

生产端表现好于预期。6月规模以上工业增加值同比增长8.3%,比2019年同期增长13.5%,两年平均增长6.5%,均与5月数据基本相当。1-6月规模以上工业增加值同比增长15.9%,较1-5月回落1.9个百分点;两年年平均增速7.0%,近2个月保持小幅加速。6月工业增加值总体表现较好,强于2015-2019年同期均值(6.4%),需求复苏、制造业投资加速、出口表现超预期(尤其是6月)是供给持续高位增长的主要原因。二季度工业产能利用率环比上升1.2个百分点至78.4%,为有数据以来新高。

高技术制造业继续保持较快增长。分三大门类看，上半年采矿业增加值同比增长 6.2%，两年平均增长 2.5%；制造业增长 17.1%，两年平均增长 7.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 13.4%，两年平均增长 6.0%。其中，高技术制造业增加值同比增长 22.6%，两年平均增长 13.2%。

分行业看，6 月 41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。其中，电气机械和器材制造业（同比增长 15.0%，下同）、通用设备制造业（13.9%）、计算机通信和其他电子设备制造业（13.4%）、专用设备制造业增长（10.5%）增幅居前，汽车制造业（-4.3%）增速继续回落，近 13 个月以来首次转负。分产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路产量同比分别增长 205.0%、69.8%、48.1%，两年平均增速均超过 30%。

### 3、消费端有所起色

6 月社会消费品零售总额同比增长 12.1%，较 2019 年同期增长 10.0%，两年平均增速为 4.9%，较 5 月上升 0.4 个百分点，连续第 2 个月上行。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 13.1%。扣除价格因素，6 月社会消费品零售总额实际增长 9.8%，两年平均增长 3.2%，较 5 月上升 0.2 个百分点。从环比看，6 月份社会消费品零售总额增长 0.7%，二季度环比累计涨幅为 1.77%，虽然不及 2017 年以前水平，但已经超过 2018-2019 年同期水平。

分类来看，多数商品零售的两年平均增速有所加速，可选消费品增速表现最好，随着竣工修复（6 月竣工面积累计增速上行 9.3 个百分点）地产相关商品保持稳定。其中，受年中大促刺激，通讯器材类（17.3%）、化妆品类（17.0%）、文化办公用品类（16.7%）及日用品类（15.4%）等商品增长较快；石油及制品类（3.0%）、汽车（-2.1%）等低于平均水平。

下半年消费将有所提速，但在限制因素真正解除之前还难以恢复到疫情前水平。首先，随着疫苗接种加速（7 月中旬已过 14 亿剂），年底前大概率可以实现群体免疫，疫情对于消费尤其是服务类消费的影响有望得到一定程度缓解。不过，考虑到海外 DELTA 等变异病毒传染性较强，国内疫情防控政策仍将在一定范围内存在，线下服务修复节奏相对较慢。其次，K 型复苏在收入端的表现仍然明显，拖累整体消费复苏。上半年全国居民人均可支配收入同比增长 12.6%，两年平均增长 7.4%，后者低于名义 GDP 增速（8.2%）。其中，工资性收入、经营净收入两年平均增速分别为 7.2%、5.6%，均低于名义 GDP 增速，仅有财产性收入（9.5%）超出。此外，居民谨慎预期有所缓和，但并未回到常态时期。央行《2021 年第

二季度城镇储户问卷调查报告》显示，虽然倾向于“更多消费”的居民占 25.1%，比上季上升 2.8 个百分点；但倾向于“更多储蓄”的居民占 49.4%，比上季上升 0.3 个百分点；

#### 4、制造业超预期回升，基建温和复苏，房地产投资边际回落

1-6 月固定资产投资（不含农户）同比增长 12.6%，比 2019 年同期增长 9.1%，两年平均增速为 4.4%，较 1-5 月提升 0.2 个百分点。从环比看，6 月固定资产投资（不含农户）增长 0.35%。

**基建投资温和复苏。**1-6 月基础设施投资（含电力）同比增长 7.2%，两年平均增长 3.5%，较 1-5 月加快 0.2 个百分点。从基建投资资金来源看，银行贷款支持力度有所增强，而财政支持力度相对平缓。根据央行的数据，6 月末基础设施中长期贷款余额同比增长 17.3%，比 2020 年同期高 5.4 个百分点；上半年基础设施中长期贷款新增 2.49 万亿元，同比多增 9674 亿元。受专项债下达时间偏晚、节奏偏慢、可匹配优质项目减少等因素影响，财政支出节奏有所放缓，上半年多数时间基建投资增速一直较低水平波动。未来，随着疫情稳定、新增专项债（关注节奏）陆续发行，基建投资或继续温和复苏，但上行空间不可过于乐观。

**房地产投资边际回落。**1-6 月房地产开发投资同比增长 15.0%，两年平均增长 8.3%，较 1-5 月回落 0.3 个百分点；6 月单月两年平均增长 7.2%，较 5 月回落 1.8 个百分点。虽然新开工面积累计同比增速受 2020 年同期基数回升影响有所走弱，但在建面积累计同比增速保持稳定。商品房销售有所降温，1-6 月商品房销售面积同比增长 27.7%；较 2019 年同期增长 17.0%，两年平均增长 8.1%。房地产开发景气指数为 101.05，连续第 4 个月回落。6 月销售的回落，可能和某些特定时间的影响因素相关，从 7 月前半个月的高频数据看，30 个大中城市商品房成交面积有所回升。不过，今年以来继续执行房住不炒而且进一步延伸到学区房领域，在房地产监管加强的背景下，房地产市场会趋于更加稳健。综合而言，下半年房地产投资增速继续下行但仍将保持韧性。

**制造业投资超预期复苏。**1-6 月制造业投资增长 19.2%，两年平均增长 2.6%，较 1-5 月大幅提升 1.3 个百分点，已接近 2019 年同期水平（3%）。上半年高技术产业投资同比增长 23.5%，两年平均增速为 14.6%，比一季度加快 4.7 个百分点。高技术制造业投资增长 29.7%。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 56.4%，计算机及办公设备制造业投资增长 47.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 34.2%，电子及通信设

备制造业投资增长 29.9%。高技术服务业投资增长 12.0%。其中，电子商务服务业投资增长 32.9%，检验检测服务业投资增长 30.1%，研发设计服务业投资增长 28.4%。企业利润（两年平均增速）持续两位数增长、出口较快增长、资本开支周期等因素推动制造业投资修复。制约制造业投资上行的原因或在于供给受限、大宗商品较快涨价、终端消费温和复苏等，目前看供给端尤其是高端部分仍然受芯片短缺限制；大宗商品快速涨价阶段可能已经过去，下半年 PPI-PPIRM、CPI-PPI 缺口收窄，有助于中下游企业盈利修复；终端消费随着经济与就业平稳、疫情控制较好将有所回升；近期国家层面出台政策（降准与《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》等）继续支持制造业发展。不过，当前盈利较好的部分中上游行业，受政策影响难以新增产能，其资本开支受限，拖累整体制造业投资上行。总体而言，未来制造业投资上行趋势不改。

**风险提示：**央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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\\_22346](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22346)

