

重回结构化

——下半年宏观展望

2021年8月5日

山西证券宏观固收研究团队：

郭瑞

执业登记编码：S076051405000

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S076051810000

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

第一部分 回不到的高点

第二部分 重回结构化

第三部分 通胀的结构化

第四部分 广义流动性的结构化

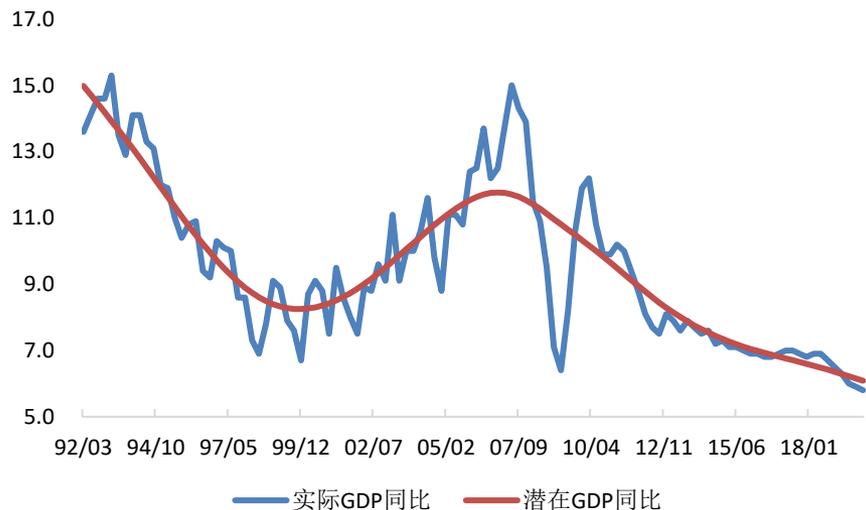
假设经济增速在潜在增速附近波动

- 2008年之后，我国潜在增速持续下降
- 2013年之后，我国潜在增速下降斜率放缓，且经济增速与潜在增速偏离度不大
- 经济波动剑小原因在于结构化：需求结构化
- 疫情之前，潜在增速大约为6%，2019年Q4增速5.8%

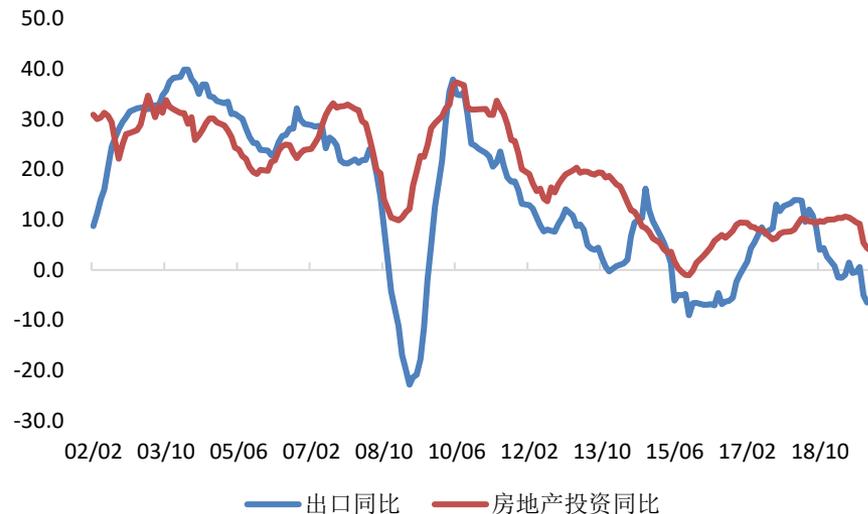
给我们的启示

- 目前潜在增速大概率低于6%
- 2021年Q2增速（两年复合）5.5%，大概率低于潜在增速

疫情前经济增速与潜在增速



两大需求走势的分化



工业生产接近满负荷

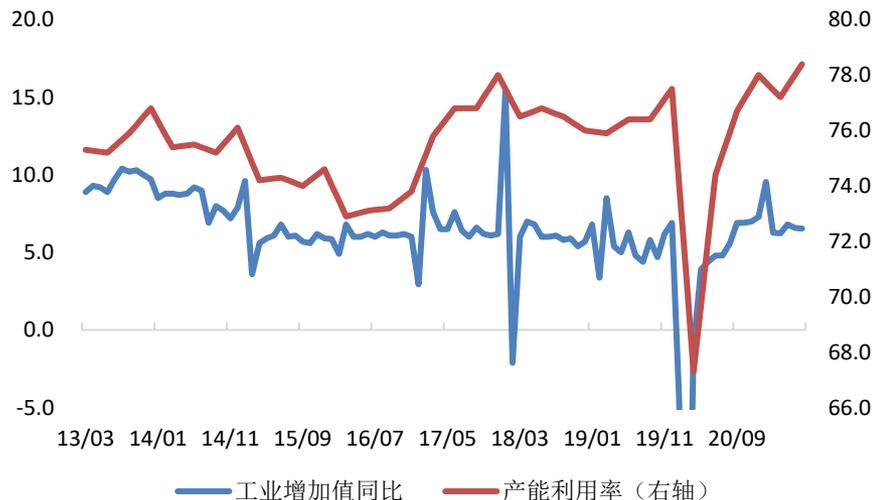
- 同比在月度间的变化非常小，且由单一趋势变为上下波动
- 产能利用率达到历史新高

服务业短期制约回归潜在增速

- 局部疫情制约服务业

5.5%很可能是在新常态化下的潜在增速

产能利用率达到历史最大



第三产业（服务业）各阶段比较

行业	2021年Q2 两年复合 同比	2020年Q4 同比	2019年Q4 同比	19年四季 度名义 GDP占比
批发和零售业	5.32	6.30	5.30	18.88%
交通运输、 仓储和邮政业	7.06	7.60	5.70	7.87%
住宿和餐饮业	-2.01	2.70	5.30	3.55%
金融业	5.64	7.00	6.50	13.26%
房地产业	5.59	6.70	2.10	13.42%
信息传输、 软件和信息技术服务业	17.58	19.70	18.60	6.02%
租赁和商务服务业	-1.34	2.20	10.00	6.48%
第三产业	5.05	6.70	6.90	

疫情稳定

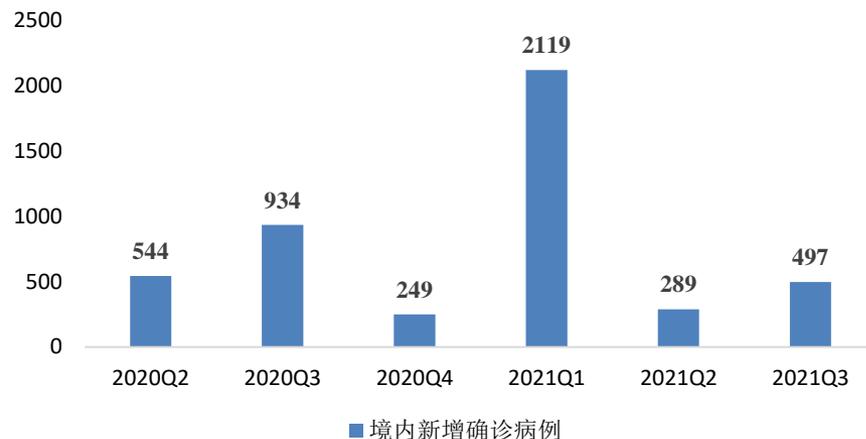
房地产投资同比到达顶点

出口在去年下半年同比快速走高，

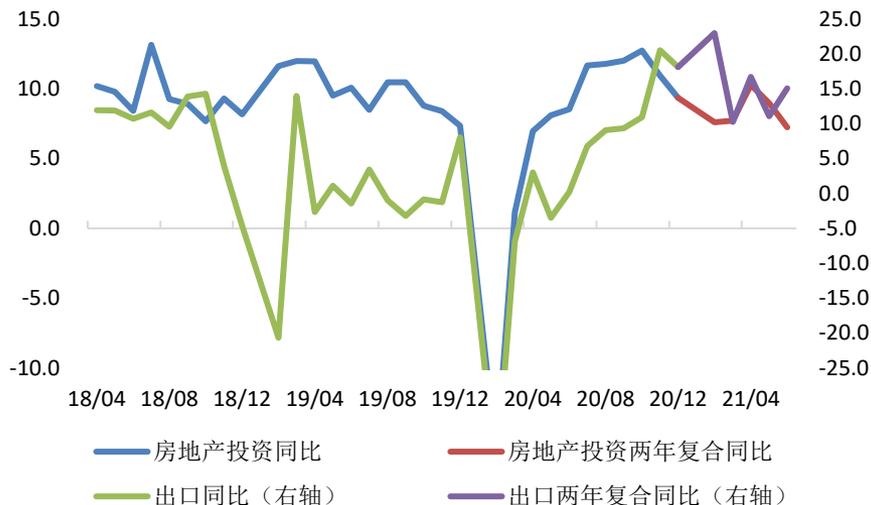
今年一季度到达顶点

- 在房地产投资和出口带动下，制造业投资同比达到高位

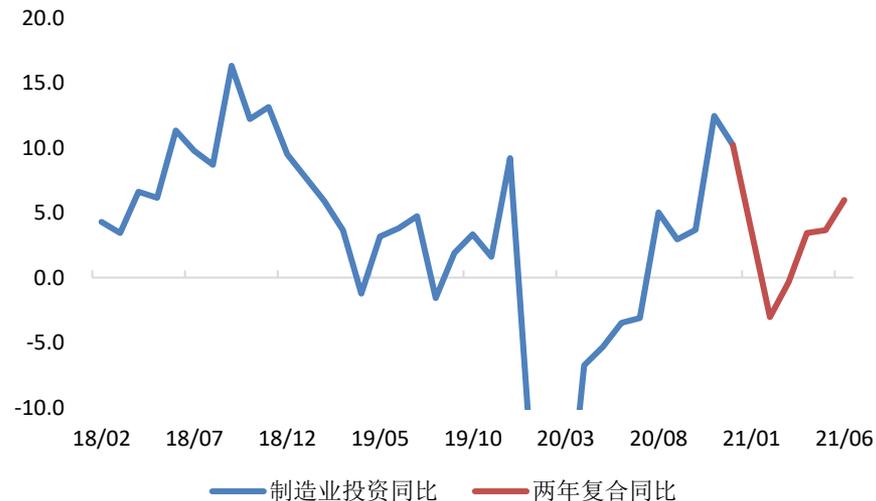
新增境内疫情数在去年四季度最少



房地产投资和出口同比相继到达高位



制造业投资在去年四季度达到高位

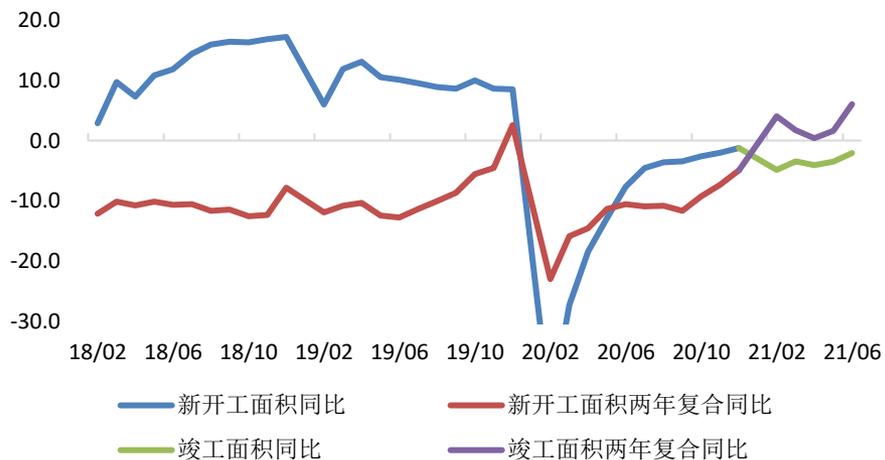


今年竣工增速同新开工增速逐渐拉大
房地产政策趋严情况下，新开工后续
难有发力

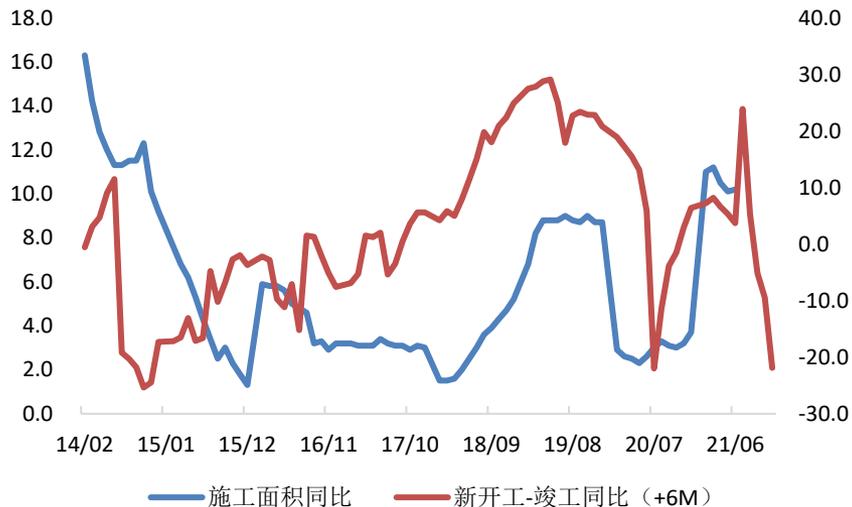
房地产投资后续判断：

- 建筑投资同比将逐渐走低
- 土地购置费同比或仍有支撑，但明年中枢也将下降

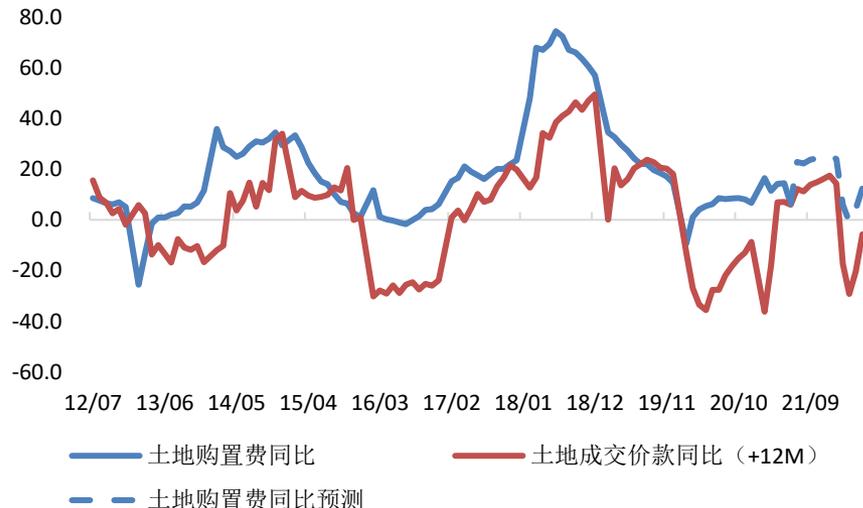
今年房地产竣工快于新开工



施工面积未来预计收缩



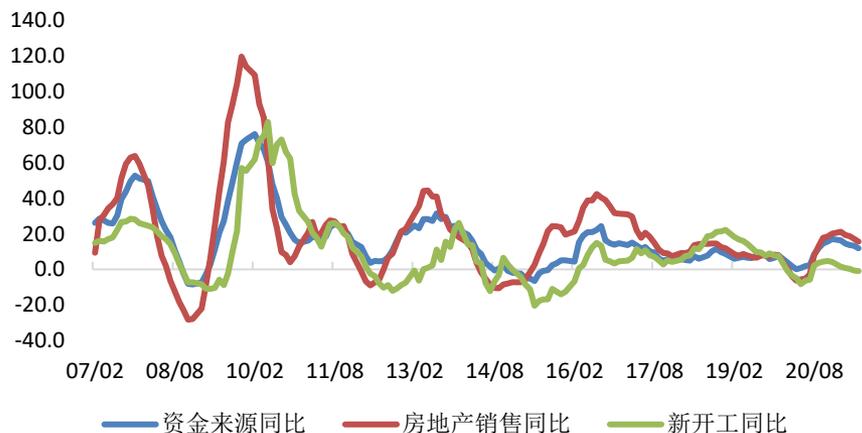
土地成交价款同比预测土地购置费同比



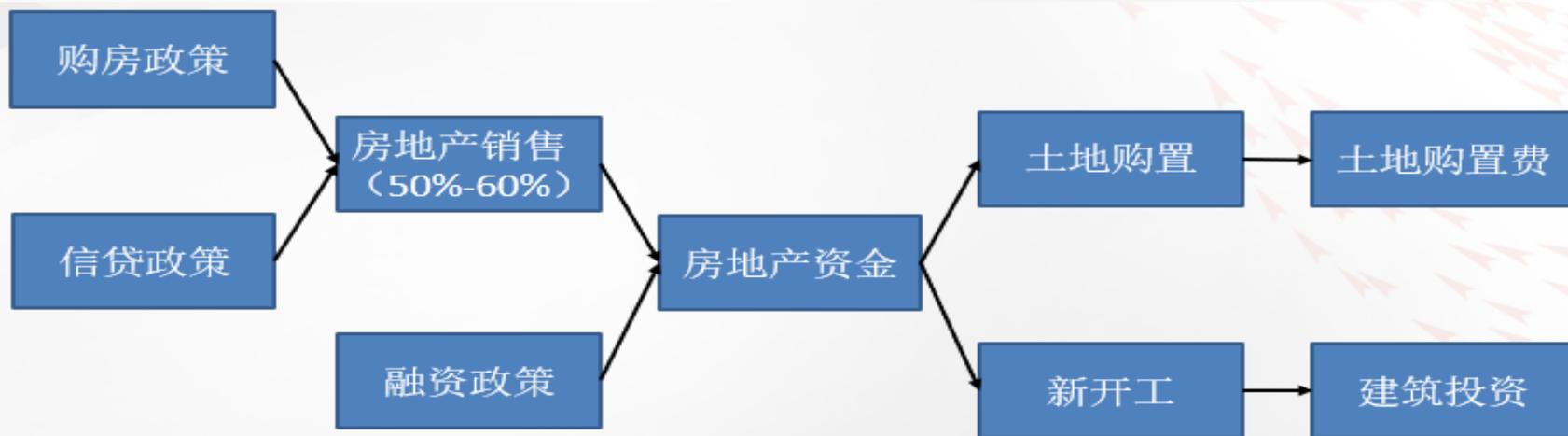
新开工增速后续难有起色

- 新开工与资金来源相关性较强
- 目前房地产几条资金路径均收到严格监管，房地产资金来源同比已经处于下行周期

房地产资金来源已经处于下行周期中



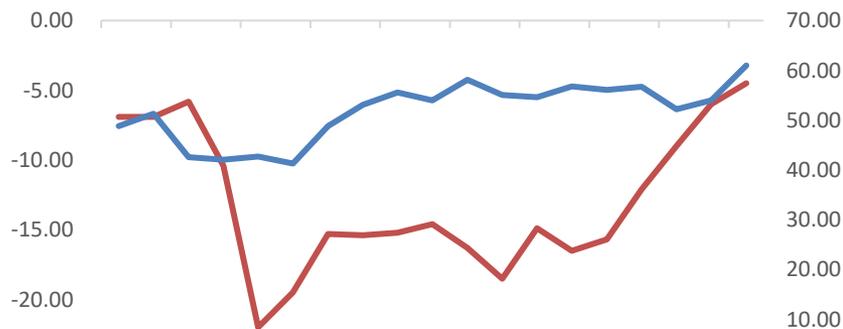
房地产政策向投资传导过程



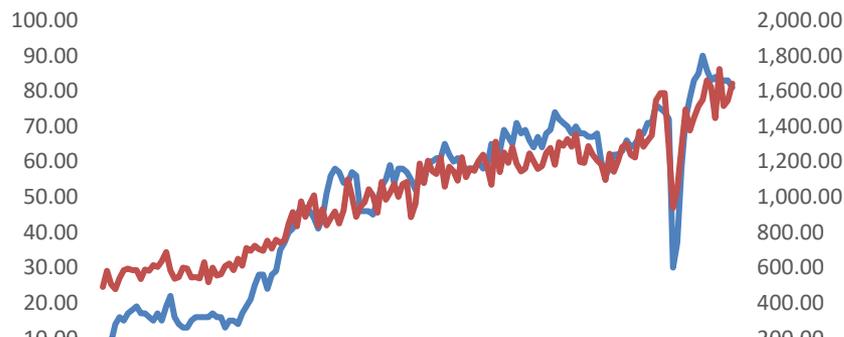
出口增速高点已过，但仍有望维持一定景气度

- 海外国家的平稳复苏以及欧美国家供需缺口延续为我国出口提供了外需保障
- 美国房地产市场火热，或将支撑我国“地产后周期”产品出口高增
- 东南亚及
- 疫情再起，我国出口替代效应大概率能够延续

全球生产端、消费端的出口外需支撑犹在



美国房产市场景气度较高，或将带动相关产品出口



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_24854

