



东亚前海郑嘉伟：需求侧改革成为下半年政策亮点



文/新浪财经意见领袖专栏作家 东亚前海证券郑嘉伟

事件

2021年7月15日,根据国家统计局公布数据:上半年国内生产总值53万亿元,同比增长12.7%,比一季度回落5.6个百分点;两年平均增长5.3%,比一季度加快0.3个百分点。二季度GDP同比增长7.9%。

核心观点

经济复苏趋势不变,剔除基数效应后复合增速略有回升。2021年二季度GDP同比增速显著低于一季度,主要是由于基数效应引起的,扣除掉基数效应后二季度复合增速为5.52%,表明当前国内经济仍处修复状态。国内经济两年复合增速仍低于疫情前同期水平,预计下半年GDP同比增速将进一步回落至5%-6%区间,剔除基数效应后总量增速边际浮动不大,两年平均复合增速基本保持平稳且复苏趋势不变,呈弱修复格局。

供给端:工业生产率先恢复至疫情之前水平,产能利用率回升。6月份,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6.54%,已经连续5个月处于6.5%以上运行区间,表明工业产能恢复较好;从环比看,6月份,规模以上工业增加值比上月增长0.56%。上半年规模以上工业增加值同比增长15.9%,两年平均增长7.0%,较一季度加快0.2个百分点,增速高于疫情前水平。上半年海外疫情反复带来出口超预期增长,推动工业生产率先恢复至疫情之前水平,目前仍处于高景

气区间。二季度发电量两年复合增速强于一季度，表明当前国内工业生产有较强韧性。

需求端：制造业投资和消费表现亮眼。其中，固定资产投资结构不断优化，重心由房地产转至高端装备制造业。制造业投资增速回升速度较快，医药和高端装备制造业投资复合增速最高，航空、航天器、电子、检验检测投资增速均在30%以上。民间投资继续保持较快增长。下半年，随着地方专项债发行加快和财政支出加速，基建投资将继续保持稳定增长，在高基数效应下，预计全年基建投资增速保持在3%左右。消费恢复态势增强，节奏好于预期，消费模式发生改变，网购消费环比继续提升。6、7月国内车市进入季节性调整阶段，汽车消费下滑。剔除基数效应来看，饮料、通讯器材、化妆品、文化办公等显著拉升社零增速。下半年，就业形势依然严峻，影响消费进度，餐饮等接触型消费复苏进程有望进一步加快。6月出口增速仍处在高位，一方面来源于海外国家复工复产进度缓慢，对国内产品需求有所增加；另一方面，由于疫情在部分新兴市场国家重新抬头引发“出口转移”效应，带动国内出口显著回升。展望下半年，全球疫情恢复持续向好，各国复产复工进度加快，低基数效应褪去，预计2021年下半年进出口增速将呈现回落态势，全年贸易增速将呈现“前高后低”趋势。

投资建议

展望2021年下半年大类资产配置：权益>债券>大宗商品>黄金。一是权益市场，结构性行情，关注碳中和以及人口、政策变化带来的主题性

投资机会；二是债券市场维持窄幅震荡，高等级信用债值得重点关注，弱资质平台和地产债风险增加，无风险利率下行空间逐步打开；三是大宗商品筑顶，整体上行空间有限，国内定价商品率先出现下行趋势；四是随着全球货币政策逐渐趋紧，黄金价格目前已出现边际回落态势。

风险提示

海外疫情超预期扩散；政策落实不及预期。

正文目录

1. 经济复苏趋势不变，复合增速略有回升.....	4
2. 供给端：工业生产率先恢复至疫情之前水平，产能利用率回升.....	6
3. 需求端：制造业投资和消费表现亮眼.....	9
3.1. 基建平稳增长，制造业代替房地产，投资增速加快.....	9
3.2. 消费恢复态势增强，节奏好于预期.....	14
3.3. 外需强劲，6月出口大超预期.....	17
4. 投资建议.....	20
5. 大类资产观察（2021.07.12-2021.07.17）.....	21
5.1. 股票市场.....	21
5.2. 债券市场.....	22
5.3. 外汇市场.....	23
5.4. 大宗商品市场.....	23
6. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1. GDP 复合增速略有回升.....	4
图表 2. 第二产业复合增速最快.....	5
图表 3. 海外需求有所增强.....	5
图表 4. 名义 GDP 与实际 GDP 差值不断走阔.....	5
图表 5. 二季度的通胀整体高于一季度.....	5
图表 6. 工业增加值复合增速较为平稳.....	6
图表 7. 工业增加值环比增速有所上调.....	6
图表 8. 二季度发电量复合增速高于一季度.....	6
图表 9. 三大门类中采矿业工业增加值两年复合增速 (%) 出现回落.....	7
图表 10. 各主要行业的工业增加值两年复合增速 (%).....	8
图表 11. 工业产能利用率处于高位.....	9
图表 12. 三大门类工业产能利用率均有所上升.....	9
图表 13. 房地产投资复合增速回落, 制造业投资复合增速快速增加.....	10
图表 14. 医药制造业和设备制造业投资的累计复合增速 (%) 最大.....	11
图表 15. 两年复合增速 (%) 下, 基建累计投资平稳增长.....	12
图表 16. 商品房销售面积、销售额累计同比回落.....	13
图表 17. 商品房销售面积、销售额复合累计同比回落.....	13
图表 18. 房地产开发企业到位资金同比增速回落.....	13
图表 19. 国房景气指数有所回落.....	13
图表 20. 房地产开发企业新开工以及竣工面积累计同比.....	14
图表 21. 房地产开发企业新开工以及竣工面积复合累计同比.....	14
图表 22. 社零同比增速较 5 月回落, 复合增速继续抬升 (%).....	14
图表 23. 复合口径下汽车消费拖累整体增速.....	15
图表 24. 复合口径下网购消费有所回升.....	15
图表 25. 6 月社零总额同比及复合增速三年对比 (%).....	16
图表 26. 剔除基数效应后, 网购仍有修复空间.....	16
图表 27. 餐饮收入比商品零售更易受到冲击 (%).....	16
图表 28. 复合口径下商品零售恢复好于餐饮收入.....	16
图表 29. 乡村社零同比增速略高于城镇 (%).....	16
图表 30. 复合口径下乡村消费恢复略高于城镇 (%).....	16
图表 31. 复合口径下网购消费有所回升 (%).....	17

图表 32. 6 月国内进出口总值大幅增长	18
图表 33. 6 月出口总额环比创 2010 年以来记录	18
图表 34. 出口额同比超近三年同期数据 (%)	18
图表 35. 国内上半年对于美国、欧盟、日本出口的增速	19
图表 36. 国内进出口金额累计同比增速仍然较高	19
图表 37. 6 月对东盟出口增速降低	19
图表 38. 进口金额同比下降但仍处于高位	20
图表 39. 6 月国内主要进口产品金额 (万美元)	20
图表 40. 发达经济体主要资本市场表现	22
图表 41. 新兴经济体主要资本市场表现	22
图表 42. 中债国债到期收益率曲线	23
图表 43. 美国国债到期收益率曲线	23
图表 44. 美元指数与人民币汇率 (点)	23
图表 45. 日元、欧元、英镑兑美元汇率 (点)	23
图表 46. 原油期货价格指数 (点)	24
图表 47. 黄金价格指数 (点)	24
图表 48. 南华商品涨跌幅度 (点)	25
图表 49. 南华农产品涨跌幅度 (点)	25
图表 50. 南华能化涨跌幅度 (点)	25
图表 51. 南华工业涨跌幅度 (点)	25
图表 52. 南华金属涨跌幅度 (点)	25
图表 53. 南华贵金属涨跌幅度 (点)	25

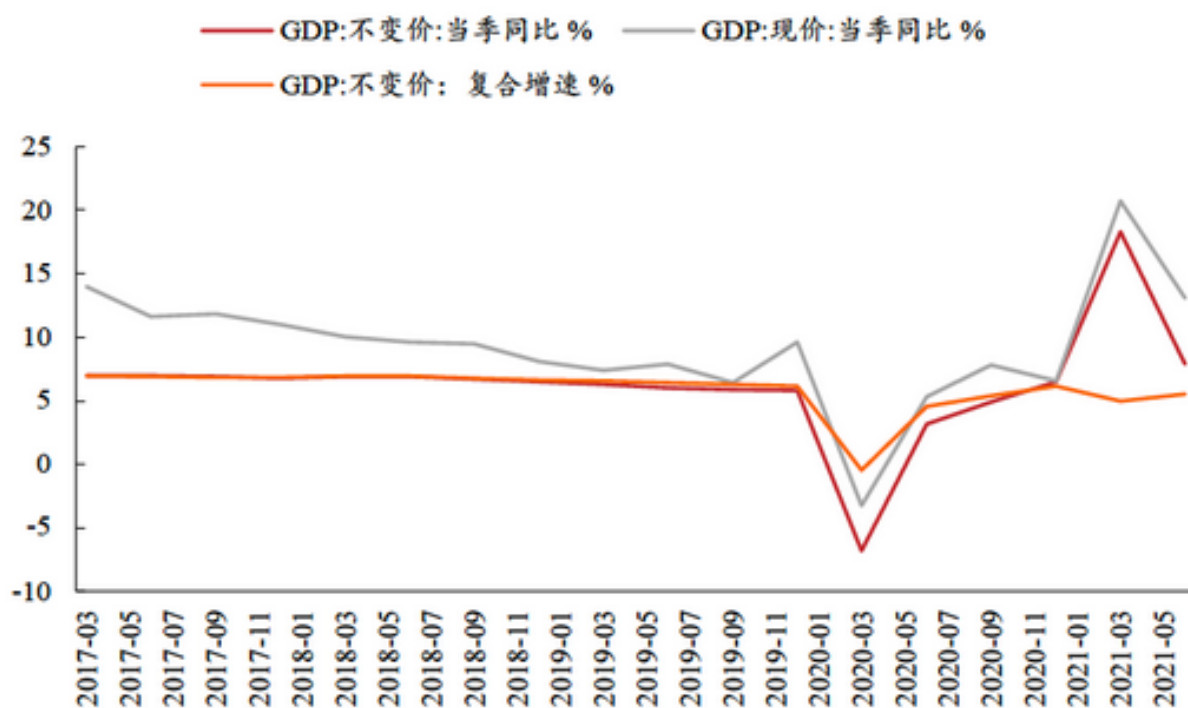
2021 年 7 月 15 日，根据国家统计局公布数据：上半年国内生产总值 53 万亿元，按可比价格计算，同比增长 12.7%，比一季度回落 5.6 个百分点；两年平均增长 5.3%，两年平均增速比一季度加快 0.3 个百分点。第二季度 GDP 同比增长 7.9%，略低于预期，两年复合增速为 5.5%，比第一季度提升 0.52 个百分点。其中，6 月规模以上工业增加值同比增长 8.3%，比 2019 年同期增长 13.5%，两年平均增长 6.5%；固定资产投资累计同比增长 12.6%，比 2019 年同期增长 9.1%，两年平均增长 4.4%；社会消费品零售总额同比增长 12.1%，比 2019 年 6 月份增长 10.0%，两年平均增速为 4.9%。

1. 经济复苏趋势不变，复合增速略有回升

GDP 同比增速回落，剔除基数效应后复合增速略有回升。2021 年二

季度 GDP 同比增长 7.9%，增速低于市场预期，两年复合增速为 5.5%，高于一季度的 5%。第二季度的同比增速显著低于一季度，主要是由于基数效应引起的，扣除掉基数效应后二季度复合增速为 5.52%，表明当前国内经济仍处修复状态。目前扣除基数效应后，国内经济两年复合增速仍低于疫情前同期水平，预计下半年 GDP 同比增速将进一步回落至 5%-6% 区间，剔除基数效应后总量增速边际浮动不大，两年平均复合增速基本保持平稳且复苏趋势不变，呈弱修复格局。

图表1. GDP 复合增速略有回升

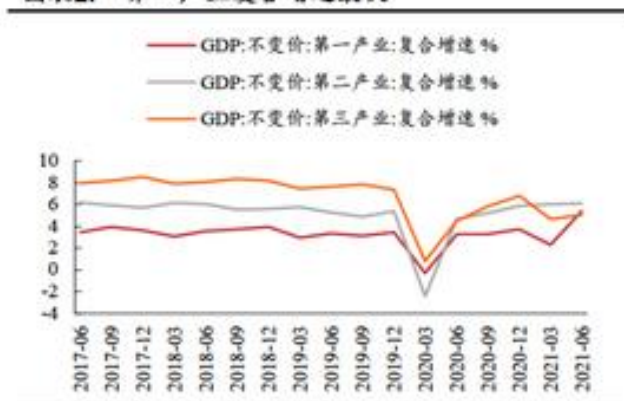


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

受海外需求增强影响，第二产业修复速度较快。二季度第一产业、第二产业、第三产业同比增速分别为 7.60%、7.50%、8.30%，但是扣除基

数效应后，第一产业、第二产业、第三产业两年复合增速分别为 5.43%、6.09%、5.05%，第二产业仍是我国修复速度最快部门，已经恢复疫情之前水平。第二产业两年复合增速较第一季度（6.05%）稳中略有提升，主要是由于二季度海外疫情反复，海外需求较为强势，全球疫情作用下海外对于中国产品的需求增强，带动第二产业成为拉动经济增长主要贡献力量。上半年第二产业拉动经济增长 2.9 个百分点，在 GDP 比重占比提高 1.3 个百分点。由于局部地区零星疫情影响，第三产业还未恢复至疫情之前水平，未来提升空间较大，下半年将成为经济复苏的重要动力。

图表2. 第二产业复合增速最快



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表3. 海外需求有所增强



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

受通胀影响，名义 GDP 与实际 GDP 差值走阔。第二季度 GDP 名义同比增长为 12.00%，实际同比增长为 7.00%，两者之差扩大至 5.10%

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_33098

