



# 李迅雷团队：总量复苏趋缓， K 型分化明显



意见领袖 | 李迅雷团队

7月15日国家统计局公布了2021年上半年的大部分经济数据，引发市场热议。从总量数据看，并没有发现经济有明显下滑的趋势，也就是说降准应该是未雨绸缪而非黑云压城。但是，从结构看，似乎分化现象十分明显。为此，本周中泰总量团队就此话题举行周末讨论会。

总量复苏趋缓，政策再宽松预期降低

中泰宏观首席陈兴认为，这次的经济数据之中，有以下三点变化值得关注：二季度我国工业企业产能利用率创下新高，录得78.4%，这说明了不论是由于企业的主观行为也好，还是客观上政策的制约也罢，产能扩张的态势是比较弱的，产能有顶反过来意味着通胀有底，这个问题在国内倒不是特别突出，美国可能要比我们更严重。

从中观行业的分化上来看，有三个比较明显的特征：第一，石油链的行业是有需求支撑的，多数表现为量的增长，比如化工，甚至偏下游的医药，纺织；第二，与之形成鲜明对比的是，钢铁和有色，最近市场上比较火的板块，是没有量释放出来的，6月价格也出现了一定的涨幅回落情况，第三，中游装备制造行业感受到了上游原材料价格上涨的压力，所以使得部分行业有提价举动，但是量的表现堪忧，除了计算机通信设备这一出口依赖度偏高的行业，依靠出口景气得以维持量的增长。

这次制造业投资和消费的增速改善是6月经济数据的亮点所在，这个

不是偶然现象，之前宏观团队的中期策略报告中就已经提到今年两者的联动性。如果对制造业投资做个拆解，恢复偏慢的恰恰是偏下游的消费品类制造业行业，偏上游的原材料和中游的加工组装类行业投资早已经恢复到了疫情前的水平，所以制造业投资事实上也要依赖于消费增速的回暖。

中泰策略首席陈龙认为，下半年经济下行压力已现，价格高点已过。尽管二季度经济数据很明显的是韧性非常强，但下行压力已现，6月 PMI 综合、PMI 新出口订单、房地产销售和投资等相关指标纷纷下滑，下半年经济面临下行压力。预计三、四季度经济增速分别为 6.7%和 5.4%。大宗商品通胀的高点已现，经济将逐步放缓。货币政策将从边际收紧到边际宽松转变。

中泰固收分析师肖雨认为，央行超预期全面降准后，市场逐渐形成两个预期：一是目前经济下行压力较大；二是后续会有降息等进一步宽松举措。本周央行缩量续作 MLF，以及 Q2 经济数据公布后，市场预期再次反转。

一是结构分化背景下，经济复苏趋势仍在。二季度 GDP 两年复合增速 5.5%，低于央行测算的潜在产出增速水平（2021 年 5.7%），但较一季度抬升 0.5 个百分点，表明复苏动能虽然边际减弱，但是趋势没有改变。从结构上看，第三产业中的住宿餐饮业、租赁和商务服务业尚未恢复到 2019 年水平，成为主要拖累项，可能因为疫情影响导致不少线下商务、政务活动取消或者改为线上，因此第三产业增速年内仍有一定回升空间。



二是降准不代表宽松周期开启。可以从三个角度理解：首先，降准不是因为经济下行风险增大，而是恢复的还不够好，目的在于降低社会综合融资成本，增强金融机构服务实体的意愿和能力，推动经济在恢复中达到更高水平均衡；其次，经济“K型”复苏背景下，中小微企业经营压力较大，而稳就业的重任主要靠中小微企业承担，降准有助于缓解中小微企业困难和就业压力；最后，降准作为货币政策回归常态后的常规流动性操作，可以对冲MLF到期压力和常规资金缺口，降准后7月份资金面压力不大，但8月份到期MLF规模上升至7000亿元，如果央行继续象征性减量续作，降准对于流动性总量的影响可能降为中性，甚至随着长期资金占比上升，短端资金波动可能加大。

金融工程首席唐军认为，制造业份额提升可能是今年我国经济韧性的主要支撑。从工业用电量和工业品产量数据看，地产和基建投资相对较弱，而制造业和出口对经济的拉动作用非常明显。

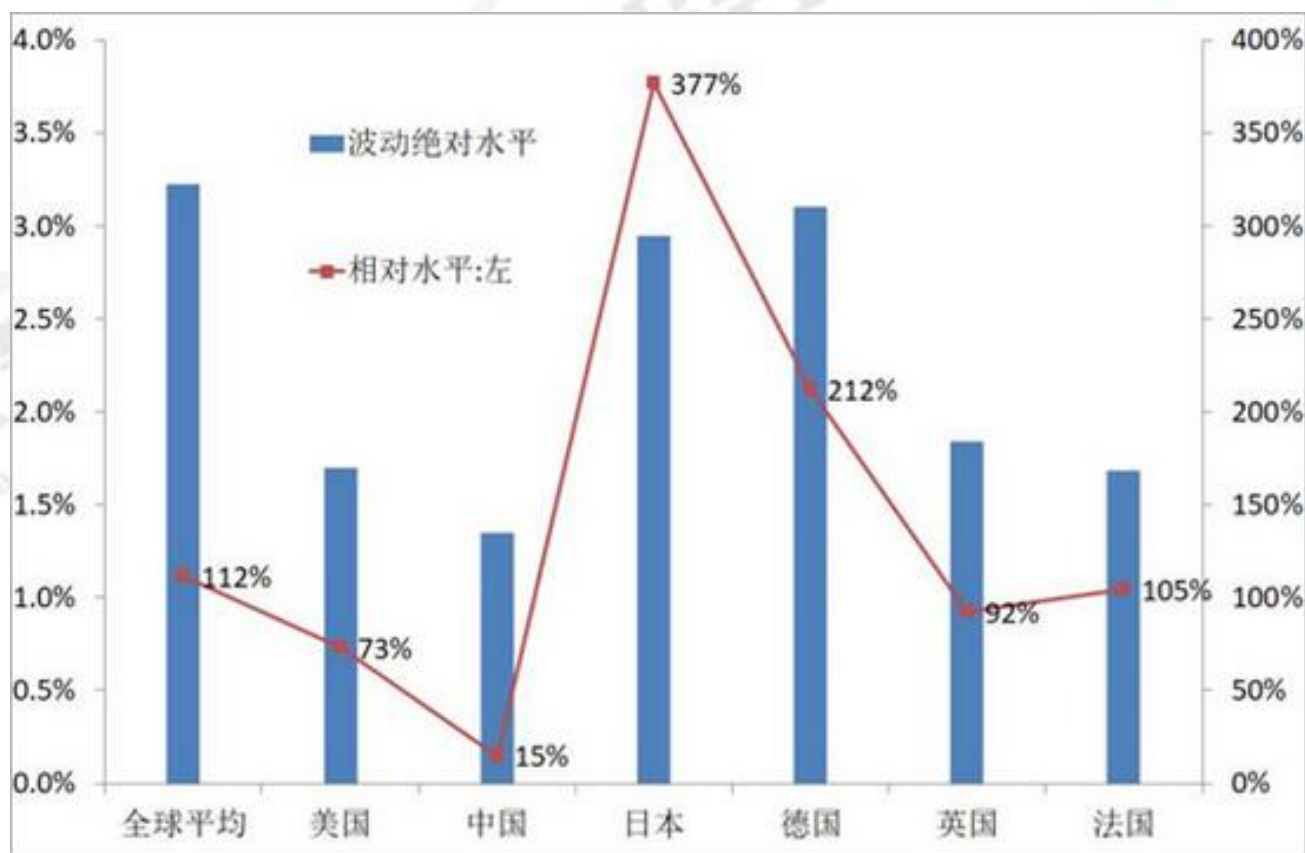
以2019年为基数，今年以来浙江省和广东省的工业用电量比2019年同期增长20%和17%，出口和进口金额分别增长30%和27%，但粗钢产量和水泥产量分别只增长了13%和9%。水泥不能长时间储存，因此受库存的扰动很小，且其下游直接对应房地产和基建投资。因此，水泥产量增速偏低说明房地产和基建投资对经济的拉动作用在减小，而工业用电量、进出口数据的高增速说明我国制造业在全球市场份额的提升对经济支撑作用明显。

展望下半年，疫苗接种水平的差异造成新冠疫情恢复不同步，继续有利于我国制造业的出口，但考虑到去年下半年进出口数据的基数明显更高一些，因此从同比增速来看，下半年进出口对经济增速的拉动作用可能会边际减弱。

李迅雷认为，看了太多关于上半年数据的分析报告，可谓掘地三尺、见仁见智。但有一点感觉不太好，即大家过度关注短期数据波动，过度解读降准的原因和逻辑，过度在意短期波动而忽视了经济长期存在的问题，这容易误导大家为实现短期均衡而如何采取相应举措，而不是为了实现长期均衡而建议加大改革创新力度。

我国的 GDP 增速波动幅度几乎是全球主要经济体中最小的，比较一下全球及主要经济体的 GDP 波动幅度，发现从 1998 至 2018 年间，GDP 增速的变化幅度（标准差），中国是 1.3%，美国是 1.7%。表面看差距不大，但问题是，中国的平均增速是 9.0%，美国只有 2.3%。由此，就相对波动水平而言，中国只有 15%，美国是 73%，日本幅度最大，达到 377%，全球平均水平也有 112%。

### 1998-2018 年 GDP 波动标准差与幅度



来源：WIND，中泰证券研究所

但经济增长质量却有待提高。也就是说，过度重视了对总量数据的平滑，但结构数据的扭曲问题仍然存在，且有加大趋势。从发达国家的案例看，短期经济波动即便大也不会影响经济的转型升级。如果我们过度在意短期波动，则可能顾不上对长期问题的对症下药。如全社会的宏观杠杆率快速上升并超过美国等问题、税改问题等。

数据揭示 K 型分化——

总量政策对解决结构性问题是否有效

中泰策略分析师徐驰认为，近期资本市场对于上半年经济数据稳中向

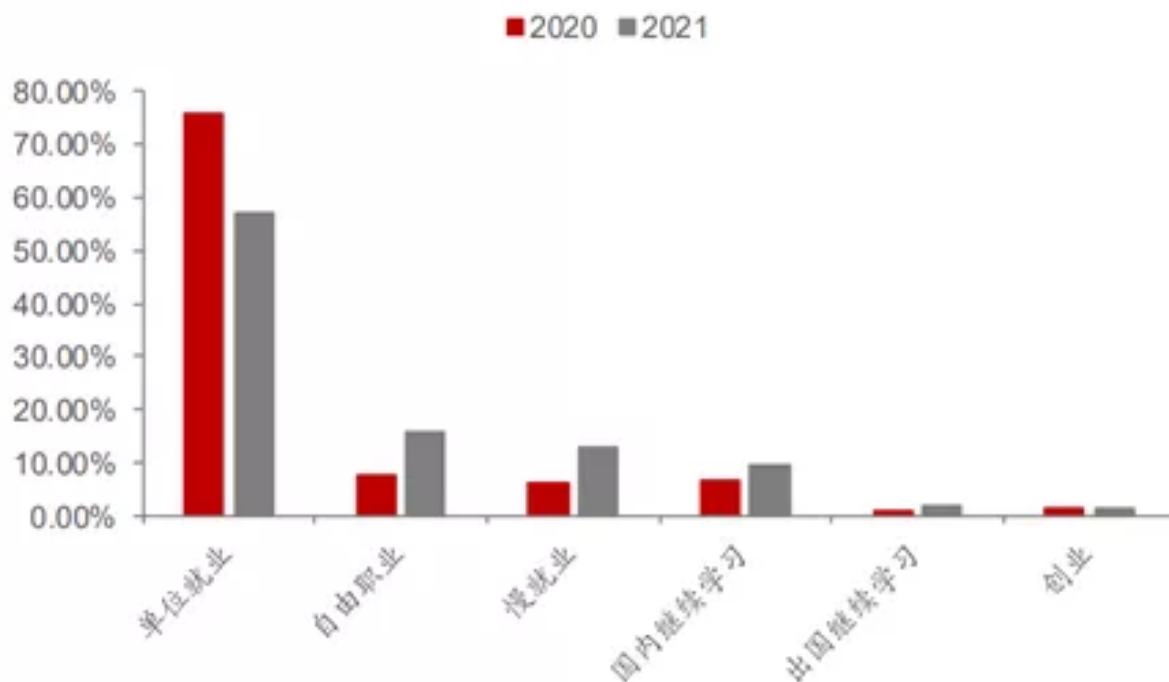


好下却全面降准，困惑较多。事实上，一项关键却容易被忽视的数据——大学生就业，却出现了结构性失衡加剧的情况，这或是政策超出市场预期的主因。

就统计局公布的城镇调查失业率数据而言，6月份，16—24岁城镇青年调查失业率为15.4%，比上个月上升了1.6个百分点，仅和去年7月，国内企业疫情后刚刚开始复苏时持平。

徐驰通过对比“智联招聘”等公布的今年和去年应届生去向的数据，发现：2020年应届生所对应的去年上半年，正是国内疫情对经济影响最大的时候，而2021年应届生所对应的今年上半年，正是疫情后，我国经济率先强劲复苏后，经济表现最好的时候，故理论上，今年应届生就业率应远高于去年。但事实上，应届生去单位直接就业的比例却从去年的75.8%下降到今年的56.8%。而造成应届生直接就业比例较快下降的并非是考研等继续学习（比例从去年的6.6%上升至9.5%），而是所谓“自由职业”和“慢就业”的翻倍式增长（这两项合计的比例由去年的13.9%上升至今年的28.6%）

图表：2020 和 2021 年应届毕业生去向



来源：智联招聘，中泰证券研究所

徐驰认为，造成这种大学生就业的结构性失衡的原因是多方面的：就职位需求而言，大学生数量在高校扩招下，由 2010 年的 575 万快速上升至今年的 834 万。高等教育下，日益提升的自尊心以及 95 后作为中国最富裕的“65-75 后”的独生子女，成长于中国经济增长最快速的年代并很

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\\_33128](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33128)

