

2021年07月15日

固定收益研究

研究所

证券分析师：
021-68930187
联系人：靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
周子凡 S0350121010075
zhouzf@ghzq.com.cn

经济韧性尚存，政策“阻尼器”就位

——2021年6月经济数据点评

投资要点：

相关报告

《6月金融数据点评：总量超预期与结构性问题并存》——2021-07-10

《6月价格数据点评：通胀压力边际舒缓，政策空间逐渐显现》——2021-07-09

《2021年5月经济数据点评：经济动能将见顶，基建投资来对冲》——2021-06-17

《5月金融数据点评：社融增速下滑换挡》——2021-06-10

《5月价格数据点评：站在“剪刀差”拐点上》——2021-06-10

■ 事件

7月15日，国家统计局公布了我国6月份经济数据。二季度GDP同比增长7.9%，略低于预期8.4%；1-6月份固定资产投资累计同比增加12.6%，两年复合增速为4.4%；6月份，规模以上工业增加值同比增长8.3%，两年复合增速为6.5%；6月份社消同比名义增长12.1%，两年复合增速为4.9%。

■ 点评

制造业投资方面，1-6月份制造业投资表现亮眼。各行业投资复合增速普遍有所提升，主要源自于海外需求依旧有韧性，外需“退潮”逻辑尚未开始兑现。**展望下半年**，9月份美国失业补助停止发放，叠加服务业的持续复苏，造成对实体商品需求下降，进而使得国内制造业投资存在一定压力。

基建投资方面，1-6月份基建投资两年复合增速略有回落。在整体信用环境偏紧，开工进展趋缓的背景下，基建短期内将继续承压。虽然，三季度将是专项债的发债高峰，预计今年四季度基建投资将得到一定支撑，然而结合监管近期对地方政府隐性债务的加强管控来看，基建大幅发力可能性不大，后续基建投资更有可能作为对冲，边际减缓经济下行压力。

房地产投资方面，1-6月份房地产投资整体依旧维持在高位，表现较有韧性。去年以来，监管严控地产融资，房企受“三道红线”融资端限制，自筹资金项目受到比较明显的制约，目前房企资金来源主要靠定金及预付款拉动，销售的持续趋缓将对房企回款产生“负反馈”，地产投资正逐渐转向后周期。

工业生产方面，6月份工业增加值当月同比两年复合增速略有下滑。在海外生产恢复，需求回落的格局下，叠加美国夏季出行高峰的临近，服务业持续复苏等一系列因素，下半年外需“退潮”也是大势所趋。下半年工业生产在“外需衰减”和“成本侵蚀”的双重作用下面临一定下滑压力，然而结合央行实施全面降准，旨在疏缓中小

企业融资压力的操作来看，年内工业生产下滑或相对温和。

消费方面，6月份社会消费品零售总额同比增长超预期，整体呈改善趋势。6月份消费表现略超预期，或许受端午节及季节性因素拉动。虽然二季度城镇居民人均可支配收入继续改善，但是改善斜率趋缓。目前不论从个人可支配收入还是从消费支出增速来看，都仍与疫情前水平存在较大差距，未来消费改善动能有待进一步验证。

■ 风险提示 “新冠”疫情超预期，政策支持力度不及预期。

1、点评

7月15日,国家统计局公布了我国6月份经济数据。二季度GDP同比增长7.9%,略低于预期8.4%;1-6月份固定资产投资累计同比增加12.6%,两年复合增速为4.4%;6月份,规模以上工业增加值同比增长8.3%,两年复合增速为6.5%;6月份社消同比名义增长12.1%,两年复合增速为4.9%。

制造业投资方面,1-6月份制造业投资表现亮眼。各行业投资复合增速普遍有所提升,其中高新制造业投资继续保持高增速。我们认为,当下制造业偏强主要源自于海外需求依旧有韧性,外需“退潮”逻辑尚未开始兑现。**展望下半年**,9月份美国失业补助停止发放,叠加服务业的持续复苏,造成对实体商品需求下降,进而使得国内制造业投资存在一定压力。

基建投资方面,1-6月份基建投资两年复合增速略有回落。在整体信用环境偏紧,开工进展趋缓的背景下,基建短期内将继续承压。虽然,三季度将是专项债的发债高峰,预计今年四季度基建投资将得到一定支撑,然而结合监管近期对地方政府隐性债务的加强管控来看,基建大幅发力可能性不大,后续基建投资更有可能作为对冲,边际减缓经济下行压力。

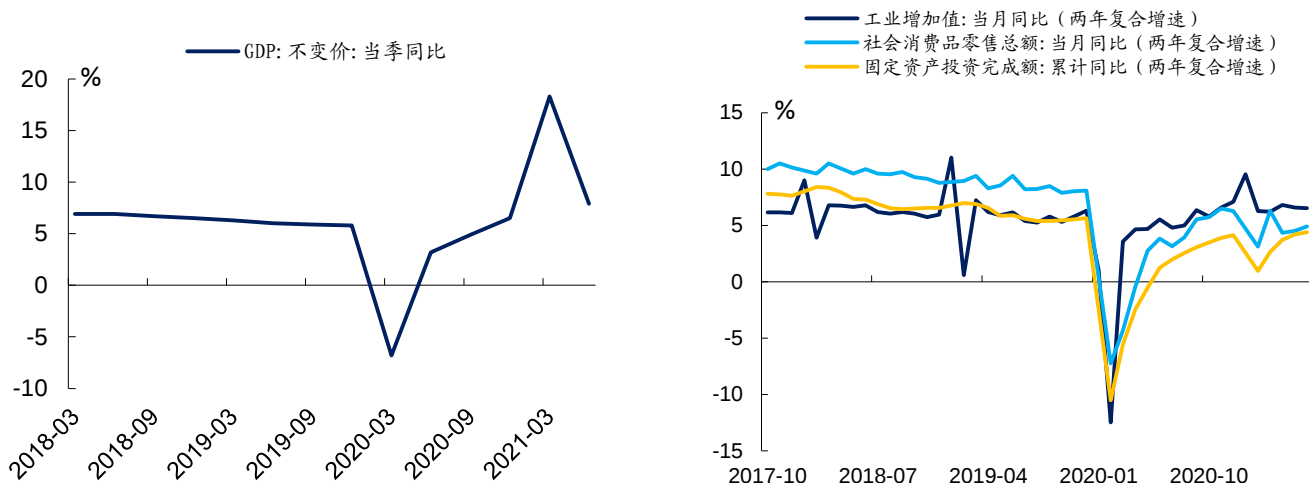
房地产投资方面,1-6月份房地产投资整体依旧维持在高位,表现较有韧性。去年以来,监管严控地产融资,房企受“三道红线”融资端限制,自筹资金项目受到比较明显的制约,目前房企资金来源主要靠定金及预付款拉动,销售的持续趋缓将对房企回款产生“负反馈”,地产投资正逐渐转向后周期。

工业生产方面,6月份工业增加值当月同比两年复合增速略有下滑。在海外生产恢复,需求回落的格局下,叠加美国夏季出行高峰的临近,服务业持续复苏等一系列因素,下半年外需“退潮”也是大势所趋。下半年工业生产在“外需衰减”和“成本侵蚀”的双重作用下面临一定下滑压力,然而结合央行实施全面降准,旨在疏缓中小企业融资压力的操作来看,年内工业生产下滑或相对温和。

消费方面,6月份社会消费品零售总额同比增长超预期,整体呈改善趋势。6月份消费表现略超预期,或许受端午节及季节性因素拉动。虽然二季度城镇居民人均可支配收入继续改善,但是改善斜率趋缓。目前不论从个人可支配收入还是从消费支出增速来看,都仍与疫情前水平存在较大差距,未来消费改善动能有待进一步验证。

图 1: 二季度 GDP 增速不及预期

图 2: 6 月份经济数据两年复合增速情况



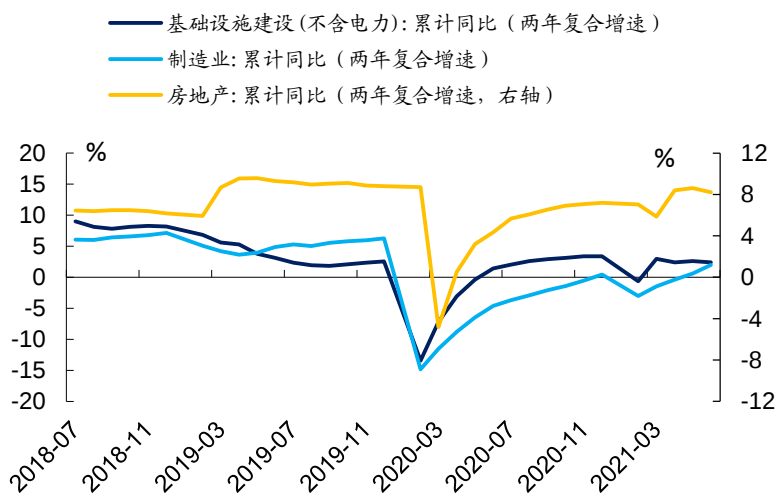
资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

1.1、制造业投资表现亮眼

1-6 月份, 固定资产投资三大项中, 制造业投资同比增长 19.2%, 两年复合增长 2.0%, 复合增速较上月提高 1.4 个百分点; 基建投资同比增长 7.8%, 两年复合增长 2.4%, 复合增速较上月降低 0.2 个百分点; 房地产投资同比增长 15.0%, 两年复合增长 8.2%, 复合增速较上月降低 0.4 个百分点。

图 3: 制造业投资表现亮眼



资料来源: Wind、国海证券研究所

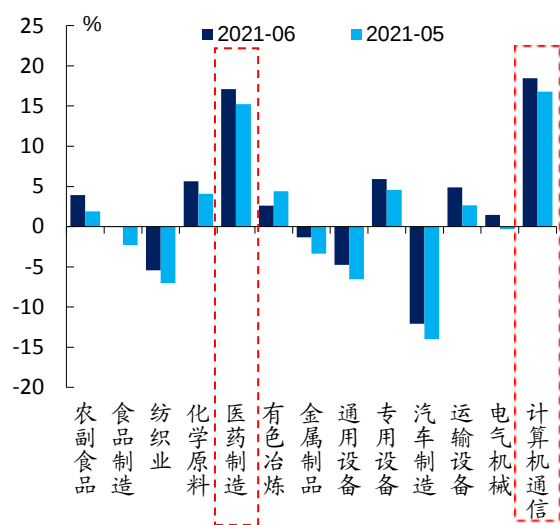
制造业投资方面, 1-6 月份制造业投资表现亮眼, 两年复合增速录得 2.00%, 较上月提升 1.40 个百分点。各行业投资复合增速普遍有所提升, 其中:

高新制造业投资继续保持高增速。受国际“缺芯”影响, “产能为王”逻辑下,

1-6 月份计算机通信设备投资两年复合增速为 18.47%，较上月增加 1.68 个百分点；受东南亚疫情再度爆发影响，医疗设备及医药出口存在支撑，1-6 月份医药制造业投资两年复合增速为 17.10%，较上月增加 1.87 个百分点。

从产能利用率角度来看，二季度产能利用率录得 78.40%，较一季度提升 1.20%，达到了有记录以来的最高值。印证了整个二季度工业生产部门表现强劲，制造业投资持续改善。我们认为，当下制造业偏强主要源自于海外需求依旧有韧性，外需“退潮”逻辑尚未开始兑现。展望下半年，9 月份美国失业补助停止发放，叠加服务业的持续复苏，造成对实体商品需求下降，进而使得国内制造业投资存在一定压力。

图 4：高新制造产业投资继续保持高增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：二季度产能利用率提升



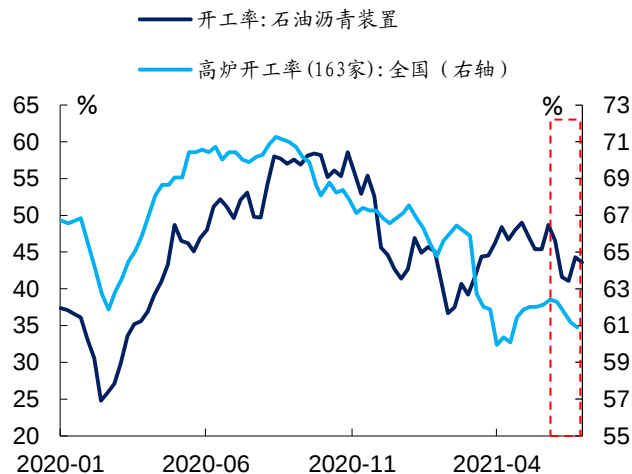
资料来源：Wind、国海证券研究所

基建投资增速略有下降，1-6 月份基建投资两年复合增速为 2.40%，较上月降低 0.20 个百分点。整个 6 月份，基建项目开展趋缓，从开工率数据上来看，6 月份的石油沥青装置开工率以及高炉开工率水平下滑。在整体信用环境偏紧，开工进展趋缓的背景下，基建短期内将继续承压。

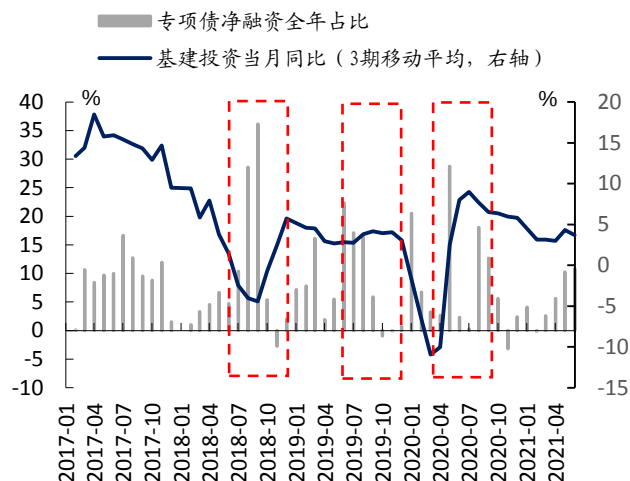
展望未来，我们在上个月的经济数据点评《经济动能将见顶，基建投资来对冲》中曾指出，今年三季度将是专项债的发债高峰，按照专项债落地转导至基建投资需 2 个月的时滞来看，今年四季度基建投资将得到一定支撑，然而结合监管近期对地方政府隐性债务的加强管控来看，基建大幅发力可能性不大，后续基建投资更有可能作为对冲，边际减缓经济下行压力。

图 6：6 月份开工率普遍下降

图 7：专项债发行 2 个月传导至基建投资



资料来源: Wind、国海证券研究所



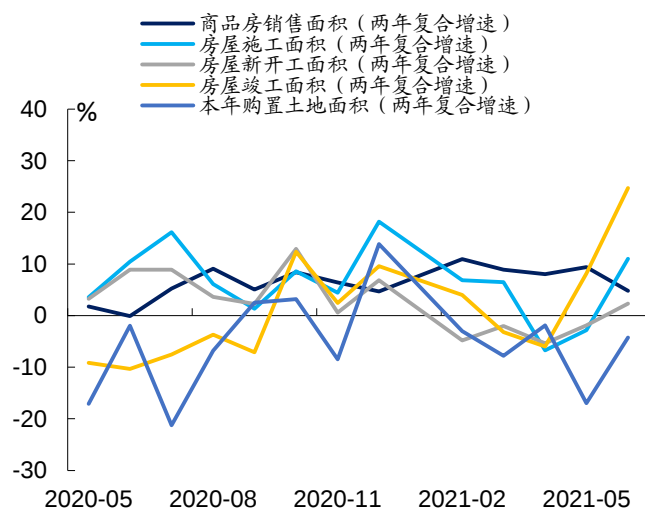
资料来源: Wind、国海证券研究所

房地产投资表现较有韧性。1-6 月份房地产投资两年复合增速为 8.20%,较上月下降 0.40 个百分点, 但整体依旧维持在高位。

去年以来, 监管严控地产融资, 房企受“三道红线”融资端限制, 自筹资金项目受到比较明显的制约, 目前房企资金来源主要靠定金及预付款拉动, 并且, 拉动作用正逐步减弱。6 月份地产销售面积两年复合增速出现下滑, 两年复合增速录得 4.78%, 较上月下降 4.63 个百分点。销售的持续趋缓将对房企回款产生“负反馈”, 地产投资正逐渐转向后周期。

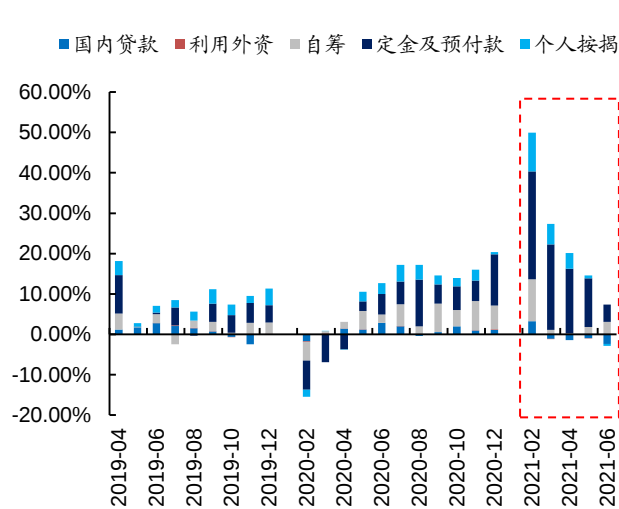
我们认为, 地产投资增速在三季度将逐渐回落, 四季度下行压力开始显现, 根据模型预测, 三季度地产投资同比增长 13%, 而四季度将回落至 7%水平处。

图 8: 商品房销售两年复合增速出现下滑



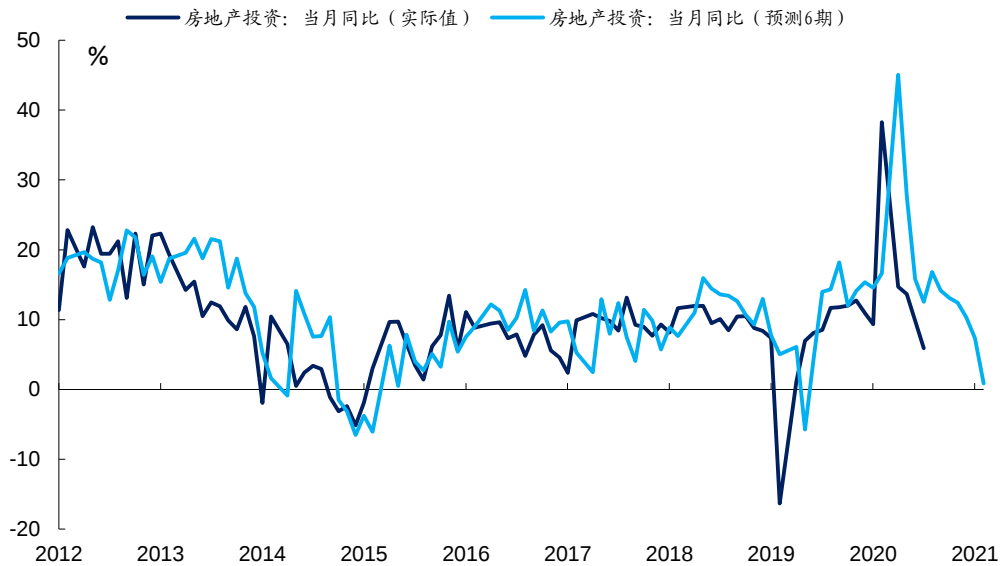
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9: 房企资金来源中销售回款拉动作用边际减弱



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 10: 房地产投资增速预测



资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2、外需“退潮”缓慢，工增表现有韧性

6 月份工业增加值当月同比略有下滑，两年复合增速为 6.54%，较上月下降 0.04 个百分点，整体表现依旧较有韧性。按三大项来看，6 月份采矿业两年复合增速为 1.20%，较上月下降 0.95 个百分点；制造业两年复合增速为 6.88%，较上月下降 0.20 个百分点；电力及燃气供应两年复合增速为 8.51%，较上月增加 1.27 个百分点。

制造业中，各品类生产增速保持一定韧性，先前市场担忧的外需“退潮”逻辑在似乎并没有兑现。然而，我们认为下半年外需“退潮”风险仍存，这一点在 6 月份出口数据上有所印证。6 月份出口数据超预期，主要由机电设备出口拉动，而传统的消费品出口偏弱，表明海外经济复苏下，对生产设备需求的增长。因此，在海外生产恢复，需求回落的格局下，叠加美国夏季出行高峰的临近，服务业持续复苏等一系列因素，下半年外需“退潮”也是大势所趋。

与此同时，目前工业企业普遍面临上有成本高涨，而下游价格传导不畅的问题。6 月份 PPI-CPI 剪刀差并未收敛，目前工业企业经营压力依旧较大，下半年工业生产在“外需衰减”和“成本侵蚀”的双重作用下面临一定下滑压力，然而结合央行实施全面降准，旨在舒缓中小企业融资压力的操作来看，我们认为，年内工业生产下滑或将相对温和。

图 11: 采矿业和制造业工业增加值小幅回落

图 12: 医药和通用设备生产表现强劲

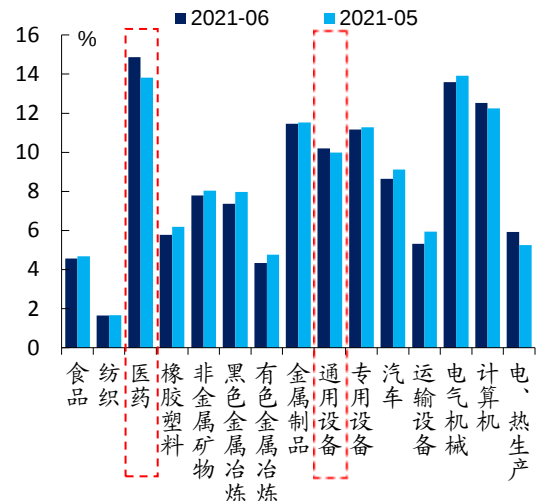
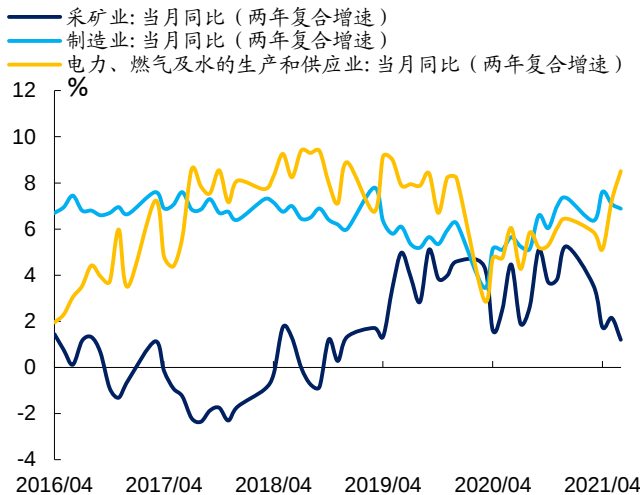
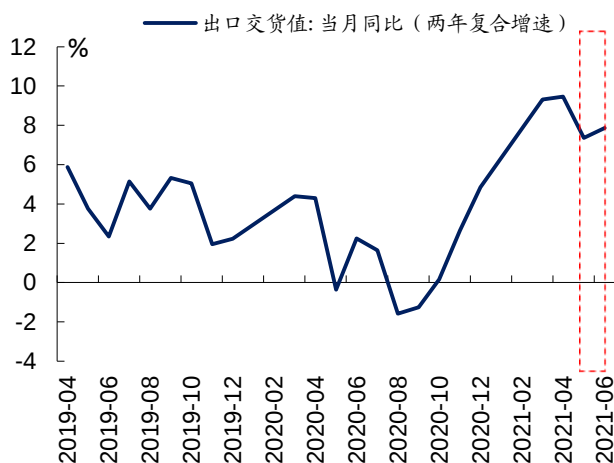


图 13: 外需“退潮”兑现仍需时间

图 14: 6月份“剪刀差”尚未缩窄



资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

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_22209

