

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

报告原因：事件点评

需求仍在改善，下行担忧暂解

——2021 年 6 月经济数据点评

2021 年 7 月 15 日

宏观研究/点评报告

事件

- 7 月 15 日，国家统计局公布 2021 年 2 季度和 6 月经济数据。

主要观点

- **二季度实际 GDP 两年复合同比较一季度上升。**一季度经济活动曾受到疫情的影响，而二季度经济活动基本实现正常化，两年复合同比升高复合预期。名义 GDP 两年复合同比延续上升趋势，上升的原因主要来自价格的走高。
- **6 月数据显示，生产端保持稳健，需求端继续改善。**二季度产能利用率达到历史新高，工业生产基本处于满负荷状态。需求端中，消费继续修复，制造业投资是 6 月数据的亮点，房地产投资同比确认进入下行期。
- **6 月数据对短期经济主线脉络没有更多的提示。**工业、社零、房地产投资、基建投资、制造业投资等主要月度数据基本都延续了 5 月份的变化趋势。甚至主要行业和分项数据变化与 5 月份都非常相似。我们对下半年经济的判断仍然延续中期报告的结论，即房地产投资同比会继续下行，而出口虽有弱化，但仍能保持韧性。消费、制造业投资和基建投资将会继续修复。

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

电话：010-83496311

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座

28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号

中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

目录

1. 事件回顾.....	3
2. 二季度及 6 月经济数据分析	3
2.1 二季度经济数据：实际增速和价格分化	3
2.2 生产端：工业生产接近满负荷	4
2.3 需求端：消费、投资继续改善	4
3. 6 月经济数据的启示	6
4. 风险提示	7

图表目录

图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势	4
图 2：平减指数同比走势	4
图 3：工业增加值同比走势	5
图 4：社零同比走势	5
图 5：房地产投资同比走势	5
图 6：房地产销售同比走势	5
图 7：基建投资同比走势	6
图 8：制造业投资完成额同比走势	6

1. 事件回顾

7月15日，统计局发布二季度和6月份经济数据。上半年实际GDP达到12.7%，两年复合同比5.3%。今年二季度实际GDP同比7.9%，前值18.3%，两年复合同比5.5%，前值5.0%。

2. 二季度及6月经济数据分析

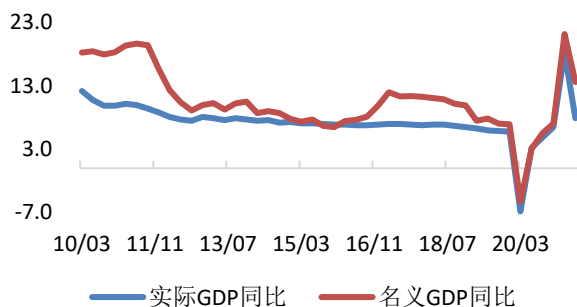
2.1 二季度经济数据：实际增速和价格分化

二季度实际GDP同比7.9%，前值18.3%，两年复合同比恢复至5.5%，前值5.0%。一季度经济曾受到多地爆发疫情的影响，动能有所减弱。而二季度经济活动基本实现正常化，两年复合同比升高也在情理之中。不过需要看到的是，去年四季度实际GDP同比一度达到6.5%。在基本接近正常化的情况下，今年二季度实际GDP的两年复合同比低了1个百分点。总理曾在两会后的记者会上提到设定6%的目标是为了“保持可持续性，尤其是和明年、后年的目标相衔接”。从“可持续性”、“衔接”等词汇推测，中央对明后年的目标或也接近6%，那么今年中央对实际经济增速的内在要求可能也是两年复合同比接近6%。如果在经济活动正常化下，两年复合同比仅有5.5%，对中央来说可能是低于预期的，这或许是在经济表现尚可但央行仍采取降准的原因之一。

分产业来看，第二产业两年复合同比基本与一季度持平，第一产业两年复合同比增幅幅度较大。第三产业两年复合同比虽然由一季度的4.7%上升至5.1%，但远低于去年四季度6.7%的同比水平。可以说，第三产业恢复较慢是导致经济动能弱于去年四季度的主要原因。

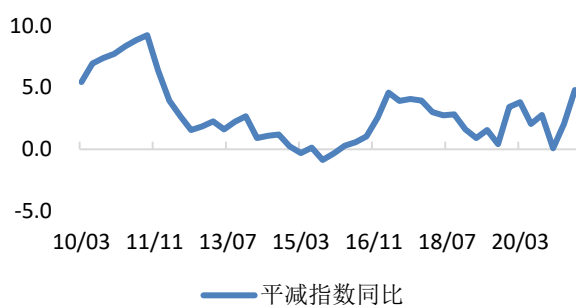
名义GDP增速13.6%，前值21.2%，两年复合同比8.2%，前值7.1%。名义GDP同比增速的下降主要受到实际增速的基数效应影响，如果刨除实际增速的基数效应，名义GDP同比则延续了此前的上升趋势。上升的原因主要来自价格的走高，平减指数当季同比回升至4.81%，前值2.05%。该同比为自2011年四季度后的最高值。平减指数同比的上升也是源自工业品价格的走高，第二产业平减指数同比2.65%大幅上升至6.00%。而第一产业平减指数同比下降，第三产业平减指数同比升幅不大，这说明工业品价格的上升还未影响到服务业，目前的通胀仍是结构性通胀，非全面通胀。

图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：平减指数同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

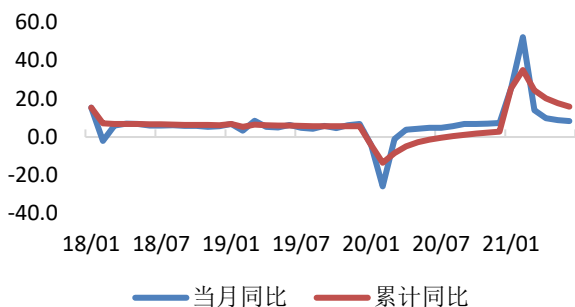
2.2 生产端：工业生产接近满负荷

工业增加值同比仍然保持稳健。6月工业增加值当月同比8.3%，前值8.8%，两年累计复合增长率达到6.53%，前值6.57%，工业增速持续保持稳健。二季度工业产能利用率达到78.4%，为有该项数据以来最高值。从2月以来，工业增加值两年复合同比一直保持在6.2%以上，超过疫情前水平。结合当前较高的产能利用率来看，工业生产基本处于满负荷状态，6.5%同比水平的增加值基本就是目前阶段的潜在的工业增加值同比水平。分行业看，已公布的行业中

2.3 需求端：消费、投资继续改善

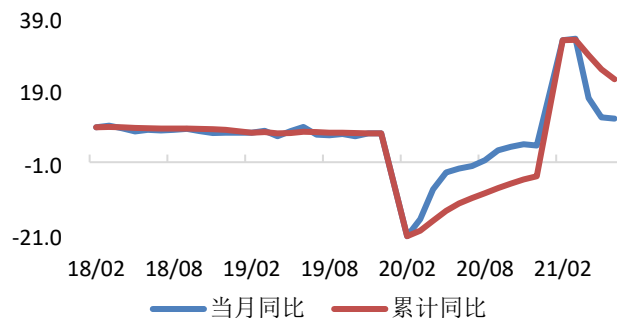
社零两年复合同比继续修复。社零6月当月同比12.1%，前值12.4%，两年复合当月同比4.9%，前值4.5%。从社零同比单月的变化幅度看，基本符合我们在中期报告对社零的预判，即社零同比将逐渐升高，但斜率不大。目前社零两年复合同比水平已经超过去年四季度时的社零同比，但仍低于疫情前。从社零分项看，必选类商品消费、可选类中的化妆品和日用品消费同比仍然是6月消费的拉动项。石油及制品类、家电这两类商品两年复合同比也保持升高趋势，但属于场景类消费相关的服装两年复合同比变化不大，同属场景类消费的餐饮两年复合同比甚至略有下降，这应该受到了6月广东地区爆发局部疫情的影响。而汽车零售两年复合同比继续下降，且6月已经转负。汽车今年消费表现欠佳，可能与缺芯导致供给受限有关，与汽车相关的投资和生产数据在今年表现均低于去年。

图 3：工业增加值同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：社零同比走势

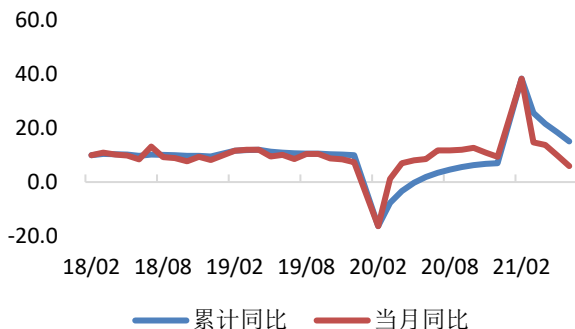


数据来源：Wind，山西证券研究所

投资同比继续修复。固定资产投资 5 月累计同比 12.6%，前值 15.4%，隐含当月同比 4.66%，两年复合同比为 5.14%，前值 4.02%。三大投资中，房地产投资继续走弱，制造业投资则是 6 月份投资分项中的亮点。

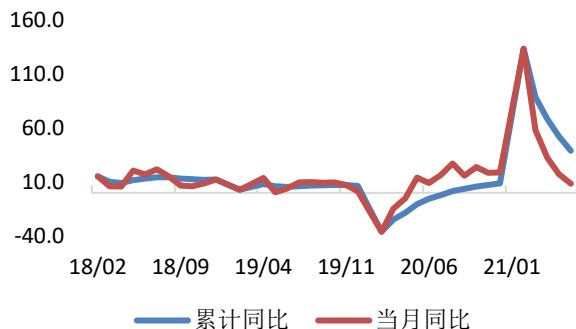
房地产投资两年复合同比连续两个月下行。房地产投资 6 月隐含当月同比 5.93%，前值 9.84%，两年复合当月同比 7.22%，前值 8.96%。房地产投资两年复合同比连续两个月下降，我们此前曾提示，房地产投资同比高点已过，后续走势将逐渐下降。从单月的数据来看，施工同比虽然单月回升，但带来的影响是竣工同比大幅走高。根据数据表现，我们猜测，许多项目可能有在上半年完工的要求，因此在 6 月进行了集中赶工，因此导致了 6 月施工面积同比和竣工面积同比都大幅上升。而相较之下，新开工面积的两年复合同比升幅较小，今年累计同比也远落后于竣工面积。所以，我们不看好下半年房地产建筑投资的逻辑没有变化，竣工面积增速大于新开工面积增速会导致房地产可施工面积逐渐减小。此外，6 月房地产销售两年复合同比大幅下降，由前值 15.75%下降至 8.79%，接近腰斩。受到房地产销售的影响，房地产资金来源的两年复合同比也有所下降。如果房地产销售逐渐回落，预计后续新开工增速也难有起色，房地产投资同比大概率已经处于下行周期中。

图 5：房地产投资同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：房地产销售同比走势

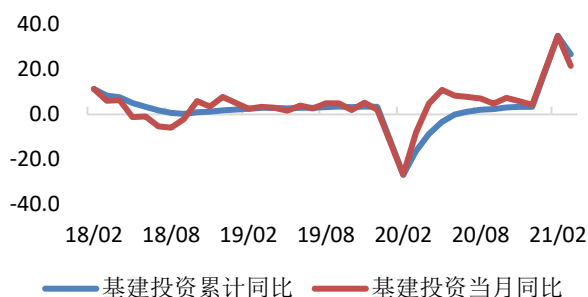


数据来源：Wind，山西证券研究所

基建投资同比开始修复。基建投资 6 月隐含当月同比-0.28%，前值-3.64%，两年复合当月同比 3.94%，前值 3.38%。5 月份开始，地方债发行逐渐提速，6 月份基建项目开始逐渐落地，带动基建投资同比修复。并且，从 5 月份的财政数据也可以看到，预算内资金也开始向基建领域倾斜。6 月，地方专项债发行量依然较大，基建项目或在 3 季度集中落地，后续基建投资同比有望继续修复。

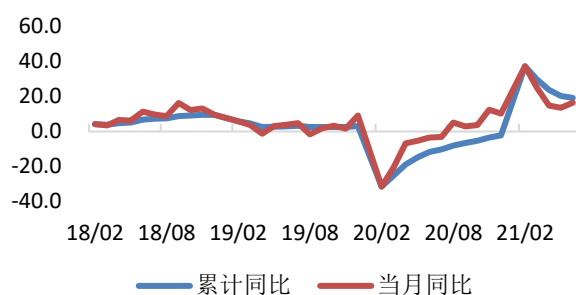
制造业投资两年复合同比改善。制造业投资 6 月隐含当月同比 16.4%，前值 13.5%，两年复合当月同比出现明显改善，升至 5.99%，前值 3.66%。已公布的行业中，多数行业两年复合同比升高。两年复合同比水平较高，拉动总体制造业投资的依然是受到出口带动的电子设备制造业以及与疫情相关的医药制造业。两年复合同比增幅相对较大，对总体制造业投资同比边际贡献较大的行业为与消费相关的农副食品加工业。

图 7：基建投资同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 6 月经济数据的启示

6 月数据对短期经济主线脉络没有更多的提示。最近几个月，生产端变化不大，内需在逐渐改善。而二

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_22212

