

结构趋于均衡 韧性仍待增强

——2021年1-6月宏观数据点评

宏观点评

核心观点：

二季度GDP两年平均增长5.5%，比一季度加快0.5个百分点，同时结构上“生产强需求弱、出口强内需弱、房地产强制造业弱”的不均衡修复特征出现边际改善，经济恢复平衡性增强。但二季度GDP环比增速低于历史平均值，显示出经济韧性仍有待提升。下半年出口和房地产下行压力大概率增加，政策需要加大对消费和制造业投资等经济内生动能的支持力度，预计全年GDP增长8.6%左右。

摘要：

- **工业增加值：中上游拖累工业生产连续两个月走弱。**6月规模以上工业增加值两年平均增长6.5%，较5月份回落0.1个百分点，连续两个月高位边际放缓。其中，受环保趋严影响，上游采矿业两年平均增速较上月回落0.9个百分点，对工业生产形成重要拖累；同时上游原材料制造和下游装备制造生产减速，导致制造业两年平均增速较上月下降0.2个百分点，也不利于生产走强。相比之下，受益于内需边际改善，下游消费品制造业生产持续缓慢回暖；高技术制造业两年平均是高于全部制造业7个百分点，新旧动能转换继续加快。
- **国内生产总值（GDP）：预计下半年动能放缓、平衡性改善，全年GDP约增长8.6%。**一是出行改善和居民收入回暖将继续支撑消费修复，但低收入群体和东北华北地区或制约消费修复高度；二是投资缓慢修复更趋均衡，或呈现“制造业温和修复、基建小幅发力、房地产高位趋降”的修复格局；三是受出口份额缓降影响，下半年出口增速将高位趋降，全年约增长10%左右。
- **消费：修复提速，但阻力犹存。**6月社零两年平均增长4.9%，较5月提高0.4个百分点，消费修复速度有所加快。其中，受益低收入群体收入改善提速，限额以下商品消费恢复明显加快，是消费回升主因；6月限额以上商品零售和餐饮收入两年平均增速，实际上分别较上月回落0.5和0.3个百分点，前者回落主要受汽车消费大幅下滑的拖累，后者与散发疫情蔓延相关。往后看，预计出行改善和居民收入回暖将继续支撑消费修复，但工业部门就业尚未恢复常态就已放缓、低收入群体增收仍面临困难，加上东北、华北和西北等地区社零或持续疲弱，预计消费修复高度仍不宜高估，消费内生修复动能尚需政策提振。
- **投资：制造业支撑作用增强，结构趋于均衡。**6月份固定资产投资环比增速低于历史同期，显示投资端向上修复速度放缓，但内部“制造业升、房地产降”的边际变化，表明投资修复动能正缓慢走向均衡。一是受出口延续高增、消费渐进恢复、降成本政策显效以及企业盈利改善共同驱动，中下游投资普遍改善带动制造业投资两年平均增速提高1.4个百分点，但仍低于疫前水平。预计企业利润和需求改善的滞后效应将带动制造业投资中枢回升，但终端需求边际趋

财信研究院

宏观团队

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

邮箱：huwenyan21@126.com

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员

邮箱：limo.ye@163.com

陈然

宏观经济研究中心 研究员

邮箱：chenran@hnjrkj.com



财信宏观经济研究中心微信号

弱背景下，涨价导致的行业利润结构分化格局或将持续制约其回升幅度。二是受专项债发行节奏后移、财政监管政策趋严影响，1-6月基建投资增速继续低迷。预计在财政后置和十四五启动带动下，下半年基建投资发力可期，但幅度不宜高估。三是房地产监管政策持续升级将制约资金端，同时土地购置面积持续负增长，预计后期房地产投资增速高度受限，但房地产需求仍处于拉长的回升周期中，房地产投资增速有望稳中趋降。

- **政策展望：稳增长与调结构并举。**货币方面，预计货币政策稳健取向不改，但上半年货币退潮已结束，下半年流动性将有所改善，整体上“总量更稳、结构更优”。量的方面，预计社融增速进入震荡期，全年约增长11%左右；价的方面，预计十年期国债收益率维持震荡概率偏大；结构上，预计将延续金融地产“退”、制造业“进”的格局，继续加大对科技、小微企业和绿色领域的金融支持。财政方面，在财政支出后移政策发力空间充足、出口房地产等前期修复主力边际走弱的情况下，未来财政将发力托底经济，支出提速，聚集绿色新基建和“三保”等领域。

目 录

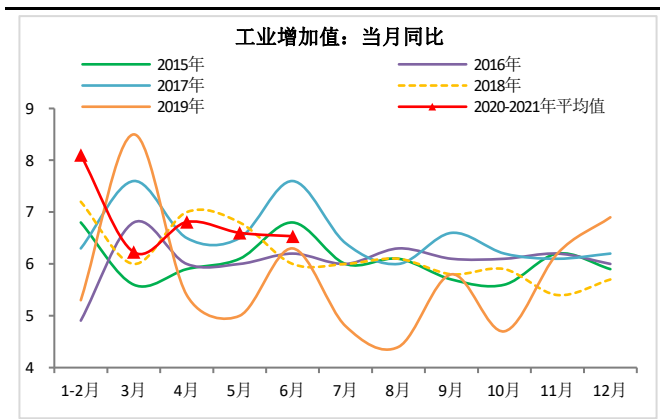
一、工业增加值：中上游拖累工业生产连续两个月放缓	4
二、国内生产总值：预计下半年动能放缓、平衡性改善，全年约增长 8.6%	5
三、消费：修复提速，但阻力犹存	6
（一）低收入群体收入改善加快是社零修复提速主因	6
（二）预计下半年消费阻力犹存，仍在缓慢恢复途中	8
四、投资：制造业支撑作用增强，结构趋于均衡	9
（一）中下游是制造业投资改善主因，后续回升仍面临制约	10
（二）预计基建投资小幅发力	11
（三）房地产投资增速有望稳中趋降	12

正文：

一、工业增加值：中上游拖累工业生产连续两个月放缓

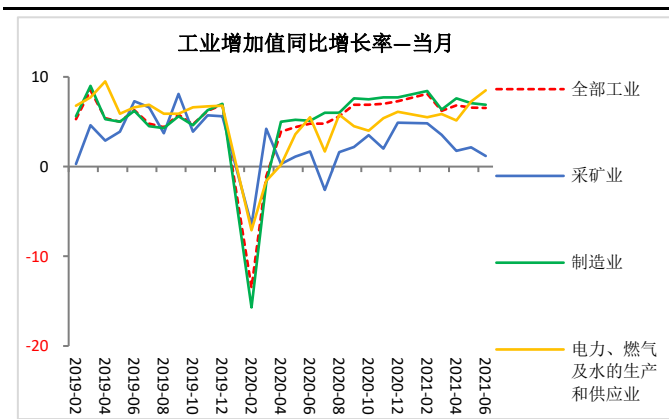
2021年1-6月份规模以上工业增加值同比增长15.9%，2020-2021两年平均增长7.0%，高出2015-2019年同期均值0.6个百分点，工业生产整体仍偏强。但从当月增速看，6月规上工业增加值同比增长8.3%，两年平均增长6.5%，较5月份回落0.1个百分点（见图1），连续两个月高位边际放缓。

图1：工业生产增速连续两个月放缓



资料来源：WIND，财信研究院

图2：采矿业和制造业是拖累工业生产走弱主因



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021年数据为2020-2021年两年平均增速

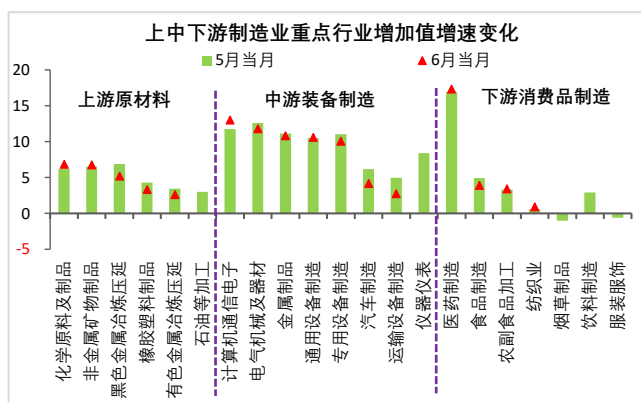
从三大门类看，采矿业和制造业是拖累工业生产走弱主因。如6月份制造业增加值两年平均增长6.9%，较5月份回落0.2个百分点，回落幅度高出全部工业0.1个百分点；同时受碳达峰碳中和目标下环保趋严影响，采矿业增加值两年平均增长1.2%，较5月份大幅回落0.9个百分点，回落幅度高出全部工业0.8个百分点。相比之下，受益于专项债发行提速、财政支出加快，电力热力燃气及水生产和供应业增加值两年平均增长8.5%，高于全部工业2.0个百分点，也较上月提高1.3个百分点（见图2）。

分制造业不同行业看，中上游边际放缓、下游缓慢改善格局延续。一是受环保趋严和大宗商品进口价格提高较多等因素影响，部分上游原材料制造业生产继续回落，如黑色/有色金属冶炼压延业增加值两年平均增速分别较上月大幅回落1.7和0.8个百分点（见图3）；二是原材料价格维持高位，持续挤占中游装备制造业利润，削弱企业生产意愿，如除计算机通信电子设备和通用设备制造业外，其他中游装备制造业增加值两年平均增速均连续两个月回落（见图3）；三是受益于内需边际改善，下游消费品制造业生产多数加快，其中受益于疫苗接种提速下药品需求增加，医药制造业增加值两年平均增速较上月提高0.4个百分点，进一步升至17.3%（见图3），是消费品制造业生产改善的主要贡献力量。

从结构上看，高技术制造业加速领跑，新动能持续增强。如6月份规模以上高技术制造业增加值两年平均增长13.9%，增速较上月加快0.8个百分点，高于同期全部制造业7个百分点，反映出国内新旧动能转换持续加快，经济中的创新成色更足。此外，从

产品产量看，国内新产品的规模也在不断扩大，如上半年新能源汽车、工业机器人、集成电路产品产量两年平均增速均超过 30%。

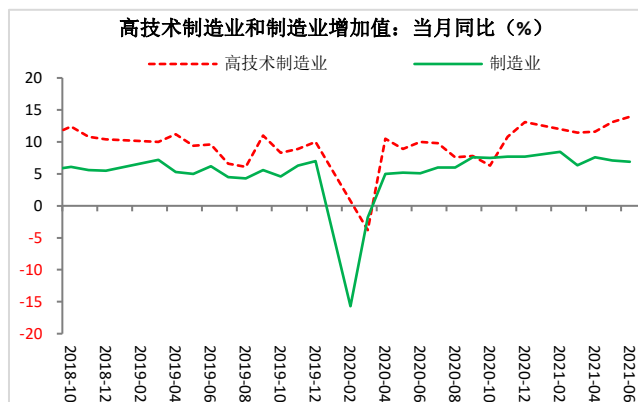
图 3：中上游制造业生产放缓，下游消费品制造改善



资料来源：WIND，财信研究院

注：图中数值均为 2020-2021 年两年平均增速

图 4：高技术制造业生产继续领跑



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

展望未来，预计工业生产大概率延续放缓态势。一是受海外供需缺口弥合影响，出口增速大概率边际放缓，对工业生产形成拖累；二是原材料和大宗商品价格持续上涨，对中下游利润形成挤压，不可避免会影响到企业生产积极性，对工业生产带来负面冲击；三是环保趋严叠加企业与碳排放相关的成本或上升，不利于企业生产加快；四是下半年工业增加值基数效应提升，也将制约生产增速的提高。

二、国内生产总值：预计下半年动能放缓、平衡性改善，全年约增长 8.6%

2021 年上半年国内 GDP 同比增长 15.9%，两年平均增长 5.3%，经济整体运行在合理区间内，在潜在产出水平附近。具体看，上半年国民经济呈现出“持续稳定恢复、结构趋于均衡、创新动能增强、韧性有待提升”四大特征。

一是经济持续稳定恢复。如二季度 GDP 两年平均增长 5.5%，较一季度提高 0.5 个百分点，经济保持恢复增长态势。

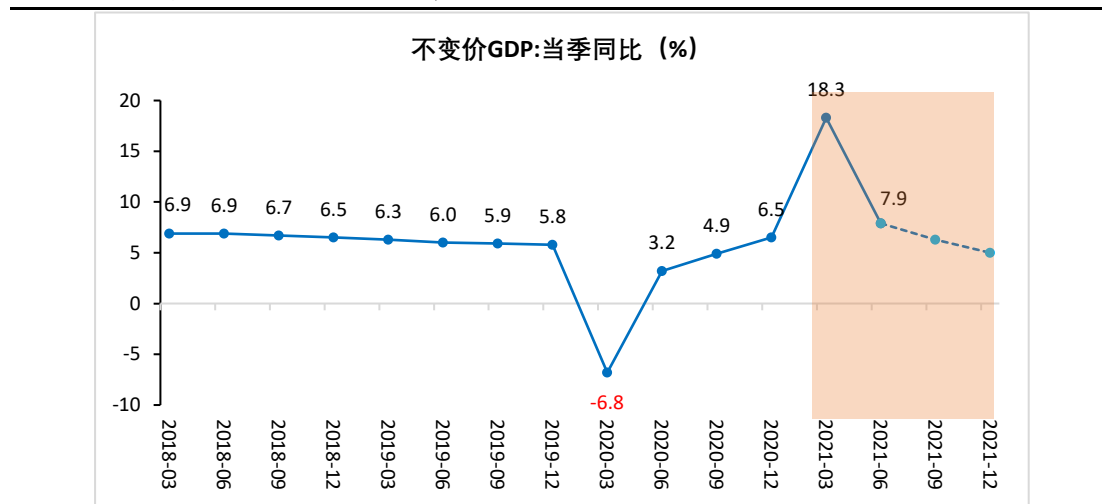
二是经济恢复均衡性改善。从生产端看，服务业生产加速追赶工业生产，生产供给结构出现改善，如二季度第三产业增加值两年平均增长 5.1%，较一季度提高 0.4 个百分点，同期第二产业增加值两年平均增速保持平稳；从需求端看，出口、房地产等前期经济修复主动力边际有所放缓，消费、制造业投资继续缓慢回升，经济修复平衡性增强，但内生动能恢复仍偏慢。

三是创新动能增强，经济结构调整步伐加快。如上半年规模以上高技术制造业增加值两年平均增长 13.2%，比一季度加快 0.9 个百分点；高技术制造业投资两年平均增长 17.1%，高于一季度 6.4 个百分点。

四是经济增长韧性仍有待提升。如在今年一季度 GDP 环比仅增长 0.4% 的基础上，二季度 GDP 环比增长 1.3%，增速比 2015-2019 年同期均值还低 0.3 个百分点，表明经济增长韧性有待提高；其中特别是中小微企业仍面临原材料成本上涨、汇率波动加大等多重困难，其恢复元气仍需政策再帮一把。

预计下半年经济增长动能放缓、但平衡性改善，2021 年 GDP 约增长 8.6% 左右（见图 5）：一是消费阻力犹存，仍在缓慢修复途中。下半年居民收入与出行改善将对消费恢复形成支撑，但低收入群体增收困难，东北、华北等地区社零修复动能不足，将制约消费修复高度。二是投资缓慢修复更趋均衡，或呈现“制造业温和修复、基建小幅发力、房地产高位趋降”的修复格局。制造业投资动能受行业利润结构性分化拖累，修复速度或持续偏慢；基建投资在财政后置和十四五项目启动的带动下发力可期，但幅度不宜高估；房地产投资受政策调控趋严有所降温，但竣工和前期土地购置支撑作用仍强。三是出口份额缓慢回落，增速高位放缓。受发达经济体产能恢复接近尾声、新兴经济体“带疫适应能力”增强影响，下半年国内出口份额缓降，出口增速高位趋降，预计全年增长 10% 左右。

图 5：2021 年 GDP 增速将呈“前高后低”走势



资料来源：WIND，财信研究院

三、消费：修复提速，但阻力犹存

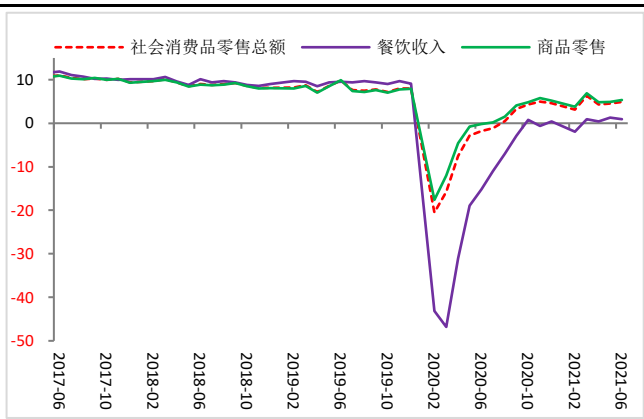
（一）低收入群体收入改善加快是社零修复提速主因

1-6 月份社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 211904 亿元，同比增长 23.0%，两年平均增长 4.4%（见图 6），距离疫前水平仍有较大差距，还在常态化修复途中。从边际变化看，6 月社零两年平均增速为 4.9%，较 5 月份加快 0.4 个百分点，消费修复速度有所加快。6 月份消费修复提速原因主要有三：

一是受益低收入群体收入改善提速，限额以下商品消费恢复明显加快是主因。6 月份商品零售两年平均增长 5.3%，较上月提高 0.5 个百分点。其中，限额以上商品零售两年平均增速，较上月继续回落 0.5 个百分点，且其与全部商品零售的增速差较上月大幅

收窄 1.0 个百分点（见图 7），表明代表低收入群体消费的限额以下消费修复速度明显加快。限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值），其修复提速是支撑社零改善的主因。而低收入群体消费恢复提速，或主要源于国内企业盈利持续改善和服务业恢复提速下，国内就业形势好转，带动居民收入特别是低收入群体收入增长更快。如二季度国内农村外出务工劳动力收入两年平均增速较一季度提高 2.3 个百分点，增幅高出全部居民收入增速 2 个百分点（见图 8）。

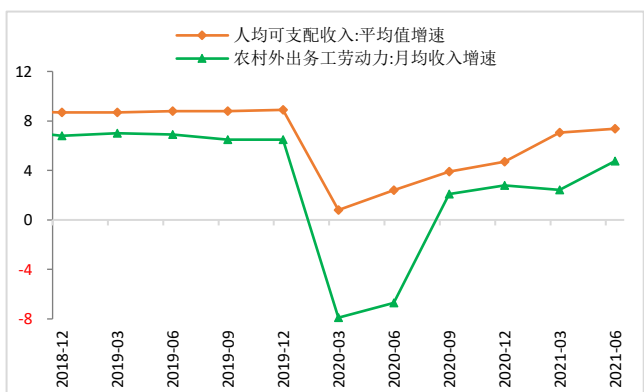
图 6：社会消费品零售总额及其两大分项：当月同比



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

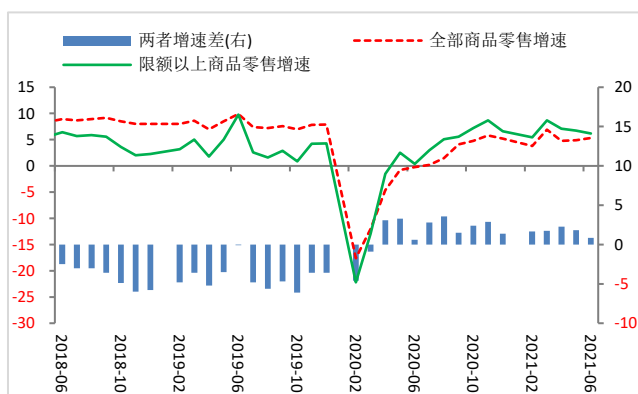
图 8：农民工收入改善速度明显加快



资料来源：WWIND，财信研究院

注：2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

图 7：限额以下消费修复提速支撑商品零售改善



资料来源：WIND，财信研究院

图 9：6 月份限额以上商品零售细项增速及变化

	2020-2021年 平均增速：6月份	较5月份变化	较2019年 同期变化
饮料类	24.1	6.2	15.0
烟酒类	15.7	2.8	7.5
日用品类	15.4	0.3	3.1
粮油、食品类	13.0	2.0	3.2
化妆品	16.9	3.2	-5.6
中西药品类	9.1	1.8	-1.3
服装纺织品类	6.2	0.5	1.0
金银珠宝类	8.4	-4.0	0.6
通讯器材类	17.3	7.2	11.4
办公用品类	16.7	9.3	10.2
汽车类	-2.1	-6.9	-19.0
石油及制品类	3	1.3	-0.5
建筑材料类	10.3	-0.4	9.2
家具类	5.7	-2.0	-2.6
家用电器类	9	5.7	1.6

资料来源：WIND，财信研究院

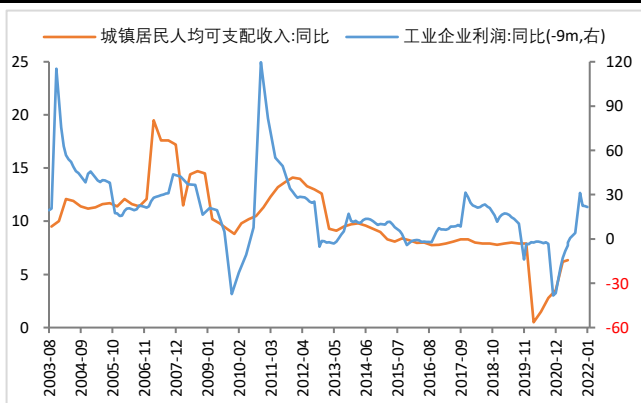
二是“6.18”促销带动生活办公类消费品继续高增，但汽车消费大幅下滑拖累限上商品零售。如 6 月份限额以上商品零售两年平均增速由上月的 6.7% 降至 6.2%，连续三个月回落。分商品种类看（见图 9），限额以上商品零售放缓主要源于，受汽车缺芯和前期促消费政策的透支效应影响，占商品零售比重约 30% 的汽车消费持续下滑，如 6 月份汽车零售两年平均增速转为 -2.1%，较上月大幅回落 6.9 个百分点；相比之下，在电商“6.18”促销活动的带动下，本月通讯器材、办公用品、饮料、食品、烟酒等生活办公类消费品两年平均增速均高于 10% 以上，且较上月均有所提升。往后看，我国限额以上商品零售早已恢复疫前常态水平，加上汽车“缺芯”拖累短期难以改善，预计未来限上商品零售修复动力和空间有限，消费恢复主要依赖于限额以下商品和餐饮消费的改善。

三是餐饮消费受广东疫情影响有限，也有利于消费继续修复。6月份广东地区散发疫情出现蔓延趋势，导致多地出行受限，但得益于疫苗得到广泛接种叠加居民收入改善，其对全国餐饮收入的影响边际趋弱，如6月份餐饮收入两年平均增速为1.0%，较5月份仅小幅回落0.3个百分点。

（二）预计下半年消费阻力犹存，仍在缓慢恢复途中

一是居民收入与出行改善将支撑消费延续修复态势。如国内工业企业利润增速约领先城镇居民人均可支配收入增速3个季度左右，前者自去年二季度以来持续回升、连续12个月保持双位数增长，预示居民收入有望持续改善（见图10），对消费形成有力支撑；同时历史经验显示，社会零售消费品总额增速与客运量增速走势高度相关（见图11），根据2003年非典疫情期间的经验，疫情消退后客运量和社零增速均有望向常态回归。

图 10: 工业企业利润增速领先居民收入增速约三个季度



资料来源: WIND, 财信研究院

注: 2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

图 12: 规上工业企业平均用工人人数增速 (%)

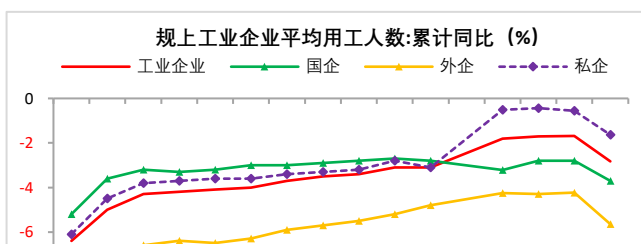
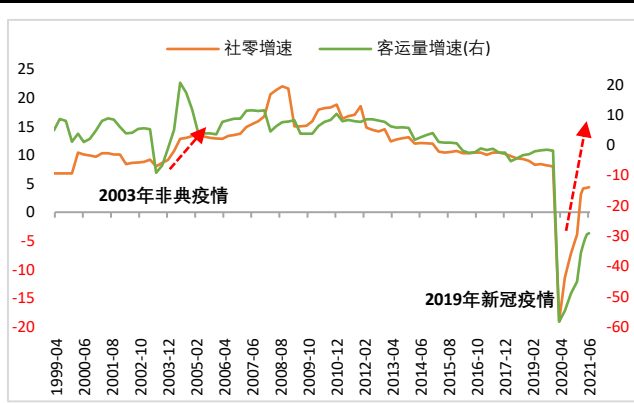


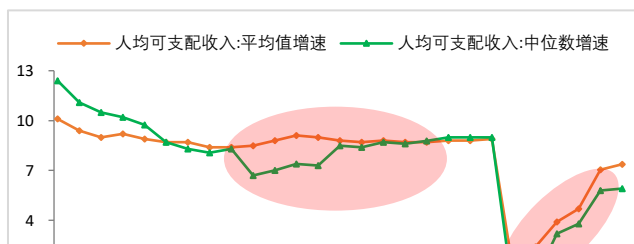
图 11: 社零增速与客运量增速 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

注: 2021 年数据为 2020-2021 年两年平均增速

图 13: 人均可支配收入中位数增速慢于平均值增速



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_22220

