

2021 年 07 月 15 日

6 月经济释放的“信号”

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

穆仁文（联系人）

murenwen@kysec.cn

证书编号：S0790121060023

经济下行趋势已定，供需多项指标见顶回落，下行过程中结构分化明显。

● 二季度经济增速低于预期，外需、投资仍是主要支撑

二季度 GDP 增速不及预期，生产边际放缓。二季度，GDP 当季同比增长 7.9%，低于市场平均预期的 8.5%，两年复合增速 5.5%、高于一季度的 5%，两年复合增速改善主要受到 2019 年基数效应影响。6 月，工业增加值同比增长 8.3%，低于前值 8.8%，两年复合增速 6.5%，低于前值 6.6%，生产边际回落。分项来看，采矿业和制造业生产回落，两年复合增长 1.2%、6.9%，低于 5 月增速 2.1%、7.1%。

三大需求中，出口、投资和消费均有改善，出口、投资为主要支撑项。二季度，出口、投资和消费两年复合增速分别为 14.2%、5.4%和 4.7%，高于一季度增速 13%、2.9%、4.2%。二季度出口增速回升与海外疫情反复有关；伴随海外供需缺口收敛、商品消费转向服务消费，出口拉动力或趋弱。投资受益于制造业改善、地产维持韧性，增速回升；原材料涨价、地产销售走弱下，投资面临不确定性。

● 投资分化凸显，制造业改善、地产趋弱、基建维持低增

6 月，投资结构分化凸显，制造业投资改善，而地产投资趋弱。6 月，投资小幅改善，两年复合增长 5.7%，较 5 月提升 1 个百分点。其中，制造业投资加速改善，两年复合增速 6.0%，较 5 月提升 2.3 个百分点，主要受计算机电子、医药制造等高新技术行业推动；房地产投资回落明显，两年复合增长 7.2%，较 5 月增速回落 1.7 个百分点，连续两个月下行；基建投资疲弱，两年复合增速 3.9%。

销售走弱下，资金端对地产投资的拖累正加速显现。6 月地产销售已现颓势，销售额和销售面积两年复合增长 8.8%、4.8%，较 5 月增速回落 7.0 和 4.6 个百分点。销售回落、融资收紧下，地产资金来源趋紧，两年复合增速 8.5%，较 5 月回落 3.5 个百分点，降幅明显扩大。贷款集中度考核下，信贷供给不足，对地产销售的负面影响将持续显现；三条红线下，房企融资趋紧，地产投资面临下行压力。

● 消费修复边际改善，后续持续性需保持跟踪

居民消费边际改善，但仍低于疫情前水平，结构分化。6 月，社零同比增长 12.1%，两年复合增速 4.9%，高于 5 月增速 4.5%；其中，商品零售两年复合增速 5.4%，较上月抬升 0.5 个百分点，餐饮收入两年复合 1.0%、较 5 月回落 0.4 个百分点。商品消费中，家用电器、办公用品、通讯器材、饮料等两年复合增速抬升明显。

居民支出小幅修复，消费意愿有所抬升。2 季度城镇居民可支配收入和消费支出，两年符合增速分别为 7.9%和 7.1%，分别较 1 季度抬升 0.8 和 3.2 个百分点。央行 2 季度调查显示，居民消费意愿有所抬升，后续消费修复节奏需进一步观察。

重申观点：经济高点已过，结构分化明显。下半年，出口或伴随海外供需缺口收敛，趋于回落；调控政策收紧下，资金端对地产投资的拖累作用正加速显现；原材料涨价背景下，中下游制造业成本抬升影响利润增速，投资空间不宜高估。

● 风险提示：货币政策超预期，全球疫情超预期反弹。

相关研究报告

《宏观经济专题-地方债供给再论》-2021.7.11

《《全球大通胀时代》系列报告七-“通胀”交易与“通缩”交易》-2021.7.11

《宏观经济点评-货币金融数据的三大信号》-2021.7.10

目 录

1、 二季度经济增速低于预期，外需、投资仍是主要支撑.....	3
2、 投资分化凸显，制造业改善、地产趋弱、基建维持低增.....	3
3、 消费修复节奏加快，后续持续性需保持跟踪.....	4
4、 风险提示.....	5

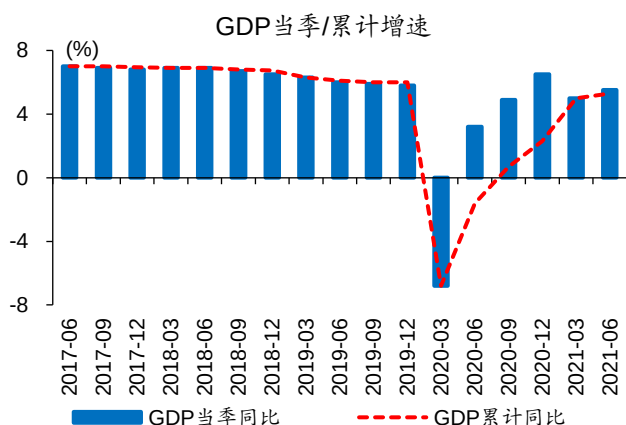
图表目录

图 1： 二季度 GDP 两年复合增速回升	3
图 2： 6 月，工业增加值中采矿业和制造业延续回落	3
图 3： 二季度三大需求均有所改善	3
图 4： 出口增速或逐季回落	3
图 5： 6 月，固定资产投资增速小幅抬升	4
图 6： 地产投资下行，基建表现较弱，制造业投资回升.....	4
图 7： 房地产销售面积与销售额增速回落	4
图 8： 销售回落、融资收紧下，地产资金资源趋紧	4
图 9： 6 月，商品消费修复快于餐饮消费	5
图 10： 通讯器材、办公用品、家用电器等增速抬升明显.....	5
图 11： 居民支出加快修复	5
图 12： 居民消费意愿有所抬升，投资意愿下降	5

1、二季度经济增速低于预期，外需、投资仍是主要支撑

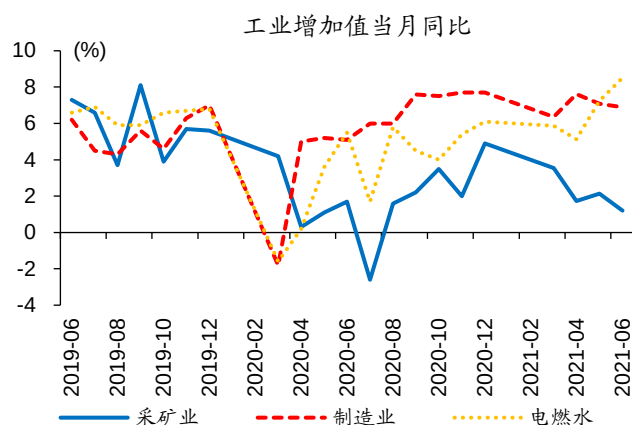
二季度 GDP 增速不及预期，生产边际放缓。二季度，GDP 当季同比增长 7.9%、低于市场平均预期的 8.5%，两年复合增速 5.5%、高于一季度的 5%，两年复合增速改善主要受到 2019 年基数效应影响。6 月，工业增加值同比增长 8.3%，低于前值 8.8%，两年复合增速 6.5%，低于前值 6.6%，生产边际回落。分项来看，采矿业和制造业生产回落，两年复合增长 1.2%、6.9%，低于 5 月增速 2.1%、7.1%。

图1：二季度 GDP 两年复合增速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

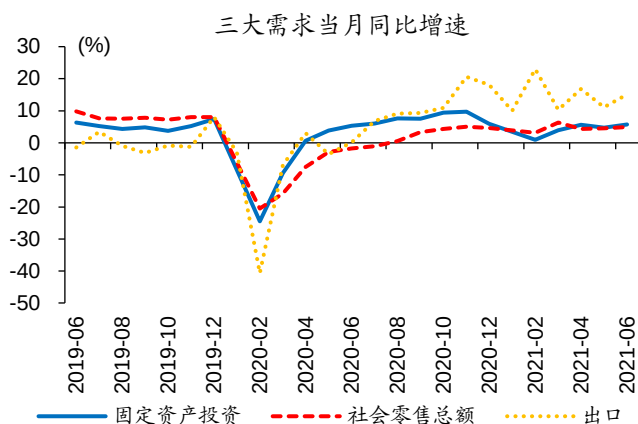
图2：6 月，工业增加值中采矿业和制造业延续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

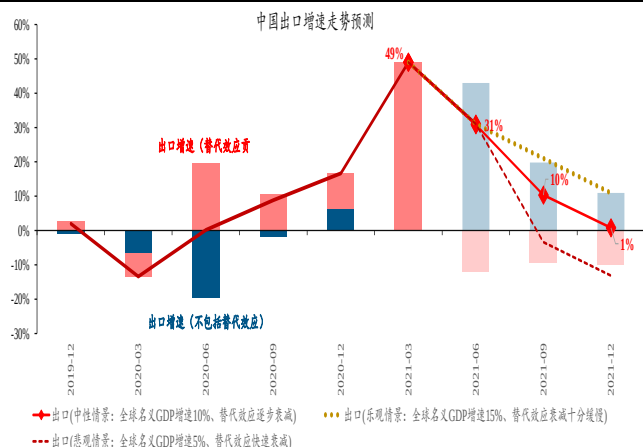
三大需求中，出口、投资和消费均有改善，出口、投资为主要支撑项。二季度，出口、投资和消费两年复合增速分别为 14.2%、5.4%和 4.7%，高于一季度增速 13%、2.9%、4.2%。二季度出口增速回升与海外疫情反复有关；伴随海外供需缺口收敛、商品消费转向服务消费，出口拉动力或趋弱。投资受益于制造业改善、地产维持韧性，增速回升；原材料涨价、地产销售走弱下，投资面临不确定性。

图3：二季度三大需求均有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：出口增速或逐季回落

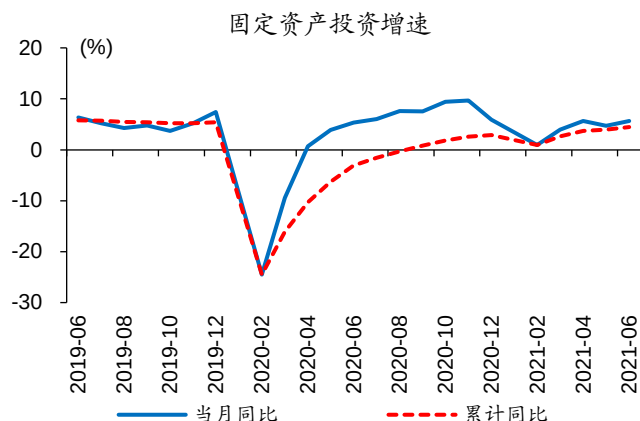


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、投资分化凸显，制造业改善、地产趋弱、基建维持低增

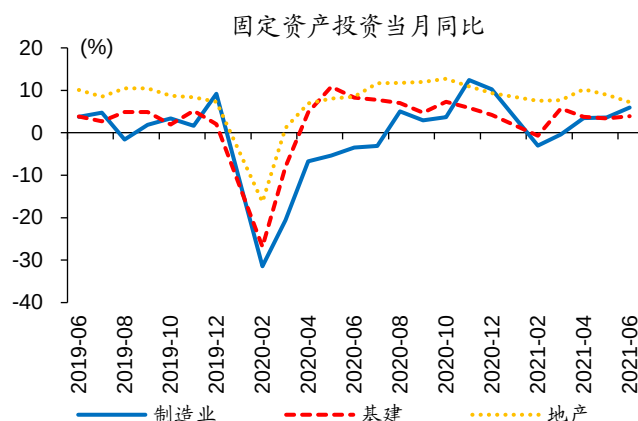
6月，投资结构分化凸显，制造业投资改善，而地产投资趋弱。6月，投资小幅改善，两年复合增长5.7%，较5月提升1个百分点。其中，制造业投资加速改善，两年复合增速6.0%，较5月提升2.3个百分点，主要受计算机电子、医药制造等高新技术行业推动；房地产投资回落明显，两年复合增长7.2%，较5月增速回落1.7个百分点，连续两个月下行；基建投资疲弱，两年复合增速3.9%。

图5：6月，固定资产投资增速小幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

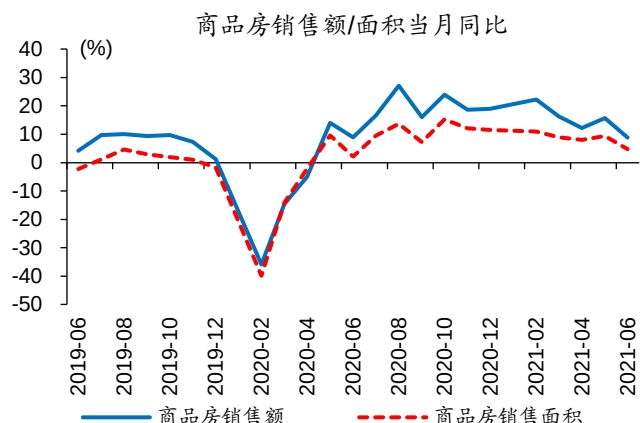
图6：地产投资下行，基建表现较弱，制造业投资回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

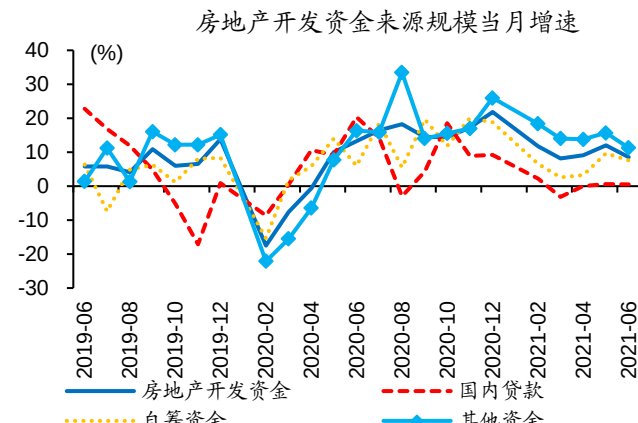
销售走弱下，资金端对地产投资的拖累正加速显现。6月地产销售已现颓势，销售额和销售面积两年复合增长8.8%、4.8%，较5月增速回落7.0和4.6个百分点。销售回落、融资收紧下，地产资金来源趋紧，两年复合增速8.5%，较5月回落3.5个百分点，降幅明显扩大。贷款集中度考核下，信贷供给不足，对地产销售的负面影响将持续显现；三条红线下，房企融资趋紧，地产投资面临下行压力。

图7：房地产销售面积与销售额增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：销售回落、融资收紧下，地产资金来源趋紧



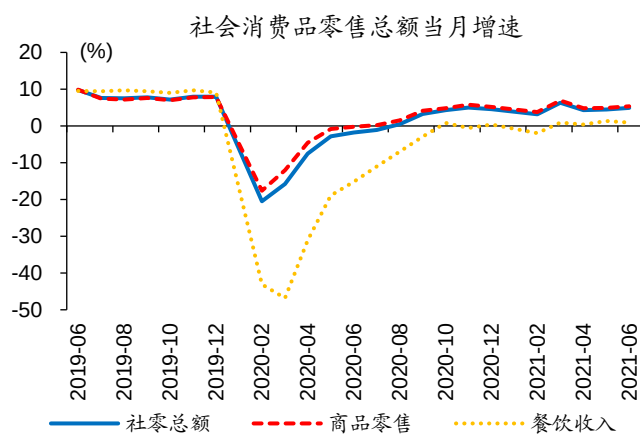
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、消费修复边际改善，后续持续性需保持跟踪

居民消费边际改善，但仍低于疫情前水平，结构分化。6月，社零同比增长12.1%，两年复合增速4.9%，高于5月增速4.5%；其中，商品零售两年复合增速5.4%、较

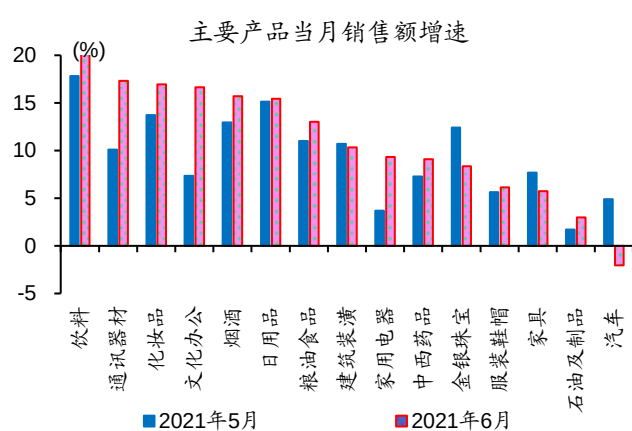
上月抬升 0.5 个百分点，餐饮收入两年复合 1.0%、较 5 月回落 0.4 个百分点。商品消费中，家用电器、办公用品、通讯器材、饮料等两年复合增速抬升明显。

图9：6 月，商品消费修复快于餐饮消费



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：通讯器材、办公用品、家用电器等增速抬升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

居民支出小幅修复，消费意愿有所抬升。2 季度城镇居民可支配收入和消费支出，两年复合增速分别为 7.9%和 7.1%，分别较 1 季度抬升 0.8 和 3.2 个百分点。央行 2 季度调查显示，居民消费意愿有所抬升，后续消费修复节奏需进一步观察。

图11：居民支出加快修复

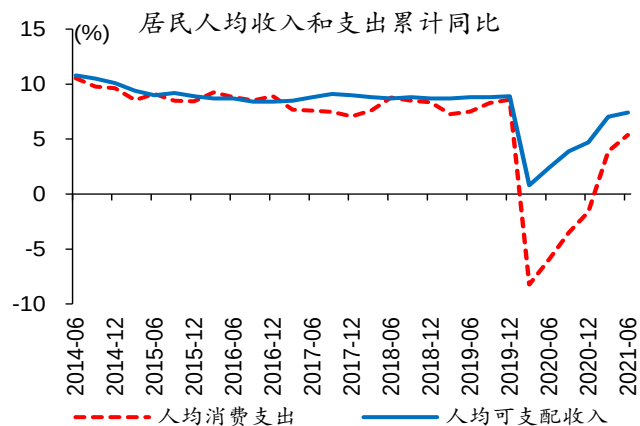
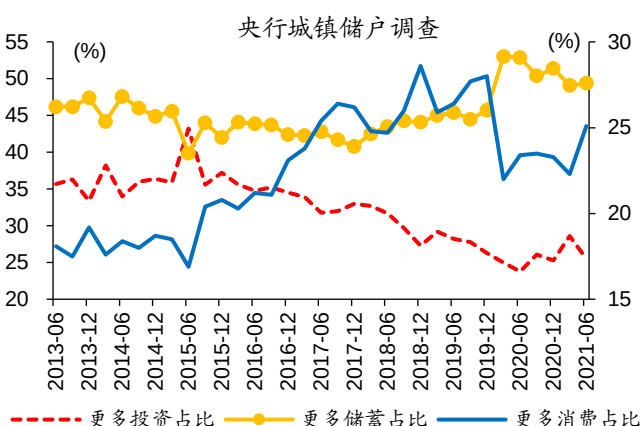


图12：居民消费意愿有所抬升，投资意愿下降



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_22223

