

经济稳步复苏，证伪降准预示快速下滑的预期

报告日期：2021-07-18

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：方晨

执业证书号：S0010120040043

电话：18258275543

邮箱：fangchen@hazq.com

联系人：潘广跃

执业证书号：S0010121060007

电话：18686823477

邮箱：panggy@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

相关报告

1. 《出口超预期，全年高景气可期》
2021-07-14
2. 《多重利好提振，波动如期放大》
2021-07-12
3. 《降准后，短期无忧，中期仍待观察》
2021-07-11
4. 《社融企稳，信贷超预期，增长暂时无忧》
2021-07-11
5. 《CPI 上行乏力，PPI 回落较慢》
2021-07-09

主要观点：

● 事件

上半年国内生产总值 53.2 万亿元，按可比价格计算，同比增长 12.7%，比一季度回落 5.6 个百分点；两年平均增长 5.3%，比一季度加快 0.3 个百分点。二季度增长 7.9%，两年平均增长 5.5%，环比增长 1.3%。

● 增长稳步复苏无忧，证伪降准预示经济快速下滑的判断

二季度 GDP 两年平均增长 5.5%，环比增长 1.3%，整体数据偏强，证伪降准预示经济快速下滑的判断。尽管二季度 GDP 实际增速为 7.9%，低于 wind 预期 8.5%，但无论是两年平均、还是环比、还是分项数据都显示增长依旧处于稳步复苏的通道之中。尽管结构上存在一定问题，但并没有出现快速下行的迹象，证伪了降准预示经济快速下行的判断。

工业增加值稳定向上，趋势向好。上半年全国规模以上工业增加值两年平均增长 7.0%，比一季度加快。4 月、5 月、6 月工业增加值环比分别为 0.52%、0.53%、0.56%，波动不大、整体向好。具有强信号意义的发电量持续增加，5 月、6 月发电量环比增长 4% 和 5.9%。工业产能利用率持续提升，二季度为 78.4%，是 2019 年以来最高水平。

制造业加快恢复，对固定资产投资恢复的贡献扩大。上半年，全国固定资产投资 25.6 万亿元，两年平均增长 4.4%，比一季度有所加快。制造业投资两年平均增长 2.0%，扭转了 1-4 月增速为负，比 1-5 月份加快 1.4 个百分点，高技术投资贡献扩大。基础设施投资和房地产开发投资两年平均增长分别为 2.4% 和 8.2%，比 1-5 月收窄 0.2 和 0.4 个百分点。

房地产增速有所放缓，后续仍将缓慢下行。上半年，房地产开发投资完成额 7.2 万亿元，同比增长 15%，两年平均增长 8.2%，涨幅较上月均有所收窄。房地产销售额、销售面积增速双双回落，房地产销售额、销售面积同比增长 8.6% 和 7.5%，较 5 月收窄了 8.9 和 1.7 个百分点。新开工、施工、竣工面积较 5 月大幅提高，环比分别为 31.8%、55.2% 和 83.6%。

消费改善的趋势依旧延续，但担忧仍在。上半年社会消费品零售总额两年平均增速为 4.9%，较 1-5 月（4.5%）和 1-4 月（4.3%）继续提升。4 月、5 月、6 月环比增速分别为 0.3%、0.8% 和 0.7%，依旧保持较高增速。居民收入有所增长，但收入与消费“K 型分化”、预防性储蓄上升依然制约着消费复苏。今年二季度居民可支配收入中，财产净收入、工资性收入同比增长分别为 15%、12.1%，差值为 2.9%，2020 年下半年以来一直处于 3% 左右的较高水平，资产性收入推动了消费分化。央行二季度城镇储户问卷中倾向于“更多储蓄”的居民占 49.4%，依旧较上季上升。

就业情况好于去年。1-6 月城镇新增就业 698 万，完成全年目标 63.5%，好于去年 63%。6 月调查失业率为 5%，2 月达年内高点 5.5% 后持续下降。但年轻群体就业不容乐观，16-24 岁调查失业率达 15.4% 的高位。

● GDP 各分项持续修复，后续关注 LPR 报价、政治局会议定调等

消费复苏依旧乏力，投资修复快于消费。以 2021 年各月累计值两年平均增速，除以疫情前 2019 年累计值同比增速，作为衡量修复程度的重要指标。我们发现，社会消费品零售总额增速仅修复 52.4%，整体修复程度不及预期；固定资产投资已恢复 76%，整体上快于消费。

制造业投资修复加快是投资中的最大亮点。制造业投资增速修复达 67%，是近几个月中提升最快的；房地产投资整体稳定，修复在 75%左右；财政尚未发力，导致基础建设投资依旧修复较慢，修复程度仅 59%。

后续重点关注 LPR 报价、政治局会议定调和 MLF 到期续作情况。我们认为，GDP 增速略低于降准前的市场预期，但显然高于降准后的市场预期，调整 LPR 还需要更有力的支持性证据。宏观经济稳中向好的整体态势没有改变，但局部仍然存在结构性的问题，主要是消费尚未实现强劲复苏、小微企业经营压力依然较大、年轻群体就业相对困难等等，后续需重点关注 7 月 20 日 LPR 报价、7 月下旬政治局会议以及 8 月 15 日 MLF 到期续作情况。

● 风险提示

宏观经济形势变化超预期；政策调整超预期；疫情影响超预期等。

上半年国内生产总值 53.2 万亿元，按可比价格计算，同比增长 12.7%，比一季度回落 5.6 个百分点；两年平均增长 5.3%，比一季度加快 0.3 个百分点。二季度增长 7.9%，两年平均增长 5.5%，环比增长 1.3%。

1 经济稳步复苏无忧，证伪降准预示增速过快下滑的预判

二季度 GDP 增速只略低于预期，证伪降准预示增速过快下滑的预判。尽管二季度 GDP 实际增速为 7.9%，低于 wind 预期 8.5%，但无论是两年平均增长（5.5%）、环比（增长 1.3%）、还是分项数据都显示增长依旧处于稳步复苏的通道之中。尽管结构上存在一定问题，但并没有出现快速下行的迹象，证伪了降准预示经济快速下行的判断。

2 工业增加值整体趋稳

工业增加值稳定向上，趋势向好。上半年，全国规模以上工业增加值两年平均增长 7.0%，比一季度加快 0.2 个百分点。4 月、5 月、6 月工业增加值环比（季调）分别为 0.52%、0.53%、0.56%，波动不大、整体向好。分三大门类看，上半年两年平均增长最高的是制造业为 7.5%，其次为电力、热力、燃气及水生产和供应业为 6%，采矿业为 2.5%。

工业回暖基础扎实。具有强信号意义的发电量持续增加，工业产能利用率持续提升。5 月、6 月发电量环比增长 4% 和 5.9%，用电量环比增长 5.7% 和 4.6%。二季度，全国工业产能利用率为 78.4%，比上年同期上升 4.0 个百分点，是 2019 年以来的最高水平。主要行业中产生拖累的是汽车和纺织。6 月汽车工业增加值同比下降 4.5%，产量同比下降 13.1%，主要是受“缺芯”影响产量。5 月、6 月纺织工业增加值同比下降 3% 和 1.3%，与纺织品出口同比下降 41.3% 和 22.5% 的趋势保持一致，主要是受抗疫物资需求减弱的影响。

3 固定资产投资有序恢复，制造业拉动贡献突出

制造业加快恢复，对固定资产投资恢复的贡献扩大。上半年，全国固定资产投资（不含农户）25.6 万亿元，同比增长 12.6%，两年平均增长 4.4%，比一季度加快 1.5 个百分点。分领域看，制造业投资两年平均增长 2.0%，扭转了 1-4 月增速为负的情况，比 1-5 月份加快 1.4 个百分点。基础设施投资和房地产开发投资两年平均增长分别为 2.4% 和 8.2%，比 1-5 月收窄 0.2 和 0.4 个百分点。

高技术投资进一步扩大，技术转型升级未来可期。高技术产业投资同比增长 23.5%，两年平均增长 14.6%。高技术制造业投资两年平均增长 17.1%，同比增速

29.7%，均远高于制造业投资。高技术服务业投资两年平均增长 9.5%，比 1-5 月扩大 1 个百分点。

房地产增速有所放缓，后续仍将缓慢下行。上半年，房地产开发投资完成额 7.2 万亿元，同比增长 15%，两年平均增长 8.2%，涨幅较上月均有所收窄。房地产销售额、销售面积增速双双回落，房地产销售额、销售面积同比增长 8.6% 和 7.5%，较 5 月收窄的 8.9 和 1.7 个百分点。新开工、施工、竣工面积较 5 月大幅提高，环比分别为 31.8%、55.2% 和 83.6%，同比增速较 5 月有所提升。从售价来看，6 月份 70 个大中城市新建商品房价格环比依然上涨，一线、二线、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别上涨 0.7%、0.5% 和 0.3%。

4 消费稳步复苏，但担忧仍在

消费改善的趋势依旧延续。上半年社会消费品零售总额两年平均增速为 4.9%，较 1-5 月（4.5%）和 1-4 月（4.3%）继续提升。4 月、5 月、6 月环比增速（季调）分别为 0.3%、0.8% 和 0.7%，依旧保持较高增速。

居民收入有所增长，但收入与消费“K 型分化”、预防性储蓄上升依然制约着消费复苏。上半年，全国居民人均可支配收入扣除价格因素同比实际增长 12.0%，两年平均增长 5.2%，略低于经济增速。“K 型分化”略有好转，今年二季度居民可支配收入结构中，财产净收入、工资性收入同比增长分别为 15%、12.1%，差值为 2.9%，但 2020 年下半年以来一直处于 3% 左右的较高水平。资产性收入增加推动了财富分化并在一定程度上导致了消费分化。居民预防性储蓄值得关注，一季度储蓄率约为 42.9%，大幅高于疫情前 38.5% 左右的水平。央行二季度城镇储户问卷中倾向于“更多储蓄”的居民占 49.4%，比上季上升 0.3 个百分点。预防性储蓄的上升使得居民消费意愿有所下降，仍将在未来一定时期内影响消费复苏。

5 就业形势整体企稳，年轻群体失业偏高

今年就业情况好于去年，但与疫情前相比还有一些差距。1-6 月城镇新增就业 698 万，完成全年目标任务的 63.5%，好于去年的 63%。前 5 月新增就业人数 574 万人，已经高于去年上半年新增就业 564 万人，但上半年新增就业人数仍低于 2019 年同期水平（737 万）。调查失业率降至相对低位。6 月份为 5%，上半年均值 5.2%，仅 2 月份达到年内高点并触及预期调控目标 5.5%，之后一直处于下降当中。

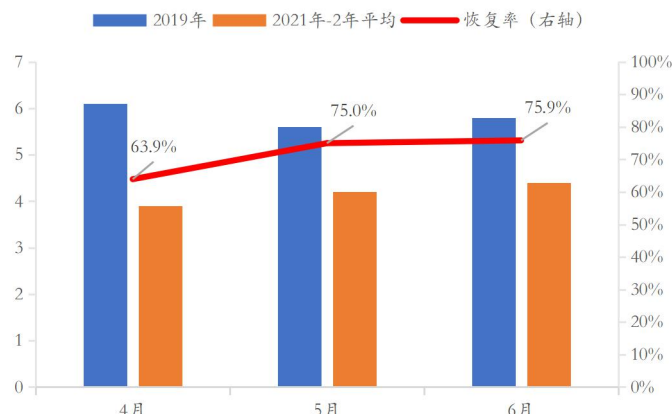
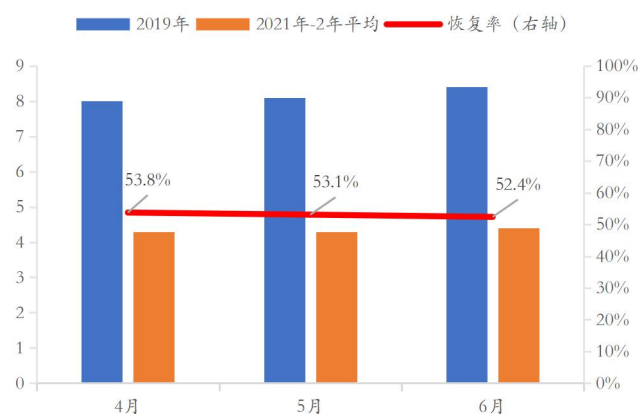
就业结构性问题仍存，年轻群体就业不容乐观。16-24 岁调查失业率依旧处于高位，6 月份为 15.4%，与 25-59 岁调查失业率的差值进一步扩大。今年的高校毕业生为 909 万人，达到历史新高，下半年高校毕业生进入劳动力市场，年轻群体就业依然是需要关注的重点。

6 GDP 各分项持续修复，后续关注 LPR 报价、政治局会议定调等

消费复苏依旧乏力，投资修复快于消费。以 2021 年各月累计值两年平均增速，除以疫情前 2019 年各月累计值同比增速，作为衡量修复程度的指标。我们发现，社会消费品零售总额增速仅修复 52.4%，整体修复程度不及预期；固定资产投资已恢复 76%，整体上快于消费。

图表 1 社会消费品零售总额增速修复 52.4%

图表 2 固定资产投资增速修复 76.8%



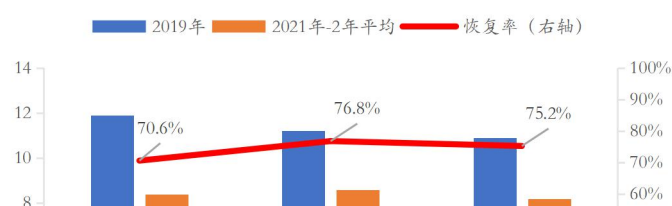
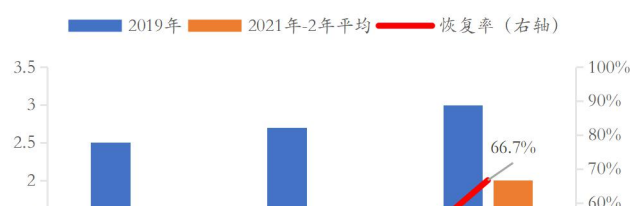
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

制造业投资修复加快是投资中的最大亮点。使用前述指标，我们发现，制造业投资增速修复达 67%，是近几个月中提升最快的；其次是房地产投资，修复在 75% 左右；财政尚未发力，导致基础建设投资依旧修复较慢，修复程度仅 59%。

图表 3 制造业投资增速修复较快

图表 4 房地产投资增速修复整体稳定



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_22243

