

二季度经济增速略逊预期，下半年经济增长动能将进一步向内需切换

主要数据：2021 年二季度 GDP 同比增长 7.9%，前值 18.3%。二季度规模以上工业增加值累计同比实际增长 8.9%，前值 24.5%；6 月同比实际增长 8.3%，前值 8.8%；1-6 月固定资产投资累计同比增长 12.6%，1-5 月为 15.4%，一季度为 25.6%；1-6 月社会消费品零售总额累计同比增长 23.0%，1-5 月为 25.7%，一季度为 33.9%；6 月社会消费品零售总额同比增长 12.1%，5 月为 12.4%。

主要观点：受上年基数影响，二季度 GDP 同比增速下滑，增长水平略低于市场预期。在当季出口超预期增长背景下，内需中的消费和投资增长动能相对较缓，是拖累经济增长不及预期的主要原因。不过，二季度经济修复进程继续推进，两年复合 GDP 增速升至 5.5%，继续向潜在经济增长水平靠拢，且当季 GDP 环比加快。从经济增长动力上看，出口高增带动工业生产“抢跑”，仍是支撑二季度经济增长的主导力量。

工业生产：6 月工业增加值同比增速小幅下滑，除受基数抬升影响外，也因工业生产动能边际上略有放缓，这主要与原材料价格大涨、部分原材料供给短缺、环保限产等供给侧掣肘有关。但整体看，6 月工业生产表现依然平稳，且略超市场预期，与当月国内需求缓步修复、外需依然强劲的态势相一致。

投资：受上年基数影响，二季度固定资产投资同比增速回落，但以两年平均增速衡量，当季固定资产投资稳健修复。当前固定资产投资内部结构分化明显，其中，此前滞后的制造业投资修复动能显著增强，基建投资修复势头平缓，二季度房地产投资韧性很强，但以两年平均增速衡量，6 月房地产投资增势开始拐头向下。

消费：6 月国内疫情有所反弹，且疫情中心为经济发达的广东省，但当月社零增速仅小幅放缓、两年平均增速不降反升，主要原因在于局部疫情反复对消费的影响主要集中于密接型服务消费，而对商品消费的影响微弱，因而对社零数据的扰动较为有限。

展望未来，主要受基数波动影响，三季度经济增速将回落到 6.2% 左右，以两年平均增速衡量的经济修复将继续推进。其中，经济增长动能将进一步向消费切换，投资增长动力也有望温和增强。我们判断，央行 7 月全面降准客观上会对下半年的稳增长起到重要支撑作用，下半年稳增长压力不大。

具体分析如下：

图 1 二季度 GDP 增速略逊市场预期



资料来源：WIND，东方金诚

受上年基数变化影响，二季度 GDP 增速较一季度大幅下调，降至 7.9%，略低于此前市场普遍预期的 8.0-8.5% 的增长区间。我们分析认为，二季度出口超预期增长，而内需中的消费和投资增长动能相对较缓，是拖累经济增速不及预期的主要原因。不过，二季度 GDP 两年平均增速从一季度的 5.0% 加快至 5.5%，表明当季经济修复势头持续推进，并正在向今年 5.7% 的潜在增长水平靠拢。另外，二季度 GDP 环比增速达到 1.3%，较一季度 0.6% 的增长显著改善，也标志着年初国内疫情反复并未从根本上影响国内经济修复进程。

从三大产业增长势头来看，当前出口高增带动工业生产“抢跑”，仍是支撑二季度经济增长的主导力量。二季度，第二产业同比增长 7.5%，两年复合增速约为 6.0%，显著高于疫情前 2019 年二季度 4.7% 的增长水平。相反，二季度第三产业同比增长幅度达到 8.3%，但这主要是受上年同期基数偏低推动，两年复合增速为 5.1%，显著低于 2019 年二季度 7.2% 的常态增长水平。

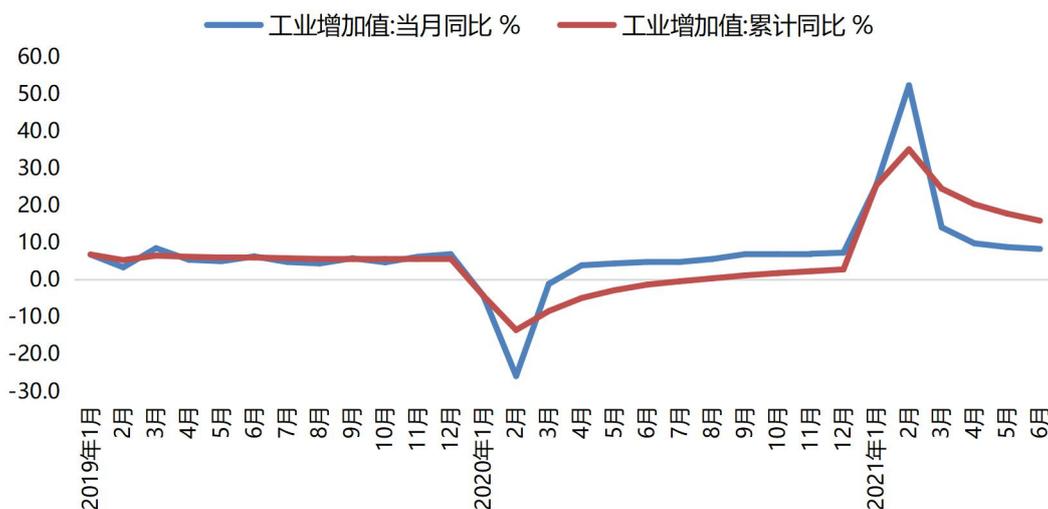
值得注意的是，伴随经济修复过程延续，二季度就业市场持续改善，6 月末城镇调查失业率这一关键指标保持在 5.0% 的水平，与 5 月末持平，较一季度末下降 0.3 个百分点。不过，6 月就业数据中有两点值得关注：一是当月 16-24 岁人口调查失业率分别为 15.4%，较上月扩大 1.6 个百分点，二是二季度末外出农民工总量为 18233 万人，仍低于 2019 年二季度末的 18248 万人。这两个数据说明，当前一些弱势群体就业状况仍然较为严峻，与小微企业经营困难较大直接相关。我们判断，这是 7 月 7 日国常会决定降准、缓解小微企业融资成

本压力的一个直接推动因素。

一、工业生产：6月工业增加值同比增速小幅下滑，除受基数抬升影响外，也因工业生产动能边际上略有放缓，这主要与原材料价格大涨、部分原材料供给短缺、环保限产等供给侧掣肘有关。但整体看，6月工业生产表现依然平稳，且略超市场预期，与当月国内需求缓步修复、外需依然强劲的态势相一致。

6月工业增加值同比增长8.3%，增速较上月下滑0.3个百分点，除受基数抬升影响外，也因工业生产动能边际上略有放缓——当月工业增加值两年平均增速较上月小幅下滑0.1个百分点至6.5%。我们关注到，5月以来工业生产扩张动能趋于减弱，两年平均增速连续小幅下滑，这一方面归因于随着工业生产增速回升至疫情前水平，增长动能向常态回归属正常现象，表明工业生产修复进程已经迈过顶部。另一方面，这也与近期原材料价格大涨、部分原材料供给短缺、环保限产等供给侧掣肘有关。不过，整体看，6月工业生产表现依然平稳，且略超市场预期，与当月国内需求缓步修复、外需依然强劲的态势相一致。

图2 规模以上工业增加值增速

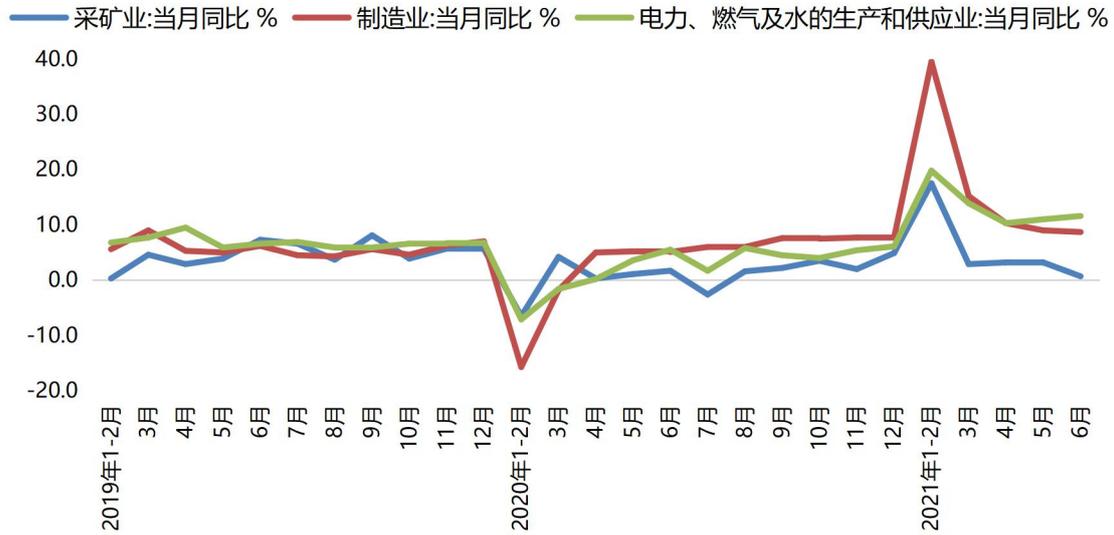


资料来源：WIND，东方金诚

分门类看，6月采矿业增加值同比增速有所放缓，电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速则有所加快，与当月发电量增速下滑背离，表明行业产值扩张应主要由水、热、燃气增长带动。6月在工业中占比最高的制造业增加值同比增速较上月小幅下滑0.3个百分点至8.7%。从制造业各细分行业看，6月多数行业增加值同比增速或较上月有所加快，或大致持平，仅汽车、钢铁等少数行业增加值同比增速出现较大幅度下滑。其中，主要受需求降温以及芯片短缺导致部分车企停产、限产影响，汽车制造业增加值同比增速转负；钢铁行业生产

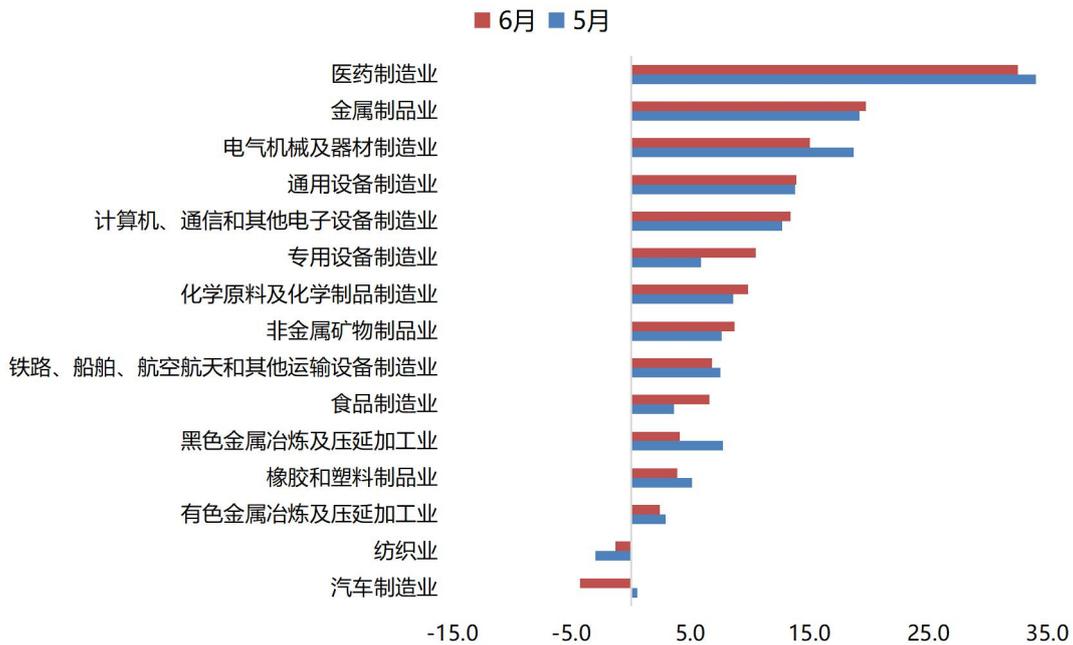
放缓则与重大活动前环保限产政策加码直接相关。

图3 三大门类增加值增速



资料来源: WIND, 东方金诚

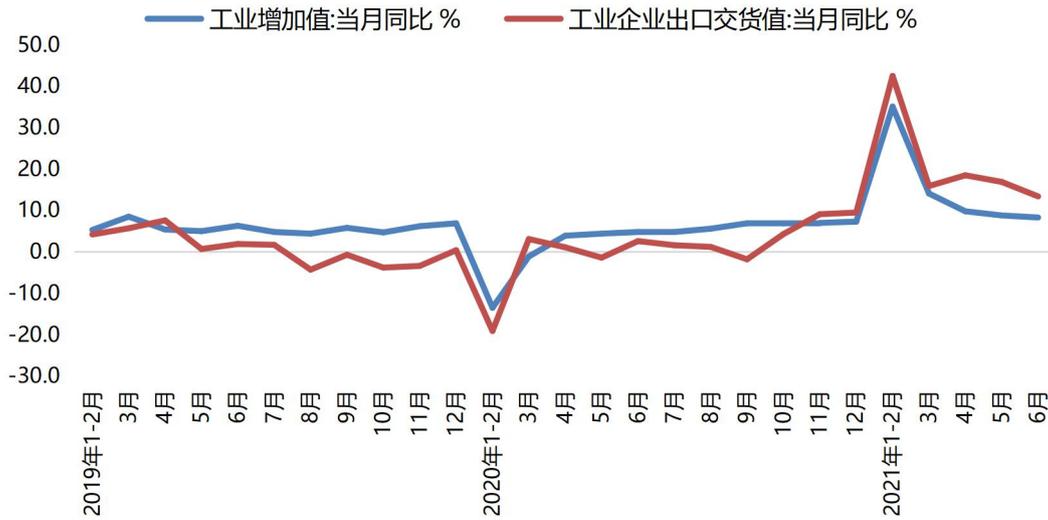
图4 制造业各细分行业增加值当月同比增速%



资料来源: WIND, 东方金诚

值得一提的是,今年上半年工业增加值累计同比增长15.9%,两年平均增速达到7.0%,明显高于同期国内投资和社零两年平均增速。国内生产强于需求,也反映出上半年工业生产的强劲势头在很大程度上受到外需拉动。从数据上看,上半年工业企业出口交货值累计同比增长22.9%,两年平均增速达到7.1%。

图5 工业企业出口交货值增速

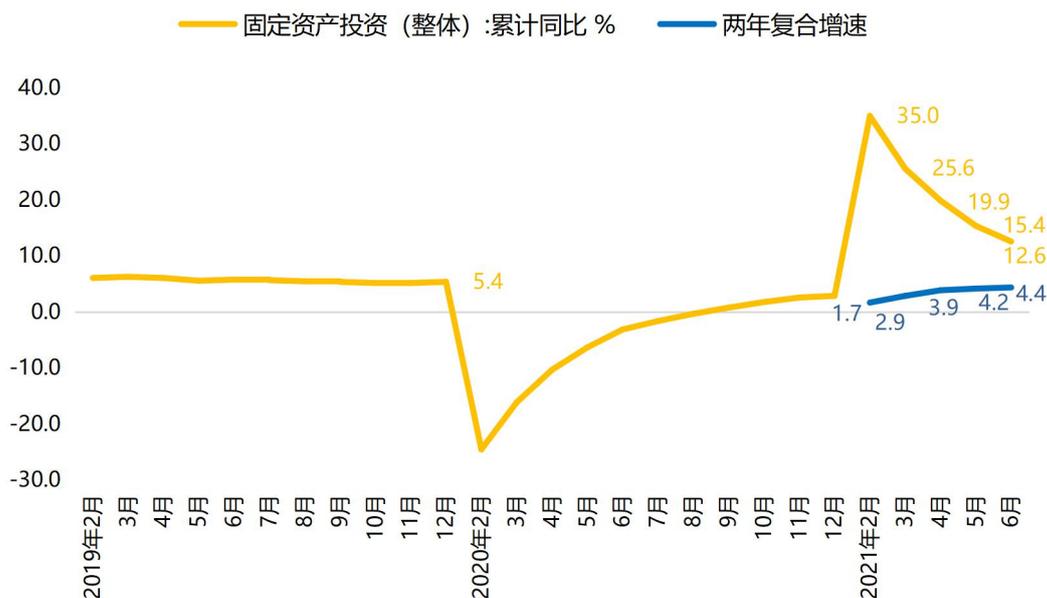


资料来源：WIND，东方金诚

二、投资：受上年基数影响，二季度固定资产投资同比增速回落，但以两年平均增速衡量，二季度固定资产投资稳健修复。当前固定资产投资内部结构分化明显，其中，此前滞后的制造业投资修复动能显著增强，基建投资修复势头平缓，二季度房地产投资韧性很强，但以两年平均增速衡量，6月房地产投资增势开始拐头向下。

2021年1-6月，固定资产投资同比增长12.6%，在上年基数效应下，增速延续年初以来的回落势头。不过，以能准确体现固定资产投资修复进度的两年平均增速衡量，1-6月的两年平均增速为4.4%，既高于1-5月的4.2%，也比一季度2.9%的增长水平显著加快。不过，上半年固定资产投资两年平均增速仍低于疫情前2019年上半年5.8%的增长水平。这说明两个问题：一是本轮逆周期调节没有实施“大水漫灌”式的强刺激，这是今年以来固定资产投资增速没有爆发式增长的根本原因；二是从固定资产投资结构上看，在当前的经济修复过程中，监管层更加注重跨周期调节，把握稳增长、防风险之间的平衡。这导致以往逆周期调节中常见的基建投资和房地产投资高增的局面没有出现，两者分别对应着当前防范地方政府隐性债务风险和房地产泡沫风险。

图6 二季度固定资产投资稳健修复,两年平均增速仍低于疫情前的平均水平

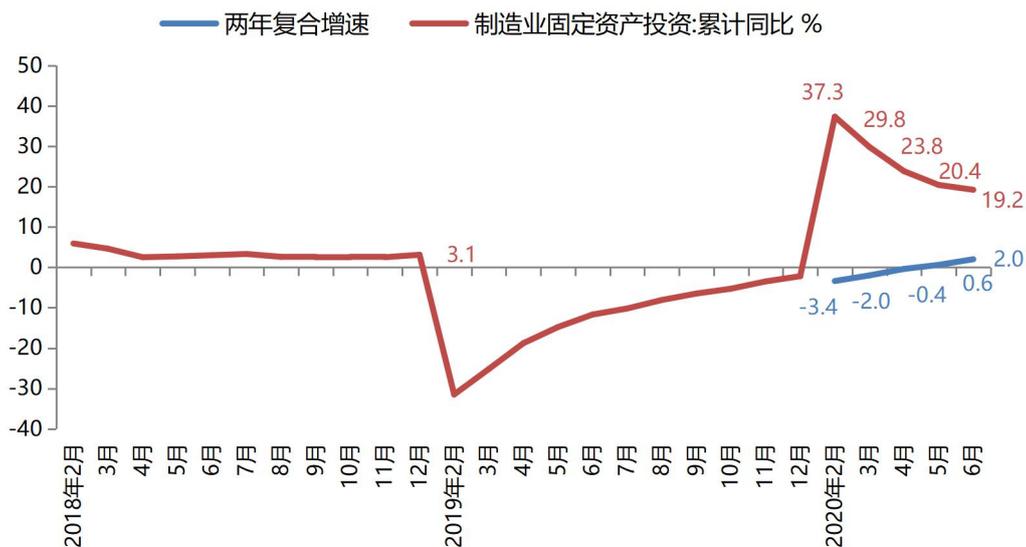


资料来源：WIND，东方金诚

制造业投资：1-6月，制造业投资同比增长19.2%，两年平均增速为2.0%，尽管仍是三大类投资中修复最慢的板块，但二季度修复动能加快势头尽显。背后有两个直接原因：一是近期工业品价格大幅上涨，中上游行业利润大幅改善，对制造业投资的刺激作用逐步显现。二是在“十四五”规划中，巩固制造业的基础地位、促进制造业转型升级被确定为下一个阶段宏观经济管理的重心所在。数据显示，2020年制造业新增贷款规模达到2.2万亿，相当于此前5年之和，且近期政策面对制造业投资的融资支持力度仍在持续加大。这样来看，短期内利润改善叠加政策支持，将继续带动制造业投资较快修复。以两年平均增速衡量，全年制造业累计投资增速有望接近两位数，并将成为拉动2021年经济增长的重要动力之一。

不过值得注意的是，上半年大宗商品价格升幅巨大，估计下半年价格增幅会有所回落，但绝对价格水平仍将处于高位。在价格向下传导不畅的背景下，未来一些下游制造业行业利润可能受到较大侵蚀。这对下半年制造业投资可能带来的不利影响需要进一步观察。

图7 二季度制造业投资增速修复动能明显增强

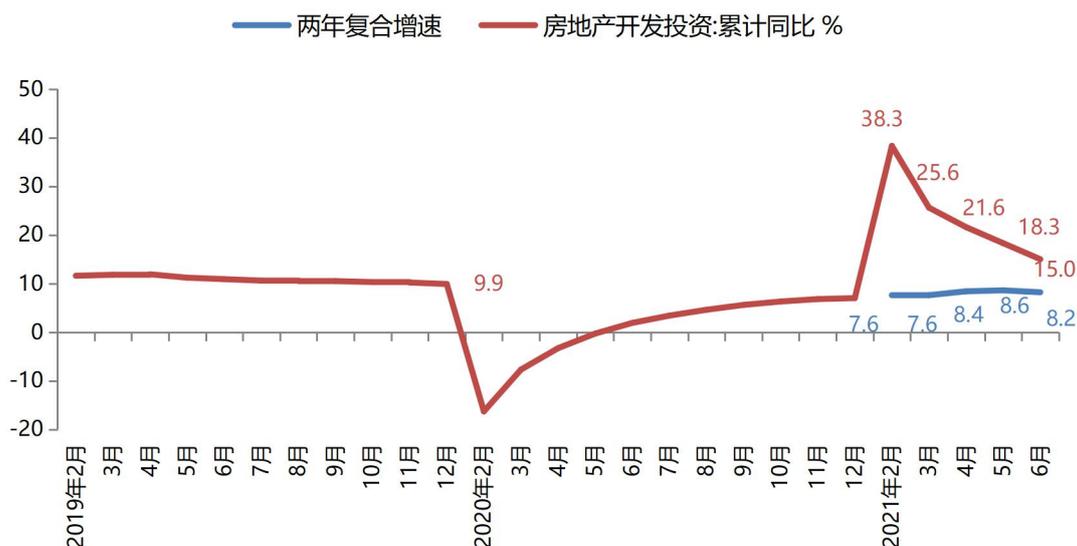


资料来源: WIND, 东方金诚

房地产投资: 1-6月房地产投资同比增长15.0%，两年平均增速为8.2%。这一数据有两重含义：首先，在去年下半年以来调控持续加码的背景下，二季度房地产投资韧性依然很强。房地产投资不仅修复进度领先所有固定资产投资板块，而且绝对增长水平较高。背后是二季度楼市整体保持较高热度，去年房贷利率下调对整个行业的刺激作用延续到了今年上半年。

其次，6月房地产投资两年平均增速拐头向下，为今年以来首次。与此相对的是6月楼市明显降温，其中当月商品房销售面积和销售额同比增速分别降至7.5%和8.6%，两年平均增速也在显著下行。这说明销售端增速下行并非基数原因，而是当前增长动能在放缓。

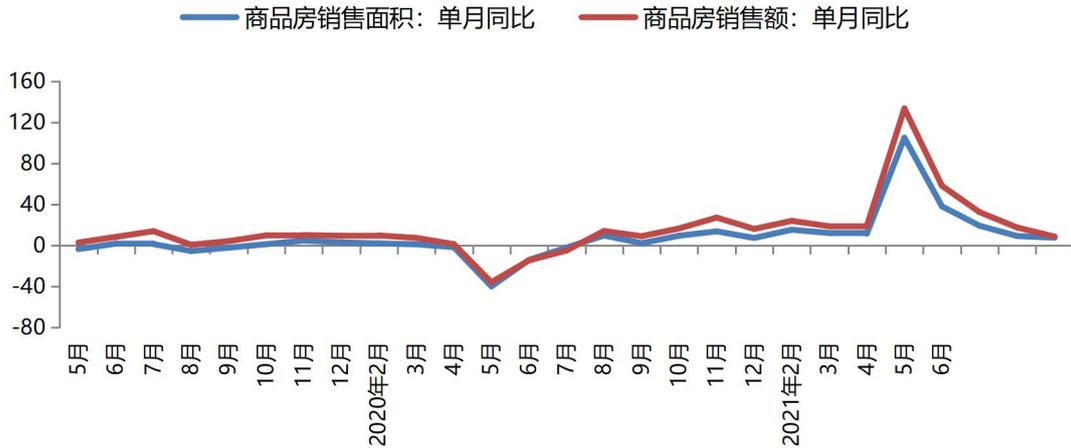
图8 二季度房地产投资韧性较强，6月增长动能转弱



资料来源: WIND, 东方金诚

去年7月份以来，房地产调控逐步升温，前期出台的包括“三条红线”和房地产贷款集中度管理等在内的宏观审慎管理措施也在逐步显效，各地其他调控措施也在加码。政策累积效应下，6月楼市降温或标志着一个重要转折点的到来。我们判断，下半年稳增长需要加大，在房价快速上涨势头得到遏制的前提下，未来一段时间房地产调控压力或将边际缓和，下半年楼市下行势头可控，房地产投资仍有支撑。我们预测，2021年房地产投资增速有望保持在7.0%左右，与2020年基本持平。

图9 6月楼市明显降温 (%)



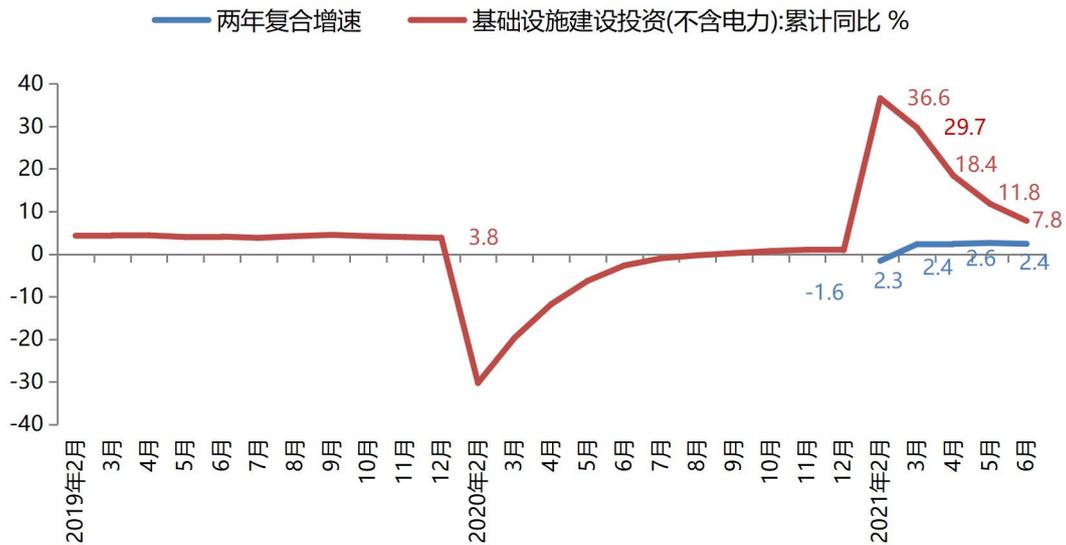
资料来源: WIND, 东方金诚

基建投资: 主要受低基数影响，二季度基建投资（不含电力）同比增速持续下行，1-6月累计同比增长7.8%。在修复进度方面，1-6月基建投资两年平均增长2.4%，较1-5月回落0.2个百分点，与一季度增长水平基本相当。这显示二季度基建投资修复平缓，进度上基本原地踏步。

这意味着伴随宏观经济整体进入较快修复过程，担纲逆周期调节作用的基建投资已从快速冲高转向平稳增长。直接原因包括上半年地方政府新增专项债推迟发行，财政支出进度也明显滞后于往年，部分基建项目投资随之放缓；根本性原因在于，伴随经济增长向常态水平回归，以基建投资为代表的逆周期调节需求下降，而控制政府宏观杠杆率、防范地方政府隐性债务风险在政策议程中的位置前移。这些因素对二季度乃至整个上半年的基建投资增长都起到较强的抑制作用。

展望未来，今年广义财政政策力度收缩幅度相对较大，控制地方政府隐性债务风险政策仍在加码。这可能抵消“十四五”开局之年一批大项目上马对基建投资的推动作用，预计全年基建投资增速可能较去年（2.9%）不升反降。

图 10 二季度基建投资 (不含电力) 增速修复较缓

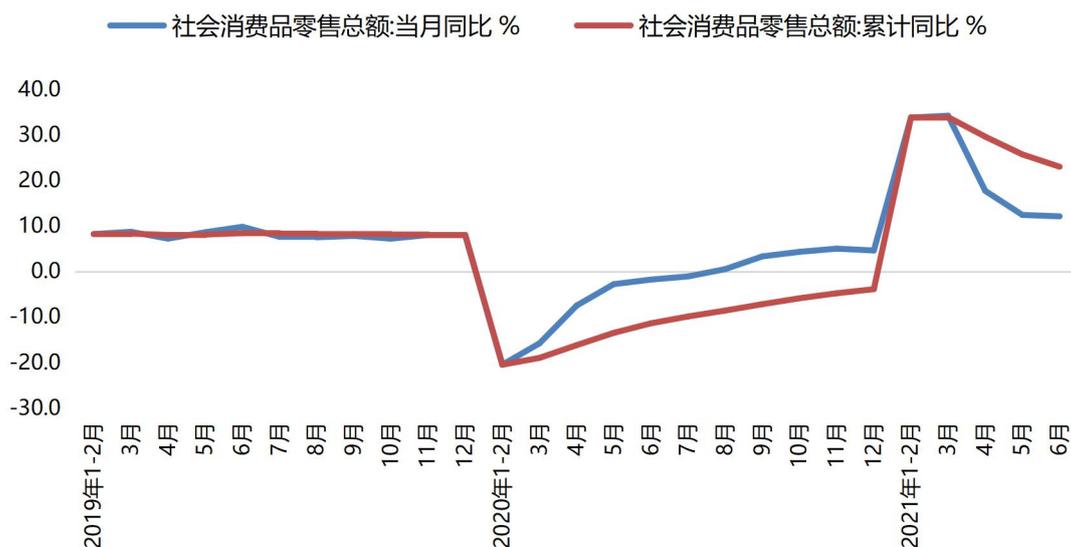


资料来源: WIND, 东方金诚

三、消费: 6月国内疫情有所反弹, 且疫情中心为经济发达的广东省, 但当月社零增速仅小幅放缓、两年平均增速不降反升, 主要原因在于, 局部疫情反复对消费的影响主要集中于密接型服务消费, 而对商品消费的影响微弱, 因而对社零数据的扰动较为有限。

由于去年同期基数走高, 6月社零同比增速较上月放缓 0.3 个百分点至 12.1%, 而从撇除基数影响的两年平均增速来看, 6月为 4.9%, 高于上月的 4.5%, 延续向上修复趋势, 这也反映于当月社零经季调后的环比涨幅为 0.7%。从上半年来看, 1-6月社零累计同比增速达 23.0%, 但高增长主要源于低基数, 两年平均增速仅为 4.4%。不论是 1-6月累计还是 6月单月, 社零两年平均增速均仍远低于疫情前水平, 显示尽管今年以来社零修复态势持续, 但修复斜率偏缓且过程有所波折, 整体仍然处于偏弱增长水平。这也表明, 局部疫情反复, 以及疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在。

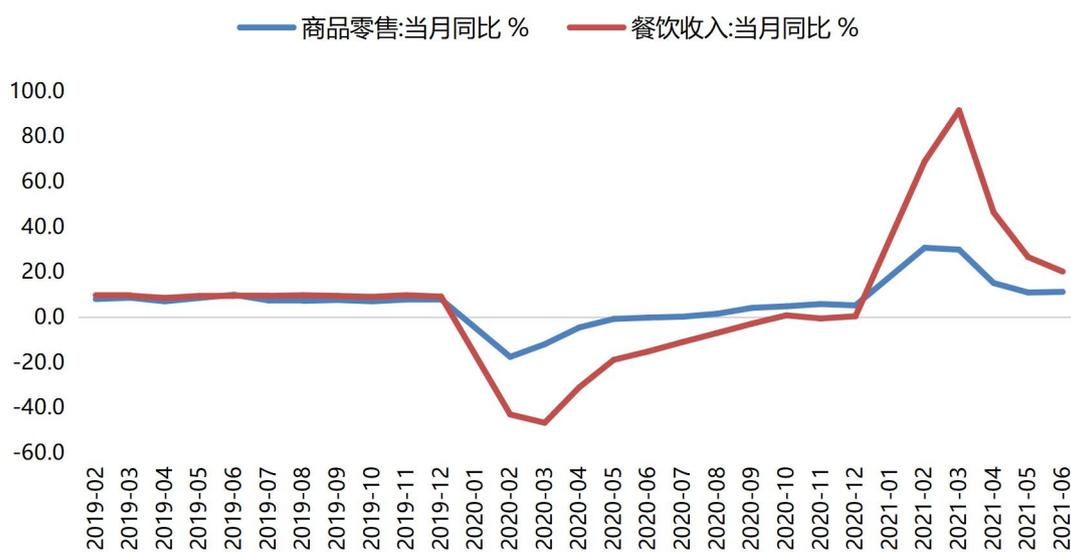
图 11 社会消费品零售总额同比增速



资料来源: WIND, 东方金诚; 注: 2月当月同比为1-2月累计值。

从6月来看,6月国内疫情有所反弹,且疫情中心为经济发达的广东省,市场预期国内消费会受到疫情拖累。但当月社零增速仅微幅放缓、两年平均增速不降反升,主要原因在于,局部疫情反复对消费的影响主要集中于密接型服务消费,而对商品消费的影响微弱。这从6月餐饮收入两年平均增速下滑至1.0%(前值为1.4%),以及端午假期旅游收入、电影票房等数据均不及预期,但当月商品消费两年平均增速从上月的4.9%加快至5.4%中可以得到印证。而因社零主要构成为商品消费,并不涵盖除餐饮外的其他服务消费类别,故6月社零数据受到疫情反复的扰动较为有限。

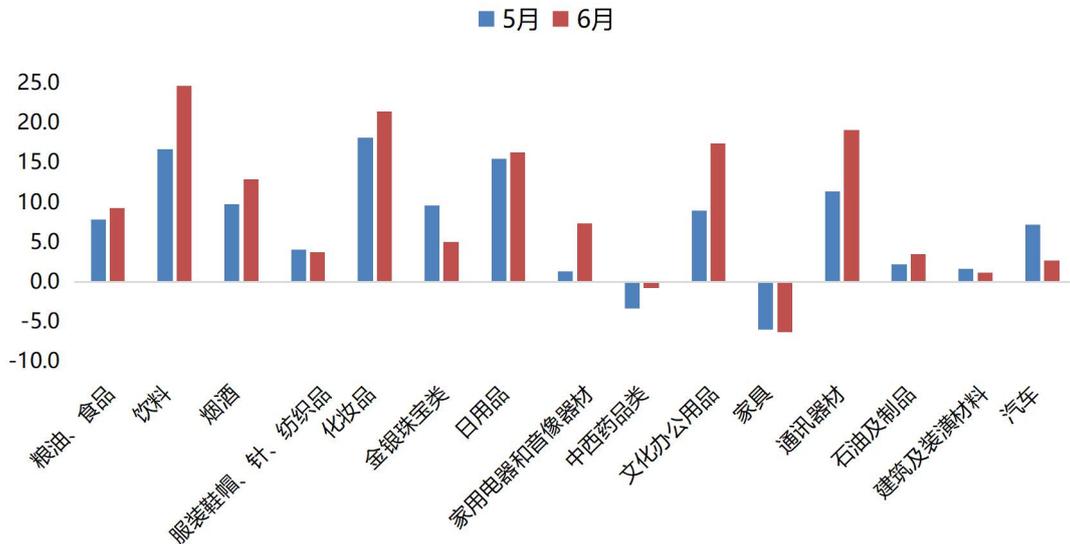
图 12 社零口径商品零售额和餐饮收入同比增速



资料来源: WIND, 东方金诚

从限额以上各类别商品来看，6月主要表现出以下特点：一是多数类别商品零售额同比增速加快，仅化妆品、金银珠宝、建筑装潢材料等个别可选消费品零售额增速放缓，但仍处高位。二是，多数类别商品零售额两年平均增速或有所加快、或与上月基本持平，仅金银珠宝和汽车零售额两年平均增速与上月相比出现较大幅度放缓。三是尽管基数有所走低，6月汽车零售额同比增速仍然延续下滑，从上月的6.3%下降至4.5%，两年平均增速也放缓至2.7%。去年下半年以来，汽车零售额高增是带动社零增速回升的重要拉动，但近两个月，由于疫情期间积压的需求已基本完成回补，以及芯片短缺影响汽车生产、进而传导至零售端，车市明显降温。其中，6月车市进入淡季，加之广东疫情扰动，汽车销售更为清淡，反而成为社零向上修复的拖累。

图 13 限额以上批发零售业零售额两年平均增速 (%)



资料来源：WIND，东方金诚

四、主要受基数波动影响，三季度经济增速将回落到6.2%左右，以两年平均增速衡量的经济修复将继续推进。其中，经济增长动能将进一步向消费切换，投资增长动力也有望温和增强。我们判断，央行7月全面降准客观上会对下半年的稳增长起到重要支撑作用。

工业生产方面，预计下半年工业生产扩张动能将延续放缓，加之基数走高，同比增速将进一步回落。首先，从需求端来看，国内投资韧性犹在，尤其是制造业投资迅速改善，消费料将延续向上修复过程，内需表现稳健。但下半年出口增速可能会出现下滑，外需对工业生产景气度的支撑将有所减弱。其次，从供给端来看，环保限产、供给瓶颈和成本上涨压力等因素对工业生产的掣肘仍然存在。我们预计，到年底，工业增加值同比增速将降至约5.0%，对应两年平均增速将放缓至6.0%左右，基本持平于疫情前的常态增长水平。

投资方面，三季度制造业投资修复进程有望继续加快，以两年平均增速衡量的房地产投资增长有可能延续小幅减速势头，下半年专项债发行提速，但在严控地方政府隐性债务风险背景下，基建投资增长动能难现明显改善。综合三大类固定资产投资及第三产业投资走向判断，三季度末固定资产投资同比增速有望回落至5%左右，对经济增长的拉动作用也将进一步减弱。

消费方面，下半年消费总体上仍有较大复苏上行空间。尽管伴随基数抬升，下半年社零同比增速将持续放缓，但两年平均增速将延续回升。一方面，二季度除汽车外其他商品零售修复势头良好，但目前两年平均增速总体仍明显弱于疫情前水平，还有进一步改善余地。另一方面，随着缺芯预期好转、广东疫情结束，二季度汽车产销承压下行的势头在下半年也有望边际改善。不过，下半年社零两年平均增速仍难以回升至疫情前水平，有两方面原因：一是当前海外变异毒株肆虐，国内疫情防控形势仍然严峻，局部爆发还将持续，扰动居民正常消费活动；二是上半年全国人均可支配收入实际增速两年平均达到5.2%，虽与去年相比有明显回升，但仍弱于疫情前水平，更为重要的是，疫情阴霾并未完全散去，居民的收入和就业预期不稳，也会在一定程度上抑制消费意愿。我们预计，到年底，社零同比增速将逐步回落至8.5%左右，对应两年平均增速缓步加快至6.5%。

展望三季度，主要受基数波动影响，GDP同比增速将回落到6.2%左右，两年平均增速则将升至5.7%，进一步向今年潜在GDP增长水平靠拢。我们认为，央行7月全面降准客观上会对下半年的稳增长起到重要支撑作用。三季度消费对经济增长的拉动作用将进一步增强，出口增速回落势头则将初步显现，经济增长动能切换就此展开。考虑到下半年经济失速风险不大，7月降准并不意味着货币政策全面转向宽松。后期宏观政策将继续在稳增长、控物价和防风险之间把握综合平衡，伴随降准支持小微企业融资，以及绿色金融定向支持工具即将推出，下半年信贷资金投放上“有保有压”的结构性特征会越来越明显。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳