

## 宏观点评

### 中国：经济增速放缓，但 6 月份经济数据高于预期

2021 年 7 月 16 日，星期五

何玮珍, CFA

经济师

[Ho.WoeiChen@uobgroup.com](mailto:Ho.WoeiChen@uobgroup.com)

- 中国 2021 年第二季度 GDP 同比增长 7.9%，略低于预期，较第一季度的 18.3% 有所放缓，但基本势头仍然相当强劲，环比增长 1.3%（彭博社预测同比增长 8.0%，季度调整后环比增长 1.0%），较 2021 年第一季度向下修订的环比增长 0.4%（此前为 0.6%）有所回升。总体而言，2021 年上半年中国经济同比增长了 12.7%。
- 6 月经济指标显示，零售销售、工业生产指数（IP）和城镇固定资产投资（FAI）的增长放缓，但均高于预期。这些指标的环比增长也保持了 5 月份的涨幅，表明前景基本保持稳定。
- 随着有利基数效应的减弱，中国的 GDP 增长率将在未来几个季度继续正常化。更令人担忧的是增长复苏不均衡的问题。中国的内部循环增长战略取决于国内消费的更强劲复苏。这可以增强其外部风险抵御能力。我们维持对中国今年 GDP 增长 9.1% 的预测，这意味着 2021 年下半年总体增长率将进一步放缓至 6.0% 左右。
- 上周五（7 月 9 日）中国央行宣布将银行存款准备金率下调 50 个基点，这一最新规定于今天（7 月 15 日）开始生效。这是继 2020 年 5 月 15 日实施存款准备金率下调政策后，一年多来的首次货币政策举措。释放的 1 万亿元人民币的流动性中，有一部分被金融机构用于偿还今天到期的中期借贷便利（MLF）贷款。中国人民银行今天以 2.95% 的利率开展 1000 亿元人民币的 1 年期 MLF，少于到期的 4000 亿元人民币，使得存款准备金率下调后的流动性净注入 7000 亿元人民币。
- 由于今年还会有 3.75 万亿元人民币的 MLF 到期，中国人民银行可能需要进一步下调存款准备金率，以向银行系统重新注入更多的流动性。然而，我们维持对中国人民银行的预期，即该行今年会继续将其 1 年期和 5 年期及以上 LPR 基准利率分别保持在 3.85% 和 4.65% 不变。

### 随着低基数效应减弱，中国经济增长将放缓

中国 2021 年第二季度 GDP 同比增长 7.9%，略低于预期，较第一季度的 18.3% 有所放缓，但基本势头仍然相当强劲，环比增长 1.3%（彭博社预测同比增长 8.0%，季度调整后环比增长 1.0%），较 2021 年第一季度向下修订的环比增长 0.4%（此前为 0.6%）有所回升。总体而言，2021 年上半年中国经济同比增长了 12.7%。

尽管 2021 年第二季度 GDP 同比增速较第一季度有所放缓，经济仍在持续复苏。国家统计局表示，第二季度的 2 年平均 GDP 同比增速已经从第一季度的 5.0% 提高到 5.5%，但这仍低于疫情前的增速。

2021 年第二季度各行业的增速都有所放缓，其中第二产业的放缓幅度最大，从 2021 年第一季度的 24.4% 回落到 7.5%。第三产业的同比增速为 8.3%，低于第一季度的 15.6%，但鉴于第二季度的 2 年平均增速从第一季度的 4.7% 反弹至 5.1%，复苏势头继续得到巩固。第一产业的增速已经从 2021 年第一季度的 8.1% 稳定在第二季度的 7.6%。

### 6 月零售销售强于预期，市场情绪有所改善

6 月经济指标显示，零售销售、工业生产指数（IP）和城镇固定资产投资（FAI）的增长放缓，但均高于预期。这些指标的月度增长也保持了 5 月份的涨幅，表明前景基本保持稳定。6 月份调查失业率为 5.0%，是自 2019 年 5 月（与该月持平）以来的最低水平。劳动力市场的持续改善和家庭收入的增长是 2021 年下半年消费强劲复苏的支撑因素。

在前两个月数据都令人失望的情况下，6 月份的零售销售同比增长 12.1%，大大超出了市场的预期（彭博社预测为 10.8%，5 月份为 12.4%）。2021 年上半年，零售销售总额同比增长 23.0%，两年平均增长率为 4.4%，这与疫情前 7-8% 的月增长率相比仍有一定距离。相比之下，2021 年上半年，电子商务销售额同比增长 23.2%，期间两年平均增长率为 15.0%。

6 月，餐饮企业销售额同比增长 28.6%，而 5 月同比增长 40.8%，2021 年上半年同比增长 56.3%。其他增速相对较快的零售行业包括饮料（同比增长 29.1%）、珠宝（同比增长 26.0%）、石油及相关产品（同比增长 21.9%）和建筑及装饰材料（同比增长 19.1%）。

6 月**工业生产指数（IP）**同比增长率放缓至 8.3%（彭博社预测为 7.9%，5 月为 8.8%）。2021 年上半年，工业生产指数同比增长 15.9%，期间两年平均增长率为 7.0%。在强劲的电子产品需求和经济重新开放的驱动下，中国的工业生产指数已经超过了新冠肺炎疫情之前的增速。尽管外部需求的前景依然看好，但供应瓶颈和商品价格上涨可能会抑制增长。

医药制造业（同比增长 32.5%）、电力机械和设备制造业（同比增长 15.0%）以及计算机、通信和其他电子设备制造业（同比增长 13.4%）仍以较快的速度增长，但 6 月份汽车制造业同比下降了 4.3%。

**固定资产投资（FAI）**高于预期，年初至今同比增长了 12.6%（彭博社预测为 12.0%，5 月为 15.4%），上半年的两年平均增长率为 4.4%。

2021 年上半年，第一产业、第二产业和第三产业的固定资产投资分别同比增长了 21.3%、16.3% 和 10.7%。在第二产业，制造业的 FAI 年初至今同比增长了 19.2%，表明生产和出口前景十分强劲。

房地产投资年初至今同比增长放缓至 15.0% (彭博社预测为 16.0%，5 月为 18.3%)，而基础设施投资的年初至今同比增长也从 5 月的 11.8% 大幅放缓至 6 月的 7.8%，主要反映了铁路运输投资增长的疲软。

### 6 月出口增长高于预期

以美元计价，中国 6 月出口同比增长 32.2% (彭博社预测为 23.0%；5 月份为 27.9%)，2021 年上半年出口同比增长 38.6%。在此期间，尽管紧张局势依旧，中美贸易依旧强劲复苏，中国对美国的出口和进口分别同比增长 42.7% 和 55.9%。尽管由于 6 月份广东省新冠肺炎疫情感染病例增加，深圳和广州的港口出现了航运延误，但出口增长表现仍强于预期。如果中国 2021 年下半年的消费增长放缓，外部需求的持续强劲将提供缓冲作用。(报告链接：[6 月外部需求依然强劲](#)，2021 年 7 月 13 日)

### 6 月通货膨胀有所缓和

中国 6 月的生产者价格指数 (PPI) 和消费者价格指数 (CPI) 的通胀有所缓和。国内遏制商品价格上涨的措施可能有助于稳定 PPI，但全球原油价格上涨以及年底季节性需求回升导致的货运成本上升，加剧了供应链紧张，这反过来又可能进一步加剧价格压力。2021 年下半年，PPI 通胀率可能会保持高位，我们维持全年 PPI 为 7.5% (2020 年为 -1.8%) 的预测。

然而，由于需求逐步恢复，对 CPI 的传导作用可能仍较为有限。整体通胀率在 2021 年第三季度可能略低于 1.0%，然后在第四季度反弹。由于 2021 年上半年 CPI 通胀率平均只有 0.5%，我们现在预计 2021 年全年 CPI 平均为 1.1%，低于我们先前预测的 1.9% (2020 年为 2.5%)。(报告链接：[6 月份通货膨胀放缓](#)，2021 年 7 月 9 日)

### 新冠肺炎继续给经济增长带来威胁

随着有利基数效应的减弱，中国的 GDP 增长率将在未来几个季度继续正常化。更令人担忧的是增长复苏不均衡的问题。中国的内部循环增长战略取决于国内消费的更强劲复苏。这可以增强其外部风险抵御能力。

此外，人们还担心新冠肺炎感染的二次爆发 (如 5 月至 6 月在广东出现的情况)，国内需求复苏的势头放缓，紧张的中美关系以及全球强劲需求的持久性。

**我们维持对中国今年 GDP 增长 9.1% 的预测，这意味着 2021 年下半年总体增长率将进一步放缓至 6.0% 左右。**

### 中国人民银行加大政策支持力度

上周五 (7 月 9 日) 中国央行宣布将银行存款准备金率下调 50 个基点，这一最新规定已于今天开始生效。这是继 2020 年 5 月 15 日实施存款准备金率下调政策后，一年多来的首次货币政策举措。存款准备金率下调的时间和幅度 (是广泛而非有针对性的)，表明中国对 2021 年下半年经济放缓形势有更深的担忧，亦或许是为了扭转迄今的部分信贷紧缩局面。

由于季节性因素，2021 年第二季度的新增人民币贷款较上一季度的历史最高水平有所放缓，但仍保持了与去年同期持平。然而，自 2020 年下半年以来，贷款和 M2 的增速都呈放缓趋势，并可能进一步放缓。这意味着未来经济活动恐将放缓。

通过今天存款准备金率下调释放的 1 万亿元人民币的流动性中，有一部分被金融机构用于偿还到期的中期借贷便利（MLF）贷款。中国人民银行今天以 2.95% 的利率开展 1000 亿元人民币的 1 年期 MLF，少于到期的 4000 亿元人民币，从而获得了 7000 亿元人民币的流动性净注入，这部分流动性可部分用于在本月下旬抵销税款。由于今年还会有 3.75 万亿元人民币的 MLF 到期，中国人民银行可能需要进一步下调存款准备金率，以向银行系统重新注入更多流动性。然而，我们维持对中国人民银行的预期，即该行今年会继续将其 1 年期和 5 年期及以上 LPR 基准利率分别保持在 3.85% 和 4.65% 不变。（报告链接：[中国人民银行宣布下调存款准备金率](#)，2021 年 7 月 12 日）

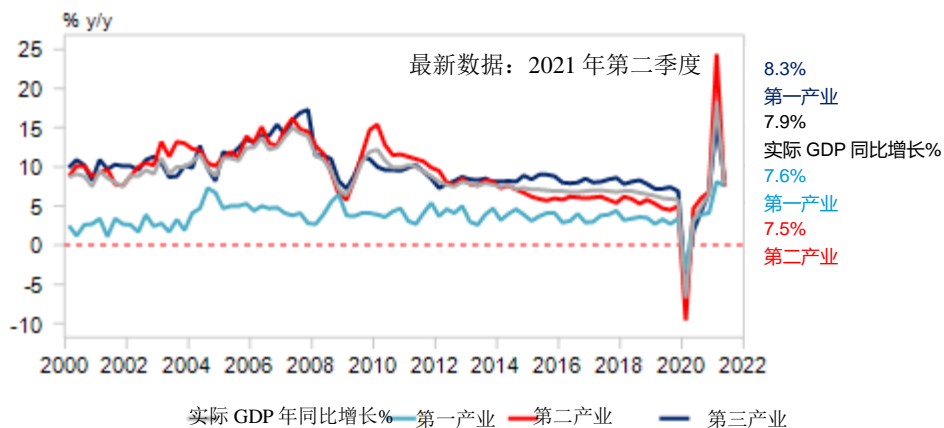
### 中国主要宏观数据

	2018	2019	2020	4Q20			1Q21			2Q21		
实际 GDP 同比增长%	6.7	6.0	2.3	6.5			18.3			7.9		
经季度调整后实际 GDP 环比增长%	-	-	-	3.0			0.4			1.3		
% 同比变化 除非另有说明	2018	2019	2020	Oct-20	Nov-20	Dec-20	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21
工业产值	6.2	5.7	2.8	6.9	7.0	7.3	-	-	14.1	9.8	8.8	8.3
CFLP 制造业 PMI	49.4	50.2	51.9	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9
财新-Markit 制造业 PMI	49.7	51.5	53.0	53.6	54.9	53.0	51.5	50.9	50.6	51.9	52.0	51.3
CFLP 非制造业 PMI	53.8	53.5	55.7	56.2	56.4	55.7	52.4	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5
CPI	2.1	2.9	2.5	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1
PPI	3.5	-0.3	-1.8	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8
出口 (以美元计)	9.9	0.5	3.6	11.4	21.1	18.1	24.8	154.9	30.6	32.3	27.9	32.2
进口 (以美元计)	15.8	-2.8	-1.1	4.7	4.5	6.5	26.6	17.3	38.1	43.1	51.1	36.7
贸易差额 (单位: 10 亿美元)	\$ 350.9	\$ 421.1	\$ 526.9	\$ 58.4	\$ 75.4	\$ 78.2	\$ 65.4	\$ 37.9	\$ 13.8	\$ 42.9	\$ 45.5	\$ 51.5
新增贷款 (以 10 亿人民币变动计)	¥ 16,170	¥ 16,814	¥ 19,634	¥ 690	¥ 1,430	¥ 1,260	¥ 3,580	¥ 1,360	¥ 2,730	¥ 1,470	¥ 1,500	¥ 2,120
融资总量 (以 10 亿人民币变动计)	¥ 22,492	¥ 25,674	¥ 34,863	¥ 1,393	¥ 2,136	¥ 1,719	¥ 5,184	¥ 1,724	¥ 3,371	¥ 1,850	¥ 1,921	¥ 3,670
M2	8.1	8.7	10.1	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6
年初至今城镇固定资产投资	5.9	5.4	2.9	1.8	2.6	2.9	-	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6
零售销售	8.8	8.0	-3.9	4.3	5	4.6	-	-	34.2	17.7	12.4	12.1

资料来源: CEIC、彭博社、国家统计局; 大华银行全球经济与市场研究部估算。除特别注明外, 所有数据均为个别月份的数据

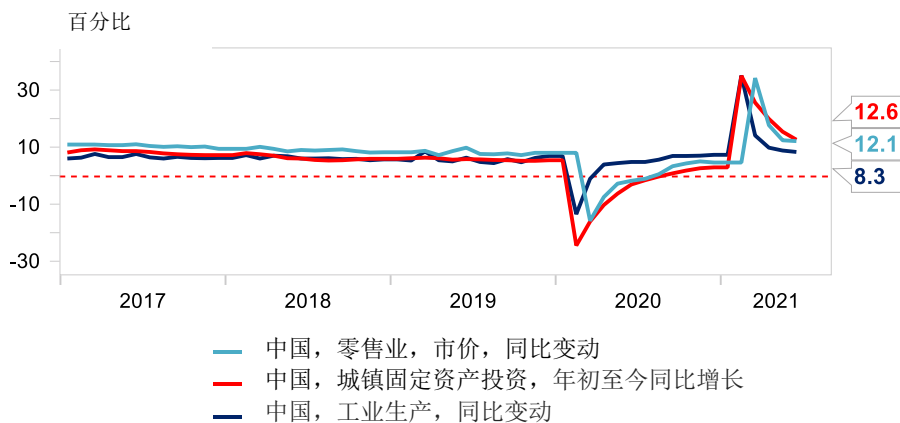
### 中国，季度实际 GDP 增长，按行业划分

资料来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部



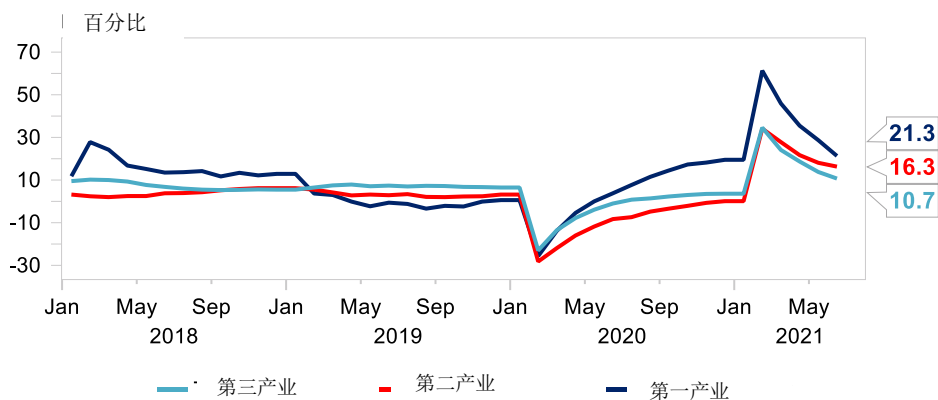
### 中国：经济指标放缓

资料来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部



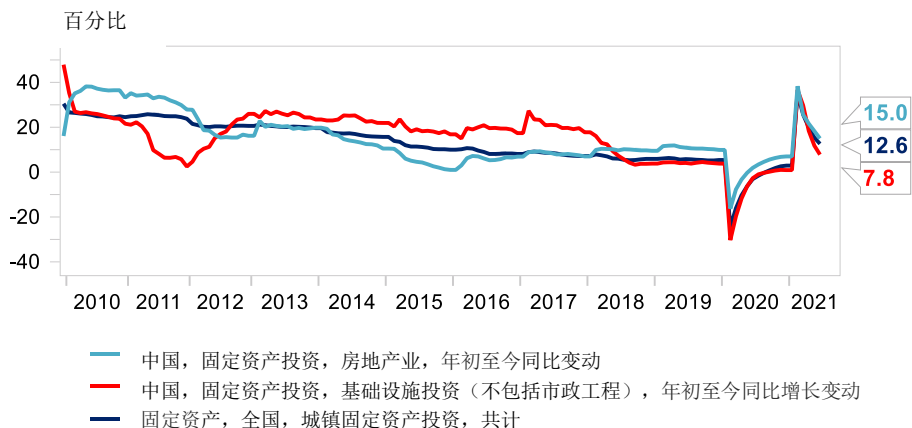
### 中国，固定资产，全国，城镇固定资产投资，年初至今同比变化

资料来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部



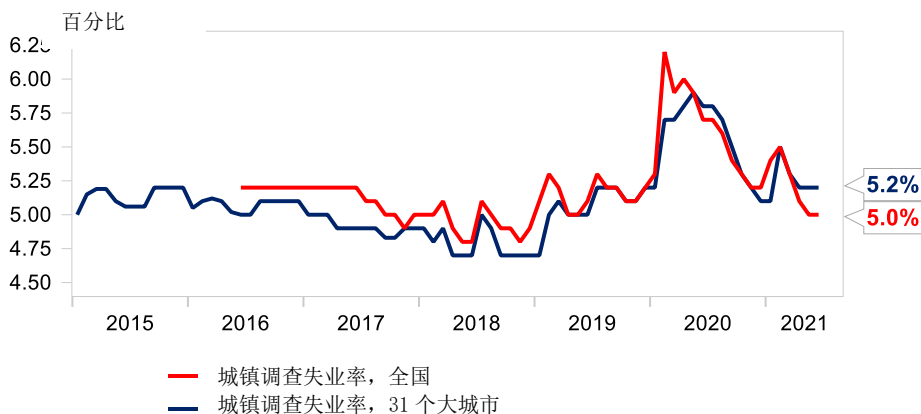
### 中国，城镇固定资产投资，年初至今同比变化

资料来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部



### 中国：劳动力市场继续改善

资料来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部



### 2021 年第二季度新增人民币贷款放缓

资料来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部



### 中国：贷款和 M2 增速放缓

资料来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部



## 免责声明

本刊仅供参考之用，任何人均不得以任何目的传播、披露、复制或依赖本刊。如与其所在国的法律法规相抵触，则任何人均不得在该国传播或使用本刊。本刊并不得被认为是与任何投资产品/证券/工具有关的购买或出售要约、建议、招揽或意见。本刊的任何内容均不构成会计、法律、监管、税务、财务或其它建议。如需了解任何投资产品/证券/工具是否符合您的投资目标、财务状况和特定需求，请咨询您自己的专业顾问。

本刊所载信息以对公开信息的某些假设和分析为基础，反映了截至出版日期时的主要情况。因此，针对（包括但不限于）各个国家、市场或公司的未来事件或表现的各项意见、预测和其它前瞻性陈述不一定能够反映实际事件或结果，也可能与实际事件或结果不同。本刊表达的观点完全是作者本人的观点，与大华银行有限公司及其子公司、关联公司、董事、高级职员和雇员（以下简称为“大华银行集团”）的实际交易仓位无关。其中的观点反映的是作者截至本刊出版日期时的判断，该等判断也可能产生变更。

在本刊所述的证券/工具的交易中，大华银行集团可能持有头寸或其它权益，并可能会影响交易。大华银行集团发布的其它报告、刊物或文件表达的观点也可能与本刊所持的观点有所不同。尽管已经采取了各种合理的措施以确保本刊信息的准确性、完整性和客观性，但大华银行集团不对其准确性、完整性和客观性作任何明示或暗示的声明或保证。如有任何人因依赖本刊中的观点或信息而招致了任何损失或损害，大华银行集团概不承担任何责任。

本文以英文书写，中文版本仅供参考。中、英文版本若发生任何歧义，应以英文版本为准。