

解构结构（二）

二季度 GDP 分拆

二季度 GDP 实现增长 3.2%，主要贡献来自投资端，从产业结构看，则主要是工业和新兴产业增长较快；从近五年的三四季度产业结构变化看，农林牧渔和建筑业的占比倾向于上升，预计投资仍将是拉动 GDP 的重要力量；另外需要关注金融和地产占比过高，可能引发监管风险。

- **三驾马车：结构受到新冠冲击，消费退，投资进。**二季度消费依然疲弱，拖累 2.35 个百分点，净出口受到防疫物资出口强劲等因素影响，在二季度对 GDP 同比增速的贡献转正为 0.53 个百分点。二季度 GDP 中最为亮眼的是资本形成项目，对当季实际 GDP 同比增速贡献达到 5.01 个百分点，较一季度的-1.46 个百分点大幅上升，成为二季度 GDP 同比增速超预期的最大原因。
- **产业行业：二产强劲，消费疲弱，新兴发展趋势依旧向好。**二季度实际 GDP 内部行业之间的分化，可以分为三大类：一类是经济转型方向，行业内生动力强劲，并且受新冠疫情冲击小，如信息软件，另一类是消费及相关行业，受新冠疫情的直接影响，恢复较慢，如住宿餐饮、租赁商服、批零贸易、交通运输等，还有一类是供给端行业，如工业、建筑业，在经济下行期阶段性成为经济增长的支撑。
- **与过去五年 GDP 结构相比，新冠疫情没有改变 GDP 结构调整的大趋势，但明显抬高了金融地产的占比。**从一二季度我国 GDP 结构较历史平均水平变化来看，经济结构向新兴产业集中的趋势没有变化。但二季度相较一季度，房地产业占比则进一步超出历史平均水平，金融业二季度结构上行速度有所放缓，从总量来看，房地产业占比维持在 7.4%持平历史最高水平，金融业 GDP 占比在一季度陡升创下历史新高 10.3%，二季度虽明显下行但也有 8.4%。
- **三四季度 GDP 结构变化趋势：建筑业占比进一步大幅上升，消费相关和金融地产存在不确定性。**从过去五年历史规律看，三四季度占比明显下降的行业包括工业、金融业、信息软件等，而农林牧渔业和建筑业的占比则持续上升。考虑到二季度建筑业占比快速反弹，预计下半年叠加季节效应，建筑业的占比上行趋势较为确定。受到居民三季度消费意愿下降和客运量回升缓慢影响，预计下半年消费类的住宿餐饮、批零贸易、乃至交通运输行业对 GDP 增速的贡献仍是负的。
- **风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。**

相关研究报告

《解构结构（一）：居民消费比较变化》2020.7.18

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇
(8621) 2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

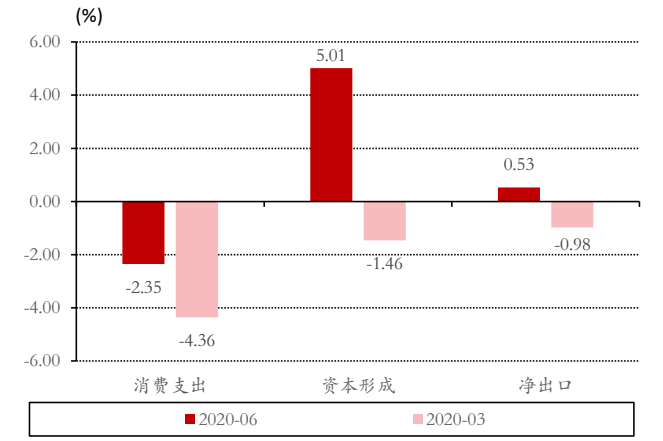
证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

三驾马车：投资拉动二季度 GDP 实现 3.2%

二季度投资发力。一季度三驾马车中消费支出拖累实际 GDP 同比增速 4.36 个百分点，到了二季度消费依然疲弱，拖累 2.35 个百分点，虽然幅度有所收窄，但表现较经济整体明显偏弱。净出口受到防疫物资出口强劲等因素影响，在二季度对 GDP 同比增速的贡献转正为 0.53 个百分点，但从全球经济增长前景预判来看，我们认为净出口的恢复带有衰退性增长的特点，考虑到全球范围内新冠疫情仍未得到有效控制，因此预计二季度海外经济增长快速下挫之后，三季度的回升速度将比较缓慢，外需持续疲弱，我国净出口难有扩张性增长。二季度 GDP 中最为亮眼的是资本形成项目，对当季实际 GDP 同比增速贡献达到 5.01 个百分点，较一季度的-1.46 个百分点大幅上升，成为二季度 GDP 同比增速超预期的最大原因。

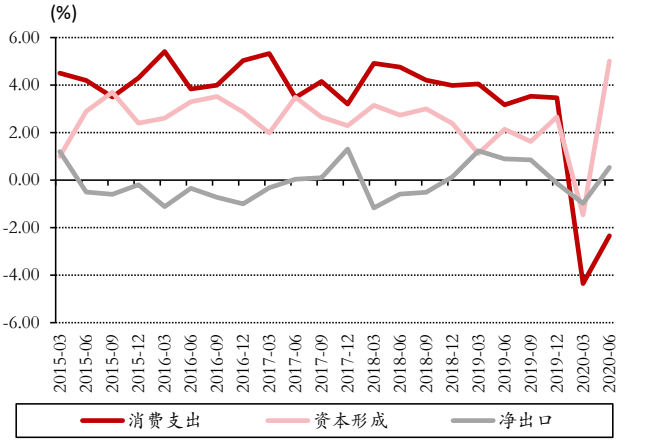
三驾马车的结构受冲击。2015 年以来我国 GDP 中三驾马车的结构持续调整，从三驾马车对 GDP 增速的拉动来看，净出口的贡献以波动为主，2015 年以来对季度 GDP 的贡献在-1.17 到 1.31 之间，趋势性变化的是资本形成的拉动明显下降以及消费支出的贡献持续处于较高水平，前者的拉动从 3 个百分点持续回落至 2 个百分点附近波动，后者的拉动稳定在 4 个百分点左右。但 2020 年一季度受到新冠疫情冲击影响，消费支出大幅负增长，为对冲经济回落的影响，实现“六稳”“六保”，积极的财政政策和宽松的货币环境推动资本形成快速上升。因此在冲击之下，产生了异于此前发展趋势的经济结构变化。

图表 1. 三驾马车对一二季度 GDP 的拉动



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 二季度资本形成相较消费支出恢复的更快



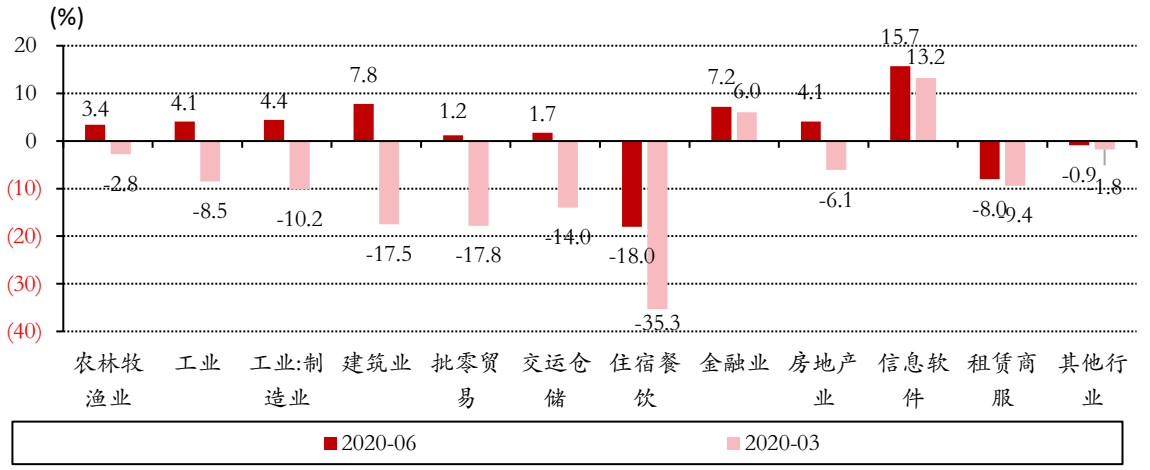
资料来源：万得，中银证券

产业行业：二产和新兴产业恢复较好

行业 GDP 增速大多翻正但分化明显。一季度 GDP 实际同比增长-6.8%，其中拖累较大的行业包括住宿餐饮增长-35.3%，批零贸易增长-17.8%，建筑业增长-17.5%，交运仓储增长-14%，租赁商服增长-9.4%，工业增长-8.5%，所有行业中表现最强劲的是信息软件和金融业，一季度实际 GDP 增速分别为 13.2%和 6%。二季度当中随着经济增速的回升，各行业 GDP 增速均出现明显反弹，但反弹的幅度分化较大：二季度 GDP 增速转正的行业较多，增速较高的则包括信息软件（15.7%）、建筑业（7.8%）、金融业（7.2%）、工业（4.1%）、房地产业（4.1%）和农林牧渔业（3.4%），但依然存在部分行业负增长，包括住宿餐饮业（-18%）、租赁商服（-8%）和其他行业（-0.9%），另外虽然实现增速翻正但依然疲弱的行业包括批零贸易（1.2%）和交运仓储（1.7%）等。

二产强劲，消费疲弱，新兴发展趋势依旧向好。二季度实际 GDP 内部行业之间的分化，可以分为三大类：一类是经济转型方向，行业内生动力强劲，并且受新冠疫情冲击小，如信息软件，另一类是消费及相关行业，受新冠疫情的直接影响，恢复较慢，如住宿餐饮、租赁商服、批零贸易、交通运输等，还有一类是供给端行业，如工业、建筑业，在经济下行期阶段性成为经济增长的支撑。

图表 3. 二季度各行业实际 GDP 同比增速

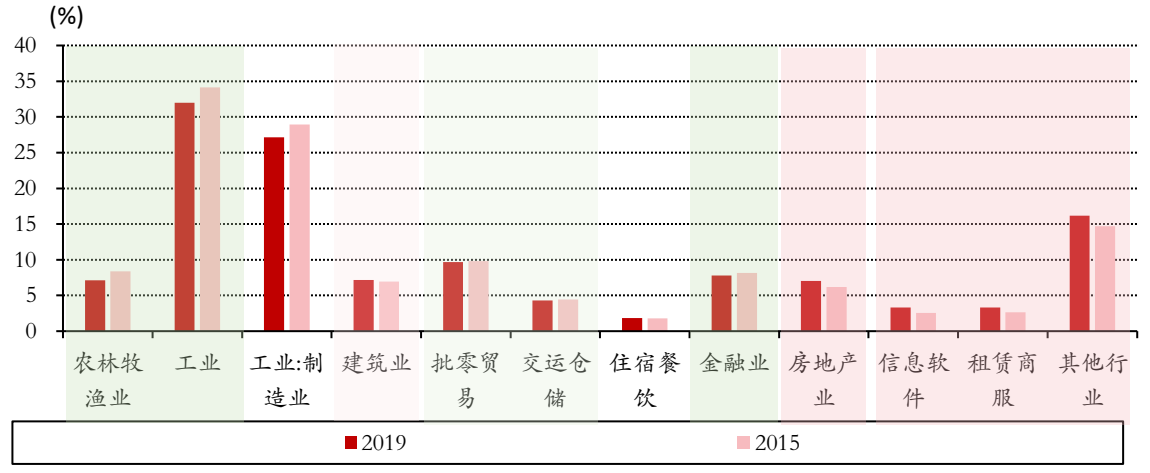


资料来源：万得，中银证券

冲击之下看产业结构转型

2015 年-2019 年间的走向。我们以年现价 GDP 的行业占比为考量，一方面是 2019 年相较 2015 年占比明显上升的行业包括两大类，一类是三产中的信息技术和租赁商服类，另一类是房地产及与地产相关的建筑业。另一方面是占比明显下降的第一产业、工业和金融业，以及占比小幅下降的批零贸易业和交运仓储业。从过去五年间我国 GDP 结构变化的大方向来看，产业结构向信息软件和商业服务转型升级的迹象比较明显，同时也存在房地产占比持续攀升的问题。

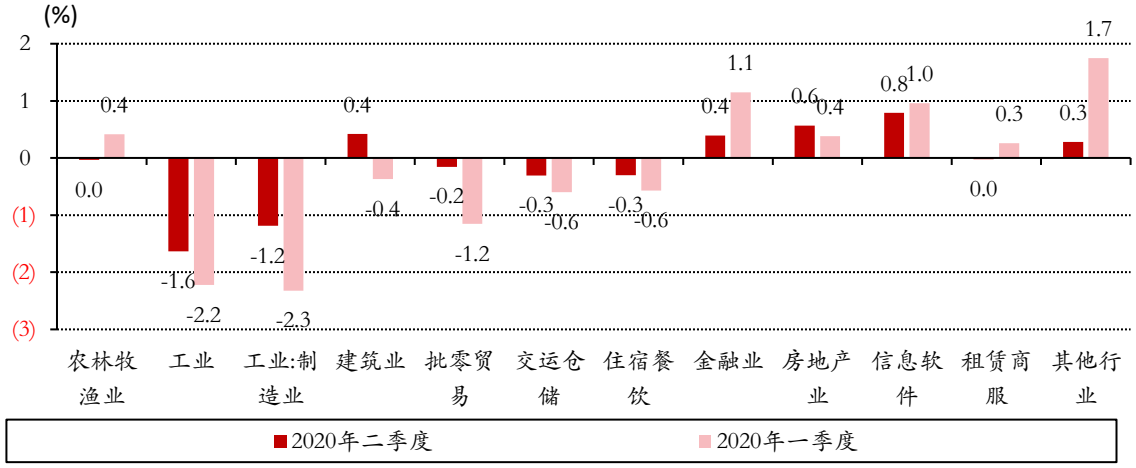
图表 4. 现价 GDP 的产业结构变化趋势



资料来源：万得，中银证券

新冠疫情没有改变 GDP 结构调整的大趋势，但明显抬高了金融地产的占比。与过去五年一二季度当季现价 GDP 结构相比，2020 年一季度占比明显上升的是金融业、信息技术、房地产和农林牧渔业，占比下降明显的是工业、批零贸易、交运仓储、住宿餐饮、建筑业，2020 年二季度占比明显上升的是信息技术、房地产、金融业和建筑业，占比下降的则是工业、交运仓储、住宿餐饮、批零贸易业。从一二季度我国 GDP 结构较历史平均水平变化来看，经济结构向新兴产业集中的趋势没有变化。但二季度相较一季度，房地产业占比则进一步超出历史平均水平，金融业二季度结构上行速度有所放缓，从总量来看，房地产业占比维持在 7.4%持平历史最高水平，金融业 GDP 占比在一季度陡升创下历史新高 10.3%，二季度虽明显下行但也有 8.4%。

图表 5. 2020 年相较往年一二季度当季名义 GDP 结构的变化

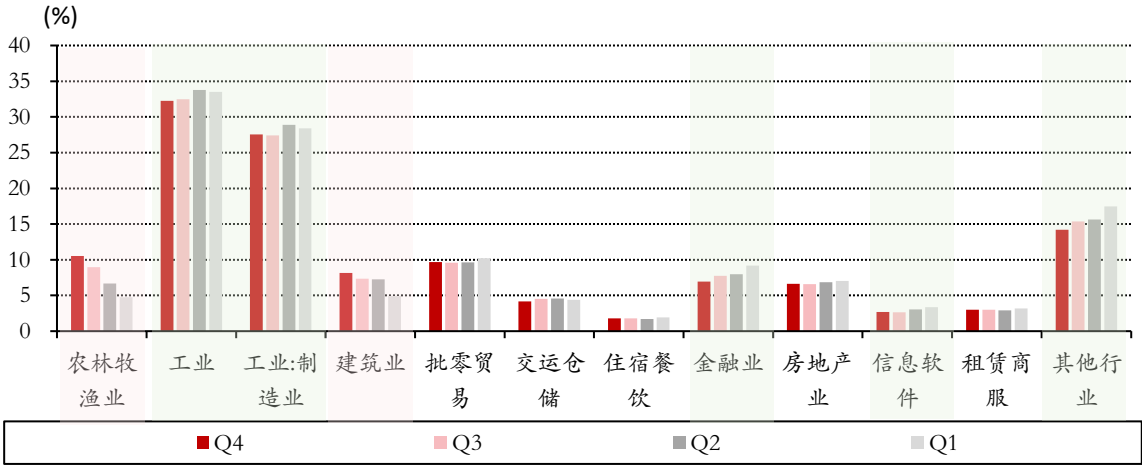


资料来源：万得，中银证券

三四季度 GDP 结构变化趋势

下半年建筑业 GDP 占比或进一步大幅上升。从过去五年历史规律看，各行业的 GDP 结构具有明显的季节性，三四季度占比明显下降的行业包括工业、金融业、信息软件等，而农林牧渔业和建筑业的占比则持续上升。考虑到二季度建筑业占比快速反弹，预计下半年叠加季节效应，建筑业的占比上行趋势较为确定，除此之外信息软件行业受疫情冲击较小，预计下半年占比仍将处于高增速、占比较历史水平上升的趋势中。相较之下存在不确定性的是消费相关和金融地产。

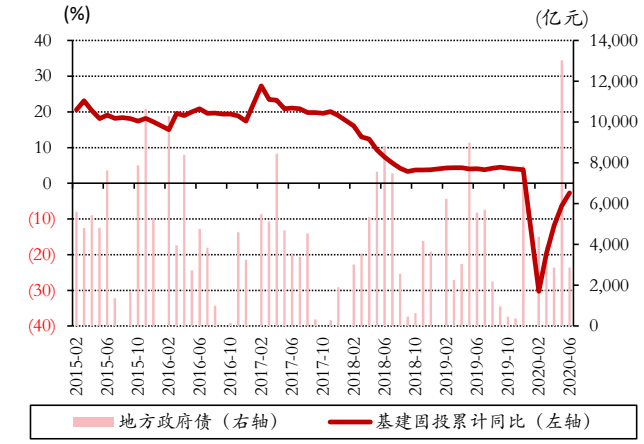
图表 6. 三四季度现价 GDP 产业结构变化趋势



资料来源：万得，中银证券

拉动增长靠投资。我们认为下半年投资仍是拉动 GDP 增长的主要构成。从资金来源看，1-6 月政府债券共计发行 6.02 万亿元，同比增长 32%，但同期政府财政支出增长-5.8%，基建投资累计同比增长-2.7%，预计下半年政府资金带动的投资将持续发力。从投资项目来看，1-6 月 PPP 项目总入库数较 2019 年底新增 566 个，新增总投资额较 2019 年底新增 9229 亿元，预计下半年以 PPP 为代表的投资项目将持续落地，支撑投资增速。

图表 7. 地方政府债大规模发行有助支撑基建投资增速



资料来源：万得，中银证券

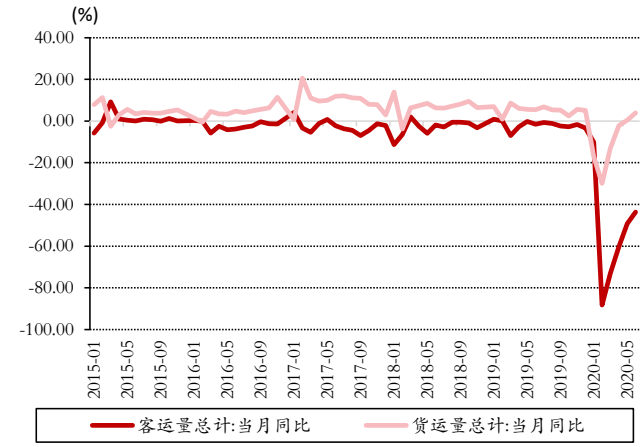
图表 8. PPP 新增投资项目显著上升



资料来源：万得，中银证券

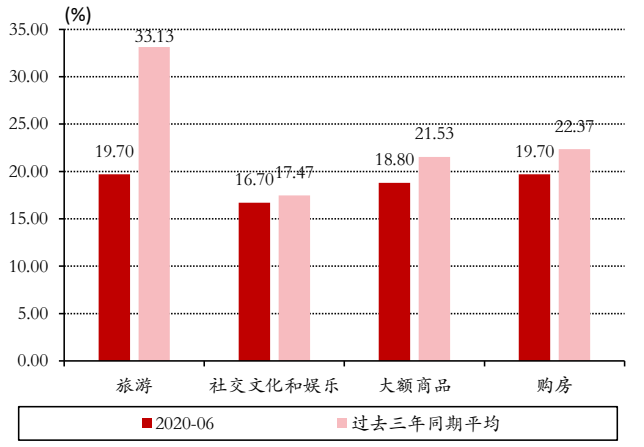
消费相关行业预计恢复缓慢。上半年居民人均收入增长 2.4%，人均消费增长-5.92%，受到收入增速恢复缓慢的拖累，居民消费增速仍未回正。从央行二季度城镇储户调查问卷来看，三季度居民消费意愿明显下降，其中下降幅度最大的是旅游，在收入增速下行和新冠疫情持续影响之下，未来三个月的消费意愿较过去三年平均水平下降了 13.43 个百分点。从今年的客运量同比增速可以侧面印证，截至 6 月，货运量当月同比增速已经回正至 3.9%，但客运量同比增长仍在-43.7%的低水平上。预计下半年消费类的住宿餐饮、批零贸易、乃至交通运输行业对 GDP 增速的贡献仍是负的。

图表 9. 客运量同比增速回升缓慢



资料来源：万得，中银证券

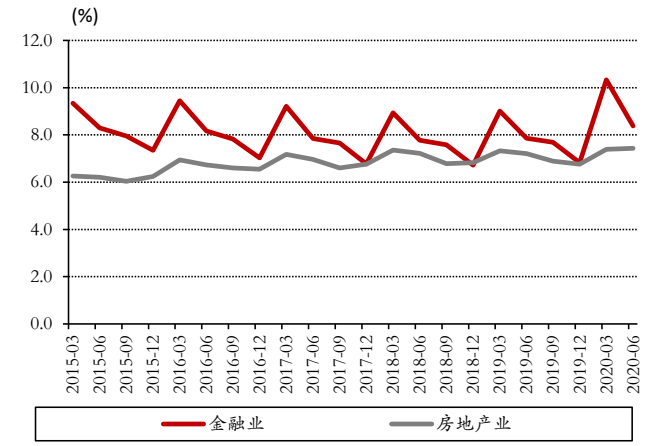
图表 10. 央行二季度调查问卷显示居民消费意愿下降



资料来源：万得，中银证券

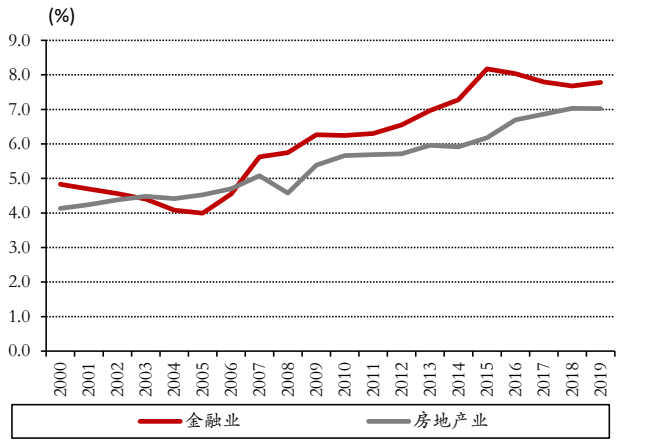
金融和房地产行业存在不确定性。从 2020 年一二季度金融业和房地产业 GDP 占比上升来看，容易引发政策对防止资金空转和房地产市场泡沫的进一步收紧。从金融行业来看，6 月国务院常务会议已经提出金融系统全年要向企业让利 1.5 万亿元，预计下半年金融业收入增速或有一定反应。房地产行业方面，上半年部分城市房价增速回升，已经导致购房政策再次收紧。考虑到货币政策明显放松，金融体系货币投放的背景下，金融业和房地产业对资本的吸纳效应有前例可遵循，因此 2020 年下半年我们预计政策将各位警惕金融业和房地产业的强势增长，并且不排除随时可能出台抑制上述行业过快增长的政策。

图表 11. 金融和房地产行业季度 GDP 占比变化



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 现价 GDP 中金融和房地产行业占比变化



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371