宏观研究

经济超预期，为何未能提振股市？

——6 月经济数据点评

宏观数据点评 2020 年 07 月 17 日

报告摘要：

二季度当季GDP增速达到3.2%，明显超出了市场主流预期的2.9%。然而数据发布后，并未对股市起到提振作用。为何会出现这种局面？

- **第一，可以明确的是，工业和市场性服务业并非经济超预期的贡献者。**

6 月规上工业增加值增长 4.8%，比 5 月份加快 0.4 个百分点。3-6 月，工业增加值环比增速（季调）分别比去年同期高 28.8 个、1.9 个、1 个、0.6 个百分点。6 月服务业生产指数增长 2.3%，比 5 月份加快 1.3 个百分点，上月则比上上月加快 5.5 个百分点。总体看，工业和市场性服务业都处在快速修复过程中，但修复速度（加速度）都趋于衰减，基本都算符合预期。

- **第二，超预期的主要来源是非市场性服务活动。**

4-6 月，服务业生产指数增速分别为-4.5%、1%和 2.3%，据此测算，二季度市场性服务业增速很难超过 0.7%，但官方公布的第三产业增速为 1.9%，二者之间形成巨大差异，仅此就可对二季度 GDP 额外贡献至少 0.6 个百分点。按统计局官方解释，第三产业增加值核算既包括服务业市场性服务活动，也包括非市场性活动；而目前服务业生产指数主要反映市场性活动，不包括非市场性活动。可知，这份超预期是来自非市场性服务活动。疫情之年，非市场性服务活动增长较快是有可能的。

- **第三，超预期还有一个次要来源，即建筑业。**

二季度规上工业增加值增长 4.4%，这和月度工业增加值表现一致，不算超预期。但值得注意的是，第二产业增加值增长 4.7%，增速明显快于工业，仅此就可对二季度 GDP 额外贡献 0.1 个百分点。第二产业除了工业就是建筑业，可见，这份超预期的来源是建筑业。建筑业表现凶猛，可能与房地产施工较好、基建逐渐回暖、防洪工程建设等都有关系。

以上，我们从 GDP 生产法核算角度，破解了二季度 GDP 超预期之谜。毫无疑问，资本市场主要对市场性活动敏感。希冀这些视角能对大家有所帮助。

- **风险提示：**

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127730

邮箱： fuwancong@mszq.com

7 月 16 日，国家统计局公布中国 6 月经济数据和二季度 GDP：

（1）二季度 GDP 同比 3.2%，预期 2.9%，前值-6.8%；

（2）规模以上工业增加值同比 4.8%，预期 4.5%，前值 4.4%；

（3）社会消费品零售总额同比-1.8%，预期 0.8%，前值-2.8%；

（4）固定资产投资累计同比-3.1%，预期-3.5%，前值-6.3%；

（5）基建投资（全口径）累计同比-0.07%，较上月回升 3.2 个百分点。

（6）房地产投资累计同比 1.9%，较上月回升 2.2 个百分点。

一、破解 GDP 超预期之谜——基于 GDP 生产法核算的视角

GDP 超预期，但工业和市场性服务业指标均低于相应产业的增速。二季度当季 GDP 增速达到 3.2%，明显超出了市场主流预期的 2.9%。分产业来看，二产（4.7%，一季度-9.6%）恢复最快，三产次之（1.9%，一季度-5.2%），一产（3.3%，一季度 3.2%）已经与去年同期持平（图 1）。**不过，可以明确的是，工业和市场性服务业并非经济超预期的贡献者。**由于疫情防控的差距，我国复苏特征与欧美截然相反，表现出生产修复快于需求修复。截至 6 月份，工业增加值已经回升至 4.8%，二季度平均值 4.4%，低于二产当季同比。4-6 月，服务业生产指数增速分别为-4.5%、1%和 2.3%，据此测算，二季度市场性服务业增速很难超过 0.7%，但官方公布的第三产业增速为 1.9%，二者之间形成巨大差异，仅此就可对二季度 GDP 额外贡献至少 0.6 个百分点。

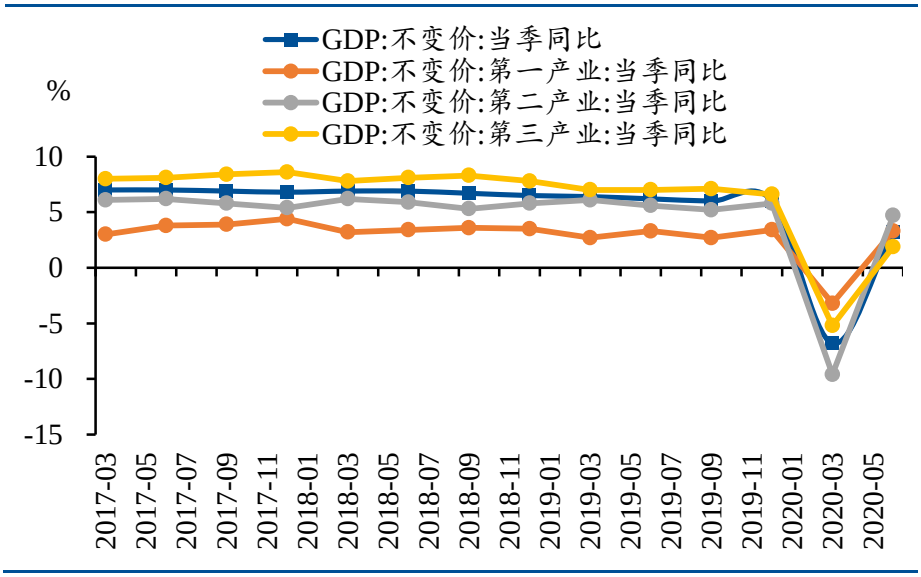
超预期的主要来源是非市场性服务活动。按统计局官方解释，第三产业增加值核算既包括服务业市场性服务活动，也包括非市场性活动；而目前服务业生产指数主要反映市场性活动，不包括非市场性活动。可知，这份超预期是来自非市场性服务活动。疫情之年，非市场性服务活动增长较快是有可能的。

超预期还有一个次要来源是建筑业。二季度规上工业增加值增长 4.4%，这和月度工业增加值表现一致，不算超预期。但值得注意的是，第二产业增加值增长 4.7%，增速明显快于工业，仅此就可对二季度 GDP 额外贡献 0.1 个百分点。第二产业除了工业就是建筑业，可见，这份超预期的来源是建筑业。建筑业表现凶猛，可能与房地产施工较好、基建逐渐回暖、防洪工程建设等都有关系。下半年二产中的建筑业可能并不弱，尤其是基建仍有较大空间，6 月建筑业 PMI 指数（59.8%）仍处于高位。

二季度 GDP 超预期回升或许引发政策退坡的担忧，但是复苏最快时刻可能已经过去。6 月服务业生产指数增长 2.3%，比 5 月份加快 1.3 个百分点，上月则比上上月加快 5.5 个百分点。总体看，工业和市场性服务业都处在快速修复过程中，但修复速度（加速度）都趋于衰减，基本都算符合预期。三产内部的复苏分化依然明显。受疫情较小的信心技术服

务业和金融业二季度累计同比分别为 14.5%和 6.6%,较一季度 13.2%和 6.0%进一步回升。虽然降幅收窄最多，批发零售业和餐饮仍是显著负增长，继续承压，与我国消费修复较慢相符。

图 1：三大产业同比增速均转正

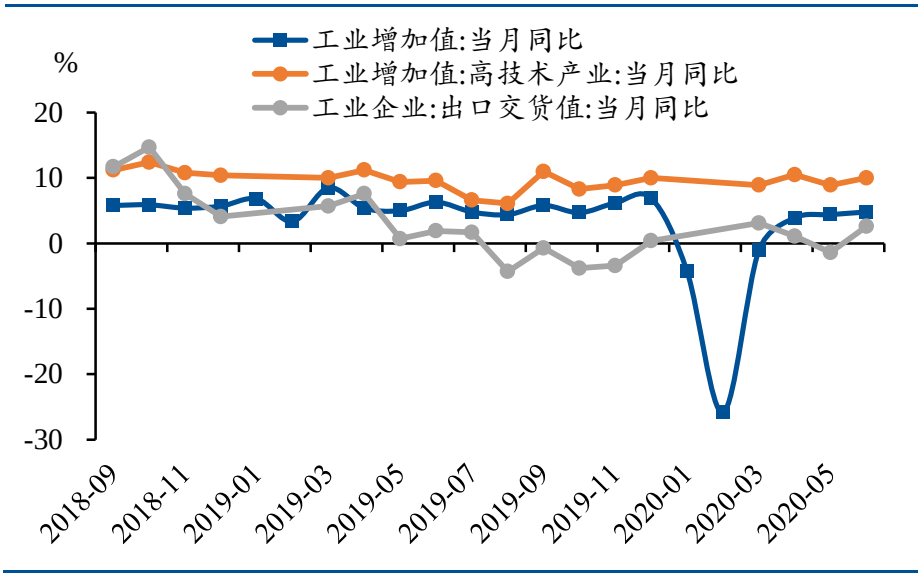


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、生产逐渐回归常态，消费不行投资来凑

工业生产结构优化，贸易助推高技术制造业。6 月规模以上工业增加值同比上升 4.8%，较上月（4.4%）涨幅略有收窄，超出市场预期（图 2）。其中，下游制造业对 6 月工业生产超预期的贡献较大：汽车制造业增加值连续三个月回升，6 月录得 13.4%，是制造业行业中的最大值；高技术产业工业增加值同比回升 1.1 个百分点至 10%，设备制造业和电子计算机均有不俗的表现。高技术产业的优异表现离不开海外“宅经济”、供应链修复和国内消费回升。由于海外疫情防控松散，欧美国家对我国的出口依赖有所加强，导致二季度出口数据屡超预期：高新技术产品出口金额连续三个月正增长，6 月机电产品出口额同比再次转正。

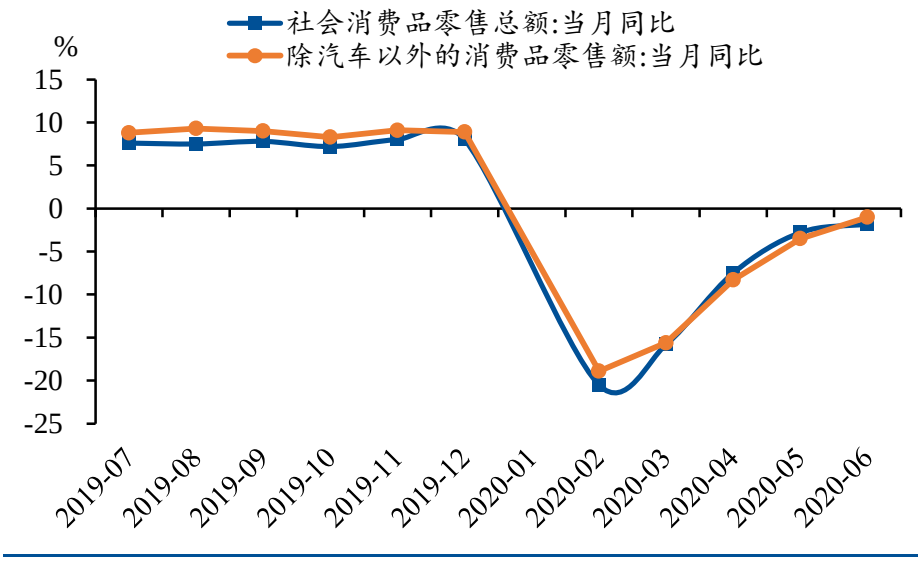
图 2：贸易助推高技术产业，工业增加值继续回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

三大需求仅内需消费“差强人意”。6 月社零同比-1.8%，较上月回升 1 个百分点，是唯一低于预期的经济指标。6 月汽车高频数据显示汽车零售同比（-8.2%）回落应是预期之内，乘联会表示当前汽车消费仍缺乏动力。但是，除汽车以外社零同比仍为负增长（-1%），说明疫情新常态下的餐饮和珠宝消费以及价格暴跌后的石油类消费仍需一段时间才可以修复。另一个比较意外的是，地产后周期的家具类零售额同比再次转负，与竣工面积、家电音响和建筑装潢等同比回升有所背离。整体上看，除了部分消费品有明显阻碍因素以外，社零内部多数分项已经回归常态。

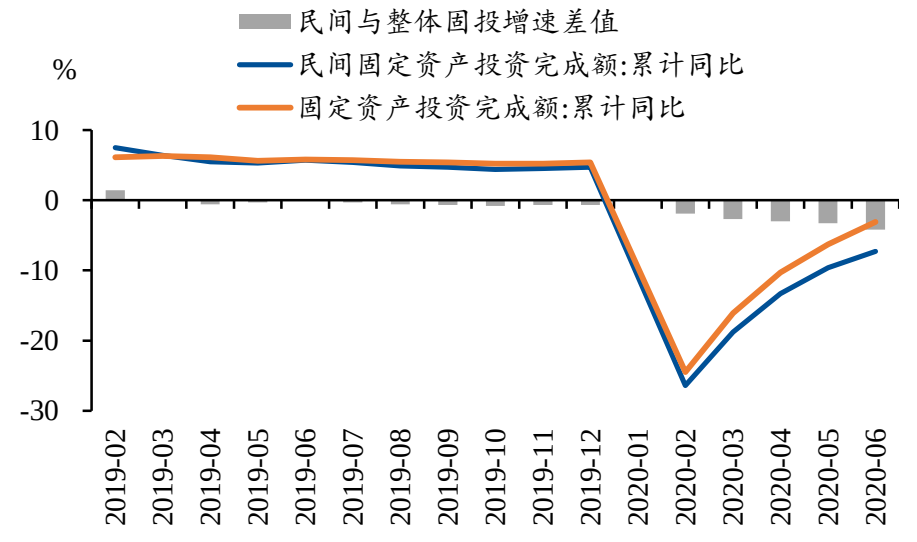
图 3：汽车零售回落拖累社零反弹力度



资料来源：Wind，民生证券研究院

建筑系固投表现强势，投资需求支撑内需。6 月固投累计同比较上月回升 3.2 个百分点至-3.1%。分类来看，房地产投资率先转正。虽然涨幅略有收窄，房地产投资单月同比延续回升趋势，较上月回升 0.5 个百分点至 8.53%。基建投资受洪涝灾害影响小幅回落，但是连续三个月录得同比正增长，6 月同比增速（8.3%）仍大幅高于去年同期水平。在建筑系投资“热火朝天”的对照下，制造业投资仍旧偏弱，6 月回升至-11.7%，回升斜率有所放缓，当月同比仍为负增长。从民间固定资产投资与整体固投的差值走扩（5 月 3.3%，6 月 4.2%）也可以看出，当前投资的主要动力来自政府把控的基建和房地产。不过，随着宽信用逐渐生效，制造业投资和民间投资可能会在未来逐渐衔接上。

图 4：基建和房地产拉动固投回升，民间投资相对较弱



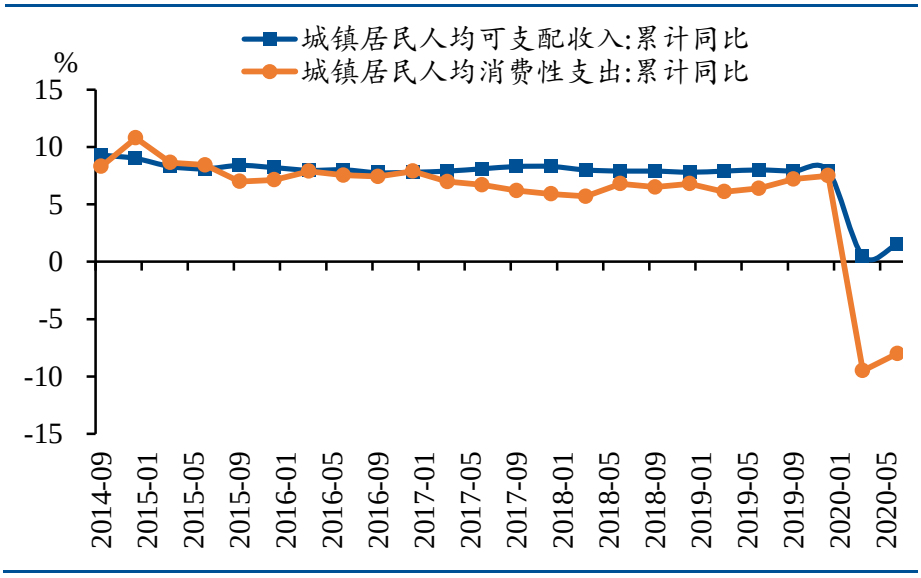
资料来源：Wind，民生证券研究院

三、失业率仍处高位，收入不对称加剧

产能和工时修复后不能忽视失业率仍处高位。6 月全国城镇调查失业率是 5.7%，比上月降低了 0.2 个百分点，但是仍显著高于去年同期（5.1%）。上半年，全国城镇新增就业人员 564 万人，完成全年目标任务的 62.7%。从新增就业人数和调查失业率指标来看，两会政府工作报告的就业目标（失业率 6%、新增就业 900 万人）似乎并不困难。需要注意的是，二季度产能快速修复和工时接近正常水平，表明前期生产快速修复带动了不少用工需求，可能是失业率连续下滑的主要因素。但是，如果生产已经趋于正常，失业率继续下行可能会缺乏动力。至少，用工需求会有一定程度地下降。

中高收入者拉动收入回升，居民消费支出与收入增速之间的差值仍较大。二季度居民可支配收入累计同比 1.5%，中位数累计同比 0.4%，分别较一季度回升 1 和 0.4 个百分点，表明中高收入者的收入恢复速度比低收入者更快。由于疫情和经济仍存较大不确定性，居民消费支出仍处于显著负增长（-8%），与收入的差值较一季度收窄 0.5 个百分点。

图 5：虽然支出与收入差值收窄，但居民消费支出仍处低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

插图目录

图 1：三大产业同比增速均转正.....3
图 2：贸易助推高技术产业，工业增加值继续回升.....4
图 3：汽车零售回落拖累社零反弹力度.....5
图 4：基建和房地产拉动固投回升，民间投资相对较弱.....5
图 5：虽然支出与收入差值收窄，但居民消费支出仍处低位.....6

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。