3.2%的经济增长靠什么？

2020 年 07 月 16 日

事件

- 国家统计局公布 6 月经济数据，二季度实际 GDP 同比增长 3.2%，前值-6.8%；工业增加值同比 4.8%，前值 4.4%；固定资产投资累计同比-3.1%，前值-6.3%；社会消费品零售名义增速-1.8%，前值-2.8%。

观点

- **如何理解二季度 3.2%的不变价 GDP 增速？**二季度不变价 GDP 同比转正且实现 3.2%的增长，略高于市场预期。二产 4.7%和三产 1.9%的当季增速相较规上工业增加值和服务业生产指数来看都偏高，这是 GDP 增速比市场预期更好的原因。需求端，二季度正值海外国家在疫情下的严格封锁，以及我国在走出疫情后生产相对需求的快速修复，因此在货物贸易顺差飙升的同时，服务贸易逆差显著收窄，我们估算二季度净出口对实际的 GDP 同比的拉动应该在 1-1.5 个百分点之间，这种对经济增长的巨大拉动应该是近年来未曾有过的。

- **如何理解基建和地产的韧性衰减？**6 月份是自 3 月份疫后经济修复以来，首次出现“逆转”，基建和地产销售当月增速出现边际回落，而其他各项回升动能也继续衰减。但探究根本，基建和地产在 6 月份的边际走弱动因大不相同。6 月份大口径基建同比增长 8.3%，相较 5 月份回落了 2.6 个百分点，主要是 6 月以来长江流域洪涝灾害导致，虽然短期来看南方强降雨可能还会对 7 月份施工产生影响，但在汛期结束后基建投资在预算内财政和“赶工”的驱动下仍将进一步提速。而地产方面，虽然融资改善仍会驱动地产投资韧性延续，但考虑到前期压抑需求集中释放和疫情对中低收入群体资产负债表的冲击，三四线城市销售还将继续走弱。

- **下半年居民消费的疲软还将持续拖累经济修复。**6 月份城镇调查失业率 5.7%，环比继续回落，虽然还需关注 7 月份毕业季失业情况，但今年以来失业率始终控制在政府预期的 6%目标以来，失业情况整体比市场预期要好。但居民收入和支出情况并不乐观，一是居民中位数收入表现比平均数要差，这就意味着疫情冲击中低收入群体进而加剧贫富差距；二是居民消费支出降幅远远大于收入降幅，除了疫情封锁下居民被动减少消费外，居民预防性储蓄对消费的疫情不可忽视。

- **下半年经济修复趋于平坦化。**二季度 3.2%的实际经济增速超出市场预期，尤其是在海外市场尚处疫情泥潭的情况下，中国经济修复的相对优势更加明显，再考虑到疫情的长期性和外部环境的高度不确定性，这也就意味着下半年政策刺激将更加克制；叠加后疫情时期居民消费的持续疲软，前期压抑需求的集中释放后趋于回落，预计三四季度经济增长的修复趋于平坦化，实际 GDP 增速介于 4%-5%左右。

- **风险提示：**政策调整超预期、国内外疫情反复

证券分析师　陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师　王丹
执业证号：S0600520050003
010-66573671
wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

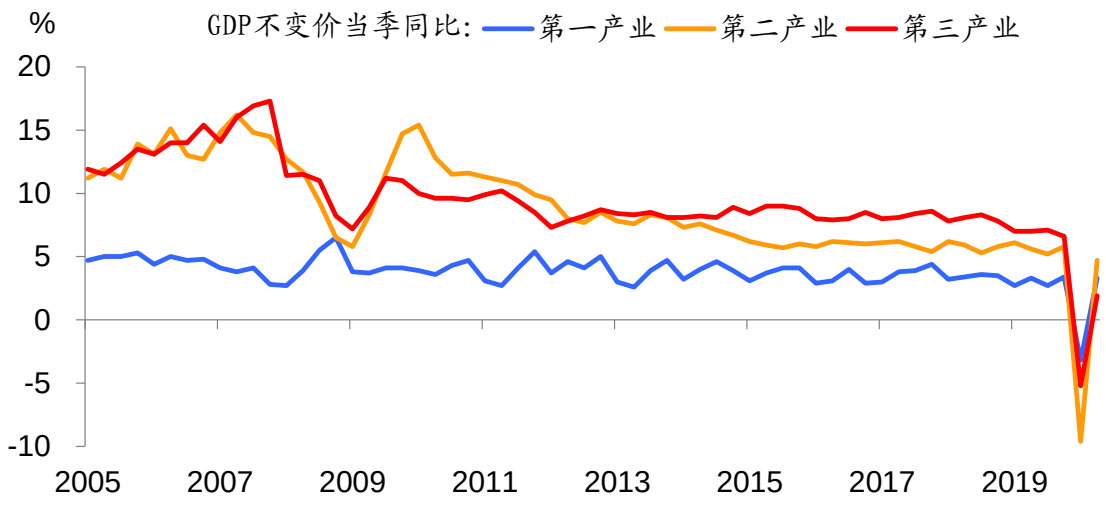
1、《宏观点评 20200710：收敛中的信贷和社融扩张》2020-07-10
2、《宏观专题报告 20200709：南方汛情对通胀影响大吗？》2020-07-09
3、《宏观点评 20200708：特朗普退选：下半年的黑天鹅？》2020-07-08
4、《内需修复和 CPI 下行进入平台期》2020-07-05
5、《宏观点评 20200702：美国就业数据仍处于持续改善中》2020-07-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 如何理解 3.2%的经济增长？

二季度生产端恢复程度：一产>二产>三产。二季度实际 GDP 同比增长转正且增速回升至 3.2%，略超市场预期。生产法核算来看（图 1），一产当季同比增速回升至 3.3%，已经恢复到了疫情前的增长水平；二产同比增长 4.7%，比月度可观察规上工业增加值表现更好（4-6 月份规上工业增加值同比分别增长 3.9%、4.4%、4.8%）。三产同比增长 1.9%，相较于月度服务业生产指数偏高（4-6 月份服务业生产指数同比分别增长-4.5%、1%、2.3%）。三产中，信息服务和金融服务在二季度进一步提速，累计同比分别增长 14.5%和 6.6%，相较一季度进一步加快 1.3 和 0.6 个百分点。

图 1：二季度生产端恢复程度：一产>二产>三产

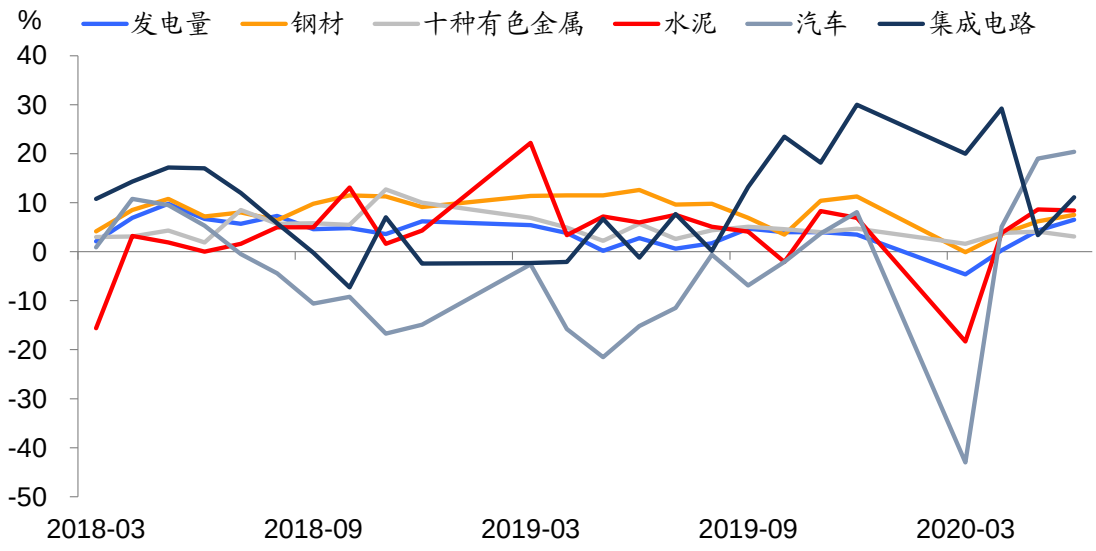


数据来源：Wind，东吴研究所

工业生产的修复趋于平坦化。整体来看，工业生产的修复在二季度后期开始趋于平坦化，从 4 月份的 3.9%到 6 月份的 4.8%。结构来看，一是汽车生产强劲，5、6 月份工业生产同比增长 19%和 20.4%，创下 2016 年以来的新高，一方面前期压抑需求的释放，另一方面，疫情后期个人和家庭出行对公共出行的替代需求驱动；二是政策驱动投资需求的回升，6 月份钢铁、有色、水泥产量同比分别增长 7.5%、3.1%和 8.4%；三是居家办公和外需韧性驱动的电子设备制造业高景气度，6 月计算机、通信和电子设备制造业同比增长 12.6%。而受制于消费的整体疲软，农副食品加工、食品制造、纺织服装、家具等生产则表现低迷。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

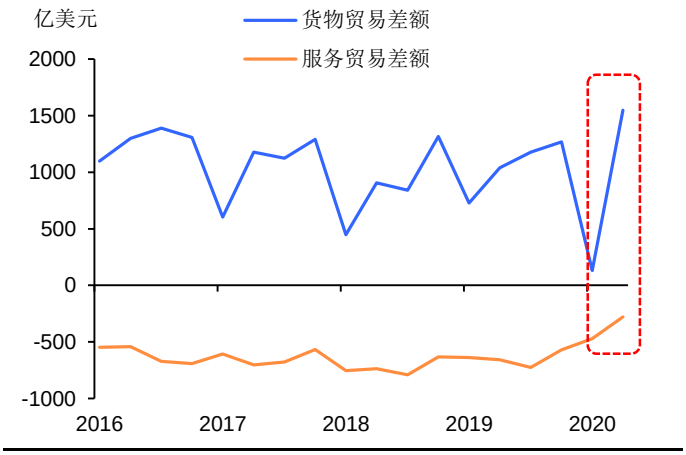
图 2：主要工业品产量当月同比增速



数据来源：Wind，东吴研究所

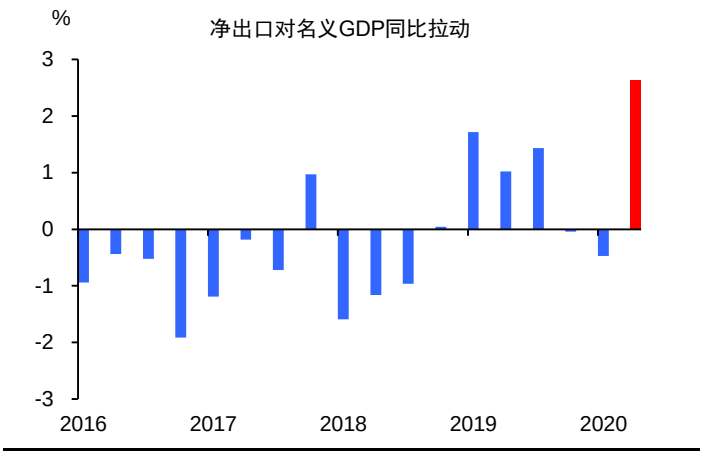
从需求端来看，净出口很可能取代消费和投资，成为二季度 GDP 增长的最主要支撑。二季度正值海外国家在疫情下的严格封锁，以及我国在走出疫情后生产相对需求的快速修复，因此在货物贸易顺差飙升的同时，服务贸易逆差显著收窄（图 3），这就使得整体的净出口对 GDP 增长的拉动凸显，我们估算二季度净出口对名义 GDP 同比的拉动在 2.5 百分点左右（图 4），对实际的 GDP 同比的拉动应该在 1-1.5 个百分点之间，这种对经济增长的巨大拉动应该是近年来未曾有过的。

图 3：二季度货物贸易顺差飙升、服务贸易逆差收窄



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：二季度净出口对名义 GDP 拉动创近年来新高

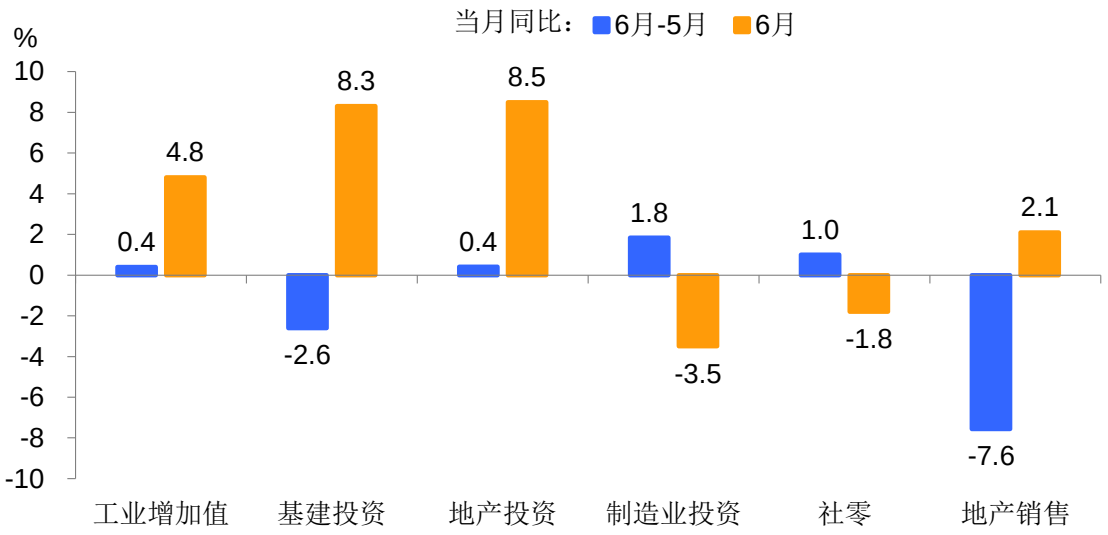


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 如何理解基建和地产的韧性衰减？

3 月以来的经济修复首次出现逆转。3 月份推进复产复工以来，经济各分项均呈现逐月改善的态势，而 6 月份首度出现逆转，基建和地产销售当月增速出现边际回落，而其他各项回升动能也继续衰减（图 5）。

图 5：6 月份经济各分项同比改善动能减弱或同比回落

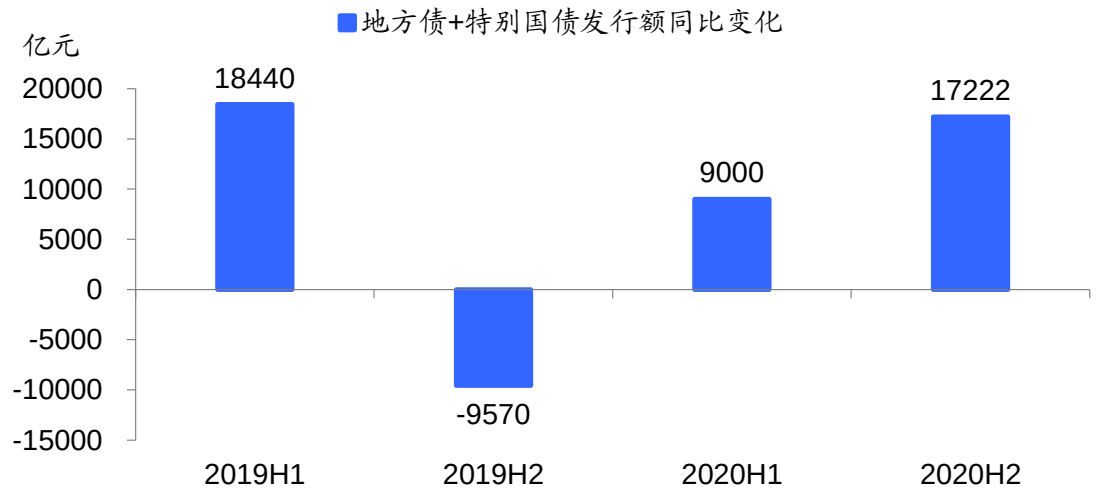


数据来源：Wind，东吴研究所

基建“赶工”遭遇汛情而阶段性减速。6 月份大口径和小口径基建单月同比分别为 8.3%和 6.8%，相较 5 月份分别回落了 2.6 和 1.5 个百分点，这与 6 月份水泥磨机开工率、产量、价格的走弱一致，主要与今年长江流域洪涝灾害拖累施工进度有关。展望未来，下半年基建投资在预算内财政发力（图 6）的支撑下仍有望保持双位数的增长，且从我们近期总量团队对江苏、武汉地区的城投调研来看，当前投资进度仍然滞后正常年份，“赶工”也将推动汛期后基建提速；但短期来看，未来 10 天四川盆地、黄淮、江淮、长江中下游沿江等地仍将受到强降雨影响（表 1），预计基建赶工进程在 7 月份仍会受到扰动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：下半年预算内财政仍有支撑



数据来源：Wind，东吴研究所

表 1：未来 20 天降雨情况展望

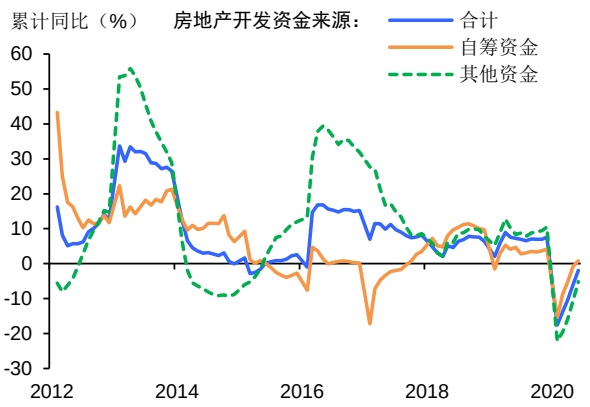
时间		中期天气展望
7/17-7/19	长江中下游沿江至淮河流域多降雨	西南地区东部、黄淮南部、江汉、江淮、江南北部等地将有大到暴雨，部分地区大暴雨
7/20-7/23		华北北部、青海东部、西藏东部等地的部分地区有中雨，局地大雨或暴雨 四川盆地东部、西北地区东南部、江汉西部、黄淮、江淮有大到暴雨、局部大暴雨
7/25 前后		四川盆地、江汉东部、江淮及江南北部还将有明显降水
7/26-8/4	/	东部主雨带位于西南地区东部、西北地区东南部、华北南部、东北地区南部至长江中下游沿江一带

数据来源：中央气象台，东吴证券研究所

地产的韧性回升仍在延续，但三季度将边际放缓。6 月当月地产投资同比达到了 8.5%（前值 8.1%），当月施工面积和新开工面积同比分别飙升 11.4%、8.9%（前值-2.9%、2.5%），反映出融资改善和需求回暖的支撑（图 7）。然而，6 月当月商品房销售面积同比显著回落至 2.1%（前值 9.7%），土地成交价款的同比 4.2%（前值 7.4%）也连续两个月回落。从 7 月以来的高频销售数据来看，除一线城市外，二三线城市的增速均较 6 月显著放缓（图 8），这些都将在一定程度上制约地产进一步回升的空间。

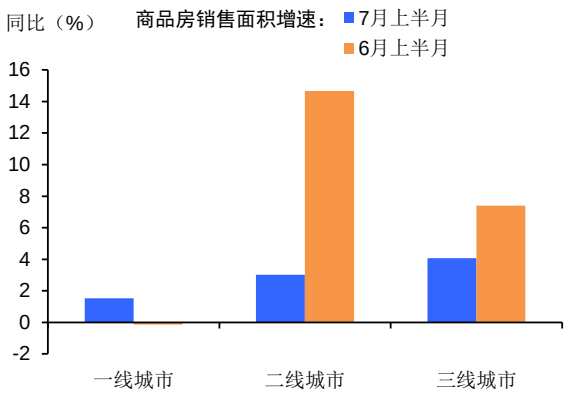
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：6 月房地产开发资金来源继续改善



数据来源：Wind，东吴研究所

图 8：高频数据显示 7 月地产销售增长较 6 月放缓

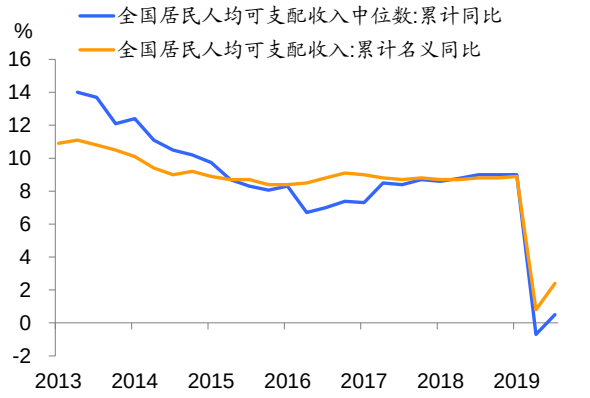


数据来源：Wind，东吴研究所

3. 失业可控但居民消费并不乐观

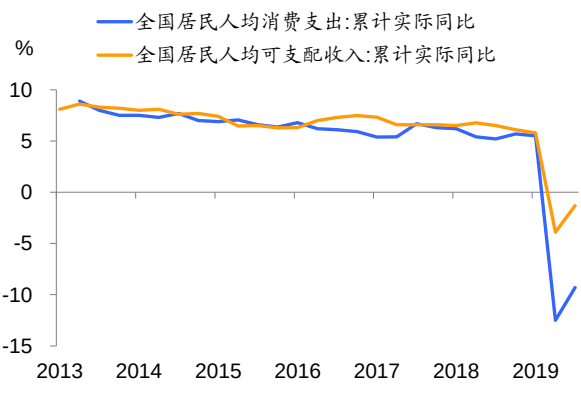
失业可控但居民收入情况并不乐观。6 月份全国城镇调查失业率较 5 月份下 0.2 个百分点至 5.7%；31 个大城镇调查失业率也环比回落 0.1 个百分点至 5.8%。虽然仍需关注 7 月份毕业季失业情况，但整体来看今年以来失业率始终控制在政府预期目标 6%以内。但居民收入和消费情况并不乐观，一是疫情冲击中低收入群体就业和收入，我国居民收入分配差距进一步拉大，上半年居民收入中位数同比 0.5%，大大低于平均收入 2.4%的增速；二是居民消费支出增速同比下降 9.3%，这一降幅与 1.3%的实际收入降幅相比要大得多，二者的背离一方面可能是疫情封锁导致的消费被动减少，另一方面则是居民在疫情冲击下的主动加大预防性储蓄的结果。

图 9：居民收入贫富差距拉大



数据来源：Wind，东吴研究所

图 10：居民储蓄率提升

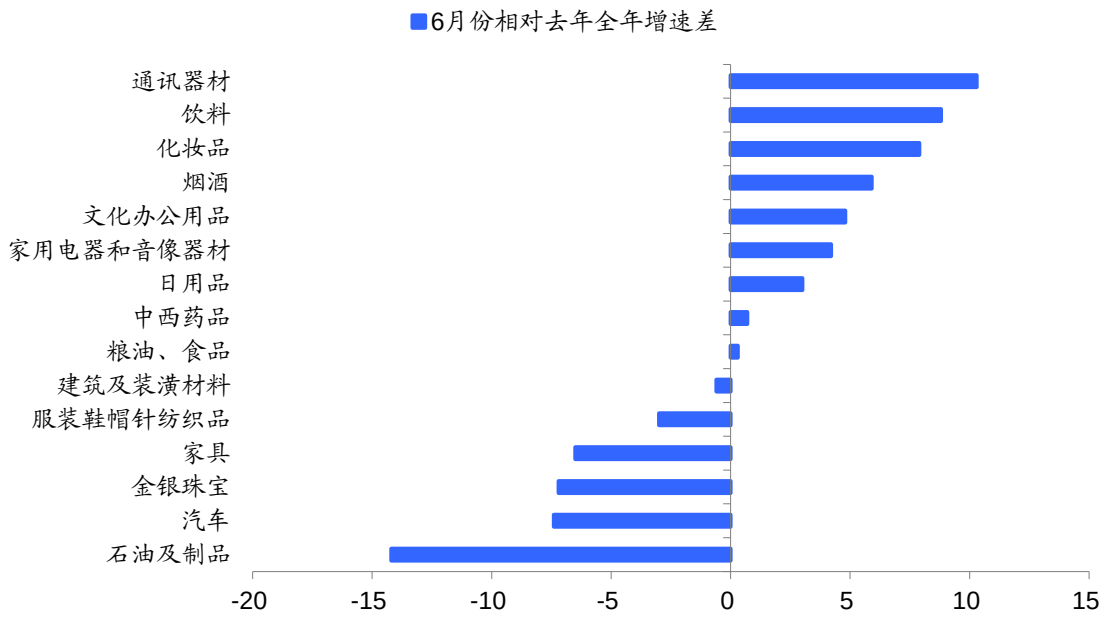


数据来源：Wind，东吴研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6 月份消费继续修复，尤其是在年中电商促销等刺激下，通讯器材、化妆品、日用品、饮料、烟酒、粮食和食品都实现了双位数增长，且相对去年全年增速有明显提升，这些品类受线下消费影响下，基本上可以通过线上消费来实现。汽车零售虽同比下降 8.2%，但考虑到去年同期“国五”清库带来的高基数，单月的下跌对后续汽车消费的指示意义不强，汽车消费在前期压制的需求释放后能否继续保持相对韧性还有待继续观察。

图 11：6 月份各分项相对去年全年累计增速的变化



数据来源：Wind，东吴研究所

4. 风险提示

从工业增加值、服务业生产指数到预测最终 GDP 之间有行业差异等统计因素的影响；海内外疫情演化尚存在较高不确定性，导致国内外政策应对亦有较大的超预期调整风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

