二季度 GDP 增速有多少？

2020 年 06 月 15 日

事件

■ 国家统计局公布 5 月经济数据，工业增加值同比 4.4%，前值 3.9%；固定资产投资累计同比-6.3%，前值-10.3%；社会消费品零售名义增速-2.8%，前值-7.5%。

观点

■ 我们从 6 个问题对 5 月经济数据进行解读：

1、5 月份经济修复的斜率怎么样？

2、经济修复的非均衡性是否有所改善？

3、二季度 GDP 增速有多少？

4、基建的高增能持续吗？

5、5 月地产销售和投资继续走强，这种强修复还能持续多久？

6、消费修复可能持续低于预期？

■ **风险提示：**政策调整超预期、海内外疫情反复

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

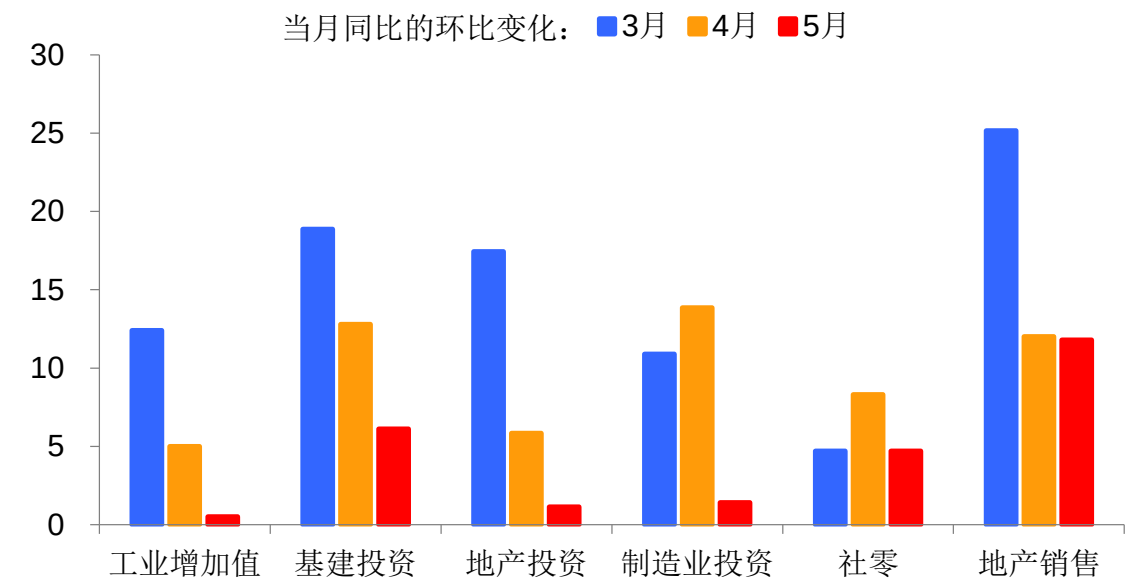
1、《宏观点评 20200610：高增之下存隐忧》2020-06-11
2、《宏观点评 20200610：PPI 触底之后怎么看？》2020-06-10
3、《宏观点评 20200607：如何看待当前出口的韧性与前景？》2020-06-07
4、《从就业数据看美国经济反弹的上行风险》2020-06-05
5、《中国出口前景展望：兼论 5 月出口能否延续强劲？》2020-06-04

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 5月份经济修复的斜率怎么样？

3月以来的经济修复继续放缓，无论是需求端的基建、地产、制造业投资、消费，还是工业生产，5月份当月同比相较4月份的回升幅度都出现了放缓，其中代表经济内生动能的制造业投资和工业生产的环比改善程度明显偏弱，5月制造业投资当月同比下降5.3%,降幅仅较4月收窄1.4个百分点;5月工业生产较4月回升0.5个百分点至4.4%（图1）。

图1：5月份经济修复斜率全面放缓



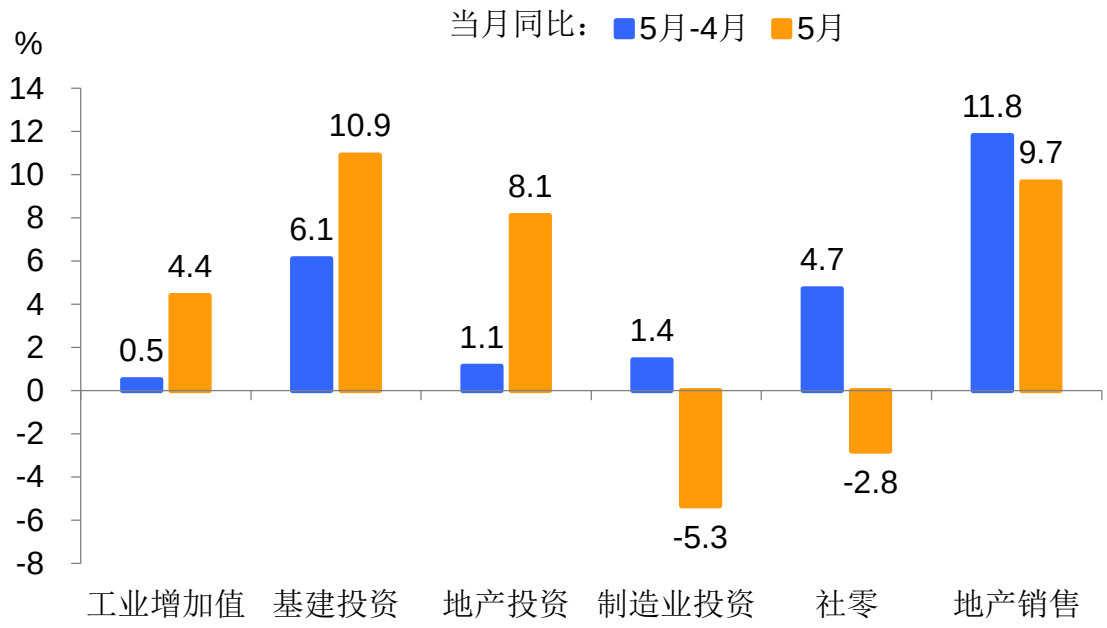
数据来源：Wind，东吴研究所

2. 经济修复的非均衡性是否有所改善？

3月以来以基建和地产链条拉动的经济修复结构性特征明显，且这一特征在经济修复后期表现得更加明显。从当月同比来看，各经济分项单月同比分别为（图2）：基建投资（10.9%）、地产销售（9.7%）、地产投资（8.1%）、工业增加值（4.4%）、社零（-2.8%）、制造业投资（-5.3%）。综合来看，以基建、地产链条驱动的经济修复特征在5月份更加明显。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：5 月份各经济分项的分化更加明显



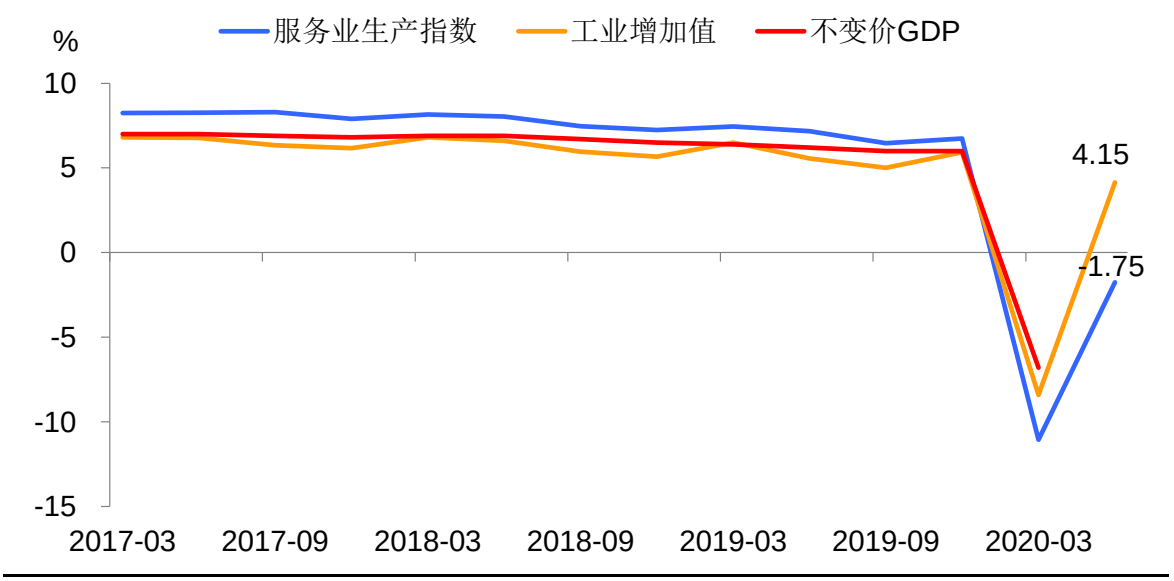
数据来源：Wind，东吴研究所

3. 二季度 GDP 增速有多少？

5 月份规上工业增加值同比增长 4.4%，环比较 4 月回升了 0.5 个百分点；三产方面，服务业指数同比增长 1%，较 4 月份的-4.5%回升了 5.5 个百分点，这与我们在此前 5 月经济前瞻中提示的表现一致，即 5 月份服务业的修复要明显快于工业。因为我国 GDP 采用生产法核算，历史上来看，不变价 GDP 同比总是介于工业增加值增速和服务业生产指数同比（工业和服务业均对月度数据进行简单算术平均）之间（图 3）。基于对 6 月份工业生产和服务业的不同情景假设，我们可以得出 GDP 增速的预测区间（表 1）。从表 1 可以得出对二季度经济增长的几大判断：（1）二季度 GDP 同比转正基本可以确定；（2）但经济实现 4%以上增长的概率也较低，且 6 月电力耗煤等高频数据回落显示工业生产难以继续大幅改善；（3）二季度经济的主要支撑来自基建为主的施工链条（黑色、有色、设备制造）、出口链条（计算机、通用和专用设备）、疫情下的国内信息服务需求（5 月信息技术服务业同比 12.9%）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：不变价 GDP 总是位于工业增加值和服务业生产指数之间



数据来源：Wind，东吴研究所

表 1：基于不同情形下的二季度 GDP 预测

	经济指标	4 月	5 月	6 月	二季度均值	不变价 GDP 同比预测区间
悲观情景	工业	3.9	4.4	3.9	4.1	(-0.8, 4.1)
	服务业	-4.5	1.0	1.0	-0.8	
中性情景	工业	3.9	4.4	4.4	4.2	(-0.2, 4.2)
	服务业	-4.5	1.0	3.0	-0.2	
乐观情景	工业	3.9	4.4	5.0	4.4	(0.5，4.4)
	服务业	-4.5	1.0	5.0	0.5	

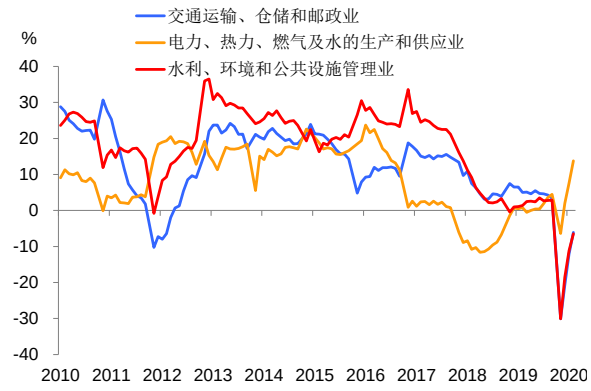
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 基建的高增能持续吗？

5 月大口径和小口径基建单月同比分别回升至 10.9%和 8.3%，大口径基建自 2018 年防范隐性债务风险以来重新回到两位数的增长。结构上，以中央投资占主导的电热燃水行业累计同比增长 13.8%，明显高于交运仓储的-6.1%和公共设施的-6.5%（图 4），这与当前中央加杠杆的积极财政思路一致。在已经实现高增长的基础上，市场更为关心的是当前基建韧性的可持续性。2019 年基建投资非常明显的节奏特征是可持续性不足，下半年基建投资回升持续低于预期，这主要与 2019 年明显前倾的财政节奏有关。但从 2020 年来看，后续特别国债和地方债额度还余 2.98 万亿，同比多增 1.38 万亿，这将高于前 5 个月的 1.24 万亿（图 5），因此从财政节奏来看，基建高增的在下半年仍有支撑。

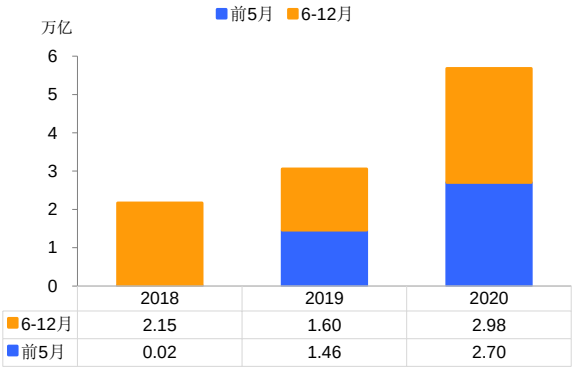
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：5 月电热燃水基础设施投资高增



数据来源：Wind，东吴研究所

图 5：下半年预算内财政发力有空间



	2018	2019	2020
6-12月	2.15	1.60	2.98
前5月	0.02	1.46	2.70

数据来源：Wind，东吴研究所

5. 5 月地产销售和投资继续走强，这种强修复还能持续多久？

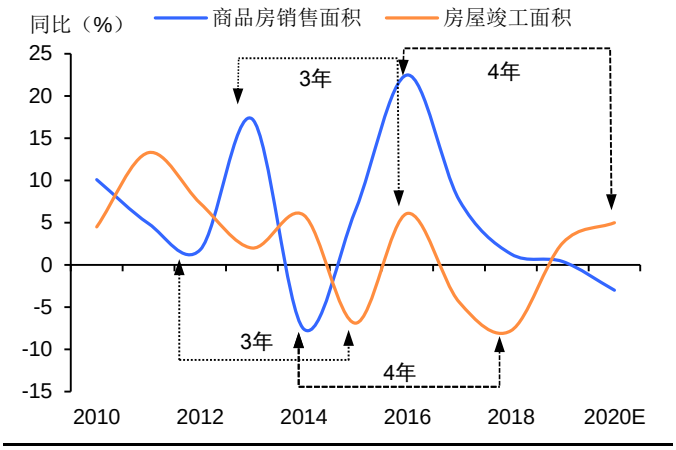
从投资端看，5 月房地产开发投资继续韧性回升，当月同比升至 8.1%（前值 7.0%），5 月新开工面积和竣工面积的当月同比均自疫情以来首次转正，尤其是后者飙升至 6.3%（前值-8.8%），反映出随着融资环境的持续改善，此前因疫情导致的工期延迟已完全恢复，考虑到地产上前两年因加大预售堆积的项目需要在今年完工，因此竣工有望下半年的继续回升，从而对地产投资形成支撑（图 6）。

从销售端看，5 月商品房销售额和销售面积均异常强劲，当月同比分别回升至 9.7%和 14%（前值-2.1%和-5%）。这种强劲回升其主要受一二线城市需求回暖的带动：从新盘的首日签约率来看，5 月二线城市已经回到了疫情爆发前水平，而一些一线城市（如上海）甚至比疫情前水平高出 30%；三四线城市的需求虽然在隔离放松下有所修复，但总体依然偏弱。6 月以来 30 地产销售的高频数据也印证了这一点，尤其是三线城市的需求再度走弱（图 7）。我们预计此轮房地产销售的强劲反弹将在 6 月之后告一段落。

三四线城市需求的疲软和库存的高企，仍将对未来房地产新开工的回升空间，因此从边际上来看，下半年房地产投资的回升将有所放缓。

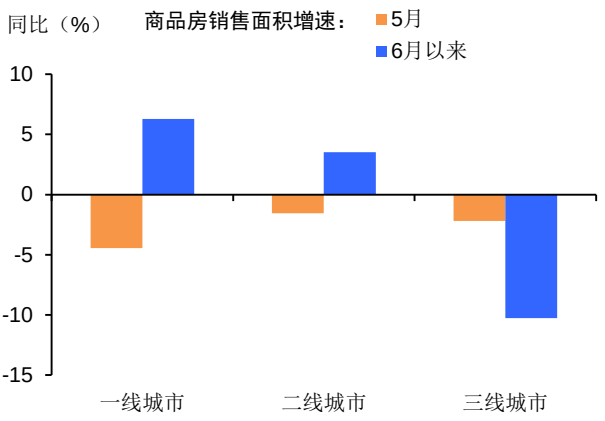
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：竣工的持续修复将对下半年地产投资形成支撑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：6 月以来一二线城市地产销售较三线城市明显分化



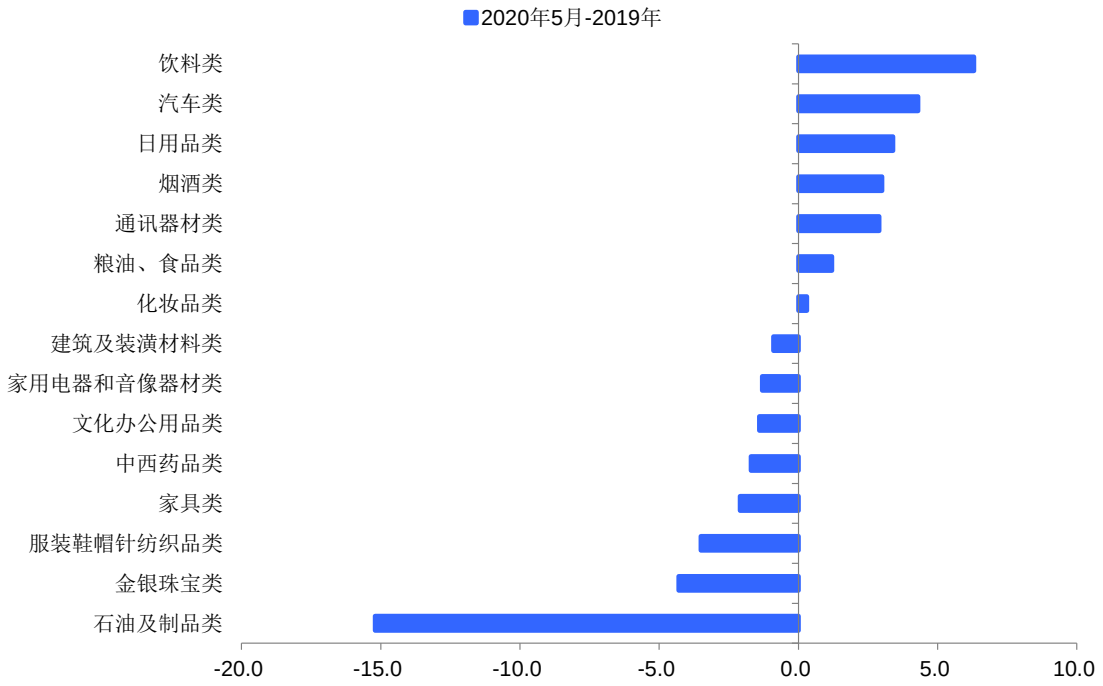
数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 消费修复可能持续低于预期？

5 月社零名义和实际同比分别下降 2.8%和 3.7%，名义增速与我们此前预测的-3%相接近，但比市场预期偏低。并且，相较于投资和出口的韧性而言，消费就显得更为疲弱。结构拆分来看，商品零售同比下降 0.8%，餐饮收入尽管在 5 月份回升明显，同比降幅较 4 月份回升 12.2 个百分点至-18.9%，仍然是一个接近 20%的降幅。展望后市，消费的修复可能持续低于市场预期，一方面与疫情存在和疫情防控对居民消费行为影响的常态化有关，居民的自发性防疫行为对消费的拖累可能持续相当长一段时间；二是疫情对居民资产负债表的冲击并未得到有效的政策对冲，5 月社零中恢复明显的品类仍然以必选消费为主，例如饮料、日用品、粮油食品类较去年全年增速分别提高了 6.3、3.4 和 1.2 个百分点（图 8）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：社零中各品类 5 月当月同比相较于 2019 年全年累计增速的变化



数据来源：Wind，东吴研究所

7. 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

