

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

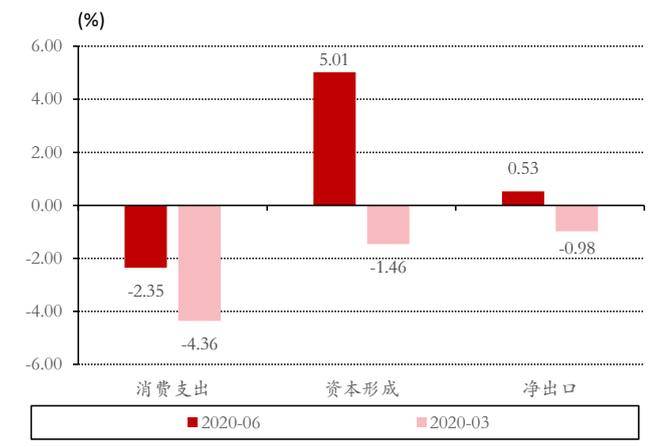
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

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，第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。

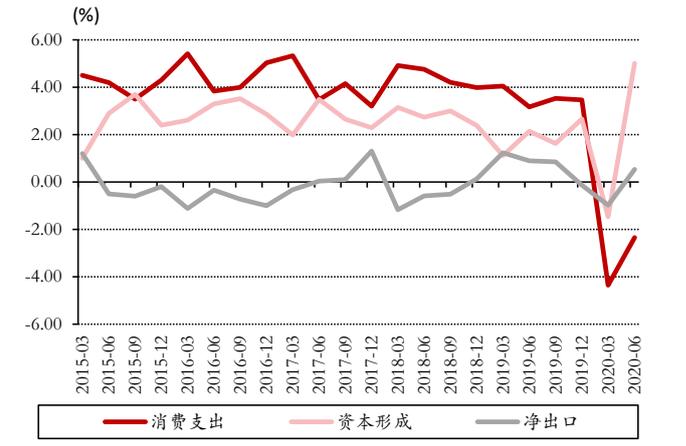
三驾马车的结构受冲击。2015 年以来我国 GDP 中三驾马车的结构持续调整，从三驾马车对 GDP 增速的拉动来看，净出口的贡献以波动为主，2015 年以来对季度 GDP 的贡献在-1.17 到 1.31 之间，趋势性变化的是资本形成的拉动明显下降以及消费支出的贡献持续处于较高水平，前者的拉动从 3 个百分点持续回落至 2 个百分点附近波动，后者的拉动稳定在 4 个百分点左右。但 2020 年一季度受到新冠疫情冲击影响，消费支出大幅负增长，为对冲经济回落的影响，实现“六稳”“六保”，积极的财政政策和宽松的货币环境推动资本形成快速上升。因此在冲击之下，产生了异于此前发展趋势的经济结构变化。

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



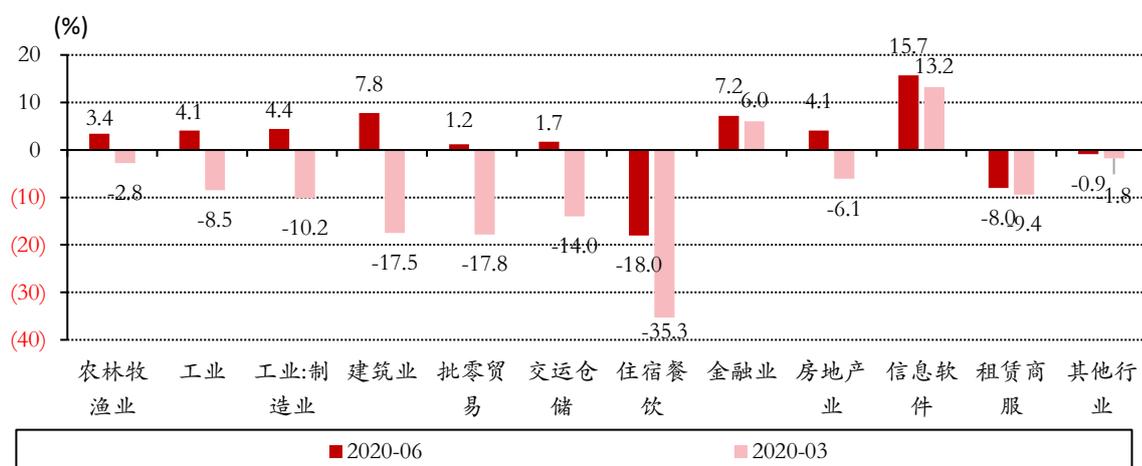
资料来源：万得，中银证券

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 增速转行的行业较多，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

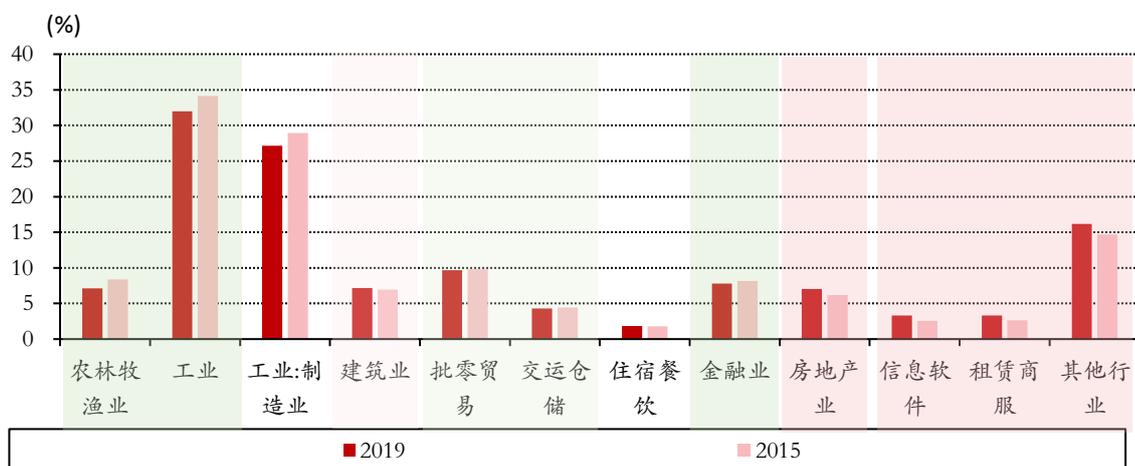


资料来源: 万得, 中银证券

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。

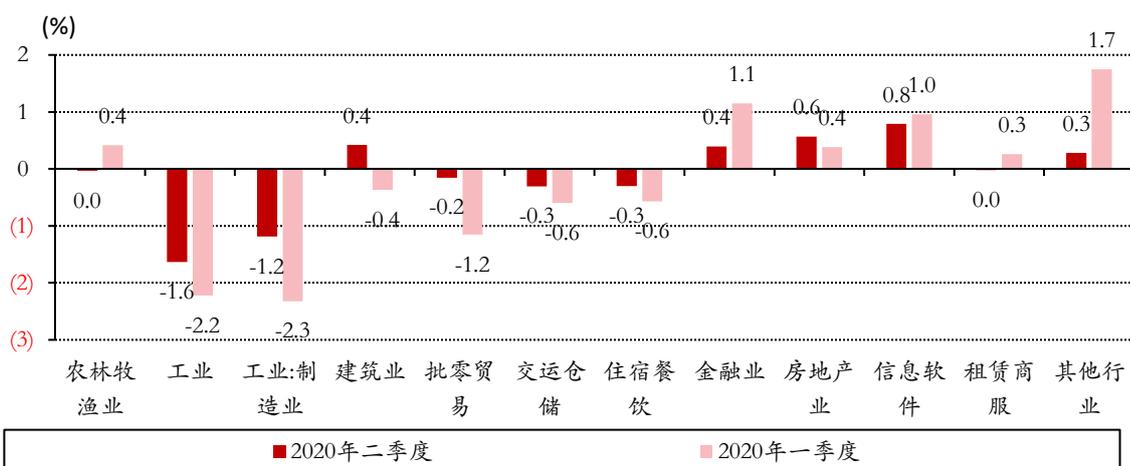
图表 4. 现价 GDP 的产业结构变化趋势



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

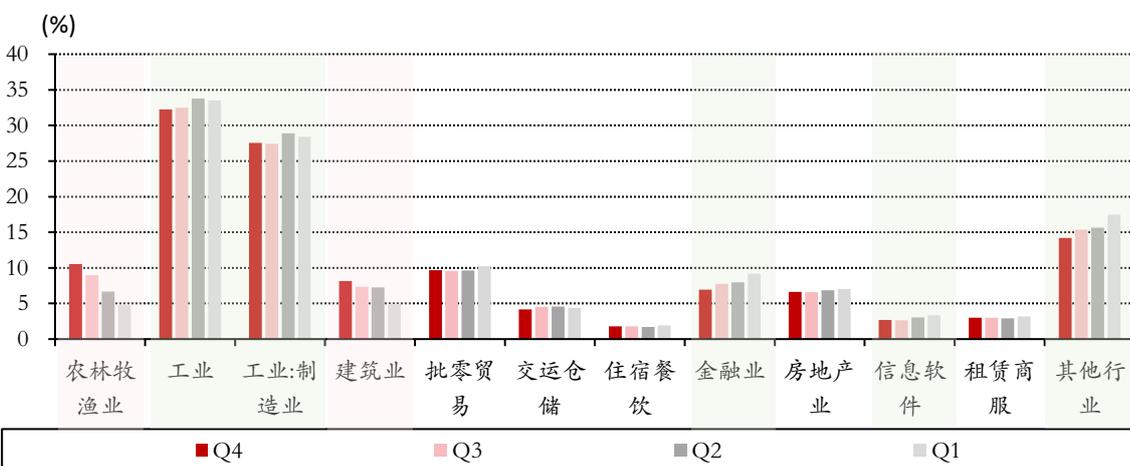


资料来源: 万得, 中银证券

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。

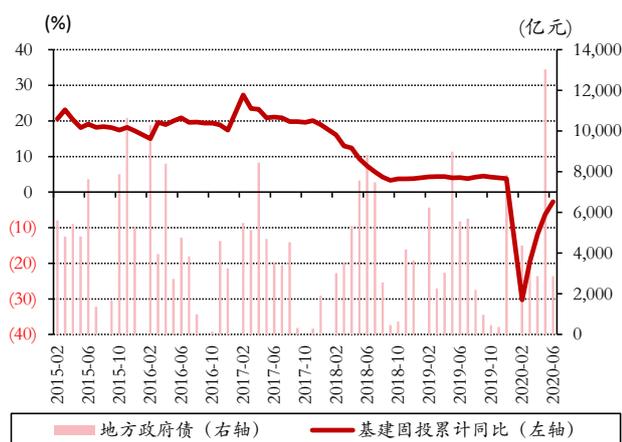
图表 6. 三四季度现价 GDP 产业结构变化趋势



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

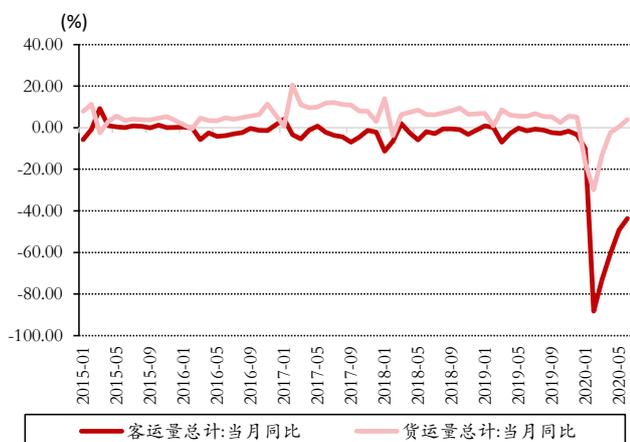
图表 8. PPP 新增投资项目显著上升



资料来源：万得，中银证券

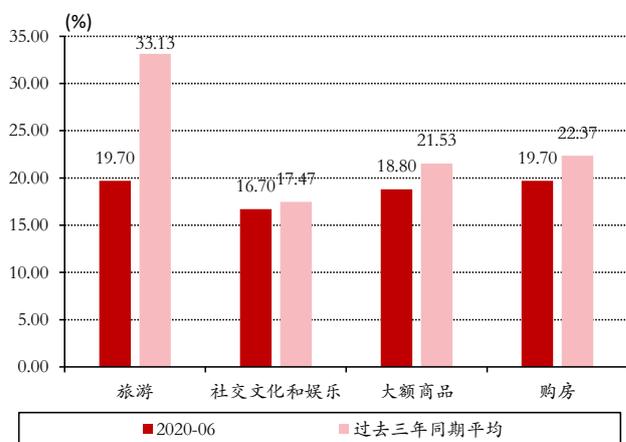
消费相关行业预计恢复缓慢。上半年居民人均收入增长 2.4%，人均消费增长-5.92%，受到收入增速恢复缓慢的拖累，居民消费增速仍未回正。从央行二季度城镇储户调查问卷来看，三季度居民消费意愿明显下降，其中下降幅度最大的是旅游，在收入增速下行和新冠疫情持续影响之下，未来三个月的消费意愿较过去三年平均水平下降了 13.43 个百分点。从今年的客运量同比增速可以侧面印证，截至 6 月，货运量当月同比增速已经回正至 3.9%，但客运量同比增长仍在-43.7%的低水平上。预计下半年消费类的住宿餐饮、批零贸易、乃至交通运输行业对 GDP 增速的贡献仍是负的。

图表 9. 客运量同比增速回升缓慢



资料来源：万得，中银证券

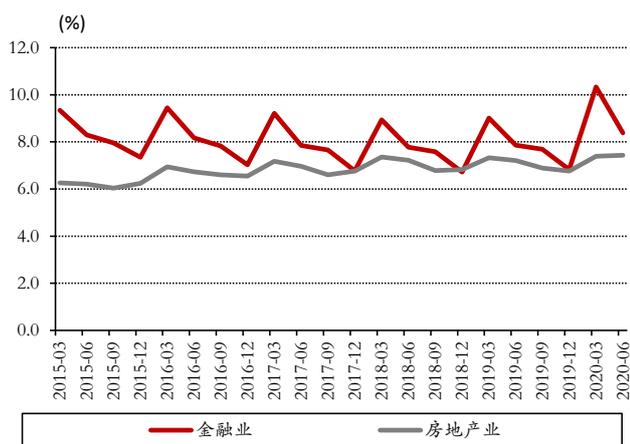
图表 10. 央行二季度调查问卷显示居民消费意愿下降



资料来源：万得，中银证券

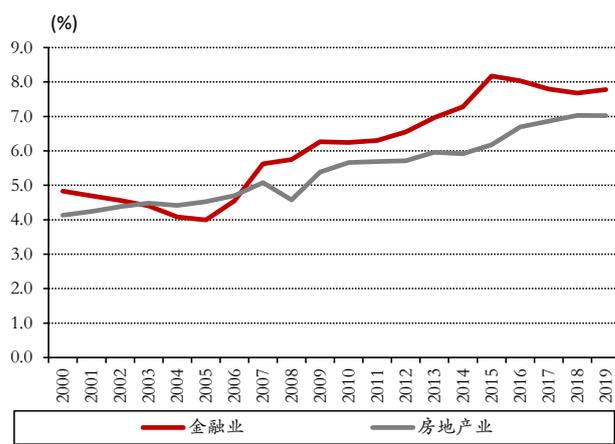
金融和房地产行业存在不确定性。从 2020 年一、二季度金融业和房地产业 GDP 占比上升来看，容易引发政策对防止资金空转和房地产市场泡沫的进一步收紧。从金融行业来看，6 月国务院常务会议已经提出金融系统全年要向企业让利 1.5 万亿元，预计下半年金融业收入增速或有一定反应。房地产行业方面，上半年部分城市房价增速回升，已经导致购房政策再次收紧。考虑到货币政策明显放松，金融体系货币投放的背景下，金融业和房地产业对资本的吸纳效应有前例可循，因此 2020 年下半年我们预计政策将各位警惕金融业和房地产业的强势增长，并且不排除随时可能出台抑制上述行业过快增长的政策。

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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3701



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn