

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。

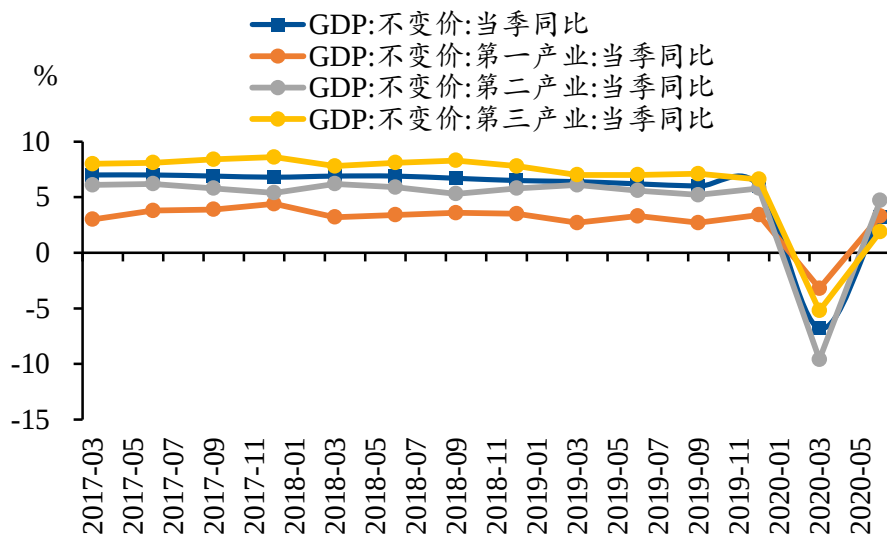
超预期的主要来源是非市场性服务活动。按统计局官方解释，第三产业增加值核算既包括服务业市场性服务活动，也包括非市场性活动；而目前服务业生产指数主要反映市场性活动，不包括非市场性活动。可知，这份超预期是来自非市场性服务活动。疫情之年，非市场性服务活动增长较快是有可能的。

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

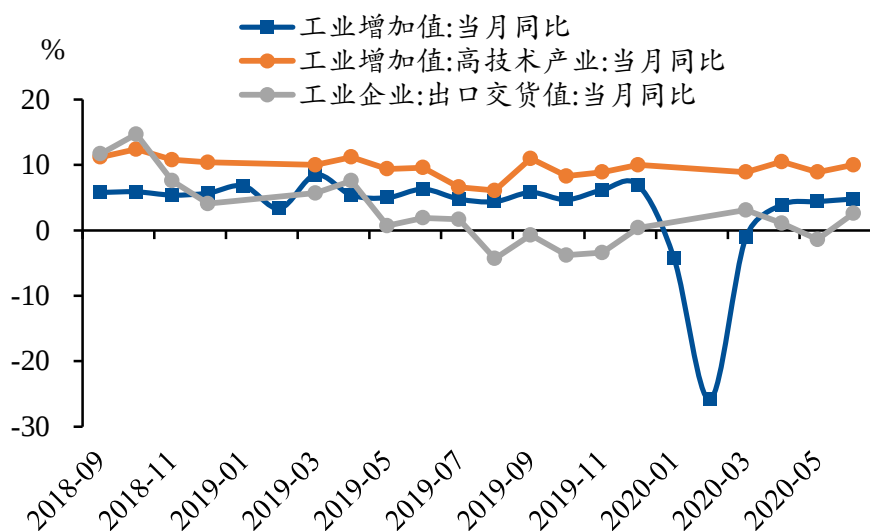


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、生产逐渐回归常态，消费不行投资来凑

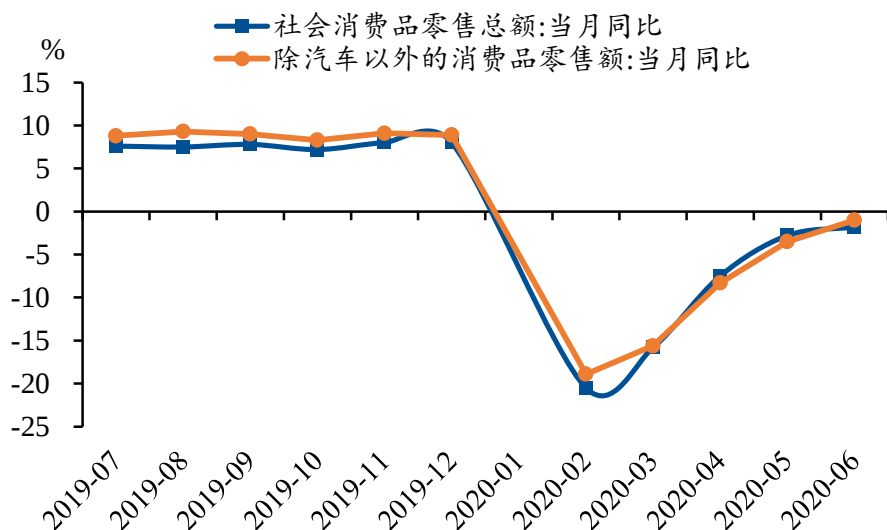
工业生产结构优化,贸易助推高技术制造业。6月规模以上工业增加值同比上升4.8%,较上月(4.4%)涨幅略有收窄,超出市场预期(图2)。其中,下游制造业对6月工业生产超预期的贡献较大:汽车制造业增加值连续三个月回升,6月录得13.4%,是制造业行业中的最大值;高技术产业工业增加值同比回升1.1个百分点至10%,设备制造业和电子计算机均有不俗的表现。高技术产业的优异表现离不开海外“宅经济”、供应链修复和国内消费回升。由于海外疫情防控松散,欧美国家对我国的出口依赖有所加强,导致二季度出口数据屡超预期:高新技术产品出口金额连续三个月正增长,6月机电产品出口额同比再次转正。

图2: 贸易助推高技术产业,工业增加值继续回升



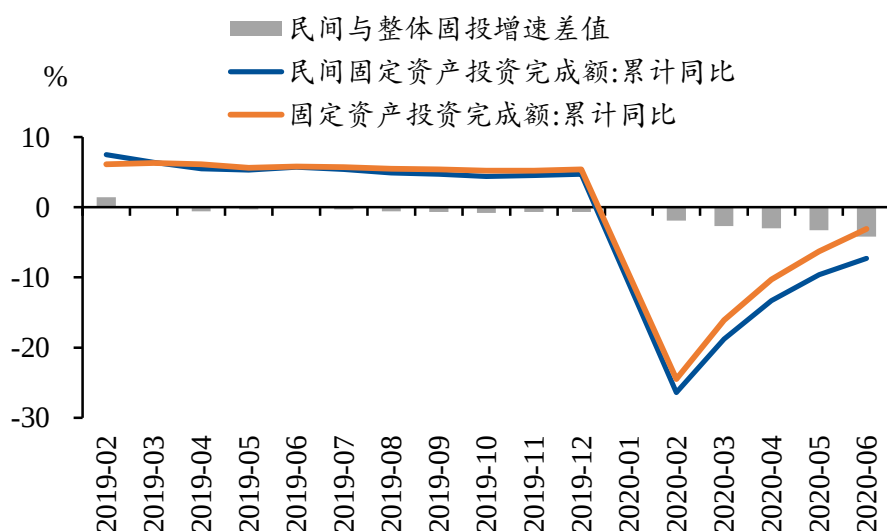
资料来源: Wind, 民生证券研究院

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


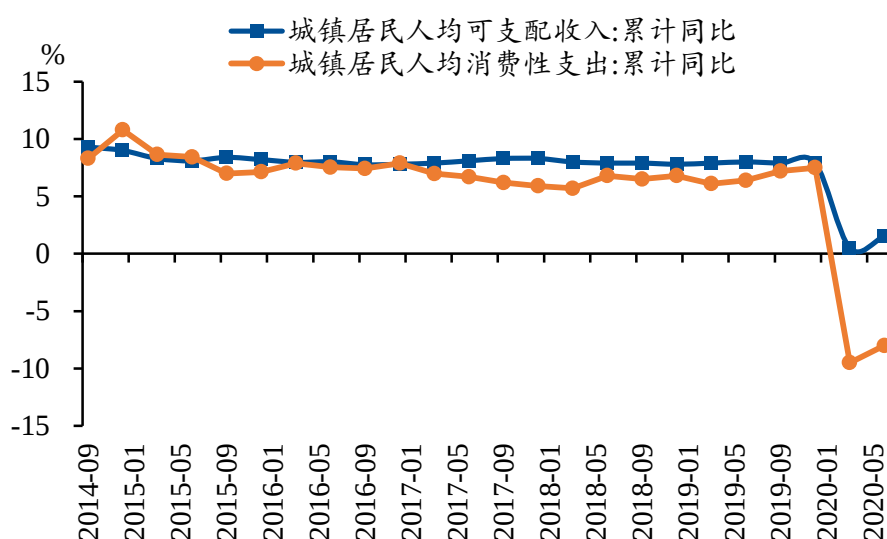
资料来源：Wind，民生证券研究院

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



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_3853

