

## 稳增长“加力”效果显现

### 事件：

7月15日，国家统计局公布数据显示，2季度GDP当季同比0.4%、前值4.8%，6月规模以上工业增加值同比3.9%、前值0.7%。

### 点评：

#### ■ 二季度经济守住正增长底线，工业修复领先服务业、中游制造业表现亮眼

二季度GDP实现小幅正增长，三产业修复相对滞后。二季度GDP同比0.4%，守住正增长底线，三次产业GDP当季同比分别为4.4%、0.9%和-0.4%，后两者较一季度回落显著。分地区来看，前期疫情较为严重的长三角地区、北京、广东，及对旅游业较为依赖的四川、海南、青海等地区，二季度GDP表现较弱。

6月工业生产继续修复，中游制造业表现亮眼。6月，工业增加值同比3.9%、低于市场平均预期的4.5%，较上月回升3.2个百分点。其中，制造业增加值同比3.4%、较上月回升3.3个百分点；主要行业中，前期受疫情影响较大的汽车制造、通用设备、铁路船舶等显著回升，电气机械、计算机通信电子等延续高增。

#### ■ 出口和稳增长为需求主要驱动，地产继续承压、三季度能否企稳有待观察

出口强劲和稳增长发力，为需求主要驱动。尽管疫情扰动一度导致出口明显回落，但5月和6月出口强势反弹，使得二季度出口实现13%增长。同时，稳增长发力推动固定资产投资连续2个月回升、6月达5.8%，其中，基建投资和制造业投资6月分别回升4.1和2.9个百分点至12%和9.9%，前者增长主要来自电力、水利投资的发力加码，后者支撑主要来自出口链和稳增长辐射的相关行业。

地产投资进一步恶化，前期积压需求释放带动销售边际改善，地产能否企稳仍有待观察。6月，房地产投资同比下降9.4%、降幅较上月扩大1.6个百分点，施工、新开工和竣工均进一步下滑、降幅均在40%以上；商品房销售面积同比降幅较上月收窄13.5个百分点至18.3%。不同以往，当前地产面临供给约束增强，同时居民收入和预期尚待修复，导致地产销售和投资尚未出现明确企稳信号。

#### ■ 汽车相关消费带动社零超预期，经济已进入修复通道、弹性仍需跟踪

社零显著超预期，汽车相关消费贡献较大。6月，社零同比3.1%、高于上月的-6.7%和市场平均预期的-0.5%，商品消费和餐饮收入同比分别为3.9%和-4%、均较上月明显回升；其中，汽车和石油制品分别增长13.9%和14.7%、合计占限额以上社零近43%，前者或缘于促消费和疫后供给修复，后者与油价上涨有关。

居民收入明显下滑，结构性就业压力依然突出。二季度，居民人均可支配收入和消费性支出同比分别为2.6%和-2.4%、分别较一季度回落3.7和9.3个百分点，可选和服务类消费相关支出大幅下降。就业压力依然突出，6月城镇调查失业率5.5%、较上月回落0.4个百分点，但16-24岁失业率抬升至19.3%、再创新高。

重申观点：经济已进入修复通道，三季度节奏可能加快、弹性仍需跟踪。资金前置带来投资增长与实际落地或存在“错位”，对需求的支撑或逐步显现；但需求增长可能面临“天花板”、越靠近终端“天花板”可能越低。宏微观环境、政策环境等不同，或使得本轮疫后修复并非过往简单复制（详情参见《疫后“三思”：经济的“天花板”？》、《“稳增长”力度有多大，财政角度“大盘点”》）。

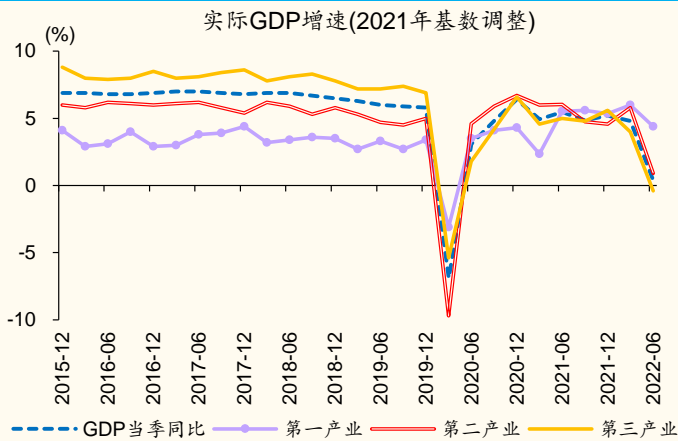
风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

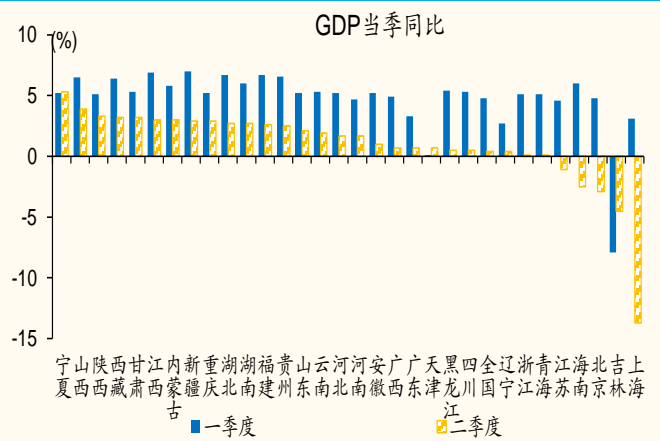
马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 二季度 GDP 小幅正增长



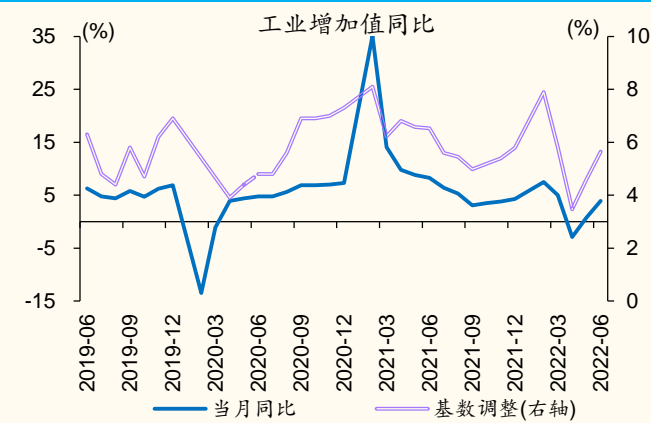
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 疫情影响较大的地区 GDP 表现较弱



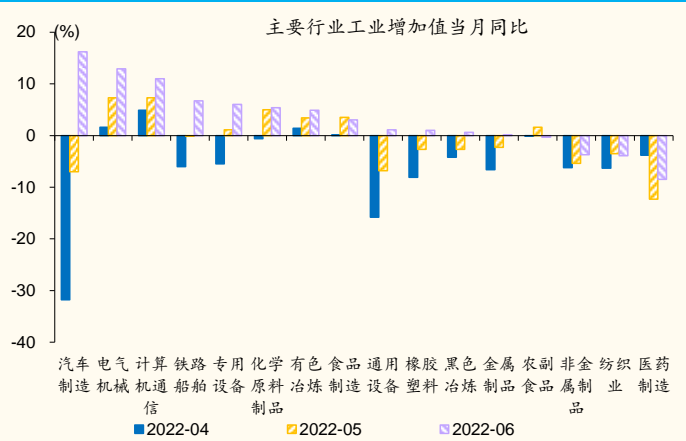
来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

图表 3: 6月, 工业生产继续回升



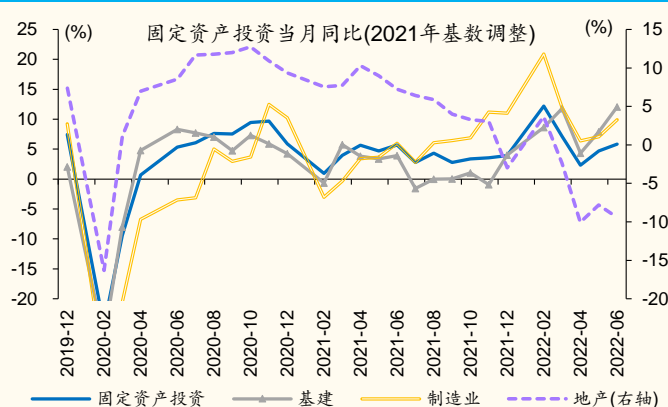
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 6月, 中游制造业工业生产表现亮眼



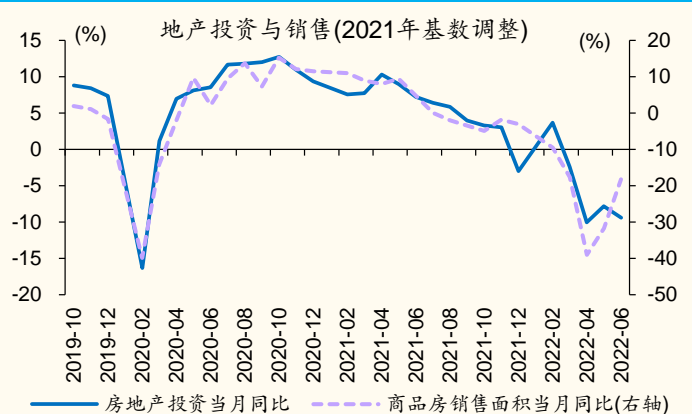
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 基建和制造投资回升, 地产投资回落



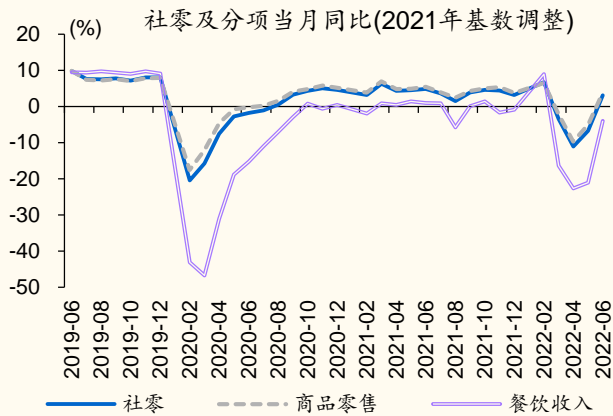
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 地产销售边际改善



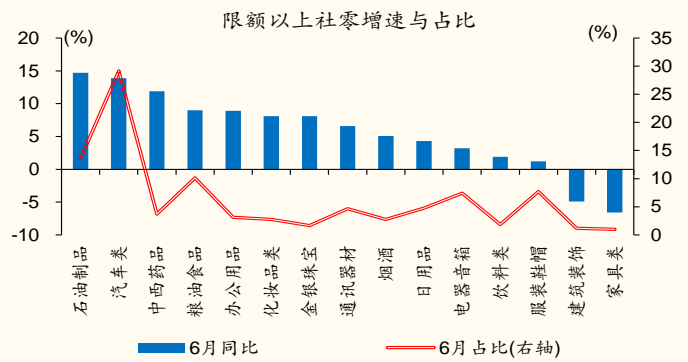
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 6月, 社零显著超预期



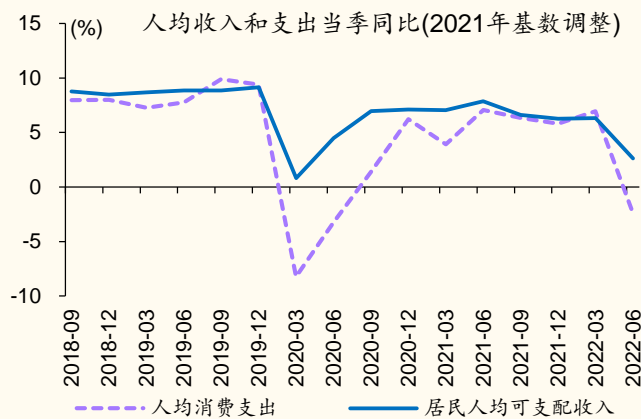
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 汽车相关消费较为强劲



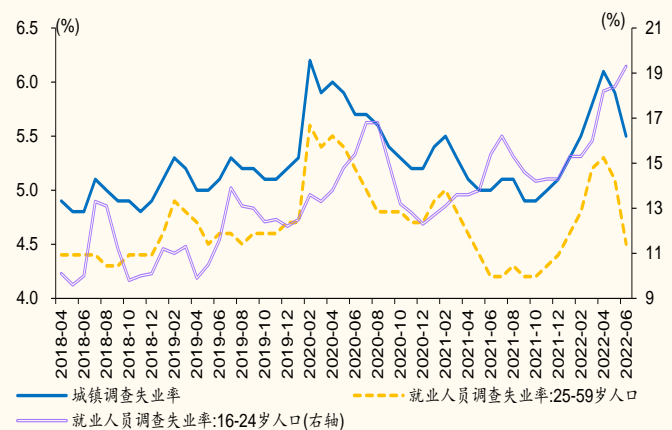
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 居民收入和支出双双回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 年轻人失业率继续抬升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情潜在反复风险, 对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

**特别声明:**

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402