

宏观

证券研究报告

2023年06月20日

实现全年5%仍需努力

我们预测二季度 GDP 两年复合增速为 3.1%-3.3%，对应当季 GDP 同比增速为 5.8%-6.2%，低于 3.8%的两年复合增速达标要求。

虽然二季度 GDP 增速低于全年达标所需最低水平，但上半年经济增速依然高于 5%，预计上半年 GDP 两年复合增速为 3.8%-3.9%，对应同比增速 5.2%-5.4%。当季增速/累计增速是否低于目标，是影响政策力度的重要变量。

站在当前，二季度 GDP 预计增速可能低于实现全年目标所需要的最低平均水平，这就对下半年经济增长提出了更高的要求。在前面二季度 GDP 增速 5.8%-6.2%、两年复合增速 3.1%-3.3%的推算下，要实现全年经济增长目标，下半年经济增速需要达到 4.7%-4.8%，对应两年复合增速为 4%-4.1%。

风险提示：估算结果基于模型，模型存在估算误差；高频数据只有 6 月前两周，数据或存在误差；经济增速低于预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

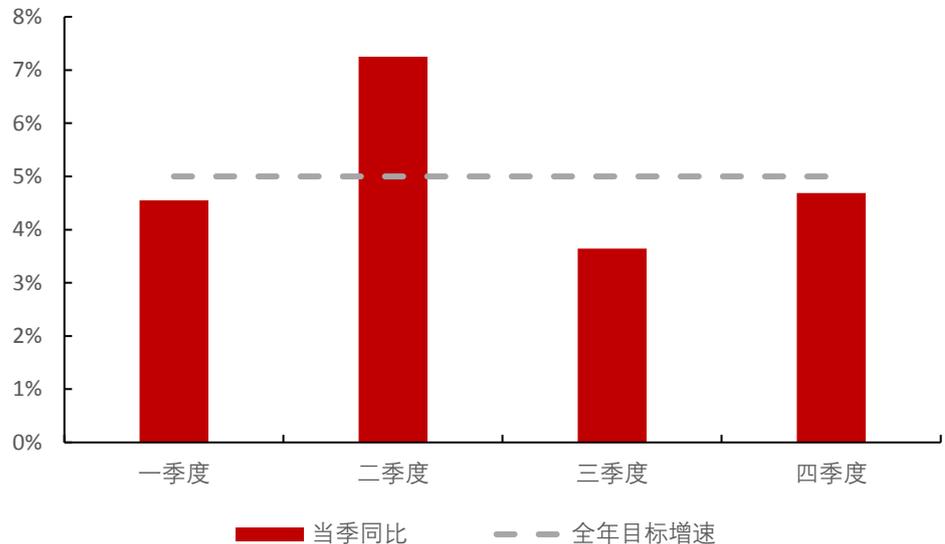
相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第3周》2023-06-18
- 2 《宏观报告：宏观-政策的触发因素是什么？》2023-06-14
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第2周》2023-06-11

一、全年完成 5%，需要的二季度增速是多少？

全年 GDP 经济增速 5%左右对应了两年 GDP 复合增速在 4%左右，在一季度实现了两年复合增速 4.5%的开门红之后，后续三个季度的两年 GDP 复合增速均值应在 3.8%左右，对应 2、3、4 季度的当季同比增速应为 7.3%、3.6%、4.7%左右。

图 1：复合增速假设下，不同季度的 GDP 增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

二、从实际情况看，预测的二季度增速是多少？

但是从实际情况看，二季度经济两年复合增速低于目标。

4、5 月，受终端需求走弱，行业主动去库存等影响，工业增加值的两年复合增速分别为 1.3%和 2.1%，随着补偿性需求逐渐释放，服务业生产指数的两年复合增速也从一季度 4%以上回落至 3.2%和 3%。

6 月随着基数效应减弱，工业生产（高炉开工率、水泥熟料产能利用率、涤纶长丝开工率和半钢胎开工率）和服务业生产（拥堵延时指数、30 大中城市商品房成交面积、乘用车零售、地铁客运量）相关高频数据的同比增速出现回落，由此预计 6 月工业增加值的两年复合增速为 3.5%-4.2%，服务业生产指数的两年复合增速为 3.1%-3.9%。

我们基于 4、5 月统计局数据和 6 月高频数据拟合推算，二季度工业增加值的两年复合增速为 2.3%-2.6%，对应同比增速为 4%-4.5%；服务业生产指数的两年复合增速为 3.1%-3.4%，对应同比增速为 9.9%-10.5%。

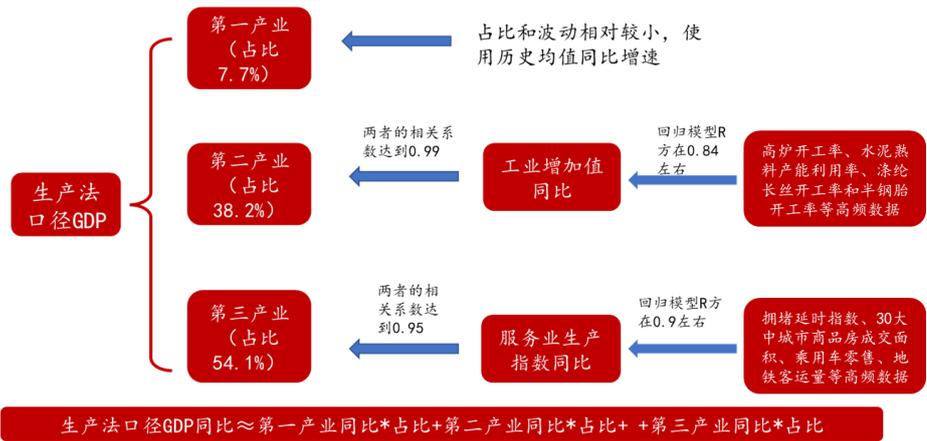
由此预计二季度第二产业和第三产业的两年复合增速为 2.4%-2.6%和 3.4%-3.6%，对应同比增速为 4%-4.2%和 7.4%-7.8%。

进而我们预测二季度 GDP 两年复合增速为 3.1%-3.3%，对应当季 GDP 同比增速为 5.8%-6.2%，低于 3.8%的两年复合增速达标要求。

虽然二季度 GDP 预计增速低于全年达标所需最低水平，但上半年经济增速依然高于 5%，预计上半年 GDP 两年复合增速为 3.8%-3.9%，对应同比增速 5.2%-5.4%。当季增速/累计增速是否低于目标，是影响政策力度的重要变量。

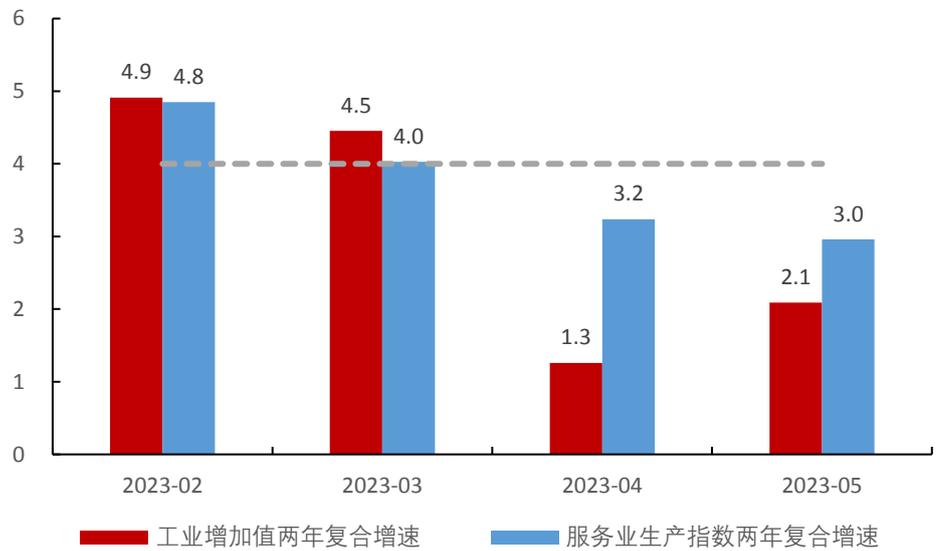
图 2：生产法口径下的 GDP 估算（单位：%）

¹ 为了更好的计算复合增速，这里我们以 2017 年为基期，按照公布的同比增速计算服务业生产定基指数



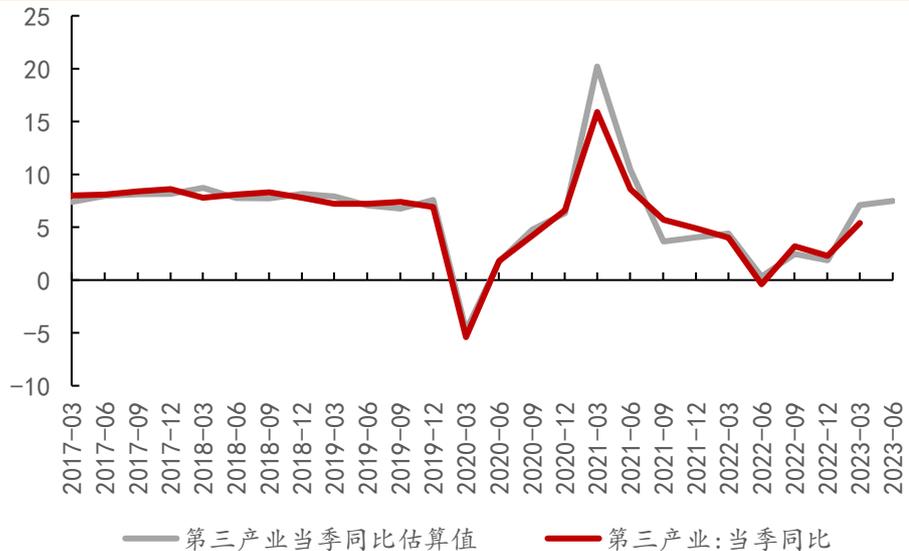
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 服务业生产指数与工增两年同比 (单位: %)



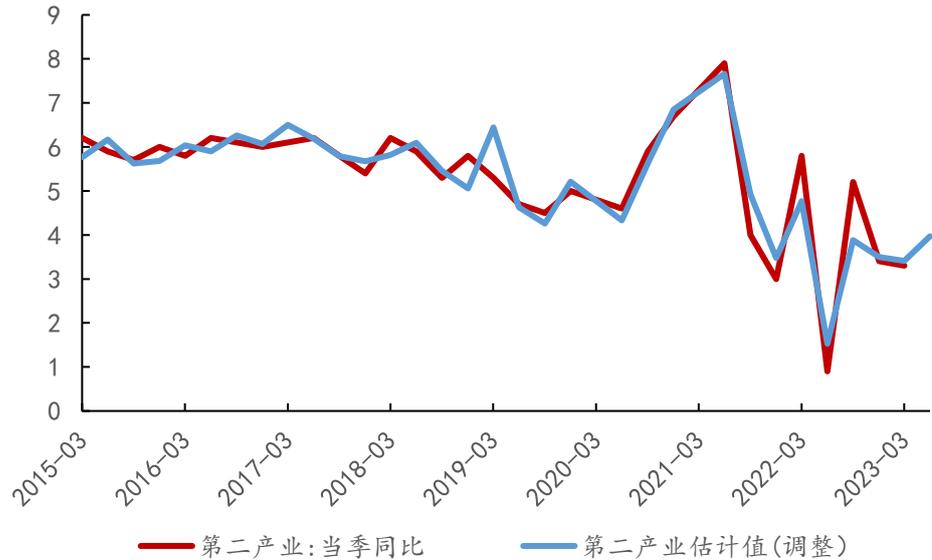
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 使用当季服务业生产指数估算第三产业同比增速 (单位: %)



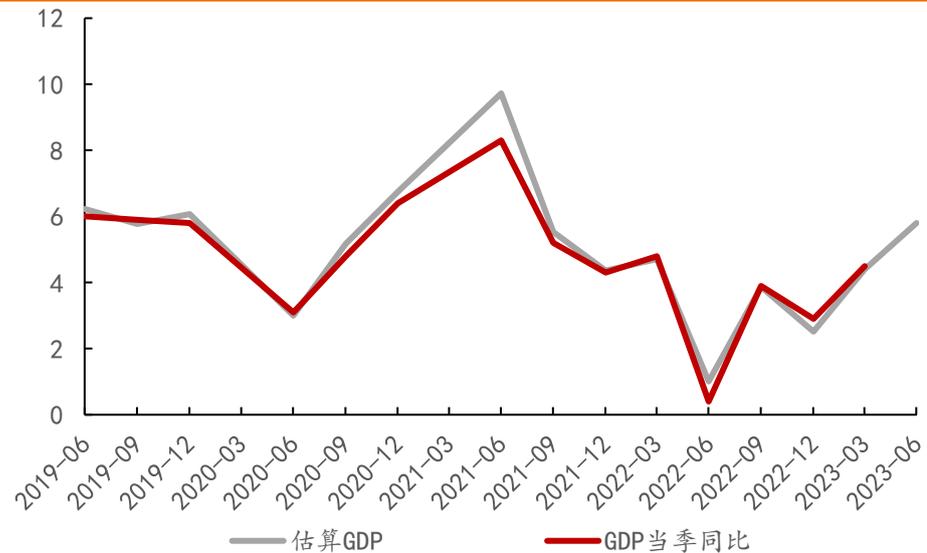
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：使用当季工业增加值估算第二产业同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：季度 GDP 估算（单位：%）



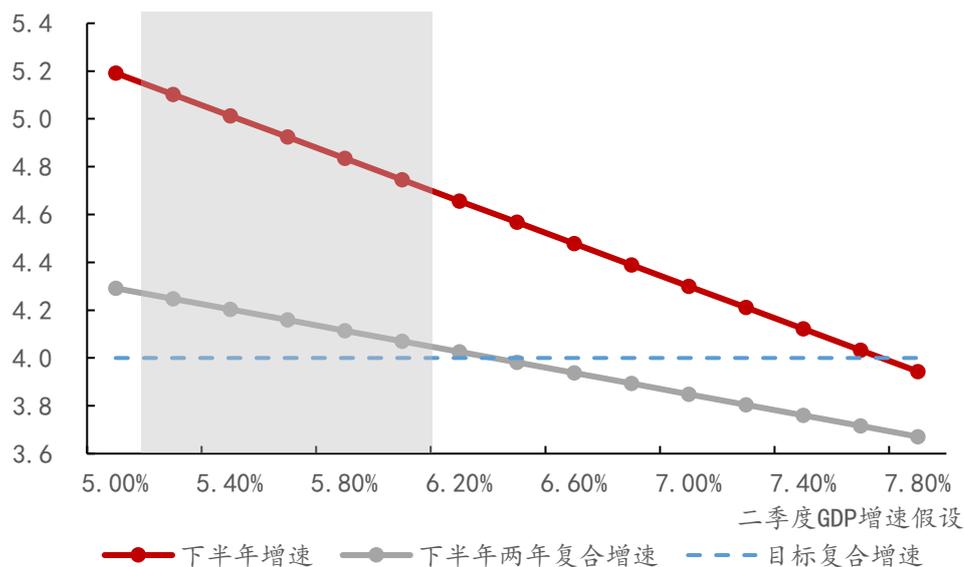
资料来源：wind，天风证券研究所

三、下半年需要多少增长？

我们在《政策的触发因素是什么？》（2023.6.14）中归纳了历次政策调整的触发因素。从历史经验来看，经济增长低于目标是触发政策最核心的因素：如果当季经济增速低于政策目标，往往会出现逆周期政策调控；如果年初以来的累计经济增速低于全年目标，则调控力度往往会加大。

站在当前，二季度 GDP 增速可能低于实现全年目标所需要的最低平均水平，这对下半年经济增长提出了更高的要求。在前面二季度 GDP 增速 5.8%-6.2%、两年复合增速 3.1%-3.3% 的推算下，要实现全年经济增长目标，下半年经济增速需要达到 4.7%-4.8%，对应两年复合增速为 4%-4.1%。

图 7：不同二季度 GDP 增速下，对下半年经济增速的要求（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

正因为此, 在当前工业企业主动去库存、房地产销售回落的阶段, 下半年除了依靠消费和出口的内生增长动能恢复以外, 还需要政策适度发力, 支持全年经济增长目标的实现。在6月13日央行降息、6月16日国常会提及“具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施, 同时加强政策措施的储备, 最大限度发挥政策综合效应”²后, 政策逐渐进入出台落地的窗口期。

² [李强主持召开国务院常务会议 研究推动经济持续回升向好的一批政策措施 审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》 审议通过《私募投资基金监督管理条例（草案）》 讨论《中华人民共和国学位法（草案）》 中国政府网 \(www.gov.cn\)](#)

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com