

# GDP “保五” 和下半年重点

2023年07月17日

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理：陈怡**

执业证号：S0100122120020

电话：13817480407

7月17日，统计局公布6月经济数据。二季度GDP同比6.3%，6月规上工增同比4.4%，固投同比3.3%。

➤ **二季度总量增速偏弱，6月生产趋于平稳，这份数据其实没有太多意料之外。**

二季度GDP环比弱于季节性，弱于往年季节性，同时6.3%的GDP同比较市场之前预期的7%有一定落差。因此有市场观点解读二季度数据弱于预期。

**我们拆解二季度分项板块，背后的经济故事主线早就被之前的高频数据充分展示，可以说二季度经济数据没有太多意料之外。**

**第一，拖累二季度经济的是地产。**

5月下旬以来住房销售面积同比转负，销售数据转弱给二季度国内需求动能带来压力，对此我们无法忽视。相较而言，竣工维持近20%同比增速，支撑地产后周期消费，这也能解释地产链分项社零表现并未进一步快速下滑。

**第二，托举上半年经济的主要靠基建和汽车消费。**

6月固投同比3.3%，其中基建投资继续维持两位数增长，较5月走高1.5pct。6月社零两年复合同比较上月抬升约0.5pct，除却素来偏强的场景消费，不可忽视汽车消费延续韧性。控制基数，本月汽车链消费增速仍录得上行。

**第三，4-5月是经济下滑最快时期，6月生产端初步显现企稳迹象。**

6月工增同比较上月走高0.9个百分点，上游采矿业同比转正。制造业投资和生产同样录得小幅反弹。这在侧面反映当下经济政策磨底，企业生产信心阶段性企稳。

➤ **若全年GDP增速维持在5%左右，实现年初既定目标难度并不大。**

面对上半年经济成绩单，全年GDP能否“保五”讨论再起。对此我们提示两点：第一，年初两会给定的GDP增速目标是“5%左右”，留有一定灵活弹性空间。第二，若全年要维持5%的GDP增速，**测算显示下半年GDP环比需要达到13.9%。13.9%的环比动能与2021年下半年一致**，往年均值15.2%（2013年-2019年）。

我们在《2023年H2宏观指标预测：寻找大变量》做过测算，下半年各经济板块环比动能延续平稳，则下半年GDP环比接近13.6%。我们给出的13.6%环比增速，对基建给予偏保守假设。若下半年基建同比超过4%，则今年不难完成5%的GDP同比增速。

## 相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：海外重回宽松交易-2023/07/16
- 2.2023年6月出口数据点评：出口没有崩-2023/07/14
- 3.宏观专题研究：中国对俄出口的潜在机会-2023/07/13
- 4.宏观专题研究：解密美国制造业“超级周期”-2023/07/12
- 5.2023年6月金融数据点评：该乐观还是悲观-2023/07/12

➤ **今年下半年重要的是分母端行情，而非分子端。**

二季度经济数据为我们理解下半年宏观环境提供两点启示：

第一，全年 GDP 实现 5% 左右并不困难。所以下半年未必启动强力政策刺激。

第二，经济下滑最快时期大概率是今年 4-5 月，6 月以后经济趋于平稳。

中性假设（地产不发生进一步下滑，海外经济实现软着陆），则经济下滑最快时期过去，下半年经济环比动能仍将持平。

再者我们倾向于认为下半年或仍强调高质量增长，分子端政策（目的在于提振增长）重点落到产业政策，分母端政策（货币宽松等维持债务稳定）或许是关键。

**这种组合意味着下半年分子端的经济增长和政策，未必是宏观交易的核心矛盾，下半年，至少三季度的宏观交易主线或仍在分母端。**

当然，打破下半年宏观交易的不确定性仍落在两个因素，地产销售企稳反弹，或者海外经济触底。

相较而言，我们认为四季度或迎来美联储降息，届时美国或预期本轮经济触底并预期下一轮经济周期开启。年底我们才可以对分子端增长给予更高期待。

**风险提示：**内需扩张政策不及预期；海外衰退超预期。

**图1：2023 年 GDP 不变价环比增速**

| GDP 不变价<br>环比                      | Q1     | Q2    | Q3   | Q4    | H1     | H2           | 全年          |
|------------------------------------|--------|-------|------|-------|--------|--------------|-------------|
| 2013                               | -16.0% | 10.8% | 4.7% | 10.6% | -7.0%  | 15.9%        | 7.8%        |
| 2014                               | -16.2% | 10.8% | 4.3% | 10.7% | -7.2%  | 15.6%        | 7.4%        |
| 2015                               | -16.3% | 10.8% | 4.2% | 10.7% | -7.3%  | 15.4%        | 7.0%        |
| 2016                               | —      | 11.3% | 4.8% | 9.1%  | 5.7%   | 15.4%        | 6.9%        |
| 2017                               | -15.8% | 11.2% | 4.7% | 9.0%  | -7.2%  | 15.2%        | 6.9%        |
| 2018                               | -15.7% | 11.2% | 4.5% | 8.8%  | -7.2%  | 14.9%        | 6.7%        |
| 2019                               | -15.9% | 10.9% | 4.4% | 8.8%  | -7.6%  | 14.5%        | 6.0%        |
| 2020                               | -26.0% | 22.7% | 6.2% | 10.4% | -14.2% | 23.1%        | 2.2%        |
| 2021                               | —      | 9.4%  | 3.7% | 10.1% | 2.3%   | <b>13.9%</b> | 8.4%        |
| 2022                               | -16.1% | 4.8%  | 7.4% | 9.0%  | -10.0% | 14.8%        | 3.0%        |
| 2013-2019 年<br>环比均值(去<br>除 2016 年) | -16.0% | 10.9% | 4.5% | 9.8%  | -7.3%  | 15.2%        | 7.0%        |
| 2023                               | -14.8% | 6.6%  | —    | —     | -8.2%  | 13.9%        | <b>5.0%</b> |
| 环比动能<br>(2023)                     | 1.2%   | -4.4% | —    | —     | -0.9%  | -1.3%        | —           |

资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院测算

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
| 行业评级                                                                                                                  | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026