

# 宏观

证券研究报告

2024年06月19日

## 二季度 GDP 增速有多少?

在年初经济开门红后，二季度 GDP 同比增速或回落至 5%左右，这意味着要实现全年目标，下半年增速需要达到 4.9%左右。在 GDP 平减指数回升时，这对现价增速提出了更高的要求。出口景气度或成为观察政策是否发力重要指标。

**风险提示：**使用高频数据的估算工增和服务业生产指数存在偏差，使用工增等估算第二、三产业或有偏差，估算固定资产投资分项占比或有偏差

### 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

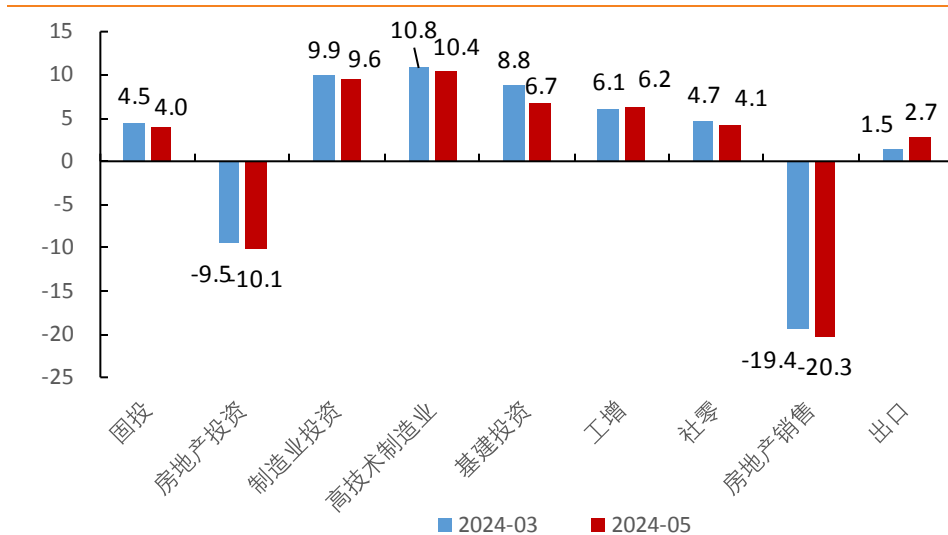
### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年6月第4周》  
2024-06-18
- 《宏观报告：宏观-美国政府侧重支持哪些先进信息技术?》  
2024-06-17
- 《宏观报告：宏观-再论经济去金融化》  
2024-06-16

在一季度经济实现开门红之后，二季度经济产需有所走弱。生产端，服务业生产指数从一季度的 5.5% 回落至 4、5 月的 3.5% 和 4.8%；4-5 月工增企稳在 6.1% 左右。

需求端，出口在低基数下从一季度的 1.4% 回升至 4-5 月的 4.5%；固定资产投资增速受地产下行和基建高开低走的影响，从一季度的 4.5% 回落至 4-5 月的 3.4%；社零增速从一季度的 4.7% 回落至 4-5 月的 3%。

图 1：分项指标增速一览（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

**在产需双双走弱时，我们预计二季度 GDP 增速或回落至 5% 左右。**

对于季度 GDP 估算，我们先使用高频数据估算出工业增加值/服务业生产指数，再估算出第二产业 GDP 和第三产业 GDP，最后估算出季度 GDP 的不变价增速（详见《如何估算一季度 GDP？》，2023.04.11）。

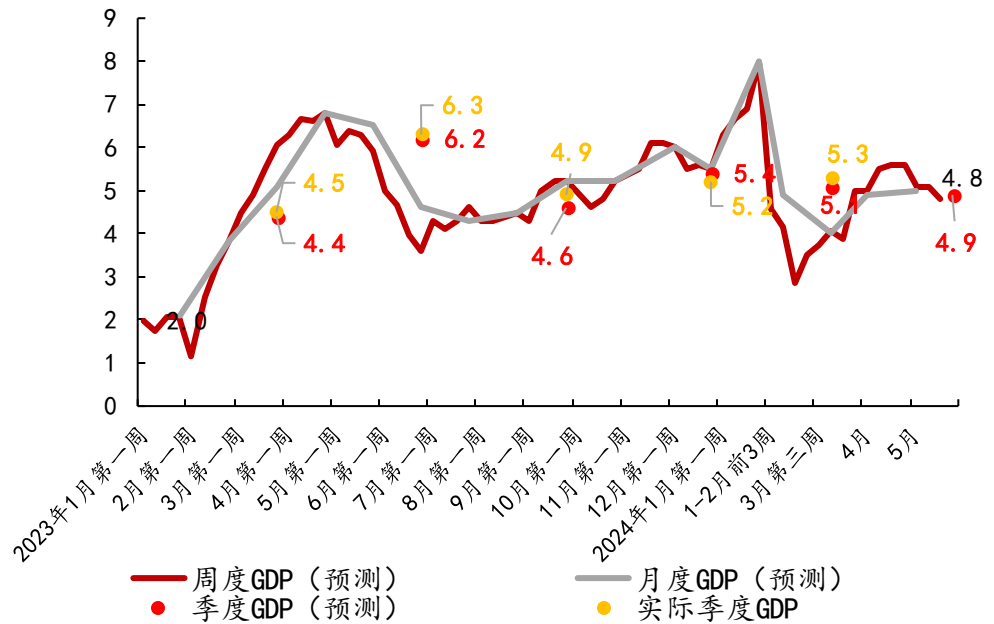
按照官方公布的 4、5 月工增和服务业生产数据，我们预计 4 月 GDP 同比增速在 4.9% 左右，5 月 GDP 增速在 5% 左右（以上数据按照一季度估算值与实际值的误差进行了调整）。

基于 6 月前两周的高频数据，我们预计 6 月 GDP 增速回落至 4.7-5% 左右。

由此估计二季度的工业增加值同比增速在 5.7-5.9% 左右，服务业生产指数同比增速在 4.3% 左右，二季度 GDP 同比增速在 4.9% 左右。考虑到估算值和实际值之间的偏差，我们最终预计二季度 GDP 同比增速在 5.1% 左右。

二季度翘尾因素对 PPI 的拖累逐渐减弱，PPI 同比显著回升。基于高频数据，我们预计 6 月 PPI 同比增速将回升至 -0.7% 左右，CPI 同比在 0.3% 左右，二季度 GDP 平减指数在 -0.6% 左右，相比于 1 季度明显提高，对应二季度名义 GDP 增速或在 4.5% 左右。

图 2：GDP 的预测值（单位：%）



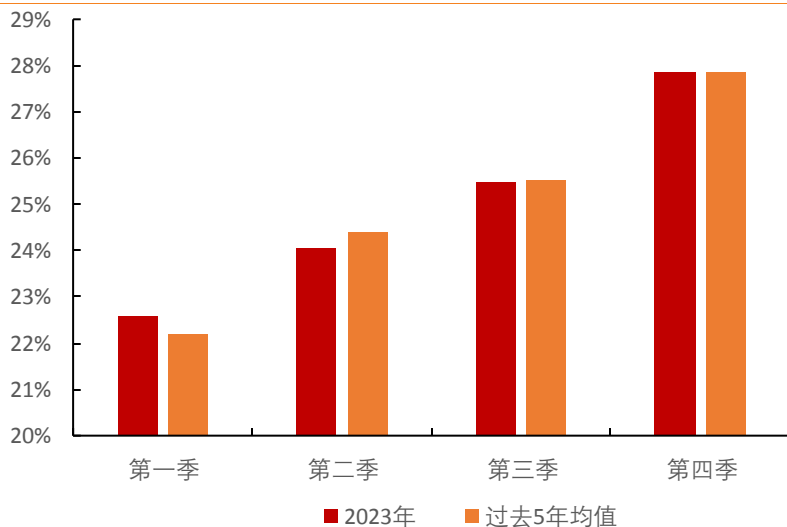
资料来源：wind，天风证券研究所

如果要完成全年 5% 的增长目标，下半年需要实现 4.9% 以上的实际 GDP 增速，而对应的名义 GDP 增速会更高。

我们认为下半年 PPI 的翘尾因素拖累将逐渐减弱，8 月开始 PPI 同比有望小幅转正，CPI 同比也将保持震荡上行至年底 1% 左右。

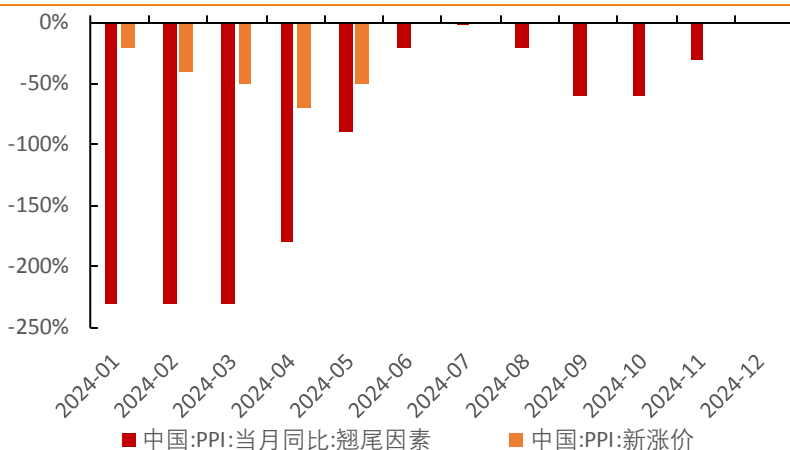
我们认为这意味着三、四季度的 GDP 平减指数有望逐渐转正，名义 GDP 同比增速或需要高于 4.9% 才能实现全年增长目标（1 季度名义 GDP 增速 4.2%）。

图 3：每个季度 GDP 占全年 GDP 比重（单位：%）



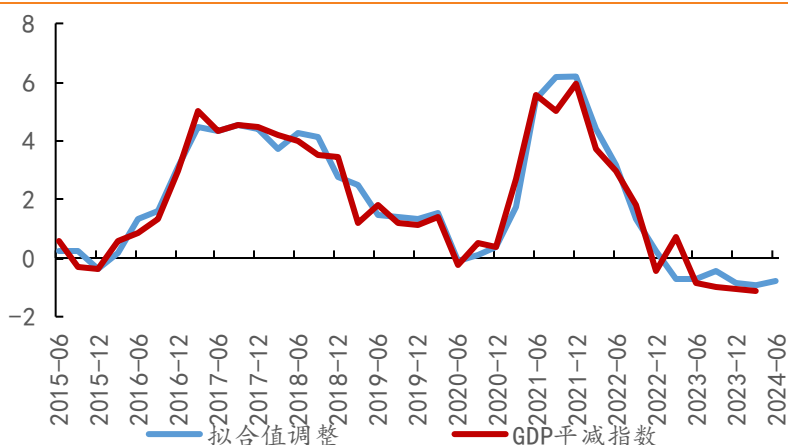
资料来源：wind，天风证券研究所（过去 5 年均值不包括疫情较为严重的 2020 年和 2022 年）

图 4：PPI 翘尾因素拖累快速放缓（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：按照 CPI 和 PPI 估算的 GDP 平减指数同比（单位：%）



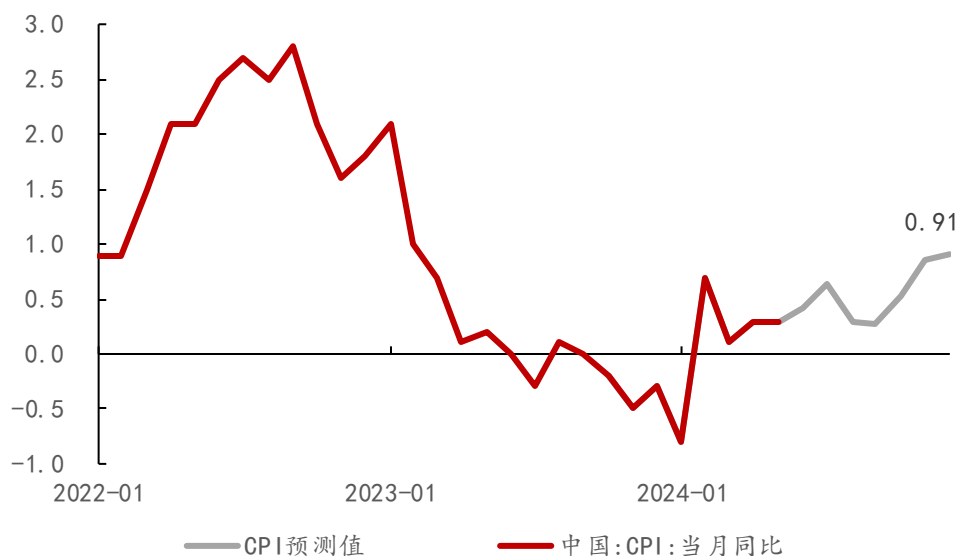
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：PPI 预测值（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7: CPI 预测值 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

但实现这个目标或并不容易。扣除掉土地购置后，**房地产投资对 GDP 的拖累从一季度的 0.7 个百分点扩大至 1-5 月的 0.8 个百分点**。当下房企资金端持续承压，销售端尚未见到明显拐点，1-5 月房地产资金到位同比-24.3%，商品房销售面积-20.3%，后续地产投资将继续面临下行压力。

**受资金到位偏慢等因素的影响，基建投资增速持续走弱**，基建投资对 GDP 的拉动从一季度的 1 个百分点左右下滑至 1-5 月的 0.8 个百分点，且未见到拐点。1-4 月国有土地使用权出让收入-10.4%，政府性基金收入同比-7.7%；专项债发行进度偏慢，截至 5 月发行进度仅 30%，

**当前经济的主要支撑来自出口、制造业和服务消费。**

**消费是压舱石，但是对经济的支持有所走弱**。在服务消费的带动下，一季度居民人均消费支出同比增长 8.3%，最终消费拉动 GDP 同比增长 3.9 个百分点。目前服务消费虽然维持韧性，5 月服务零售累计同比 7.9%<sup>1</sup>，但依旧低于一季度 10% 的增速<sup>2</sup>。考虑到去年服务消费的相对高基数以及当前居民消费预期偏弱等，预计后续最终消费对 GDP 的拉动率有所减弱。

制造业景气度在政策支持和出口好转时，维持高位。1-5 月我们估算制造业投资能够拉动 GDP 同比增长 1.35 个百分点左右，接近一季度水平。后续制造业投资在政策支持下有望维持韧性。

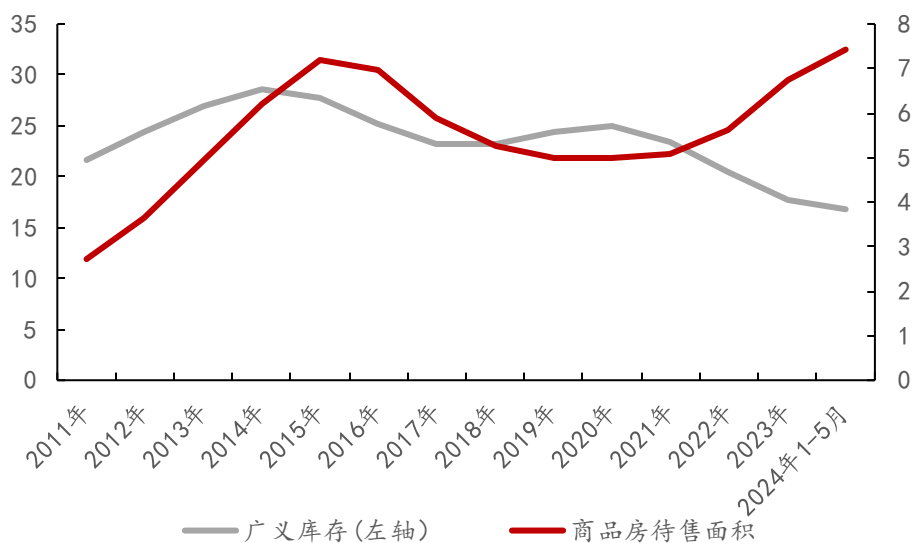
**出口对经济的支撑则在走高**。一季度出口同比增长 1.5%，商品和货物净出口对 GDP 的拉动率为 0.8 个百分点。伴随着出口同比增速进一步上行，我们认为在 7 月等低基数时点，出口同比增速或能够实现 10% 以上增速，考虑到 2023 年出口占 GDP 的比重在 19.7% 左右，出口对 GDP 的拉动有望在 1.5 个百分点左右。

从这个视角来看，4.9% 左右增速对出口、消费等分项均提出了较大的要求。按照 2023 年分项占 GDP 的比重简单估算，这或意味着最终消费增速需要稳定在 5% 左右，下半年出口增速同比在 7% 左右，资本形成总额同比在 3.5% 左右，这并不是一个很容易实现的目标。

<sup>1</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202406/t20240617\\_1954710.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202406/t20240617_1954710.html)

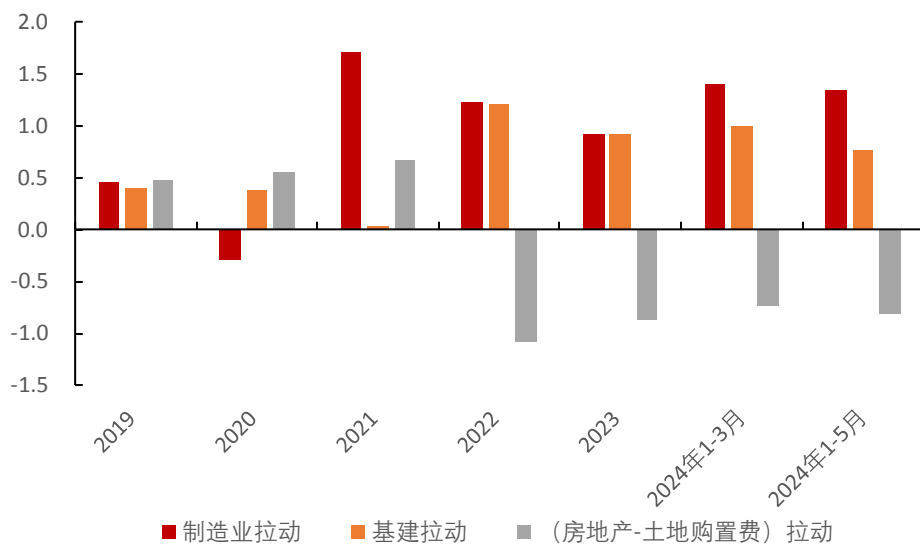
<sup>2</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202404/t20240417\\_1948600.html](https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202404/t20240417_1948600.html)

图 8：房地产库存维持高位（单位：亿平方米）



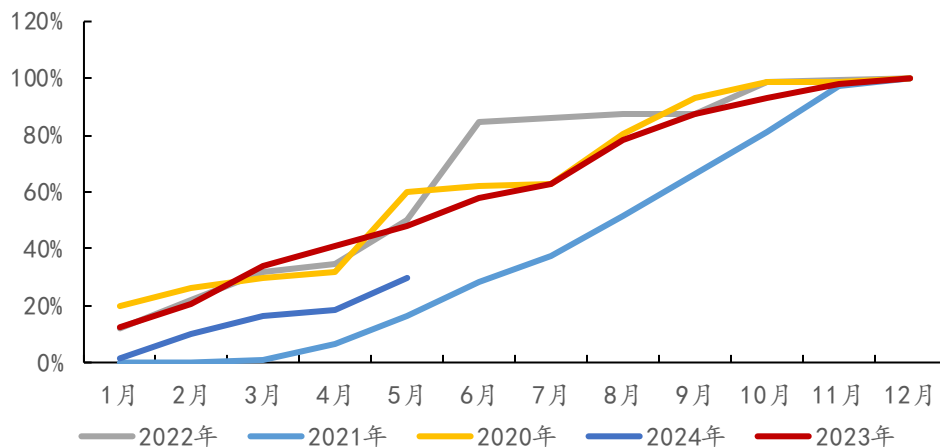
资料来源：wind，天风证券研究所（注：广义库存等于 1999 年以来的累计新开工面积\*0.97-累计销售面积）

图 9：地产对经济的拖累未见放缓（单位：%）



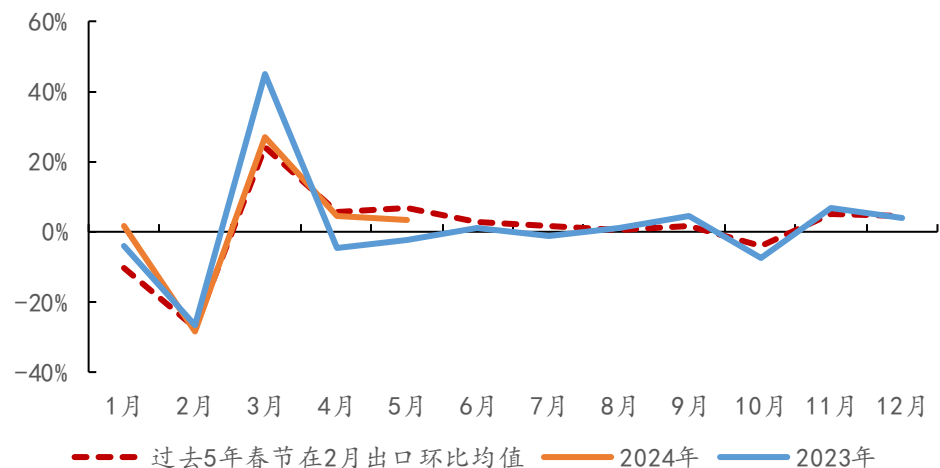
资料来源：wind，天风证券研究所（注：分项拉动=分项投资占 GDP 的比重\*分项同比增速；分项投资占比按照现价大致估算）

图 10：专项债发行进度偏慢（单位：%）



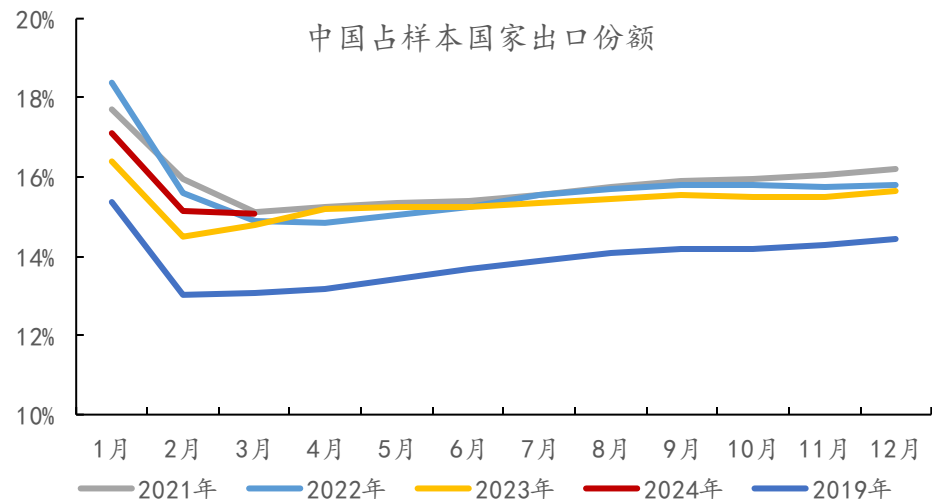
资料来源：wind，天风证券研究所（注：5月专项债发行规模为wind口径数据）

图 11：出口的低基数效应能够延续至三季度前后（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：相比 2023 年出口份额小幅上行（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

总的来看，在年初经济开门红后，二季度 GDP 同比增速或回落至 5%左右，这意味要想实现全年目标，下半年增速需要达到 4.9%左右。在 GDP 平减指数回升时，这对现价增速提出了更高的要求。出口景气度或成为观察政策是否发力重要指标。



## 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com