



低头看路系列之一

从翻一番目标推算2019和2020年的GDP增速

从到2020年GDP翻一番倒推，最可能的是2019年和2020年实际同比都维持在6.2%；2019年下半年房地产投资或仍将维持在高位，2020年且看基建和制造业投资增速的变化。

- **GDP的倒算。**每年四个季度的不变价GDP在全年中的占比大致稳定在22%、24.5%、25.6%、27.9%，从2020年实际GDP翻一番来看，算出2019年和2020年的实际GDP同比增长大概率只有三种情景，其中两年实际GDP增速均为6.2%的可能性最大，细分到季度上：2019年三季度和四季度分别增长6.1%和6.2%，2020年四个季度分别增长6.0%、6.2%、6.2%和6.1%。
- **细看三驾马车。**将三驾马车的拉动从“权重*增速”的角度来看，那么权重一项，消费自2010年以来持续上升，投资稳中有降，净出口持续小幅下降。如果2019-2020年三驾马车的权重没有太大变化，那么从增速的角度看：由于政府消费的占比上升和居民消费向服务业倾斜的影响，预计GDP中最终消费的增速或仍将好于社零增速，但消费增速在2019-2020年间整体仍将是下行的；PMI的新出口订单指数自2018年初开始就一直持续下降，在2018年中期开始落入荣枯线下方，印证了出口增速的下滑趋势，并且汇率不是提振外贸的手段；2019年至今只有固定资产投资的增速相对稳健，但主要由于房地产投资超预期且持续维持在高位，我们认为2019年下半年房地产投资仍将支撑固定资产投资，但2020年需关注专项债，关注房地产施工面积，关注制造业投资意愿。
- **2019年下半年房地产投资仍可支撑，2020年期待基建和制造业。**综合来看，我们认为2019年GDP实际同比增长6.2%、2020年实际同比增长6.2%的可能性较大。我们预计2019年下半年房地产投资增速仍可维持在10%上方，同时社零增速在8%上方，对GDP实际同比增长构成一定支撑；2020年社零增速可能在2019年的基础上进一步下滑，房地产投资可能也受到2019年购地同比大幅下滑的影响出现下行，届时较有可能成为支撑经济增长的因素或将是基建和制造业投资。
- **政策可能有所作为。**2019年至今，货币政策已经较2018年出现了明显的转向，虽然当前全球已经以降息为标志重新开启了新一轮的货币宽松，但我们认为一个对外资有吸引力的相对稳定的汇率水平，或许是未来一段时间国内货币政策的重要目标。在全球经济增长前景没有好转的背景下，为稳定GDP增速，政策或将在财政政策和改革两方面有所推进。财政政策方面，需关注专项债发行规模的变化与基建投资动向，以及为刺激制造业固定资产投资，财政政策是否将有更积极的政策出台；改革方面，我们认为或将在自由贸易、扩大进口、吸引外资进入实体经济和金融市场、部分地区国有企业改革等方面有所行动。
- **风险提示：全球经济下行压力超预期；海外货币政策宽松不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

张晓娇

(8621)2032 8517

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

GDP 的倒算

倒算的前提是相对稳定的占比。从历史数据来看，每年四个季度的不变价 GDP 在全年中的占比大致稳定，其中一季度占比最低，二、三、四季度占比依次上升。特别是 2016-2018 年，四个季度不变价 GDP 在全年中的占比基本维持在 22%、24.5%、25.6%、27.9%，因此我们在计算不变价 GDP 的时候，以此为基础进行了倒推。但若将四个季度的占比细化到小数点后两位，则不同年份间四个季度的占比有细微变化：一季度和二季度的占比小幅上升，三季度和四季度的占比则小幅下降。我们以此为依据，小幅调整了 2020 年四个季度不变价 GDP 的占比。

图表 1. 各年份四个季度不变价 GDP 在全年中的占比(%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (E)	2020 (E)
一季度	21.96	21.98	21.99	22.01	21.97	21.99	22.04	22.09	22.06
二季度	24.39	24.34	24.38	24.40	24.46	24.47	24.50	24.49	24.52
三季度	25.45	25.49	25.45	25.44	25.61	25.60	25.58	25.54	25.56
四季度	28.21	28.19	28.18	28.15	27.97	27.94	27.88	27.87	27.86

资料来源：万得，中银国际证券

从 2020 年翻一番说起。十八大报告中提及 2020 年实际 GDP 要比 2010 年翻一番，考虑到不变价 GDP 的绝对数每五年调整基期，因此我们用实际同比增速倒推不变价 GDP，并以到 2020 年底完成翻一番任务为底线，算出 2019 年和 2020 年的实际 GDP 同比增长大概率只有三种情景，分别是 2019 年实际 GDP 增长 6.1%，则 2020 年增速需达到 6.3%；2019 年增速 6.2%，2020 年增速 6.2%；2019 年增速 6.3%，2020 年增速 6.1%。在三种情境下，结合前述四个季度实际 GDP 的比例关系，我们倒推出 2019 年和 2020 年四个季度实际 GDP 同比增速如下。整体看来 2019 年三季度和四季度的 GDP 增速先下后上，2020 年一季度较 2019 年四季度有所下行，2020 年四个季度先上后下。三种情景中，我们认为情景二，即两年实际 GDP 增速均为 6.2% 的可能性最大。

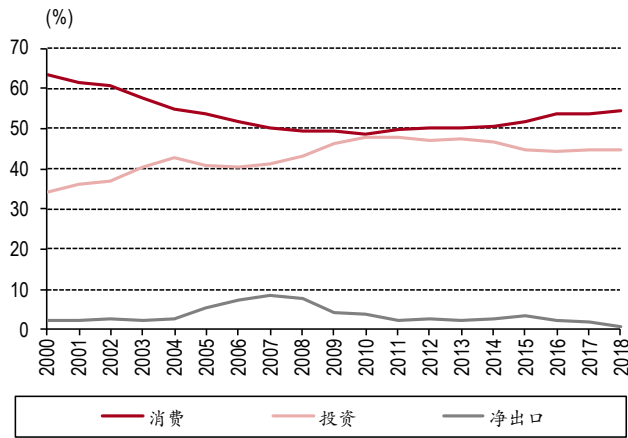
图表 2. 2019 年-2020 年 GDP 实际增速情景

	情景一		情景二		情景三	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
	6.1%	6.3%	6.2%	6.2%	6.3%	6.1%
一季度	6.4%	6.1%	6.4%	6.0%	6.4%	6.1%
二季度	6.2%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.3%
三季度	5.9%	6.5%	6.1%	6.2%	6.3%	6.1%
四季度	6.0%	6.3%	6.2%	6.1%	6.3%	6.0%

资料来源：万得，中银国际证券

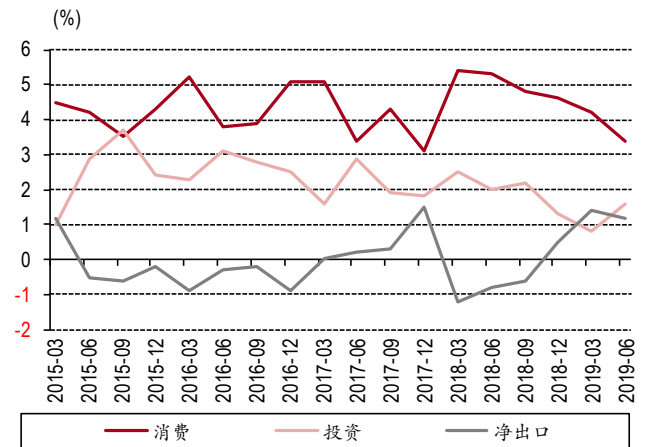
三驾马车的变动。从三驾马车对 GDP 的拉动来看，2018 年以来波动较大，其中消费的拉动明显下行，净出口从拖累转为正向拉动，投资在 2019 年二季度环比一季度明显上升。如果我们将三驾马车的拉动从“权重*增速”的角度来看，那么权重一项，消费自 2010 年以来持续上升，投资稳中有降，净出口持续小幅下降。从三驾马车整体来看，中国的经济增长在由投资和贸易拉动转向消费拉动，这也解释了消费增速的下滑对 GDP 影响显著。如果 2019-2020 年三驾马车的权重没有太大变化，那么我们可以从增速的角度，定性推测 GDP 的增速或将来自哪些方面。

图表 3. 三驾马车在 GDP 中的占比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 三驾马车对 GDP 的拉动

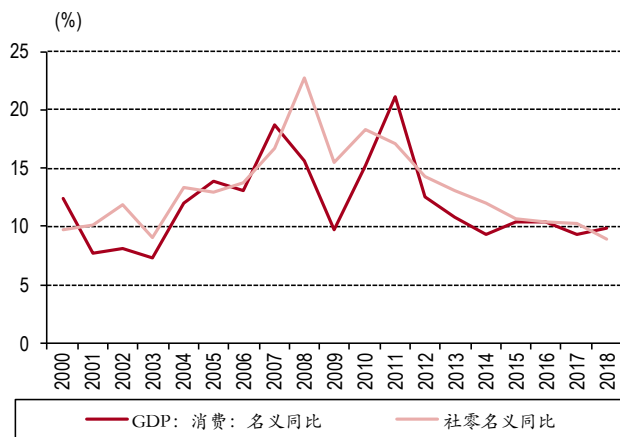


资料来源：万得，中银国际证券

细看三驾马车

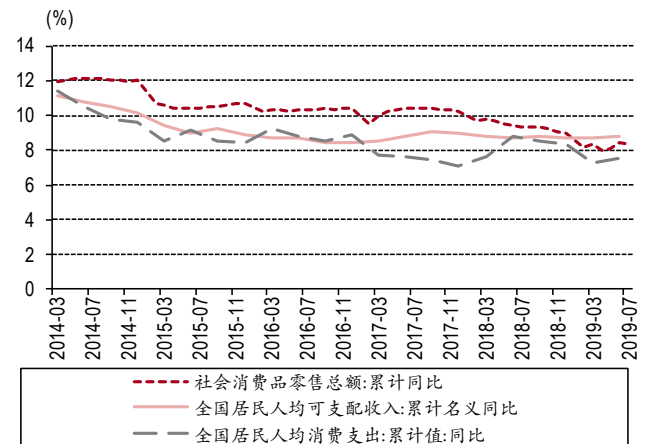
消费增速自顾不暇。虽然截至 2018 年底，居民消费在最终消费中的占比已经下滑至不足 73%，但是包括居民消费在内的社零增速仍对 GDP 中的最终消费有较强的方向指示性。从社零增速来看，2019 年以来虽然有个税减税的利好支撑，加之 2018 年下半年基数较低，二者可以支撑下半年社零的增速，预计年底社零增速能保持在 8% 上方。但另一方面，从居民消费支出增速来看，2019 年仍维持在较低水平上，并且在我们之前的报告《减税下的消费》中提到，从 2018 年四季度到 2019 年一季度，减税之后居民的增量收入消费首选依然是居住，其次是医疗保健和教育文化娱乐。综合来看，由于政府消费的占比上升和居民消费向服务业倾斜的影响，预计 GDP 中最终消费的增速或仍将好于社零增速，但消费增速在 2019-2020 年间整体仍将是下行的。

图表 5. GDP 中最终消费与社零的增速对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 居民收入增速与消费增速的背离

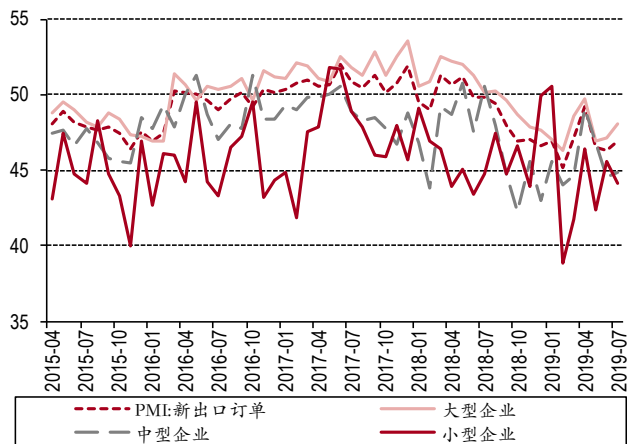


资料来源：万得，中银国际证券

进出口增速趋势性下行。GDP 中的净出口包括货物贸易和服务贸易，但从月度数据的可得性，我们可以看到货物贸易的增速在持续下行。万得一致预期显示，2019 年预计出口同比增长-0.7%，进口同比增长-2.9%，均较 2018 年的 9.9% 和 15.8% 明显下行，虽然在进口增速回落更快的影响下，贸易顺差可能较 2018 年有所上升，但服务贸易的逆差在 GDP 中的占比在逐年上升。从 PMI 的新出口订单指数来看，自 2018 年初开始就一直持续下降，在 2018 年中期开始落入荣枯线下方，考虑到新订单生产周期，也印证了出口增速的下滑趋势。

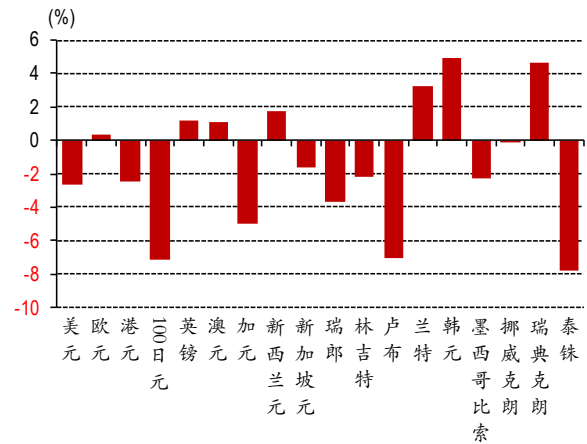
汇率不是提振外贸的手段。截至8月下旬，2019年年内人民币对主要货币升值幅度较大的包括韩元和瑞典克朗以及南非兰特，相反，对日元、泰铢、卢布、加元、瑞郎包括美元等货币则有不同程度的贬值。我们认为人民币汇率目前仍在区间内以波动为主，这一定程度上是受到市场对于国内外货币政策实施和预期的变化影响的。我国当前净出口在GDP中的占比已经明显下降，因此通过汇率手段刺激出口对经济增长的意义不大，外贸的问题更多存在于贸易结构的调整、外需的变化和中美贸易摩擦的影响等方面。

图表 7. 新出口订单 PMI 指数明显下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2019 年 8 月底人民币对主要货币涨跌幅

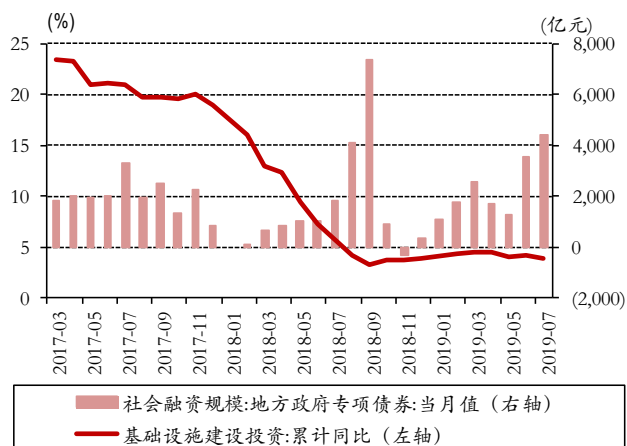


资料来源：万得，中银国际证券

投资撑经济。2019年二季度环比一季度，投资对GDP的拉动已经出现了明显的上升。从月度数据来看，工业增加值和社零的增速持续下滑，只有固定资产投资的增速相对稳健。从细分来看，基建投资增速2019年整体低于市场预期，一方面有2018年上半年基建增速虽然回落但依然整体较高的影响，另一方面财政政策在减税降费方面发力；房地产投资是支撑2019年固定资产投资的一大原因，这明显超出市场预期。

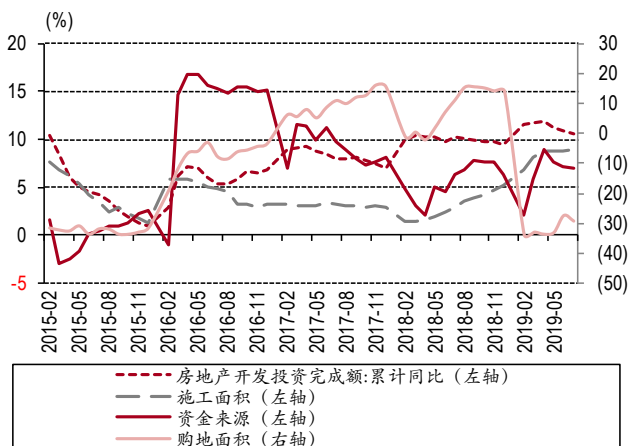
关注专项债，关注房地产施工面积。前期政策已经出现了微调，专项债资金在部分重大项目投资中可以作为资本金，我们认为这打开了基建投资杠杆的空间，未来可以关注专项债的发行规模变化。房地产投资方面，从2019年初一直超预期，我们依然维持此前观点，认为房地产投资增速将维持在较高水平，重点关注施工面积同比增速的变化，但到2020年之后，则需要关注资金来源收紧和购地面积增速一直维持在同比大幅负增长对房地产投资带来的拖累。

图表 9. 专项债发行规模和基建增速



资料来源：万得，中银国际证券

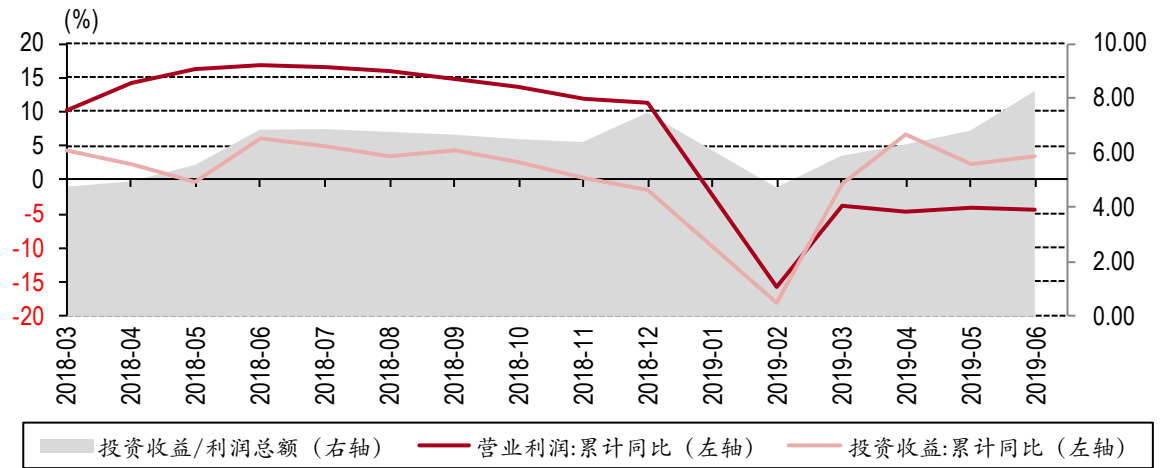
图表 10. 房地产相关增速



资料来源：万得，中银国际证券

制造业投资意愿低。截至2019年7月制造业投资累计同比增长3.3%，低于此前市场预期。从工业企业利润中制造业的情况来看，虽然到2018年底制造业的销售利润率都维持在6.28%的较高水平，但是2019年利润增速同比落入负增长区间，可能是拖累制造业投资的一大原因。另一方面，制造业投资收益同比增速维持在较高水平上，并且在营业利润中的占比自年初以来持续快速上升，也反映出制造业当前再投资意愿较低。

图表 11. 制造业的利润与投资收益



资料来源: 万得, 中银国际证券

增速从哪里来

2019年下半年房地产投资仍可支撑, 2020年期待基建和制造业。综合来看, 我们认为2019年GDP实际同比增长6.2%、2020年实际同比增长6.2%的可能性较大。我们预计2019年下半年房地产投资增速仍可维持在10%上方, 同时社零增速在8%上方, 对GDP实际同比增长构成一定支撑; 2020年社零增速可能在2019年的基础上进一步下滑, 房地产投资可能也受到2019年购地同比大幅下滑的影响出现下行, 届时较有可能成为支撑经济增长的因素或将是基建和制造业投资。

政策可能有所作为。2019年至今, 货币政策已经较2018年出现了明显的转向, 虽然当前全球已经以降息为标志重新开启了新一轮的货币宽松, 但我们认为一个对外资有吸引力的相对稳定的汇率水平, 或许是未来一段时间国内货币政策的重要目标。在全球经济增长前景没有好转的背景下, 为稳定GDP增速, 政策或将在财政政策和改革两方面有所推进。财政政策方面, 需要关注专项债发行规模的变化与基建投资动向, 以及为刺激制造业固定资产投资, 财政政策是否将有更积极的政策出台; 改革方面, 我们认为或将在自由贸易、扩大进口、吸引外资进入实体经济和金融市场、部分地区国有企业

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_10564

