首创证券 Capital Securities

证券研究报告·宏观研究报告

2020 年 1 月 20 日

首创宏观“茶”：2020 年 GDP 增速年内季度走势大概率“前高后低”

——12 月经济数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉

宏观策略分析师

电话：010-56511920

邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 12 月工业增加值当月同比 6.90%，预期 5.70%，前值 6.20%；12 月工业增加值累计同比 5.70%，前值 5.60%；12 月固定资产投资累计同比增长 5.40%，预期 5.20%，前值 5.20%；12 月社会消费品零售总额当月同比 8.00%，预期 7.80%，前值 8.00%；12 月社会消费品零售总额累计同比 8.00%，前值 8.00%。我们点评如下：

- **一、2020 年 GDP 增速年内季度走势大概率“前高后低”；**

- **二、制造业是拉动工业增加值当月同比超预期上行的主力；**

- **三、2020 年固定资产投资增速大幅反弹概率较低；**

- **四、社会消费品零售总额当月同比还将面临一定压力**

目录

一、2020 年 GDP 增速年内季度走势大概率“前高后低”.....4

二、制造业是拉动工业增加值当月同比超预期上行的主力.....5

三、2020 年固定资产投资增速大幅反弹概率较低.....8

四、社会消费品零售总额当月同比还将面临一定压力.....14

图表目录

图 1： 从过往的经验看，“前高后低”的概率要大于“前低后高”的概率（%）.....5
图 2： 工业增加值当月同比创 2019 年 4 月以来新高（%）.....6
图 3： 制造业是拉动工业增加值当月同比超预期上行的主力（%）.....7
图 4： 计算机通信以及汽车是制造业工业增加值当月同比上行的主要推动力（%）.....7
图 5： 固定资产投资增速不断创新低是一个大趋势（%）.....8
图 6： 固定资产投资完成额累计值同比断崖式下跌（%）.....9
图 7： 首套平均房贷利率与全国二套房贷平均利率均较前值小幅下行（%）.....10
图 8： 百城成交土地溢价率当周值创 2019 年 7 月 7 日当周以来新高（%）..... 11
图 9： 对 2020 年基建投资增速保持乐观的同时，应维持一份谨慎（%）.....12
图 10： 社会消费品零售总额当月同比与累计同比均持平于前值（%）.....15

事件： 12月工业增加值当月同比6.90%，预期5.70%，前值6.20%；12月工业增加值累计同比5.70%，前值5.60%；12月固定资产投资累计同比增长5.40%，预期5.20%，前值5.20%；12月社会消费品零售总额当月同比8.00%，预期7.80%，前值8.00%；12月社会消费品零售总额累计同比8.00%，前值8.00%。

点评：

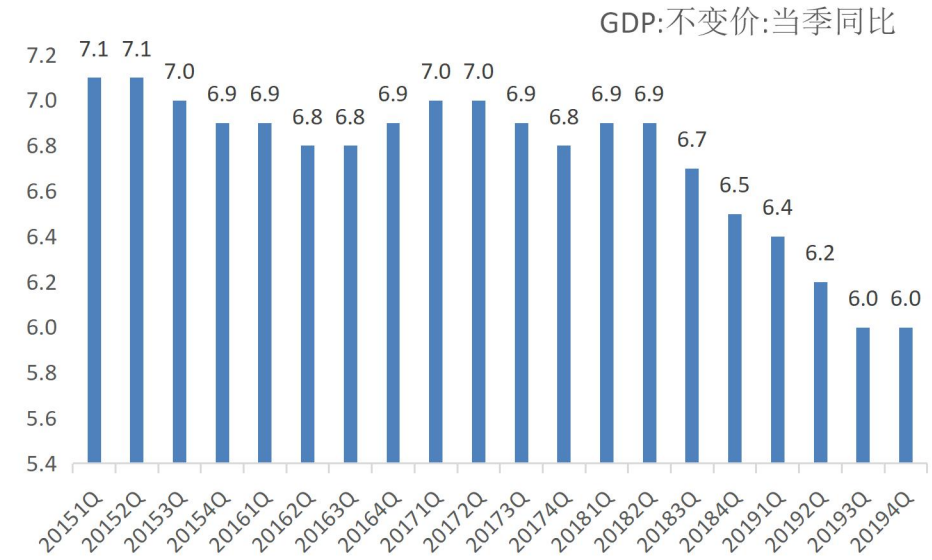
一、2020 年 GDP 增速年内季度走势大概率“前高后低”

2019年GDP增速录得6.10%，符合市场预期。目前市场关注的焦点之一是，2020年GDP增速季度走势如何？我们在年度策略报告中的观点是，2020年GDP增速季度走势总体较为平稳，大概率“前高后低”。

客观而言，就GDP增速年内季度走势而言，“前低后高”与“前高后低”均有其宏观逻辑。GDP增速年内季度走势“前低后高”的逻辑有三点：第一，随着猪肉价格的下降，叠加基数效应，2020年下半年CPI当月同比中枢低于2020年上半年是确定性事件，预示2020年下半年降息空间较2020年上半年更为充裕；第二，目前工业企业产成品存货累计同比处于周期底部，通常情况下，该指标的上升期为1年左右，预示该指标在2020年下半年大概率高于2020年上半年；第三，2019年GDP增速前高后低，在基数效应作用下，2020年有可能前低后高。

GDP增速年内季度走势“前高后低”的逻辑也有三点：第一，从商业银行的角度看，“早放贷早受益”是其一贯的商业逻辑，这一点从历年金融机构新增人民币贷款以及历年社会融资规模的季度取值可以看出；第二，从政府的行为逻辑看，为完成预定的GDP增速目标，如果上半年逆周期政策“加力提效”，超前完成预期任务，则下半年不至于过分被动；第三，从过往的经验看，“前高后低”的概率要大于“前低后高”的概率，2001年至2018年，“前高后低”的年份有14年，占比为77.78%。

图 1：从过往的经验看，“前高后低”的概率要大于“前低后高”的概率（%）



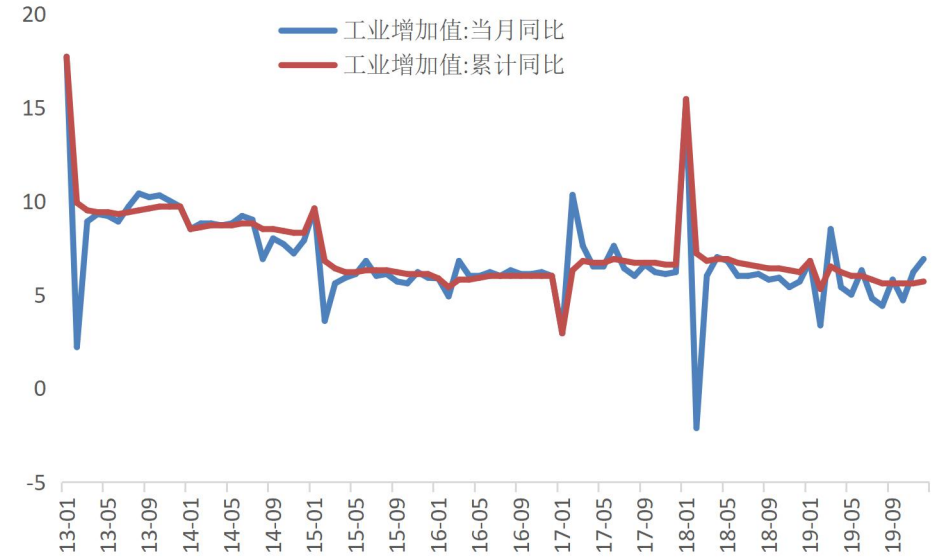
资料来源：wind，首创证券研究发展部

在“前低后高”与“前高后低”均有其逻辑的背景下，考虑到中央经济工作会议提出的“必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”，以及“在多重目标中寻求动态平衡”，预计相机抉择式的逆周期调节大概率被多次使用，从这个角度上看，2020年季度GDP增速大概率保持平稳。如果一定要做进一步判断的话，那么我们认为“前高后低”的概率大于“前低后高”的概率。值得注意的是，1月13日，在国务院第四次全体会议上，李克强总理强调，一季度经济表现对全年走势、市场预期具有“风向标”作用。各地区各部门要进一步增强责任感、紧迫感，继续做好打硬仗的充分准备，积极主动务实作为，已明确的工作要早启动、抓紧做，力争一季度经济社会发展开好局。基于此，我们在前期判断的基础上，进一步调高2020年GDP季度走势“前高后低”的概率。

二、制造业是拉动工业增加值当月同比超预期上行的主力

12月工业增加值当月同比录得6.90%，高于预期1.20个百分点，较前值上行0.70个百分点，自10月的低点累计上行2.2个百分点，且创2019年4月以来新高；12月工业增加值累计同比5.70%，在连续4个月录得5.60%之后，12月较前值上行0.10个百分点。应注意到，2019年全年工业增加值增速较2018年下行0.5个百分点，且为1998年有记录以来的年度最低值。

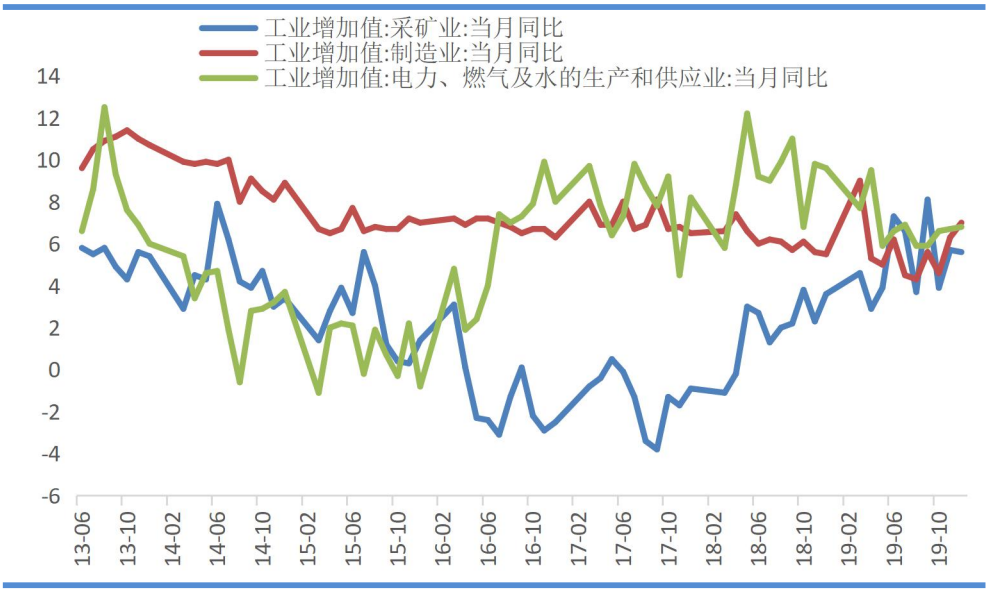
图 2：工业增加值当月同比创 2019 年 4 月以来新高（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

分部类看，采矿业、制造业与电力、燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为5.60%、7.00%、6.80%，分别较前值上行-0.10、0.70、0.10个百分点。制造业工业增加值在工业增加值中的占比最高，其当月同比大幅反弹，拉动工业增加值当月同比超预期上行。我们认为，制造业工业增加值当月同比大幅反弹的原因主要有两点：从国内角度看，主要受益于房地产市场调控边际放松，基础设施建设投资预期上升，以及制造业库存自低位回补。从国际角度看，12月13日中美双方共同宣布就第一阶段经贸协议文本达成一致，使得市场风险偏好大幅提升，12月工业企业出口交货值当月同比录得0.40%，较前值大幅上行3.80个百分点，时隔4个月重返正增长。与出口数据相印证的是，受中美贸易摩擦阶段性缓和的影响，叠加2018年同期基数大幅下行，12月高新技术产品与机电产品出口金额当月同比较前值改善，12月高新技术产品、机电产品出口金额当月同比分别为0.64%、7.55%，分别较前值上行2.10、9.62个百分点。

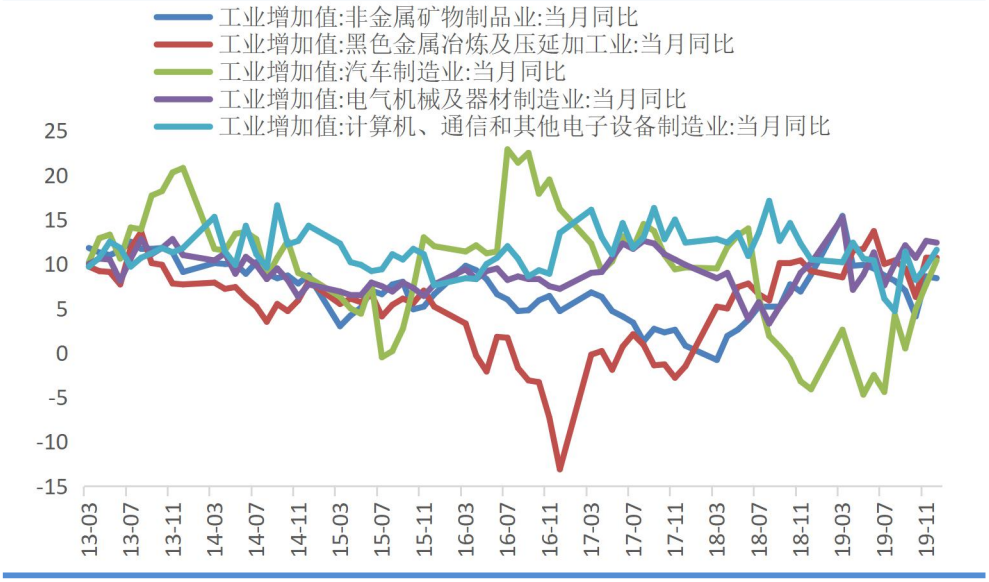
图 3：制造业是拉动工业增加值当月同比超预期上行的主力（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

从制造业的子行业看，受中美贸易摩擦边际缓和的推动，电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值当月同比分别录得12.40%、11.60%，分别较前值上行-0.20、1.90个百分点。与此同时，在房地产投资与基建投资预期向好的背景下，黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业工业增加值当月同比分别录得10.70%、8.40%，虽然分别较前值下行0、0.20个百分点，但是依旧录得高增长。最后，汽车制造业工业增加值当月同比录得10.40%，较2019年5月的前期低点上行5.70个百分点。

图 4：计算机通信以及汽车是制造业工业增加值当月同比上行的主要推动力（%）



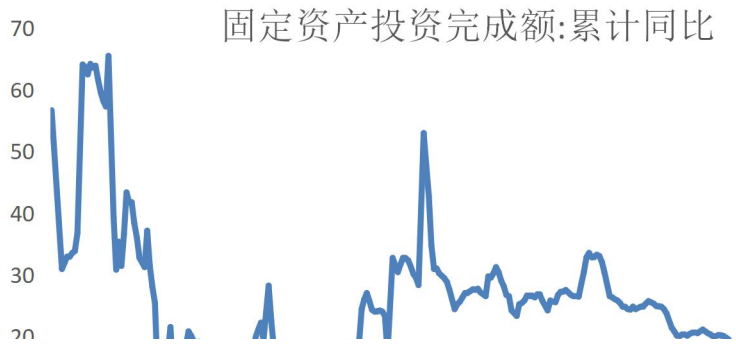
资料来源：wind，首创证券研究发展部

分经济类型看，国有及国有控股企业、股份制企业、私营企业、外商及港澳台投资企业工业增加值当月同比分别为7.00%、7.50%、7.10%、4.80%，分别较前值上行3.30、0.50、-1.80、1.60个百分点。其中，国有及国有控股企业工业增加值当月同比大幅反弹，创2018年6月以来新高；股份制企业工业增加值当月同比超越私营企业，与12月PMI数据中中型企业表现亮眼相印证；受贸易摩擦悲观预期的影响，外商及港澳台投资企业工业增加值当月同比在2019年两度录得负增长，在中美贸易摩擦阶段性缓和之后，目前出现反弹；私营企业工业增加值当月同比虽然较前值下行，但是目前还处于相对高位。

三、2020 年固定资产投资增速大幅反弹概率较低

2019年固定资产投资增速延续2010年以来的下行趋势。其中，2019年10月、11月固定资产投资完成额累计同比连续2个月录得为5.2%，为万得资讯1992年有记录以来新低。从结构上看，自2012年GDP增速破“8”以来，第三产业固定资产投资增速在绝大部分时间里要高于第二产业固定资产投资增速。在新发展理念、高质量发展、工业化后期经济转型以及前期高基数的背景下，固定资产投资增速不断创新低是一个大趋势。从这个角度看，2020年固定资产投资增速大幅反弹概率较低。

图 5：固定资产投资增速不断创新低是一个大趋势（%）



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_7619