



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

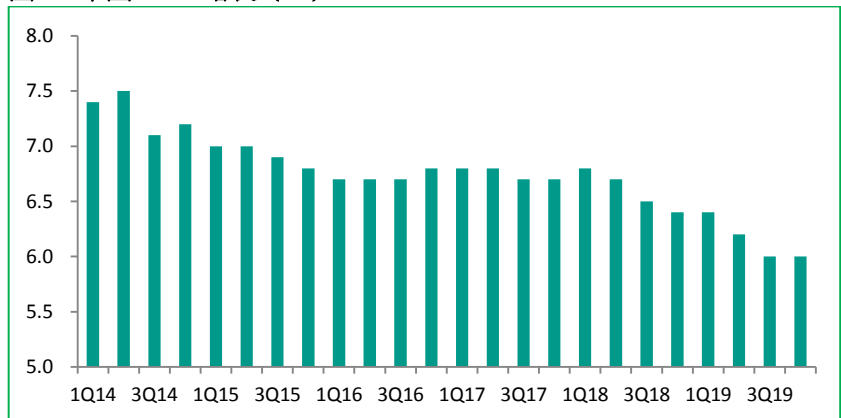
電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

中國 2019 年第 4 季經濟增長企穩于 6.0%

- 受 12 月經濟數據反彈帶動，2019 年第 4 季中國經濟同比增長 6.0%，與 2019 年第 3 季的增速持平。2019 年全年中國經濟增長 6.1%，雖較 2018 年 6.6% 的增速放緩，但實現年初制定的 6-6.5% 的增長目標
- 國內生產總值各個組成部分的分析顯示，2019 年消費開支仍是經濟增長的主要推動力，為整體經濟增長貢獻 3.5 個百分點，而投資貢獻 1.9 個百分點，貨物及服務淨出口為整體經濟增長貢獻 0.7 個百分點
- 展望未來，有見于中美貿易關稅仍高企、工業企業盈利增速疲弱、消費增速難于反彈以及房地產調控措施仍偏緊，我們相信 2020 年中國經濟增長或繼續放緩。整體上我們預期 2020 年中國 GDP 增長 5.9%，略低于 2019 年 6.1% 的增速
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2020 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.80% 及 4.70%。我們預期 2020 年年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.0%，而中小型金融機構為 10.0%。我們預期 2020 年中央政府將采用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的政策以及加速基建投資方面

受 12 月經濟數據反彈帶動，2019 年第 4 季中國經濟同比增長 6.0%¹ (圖 1)，與 2019 年第 3 季的增速持平。從按季增長看，2019 年第 4 季中國經濟增長 1.5%，較第 3 季 1.4% 的增速略有回升。2019 年全年中國經濟增長 6.1%，雖較 2018 年 6.6% 的增速放緩，但實現年初制定的 6-6.5% 的增長目標。值得注意的是，2019 年中國人均 GDP 達到 70892 元，按年平均匯率折算達到了 10276 美元，突破了 1 萬美元的大關。

圖 1: 中國 GDP 增長 (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

國內生產總值各個組成部分的分析顯示，2019 年消費開支仍是經濟增長的主要推動力，為整體經濟增長貢獻 3.5 個百分點，而投資貢獻 1.9 個百分點 (圖 2)。2019 年貨物及服務淨出口為整

農銀國際研究部

2020 年 1 月 17 日

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



體經濟增長貢獻 0.7 個百分點，而 2018 年貨物及服務淨出口拖累整體經濟增長減少 0.6 個百分點，2019 年貨物及服務淨出口對經濟增速的正貢獻主要来自于服務貿易的逆差減少以及貨物貿易順差擴大。此外，2019 年經濟結構繼續優化。2019 年第三產業增加值占國內生產總值的比重為 53.9%，比 2018 年提高 0.6 個百分點，高于第二產業 14.9 個百分點，對國內生產總值增長的貢獻率為 59.4%。

12 月單月的宏觀數據顯示中國經濟增長的動力有所增強，12 月單月的工業增加值及整體投資增速均較 11 月明顯回升。隨著庫存的持續走低，企業有主動補庫存的需求，以及春節提前導致 12 月工業增加值增速從 11 月的 6.2% 回升至 6.9%。12 月汽車產量增長 8.1%，集成電路產量大幅增長 30.0%，都遠超過 11 月增速的 3.7% 和 18.2%。根據我部的測算，12 月單月整體投資增速由 11 月的 5.2% 大幅反彈至 11.8%，製造業投資及私人投資回升是主要的支持因素。受出口大幅反彈以及融資成本回落帶動，12 月製造業投資增速由 11 月的 1.6% 攀升至 9.2%。12 月單月私人投資增速亦由 11 月的 3.9% 大幅反彈至 13.7%。受房地產銷售放緩影響，12 月單月的房地產投資由 11 月的 9.3% 回落至 6.7%。12 月房地產銷售面積及金額分別下跌 2.0% 及上漲 1.4%，而 11 月份分別上升 1.1% 及 7.3%。12 月基建投資增速基本保持平穩，由 11 月的 2.3% 小幅回落至 1.9%。此外，12 月社會消費品零售銷售增速維持在 8.0%，剔除汽車銷售後的社會消費品零售銷售增速從 11 月的 9.1% 略微放緩至 8.9%。

圖 2：中國實質 GDP 增長各項貢獻率（百分點）

經濟指標	2017	2018	2019
消費開支（家庭 + 政府）(A)	4.0	5.0	3.5
投資（私人 + 公共）(B)	2.2	2.2	1.9
消費開支+投資 (A+B)	6.2	7.2	5.4
貨物及服務淨出口(C)	0.6	-0.6	0.7
實質 GDP 增長 % (A+B+C)	6.8	6.6	6.1

來源：國家統計局，農銀國際證券

展望未來，有見于中美貿易關稅仍高企、工業企業盈利增速疲弱、消費增速難于反彈以及房地產調控措施仍偏緊，我們相信 2020 年中國經濟增長或繼續放緩。整體上我們預期 2020 年中國 GDP 增長 5.9%，略低于 2019 年 6.1% 的增速（圖 3）。值得指出的是，上述預測是基于我們對中美達成第一階段貿易協議的預估，即 2020 年美國將維持對中國商品的現有關稅不變。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行在 2020 年將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.80% 及 4.70%。我們預期 2020 年年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.0%，而中小型金融機構為 10.0%。我們預期 2020 年中央政府將采用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、出臺鼓勵消費的



政策以及加速基建投資方面。

圖 3：經濟預測

經濟指標	2018 年	2019 年	2020 年預測
實質 GDP 增長, %	6.6	6.1	5.9
固定資產投資增長, %	5.9	5.4	5.2
零售銷售增長, %	9.0	8.0	7.8
以美元計出口增長, %	9.9	0.5	3.0
以美元計進口增長, %	15.8	-2.8	1.0
工業產出增長, %	6.2	5.7	5.2
消費物價通脹, %	2.1	2.9	3.5
生產物價通脹, %	3.5	-0.3	0.5
M2 增長, %	8.1	8.7	8.5
社會融資規模, 十億人民幣	19,260	25,580	27,000
新增人民幣貸款, 十億人民幣	16,170	16,810	18,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.8785	6.9632	6.9000

來源：國家統計局，中國人民銀行，農銀國際證券估計



	2018					2019								
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.4	---	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---	---	6.0
以美元計出口增長 (同比%)	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.2	7.6
以美元計進口增長 (同比%)	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3
貿易餘額 (美元/十億)	44.8	57.1	39.2	4.1	32.7	13.8	41.7	51.0	45.1	34.8	39.7	42.8	38.7	46.8
零售額 (同比%)	8.1	8.2	8.2	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0
工業增加值 (同比%)	5.4	5.7	5.3	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9
製造業 PMI (%)	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2
非製造業 PMI (%)	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5
固定資產投資 (累計同比%)	5.9	5.9	6.1	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.2
消費物價指數 (同比%)	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5
生產者物價指數 (同比%)	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5
廣義貨幣供應量 (同比%)	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.4	8.7
新增貸款 (人民幣/十億)	1250	1080	3230	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661	1390	1140
總社會融資 (人民幣/十億)	1519	1590	4640	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619	1750	2103

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率			
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)			
美國			能源					美國聯邦基金目標利率			
道瓊斯工業平均指數	29,297.64	1.64	19.95	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	58.64	(0.68)	460,788	1.75	0.00	
標準普爾 500 指數	3,316.81	1.58	22.10	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	64.78	(0.31)	250,967	4.75	0.00	
納斯達克綜合指數	9,357.13	1.94	35.35	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.05	(6.81)	244,559	2.25	0.00	
MSCI 美國指數	3,162.31	1.60	22.74	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 1 年期國債	1.4886 (0.77)	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債			
富時 100 指數	7,609.81	0.29	18.40	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,796.50	0.88	37,884	1.6211 (1.04)		
德國 DAX30 指數	13,429.43	-0.40	24.91	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,812.00	0.33	31,804	1.8267	0.71	
法國 CAC 40 指數	6,039.03	0.03	21.63	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	6,267.50	1.33	18,808	美國 10 年期國債	0.0020	0.20
西班牙 IBEX 35 指數	9,572.50	-0.01	15.55	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	6,277.50	1.28	32,070	中國 10 年期國債	3.0840	0.40
意大利 FTSE MIB 指數	23,940.41	-0.34	14.42	貴金屬					歐洲央行基準利率 (再融資利率)		
Stoxx 600 指數	420.54	0.33	20.88	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,555.10	(0.32)	313,423	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,177.23	0.37	18.58	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	18.04	(0.36)	71,290	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	1.6690 (0.76)	
MSCI 法國指數	173.52	0.18	21.66	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	1,015.30	2.97	24,425	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.8361 (0.16)	
MSCI 德國指數	155.65	-0.42	22.04	農產品					隔夜上海同業拆借利率		
MSCI 意大利指數	64.49	-0.34	14.43	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	378.25	-1.94	170,929	2.5220	74.98	
亞洲			外匯					1 月期上海同業拆借利率			
日經 225 指數	24,041.26	0.80	19.23	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	568.25	0.66	69,993	2.8080	18.90	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	7,064.13	1.95	20.88	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	14.43	2.56	116,938	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	2.2151 (11.18)	
恒生指數	28,971.82	1.16	11.34	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	924.25	-2.30	96,312	公司債券 (穆迪)		
恒生中國企業指數	11,387.61	1.07	9.03						Aaa 2.97 -2.00		
滬深 300 指數	4,154.85	(0.20)	14.76						Baa 3.80 -2.00		
上證綜合指數	3,075.50	(0.54)	14.64								
深證綜合指數	1,806.28	0.47	37.85								
MSCI 中國指數	89.26	0.86	15.20								
MSCI 香港指數	15,918.69	1.78	14.62								
MSCI 日本指數	1,045.80	(0.17)	15.86								

附注:

- 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新于報告發布日期)
- 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格

匯率	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期
匯率	1.1137	1.3078	0.6908	110.21	0.9656	6.8592	7.7696	6.9400

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

周變化 (%)	0.14	0.11	0.10	-0.69	0.72	0.87	-0.04	0.69
------------	------	------	------	-------	------	------	-------	------

權益披露

分析員，姚少華，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 ≥ 市場回報(10%)
持有	負市場回報 (-10%) ≤ 股票投資回報 < 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 < 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2008 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數于 2008-19 年間的年複合增長率為 10%）

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限于：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司于相應行業的競爭優勢等。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2020 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183