



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshao@abci.com.hk

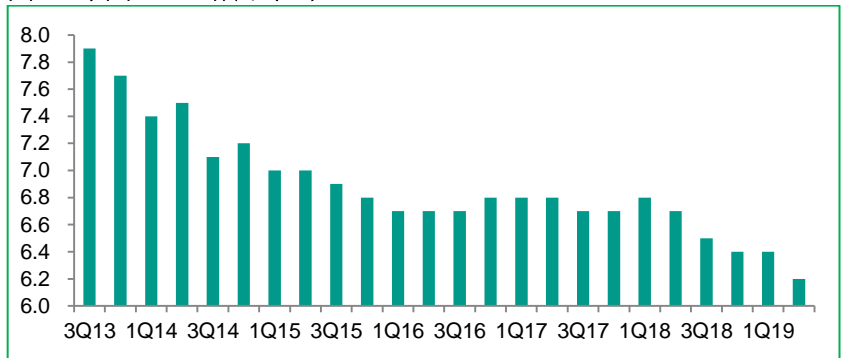
2020 年中國經濟展望

- 受累于中美貿易摩擦升溫、製造業活動放緩以及工業企業盈利惡化，2019 年年初以來中國經濟增長持續放緩。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2019 年前 3 季經濟增長 6.2%，較 2018 年同期 6.7% 的增速回落
- 展望未來，有見于中美貿易摩擦仍持續、工業產出增速疲弱，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% 的預估增速
- 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%。2020 年底大型存款類金融機構的 RRR 料跌至 12.0%，而中小型金融機構的 RRR 料跌至 10.0%
- 我們預期 2020 年中央政府將採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。我們預期 2020 年政府會再錄得小幅財政赤字，約占國內生產總值 4.0%

中國經濟增長首 10 月放緩

受累于中美貿易摩擦升溫、製造業活動放緩以及工業企業盈利惡化，2019 年年初以來中國經濟增長持續放緩。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國 2019 年前 3 季經濟增長 6.2%¹，較 2018 年同期 6.7% 的增速回落(圖 1)。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，消費開支仍是 2019 年前 3 季經濟增長的主要推動力，為整體經濟增長貢獻 3.8 個百分點。投資貢獻 1.2 個百分點，而貨物及服務淨出口亦貢獻 1.2 個百分點。

圖 1: 中國 GDP 增長 (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

與 2018 年相比，2019 年首 10 個月內需表現較疲弱，投資及社會消費品零售銷售增速均放緩。城鎮固定資產投資繼 2018 年增長 5.9% 後，2019 年首 10 個月回落至 5.2%，主要因為中美貿易摩擦導致製造業及民間投資放緩(圖 2)。同期社會消費品零售銷售亦由 9.0% 放緩至 8.1%，主要因為汽車購置稅優惠措施退出導致汽車消費增速大幅放緩(圖 3)。從供給側看，內地實質工業產出增長由 2018 年的 6.2% 回落

農銀國際研究部

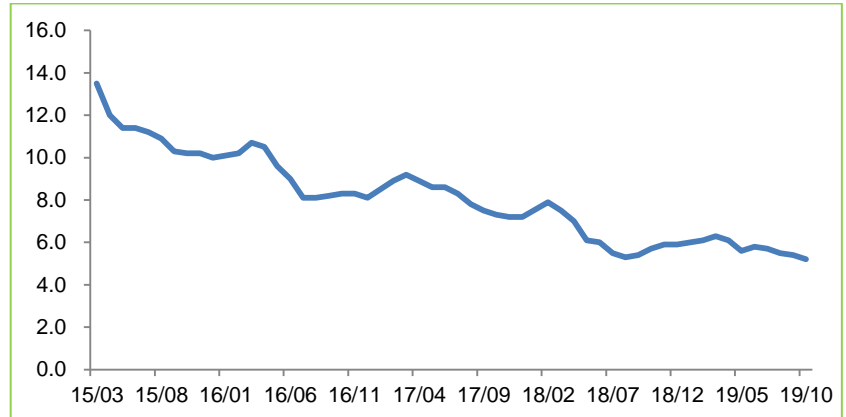
2019 年 12 月 2 日

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



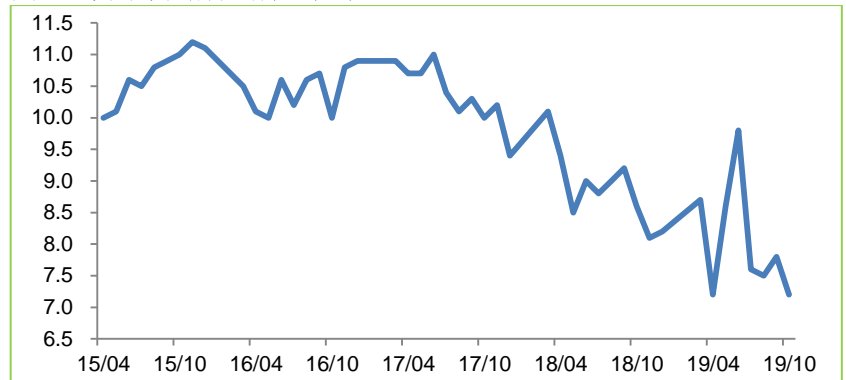
至 2019 年首 10 個月的 5.6% (圖 4)。

圖 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長 (%)



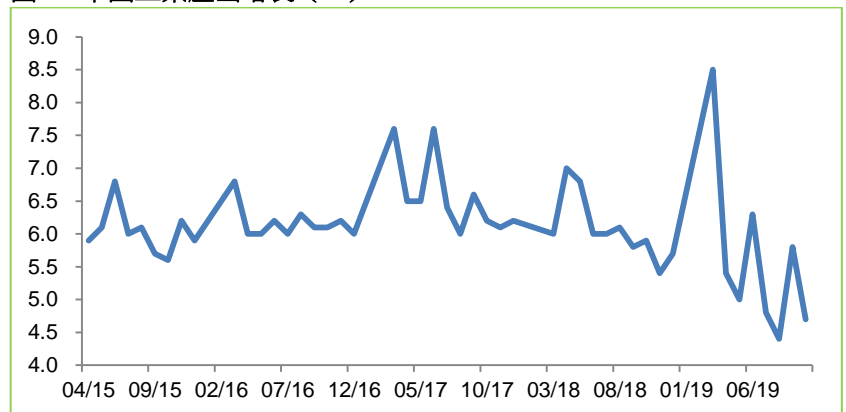
來源：國家統計局，農銀國際證券

圖 3：中國零售銷售增長 (%)



來源：國家統計局，農銀國際證券

圖 4：中國工業產出增長 (%)



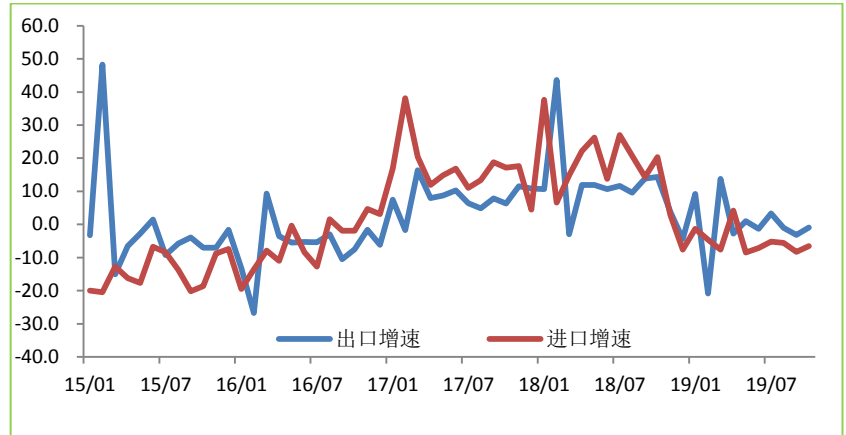
來源：國家統計局，農銀國際證券

外需方面，由于中美貿易摩擦升溫，2019 年首 10 個月出口與進口均顯著回落。儘管人民幣貶值支持出口增長，但以美元計價 2019 年首 10 個月出口仍下跌 0.2%，遠低于 2018 年 9.9% 的出口增幅 (圖 4)。同期進口下跌 5.1%，亦遠低于 2018 年 15.8% 的進口增幅。由于進口大幅下跌，2019 年首 10 個月貿易盈餘由 2018 年同期的 2528 億美元



擴大至 3403 億美元。

圖 5：中國出口及進口增長 (%)



來源：國家統計局，農銀國際證券

2019 年首 10 個月 CPI 與 PPI 通脹繼續偏離。由於食品價格特別是豬肉價格反彈，2019 年前 10 個月 CPI 通脹由去年的 2.1% 回升至 2.6%。然而，同期 PPI 通脹則由 2018 年的 3.5% 大幅回落至 -0.2%，主要因為內需較疲弱以及較高的基數效應。

貨幣政策方面，2019 年年初至今人民銀行採用了中性偏鬆的態勢，以期穩定經濟增長。2019 年首 10 月人民銀行實施了 3 次降準來降低實體經濟融資成本。儘管人民銀行維持基準利率不變，但 OMO、MLF 及 LPR 利率水平均趨於回落。2019 年 10 月廣義貨幣供給 (M2) 的增速由 2018 年同期的 8.0% 反彈至 8.4%，2019 年首 10 月衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從 2018 年同期的 16.2 萬億人民幣上升至 19.4 萬億人民幣。

2020 年中國經濟增速或放緩

展望未來，有見於中美貿易摩擦仍持續、工業產出增速疲弱，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%，略低於 2019 年 6.1% 的預估增速（圖 6）。值得指出的是，上述預測是基於我們對中美貿易戰的基準預估，即 2020 年美國將維持對中國商品的現有關稅不變。如果美國調高或調低對中國商品的關稅水平，我們的預測將做出相應的調整。即使美國調高對中國商品關稅，我們認為中央政府推行的寬鬆財政政策及中性偏鬆的貨幣政策將防止經濟大幅下滑。

內需方面，隨著地方政府專項債券可作為重大基建項目的資本金和部分基建項目的最低資本金比例已經調低，基建投資有望在 2020 年低位回升。房地產調控政策仍將從嚴，以及房地產銷售料放緩，房地產投資在 2020 年或小幅回落。製造業投資在減稅降費及融資成本降低下料保持平穩。我們預計 2020 年整體固定資產投資或由 2019 年估計的 5.2% 回落至 5.0%。儘管個稅改革措施的實施將提振消費開支的增長，但由於居民可支配收入增長放緩以及 CPI 通脹高企，2020 年社會消費品零售銷售的增長料維持疲弱態勢。我們預計 2020 年零售銷售增速或由 2019 年估計的 8.1% 回落至 7.8%。外需方面，雖然中美兩國就貿易摩擦仍在舉行雙邊談判，但中美貿易的糾紛料為中國 2020 年的貿易增



速帶來很大的不確定性。我們預計 2020 年中國貿易的增速仍保持疲弱態勢，出口及進口的增速或由 2019 年估計的-0.5%及-5.0%分別小幅回升至 0.5%及-4.0%。

圖 6：經濟預測

經濟指標	2018 年	2019 年預測	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	5.2	5.0
零售銷售增長, %	9.0	8.1	7.8
以美元計出口增長, %	9.9	-0.5	0.5
以美元計進口增長, %	15.8	-5.0	-4.0
工業產出增長, %	6.2	5.5	5.0
消費物價通脹, %	2.1	2.8	3.5
生產物價通脹, %	3.5	-0.2	-0.5
M2 增長, %	8.1	8.5	8.5
社會融資規模, 十億人民幣	19,260	21,000	23,000
新增人民幣貸款, 十億人民幣	16,170	17,000	18,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.8785	7.0000	6.9000

來源：國家統計局，中國人民銀行，農銀國際證券估計

有見于食品價格上漲，特別是豬肉價格因非洲豬瘟供應偏緊保持高位，2020 年 CPI 通脹或由 2019 年預計的 2.8%反彈至 3.5%。我們預計豬肉價格在 2020 年上半年保持高位，下半年隨著供應恢復將有所回落，因此明年 CPI 或呈現前高後低的態勢。由于大宗商品價格走勢回軟以及內需疲弱，2020 年 PPI 通脹或由 2019 年預計的-0.2%進一步下跌至-0.5%。我們相信 2020 年 CPI 與 PPI 通脹將繼續偏離。

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。人民銀行料保持流動性合理充裕來增加對民營企業以及中小企業的信貸。我們預計 2020 年新增人民幣貸款與新增社會融資規模或分別增長約 5.9%及 9.5%達至 18.0 萬億人民幣及 23.0 萬億人民幣。另外，儘管我們預期人民銀行在 2020 年將維持基準利率不變，但貨幣當局或下調 OMO、MLF 及 LPR 等政策利率水平。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%。有見于經濟增長放緩，我們預期 2020 年人民銀行將繼續定向下調 RRR。我們預計 2020 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%。2020 年底廣義貨幣供給（M2）預計增長 8.5%。匯率方面，由于美國或繼續加息，我們預期 2020 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.9000 左右，而 2019 年年底預計為 7.0000。

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。近期中國出臺了適當調整基礎設施項目最低資本金比例的政策。港口、沿海及內河航運項目，項目最低資本金比例由 25%調整為 20%。此外，公路、鐵路、城建、物流、生態環保、社會民生等領域的補短板基礎設施項目，在投資回報機制明確、收益可靠、風險可控的前提下，可以適當降低項目最低資本金比例不超過 5 個百分點。由于財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2020 年政府會再錄得小幅財政赤字，約占國內生產總值 4.0%。



	2018				2019									
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
實際國民生產總值 (同比%)	6.5	---	---	6.4	---	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---
以美元計出口增長 (同比%)	14.5	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9
以美元計進口增長 (同比%)	14.3	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4
貿易餘額 (美元/十億)	31.7	34.0	44.8	57.1	39.2	4.1	32.7	13.8	41.7	51.0	45.1	34.8	39.7	42.8
零售額 (同比%)	9.2	8.6	8.1	8.2	8.2	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2
工業增加值 (同比%)	5.8	5.9	5.4	5.7	5.3	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7
製造業 PMI (%)	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3
非製造業 PMI (%)	54.9	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8
固定資產投資 (累計同比%)	5.4	5.7	5.9	5.9	6.1	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2
消費物價指數 (同比%)	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8
生產者物價指數 (同比%)	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6
廣義貨幣供應量 (同比%)	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4
新增貸款 (人民幣/十億)	1380	697	1250	1080	3230	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661
總社會融資 (人民幣/十億)	2170	743	1519	1590	4640	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619

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	28,051.41	0.00	19.31	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	55.79	1.60	509,136	1.75	0.00		
標準普爾 500 指數	3,140.98	0.00	20.89	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	61.21	(1.95)	126,870	4.75	0.00		
納斯達克綜合指數	8,665.47	0.00	32.02	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.35	2.81	111,143	2.25	0.00		
MSCI 美國指數	2,993.50	0.00	21.54	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	1.5982	0.51	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債				
富時 100 指數	7,346.53	0.00	17.74	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,792.00	0.00	14,888	1.6505	2.46		
德國 DAX30 指數	13,236.38	0.00	24.49	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,770.00	0.00	21,508	1.7982	3.27		
法國 CAC 40 指數	5,905.17	0.00	21.15	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,853.25	0.00	8,957	美國 10 年期國債	1.982	3.27	
西班牙 IBEX 35 指數	9,352.00	0.00	15.24	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,864.00	0.00	27,657	日本 10 年期國債	(0.054)	1.90	
意大利 FTSE MIB 指數	23,259.33	0.00	14.01	貴金屬					中國 10 年期國債	3.1750	2.50	
Stoxx 600 指數	407.43	0.00	20.21	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,465.60	(0.48)	199,677	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,103.09	0.00	17.93	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.01	(0.56)	49,280	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	1.6971	(0.56)	
MSCI 法國指數	169.71	0.00	21.19	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	899.30	(0.12)	17,996	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.9055	(1.18)	
MSCI 德國指數	153.3	0.00	21.74	農產品					隔夜上海同業拆借利率	2.2330	(12.3)	
MSCI 意大利指數	62.78	0.00	14.05	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	382.50	0.33	206,531	1 月期上海同業拆借利率	2.7790	(0.40)	
亞洲			農產品					香港 3 月期銀行同業拆借固定利率				
日經 225 指數	23,550.77	1.10	18.75	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	542.00	0.05	70,206	公司債券 (穆迪)	Aaa	2.95	-8.00
澳大利亞 S&P/ASX 指數	6,878.20	0.47	20.32	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	12.94	0.00	64,563	Baa	3.85	-6.00	
恒生指數	26,346.49	0.46	11.21	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	881.25	0.51	84,331	附注:			
恒生中國企業指數	10,301.82	0.75	8.68	1. 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,828.67	0.50	13.49	2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格								
上證綜合指數	2,882.00	0.35	13.71									
深證綜合指數	1,600.69	0.48	33.15									
MSCI 中國指數	79.50	0.00	15.26									
MSCI 香港指數	14,708.72	0.00	13.50									
MSCI 日本指數	1,025.53	0.00	15.57									

外匯

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	1.1019	1.2916	0.6774	109.65	0.9999	7.0294	7.8292	7.1055

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

周變化 (%)	0.01	-0.07	0.16	-0.15	0.03	0.04	-0.01	-0.04
---------	------	-------	------	-------	------	------	-------	-------

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 2005 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數于 2005-17 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 2019 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