



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

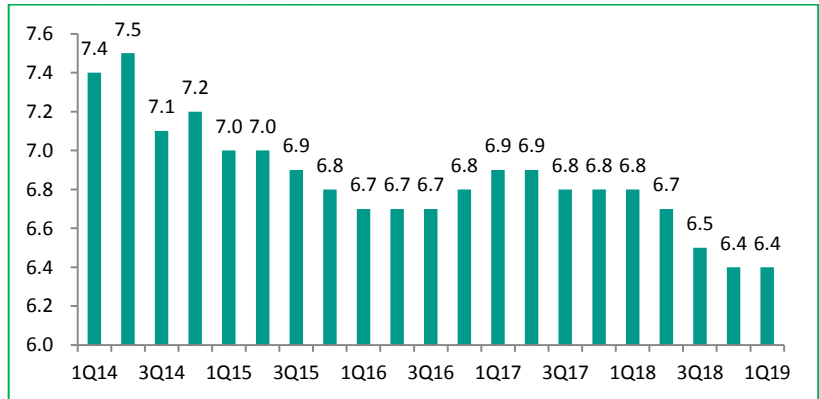
電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

中國第 1 季 GDP 超預期增長 6.4%

- 受益于積極的財政政策以及中性偏松的貨幣政策支持，中國 2019 年第 1 季經濟增速維持在 6.4% 的水平，高于市場預期的 6.3% 增速
- 展望未來，我們相信未來數季中國經濟在寬鬆財政政策及中性偏松的貨幣政策支持下將保持平穩增長。中美貿易摩擦仍持續以及房地產市場降溫將是中國經濟增長面臨的主要挑戰。
- 我們維持中國經濟 2019 年增長 6.3% 的預測不變。然而，有見于整體固定資產投資持續反彈以及全國居民人均可支配收入增長加快，我們的經濟增速預測或有小幅上調的可能
- 未來數月我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策支持實體經濟發展。但鑒于第 1 季經濟增速好于預期，為降低金融領域風險，人民銀行將控制貨幣供應的總閘門，防止經濟主體過度加杠杆。我們預期 2019 年餘下月份人民銀行將繼續定向下調 RRR 兩次，每次 0.5 個百分點

受益于積極的財政政策以及中性偏松的貨幣政策支持，中國 2019 年第 1 季經濟增速維持在 6.4% 的水平，高于市場預期的 6.3% 增速(圖 1)。從按季增長看，2019 年第 1 季中國經濟增長 1.4%，而 2018 年第 4 季則增長 1.5%。令人鼓舞的是，3 月份的經濟數據全面好于預期，投資、零售銷售、出口以及工業增加值的增速均好于市場預測以及首兩個月的增速。城鎮固定資產投資繼今年前 2 個月增長 6.1% 後，3 月份單月回升至 6.5%，而同期消費品零售銷售則由 8.2% 反彈至 8.7%。從供給側看，3 月份工業增加值增速從前 2 個月的 5.3% 大幅反彈至 8.5%，創 2014 年 7 月以來新高。

圖 1：中國 GDP 增長 (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

經濟結構的調整繼續取得積極進展。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，2019 年第 1 季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 4.2 個百分點，而投資僅貢獻 0.8 個百分點(圖 2)。受益于貨物貿易順差比上年同期擴大 75.2%，2019 年第 1 季貨物及服務淨出口為整體經濟增長貢獻 1.4 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。此外，今年第 1 季第三產業增加值占國內生產總值的比重達到 57.3%，高于去年同期 56.7% 的比重以及今年第 1 季第二產業 38.6% 的比重。

農銀國際研究部

2019 年 4 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

**圖 2：中國實質 GDP 增長各項目貢獻率（百分點）**

經濟指標	2017	2018	1Q2019
消費開支（家庭 + 政府）	4.0	5.0	4.2
投資（私人 + 公共）	2.2	2.2	0.8
貨物及服務淨出口	0.6	-0.6	1.4
實質 GDP 增長 %	6.8	6.6	6.4

來源：國家統計局，農銀國際證券

高技術產業的生產及投資繼續加快。第 1 季第二產業中的移動通信基站設備、城市軌道車輛、新能源汽車、太陽能電池產量同比分別增長 153.7%、54.1%、48.2%和 18.2%。第三產業中的信息傳輸、軟件和信息技術服務業在第 1 季產值增長 21.2%。第 1 季高技術產業投資增長亦明顯較快，高技術製造業投資同比增長 11.4%，增速比全部投資快 5.1 個百分點；高技術服務業投資同比增長 19.3%，比全部投資快 13.0 個百分點。

貨幣政策方面，今年第 1 季人民銀行採用了中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長，主要表現為人民銀行 1 月份實施了 2 次降准來降低實體經濟融資成本，政府國債利率以及銀行間 7 天回購利率等市場利率水平平均趨于回落。今年 3 月份新增人民幣貸款和社融增量雙雙遠超市場預期，當月新增人民幣貸款 1.69 萬億元人民幣，社會融資規模增量也高達 2.86 萬億元人民幣。財政政策方面，第 1 季減稅降費力度超出市場預期，地方債發行、財政支出節奏也明顯快于去年同期。今年 1 季度財政支出同比增長 15.0%，創 2017 年下半年以來新高，有力的支持了經濟增長。

展望未來，我們相信未來數季中國經濟在寬鬆財政政策及中性偏松的貨幣政策支持下將保持平穩增長。中美貿易摩擦仍持續以及房地產市場降溫將是中國經濟增長面臨的主要挑戰。我們維持中國經濟 2019 年增長 6.3% 的預測不變（圖 3）。然而，有見于整體固定資產投資持續反彈以及全國居民人均可支配收入增長加快，我們的經濟增速預測或有小幅上調的可能。今年第 1 季全國居民人均可支配收入實質增長 6.8%，不僅高于 2018 年 6.5% 的實質增速，亦快于同期 6.4% 的 GDP 實質增速，居民人均可支配收入增速加快料為居民消費增長提供支持。此外，從 4 月 1 日起，製造業增值稅率從 16.0% 降到 13.0%，料為工業企業產出帶來支持。

未來數月我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策支持實體經濟發展。但鑒于第 1 季經濟增速好于預期，為降低金融領域風險，人民銀行將控制貨幣供應的總閘門，防止經濟主體過度加杠杆。我們預期 2019 年餘下月份人民銀行將繼續定向下調 RRR 兩次，每次 0.5 個百分點。我們預計 2019 年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.5%，而中小型金融機構為 10.5%。



圖 3: 經濟預測

經濟指標	2017 年	2018 年	2019 年預測
實質 GDP 增長, %	6.9	6.6	6.3
固定資產投資增長, %	7.2	5.9	5.5
零售銷售增長, %	10.2	9.0	9.0
以美元計出口增長, %	7.9	9.9	7.0
以美元計進口增長, %	15.9	15.8	12.0
工業產出增長, %	6.6	6.2	6.2
消費物價通脹, %	1.6	2.1	2.0
生產物價通脹, %	6.3	3.5	1.5
M2 增長, %	8.2	8.1	8.5
社會融資規模增量, 十億人民幣	22,400	19,260	20,000
新增人民幣貸款, 十億人民幣	13,523	16,170	17,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.5068	6.8785	7.0000

來源: 國家統計局, 中國人民銀行, 農銀國際證券



	2018												2019		
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.5	---	---	6.4	---	---	6.4	
以美元計出口增長 (同比%)	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.3	12.2	9.8	14.5	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	
以美元計進口增長 (同比%)	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	27.0	14.3	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	
貿易餘額 (美元/十億)	33.7	-5.0	28.8	24.9	41.6	28.1	27.9	31.7	34.0	44.8	57.1	39.2	4.1	32.7	
零售額 (同比%)	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	8.2	8.2	8.7	
工業增加值 (同比%)	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	5.3	5.3	8.5	
製造業 PMI (%)	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	49.2	
非製造業 PMI (%)	54.4	54.6	54.8	54.9	55.0	54.0	54.2	54.9	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3	54.3	
固定資產投資 (累計同比%)	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	6.1	6.1	6.3	
消費物價指數 (同比%)	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	
生產者物價指數 (同比%)	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	
廣義貨幣供應量 (同比%)	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	
新增貸款 (人民幣/十億)	839	1120	1180	1150	1840	1450	1280	1380	697	1250	1080	3230	886	1690	
總社會融資 (人民幣/十億)	1189	1586	1776	953	1488	1224	1941	2170	743	1519	1590	4640	703	2860	

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	26,452.66	0.15	16.82	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	64.45	0.88	642,327	2.50	0.00	
標準普爾 500 指數	2,907.06	(0.01)	19.07	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	71.99	0.61	259,451	5.50	0.00	
納斯達克綜合指數	8,000.23	0.20	34.03	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.58	(3.16)	123,549	3.00	0.00	
MSCI 美國指數	2,771.10	(0.02)	19.41	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	2.4162	1.74
歐洲				普通金屬				美國 5 年期國債			
富時 100 指數	7,462.71	0.34	17.54	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,837.75	(0.34)	34,815	2.4264	4.62	
德國 DAX30 指數	12,099.87	0.83	15.27	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,855.50	(0.40)	34,863	2.6103	4.52	
法國 CAC 40 指數	5,534.97	0.59	18.57	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	6,483.50	0.13	20,341	美國 10 年期國債	(0.006)	5.00
西班牙 IBEX 35 指數	9,495.10	0.28	13.63	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	6,495.00	0.17	32,875	日本 10 年期國債	3.3830	2.70
意大利 FTSE MIB 指數	21,976.19	0.54	11.98	貴金屬				中國 10 年期國債			
Stoxx 600 指數	388.70	0.30	17.87	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,281.30	(1.07)	259,123	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00
MSCI 英國指數	2,151.47	0.38	17.63	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	15.03	0.45	77,493	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	2.4739	(0.35)
MSCI 法國指數	159.38	0.50	18.74	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	892.10	(0.71)	19,307	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	2.5880	(1.30)
MSCI 德國指數	145.54	0.99	15.45	農產品				隔夜上海同業拆借利率			
MSCI 意大利指數	59.91	0.08	11.91	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	368.00	(0.41)	180,870	1 月期上海同業拆借利率	2.7790	9.30
亞洲				小麥期貨合約	美元/蒲式耳	450.25	(3.90)	69,772	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	2.0114	10.84
日經 225 指數	22,277.97	1.86	16.39	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	12.67	(1.93)	99,091	公司債券 (穆迪)		
澳大利亞 S&P/ASX 指數	6,256.38	0.08	16.70	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	903.25	(0.61)	67,266	Aaa	3.68	(3.00)
恒生指數	30,108.62	0.66	11.74					Baa			
恒生中國企業指數	11,841.41	1.56	9.75					4.70 (1.00)			
滬深 300 指數	4,087.24	2.47	15.51								
上證綜合指數	3,263.12	2.34	15.56								
深證綜合指數	1,772.71	1.97	29.05								
MSCI 中國指數	87.24	0.14	14.56								
MSCI 香港指數	16,757.14	0.10	13.78								
MSCI 日本指數	976.15	1.28	13.71								

附注:

- 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)
- 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格

外匯

	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	1.1318	1.3048	0.7200	112.05	1.0079	6.6900	7.8451	6.7249
周變化 (%)	0.17	(0.20)	0.38	(0.03)	(0.55)	0.20	(0.03)	0.31



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 \geq 市場回報(10%)
持有	負市場回報 (-10%) \leq 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。文中分析建立于大量的假設基礎上，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