



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

中国第 1 季 GDP 超预期增长 6.4%

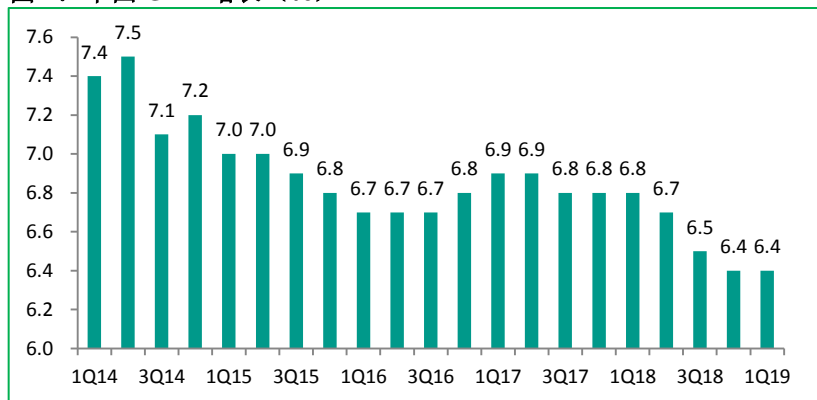
农银国际研究部

2019 年 4 月 17 日

- 受益于积极的财政政策以及中性偏松的货币政策支持，中国 2019 年第 1 季经济增速维持在 6.4% 的水平，高于市场预期的 6.3% 增速
- 展望未来，我们相信未来数季中国经济在宽松财政政策及中性偏松的货币政策支持下将保持平稳增长。中美贸易摩擦仍持续以及房地产市场降温将是中国经济增长面临的主要挑战。
- 我们维持中国经济 2019 年增长 6.3% 的预测不变。然而，有见于整体固定资产投资持续反弹以及全国居民人均可支配收入增长加快，我们的经济增速预测或有小幅上调的可能
- 未来数月我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策支持实体经济发展。但鉴于第 1 季经济增速好于预期，为降低金融领域风险，人民银行将控制货币供应的总闸门，防止经济主体过度加杠杆。我们预期 2019 年余下月份人民银行将继续定向下调 RRR 两次，每次 0.5 个百分点

受益于积极的财政政策以及中性偏松的货币政策支持，中国 2019 年第 1 季经济增速维持在 6.4%¹ 的水平，高于市场预期的 6.3% 增速(图 1)。从按季增长看，2019 年第 1 季中国经济增长 1.4%，而 2018 年第 4 季则增长 1.5%。令人鼓舞的是，3 月份的经济数据全面好于预期，投资、零售销售、出口以及工业增加值的增速均好于市场预测以及首两个月的增速。城镇固定资产投资继今年前 2 个月增长 6.1% 后，3 月份单月回升至 6.5%，而同期消费品零售销售则由 8.2% 反弹至 8.7%。从供给侧看，3 月份工业增加值增速从前 2 个月的 5.3% 大幅反弹至 8.5%，创 2014 年 7 月以来新高。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

经济结构的调整继续取得积极进展。国内生产总值各个组成部分的分析显示，2019 年第 1 季消费开支仍是经济增长的主要推动力，为整体经济增长贡献 4.2 个百分点，而投资仅贡献 0.8 个百分点(图 2)。受益于货物贸易顺差比上年同期扩大 75.2%，2019 年第 1 季货物及服务净出口为整体经济增长贡献 1.4 个百分点，而 2018 年货物及服务净出口拖累整体经济增长减少 0.6 个百分点。此外，今年第 1 季第三产业增加值占国内生产总值的比重达到 57.3%，高于去年同期 56.7% 的比重以及今年第 1 季第二产业 38.6% 的比重。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



图 2: 中国实质 GDP 增长各项目贡献率 (百分点)

经济指标	2017	2018	1Q2019
消费开支 (家庭 + 政府)	4.0	5.0	4.2
投资 (私人 + 公共)	2.2	2.2	0.8
货物及服务净出口	0.6	-0.6	1.4
实质 GDP 增长 %	6.8	6.6	6.4

来源: 国家统计局, 农银国际证券

高技术产业的生产及投资继续加快。第 1 季第二产业中的移动通信基站设备、城市轨道交通车辆、新能源汽车、太阳能电池产量同比分别增长 153.7%、54.1%、48.2%和 18.2%。第三产业中的信息传输、软件和信息技术服务业在第 1 季产值增长 21.2%。第 1 季高技术产业投资增长亦明显较快, 高技术制造业投资同比增长 11.4%, 增速比全部投资快 5.1 个百分点; 高技术服务业投资同比增长 19.3%, 比全部投资快 13.0 个百分点。

货币政策方面, 今年第 1 季人民银行采用了中性偏松的货币政策以稳定经济增长, 主要表现为人民银行 1 月份实施了 2 次降准来降低实体经济融资成本, 政府国债利率以及银行间 7 天回购利率等市场利率水平平均趋于回落。今年 3 月份新增人民币贷款和社融增量双双远超市场预期, 当月新增人民币贷款 1.69 万亿元人民币, 社会融资规模增量也高达 2.86 万亿元人民币。财政政策方面, 第 1 季减税降费力度超出市场预期, 地方债发行、财政支出节奏也明显快于去年同期。今年 1 季度财政支出同比增长 15.0%, 创 2017 年下半年以来新高, 有力的支持了经济增长。

展望未来, 我们相信未来数季中国经济在宽松财政政策及中性偏松的货币政策支持下将保持平稳增长。中美贸易摩擦仍持续以及房地产市场降温将是中国经济增长面临的主要挑战。我们维持中国经济 2019 年增长 6.3% 的预测不变 (图 3)。然而, 有见于整体固定资产投资持续反弹以及全国居民人均可支配收入增长加快, 我们的经济增速预测或有小幅上调的可能。今年第 1 季全国居民人均可支配收入实质增长 6.8%, 不仅高于 2018 年 6.5% 的实质增速, 亦快于同期 6.4% 的 GDP 实质增速, 居民人均可支配收入增速加快料为居民消费增长提供支持。此外, 从 4 月 1 日起, 制造业增值税率从 16.0% 降到 13.0%, 料为工业企业产出带来支持。

未来数月我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策支持实体经济发展。但鉴于第 1 季经济增速好于预期, 为降低金融领域风险, 人民银行将控制货币供应的总闸门, 防止经济主体过度加杠杆。我们预期 2019 年余下月份人民银行将继续定向下调 RRR 两次, 每次 0.5 个百分点。我们预计 2019 年底大型存款类金融机构的 RRR 为 12.5%, 而中小型金融机构为 10.5%。



图 3: 经济预测

经济指标	2017 年	2018 年	2019 年预测
实质 GDP 增长, %	6.9	6.6	6.3
固定资产投资增长, %	7.2	5.9	5.5
零售销售增长, %	10.2	9.0	9.0
以美元计出口增长, %	7.9	9.9	7.0
以美元计进口增长, %	15.9	15.8	12.0
工业产出增长, %	6.6	6.2	6.2
消费物价通胀, %	1.6	2.1	2.0
生产物价通胀, %	6.3	3.5	1.5
M2 增长, %	8.2	8.1	8.5
社会融资规模增量, 十亿人民币	22,400	19,260	20,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	13,523	16,170	17,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.5068	6.8785	7.0000

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券



	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	
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.5	---	---	6.4	---	---	6.4	
以美元计出口增长 (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	
以美元计进口增长 (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	
贸易余额 (美元/十亿)	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	
零售额 (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	
工业增加值 (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	
制造业 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	
非制造业 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	
固定资产投资 (累计同比%)	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	
消费物价指数 (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	
生产者物价指数 (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	
广义货币供应量 (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	
新增贷款 (人民币/十亿)	839	1120	1180	1150	1840	1450	1280	1380	697	1250	1080	3230	886	1690	
总社会融资 (人民币/十亿)	1189	1586	1776	953	1488	1224	1941	2170	743	1519	1590	4640	703	2860	

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率			
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)			
美国			能源					美国联邦基金目标利率			
道琼斯工业平均指数	26,452.66	0.15	16.82	纽约商品交易所轻质低硫原油期货合约	美元/桶	64.45	0.88	642,327	2.50	0.00	
标准普尔 500 指数	2,907.06	(0.01)	19.07	ICE 布伦特原油期货合约	美元/桶	71.99	0.61	259,451	5.50	0.00	
纳斯达克综合指数	8,000.23	0.20	34.03	算期货合约					3.00	0.00	
MSCI 美国指数	2,771.10	(0.02)	19.41	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.58	(3.16)	123,549	美国 1 年期国债	2.4162	1.74
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债			
富时 100 指数	7,462.71	0.34	17.54	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	2.4264	4.62	
德国 DAX30 指数	12,099.87	0.83	15.27	贵金属					美国 10 年期国债	2.6103	4.52
法国 CAC 40 指数	5,534.97	0.59	18.57	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,837.75	(0.34)	34,815	日本 10 年期国债	(0.006)	5.00
西班牙 IBEX 35 指数	9,495.10	0.28	13.63	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,855.50	(0.40)	34,863	中国 10 年期国债	3.3830	2.70
意大利 FTSE MIB 指数	21,976.19	0.54	11.98	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,483.50	0.13	20,341	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00
Stoxx 600 指数	388.70	0.30	17.87	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,495.00	0.17	32,875	美国 1 年期银行同业拆借固定利率	2.4739	(0.35)
MSCI 英国指数	2,151.47	0.38	17.63	贵金属					美国 3 年期银行同业拆借固定利率	2.5880	(1.30)
MSCI 法国指数	159.38	0.50	18.74	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,281.30	(1.07)	259,123	隔夜上海同业拆借利率	2.9980	34.60
MSCI 德国指数	145.54	0.99	15.45	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	15.03	0.45	77,493	1 月期上海同业拆借利率	2.7790	9.30
MSCI 意大利指数	59.91	0.08	11.91	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	892.10	(0.71)	19,307	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	2.0114	10.84
亚洲			农产品					公司债券 (穆迪)			
日经 225 指数	22,277.97	1.86	16.39	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	368.00	(0.41)	180,870	Aaa	3.68	(3.00)
澳大利亚 S&P/ASX 指数	6,256.38	0.08	16.70	小麦期货合约	美元/蒲式耳	450.25	(3.90)	69,772	Baa	4.70	(1.00)
恒生指数	30,108.62	0.66	11.74	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	12.67	(1.93)	99,091	附注:		
恒生中国企业指数	11,841.41	1.56	9.75	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	903.25	(0.61)	67,266	1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)		
沪深 300 指数	4,087.24	2.47	15.51						2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格		
上证综合指数	3,263.12	2.34	15.56								
深证综合指数	1,772.71	1.97	29.05								
MSCI 中国指数	87.24	0.14	14.56								
MSCI 香港指数	16,757.14	0.10	13.78								
MSCI 日本指数	976.15	1.28	13.71								

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.1318	1.3048	0.7200	112.05	1.0079	6.6900	7.8451	6.7249
周变化 (%)	0.17	(0.20)	0.38	(0.03)	(0.55)	0.20	(0.03)	0.31



权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数於 2005-17 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2019 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183