



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

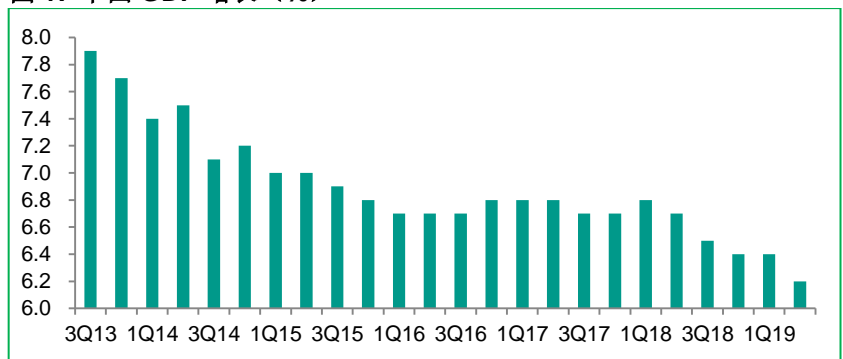
2020 年中国经济展望

- 受累于中美贸易摩擦升温、制造业活动放缓以及工业企业盈利恶化，2019 年年初以来中国经济增长持续放缓。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2019 年前 3 季经济增长 6.2%，较 2018 年同期 6.7% 的增速回落
- 展望未来，有见于中美贸易摩擦仍持续、工业产出增速疲弱，以及房地产调控措施仍偏紧，我们相信 2020 年中国经济增长或继续放缓。整体上我们预期 2020 年中国 GDP 增长 5.9%，略低于 2019 年 6.1% 的预估增速
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2020 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.80% 及 4.70%。2020 年底大型存款类金融机构的 RRR 料跌至 12.0%，而中小型金融机构的 RRR 料跌至 10.0%
- 我们预期 2020 年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及加速基建投资方面。我们预期 2020 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 4.0%

中国经济增长首 10 月放缓

受累于中美贸易摩擦升温、制造业活动放缓以及工业企业盈利恶化，2019 年年初以来中国经济增长持续放缓。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2019 年前 3 季经济增长 6.2%¹，较 2018 年同期 6.7% 的增速回落(图 1)。国内生产总值各个组成部分的分析显示，消费开支仍是 2019 年前 3 季经济增长的主要推动力，为整体经济增长贡献 3.8 个百分点。投资贡献 1.2 个百分点，而货物及服务净出口亦贡献 1.2 个百分点。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

与 2018 年相比，2019 年首 10 个月内需表现较疲弱，投资及社会消费品零售销售增速均放缓。城镇固定资产投资继 2018 年增长 5.9% 后，2019 年首 10 个月回落至 5.2%，主要因为中美贸易摩擦导致制造业及民间投资放缓(图 2)。同期社会消费品零售销售亦由 9.0% 放缓至 8.1%，主要因为汽车购置税优惠措施退出导致汽车消费增速大幅放缓(图 3)。从供给侧看，内地实质工业产出增长由 2018 年的 6.2% 回落

农银国际研究部

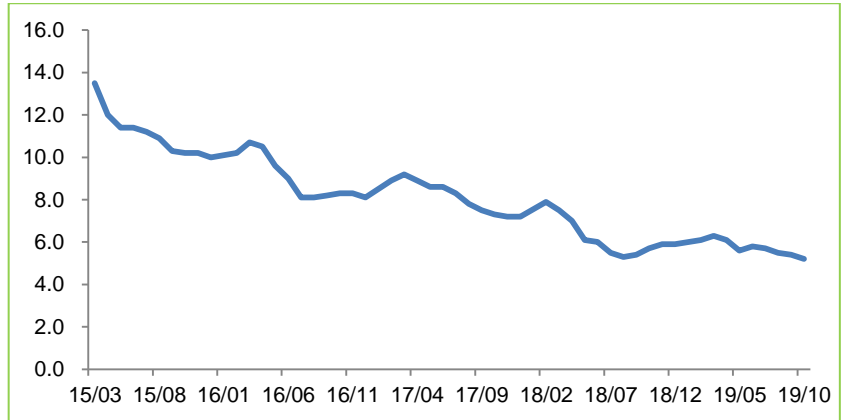
2019 年 12 月 2 日

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



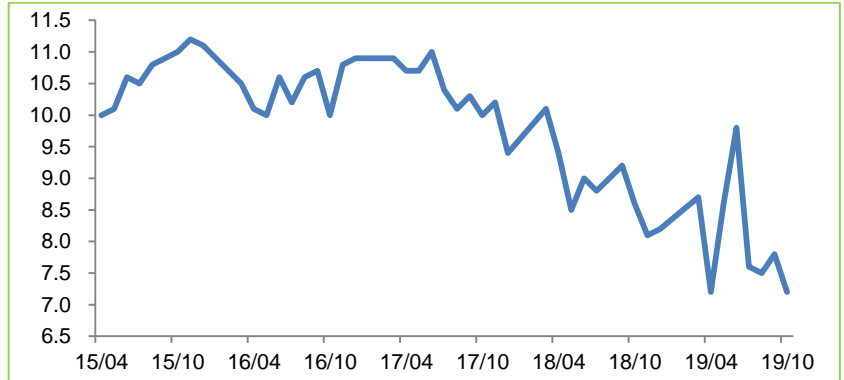
至 2019 年首 10 个月的 5.6% (图 4)。

图 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长 (%)



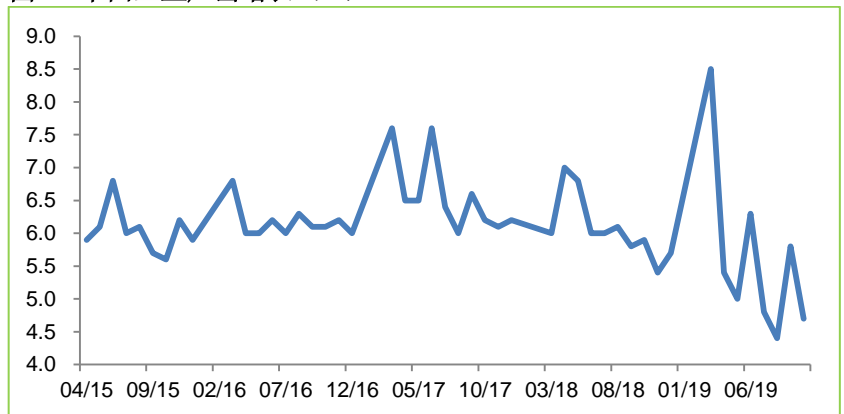
来源: 国家统计局, 农银国际证券

图 3: 中国零售销售增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

图 4: 中国工业产出增长 (%)



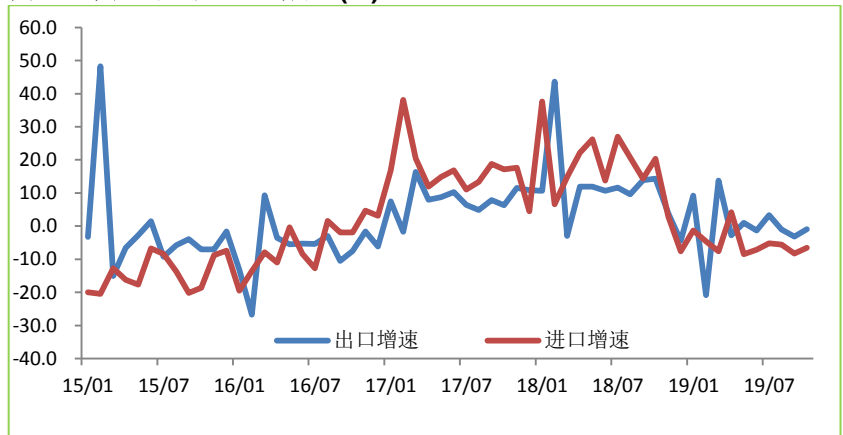
来源: 国家统计局, 农银国际证券

外需方面, 由于中美贸易摩擦升温, 2019 年首 10 个月出口与进口均显著回落。尽管人民币贬值支持出口增长, 但以美元计价 2019 年首 10 个月出口仍下跌 0.2%, 远低于 2018 年 9.9% 的出口增幅 (图 4)。同期进口下跌 5.1%, 亦远低于 2018 年 15.8% 的进口增幅。由于进口大幅下跌, 2019 年首 10 个月贸易盈余由 2018 年同期的 2528 亿美元



扩大至 3403 亿美元。

图 5: 中国出口及进口增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

2019 年首 10 个月 CPI 与 PPI 通胀继续偏离。由于食品价格特别是猪肉价格反弹, 2019 年前 10 个月 CPI 通胀由去年的 2.1% 回升至 2.6%。然而, 同期 PPI 通胀则由 2018 年的 3.5% 大幅回落至 -0.2%, 主要因为内需较疲弱以及较高的基数效应。

货币政策方面, 2019 年年初至今人民银行采用了中性偏松的态势, 以期稳定经济增长。2019 年首 10 月人民银行实施了 3 次降准来降低实体经济融资成本。尽管人民银行维持基准利率不变, 但 OMO、MLF 及 LPR 利率水平均趋于回落。2019 年 10 月广义货币供给 (M2) 的增速由 2018 年同期的 8.0% 反弹至 8.4%, 2019 年首 10 月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从 2018 年同期的 16.2 万亿人民币上升至 19.4 万亿人民币。

2020 年中国经济增速或放缓

展望未来, 有见于中美贸易摩擦仍持续、工业产出增速疲弱, 以及房地产调控措施仍偏紧, 我们相信 2020 年中国经济增长或继续放缓。整体上我们预期 2020 年中国 GDP 增长 5.9%, 略低于 2019 年 6.1% 的预估增速 (图 6)。值得指出的是, 上述预测是基于我们对中美贸易战的基准预估, 即 2020 年美国将维持对中国商品的现有关税不变。如果美国调高或调低对中国商品的关税水平, 我们的预测将做出相应的调整。即使美国调高对中国商品关税, 我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑。

内需方面, 随着地方政府专项债券可作为重大基建项目的资本金和部分基建项目的最低资本金比例已经调低, 基建投资有望在 2020 年低位回升。房地产调控政策仍将从严, 以及房地产销售料放缓, 房地产投资在 2020 年或小幅回落。制造业投资在减税降费及融资成本降低下料保持平稳。我们预计 2020 年整体固定资产投资或由 2019 年估计的 5.2% 回落至 5.0%。尽管个税改革措施的实施将提振消费开支的增长, 但由于居民可支配收入增长放缓以及 CPI 通胀高企, 2020 年社会消费品零售销售的增长料维持疲弱态势。我们预计 2020 年零售销售增速或由 2019 年估计的 8.1% 回落至 7.8%。外需方面, 虽然中美两国就贸易摩擦仍在举行双边谈判, 但中美贸易的纠纷料为中国 2020 年的贸易增速



带来很大的不确定性。我们预计 2020 年中国贸易的增速仍保持疲弱态势，出口及进口的增速或由 2019 年估计的-0.5%及-5.0%分别小幅回升至 0.5%及-4.0%。

图 6: 经济预测

经济指标	2018 年	2019 年预测	2020 年预测
实质 GDP 增长, %	6.6	6.1	5.9
固定资产投资增长, %	5.9	5.2	5.0
零售销售增长, %	9.0	8.1	7.8
以美元计出口增长, %	9.9	-0.5	0.5
以美元计进口增长, %	15.8	-5.0	-4.0
工业产出增长, %	6.2	5.5	5.0
消费物价通胀, %	2.1	2.8	3.5
生产物价通胀, %	3.5	-0.2	-0.5
M2 增长, %	8.1	8.5	8.5
社会融资规模, 十亿人民币	19,260	21,000	23,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	16,170	17,000	18,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8785	7.0000	6.9000

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券估计

有见于食品价格上涨, 特别是猪肉价格因非洲猪瘟供应偏紧保持高位, 2020 年 CPI 通胀或由 2019 年预计的 2.8%反弹至 3.5%。我们预计猪肉价格在 2020 年上半年保持高位, 下半年随着供应恢复将有所回落, 因此明年 CPI 或呈现前高后低的态势。由于大宗商品价格走势回软以及内需疲弱, 2020 年 PPI 通胀或由 2019 年预计的-0.2%进一步下跌至-0.5%。我们相信 2020 年 CPI 与 PPI 通胀将继续偏离。

货币政策方面, 我们预期人民银行在 2020 年将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。我们预计 2020 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别增长约 5.9%及 9.5%达至 18.0 万亿人民币及 23.0 万亿人民币。另外, 尽管我们预期人民银行在 2020 年将维持基准利率不变, 但货币当局或下调 OMO、MLF 及 LPR 等政策利率水平。我们预计 2020 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别跌至 3.80%及 4.70%。有见于经济增长放缓, 我们预期 2020 年人民银行将继续定向下调 RRR。我们预计 2020 年年底大型存款类金融机构的 RRR 为 12.0%, 而中小型金融机构为 10.0%。2020 年年底广义货币供给 (M2) 预计增长 8.5%。汇率方面, 由于美国或继续加息, 我们预期 2020 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.9000 左右, 而 2019 年年底预计为 7.0000。

我们预期 2020 年中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长, 政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及加速基建投资方面。近期中国出台了适当调整基础设施项目最低资本金比例的政策。港口、沿海及内河航运项目, 项目最低资本金比例由 25%调整为 20%。此外, 公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目, 在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下, 可以适当降低项目最低资本金比例不超过 5 个百分点。由于财政支出较财政收入的增长为高, 我们预期 2020 年政府会再录得小幅财政赤字, 约占国内生产总值 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
实际国民生产总值 (同比%)	6.5	---	---	6.4	---	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---
以美元计出口增长 (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
以美元计进口增长 (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
贸易余额 (美元/十亿)	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
零售额 (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
工业增加值 (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
制造业 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
非制造业 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
固定资产投资 (累计同比%)	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
消费物价指数 (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
生产者物价指数 (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
广义货币供应量 (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
新增贷款 (人民币/十亿)	1380	697	1250	1080	3230	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661
总社会融资 (人民币/十亿)	2170	743	1519	1590	4640	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619

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									
道琼斯工业平均指数	28,051.41	0.00	19.31	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	55.79	1.60	509,136	美国联邦基金目标利率	1.75	0.00	
标准普尔 500 指数	3,140.98	0.00	20.89	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	61.21	(1.95)	126,870	美国基准借贷利率	4.75	0.00	
纳斯达克综合指数	8,665.47	0.00	32.02	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.35	2.81	111,143	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	2.25	0.00	
MSCI 美国指数	2,993.50	0.00	21.54	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	美国 1 年期国债	1.5982	0.51	
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债			1.6505	2.46
富时 100 指数	7,346.53	0.00	17.74	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,792.00	0.00	14,888	美国 10 年期国债	1.7982	3.27	
德国 DAX30 指数	13,236.38	0.00	24.49	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,770.00	0.00	21,508	日本 10 年期国债	(0.054)	1.90	
法国 CAC 40 指数	5,905.17	0.00	21.15	COMEX 铜期货合约	美元/磅	5,853.25	0.00	8,957	中国 10 年期国债	3.1750	2.50	
西班牙 IBEX 35 指数	9,352.00	0.00	15.24	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	5,864.00	0.00	27,657	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
意大利 FTSE MIB 指数	23,259.33	0.00	14.01	贵金属					美国 1 月期银行同业拆借固定利率	1.6971	(0.56)	
Stoxx 600 指数	407.43	0.00	20.21	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,465.60	(0.48)	199,677	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.9055	(1.18)	
MSCI 英国指数	2,103.09	0.00	17.93	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	17.01	(0.56)	49,280	隔夜上海同业拆借利率	2.2330	(12.3)	
MSCI 法国指数	169.71	0.00	21.19	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	899.30	(0.12)	17,996	1 月期上海同业拆借利率	2.7790	(0.40)	
MSCI 德国指数	153.3	0.00	21.74	农产品					香港 3 月期银行同业拆借固定利率	2.3505	(0.45)	
MSCI 意大利指数	62.78	0.00	14.05	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	382.50	0.33	206,531	公司债券 (穆迪)	Aaa	2.95	-8.00
亚洲								Baa			3.85	-6.00
日经 225 指数	23,550.77	1.10	18.75	小麦期货合约	美元/蒲式耳	542.00	0.05	70,206	附注:			
澳大利亚 S&P/ASX 指数	6,878.20	0.47	20.32	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	12.94	0.00	64,563	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)			
恒生指数	26,346.49	0.46	11.21	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	881.25	0.51	84,331	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格			
恒生中国企业指数	10,301.82	0.75	8.68									
沪深 300 指数	3,828.67	0.50	13.49									
上证综合指数	2,882.00	0.35	13.71									
深证综合指数	1,600.69	0.48	33.15									
MSCI 中国指数	79.50	0.00	15.26									
MSCI 香港指数	14,708.72	0.00	13.50									
MSCI 日本指数	1,025.53	0.00	15.57									

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	1.1019	1.2916	0.6774	109.65	0.9999	7.0294	7.8292	7.1055
周变化 (%)	0.01	-0.07	0.16	-0.15	0.03	0.04	-0.01	-0.04



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