



## 经济透视

分析员:姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

## 2019 年中国经济展望

农银国际研究部

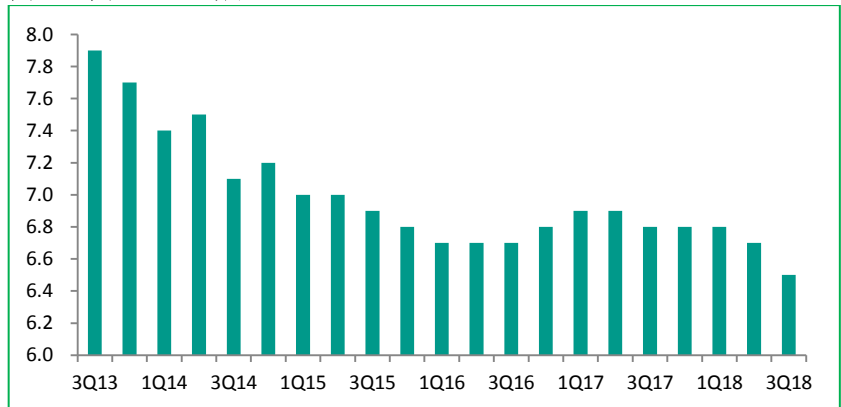
2018 年 12 月 5 日

- 受累于内需较疲弱、金融监管收紧以及中美贸易摩擦升级, 2018 年年初以来中国经济增长略微放缓。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2018 年前 3 季经济增长 6.7%, 较 2017 年同期 6.9% 的增速回落
- 展望未来, 有见于中美贸易摩擦仍持续、消费增速疲弱、房地产调控措施仍偏紧以及信用违约上升, 我们相信 2019 年中国经济增长或略微放缓。然而, 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。我们预期 2019 年中国 GDP 增长 6.3%, 略低于 2018 年 6.6% 的预估增速
- 货币政策方面, 我们预期人民银行在 2019 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。有见于经济增长放缓以及通胀压力较温和, 我们预期 2019 年人民银行将继续定向下调 RRR 三次共计 2 个百分点
- 我们预期 2019 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、为民营经济提供资金支持以及加速基建投资方面。我们预期 2019 年政府会再录得小幅财政赤字, 约占国内生产总值 3.5%

### 中国经济增长首 10 月放缓

受累于内需较疲弱、金融监管收紧以及中美贸易摩擦升级, 2018 年年初以来中国经济增长略微放缓。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国 2018 年前 3 季经济增长 6.7%<sup>1</sup>, 较 2017 年同期 6.9% 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 2018 年前 3 季经济增长的主要推动力, 为整体经济增长贡献 5.2 个百分点, 投资仅贡献 2.1 个百分点。相反, 货物及服务净出口则拖累整体经济增长减少 0.6 个百分点。

图 1: 中国 GDP 增长



来源: 国家统计局, 农银国际证券

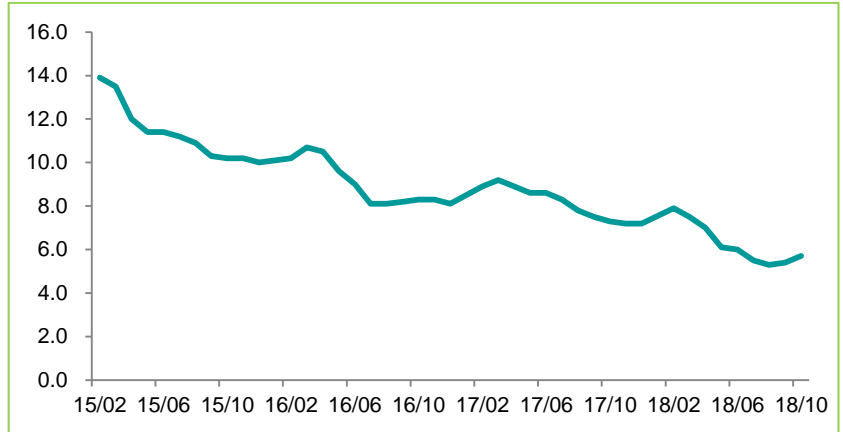
与 2017 年相比, 2018 年首 10 个月内需表现较疲弱, 投资及社会消费品零售销售增速均放缓。城镇固定资产投资继 2017 年增长 7.2% 后, 2018 年首 10 个月回落至 5.7%, 主要因为财政支出放缓导致基建投资增速大幅下挫(图 2)。同期社会消费品零售销售亦由 10.2% 放缓至 9.2%, 主要因为居民房贷大幅上升挤压了消费增长以及汽车购置税优

<sup>1</sup>除另有指明外, 本报告列示的变动比率均为按年变化



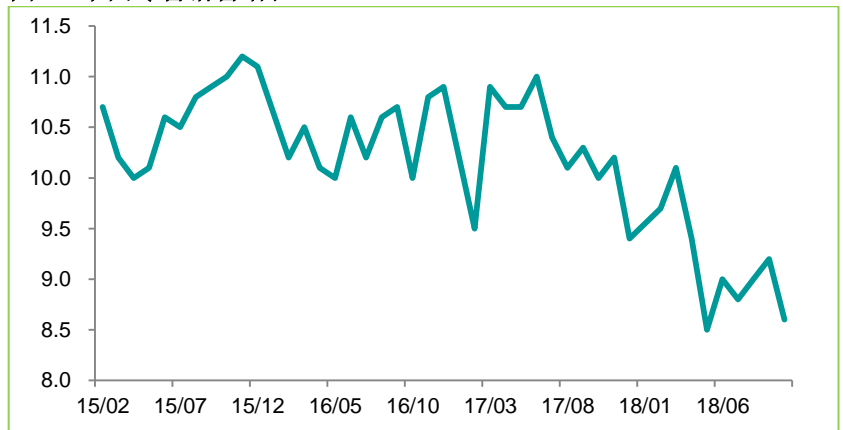
惠措施退出导致汽车消费增速大幅放缓（图 3）。从供给侧看，内地实质工业产出增长由 2017 年的 6.6% 回落至 2018 年首 10 个月的 6.4%。

图 2：中国城镇固定资产投资年初至今增长（%）



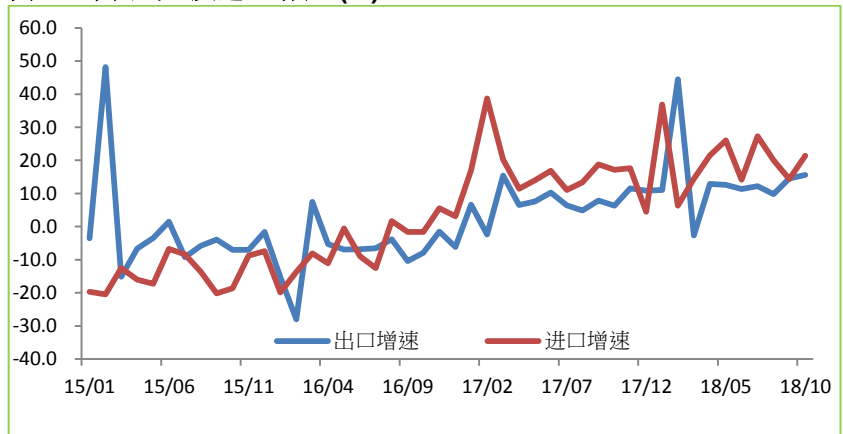
来源：国家统计局，农银国际证券

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：中国出口及进口增长（%）



来源：国家统计局，农银国际证券



外需方面，2018 年首 10 个月出口与进口均显著反弹。尽管中美自 3 月以来贸易摩擦升温，但随着人民币贬值以及出口抢跑效应，以美元计价 2018 年首 10 个月出口增长 12.6%，高于 2017 年 7.9% 的出口增幅（图 4）。同期进口急增 20.3%，亦高于 2017 年 15.9% 的进口增幅。由于进口大幅回升，2018 年首 10 个月贸易盈余由 2017 年同期的 3348 亿美元收窄至 2542 亿美元。

2018 年首 10 个月通胀出现偏离。由于食品价格反弹，2018 年前 10 个月 CPI 通胀由去年的 1.6% 回升至 2.1%。然而，同期 PPI 通胀则由 2017 年的 6.3% 大幅回落至 3.9%，主要因为内需较弱以及较高的基数效应。

货币政策方面，2018 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。2018 年首 10 月人民银行实施了 4 次定向降准来降低实体经济融资成本，我们预计 12 月仍有机会再次实施定向降准。尽管人民银行维持基准利率不变，但政府国债利率以及银行间 7 天回购利率等市场利率水平均趋于回落。另一方面，人民银行与银保监会加强了金融监管，特别在影子银行方面。2018 年 10 月广义货币供给(M2) 的增速由 2017 年同期的 8.8% 回落至 8.0%，2018 年首 10 月新增社会融资规模亦从 2017 年同期的 16.8 万亿人民币下跌至 14.6 万亿人民币。

## 2019 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、消费增速疲弱、房地产调控措施仍偏紧以及信用违约上升，我们相信 2019 年中国经济增长或略微放缓。然而，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加快发行和财政支出进度加速，基建投资有望在 2019 年低位回升。房地产调控政策仍将从严，同时土地流拍事件自 7 月来增多，以及房地产销售自 2018 年第 3 季来大幅放缓，房地产投资在 2019 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 2019 年整体固定资产投资或由 2018 年估计的 5.8% 回落至 5.5%。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，2019 年社会消费品零售销售的增长料维持疲弱态势。我们预计 2019 年零售销售增速或由 2018 年估计的 9.2% 回落至 9.0%。外需方面，虽然中美两国领导人在 G20 会议期间承诺在 90 天内停止相互加征新的关税，并就贸易摩擦举行双边谈判，但中美贸易的纠纷为中国 2019 年的贸易增速带来很大的不确定性。我们预计 2019 年中国出口及进口的增速或由 2018 年估计的 12.0% 及 20.0% 分别回落至 7.0% 及 12.0%。综合以上因素，我们预期 2019 年中国 GDP 增长 6.3%，略低于 2018 年 6.6% 的预估增速（图 5）。

有见于国际油价回落及房地产价格升幅放缓，CPI 通胀或由 2018 年预计的 2.2% 回落至 2019 年的 2.0%。由于大宗商品价格走势回软以及内需疲弱，PPI 通胀或由 2018 年预计的 3.5% 下跌至 2019 年的 2.5%。我们相信 2019 年通胀不会成为宏观政策的制约因素。



图 5：经济预测

经济指标	2017 年	2018 年预测	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	5.8	5.5
零售销售增长, %	10.2	9.2	9.0
以美元计出口增长, %	7.9	12.0	7.0
以美元计进口增长, %	15.9	20.0	12.0
工业产出增长, %	6.6	6.5	6.2
消费物价通胀, %	1.6	2.2	2.0
生产物价通胀, %	6.3	3.5	2.5
M2 增长, %	8.2	8.5	8.5
社会融资规模, 十亿人民币	22,397	18,000	20,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	13,523	15,500	17,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.5068	6.9000	7.0000

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券估计

货币政策方面, 我们预期人民银行在 2019 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 2019 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别增长 9.7% 及 11.1% 达至 17.0 万亿人民币及 20.0 万亿人民币。另外, 尽管我们预期人民银行在 2019 年将维持基准利率不变, 但货币当局或下调公开市场操作及短期流动性调节工具、常备借贷便利等货币工具的利率水平。有见于经济增长放缓以及通胀压力较温和, 我们预期 2019 年人民银行将继续定向下调 RRR 三次。我们预计 2019 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%。2019 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 2019 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 7.0000 左右, 而 2018 年年底预计为 6.9000。

我们预期 2019 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、为民营经济提供资金支持以及加速基建投资方面。前段时间财政部已出台了个人所得税改革措施, 我们预计 2019 年财政当局或出台企业所得税以及增值税的下调措施。国务院常务会议亦出台了保障基建投资正常融资要求的政策文件。由于财政支出较财政收入的增长为高, 我们预期 2019 年政府会再录得小幅财政赤字, 约占国内生产总值 3.5%。



	2017					2018								
	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	11月
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.5	---	---
以美元计出口增长 (同比%)	6.9	12.3	10.9	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.3	12.2	9.8	14.5	15.6	---
以美元计进口增长 (同比%)	17.2	17.7	4.5	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	27.0	14.3	21.4	---
贸易余额 (美元/十亿)	38.2	40.2	54.7	20.3	33.7	-5.0	28.8	24.9	41.6	28.1	27.9	31.7	34.0	---
零售额 (同比%)	10.0	10.2	9.4	9.7	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	---
工业增加值 (同比%)	6.2	6.1	6.2	7.2	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	---
制造业 PMI (%)	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0
非制造业 PMI (%)	54.3	54.8	55.0	55.3	54.4	54.6	54.8	54.9	55.0	54.0	54.2	54.9	53.9	53.4
固定资产投资 (累计同比%)	7.3	7.2	7.2	7.9	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	---
消费物价指数 (同比%)	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	---
生产者物价指数 (同比%)	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	---
广义货币供应量 (同比%)	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	---
新增贷款 (人民币/十亿)	663	1120	584	2900	839	1120	1180	1150	1840	1450	1280	1380	697	---
总社会融资 (人民币/十亿)	1040	1600	1140	3060	1170	1330	1560	761	1180	1040	1520	2210	729	---

### 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)		
<b>美国</b>			<b>能源</b>					美国联邦基金目标利率		
道琼斯工业平均指数	25,027.07	(2.00)	16.69	美元/桶	52.45	2.98	787,453	2.25	0.00	
标准普尔 500 指数	2,700.06	(2.18)	18.47	美元/桶	61.18	4.21	168,917	5.25	0.00	
纳斯达克综合指数	7,158.43	(2.35)	40.55	美元/百万英热单位	4.55	(1.43)	145,566	2.75	0.00	
MSCI 美国指数	2,567.52	(2.15)	18.70	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	2.3095	0.46	
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>					美国 1 年期国债		
富时 100 指数	7,022.76	0.61	15.94	美元/公吨	1,972.50	0.78	17,535	2.7871	(2.54)	
德国 DAX30 指数	11,335.32	0.69	12.42	美元/公吨	1,974.00	0.82	36,059	2.9136	(7.43)	
法国 CAC 40 指数	5,012.66	0.17	15.48	美元/公吨	6,220.50	(0.10)	21,070	2.3095	0.46	
西班牙 IBEX 35 指数	9,061.70	(0.17)	13.04	美元/公吨	6,209.00	0.18	40,332	2.7871	(2.54)	
意大利 FTSE MIB 指数	19,353.43	0.86	10.89	美元/公吨	2,239.80	1.13	218,953	2.9136	(7.43)	
Stoxx 600 指数	358.43	0.26	16.03	美元/磅	14.50	1.96	78,095	0.0690	(2.30)	
MSCI 英国指数	2,035.12	0.63	16.12	美元/蒲式耳	383.75	1.59	218,422	3.3190	(6.10)	
MSCI 法国指数	145.16	0.03	15.73	美元/蒲式耳	520.25	0.87	60,316	0.00	0.00	
MSCI 德国指数	137.74	0.51	12.90	美元/蒲式耳	12.75	(0.70)	56,995	2.3789	3.19	
MSCI 意大利指数	53.23	0.72	10.94	美元/蒲式耳	911.00	1.82	118,642	2.7513	1.51	
<b>亚洲</b>			<b>贵金属</b>					隔夜上海同业拆借利率		
日经 225 指数	21,919.33	(1.93)	15.15	美元/金衡盎司	797.40	(0.30)	21,994	2.2670	(37.5)	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,668.35	0.02	15.62	美元/金衡盎司	14.50	1.96	78,095	2.7820	8.10	
恒生指数	26,821.17	1.19	10.16	美元/蒲式耳	520.25	0.87	60,316	2.2104	17.25	
恒生中国企业指数	10,764.26	1.34	8.07	美元/蒲式耳	12.75	(0.70)	56,995	4.17	(5.00)	
沪深 300 指数	3,252.00	2.50	12.00	美元/蒲式耳	911.00	1.82	118,642	5.24	(4.00)	
上证综合指数	2,649.81	2.38	12.34	美元/蒲式耳	911.00	1.82	118,642			
深证综合指数	1,380.78	3.22	22.30	美元/蒲式耳	911.00	1.82	118,642			
MSCI 中国指数	77.24	1.95	12.40	美元/蒲式耳	911.00	1.82	118,642			
MSCI 香港指数	14,737.61	3.21	10.52	美元/蒲式耳	911.00	1.82	118,642			
MSCI 日本指数	983.84	(1.00)	12.57	美元/蒲式耳	911.00	1.82	118,642			

附注:

- 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)
- 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

### 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	1.1330	1.2686	0.7298	113.09	0.9995	6.8654	7.8049	6.9168
周变化 (%)	0.11	(0.49)	(0.11)	0.42	(0.16)	1.39	0.24	1.41



## 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 2018 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