



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

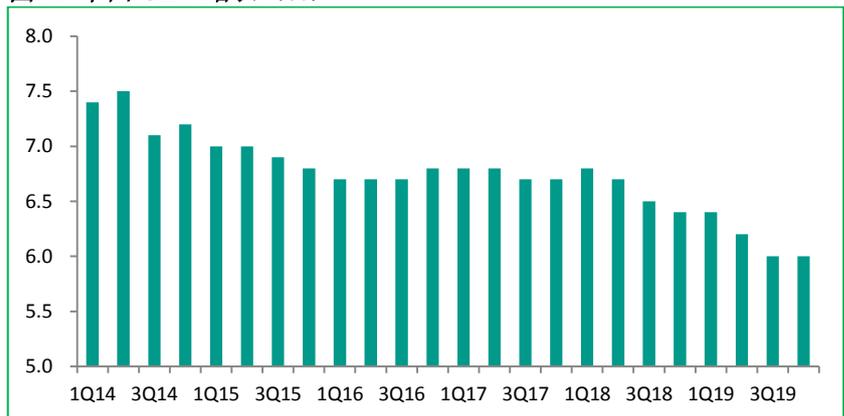
电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

中国 2019 年第 4 季经济增速企稳于 6.0%

- 受 12 月经济数据反弹带动，2019 年第 4 季中国经济同比增长 6.0%，与 2019 年第 3 季的增速持平。2019 年全年中国经济增长 6.1%，虽较 2018 年 6.6% 的增速放缓，但实现年初制定的 6-6.5% 的增长目标
- 国内生产总值各个组成部分的分析显示，2019 年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 3.5 个百分点，而投资贡献 1.9 个百分点，货物及服务净出口为整体经济增长贡献 0.7 个百分点
- 展望未来，有见于中美贸易关税仍高企、工业企业盈利增速疲弱、消费增速难于反弹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% 的增速
- 货币政策方面，我们预期人民银行在 2020 年将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%。我们预期 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%。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

受 12 月经济数据反弹带动，2019 年第 4 季中国经济同比增长 6.0%¹ (图 1)，与 2019 年第 3 季的增速持平。从按季增长看，2019 年第 4 季中国经济增长 1.5%，较第 3 季 1.4% 的增速略有回升。2019 年全年中国经济增长 6.1%，虽较 2018 年 6.6% 的增速放缓，但实现年初制定的 6-6.5% 的增长目标。值得注意的是，2019 年中国人均 GDP 达到 70892 元，按年平均汇率折算达到了 10276 美元，突破了 1 万美元的大关。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

国内生产总值各个组成部分的分析显示，2019 年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 3.5 个百分点，而投资贡献 1.9 个百分点 (图 2)。2019 年货物及服务净出口为整

农银国际研究部

2020 年 1 月 17 日

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



体经济增长贡献 0.7 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，2019 年货物及服务净出口对经济增速的正贡献主要来自于服务贸易的逆差减少以及货物贸易顺差扩大。此外，2019 年经济结构继续优化。2019 年第三产业增加值占国内生产总值的比重为 53.9%，比 2018 年提高 0.6 个百分点，高于第二产业 14.9 个百分点，对国内生产总值增长的贡献率为 59.4%。

12 月单月的宏观数据显示中国经济增长的动力有所增强，12 月单月的工业增加值及整体投资增速均较 11 月明显回升。随着库存的持续走低，企业有主动补库存的需求，以及春节提前导致 12 月工业增加值增速从 11 月的 6.2% 回升至 6.9%。12 月汽车产量增长 8.1%，集成电路产量大幅增长 30.0%，都远超过 11 月增速的 3.7% 和 18.2%。根据我部的测算，12 月单月整体投资增速由 11 月的 5.2% 大幅反弹至 11.8%，制造业投资及私人投资回升是主要的支持因素。受出口大幅反弹以及融资成本回落带动，12 月制造业投资增速由 11 月的 1.6% 攀升至 9.2%。12 月单月私人投资增速亦由 11 月的 3.9% 大幅反弹至 13.7%。受房地产销售放缓影响，12 月单月的房地产投资由 11 月的 9.3% 回落至 6.7%。12 月房地产销售面积及金额分别下跌 2.0% 及上涨 1.4%，而 11 月份分别上升 1.1% 及 7.3%。12 月基建投资增速基本保持平稳，由 11 月的 2.3% 小幅回落至 1.9%。此外，12 月社会消费品零售销售增速维持在 8.0%，剔除汽车销售后的社会消费品零售销售增速从 11 月的 9.1% 略微放缓至 8.9%。

图 2：中国实质 GDP 增长各项目贡献率（百分点）

经济指标	2017	2018	2019
消费开支（家庭 + 政府）(A)	4.0	5.0	3.5
投资（私人 + 公共）(B)	2.2	2.2	1.9
消费开支+投资 (A+B)	6.2	7.2	5.4
货物及服务净出口(C)	0.6	-0.6	0.7
实质 GDP 增长 % (A+B+C)	6.8	6.6	6.1

来源：国家统计局，农银国际证券

展望未来，有见于中美贸易关税仍高企、工业企业盈利增速疲弱、消费增速难于反弹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% 的增速（图 3）。值得指出的是，上述预测是基于我们对中美达成第一阶段贸易协议的预估，即 2020 年美国将维持对中国商品的现有关税不变。

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%。我们预期 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%。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。

图 3: 经济预测

经济指标	2018 年	2019 年	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	5.4	5.2
零售销售增长, %	9.0	8.0	7.8
以美元计出口增长, %	9.9	0.5	3.0
以美元计进口增长, %	15.8	-2.8	1.0
工业产出增长, %	6.2	5.7	5.2
消费物价通胀, %	2.1	2.9	3.5
生产物价通胀, %	3.5	-0.3	0.5
M2 增长, %	8.1	8.7	8.5
社会融资规模, 十亿人民币	19,260	25,580	27,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	16,170	16,810	18,000
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.8785	6.9632	6.9000

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券估计



	2018					2019								
	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	12月
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.4	---	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---	---	6.0
以美元计出口增长 (同比%)	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.2	7.6
以美元计进口增长 (同比%)	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3
贸易余额 (美元/十亿)	44.8	57.1	39.2	4.1	32.7	13.8	41.7	51.0	45.1	34.8	39.7	42.8	38.7	46.8
零售额 (同比%)	8.1	8.2	8.2	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0
工业增加值 (同比%)	5.4	5.7	5.3	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9
制造业 PMI (%)	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2
非制造业 PMI (%)	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5
固定资产投资 (累计同比%)	5.9	5.9	6.1	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.2
消费物价指数 (同比%)	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5
生产者物价指数 (同比%)	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5
广义货币供应量 (同比%)	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7
新增贷款 (人民币/十亿)	1250	1080	3230	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661	1390	1140
总社会融资 (人民币/十亿)	1519	1590	4640	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619	1750	2103

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	29,297.64	1.64	19.95	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	58.64	(0.68)	460,788	美国联邦基金目标利率	1.75	0.00	
标准普尔 500 指数	3,316.81	1.58	22.10	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	64.78	(0.31)	250,967	美国基准借贷利率	4.75	0.00	
纳斯达克综合指数	9,357.13	1.94	35.35	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.05	(6.81)	244,559	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	2.25	0.00	
MSCI 美国指数	3,162.31	1.60	22.74	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	1.4886	(0.77)	
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债			1.6211	(1.04)
富时 100 指数	7,609.81	0.29	18.40	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,796.50	0.88	37,884	美国 10 年期国债	1.8267	0.71	
德国 DAX30 指数	13,429.43	-0.40	24.91	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,812.00	0.33	31,804	日本 10 年期国债	0.0020	0.20	
法国 CAC 40 指数	6,039.03	0.03	21.63	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,267.50	1.33	18,808	中国 10 年期国债	3.0840	0.40	
西班牙 IBEX 35 指数	9,572.50	-0.01	15.55	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,277.50	1.28	32,070	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
意大利 FTSE MIB 指数	23,940.41	-0.34	14.42	贵金属					美国 1 月期银行同业拆借固定利率	1.6690	(0.76)	
Stoxx 600 指数	420.54	0.33	20.88	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,555.10	(0.32)	313,423	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.8361	(0.16)	
MSCI 英国指数	2,177.23	0.37	18.58	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	18.04	(0.36)	71,290	隔夜上海同业拆借利率	2.5220	74.98	
MSCI 法国指数	173.52	0.18	21.66	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,015.30	2.97	24,425	1 月期上海同业拆借利率	2.8080	18.90	
MSCI 德国指数	155.65	-0.42	22.04	农产品					香港 3 月期银行同业拆借固定利率	2.2151	(11.18)	
MSCI 意大利指数	64.49	-0.34	14.43	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	378.25	-1.94	170,929	公司债券 (穆迪)	Aaa	2.97	-2.00
亚洲								Baa			3.80	-2.00
日经 225 指数	24,041.26	0.80	19.23	小麦期货合约	美元/蒲式耳	568.25	0.66	69,993	附注:			
澳大利亚 S&P/ASX 指数	7,064.13	1.95	20.88	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	14.43	2.56	116,938	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	28,971.82	1.16	11.34	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	924.25	-2.30	96,312	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格			
恒生中国企业指数	11,387.61	1.07	9.03									
沪深 300 指数	4,154.85	(0.20)	14.76									
上证综合指数	3,075.50	(0.54)	14.64									
深证综合指数	1,806.28	0.47	37.85									
MSCI 中国指数	89.26	0.86	15.20									
MSCI 香港指数	15,918.69	1.78	14.62									
MSCI 日本指数	1,045.80	(0.17)	15.86									

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	1.1137	1.3078	0.6908	110.21	0.9656	6.8592	7.7696	6.9400
周变化 (%)	0.14	0.11	0.10	-0.69	0.72	0.87	-0.04	0.69



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 2008 年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数于 2008-19 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 2020 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