

二零一九年十二月十六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2019年11月，中国主要经济指标呈现趋稳的走势。工业生产、社会零售出现不同程度的反弹，固定资产投资也稳定增长。11月城市失业率为10月持平，保持在5.1%的水平。
- 总的来说，尽管中美首阶段贸易协议已经有了新进展，但全球经济的周期性放缓以及仍未完全解决的贸易摩擦将会持续对中国的经济前景造成些许负面影响。
- 为了应对日益复杂的经济环境、经济风险不断攀升的状况，中国政府在刚刚结束的中央经济工作会议上阐述了2020年的主要经济任务，力保经济和社会的稳定健康发展。
- 中国将会通过稳定的宏观政策和灵活的微观政策，双手齐下，确保经济稳定发展。同时，相关政策也会根据经济状况的变化进行适时适度的微调，以夯实经济增长动力。
- 我们认为，实施审慎的货币政策和积极的财政政策，可以有效地缓解经济下行风险，从而使得中国在2020年可以实现更加稳健的可持续性经济扩张之路。

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

十一月中国经济呈现稳步增长之势

2019年11月，中国主要经济指标呈现趋稳的走势。工业生产、社会零售出现不同程度的反弹，固定资产投资也稳定增长。11月城市失业率为10月持平，保持在5.1%的水平。总的来说，尽管中美首阶段贸易协议已经有了新进展，但全球经济的周期性放缓以及仍未完全解决的贸易摩擦将会持续对中国的经济前景造成些许负面影响。为了应对日益复杂的经济环境、经济风险不断攀升的状况，中国政府在刚刚结束的中央经济工作会议上阐述了2020年的主要经济任务，力保经济和社会的稳定健康发展。中国将会通过稳定的宏观政策和灵活的微观政策，双管齐下，确保经济稳定发展。同时，相关政策也会根据经济状况的变化进行适时适度的微调，以夯实经济增长动力。我们认为，实施审慎的货币政策和积极的财政政策，可以有效地缓解经济下行风险，从而使得中国在2020年可以实现更加稳健的可持续性经济扩张之路。

固定资产投资在11月继续稳定增长。中国2019年前十一个月固定资产投资同比上涨5.2%，与市场预期水平和10月水平保持一致。增速未见明显反弹的原因在于基础设施建设投资减速（1月至11月同比增4.0%，1月-10月同比增4.2%）、房地产市场表现疲弱（1月-11月同比增10.2%，1月-10月同比增10.3%）以及制造业略显萎靡（1月-11月同比增2.5%，1月-10月同比增2.6%）。总的来说，宽松的流动性状况以及政策支持将会进一步刺激由信贷支持的基础设施投资。因此，对城镇基建项目的投资将成为中国经济增长的主要驱动力之一，此举也将刺激固定资产投资市场的增长。

工业生产表现一扫疲态，出现反弹。11月规模以上工业增加值同比上涨6.2%，超过市场预期的5.0%以及10月的4.7%。工业活动的夸张主要依靠电子产品的需求上涨。具体来说，“电气机械和器材制造业”以及“计算机、通信和其他电子设备制造业”两者分别在11月同比录得12.6%和9.7%的升幅。我们预计在未来几个月，工业生产将继续以稳定的步伐增长向前。

“双十一全球购物节”促使社会零售市场反弹。11月社会消费总额同比上升8.0%，好于市场预计的7.6%和10月的7.2%。除去汽车销售部分，本月零售总额按年增长9.1%。2019年前十一个月，社会零售总额录得按年8.1%的增幅，低于去年同期的9.0%。网上零售总额在前十一个月录得94,958亿，按年增长16.6%，好于前十个月16.4%的增幅。11月社会零售的反弹得益于“双十一全球购物

节”的开展。总之社会零售的增长显现出越发温和的走势，主要由于“日用品类”（同比增长 17.5%）、“化妆品类”（同比增长 16.8%）、“饮料类”（同比增长 13.0%）和“通讯设备”（同比增 12.1%）四者升幅较大。随着未来政府在刺激本地消费的努力下，零售市场将保持稳定的增长趋势。我们相信中国政府将会继续支持服务类消费以及电子商务消费这两个大板块。

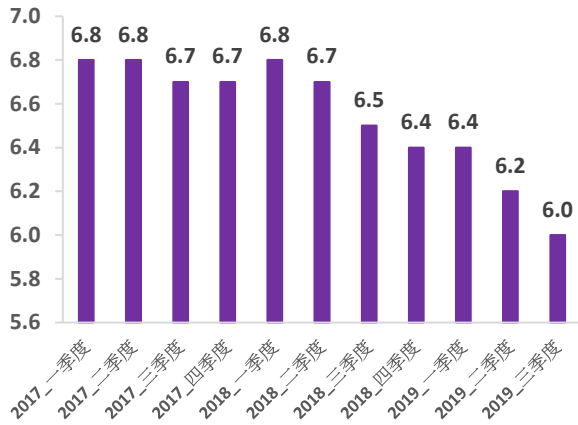
猪肉价格升势不停，11 月中国通胀水平再上涨。中国 11 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 4.5%（按月升 0.4%），达到近八年来的最大升幅，同时也高于市场所预计的 4.3%和 10 月的 3.7%。今年前十一个月 CPI 录得按年 2.8%的升幅。持续的升势只是因为食品价格按年上涨 19.1%，其中猪肉价格因非洲猪瘟影响而猛升 110.2%。展望未来，鉴于中国政策决策者从多方面下手刺激产品的供应，持续攀升的猪肉价格或将在未来几个月逐渐平稳。然而，由于低基数效应的影响，在未来几个月通胀水平将会持续在高位徘徊。工业价格方面，PPI 下跌 1.4%，跌幅较 10 月收窄 0.2 个百分点，也好于预期的-1.5%。2019 年首 11 个月，中国 PPI 录得 0.3%的跌幅。生产者价格指数展露出的疲弱走势主要是由于油价下跌以及衰减的全球需求，导致“化学纤维制造业”、“石油和天然气开采业”、“石油加工、炼焦和核燃料加工业”三者在 11 月分别录得 12.6%、11.2%和 9.9%的按年负增长。总而言之，工业价格的下跌表示出制造业活动收紧将会持续对经济增长施加压力。

中国外贸活动在 11 月略显疲弱。中国 11 月出口总值同比增长 1.3%，逊于市场预计的 1.9%以及 10 月的 2.1%；进口则急升 2.5%，超过市场预计的 0.9%和 10 月的-3.5%。就 2019 年首十一个月，中国出口同比增长减慢至 4.5%，而进口则录得零增长，进出口总值则去年同期减速增长 2.4%。中国外贸活动的持续走弱只是由于中美贸易摩擦导致两国之间的贸易活动锐减。2019 年首十一个月，中美贸易总值同比下跌 11.1%。此外，疲弱的外部需求也影响了中国产品的出口。最新出炉的中国 11 月新出口订单指数和进口指数（即体现制造业采购经理人指数的指标）均低于 50，分别为 48.8 和 49.8，反映出中国出口贸易正面临着持续的压力。总而言之，由于保护主义盛行，全球贸易的增长势头正显现出下行趋势。针对经济动能减弱的状况，中国政策层面将继续制定刺激措施以提振增长势头，缓解因贸易战带来的负面影响，支持 2019 年中国外贸板块的软着陆。

11 月信贷需求反弹。11 月中国货币指数表现强势，新增贷款增至 1.39 万亿人民币，高于市场预期的 1.2 万亿以及 10 月的 6,613 亿元。同时，广义货币余额同比增长 8.2%，低于市场预估水平与 10 月的 8.4%。社会融资总量达到了 1.75 万亿人民币，高于市场预计的 1.485 万亿元以及 10 月的 6,189 亿元。11 月流动性注入步伐加快主要是由于人民银行放低了部分主要利率水平并且鼓励更快的信贷增长以支持中国经济的增长动能。总的来说，中国人民银行将继续利用不同的货币工具向经济释放潜在的信贷规模，以满足各类型

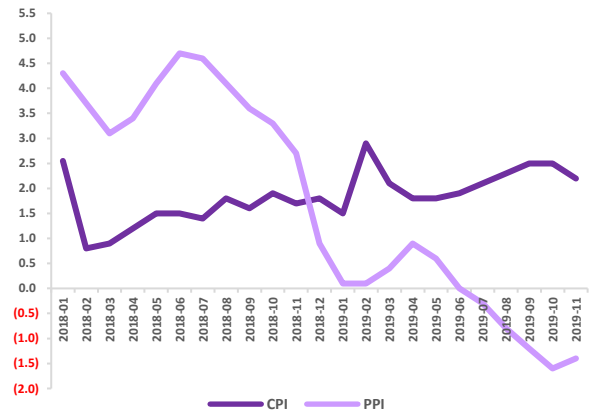
企业的信贷需求。预计央行审慎、中立的货币立场不会改变，从而营造稳定的货币环境，保持中国经济的增长势头。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



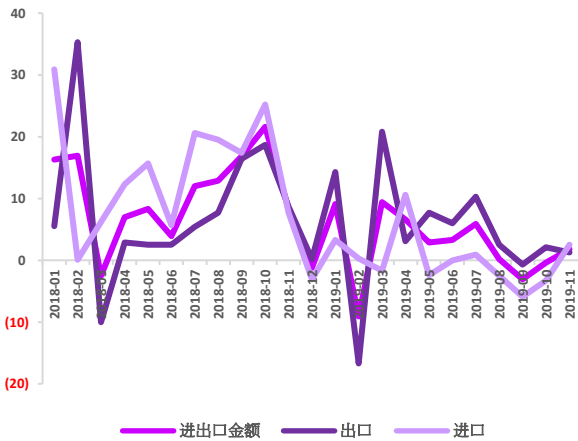
来源: 彭博

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



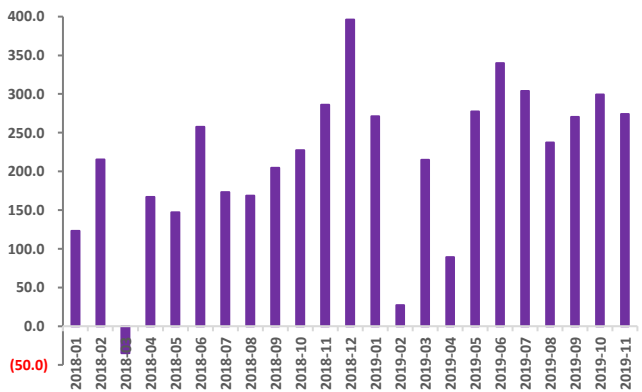
来源: 彭博

图.3: 进出口 (同比%) (按人民币)



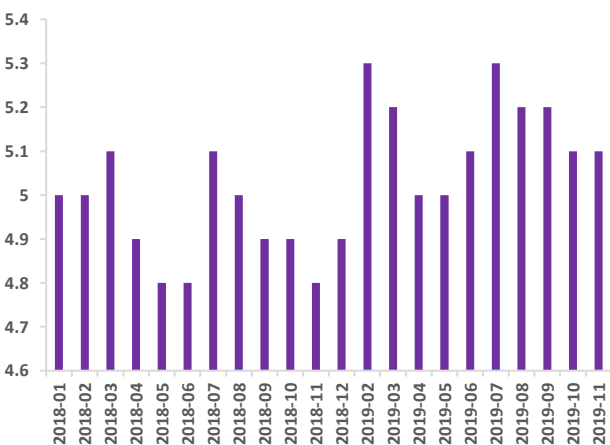
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



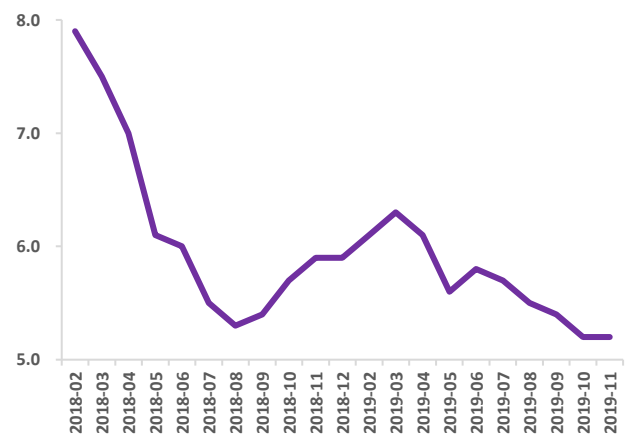
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



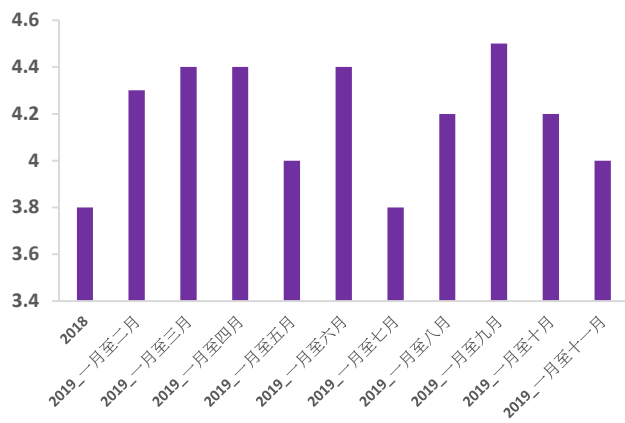
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



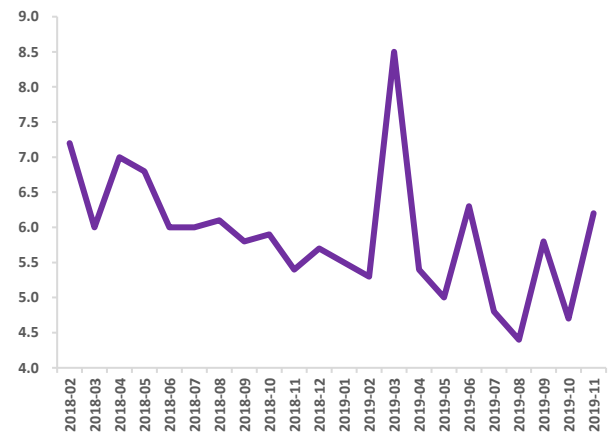
来源: 彭博

图.7: 基础设施投资(累计同比%)



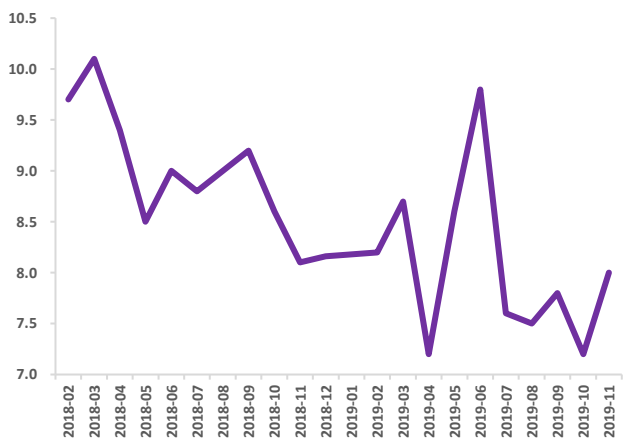
来源: 彭博

图.8: 工业增加值(同比%)



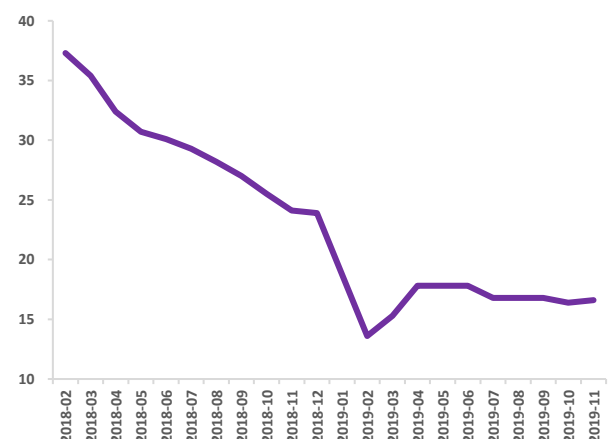
来源: 彭博

图.9: 社会消费品零售总额(同比%)



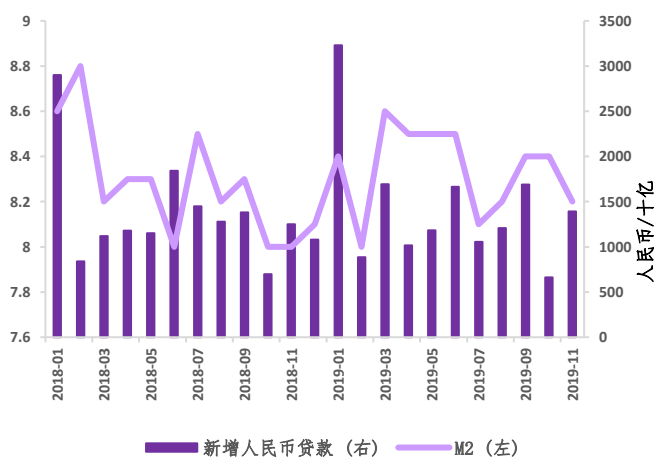
来源: 彭博

图.10: 网上商品和服务零售额(累计同比%)



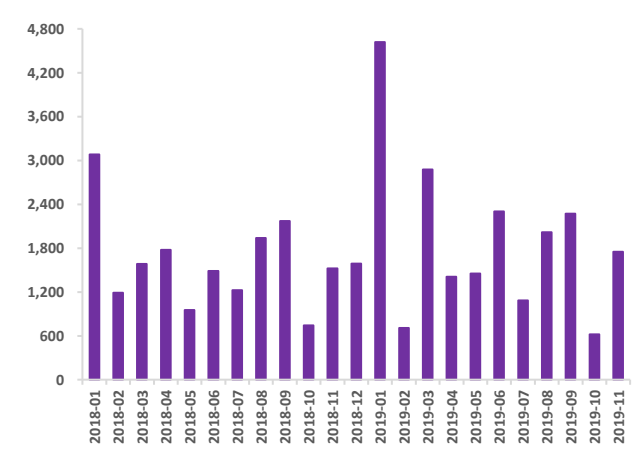
来源: 彭博

图.11: 新增人民币贷款(人民币十亿)和货币增速(%)



来源: 彭博

图.12: 社会融资总额(人民币十亿)



来源: 彭博

中国经济数据

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019
实际国民生产总值 (同比%)	6.8	6.7	6.5	6.4	6.6	6.4	6.2	6.0
制造业 PMI (%)	51.5	51.5	50.8	49.9	49.4	49.7	49.6	49.7
非制造业 PMI (%)	54.6	54.9	54.9	53.5	53.2	54.6	54.3	53.7
出口(人民币/同比%)	7.4	2.6	9.8	8.6	7.1	6.7	5.6	3.8
进口(人民币/同比%)	11.7	11.2	19.1	9.1	12.9	0.3	2.6	(2.6)
贸易余额 (人民币/十亿)	304.0	571.5	546.2	909.6	2330.3	513.5	706.5	811.7
出口增长 (美元/同比%)	13.7	11.5	11.7	4.0	9.9	1.3	(1.0)	(0.4)
进口增长 (美元/同比%)	19.3	20.6	20.4	4.4	15.8	(4.4)	(3.8)	(6.3)
贸易余额 (美元/十亿)	45.0	90.6	84.1	132.1	351.8	73.9	104.8	117.6
消费物价指数 (同比%)	2.2	1.8	2.3	2.2	2.1	1.8	2.6	2.9
生产者物价指数 (同比%)	3.7	4.1	4.1	2.3	3.5	0.2	0.5	(0.8)
固定资产投资(年初至今/同比%)	7.5	6.0	5.4	5.9	5.9	6.3	5.8	5.4
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.4	9.7	9.9	9.5	9.5	11.8	10.9	10.5
工业增加值 (同比%)	6.8	6.8	6.0	5.7	6.2	6.5	5.6	5.0
零售额 (同比%)	9.8	9.0	9.0	8.3	9.0	8.3	8.6	7.6
新增贷款 (人民币/十亿)	4859.3	4170.0	4110.0	3027.0	16166.3	5805.8	3860.0	3960.0
广义货币供应量 (同比%)	8.2	8.0	8.3	8.1	8.1	8.6	8.5	8.4
总社会融资 (人民币/十亿)	5855.1	4217.1	5335.7	3852.1	19260.0	8200.5	5159.7	5432.0

	11/18	12/18	1/19	2/19	3/19	4/19	5/19	6/19	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19
实际国民生产总值 (同比%)	-	6.4	-	-	6.4	-	-	6.2	-	-	6.0	-	-
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
非制造业 PMI (%)	53.4	53.2	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4
出口(人民币/同比%)	10.2	0.2	14.3	(16.7)	20.8	3.1	7.7	6.0	10.3	2.5	(0.7)	2.1	1.3
进口(人民币/同比%)	7.8	(3.1)	3.3	0.3	(1.7)	10.6	(2.4)	0.0	0.9	(2.5)	(5.9)	(3.3)	2.5
贸易余额 (人民币/十亿)	306.1	395.0	271.3	27.1	215.1	89.0	277.6	339.9	303.9	237.2	270.6	299.4	274.2
出口增长 (美元/同比%)	5.4	(4.4)	9.4	(20.8)	13.8	(2.8)	1.0	(1.3)	3.3	(1.0)	(3.2)	(0.9)	(1.1)
进口增长 (美元/同比%)	3.0	(7.6)	(1.1)	(4.6)	(7.5)	4.3	(8.4)	(7.0)	(5.1)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.3
贸易余额 (美元/十亿)	44.8	57.1	39.2	3.0	31.8	13.2	41.4	50.2	44.1	34.5	39.0	42.5	38.7
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
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)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.9	5.9	-	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.7	9.5	-	11.6	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2
工业增加值 (同比%)	5.4	5.7	-	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2
零售额 (同比%)	8.1	8.2	-	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0
新增贷款 (人民币/十亿)	1250.0	1080.0	3230.0	885.8	1694.3	1016.0	1183.7	1663.6	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1390.0
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
总社会融资 (人民币/十亿)	1520.0	1590.0	4617.9	708.9	2873.7	1407.4	1452.4	2299.8	1083.0	2017.5	2331.6	618.9	1750.0
全国城镇调查失业率(%)	4.8	4.9	-	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	4.7	4.7	-	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	28,135.38	19.36	0.43
标准普尔 500 指数	3,168.80	21.09	0.73
纳斯达克综合指数	8,734.88	32.31	0.91
欧洲			
富时 100 指数	7,353.44	17.59	1.57
德国 DAX 30 指数	13,282.72	24.57	0.88
法国 CAC 40 指数	5,919.02	21.20	0.80
斯托克 600 价格指数	412.02	20.44	1.15
亚洲			
香港恒生指数	27,508.09	10.79	3.82
恒生中国企业指数	10,778.89	8.67	3.56
上海深圳沪深 300 指数	3,987.55	13.89	2.36
上海证券交易所综合指数	2,984.39	14.18	2.40
深证综合指数	1,686.41	34.43	2.80
日经 225 指数	23,952.35	19.12	2.23
韩国 KOSPI 指数	2,168.15	16.87	3.81
台湾证交所加权股价指数	11,939.77	19.34	2.39
标普/澳证 200 指数	6,849.71	19.98	1.78
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,319.73	20.23	1.02
MSCI ACWI 指数	555.38	19.49	1.32
MSCI 新兴市场指数	1,086.91	15.43	3.62
MSCI 美国指数	3,016.65	21.71	0.67
MSCI 英国指数	2,104.35	17.96	1.54
MSCI 法国指数	169.88	21.21	0.66
MSCI 德国指数	153.98	21.85	0.92
MSCI 中国指数	83.00	15.09	3.11
MSCI 香港指数	15,230.83	13.95	3.68
MSCI 日本指数	1,049.71	15.92	1.66

* 亚洲市场根据 16/12/2019 收市价, 其他市场根据 13/12/2019 收市价。

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	60.05	1.75
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	65.24	1.56
天然气期货	美元/百万英	2.30	2.91
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	1,756.35	-0.90
铜期货	美元/磅	280.05	1.54
LME 钢筋期货	美元/吨	456.00	2.93
LME 铅现货(\$)	美元/吨	1,892.50	0.95
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,475.19	0.84
黄金期货	美元/盎司	1,480.40	1.06
现货银	美元/盎司	17.00	2.38
现货铂	美元/盎司	932.33	4.87
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	386.25	2.79
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	538.75	3.06
11 号糖(全球)	美元/磅	13.50	2.43
大豆期货	美元/蒲式耳	929.75	1.97

数据来源: 彭博

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	1.75	0.00
美国最佳利率	4.75	0.00
联储贴现率	2.25	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	-0.10	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	1.52	0.01
美国综合国债 1 年收益率	1.52	-0.03
美国综合国债 5 年收益率	1.68	0.02
美国综合国债 10 年收益率	1.85	0.03
美国综合国债 30 年收益率	2.27	0.01
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	1.74	1.30
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.89	0.01
日本综合国债 1 年收益率	-0.14	0.00
日本综合国债 10 年收益率	-0.01	-0.01
德国综合国债 1 年收益率	-0.64	0.00
德国综合国债 10 年收益率	-0.28	0.02
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.60	-0.01
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	3.00	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.20	-0.01
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.44	0.09
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.93	0.09
香港基本利率(贴现率)	1.97	0.87
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.97	0.87
香港银行同业拆放利率- 一个月	2.60	0.15
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.71	0.03
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.37	0.06
公司债(穆迪)		
Aaa	2.97	-0.05
Baa	3.83	-0.05

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	97.02	-0.64
欧元/美元	1.1144	0.67
英镑/美元	1.3379	1.62
澳大利亚元/美元	0.6876	0.75
美元/加拿大元	1.3136	-0.93
美元/日元	109.45	0.89
美元/瑞士法郎	0.9834	-0.69
人民币中间价指数	6.9915	-0.70
美元/中国人民币	7.0026	-0.52
交割远期		
美元/中国境外即期汇率	7.0793	-0.42
美元/港币	7.0020	-0.46
美元/港币	7.7880	-0.51
中国人民币/港币	1.1121	0.00
中国境外即期汇率/港币	1.1123	-0.04
美元/韩元	1,172.25	-1.48
美元/新台币	30.235	-0.84
美元/新加坡元	1.3562	-0.26
美元/印度卢比	70.909	-0.19

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，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。

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。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本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，但或会与光银国际资本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。光银国际资本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 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本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，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600