

二零二零年一月二十日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2019年中国经济呈现出高质稳定的增长势头，全年GDP增长6.1%，稍低于预期的6.2%以及2018年的6.6%。就2019年四季度而言，中国经济同比增长6.0%。主要经济指标均有所回落，固定资产投资、工业生产、零售和对外贸易等均呈现不同程度的放缓趋势。
- 总的来说，尽管贸易战风险未除、全球经济环境复杂多变，中国去年仍保持中高速增长，表明反周期措施改革持续推进及提质增效的经济发展模式取得了成果，保证了经济增长动力。
- 展望未来，中美两国已经签署了第一阶段的贸易协定，但现存的关税仍对中国经济稳定造成潜在威胁，中国决策层面将会采取更多的刺激措施，防止经济失去动能。
- 进入2020年，中国经济将继续从高速增长过渡到高质发展阶段，此举将有助于中国建设现代化经济。此外，中国也将刺激内需，提振经济，加强以审慎的货币政策和积极的财政政策为基础的监管框架。
- 我们认为，宏观经济政策的支持将有效提振商品和服务的整体需求，确保中国经济稳定高质增长。同时，中国宏观经济状况依然良好，2020年GDP增长率或将达到6.0%。

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

2019年中国经济增长减速，转向高质发展阶段

2019年中国经济呈现出高质稳定的增长势头，全年GDP增长6.1%，稍低于预期的6.2%以及2018年的6.6%。主要经济指标均有所回落，固定资产投资、工业生产、零售和对外贸易等均呈现不同程度的放缓趋势。就2019年四季度而言，中国经济同比增长6.0%，与预期水平和三季度数据保持一致。总的来说，尽管贸易战风险未除、全球经济环境复杂多变，中国去年仍保持中高速增长，表明反周期措施改革持续推进及提质增效的经济发展模式取得了成果，保证了经济增长动力。展望未来，中美两国已经签署了第一阶段的贸易协定，但现存的关税仍对中国经济稳定造成潜在威胁，中国决策层面将会采取更多的刺激措施，防止经济失去动能。进入2020年，中国经济将继续从高速增长阶段过渡到高质发展阶段，此举将有助于中国建设现代化经济。此外，中国也将刺激内需，提振经济，并加强以审慎的货币政策和积极的财政政策为基础的监管框架。我们认为，宏观经济政策的支持将有效提振商品和服务的整体需求，确保中国经济稳定高质增长。同时，中国宏观经济状况依然良好，2020年GDP增长率或将达到6.0%。

2019年固定资产投资稍见回落。2019年固定资产投资按年增长5.4%，好于市场预计的5.2%，但落后于2018年5.9%的增幅。固定资产投资增速放慢主要是由于制造业板块的投资增长从2018年的9.5%猛跌至2019年的3.1%，反映出贸易摩擦对制造业活动的负面影响。基础设施投资增速则与2018年保持一致水平，达到3.8%。房地产投资保持强劲增速，同比增长9.9%，超越2018年9.5%的高水平。总之，政府近期推出多项措施以支持基建项目的落地，包括加快项目审批和地方专项债的落实到位，都有助于推动固定资产稳定回升。我们相信，对城镇基础设施的投资将继续成为2020年中国固定资产投资增长的主要驱动力。

2019年规模以上工业增速呈现慢速稳定的趋势。2019年12月，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，超过预期的5.9%以及11月的6.2%。2019年全年，规模以上工业增加值同比增5.7%，低于2018年的6.2%。部分行业在2019年表现亮眼，其中包括“电气机械和器材制造业”（12月同比增12.4%，2019年同比增10.7%）、“黑色金属冶炼和压延加工业”（12月同比增10.7%，2019年同比增9.9%）、“计算机、通信和其他电子设备制造业”（12月同比增11.6%，2019年同比增9.3%）、“有色金属冶炼和压延加工业”

(12月同比增5.0%，2019年同比增9.2%)以及“非金属矿物制品业”(12月同比增8.4%，2019年同比增8.9%)以上五个板块为2019年工业增长的主要驱动力。展望未来，随着中美签订了第一阶段贸易协议，缓解了贸易的紧张局势，2020年工业活动将在有利的环境里实现可持续增长。

社会消费品零售增长在2019年继续放缓。12月社会零售同比增长8.0%，轻微超过预期的7.9%，与11月数据保持一致。2019年社会消费品零售按年增长8.0%，低于2018年9.0%的增幅。网上零售额达到10.63万亿元，比上年增长16.5%，表现出网上消费的巨大增长动力。总的来说，社会消费品零售的增长主要归功于以下几个类别的强劲增长，它们分别是：“日用品类”(12月同比增13.9%，2019年同比增13.9%)、“化妆品类”(12月同比增11.9%，2019年同比增12.6%)、“饮料类”(12月同比增13.9%，2019年同比增10.4%)以及“通讯器材类”(12月同比增8.8%，2019年同比增8.5%)。展望未来，在政府推出一系列反周期政策的支持下，消费支出将会稳定增长，零售额也有望维持向上的趋势。我们相信，2020年政府将大力推动消费增长，其中服务消费和电商行业将保持强劲增长。

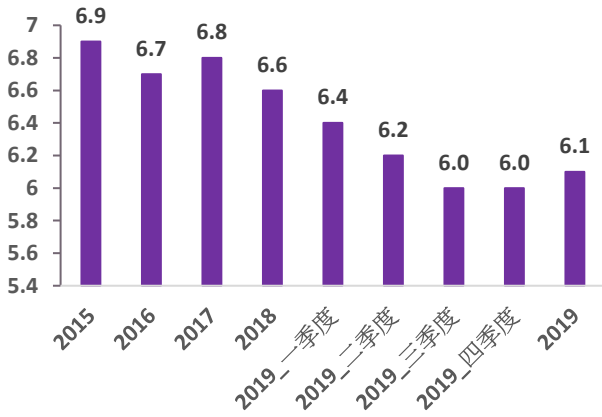
受到贸易争端影响，2019年中国外贸增长减速。中国外贸板块在2019年增长明显放缓，以人民币计价，出口及进口分别按年增长5.0%和1.6%，低于2018年的7.1%和12.9%。进出口总值同比增幅由2018年的9.7%跌至3.4%，其中对美国的进出口分别下跌17.1%及8.7%。2019年贸易顺差2.95万亿元，扩大25.4%。就12月来说，出口同比增长9.0%，高于市场预计2.9%以及11月的1.3%；进口同比猛升17.7%，超过市场预期的8.6%以及11月的2.5%。12月进出口数据的反弹主要归功于中美两国在2020年1月15日就经贸关系签订的首阶段协议。展望未来，受到保护主义日益盛行以及全球经济增长持续放缓的影响，全球贸易活动持续陷入疲弱态势。针对外贸增长的逆风形势，中国政策层面将会继续制定刺激措施以帮助出口商渡过阴霾时期。此举也将支持贸易活动的增长，为2020年外贸“软着陆”提供坚实支撑。

2019年中国通胀水平保持在3%以下。中国12月居民消费价格指数(CPI)同比上涨4.5%，低于市场预计的4.7%，与11月数据保持一致。纵观2019全年，通胀水平按年升2.9%，稍低于3%的目标，但明显高于2018年的2.1%。12月整体价格的上升趋势主要是由于食品价格按年上涨17.4%，其中由于非洲猪瘟的影响，猪肉价格急涨97.0%。尽管食品价格升势未停，但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逐渐平稳。工业价格方面，PPI在12月收缩0.5%，超过市场预计的-0.4%，但低于11月1.4%的跌幅。2019年以来，中国PPI整体下跌0.3%，明显低于2018年3.5%的正增长。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”、“造纸和纸制品业”、“化学原料和化学制品制造业”、“石油和天然气开采业”以及“石油加工、炼焦和核燃料加工业”在2019

年分别按年下跌 6.1%、5.0%、3.9%、3.6%和 3.5%。总的来说，工业价格的逐步靠稳，随着 2020 年工业活动的回升，生产者价格也将在新的一年里逐渐反弹。

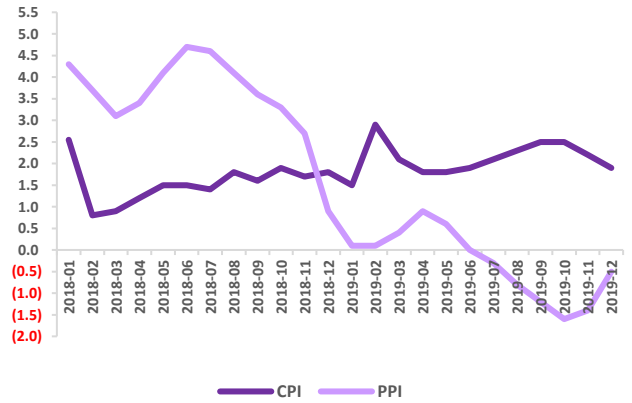
2019 年信贷需求回升。货币信贷指标在 2019 年 12 月保持稳定的增长趋势。12 月 M2 同比增长 8.7%，好于预期的 8.3%以及 11 月的 8.2%。12 月新增人民币贷款 1.14 万亿元，稍低于市场预测的 1.2 万亿元以及 11 月的 1.39 万亿元。2019 年全年人民币贷款增加 16.81 亿元，较 2018 年激增 6439 亿元。12 月社会融资增量为 2.1 万亿元，超过 11 月的 1.75 万亿元以及市场预测的 1.65 万亿元。2019 年全年社会融资增量累计为 25.58 万亿元，较上年多 3.08 万亿元。总的来说，中国人民银行始终致力于引导资金进入实体经济支撑经济发展与信贷风险上升两者之间取得平衡。为了给经济发展提供适当的信贷支持，中国人民银行在 2019 年已经对存款准备金率进行了数次下调。由于中国经济正面临着更加复杂的全球经济环境，相信中国人民银行将在 2020 年继续保持审慎的货币政策，松紧适度，即不太紧，也不会全面放松，以保持市场流动性和社会融资合理充裕，维持中国经济的增长势头。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



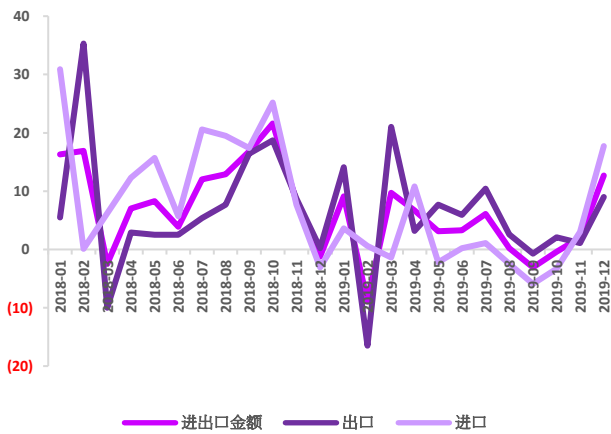
来源: 彭博

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



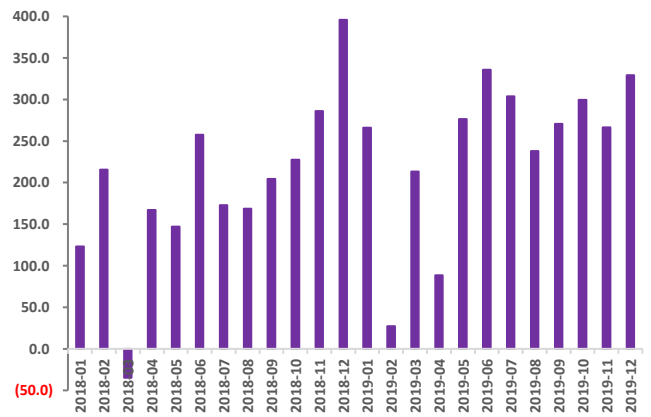
来源: 彭博

图.3: 进出口 (同比%) (按人民币)



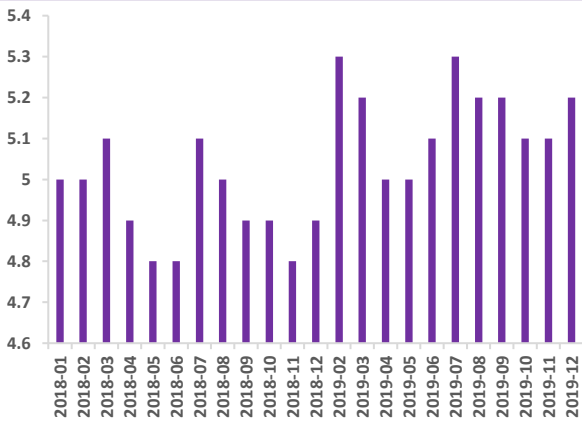
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



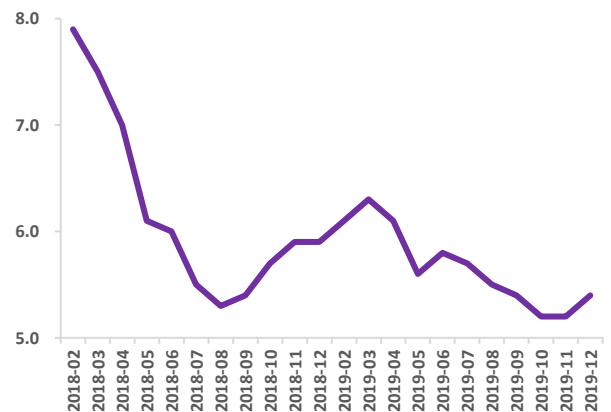
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



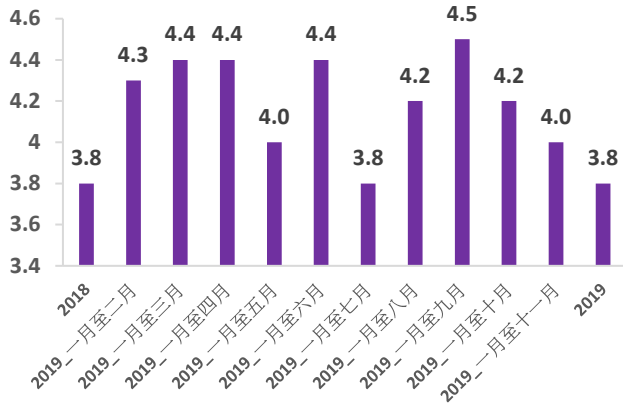
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



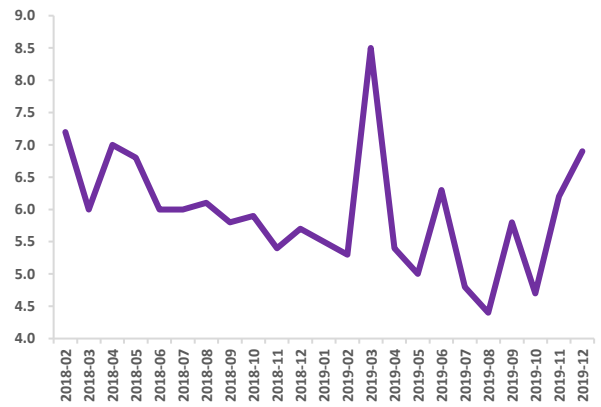
来源: 彭博

图.7: 基础设施投资(累计同比%)



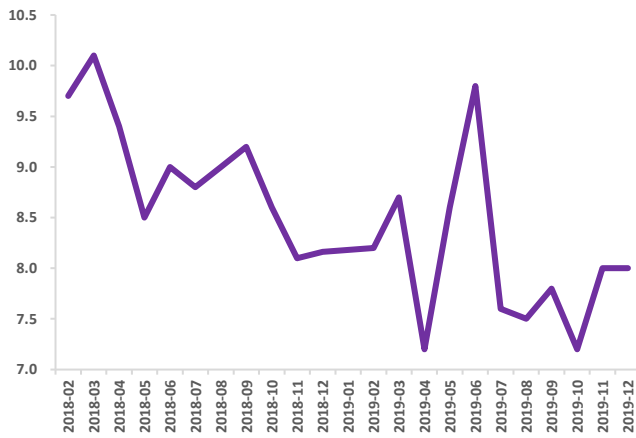
来源: 彭博

图.8: 工业增加值(同比%)



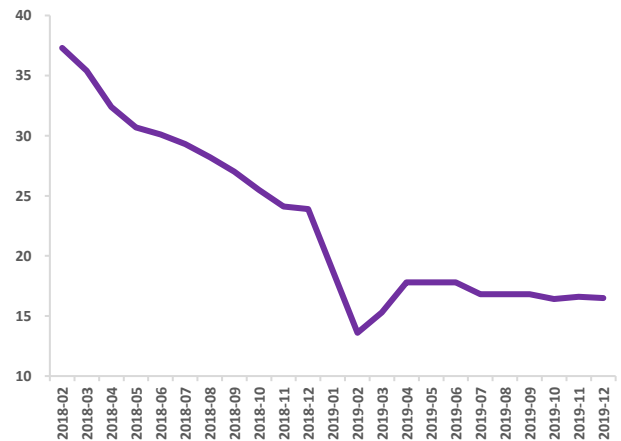
来源: 彭博

图.9: 社会消费品零售总额(同比%)



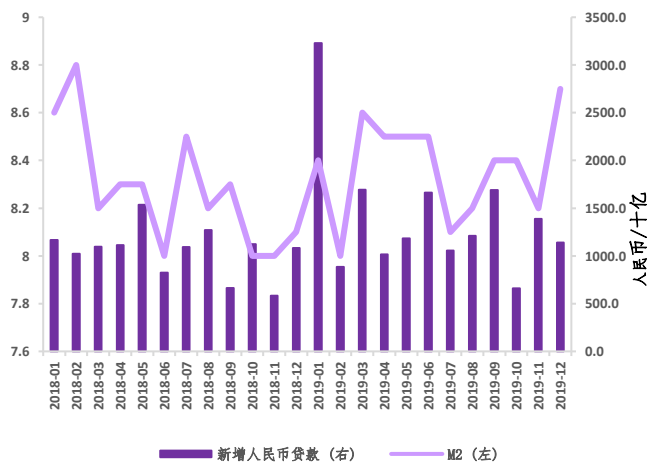
来源: 彭博

图.10: 网上商品和服务零售额(累计同比%)



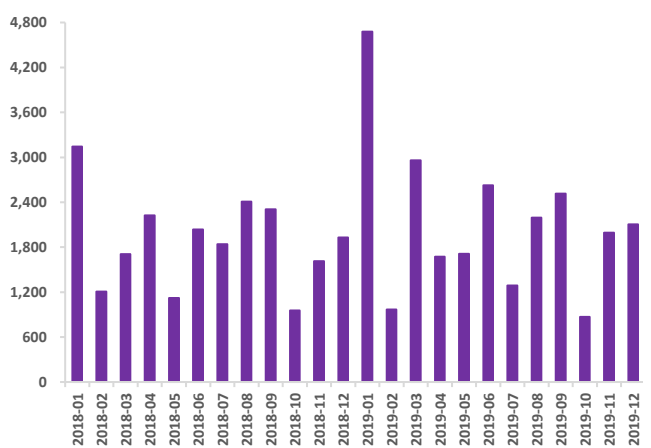
来源: 彭博

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

	2016	2017	2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.8	6.6	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1
制造业 PMI (%)	51.4	51.6	49.4	49.7	49.6	49.7	49.9	50.2
非制造业 PMI (%)	54.5	55.5	53.2	54.6	54.3	53.7	53.6	53.5
出口(人民币/同比%)	(1.9)	10.8	7.1	6.7	5.6	3.9	4.0	5.0
进口(人民币/同比%)	0.6	18.7	12.9	0.3	2.8	(2.5)	5.4	1.6
贸易余额 (人民币/十亿)	3352.3	2852.5	2330.3	506.8	700.7	812.4	895.1	2915.0
出口增长 (美元/同比%)	(7.7)	7.9	9.9	1.4	(1.0)	(0.3)	1.8	0.5
进口增长 (美元/同比%)	(5.5)	15.9	15.8	(4.1)	(3.7)	(6.2)	3.2	(2.8)
贸易余额 (美元/十亿)	510.7	422.5	351.8	72.9	103.9	117.7	127.0	421.5
消费物价指数 (同比%)	2.0	1.6	2.1	1.8	2.6	2.9	4.3	2.9
生产者物价指数 (同比%)	(1.4)	6.3	3.5	0.2	0.5	(0.8)	(1.2)	(0.3)
固定资产投资(年初至今/同比%)	8.1	7.2	5.9	6.3	5.8	5.4	5.4	5.4
房地产投资 (年初至今/同比%)	6.9	7.0	9.5	11.8	10.9	10.5	9.9	9.9
工业增加值 (同比%)	6.0	6.6	6.2	6.5	5.6	5.0	5.9	5.7
零售额 (同比%)	10.4	10.2	9.0	8.3	8.6	7.6	7.8	8.0
新增贷款 (人民币/十亿)	14113.6	12174.9	16173.6	5809.1	3863.4	3955.6	3189.4	16817.5
广义货币供应量 (同比%)	11.3	8.1	8.1	8.6	8.5	8.4	8.7	8.7
总社会融资 (人民币/十亿)	17802.2	26153.6	22492.0	8605.9	6007.7	5997.0	4964.7	25575.2

	12/18	1/19	2/19	3/19	4/19	5/19	6/19	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19
实际国民生产总值 (同比%)	6.4	-	-	6.4	-	-	6.2	-	-	6.0	-	-	6.0
制造业 PMI (%)	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 (%)	53.2	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5
出口(人民币/同比%)	0.2	14.1	(16.5)	21.0	3.2	7.7	5.9	10.4	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0
进口(人民币/同比%)	(3.1)	3.6	0.6	(1.4)	10.8	(2.2)	0.2	1.1	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7
贸易余额 (人民币/十亿)	395.0	266.2	27.3	213.3	88.6	276.5	335.6	303.7	238.1	270.6	299.4	266.4	329.3
出口增长 (美元/同比%)	(4.4)	9.3	(20.7)	14.0	(2.7)	1.1	(1.5)	3.4	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.6
进口增长 (美元/同比%)	(7.6)	(0.9)	(4.4)	(7.2)	4.5	(8.2)	(6.8)	(4.9)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.3
贸易余额 (美元/十亿)	57.1	38.4	3.0	31.5	13.1	41.3	49.6	44.1	34.6	39.0	42.6	37.6	46.8
消费物价指数 (同比%)	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%)	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)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.9	-	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	-	11.6	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9
工业增加值 (同比%)	5.7	-	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9
零售额 (同比%)	8.2	-	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0
新增贷款 (人民币/十亿)	1083.9	3228.9	885.8	1694.3	1016.0	1183.7	1663.6	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1140
广义货币供应量 (同比%)	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
总社会融资 (人民币/十亿)	1931.1	4679.1	966.5	2960.2	1671.0	1712.4	2624.3	1287.2	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0
全国城镇调查失业率(%)	4.9	-	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	4.7	-	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2

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	29,348.10	19.98	1.82
标准普尔 500 指数	3,329.62	22.18	1.97
纳斯达克综合指数	9,388.94	35.46	2.29
欧洲			
富时 100 指数	7,674.56	18.56	1.14
德国 DAX 30 指数	13,526.13	25.09	0.32
法国 CAC 40 指数	6,100.72	21.85	1.05
斯托克 600 价格指数	424.56	21.07	1.29
亚洲			
香港恒生指数	29,056.42	11.38	1.46
恒生中国企业指数	11,419.91	9.06	1.35
上海深圳沪深 300 指数	4,154.85	14.76	-0.20
上海证券交易所综合指数	3,075.50	14.64	-0.54
深证综合指数	1,806.28	37.85	0.47
日经 225 指数	24,041.26	19.23	1.27
韩国 KOSPI 指数	2,250.57	17.51	2.00
台湾证交所加权股价指数	12,090.29	19.04	0.55
标普/澳证 200 指数	7,064.13	20.88	1.95
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,415.51	21.05	1.59
MSCI ACWI 指数	579.24	20.24	1.54
MSCI 新兴市场指数	1,146.83	15.85	1.16
MSCI 美国指数	3,173.84	22.82	1.97
MSCI 英国指数	2,195.44	18.74	1.21
MSCI 法国指数	175.20	21.87	1.15
MSCI 德国指数	156.69	22.19	0.24
MSCI 中国指数	89.84	15.30	1.51
MSCI 香港指数	16,011.51	14.71	2.37
MSCI 日本指数	1,050.10	15.93	0.66

* 所有市场根据 17/1/2020 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	58.54	-0.85
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	64.85	-0.20
天然气期货	美元/百万英	2.00	-9.04
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1,792.75	0.67
铜期货	美元/磅	284.55	1.14
LME 钢筋期货	美元/吨	439.00	-1.24
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1,974.25	3.16
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,557.24	-0.33
黄金期货	美元/盎司	1,560.30	0.01
现货银	美元/盎司	18.04	-0.41
现货铂	美元/盎司	1,022.67	4.44
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	389.25	0.91
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	570.50	1.06
11 号糖 (全球)	美元/磅	14.45	2.70
大豆期货	美元/蒲式耳	929.75	-1.72

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	0.00	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	1.52	0.03
美国综合国债 1 年收益率	1.55	0.03
美国综合国债 5 年收益率	1.62	-0.01
美国综合国债 10 年收益率	1.82	0.00
美国综合国债 30 年收益率	2.28	0.00
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	1.65	-0.02
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.82	-0.02
日本综合国债 1 年收益率	-0.10	0.01
日本综合国债 10 年收益率	0.00	-0.01
德国综合国债 1 年收益率	-0.57	0.02
德国综合国债 10 年收益率	-0.22	-0.02
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.30	0.03
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.85	-0.03
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.09	0.01
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.50	0.00
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.52	0.75
香港基本利率 (贴现率)	2.81	0.19
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.38	-0.99
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.95	-0.23
离岸人民币拆放利率-隔夜	3.71	1.21
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.21	0.39
公司债 (穆迪)		
Aaa	2.99	-0.05
Baa	3.81	-0.07

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	97.61	0.26
欧元/美元	1.11	-0.26
英镑/美元	1.30	-0.37
澳大利亚元/美元	0.69	-0.32
美元/加拿大元	1.31	0.12
美元/日元	110.14	0.63
美元/瑞士法郎	0.97	-0.48
人民币中间价指数	6.89	-0.68
美元/中国人民币	6.86	-0.86
交割远期		
美元/中国境外即期汇率	6.94	-0.62
美元/港币	6.87	-0.69
人民币/港币	7.77	0.00
中国人民币/港币	1.13	0.90
中国境外即期汇率/港币	1.13	0.70
美元/韩元	1,159.50	-0.19
美元/新台币	29.94	-0.23
美元/新加坡元	1.35	-0.08
美元/印度卢比	71.08	0.20

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 2020 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