



## 經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

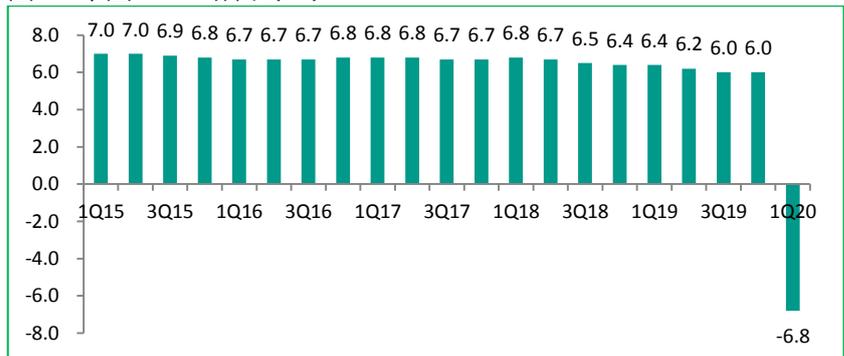
電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

## 中國 2020 年第 1 季 GDP 下跌 6.8%

- 受累于新冠肺炎疫情的衝擊，中國 2020 年第 1 季 GDP 同比下降 6.8%。雖然第 1 季經濟增速創下數十年的新低，但隨著 3 月份開始的復工復產推進，當月經濟數據全面好于前 2 個月，投資、零售銷售、出口以及工業增加值的增速均出現明顯反彈
- 展望未來，隨著國內疫情本土傳播基本阻斷，復工復產加快推進，前期壓抑的消費開始回補，以及中央政府財政及貨幣政策的支持，我們相信第 2 季中國經濟增速或回升轉正。隨著全球各國政府已經高度重視疫情防控并加強全球合作，全球疫情或在下半年快速消退，中國下半年外需料明顯改善，我們預期下半年中國經濟增速將延續反彈態勢。整體上我們預期 2020 年中國 GDP 增長 2.0%
- 貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續推出逆周期的政策措施以穩定經濟增長。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.45% 及 4.45%。我們預期 2020 年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.0%，而中小型金融機構為 9.0%。我們預期中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施包括提高財政赤字率、增加地方政府專項債發行、發行特別國債等，加大對疫情防控、民生保障等領域的公共支出，以及進一步降低稅費

受累于新冠肺炎疫情的衝擊，中國 2020 年第 1 季 GDP 同比下降 6.8%<sup>1</sup>，差于市場預期的 6.0% 跌速，遠低于 2019 年第 4 季 6.0% 的增速（圖 1）。雖然第 1 季經濟增速創下數十年的新低，但隨著 3 月份開始的復工復產推進，當月經濟數據全面好于前 2 個月，投資、零售銷售、出口以及工業增加值的增速均出現明顯反彈。

圖 1: 中國 GDP 增長 (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

從供給側看，3 月份工業增加值增速從前 2 個月的 -13.5% 大幅反彈至 -1.1%，反彈幅度高達 12.4 個百分點。3 月的發電量增速由前 2 個月的 -8.2% 回升至 -4.6%，中國統計局新聞發布會表示 3 月份用電量的跌幅亦比 2 月份明顯收窄，特別是 3 月末用電量。3 月集成電路產量大增 20.0%，遠超過前 2 個月 8.5% 的增幅。

農銀國際研究部

2020 年 4 月 17 日

<sup>1</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



從需求側看，城鎮固定資產投資第 1 季下跌 16.1%，而前 2 個月下跌 24.5%。根據我部的測算，3 月單月整體投資增速由前 2 個月的-24.5%大幅反彈至-9.5%。分行業看，受房地產銷售回暖影響，3 月單月的房地產投資增速由前 2 個月的-16.3%大幅反彈至 1.2%。3 月房地產銷售面積及金額分別下跌 14.1%及 14.6%，而前 2 個月分別下跌 39.9%及 35.9%。受出口好轉以及融資成本回落帶動，3 月製造業投資增速由前 2 個月的-31.5%反彈至 -20.6%。3 月單月私人投資增速亦由前 2 個月的-26.4%回升至 -12.9%。3 月基建投資增速在財政政策支持下大幅反彈，由前 2 個月的-30.3%回升至-11.1%。此外，3 月社會消費品零售銷售增速由前 2 個月的-20.5%反彈至-15.8%。相比整體固定資產投資和工業增加值的反彈幅度，零售銷售回升幅度較弱，部分原因為全國居民收入因疫情影響大幅回落。第 1 季全國居民人均可支配收入同比名義增長 0.8%，扣除價格因素實際下降 3.9%。值得指出的是，第 1 季實物商品網上零售保持正增長，3 月份實物商品網上零售額增長 5.9%，比 1-2 月份加快 2.9 個百分點，占社會消費品零售總額的比重為 23.6%，比 1-2 月份提高 2.1 個百分點。

隨著復工復產的推進，3 月份就業市場略有好轉。3 月份，全國城鎮調查失業率為 5.9%，比 2 月份下降 0.3 個百分點。第 1 季全國城鎮新增就業人員 229 萬人。根據中國統計局新聞發布會，目前規模以上企業復工程度已經接近 100%了，大企業基本都復工了。同時，中小企業復工程度也是 80%以上。

展望未來，隨著國內疫情本土傳播基本阻斷，復工復產加快推進，前期壓抑的消費開始回補，以及中央政府財政及貨幣政策的支持，我們相信第 2 季中國經濟增速或回升轉正。隨著全球各國政府已經高度重視疫情防控并加強全球合作，全球疫情或在下半年快速消退，中國下半年外需料明顯改善，我們預期下半年中國經濟增速將延續反彈態勢。整體上我們預期 2020 年中國 GDP 增長 2.0%，雖低於 2019 年 6.1%的增速，但在全球疫情衝擊下已是不錯的增速（圖 2）。值得指出的是，上述預測是基于全球新冠肺炎疫情在第 2 季達到峰值并在下半年消退，如果全球疫情進一步惡化，我們的預測將面臨下調的風險。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續推出逆周期的政策措施以穩定經濟增長。我們預計 2020 年年底 1 年期與 5 年期 LPR 的利率水平分別跌至 3.45%及 4.45%。我們預期 2020 年底大型存款類金融機構的 RRR 為 12.0%，而中小型金融機構為 9.0%。我們預期中央政府將採用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施包括提高財政赤字率、增加地方政府專項債發行、發行特別國債等，加大對疫情防控、民生保障等領域的公共支出，以及進一步降低稅費。



圖 2：經濟預測

經濟指標	2018 年	2019 年	2020 年預測
實質 GDP 增長, %	6.6	6.1	2.0
固定資產投資增長, %	5.9	5.4	1.5
零售銷售增長, %	9.0	8.0	3.5
以美元計出口增長, %	9.9	0.5	2.0
以美元計進口增長, %	15.8	-2.8	1.0
工業產出增長, %	6.2	5.7	2.2
消費物價通脹, %	2.1	2.9	3.0
生產物價通脹, %	3.5	-0.3	-0.5
M2 增長, %	8.1	8.7	10.5
社會融資規模, 十億人民幣	19,260	25,580	29,000
新增人民幣貸款, 十億人民幣	16,170	16,810	19,000
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.8785	6.9632	6.9000

來源：國家統計局，中國人民銀行，農銀國際證券估計



	2019												2020		
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---	---	6.0	---	---	-6.8	
以美元計出口增長 (同比%)	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2	-0.9	-1.2	7.6	-17.2	-17.2	-6.6	
以美元計進口增長 (同比%)	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-7.3	-5.3	-5.6	-8.5	-6.4	0.3	16.3	-4.0	-4.0	-0.9	
貿易餘額 (美元/十億)	4.1	32.7	13.8	41.7	51.0	45.1	34.8	39.7	42.8	38.7	46.8	-7.1	-7.1	19.9	
零售額 (同比%)	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-20.5	-20.5	-15.8	
工業增加值 (同比%)	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-13.5	-13.5	-1.1	
製造業 PMI (%)	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	
非製造業 PMI (%)	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	
固定資產投資 (累計同比%)	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.2	-24.5	-24.5	-16.1	
消費物價指數 (同比%)	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	
生產者物價指數 (同比%)	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-0.5	0.0	-0.5	-1.5	
廣義貨幣供應量 (同比%)	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	
新增貸款 (人民幣/十億)	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661	1390	1140	3340	906	2850	
總社會融資 (人民幣/十億)	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619	1750	2103	5062	855	5163	

### 世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率			
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)			
<b>美國</b>			<b>能源</b>					美國聯邦基金目標利率			
道瓊斯工業平均指數	23,537.68	-0.77	16.62	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	18.14	(19.46)	715,697	0.25	0.00	
標準普爾 500 指數	2,799.55	0.35	18.44	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	27.76	(11.82)	314,231	3.25	0.00	
納斯達克綜合指數	8,532.36	4.65	55.55	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	1.69	(2.42)	197,026	0.25	0.00	
MSCI 美國指數	2,667.97	0.41	19.00	<b>普通金屬</b>					美國 1 年期國債	0.1039	(2.79)
<b>歐洲</b>			<b>貴金屬</b>					美國 5 年期國債	0.3628	(4.17)	
富時 100 指數	5,760.53	-1.10	16.58	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 <sup>2</sup>	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 10 年期國債	0.6386	(8.37)
德國 DAX30 指數	10,596.06	0.72	18.44	<b>農產品</b>					日本 10 年期國債	0.0270	0.90
法國 CAC 40 指數	4,481.32	-0.03	16.41	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,474.75	2.38	37,248	中國 10 年期國債	2.5390	0.10
西班牙 IBEX 35 指數	6,924.00	-2.07	15.27	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,512.50	2.23	43,519	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00
意大利 FTSE MIB 指數	17,165.16	-2.59	11.80	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,129.25	2.42	17,672	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.7508	(6.33)
Stoxx 600 指數	333.57	0.53	15.01	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,140.00	2.40	26,791	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.1349	(8.40)
MSCI 英國指數	1,600.94	-3.74	16.52	<b>黃金</b>					隔夜上海同業拆借利率	0.7160	(63.3)
MSCI 法國指數	125.68	-3.82	15.67	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,713.90	(2.22)	203,562	1 月期上海同業拆借利率	1.3080	(9.20)
MSCI 德國指數	118.91	-2.24	16.79	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	15.49	(4.66)	14,606	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.8987	(4.90)
MSCI 意大利指數	44.54	-4.91	12.12	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	792.20	5.82	12,656	公司債券 (穆迪)		
<b>亞洲</b>			<b>外匯</b>								
日經 225 指數	19,897.26	2.05	17.59	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	328.50	-2.45	145,302	Aaa	2.37	-9.00
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,487.54	1.86	16.91	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	527.50	-5.38	61,214	Baa	3.96	-38.00
恒生指數	24,379.62	0.33	9.90	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	10.36	-1.24	73,744			
恒生中國企業指數	9,822.56	0.04	7.77	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	849.00	-2.53	92,048			
滬深 300 指數	3,839.49	1.87	13.72	<b>附注:</b>							
上證綜合指數	2,838.49	1.50	13.38	1. 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)							
深證綜合指數	1,750.28	1.69	36.29	2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格							
MSCI 中國指數	79.91	1.91	13.20								
MSCI 香港指數	13,141.74	(0.60)	12.93								
MSCI 日本指數	861.23	(0.71)	13.67								

匯率	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期
匯率	1.0822	1.2435	0.6324	107.87	0.9717	7.0763	7.7509	7.1434

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

周變化 (%)	-1.05	-0.16	-0.39	0.56	-0.57	-0.57	0.02	-0.61
------------	-------	-------	-------	------	-------	-------	------	-------

## 權益披露

分析員，姚少華，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

## 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 ≥ 市場回報(10%)
持有	負市場回報 (-10%) ≤ 股票投資回報 < 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 < 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2008 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數于 2008-19 年間的年複合增長率為 10%）

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限于：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司于相應行業的競爭優勢等。

## 免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2020 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司  
電話：(852) 2868 2183