



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

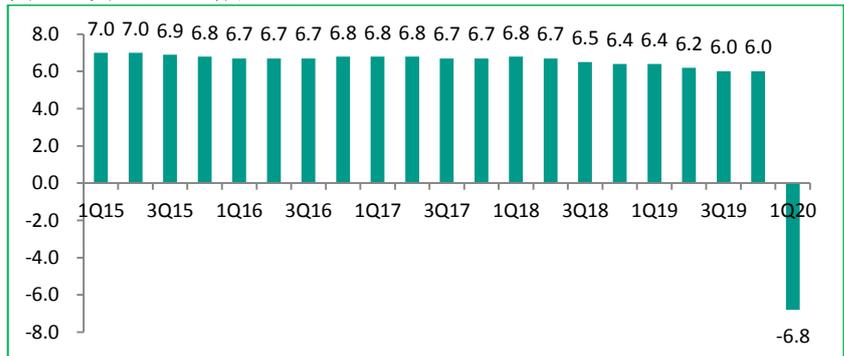
电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

中国 2020 年第 1 季 GDP 下跌 6.8%

- 受累于新冠肺炎疫情的冲击, 中国 2020 年第 1 季 GDP 同比下降 6.8%。虽然第 1 季经济增速创下数十年的新低, 但随着 3 月份开始的复工复产推进, 当月经济数据全面好于前 2 个月, 投资、零售销售、出口以及工业增加值的增速均出现明显反弹
- 展望未来, 随着国内疫情本土传播基本阻断, 复工复产加快推进, 前期压抑的消费开始回补, 以及中央政府财政及货币政策的支持, 我们相信第 2 季中国经济增速或回升转正。随着全球各国政府已经高度重视疫情防控并加强全球合作, 全球疫情或在下半年快速消退, 中国下半年外需料明显改善, 我们预期下半年中国经济增速将延续反弹态势。整体上我们预期 2020 年中国 GDP 增长 2.0%
- 货币政策方面, 我们预期人民银行将继续推出逆周期的政策措施以稳定经济增长。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 3.45% 及 4.45%。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 9.0%。我们预期中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长, 政策措施包括提高财政赤字率、增加地方政府专项债发行、发行特别国债等, 加大对疫情防控、民生保障等领域的公共支出, 以及进一步降低税费

受累于新冠肺炎疫情的冲击, 中国 2020 年第 1 季 GDP 同比下降 6.8%¹, 差于市场预期的 6.0% 跌速, 远低于 2019 年第 4 季 6.0% 的增速 (图 1)。虽然第 1 季经济增速创下数十年的新低, 但随着 3 月份开始的复工复产推进, 当月经济数据全面好于前 2 个月, 投资、零售销售、出口以及工业增加值的增速均出现明显反弹。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

从供给侧看, 3 月份工业增加值增速从前 2 个月的 -13.5% 大幅反弹至 -1.1%, 反弹幅度高达 12.4 个百分点。3 月的发电量增速由前 2 个月的 -8.2% 回升至 -4.6%, 中国统计局新闻发布会表示 3 月份用电量的跌幅亦比 2 月份明显收窄, 特别是 3 月末用电量。3 月集成电路产量大幅增长 20.0%, 远超过前 2 个月 8.5% 的增幅。

农银国际研究部

2020 年 4 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



从需求侧看，城镇固定资产投资第1季下跌16.1%，而前2个月下跌24.5%。根据我部的测算，3月单月整体投资增速由前2个月的-24.5%大幅反弹至-9.5%。分行业看，受房地产销售回暖影响，3月单月的房地产投资增速由前2个月的-16.3%大幅反弹至1.2%。3月房地产销售面积及金额分别下跌14.1%及14.6%，而前2个月分别下跌39.9%及35.9%。受出口好转以及融资成本回落带动，3月制造业投资增速由前2个月的-31.5%反弹至-20.6%。3月单月私人投资增速亦由前2个月的-26.4%回升至-12.9%。3月基建投资增速在财政政策支持下大幅反弹，由前2个月的-30.3%回升至-11.1%。此外，3月社会消费品零售销售增速由前2个月的-20.5%反弹至-15.8%。相比整体固定资产投资和工业增加值的反弹幅度，零售销售回升幅度较弱，部分因为全国居民收入因疫情影响大幅回落。第1季全国居民人均可支配收入同比名义增长0.8%，扣除价格因素实际下降3.9%。值得指出的是，第1季实物商品网上零售保持正增长，3月份实物商品网上零售额增长5.9%，比1-2月份加快2.9个百分点，占社会消费品零售总额的比重为23.6%，比1-2月份提高2.1个百分点。

随着复工复产的推进，3月份就业市场略有好转。3月份，全国城镇调查失业率为5.9%，比2月份下降0.3个百分点。第1季全国城镇新增就业人员229万人。根据中国统计局新闻发布会，目前规模以上企业复工程度已经接近100%了，大企业基本都复工了。同时，中小企业复工程度也是80%以上。

展望未来，随着国内疫情本土传播基本阻断，复工复产加快推进，前期压抑的消费开始回补，以及中央政府财政及货币政策的支持，我们相信第2季中国经济增速或回升转正。随着全球各国政府已经高度重视疫情防控并加强全球合作，全球疫情或在下半年快速消退，中国下半年外需料明显改善，我们预期下半年中国经济增速将延续反弹态势。整体上我们预期2020年中国GDP增长2.0%，虽低于2019年6.1%的增速，但在全球疫情冲击下已是不错的增速（图2）。值得指出的是，上述预测是基于全球新冠肺炎疫情在第2季达到峰值并在下半年消退，如果全球疫情进一步恶化，我们的预测将面临下调的风险。

货币政策方面，我们预期人民银行将继续推出逆周期的政策措施以稳定经济增长。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3.45%及4.45%。我们预期2020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9.0%。我们预期中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施包括提高财政赤字率、增加地方政府专项债发行、发行特别国债等，加大对疫情防控、民生保障等领域的公共支出，以及进一步降低税费。



图 2: 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	2.0
固定资产投资增长, %	5.9	5.4	1.5
零售销售增长, %	9.0	8.0	3.5
以美元计出口增长, %	9.9	0.5	2.0
以美元计进口增长, %	15.8	-2.8	1.0
工业产出增长, %	6.2	5.7	2.2
消费物价通胀, %	2.1	2.9	3.0
生产物价通胀, %	3.5	-0.3	-0.5
M2 增长, %	8.1	8.7	10.5
社会融资规模, 十亿人民币	19,260	25,580	29,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	16,170	16,810	19,000
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



	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	
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---	---	6.0	---	---	-6.8	
以美元计出口增长 (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	
以美元计进口增长 (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	
贸易余额 (美元/十亿)	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	
零售额 (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	
工业增加值 (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	
制造业 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	
非制造业 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	
固定资产投资 (累计同比%)	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	
消费物价指数 (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	
生产者物价指数 (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	
广义货币供应量 (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	
新增贷款 (人民币/十亿)	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661	1390	1140	3340	906	2850	
总社会融资 (人民币/十亿)	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619	1750	2103	5062	855	5163	

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	23,537.68	-0.77	16.62	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	18.14	(19.46)	715,697	美国联邦基金目标利率	0.25	0.00	
标准普尔 500 指数	2,799.55	0.35	18.44	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	27.76	(11.82)	314,231	美国基准借贷利率	3.25	0.00	
纳斯达克综合指数	8,532.36	4.65	55.55	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	1.69	(2.42)	197,026	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	0.25	0.00	
MSCI 美国指数	2,667.97	0.41	19.00	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	0.1039	(2.79)	
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债			0.3628	(4.17)
富时 100 指数	5,760.53	-1.10	16.58	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,474.75	2.38	37,248	美国 10 年期国债	0.6386	(8.37)	
德国 DAX30 指数	10,596.06	0.72	18.44	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,512.50	2.23	43,519	日本 10 年期国债	0.0270	0.90	
法国 CAC 40 指数	4,481.32	-0.03	16.41	COMEX 铜期货合约	美元/磅	5,129.25	2.42	17,672	中国 10 年期国债	2.5390	0.10	
西班牙 IBEX 35 指数	6,924.00	-2.07	15.27	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	5,140.00	2.40	26,791	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
意大利 FTSE MIB 指数	17,165.16	-2.59	11.80	贵金属			美国 1 月期银行同业拆借固定利率			0.7508	(6.33)	
Stoxx 600 指数	333.57	0.53	15.01	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,713.90	(2.22)	203,562	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.1349	(8.40)	
MSCI 英国指数	1,600.94	-3.74	16.52	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	15.49	(4.66)	14,606	隔夜上海同业拆借利率	0.7160	(63.3)	
MSCI 法国指数	125.68	-3.82	15.67	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	792.20	5.82	12,656	1 月期上海同业拆借利率	1.3080	(9.20)	
MSCI 德国指数	118.91	-2.24	16.79	农产品			香港 3 月期银行同业拆借固定利率			1.8987	(4.90)	
MSCI 意大利指数	44.54	-4.91	12.12	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	328.50	-2.45	145,302	公司债券 (穆迪)			
亚洲								Aaa			2.37	-9.00
日经 225 指数	19,897.26	2.05	17.59	小麦期货合约	美元/蒲式耳	527.50	-5.38	61,214	Baa	3.96	-38.00	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,487.54	1.86	16.91	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	10.36	-1.24	73,744	附注:			
恒生指数	24,379.62	0.33	9.90	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	849.00	-2.53	92,048	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)			
恒生中国企业指数	9,822.56	0.04	7.77				2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格					
沪深 300 指数	3,839.49	1.87	13.72									
上证综合指数	2,838.49	1.50	13.38									
深证综合指数	1,750.28	1.69	36.29									
MSCI 中国指数	79.91	1.91	13.20									
MSCI 香港指数	13,141.74	(0.60)	12.93									
MSCI 日本指数	861.23	(0.71)	13.67									

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	1.0822	1.2435	0.6324	107.87	0.9717	7.0763	7.7509	7.1434
周变化 (%)	-1.05	-0.16	-0.39	0.56	-0.57	-0.57	0.02	-0.61



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