

研究报告

2020 年第 6 期

2020.04.26

负责人：周月秋 樊志刚

宏观经济与政策研究团队：

王小娥 杨苕 朱妮 刘新 王晓

姚 李成林 杨晓龙

邮箱：

xiaoe.wang@icbc.com.cn

经济企稳反弹 金融量升价降

— 2020 年 1 季度经济金融形势分析及 2 季度展望

摘要：

- 1 季度，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济运行造成了比较大的影响。但随着复产复工持续推进，3 月主要经济指标呈现回升势头。供给端：工业修复快于服务业；需求端：三驾马车动力均显不足。而信贷新增创历史新高，资金利率持续下行，社会流动性总体宽松，逆周期调控政策取得一定成效。
- 2 季度，经济运行可能面临以下主要问题：疫情使外需急剧萎缩，对我国经济形成二次冲击；居民收入受较大影响，影响消费增速回升；财政收支矛盾突出，地方政府债务风险堪忧；金融机构风险防范难度上升。但考虑到财政减税降费和扩大新基建等各项刺激政策发力，以及央行适度宽松政策的配合，预计 2 季度 GDP 增速有望复苏至 2% - 3% 水平；全年经济可能会形成“逐季上台阶”走势，GDP 增速大概率为 3%-4% 区间。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

1 季度，受疫情冲击影响，我国 GDP 增速为-6.8%，创改革开放以来新低。其中，第一、二、三产业增速分别为-3.2%、-9.6%和-5.2%。但随着疫情防控成效不断显现，复工复产进度加快推进，3 月份主要经济指标如工业、投资、社零降幅大幅度收窄，呈现改善趋势。

一、主要特点

（一）供给端：工业修复快于服务业

1、服务业受冲击最为明显。1 季度，服务业增加值同比增速为-5.2%。其中，住宿与餐饮业、批发和零售业、交运仓储业、租赁及商务服务业的增加值分别为-35.3%、-17.8%、-14%和-9.4%，分别同比下滑 41.3、23.6、21.3、和 17.9 个百分点。3 月，服务业生产指数同比增速为-9.1%，较 1-2 月收窄 3.9 个百分点。

2、复产复工加快工业复苏。1 季度，规模以上工业增加值同比增速为-8.4%，较上年同期下降 14.9 个百分点，其中 3 月同比增速为-1.1%，较 1-2 月收窄 12.4 个百分点。随着复工复产推进，3 月采矿业增加值同比增速由负转正至 4.2%；制造业增加值同比增速为 -1.8%，较 1-2 月提升 13.9 个百分点。

3、新动能、新经济逆势增长。疫情防控催生了大量线上服务需求，“非接触式经济”促信息传输、软件和信息技术服务业发展，1 季度增加值同比增速为 13.2%。3 月高技术产业增加值增长 8.9%，高于工业增加值增速 10 个百分点。

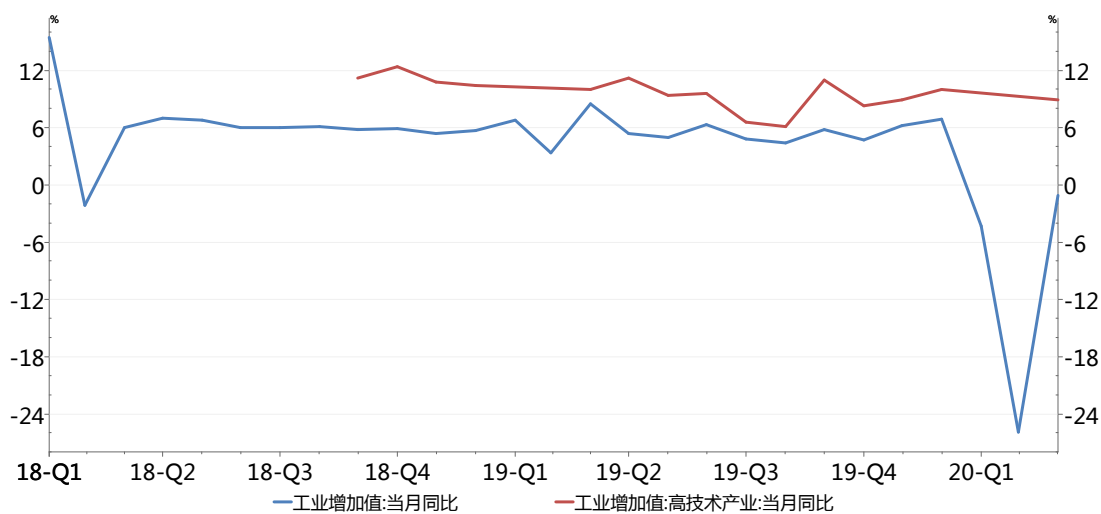


图1 工业增加值触底大幅反弹，高技术产业持续稳定

(二) 需求端：三驾马车动力均显不足

1、消费降幅收窄，线下消费仍低迷。1季度社会消费品零售总额同比增速为-19%，较上年同期下降27.3个百分点，创有史以来次低水平(1-2月为-20.5%)。其中，3月社会消费品零售总额同比增速为-15.8%，环比回升4.7个百分点。

疫情重创线下消费。1季度，百货店、专业店和专卖店零售额同比增速分别为-34.9%、-24.7%和-28.7%；餐饮收入同比增速为-44.3%。汽车消费同比增速为-30.3%，较上年同期下滑26.9个百分点。

但疫情也催生新型消费、线上消费的新需求。“无接触零售”、“无接触配送”和“直播零售”等消费新模式快速发展。1季度，全国实物商品网上零售额同比增长5.9%，增速比1-2月加快2.9个百分点，占社会消费品零售总额比重为23.6%，比上年同期提高5.4个百分点。

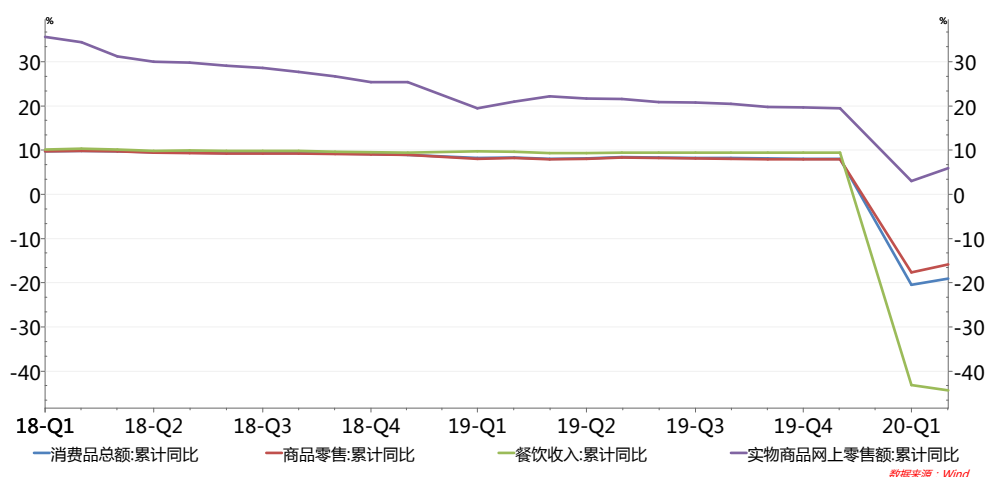


图2 线下消费大幅回落，线上消费逆势上升

2、三大投资均落入负增长区间。1 季度，固定资产投资同比增长-16.1%，较上年同期下降 22.4 个百分点，环比回升 8.4 个百分点。

基建投资增速反弹明显。基建投资（不含电力）同比增长-19.7%，较上年同期下降 24.1 个百分点，较 1-2 月收窄 10.6 个百分点。基建补短板、新旧基建协同推进，仍将是托底经济稳定增长的最重要手段。

房地产投资韧性尚在。房地产投资同比增速-7.7%，较 1-2 月回升 8.6 个百分点。房地产销售额、新开工面积、土地购置面积等均出现回暖，同比增速分别为-24.7%、-27.2%和-22.6%，较 1-2 月提高了 11.2、17.7 和 6.7 个百分点。

制造业投资增速仍处低位。制造业投资同比增速为-25.2%，较上年同期下滑 29.8 个百分点，较 1-2 月收窄 6.3 个百分点。1-2 月工业企业利润同比增速为-38.3%，以及 3 月 PPI 降幅持续扩大，导致企业对于未来预期仍不稳定。

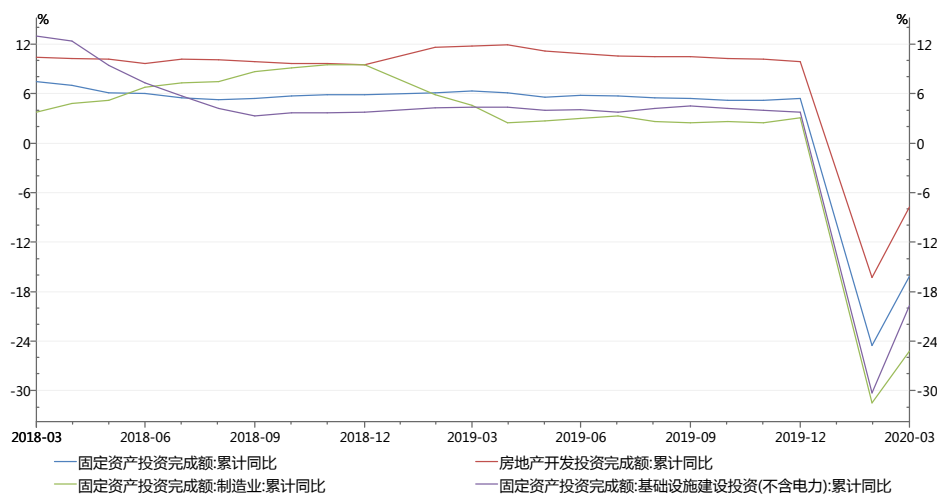


图3 三大投资均负增长，较1-2月小幅回升

3、进、出口负增长，贸易顺差减少。1季度，我国进出口（美元计价，下同）同比增速为-8.4%。

出口大幅下滑，1季度同比增速为-13.3%。但随着国内疫情逐步明朗、复产复工进程加快，前期积压的出口订单陆续交付，3月增速反弹至-6.6%，较1-2月提高11.6个百分点。

进口降幅相对较小，1季度同比增速为-2.90%，较去年同期提高1.3个百分点，较1-2月提高1.1个百分点。主要原因是中美经贸第一阶段协议签订、国内复工复产重启需求，使我国进口力度加大。

这导致2019年以来中国“衰退性顺差”的特点被扭转，贸易顺差132亿美元，同比减少81.9%。



图 4 3 月份进出口降幅收窄同比

从结构来看，我国与“一带一路”沿线国家进出口同比增长 1.02%，其中对东盟、俄罗斯进出口分别增长 3.9% 和 3.4%。东盟取代欧盟成为我国第一大贸易伙伴。

表 1 中国主要贸易伙伴的数据对比

单位：美元

国家	贸易总额	同比	顺差	国家	贸易总额	同比	顺差
东盟	1423.69	3.90%	126.07	欧盟	1257.49	-12.30%	152.75
美国	957.42	-20.10%	407.68	日本	668.87	-10.10%	-76.32

（三）CPI 高位回落，PPI 持续负增长

1 季度，CPI 同比上涨 4.9%，其中 1、2、3 月分别为 5.4%、5.2%、4.3%，在 1 月达到历史最高值之后，逐月回落。随着生猪调运逐步通畅、屠宰企业复工复产、各地陆续加大储备肉投放力度，猪肉及替代肉类价格大幅下降。同时，春季时令菜上市量增加，物流运输成本下降，蔬菜价格同样大幅走低，助推物价平稳回落。3 月份，扣除食品和能源价格的核心 CPI 仅上涨 1.2%，处于历史次低水平（1-2 月为 1.0%）。

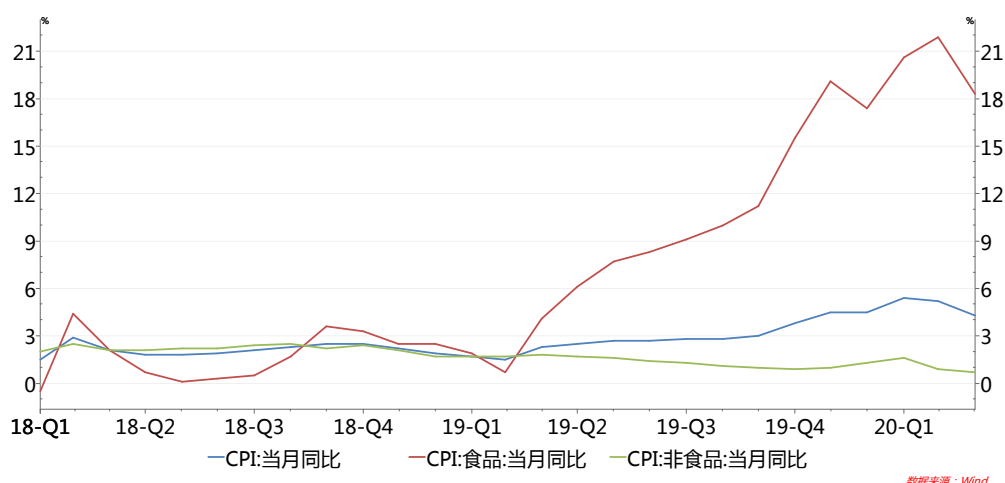


图5 CPI同比涨幅回落

1季度, PPI同比增速为-0.6%, 其中, 1、2、3月分别为0.1%、-0.4%、-1.5%, 创2017年以来的新低。受国际大宗商品价格下行影响, 原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅扩大。

(四) 信贷新增创历史高位, 资金利率持续下行

为应对疫情冲击, 央行通过降准(1月6日全面降准, 3月16日及4月3日两次定向降准)和公开市场操作持续释放流动性。3月末, M1同比增长5%, 较上月高0.2个百分点, 连续两个月回升; M2同比增长10.1%, 时隔三年增速重返10%以上。银行间同业拆借和债券质押式回购加权平均利率分别为1.40%和1.44%, 比上月末下降0.43和0.37个百分点, 连续第5个月下降。

疫情冲击背景下, 政府加大逆周期调控力度, 1季度新增社融、新增贷款、企业贷款、债券融资纷纷创出新高。社融新增11.08万亿元, 比上年同期多增2.5万亿元, 远高于2009-2019年同期均值(5.7万亿元), 创历史单季最高。金融机构新增人民币贷款7.1万亿元, 也创单季新高, 其中3月新增贷款2.85万亿元, 为历史同期最高。企业贷款新增6.04万亿元, 创单季最高。债券融资3.35万亿元, 在新增社融中占比(30.1%)较去年同期高8.4个百分点。

(五) 人民币汇率稳中略贬

年初以来, 人民币兑美元汇率整体稳中略贬。4月21日, 汇率中间价7.0752,

较 2019 年末小幅贬值 1.4%。疫情全球泛滥引发市场恐慌，避险情绪升温，投资者纷纷抛售股票、债券、黄金等资产转而持有美元，美元指数一路走强，这是人民币贬值的主要原因。在美元走强背景下，主要经济体货币兑美元大幅贬值，相对来说，人民币贬值幅度较小。

二、主要问题

（一）疫情使外需急剧萎缩，对我国经济形成二次冲击

境外疫情仍未至拐点，预计将延续至 3 季度末或更长时间。疫情使全球金融市场动荡，生产、消费停滞，人流、物流、现金流中断，产业链和短期就业受到破坏，主要经济体已陷入经济衰退，并加剧逆全球化态势。同时，美日等拟利用疫情对我国实施战略遏制，重构全球供应链版图，吸引美日制造业企业向本国回迁¹。

外需锐减将对我国经济形成第二轮负向冲击。据我院模型测算，全球经济衰退将拖累中国 GDP 增速下行 1.5-3.0 个百分点，影响今年 314-570 万人就业。外贸企业正遭遇订单急剧下滑，由招工不足变为无工可复，预计在 2 季度将更为严重。部分行业如汽车、家用电器等复工复产后库存积压问题已经显现，部分中小企业将承受更大压力。

（二）居民收入受较大影响，影响消费增速回升

疫情对居民收入带来较大冲击。1 季度，全国居民人均可支配收入实际增速为-3.9%，其中，城镇、农村居民增速分别为-3.9%、-4.7%。

收入下降直接导致部分中低收入家庭经济困难，据 3 月初西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心调查显示，60.7%的受访者表示疫情使生活开支紧张，39.3%的家庭表示会在 2020 年减少消费。

收入是消费的源动力，收入下降意味着消费回升动力不足。1 季度，全国居

¹ 4 月 7 日，日本通过总规模达 108 万亿日元（约 7 万亿元）的抗疫经济救助计划，其中“改革供应链”项目专门列出 2435 亿日元（约 158 亿元），用于资助日本制造商将生产线撤出中国。4 月 9 日，白宫国家经济委员会主任拉里·库德洛表示，一种可能吸引美国企业从中国回流的政策是，由政府支付企业相关回流支出，将其 100%直接费用化，这样可避免过于依赖中国的产品供应。



民人均消费支出实际增速为-12.5%，城镇、农村居民增速分别为-13.5%、-10.7%。

（三）财政收支矛盾突出，地方政府债务风险堪忧

1、1 季度财政收支矛盾突出。全国一般公共预算收入同比增速为-14.3%，一般公共预算支出同增速为-5.7%，财政收支缺口为 9300 亿元。疫情对财政收入的影响从 2 月份显现，3 月份有所扩大。1、2、3 月，全国财政收入同比增速分别为-3.9%、-21.4%、-26.1%。这其中，疫情使企业收入下降、税基减少因素，拉低财政收入增幅约 10 个百分点；减税降费因素²，拉低财政收入增幅约 5 个百分点。

2、地方政府债务偿还压力加大。考虑到今年地方债务（地方债加城投债）到期 4.15 万亿元，为截至目前最大到期量。进入 6 月后，地方债务月均兑付量将超 5200 亿元，处兑付高峰。而受疫情防控影响，预计 2 季度财政收入仍将下降，地方政府债务风险可能逐步暴露。

（四）金融机构风险防范难度上升

1、信贷资产不良攀升压力加大。部分中小企业受停工停产重创，财务状况中短期内难有改善；汽车、信息通信和外贸依存度较高的纺织业等劳动密集型行业，还受到境外疫情的二次冲击，遭遇产业链中断、订单下降。收入下降削弱个人借款者还款能力。

2、中小银行风险加快暴露。一方面，中小银行风控水平不高，风险抵补能力不佳，受疫情冲击较大。尤其疫情严重地区的地方性商业银行，风险敞口更高。另一方面，在降低企业融资成本的背景下，中小银行负债端议价能力较差，收益水平会受到较大影响。

三、未来展望

（一）政策展望

我国经济能否实现恢复增长，甚至进一步完成全年目标，关键在于逆周期

² 1—3 月，全国税收收入同比增速为-16.4%。

政策刺激。预计 2 季度是宏观政策调控集中发力的重要窗口期，政策对冲力度将会进一步加大。

1、财政政策是“促内需”的重要抓手

一是“拓收入”。重点放在政府负债上，预计 2020 年赤字率将上调至 3.5%；全年地方政府专项债规模有望由当前的 2.1 万亿元扩大至 3.3 万亿以上；特别国债发行将从 2 季度开始启动，预计发行规模 1 万亿左右。

二是“促基建”。25 个省市已公布 2020 年度计划投资总规模接近 8 万亿元，主要包括社会民生类短板、城市群和都市圈建设以及 5G 等新型基建项目，各地方政府基建项目将在 2 季度逐步落地。

2、货币政策将为支持实体经济营造良好环境

在全球降息潮开启后，我国货币政策操作将获得更大空间。一是预计 2 季度还会有 1-2 次降准操作，降低存款准备金率 50BP。二是将进一步引导 LPR 下行，同时下调存款基准利率 10-15BP 以减轻银行负担，更好的支持实体经济。

（二）经济展望

随着国内疫情得到控制后工业生产步伐加快，加上财政减税降费和扩大新基建等各项刺激政策发力，以及央行适度宽松政策的配合，内需将逐渐恢复。预计 2 季度经济增速有望弱复苏至 2%-3% 左右水平。其中：

1、投资将成为“稳增长”的核心驱动力，预计 2 季度固定资产投资同比增速在 4% 至 6% 区间（1 季度为 -16.1%）。

基建投资是逆周期调节主要抓手。2 季度重大建设项目审批或将提速，在政策引导下，地方政府专项债、特别国债资金将会更精准地投入到基建领域。

房地产投资可能继续保持低位。在销售复苏、房企纾困政策带动下，房企资金压力在 2 季度将有所缓和，但房企整体的土地投资仍会保持谨慎。

制造业投资压力依然较大。海外疫情蔓延通过全球产业链对国内制造业冲击将持续，利润显著下滑会继续制约制造业投资增长。

2、消费是经济反弹的重要发力点，预计 2 季度同比增速为 -2% 至 2% 区间（1 季度为 -19%）。批发零售、餐饮旅游、文化娱乐等受疫情冲击较大行业可能迎来



恢复性增长，数字文旅消费会延续在疫情期间的表现，是2季度的亮点。

3、出口继续受到全球疫情蔓延影响，预计2季度同比增速为-15%至-13%区间（1季度为-13.3%）。2季度，我国计算机、通信、纺织服装等行业出口受到的冲击仍较大。此外，以商务、旅游及留学为目的的人员出行大幅降低，对跨境交付、境外消费、自然人流动等服务贸易模式冲击严重。

2季度之后经济开始反弹，如果全球疫情控制比较好，下半年经济将会比上半年更好。考虑到逆周期调控政策力度在不断加大，预计2020年经济可能会形成“逐季上台阶”走势，全年GDP增速大概率在3%-4%区间。

（三）金融展望

1、预计2季度新增贷款超4.5万亿（去年同期3.86万亿）

居民贷款方面，政治局常委会提出鼓励汽车限购地区适当增加号牌配额；多地防控措施逐步放宽。预计汽车消费贷款和按揭贷款将进入需求集中释放期。出行和消费回升还会带动信用卡贷款反弹。企业贷款方面，随着复工复产和消费端回暖，生产性融资需求总体继续恢复。随着各地加速推进重大项目开复工，基建领域信贷将出现较快增长。

2、预计2季度M2增速为10%（去年同期8.5%）

金融委表示，货币政策会进一步加大逆周期调节。基础货币总体充足为货币创造提供来源；信贷投放稳定增长则为信用创造提供了条件。地方债发行将继续推动债券融资规模维持高位，促进社融增长。预计2季度末M2增速有望维持10%左右的高位。

3、预计市场利率稳中有降

一是地方债放量发行需要流动性释放予以配合，降低政府融资成本。二是企业进入疫后恢复关键期，且接近延期还本付息期限（6月底），需要低利率资金续接。三是当前全球利率下行，央行利率调降的空间和必要性上升。预计MLF、逆回购利率2季度还会下调2-3次左右。

4、预计人民币贬值压力下降

一是中国率先走出疫情、恢复生产；美国疫情恶化、主要经济数据下跌，

加剧市场担忧，高盛、摩根士丹利等预测美国 2 季度经济下跌 20% 以上。基本面反差有利于减缓人民币贬值压力。二是中外货币政策差异或进一步扩大内外利差³，推动境外资本流入和人民币升值。

³ 截至 4 月 9 日，中美 10 年期国债收益率利差达到 187 个 BPs，比年初扩大 62 个 BPs。