



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

2020年3月

 中國銀行 香港金融研究院
BANK OF CHINA Hong Kong Financial Research Institute

<http://www.bochk.com>

內需將帶動中國經濟全面恢復

香港經濟與政策處主管 王春新

新年伊始，突如其來的新冠肺炎疫情在中國各地迅速擴散，給中國經濟帶來短暫但極為嚴重的衝擊，預計首季 GDP 將收縮一成左右。不過，由於政府以雷霆手段迅速控制住疫情，同時加快恢復生產生活秩序，補消費和啟動投資將帶動經濟在二季度全面恢復，下半年將加快發展，全年 GDP 增速仍將達到 4%-5%。繼 2009 年全球金融海嘯期間帶動世界經濟之後，中國將再次引領全球經濟復甦。

一. 二季度經濟有望全面恢復

新冠疫情對中國經濟的短期影響，無疑是史無前例的。今年首兩個月工業生產、服務指數、零售銷售、固定投資和出口分別大跌 13.5%、13.0%、20.5%、24.5% 和 15.9%，2 月份製造業 PMI 指數只有 35.7%，全社會用電量同比下降 10.1%，如斯跌幅在中國有 GDP 統計以來實是絕無僅有。即使 3 月份復產復工進展順利，預計首季 GDP 仍會收縮一成左右。雖然首季經濟總量僅佔全年的兩成，但這一短暫的深度滑落也將影響今年中國經濟增長 3.2 個百分點；加上新冠疫情在全球大流行將進一步削弱外部需求，估計這場世紀大疫情對今年中國經濟增長的總體影響將在 4 個百分點左右。

然而，疫情只是傷皮不傷筋骨，並沒有改變中國經濟的基本面。進入 3 月份，隨着疫情的逐步減緩，全國各地除湖北省外均積極推動復工復產，成效顯著。從地區看，國家商務部在 3 月中表示中國已有 19 個地區復工率達到 100%，而且大多集中在沿海地區的浙江、江蘇、上海、山東等經濟重鎮，尤其是近日北上廣深等一線城市交通擁堵情況再現，說明這些核心城市的經濟活動正在全面恢復當中。

再從發用電量來看，數字顯示近期中國發用電量明顯回升，3 月 17 日全國

全口徑發電量較 2 月底提高 10.8%，較去年同期增長 1%，日發電量今年春節以來首次出現正增長，其中醫藥、電子行業用電量已恢復到正常水平的九成以上，鋼鐵、機械、紡織等行業用電量恢復到八成以上。另據調查，截至 3 月 25 日，全國大中型企業復工率為 96.6%，較 2 月調查結果上升 17.7 個百分點，反映中國經濟開始逐漸擺脫疫情影響，全社會生產生活正逐漸走上正軌。

目前中國疫情擴散勢頭已基本得到遏制，防控形勢持續向好。雖然全球疫情大流行仍在加速，除中國外感染人數逾 130 萬人，死亡人數超過 7.5 萬人，均為中國的十倍以上，有專家估計 4 月份全球仍處在疫情高峰期，中國二次爆發的風險不可低估。但由於中國從嚴控制海外疫情倒灌，且防控經驗和手段舉世無雙，加上近兩周均只有少數海外傳入個案，說明中國確能有效隔斷全球疫情惡化帶來的大規模輸入風險。這為第二季度經濟恢復正常運行提供了有力支撐，預計補消費和補投資將在 4 月份正式啟動，企業家信心也可望逐步回穩。

與此同時，全球防疫物資需求大增，多國先後向中國訂購口罩、防護衣、快速病毒試劑盒和呼吸機等，也有利於帶動中國工業生產及相關物流業的恢復發展。以口罩為例，作為最重要的防疫物資之一，不僅中國國內 14 億人的用量十分龐大，歐美、日韓和中東等全球近 20 億人口更急缺口罩。目前口罩已成為防疫市場的“印鈔機”，中國已有上萬家企業湧入生產，全國每天口罩產量已達到 1.16 億片，產能佔全球的八成以上。呼吸機是最重要的醫療裝備，全球有八成的呼吸機零部件在中國生產，近日因海外需求大增而出現搶購潮，美國紐約州政府就向中國緊急訂購 1.7 萬部呼吸機，用於搶救該州逾 10 萬個新冠肺炎病人，美國加州、伊利諾州和聯邦政府也訂購了同樣的呼吸機。美國甚至最近特地免除了中國醫療物資的進口關稅，涉及口罩、防護服等 100 多種醫療產品。

國家統計局最新數字顯示，3 月份中國採購經理指數快速回緩，其中製造業 PMI、非製造業商務活動指數和綜合 PMI 產出指數分別為 52.0%、52.3% 和 53.0%，比 2 月份分別回升 16.3 個、22.7 個和 24.1 個百分點，基本上已恢復到疫情爆發前的水平，說明近期企業復工復產明顯加快，中國有望成為全球第一個實現經濟復元的國家。

二. 補消費將帶動經濟反彈

中國消費市場規模巨大，2019 年零售市場規模超過 40 萬億元（人民幣）。

下同)，早已成為中國經濟發展的核心引擎。過去三年消費對 GDP 增長的貢獻率平均達到 63.9%，拉動中國經濟增長 4.1 個百分點。雖然疫情對消費的影響大，但無法撼動消費作為中國經濟增長核心引擎的地位；目前中國民眾的消費意願和能力並沒有消失，被暫時抑制的大量消費需求，將率先帶動中國經濟回穩並快速反彈：

首先，補消費將帶動補增長。今年首兩個月本是消費旺季，但疫情對商品消費和服務消費衝擊很大，汽車、服裝、金銀珠寶、日用品等社會消費品零售，以及旅遊、酒店、交通和文化娛樂等服務消費一共減少超過 2.5 萬億元，除了難以補回的季節性消費外，國家統計局估計被疫情延遲或抑制、有機會補回的消費需求約佔六成，達 1.5 萬億元，可望在疫情被完全控制後釋放出來，使消費市場出現報復式增長。

補消費對促進經濟反彈將是立竿見影。1.5 萬億元的補消費佔去年中國經濟總量的 1.52%，扣除進口消費品和流向海外的服務消費，就可以計算出其帶動補增長的力度。據 2019 年全國商務會議提供的數字，中國消費品進口約佔消費品零售總額的 3.4%，假如可能流向海外的服務消費也佔相同比重，那麼因補消費而形成的市場力量，將額外拉動今年中國經濟增長 1.46 個百分點。這一補增長的消費動力，將會在未來三個季度、尤其是下半年得到體現。

其次，鼓勵消費政策將帶來更多消費需求。為了更好地促進消費，政府出台一系列政策措施。如 3 月中旬國家發改委和財政部等 23 個部門就聯合推出 19 條舉措刺激國內消費。近期商務部將提出促進汽車、傢俱、家電等重點商品消費的舉措，促進汽車限購向引導使用政策轉變，支持引導各地制定獎補政策。有專家估計僅汽車消費政策一項，就將帶來新增汽車消費 4,000-8,000 億元。國家還支持各地方政府結合自身實際推出一批務實管用的促消費政策，鼓勵推出各類消費券、購物券，抓緊取消過度管控的做法和規定。目前全國已有 17 個省市宣佈發放消費券，總金額超過 50 億元，接下去這一做法還會陸續有來。相信隨着鼓勵消費政策的不斷加碼，居民消費強力反彈應可預期。

第三，消費新模式正加快發展。中國零售及餐飲企業正在加快轉型，積極開拓線上業務，發展互聯網銷售和外賣送餐等無接觸服務等，這使今年首兩月實物商品網上銷售額逆市增長 3.0%，佔社會消費品零售總額的比重已達到 21.5%，比上年同期大幅提高 5 個百分點。線上消費和智能經濟的爆發性增長，打開了消

費升級的新空間，對今年第二季度乃至下半年的消費反彈，將發揮較好的帶動作用。

三．啟動投資潛力巨大

應當看到，在消費、投資和出口等推動中國經濟增長的三駕馬車中，新冠疫情對投資的影響其實是最大的。在消弭疫情對經濟帶來衝擊的行動當中，投資穩增長的重要性再度凸顯，而且潛力巨大。

在全部投資當中，基建投資無疑是重中之重。今年首兩個月中國基建投資收縮 30.3%，超過全部投資跌幅，成為帶動投資下滑的重要根源。而基建投資又恰好是增長潛力最大的投資領域之一，其中以 5G 網絡、大數據中心、人工智能、工業互聯網、物聯網、區塊鏈等為代表的新型基礎設施建設（即新基建），既是當前中國啟動投資、帶動經濟恢復的重要引擎，也是未來構築新經濟、推動高品質發展的有生力量。

今年以來，新基建被提到前所未有的高度，1 月 3 日的國務院常務會議，以及 2 月 21 日、3 月 4 日的中央政治局會議均提到新基建。新基建包涵的範圍很廣，每一個項目都需要龐大的投資，對經濟增長的帶動作用也是十分驚人。以領銜新基建的 5G 網絡為例，中商產業研究院編制的《2019 年中國 5G 產業市場研究報告》預測，未來 15 年全球 5G 產業將投資 3.5 萬億美元，其中中國市場約佔三成，並將創造出 12 萬億美元的銷售額。另據業內人士估計，去年為中國 5G 元年，年內規劃建設約 8 萬個 5G 基站，但 2020-2022 年需要每年建設 100 萬個，其後三年是每年 200 萬個，最終可能需要 800 萬-1,000 萬個。去年中國三大運營商 5G 基站建設總投資為 350 億元，預計未來 5 年每年投資將猛增至 3,000-5,000 億元，比 2019 年增加十倍以上，5 年總投資將超過 2 萬億元。

值得注意的是，為防止經濟過快下滑，近期中央出台了一系列穩投資政策，強調要發揮好有效投資關鍵作用，加大新投資項目開工力度，加快在建項目建設進度。為此，一方面加大地方專項債發行力度，首兩個月已下發新增地方政府專項債 9,498 億元，比去年同期增加兩倍；另一方面減免企業社保費用，為中小企提供優惠金融服務，調低銀行準備金率加強信貸支援，大幅調減逆回購利率以降低融資成本等。在此情況下，全國各地方政府密集公佈了 2020 年重大專案投資計劃，其中 25 個省區市公佈的未來投資規劃，總投資額高達 50 萬億元。

由此可見，中國新一波投資熱潮已撲面而來，投資進度正在不斷加快。預計今年第二季度投資將恢復正常增長，下半年投資增速將加快上升，未來九個月投資平均增速有望達到 7-8%，啟動投資將額外拉動全年 GDP 增長 1.06 個百分點。

四. 全球疫情仍是最大變數

綜合上述，中國經濟在 3 月份已有好轉，第二季度有機會全面修復，下半年將加快發展。雖然新冠疫情拖累中國經濟增長高達 4 個百分點，但補消費和啟動投資將補回 2.5 個百分點，預計今年中國 GDP 增長率將在 4-5%。儘管這一數字遠低於潛在增長水平，但在全球經濟受疫情影響而出現低增長、甚至可能步入衰退的大背景下，中國經濟表現實屬難能可貴。

更重要的是，在新冠疫情下中國產業結構持續優化升級，新舊動能加速轉換，高質量發展勢頭更加強勁，不僅能有效抵抗“黑天鵝”和“灰犀牛”的衝擊，更能在國際環境不確定因素增加的條件下，為震盪起伏的世界經濟注入新能量，並再次引領全球經濟復甦，就像 2009 年全球金融海嘯發生後由中國帶動世界經濟一樣。

但也要看到，目前全球疫情仍在加速蔓延之中，世界經濟貿易增長受到嚴重衝擊，不僅歐美主要發達國家皆淪為重災區，在政府全力救援下經濟仍將陷入衰退，許多新興經濟體也難以免疫，且存在着第三波疫情大爆發的可能，這將給中國經濟帶來新的嚴峻挑戰。3 月份中國製造業 PMI 指數雖然大幅回升，但調查顯示企業生產經營壓力仍然較大，根源之一是外部需求嚴重不足，當月新出口訂單指數和進口指數仍只有 46.4% 和 48.4%，即仍在正常發展水平之下。

第二季度正好是全球疫情爆發高峰期，由於中國和其他經濟體通過貿易和資本等管道緊密相聯，在海外經濟狀況正在惡化情況下，中國外貿和外資受到更多影響是可以預期的。全球疫情何時受控及歷時長短，將在一定程度上影響今年中國經濟增長水平，這是今年中國經濟發展中的最大變數。儘管如此，由於內需早已成為中國經濟主要增長動力，疫情衝擊雖會影響短期經濟表現，但仍改變不了中國經濟長期向好的大勢。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2018	2019	2019/Q3	2019/Q4
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	27,355	27,030	6,996	6,738
升幅 (%) Change(%)	2.9	-1.2	-2.8	-2.9
二. 對外貿易 External Trade			2020/2	2020/1-2
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	41,581	40,961	2,386	5,079
進口 Total imports	47,214	45,714	2,771	5,770
貿易差額 Trade balance	-5,633	-4,753	-386	-691
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	7.3	-5.6	4.3	-12
進口 Imports	8.4	-8.1	-0.1	-9.3
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	2.4	2.9	2.2	1.8
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2020/3	2020/1-3
合約宗數 (宗) No. of agreements	79,193	74,804	4,555	12,744
年升幅 (%) Change(%)	-5.5	-5.5	-29.1	-25.1
五. 勞動就業 Employment			2019/11-2020/1	2019/12-2020/2
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	10.5	12.4	12.2	13.4
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.8	3.3	3.4	3.7
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.2	1.2	1.5
六. 零售市場 Retail Market			2020/2	2020/1-2
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	8.8	-11.1	-44.0	-31.8
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.6	-12.3	-46.7	-33.9
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	6,515	5,590	19.9	340.7
年升幅 (%) Change(%)	11.4	-14.2	-96.4	-72.5
八. 金融市場 Financial Market			2020/1	2020/2
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	783.6	779.3	776.6	779.3
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	-0.4	2.6	3.2	4.7
M2	4.3	2.8	2.3	2.3
M3	4.3	2.7	2.2	2.2
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	5.0	2.9	2.1	1.9
港元存款 In HK\$	3.6	2.5	2.5	1.8
外幣存款 In foreign currency	6.4	3.2	1.7	2.0
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	4.4	6.7	6.4	6.8
當地放款 use in HK	4.0	7.1	7.0	7.9
海外放款 use outside HK	5.3	5.8	5.2	4.2
貿易有關放款 Trade financing	-7.7	-0.7	-6.5	-3.2
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.1250	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	25,846	28,189	26,312	26,130