

二零二零年三月十六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 新冠肺炎的爆发自年初开始重创中国所有主要经济指标。2020年首两个月，包括对外贸易、固定资产投资、房地产投资、工业生产以及零售市场等均呈现不同程度地减速，整体经济处于放缓趋势当中。
- 面对经济下行趋势，中国人民银行宣布自2020年3月16日起实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。同时这也是央行2020年以来第二次下调降准，将释放5,500亿元的长期潜在信贷规模，以鼓励银行向受此次健康危机打击的小型企业 and 受创行业提供更多的贷款。
- 全球不断加剧的健康危机给经济增长带来更多不确定性，从而也引发了全球货币“宽松潮”。上周末，美联储宣布再度紧急降息，将联邦基金利率将至零，并启动了7,000亿美元的量化宽松计划，以购买国债和抵押支持证券。
- 展望未来，为了缓解经济冲击，中国政策制定者采取了各种对策，多管齐下以减轻公民和企业的负担。目前来看，政府对被病毒影响的行业加大了支出与补贴，并减免税收，中国人民银行向金融体系注入了数万亿元人民币，以刺激银行放贷并降低企业的借贷成本。
- 总体而言，中国将充分利用内需促进经济增长中的根本性作用，同时宏观经济政策的支持将有助于减轻经济下行风险并加强增长动力。我们认为，中国经济将在2020年一季度减速，随后在二季度稍有改善，直至下半年出现增长势头的反弹。

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

疫情之下，2020年首两月中国经济发展明显受阻

新冠肺炎的爆发自年初开始重创中国所有主要经济指标。2020年首两个月，包括对外贸易、固定资产投资、房地产投资、工业生产以及零售市场等均呈现不同程度地减速，整体经济处于放缓趋势当中。就业市场随之缩减，城市服务业失业率从12月的5.2%上升至6.2%。面对经济下行趋势，中国人民银行宣布自2020年3月16日起实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。同时这也是央行2020年以来第二次下调降准，将释放5,500亿元的长期潜在信贷规模，以鼓励银行向受此次健康危机打击的小型企业 and 受创行业提供更多的贷款。除此之外，全球不断加剧的健康危机给经济增长带来了更多的不确定性，从而也引发了全球的货币“宽松潮”。上周末，美联储宣布再度紧急降息，将联邦基金利率将至趋于零，这是两周内第二次紧急降息，并启动了7,000亿美元的量化宽松计划，以购买国债和住房抵押贷款支持证券。此外，为了应对潜在的全球经济危机，美联储联合欧洲中央银行、英格兰银行和其他全球央行，以尽力消除经济活动中的不利因素。展望未来，为了缓解经济冲击，中国政策制定者采取了各种对策，多管齐下以减轻公民和企业的负担。目前来看，政府对被病毒影响的行业加大了支出与补贴，并减免税收，中国人民银行向金融体系注入了数万亿元人民币，以刺激银行放贷并降低企业的借贷成本。总体而言，中国将充分利用内需促进经济增长中的根本性作用，同时宏观经济政策的支持将有助于减轻经济下行风险并加强增长动力。我们认为，中国经济将在2020年一季度减速，随后在二季度稍有改善，直至下半年出现增长势头的反弹。

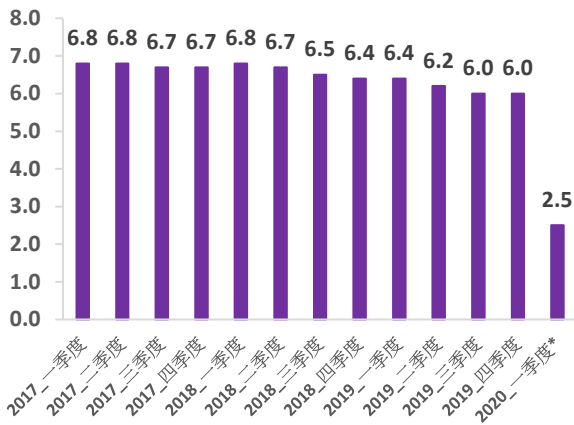
新冠肺炎蔓延，2020年首两个月中国固定资产投资、工业生产和社会零售总额暴跌10%至25%。因遏制新冠病毒的传播导致经济活动暂停，2020年首两个月的投资、生产以及消费呈现出远低于预期的大幅下跌。固定资产投资按年下跌24.5%，远远逊于预期中的2.0%正增长以及2019年的5.4%。投资急速萎缩的原因主要在于基建投资大幅收缩（2020年首两个月录得-30.5%，2019年则为+3.8%）、制造业活动的停滞（2020年首两个月录得-33.5%，2019年则为+3.1%）以及房地产开放的减速（2020年首两个月录得-16.3%，2019年则为+9.9%）。除此之外，工业生产也按年猛跌13.5%，同样大幅逊于预期的-3.0%以及2019年的+5.4%。严格的封闭措施严重破坏了生产供应链，总体产量下跌。与此同时，2020年首两个月社会零售总额按年首次录得负增长，且降幅为20.5%，而早前预期为-0.4%，2019年则是+8.0%。零售总额的跳水主要是因为中国实施了旅行禁令以及检疫措施，大大减少了消费品的购买。总的来说，供需两端带来的经济冲击破坏了经济活动的增长动力。

中国2月通胀水平因食品价格飙升而上涨。中国2月居民消费价格指数（CPI）按年上涨5.2%（环比升0.8%），与市场预期保持一致但低于1月的5.4%。首两月CPI录得5.3%的升幅。此次升势主要是由于食品价格按年急升21.9%，其中猪肉价格飙涨135.2%，反映出供应的紧张趋势。非食品价格的升幅则从1月的1.6%降至2月的0.9%，原因在于新冠病毒疫情的发展对餐饮、运输和旅游业的需求造成巨大冲击。工业价格方面，PPI在2月下跌0.4%，逊于预期的-0.3%以及1月的+0.1%。首两个月PPI整体下挫0.2%。生产者价格的通缩趋势归咎于中国暂时中止了工业活动以遏制新冠病毒的传播，从而导致全球市场对中国产品的需求减弱。总的来说，工业价格的跌势表明制造业活动的减速将进一步拖累经济增长。

2020年首两个月中国外贸活动暴跌。2020年首两个月，中国出现贸易逆差425.9亿人民币，出口总值同比猛降15.9%，远差于市场预计的-3.7%以及12月的+9.0%，同时，进口总值同比收缩2.4%，好于预期的-12.0%，但仍大幅低于12月的+17.7%。中国对外贸易活动的急剧收缩，主要是由于新冠病毒的传播致使制造业活动进一步收缩。中国2月官方新出口订单指数和进口指数（即体现制造业采购经理人指数的指标）急剧跌至28.7和31.9（1月为48.7和49.0），进一步表明中国贸易总额的萎缩。总之，随着新冠病毒的全球性蔓延，全球经济的增长动力让人堪忧。面对经济动能疲弱，中国政策决定者将采取更多的刺激措施，以提高增长动力，减轻负面经济影响，支持2020年中国外贸板块的软着陆。

由于新冠病毒的传播导致工作中断，中国2月信贷需求及融资活动缩减。2月中国货币指标显示出疲软的趋势，新增贷款减少至9,057亿元，低于市场预期的1.12万亿元以及1月的3.34万亿元。广义货币（M2）同比上涨8.8%，高于市场预期的8.5%以及1月的8.4%。社会融资规模增量为8,854亿元，低于市场预计的1.58万亿元和1月的5.0674万亿元。2月流动资金注入步伐放缓主要是由于新冠病毒的蔓延导致春节假期延长，工作中断。总体来看，2020年首两个月，新增贷款以及对实体经济的总融资量分别同比增长3.2%和4.9%，反映出流动性稳定增长，动能得以恢复。展望未来，随着新冠病毒对中国不同地区的打击，中国人民银行将继续利用不同的货币工具向经济释放潜在的信贷规模，支持所有类型企业的运营。刺激性的逆周期货币措施将进一步降低社会融资成本，从而加大中国经济的增长动力。

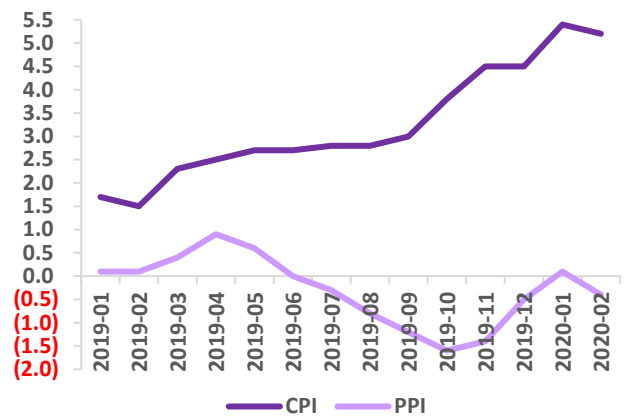
图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



来源: 彭博

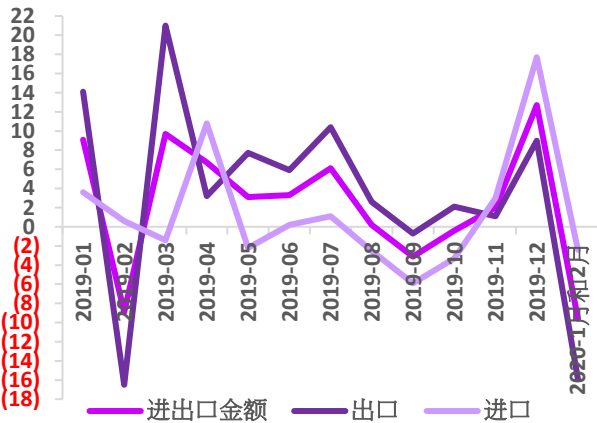
*光银国际预测

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



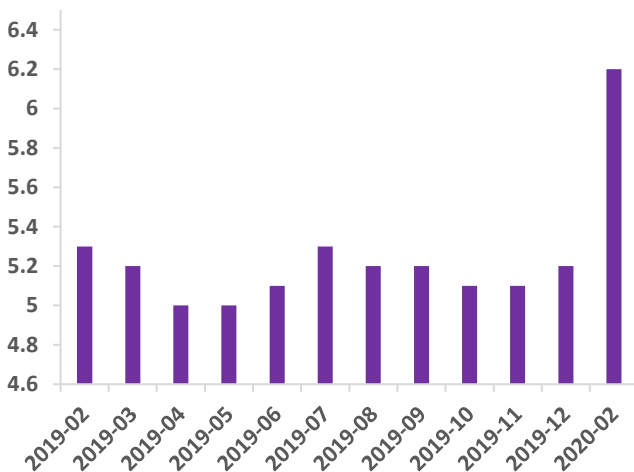
来源: 彭博

图.3: 进出口(同比%) (按人民币)



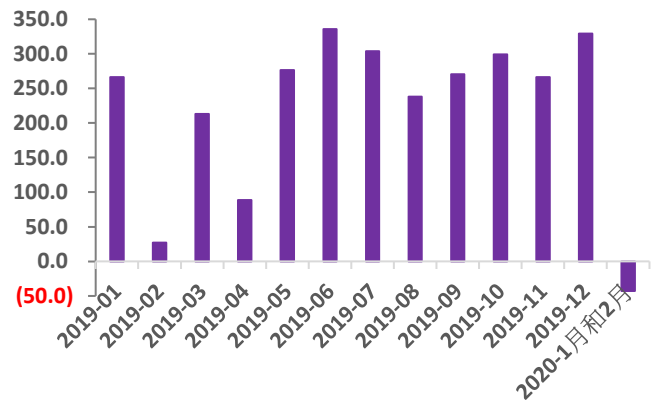
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



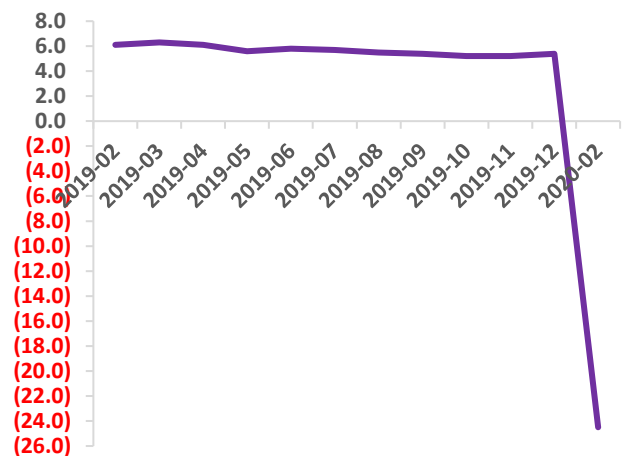
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



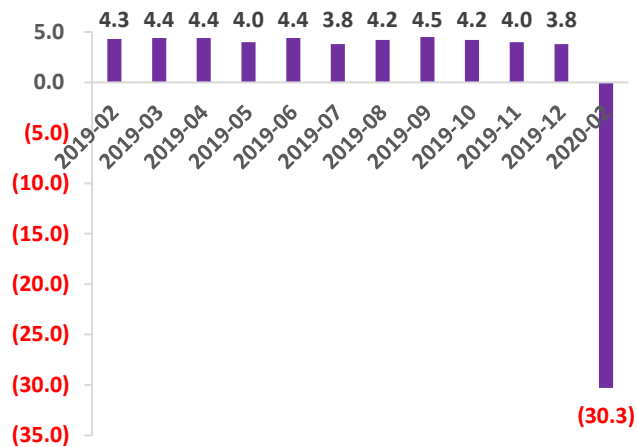
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



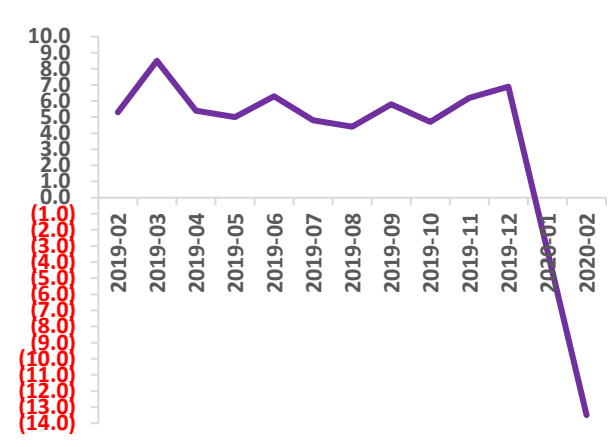
来源: 彭博

图. 7: 基础设施投资 (累计同比%)



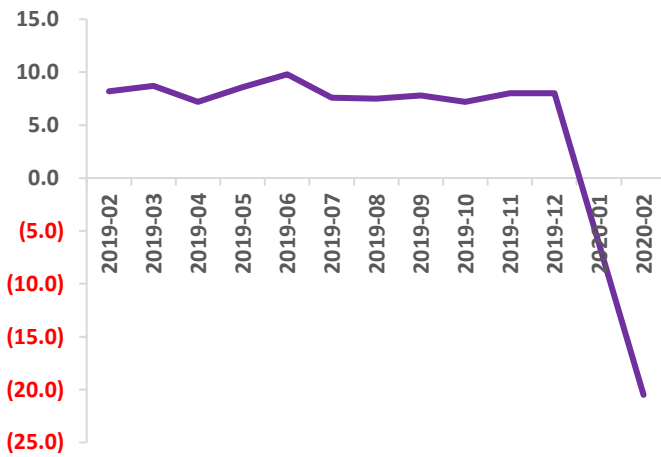
来源: 彭博

图. 8: 工业增加值 (同比%)



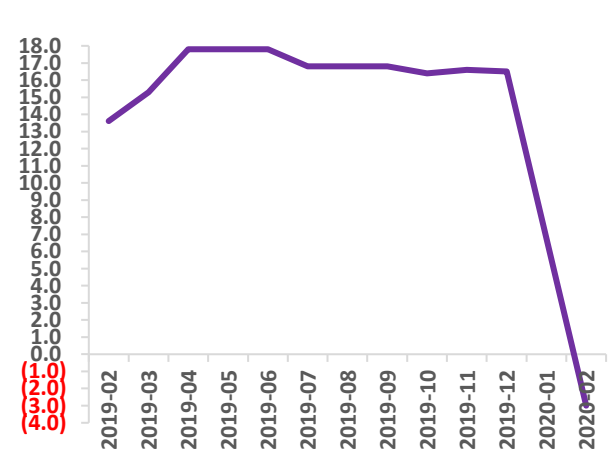
来源: 彭博

图. 9: 社会消费品零售总额 (同比%)



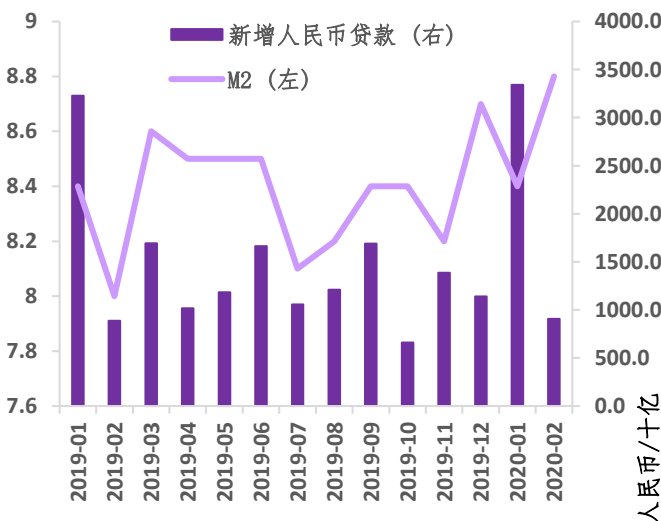
来源: 彭博

图. 10: 网上商品和服务零售额 (累计同比%)



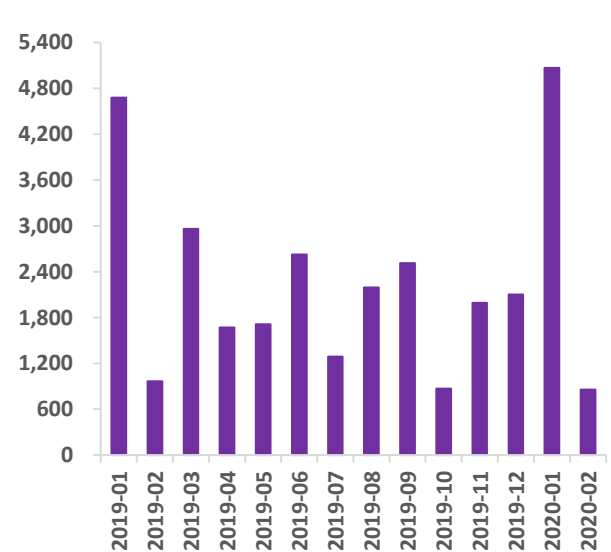
来源: 彭博

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	(2.7)
贸易余额 (美元/十亿)	510.7	422.5	351.8	72.9	103.9	117.7	127.4	421.9
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

	2/19	3/19	4/19	5/19	6/19	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20
实际国民生产总值 (同比%)	-	6.4	-	-	6.2	-	-	6.0	-	-	6.0	-	-
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
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
出口(人民币/同比%)	(16.5)	21.0	3.2	7.7	5.9	10.4	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.9)
进口(人民币/同比%)	0.6	(1.4)	10.8	(2.2)	0.2	1.1	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.4)
贸易余额 (人民币/十亿)	27.3	213.3	88.6	276.5	335.6	303.7	238.1	270.6	299.4	266.4	329.3	-	(42.6)
出口增长 (美元/同比%)	(20.7)	14.0	(2.7)	1.1	(1.5)	3.4	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.2)
进口增长 (美元/同比%)	(4.4)	(7.2)	4.5	(8.2)	(6.8)	(4.9)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(4.0)
贸易余额 (美元/十亿)	3.0	31.5	13.1	41.3	49.6	44.1	34.6	39.0	42.6	37.6	47.2	-	(7.1)
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
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)	0.1	(0.4)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)
房地产投资 (年初至今/同比%)	11.6	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)
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)
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)
新增贷款 (人民币/十亿)	885.8	1694.3	1016.0	1183.7	1663.6	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1140	3340.0	905.7
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
总社会融资 (人民币/十亿)	966.5	2960.2	1671.0	1712.4	2624.3	1287.2	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5070.0	855.4
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	5.7

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	23,185.62	16.52	-10.36
标准普尔 500 指数	2,711.02	17.84	-8.79
纳斯达克综合指数	7,874.88	30.41	-8.17
欧洲			
富时 100 指数	5,366.11	15.38	-16.97
德国 DAX 30 指数	9,232.08	16.05	-20.01
法国 CAC 40 指数	4,118.36	14.99	-19.86
斯托克 600 价格指数	299.16	15.32	-18.44
亚洲			
香港恒生指数	23,063.57	9.84	-7.89
恒生中国企业指数	9,227.60	7.82	-7.58
上海深圳沪深 300 指数	3,727.84	14.09	-6.74
上海证券交易所综合指数	2,789.25	14.06	-5.23
深证综合指数	1,712.02	38.06	-7.09
日经 225 指数	17,002.04	15.42	-13.69
韩国 KOSPI 指数	1,714.86	16.63	-12.27
台湾证交所加权股价指数	9,717.77	16.24	-11.48
标普/澳证 200 指数	5,002.02	17.02	-13.17
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	1,881.64	16.60	-12.45
MSCI ACWI 指数	451.09	15.96	-12.39
MSCI 新兴市场指数	891.19	12.56	-11.94
MSCI 美国指数	2,578.81	18.38	-9.13
MSCI 英国指数	1,527.66	15.78	-17.18
MSCI 法国指数	119.44	14.99	-19.91
MSCI 德国指数	106.51	14.92	-20.35
MSCI 中国指数	77.35	13.27	-7.72
MSCI 香港指数	13,077.42	12.77	-7.98
MSCI 日本指数	772.50	12.29	-14.20

* 亚洲市场根据 16/03/2020 收市价, 其余市场根据 13/03/2020 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	30.67	-1.48
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	32.05	-6.75
天然气期货	美元/百万英	1.85	3.88
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	1,662.35	-0.04
铜期货	美元/磅	242.25	-3.51
LME 钢筋期货	美元/吨	429.00	-0.23
LME 铅现货(\$)	美元/吨	1,734.75	-8.09
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,533.97	-8.61
黄金期货	美元/盎司	1,534.20	-8.45
现货银	美元/盎司	14.07	-17.08
现货铂	美元/盎司	749.03	-14.39
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	364.50	-2.21
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	504.25	-2.80
11 号糖(全球)	美元/磅	11.70	-10.14
大豆期货	美元/蒲式耳	846.75	-2.67

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	1.25	0.00
美国最佳利率	4.25	0.00
联储贴现率	1.75	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	-0.10	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.04	-0.54
美国综合国债 1 年收益率	0.17	-0.15
美国综合国债 5 年收益率	0.50	0.03
美国综合国债 10 年收益率	0.79	0.25
美国综合国债 30 年收益率	1.41	0.41
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.80	-0.06
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.74	-0.26
日本综合国债 1 年收益率	-0.20	0.08
日本综合国债 10 年收益率	0.02	0.18
德国综合国债 1 年收益率	-0.84	0.07
德国综合国债 10 年收益率	-0.57	0.29
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	1.96	-0.03
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.43	2.43
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.63	2.63
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.23	-0.36
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.09	-0.02
香港基本利率(贴现率)	1.14	0.45
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.14	0.45
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.27	0.16
离岸人民币拆放利率- 隔夜	1.79	-0.50
离岸人民币拆放利率- 1 个月	2.21	-0.31
公司债(穆迪)		
Aaa	2.94	0.42
Baa	4.08	0.64

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	97.73	2.99
欧元/美元	1.1208	-1.89
英镑/美元	1.2352	-5.63
澳大利亚元/美元	0.6180	-6.45
美元/加拿大元	1.3872	1.84
美元/日元	106.31	3.87
美元/瑞士法郎	0.9421	1.67
人民币中间价指数	7.0018	1.09
美元/中国人民币	6.9968	0.72
交割远期		
美元/中国境外即期汇率	7.1033	0.65
美元/港币	7.0078	0.84
美元/港币	7.7657	-0.05
人民币/港币	1.1099	-0.79
中国境外即期汇率/港币	1.1081	-0.89
美元/韩元	1,226.05	1.80
美元/新台币	30.194	0.32
美元/新加坡元	1.4203	2.69
美元/印度卢比	74.305	0.70

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