

二零二零年六月十五日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 中国5月经济数据出现回升，表明整体制造生产活动以及就业水平在经历过四个月的收缩之后正稳定恢复。
- 固定资产投资和社会零售的收缩状况逐渐好转的情况，新冠病毒对整体宏观经济的溢出效应渐渐变弱，5月全国城镇调查失业率为5.9%，较4月的6.0%有所下降，反映出制造业和服务业的恢复对就业市场的刺激作用。
- 总的来说，为了防止新冠疫情的进一步传播，中国政府所采取的防疫措施给中国经济发展造成了巨大的冲击。目前中国疫情已见平稳，政府决策层仍然以审慎警惕的态度安排复工复产的进程，这也导致二季度中国经济的稳定回升。
- 展望未来，正如政府工作报告所述，增长动能的恢复是今年的主要任务，我们认为随着复工有序进行、消费活动稳定恢复、刺激政策逐步推行，三者将共同缓解经济下行风险，并刺激下半年经济实现增长反弹，以确保经济实力的恢复以及可持续发展。

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

疫情阴霾渐散，中国5月经济数据续回升

中国5月经济数据出现回升，表明整体制造生产活动以及就业水平在经历过四个月的收缩之后正稳定恢复。固定资产投资和社会零售的收缩状况逐渐好转的情况，新冠病毒对整体宏观经济的溢出效应渐渐变弱，5月全国城镇调查失业率为5.9%，较4月的6.0%有所下降，反映出制造业和服务业的恢复对就业市场的刺激作用。总的来说，为了防止新冠疫情的进一步传播，中国政府所采取的防疫措施给经济发展造成了巨大的冲击。目前中国疫情已见平稳，政府决策层仍然以审慎警惕的态度安排复工复产的进程，这也将导致二季度中国经济的稳定回升。展望未来，正如政府工作报告所述，增长动能的恢复是今年的主要任务，我们认为随着复工有序进行、消费活动稳定恢复、刺激政策逐步推行，三者将共同缓解经济下行风险，并刺激下半年经济增长反弹，以确保经济实力的恢复以及可持续发展。

固定资产投资的跌幅收窄。经济活动的稳步恢复让2020年5月固定资产投资的跌幅继续收窄。2020年首五个月固定资产投资同比跌6.3%，虽然差于市场预期的-6.0%，但明显好于2020年首四个月的-10.3%。固定资产投资跌势收窄主要是由于投资按月增长5.87%，其中年初至今的基础设施投资（同比跌6.3%，2020年首四个月跌11.8%），制造业投资（同比跌14.8%，2020年首四个月跌18.8%）以及房地产投资（同比跌0.3%，2020年首四个月跌3.3%）三者跌幅均明显收窄。总的来说，5月固定资产投资的收缩速度明显放慢体现出整体投资状况强劲反弹。我们再次重申随着复工复产的有序进行，政府重启对基础设施建设的支持并落实“新基建”等项目，加快发行更多地方债，这些举措都将有助于恢复固定资产投资在未来几个月的增长。

工业生产继续保持增长趋势。5月全国规模以上工业增加值同比实际增长4.4%，虽差于市场预计的5.0%，但好于4月的3.9%。生产制造活动的加速弥补了2020年首四个月的未完成的订单。2020年首五个月，规模以上工业增加值同比下降2.8%，明显好于首四个月的-4.9%。总的来说，大多数产品类别的生产活动都快速增长，其中“专用设备制造业”、“汽车制造业”、“计算机、通信和其他电子设备制造业”，“通用设备制造业”以及“电气机械和器材制造业”五者分别同比增长16.4%、12.2%、10.8%，7.3%以及6.8%。我们认为随着西方国家逐步放宽防疫措施，中国持续恢复工作，两者共同作用将增加中国工业制造的新订单，从而利好工业生产在未来几个月的持续反弹。

5月社会零售总额跌幅收窄。5月社会消费品零售总额同比下跌2.8%，逊于市场预计的-2.3%，但优于4月的-7.5%。1至5月，零

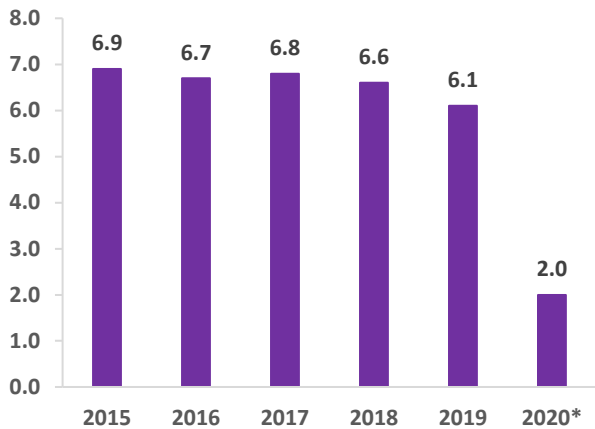
售额从首四个月的同比跌 16.2%回升至同比跌 13.5%。全国网上零售额达到 4.02 万亿人民币，同比增长 4.5%，较 4 月的 1.7%有明显好转。尽管整体零售市场仍处于恢复阶段，但逐步放松的防疫措施有望刺激消费者的消费需求。总的来说，5 月社会零售的回升主要是受到以下几个种类的刺激：“日用品类”（5 月同比升 17.3%，首五个月升 2.5%）、“饮料类”（5 月同比升 16.7%，首五个月升 8.5%）、“化妆品类”（5 月同比升 12.9%，首五个月升 4.9%）、“粮油、食品类”（5 月同比升 11.4%，首五个月升 13.4%）以及“通讯器材类”（5 月同比升 11.4%，首五个月升 2.3%）。展望未来，随着复工复产有序进行，经济活动逐步正常化，零售业或将保持稳定的复苏势头逐渐向上。

5 月通胀压力缓解，工业价格进一步走弱。5 月全国居民消费价格（CPI）升幅同比收缩至 2.4%（环比下跌 0.8%），低于市场预计的 2.7%以及 4 月的 3.3%。2020 年首五个月，CPI 通胀率同比升幅为 4.1%。食品价格的增幅进一步放缓是 5 月整体物价走低的主要原因。食品价格同比增加 10.6%，其中猪肉价格较 4 月 96.9%的升幅降至 81.7%，反映出猪肉供应稳定上升，价格波动收窄。工业价格方面，5 月工业生产者出厂价格指数（PPI）进一步下跌 3.7%，超过市场预期的预计-3.3%和 4 月的-3.1%，刷新四年来的最大跌幅。2020 年前五个月，PPI 整体下跌 1.7%。工业生产价格的跌势主要是由于原油价格的猛跌以及全球对中国产品的需求走弱。具体来看，“石油及天然气开采业”、“石油、煤炭及其他燃料加工业”以及“化学纤维制造业”三者分别同比下跌 57.6%、24.4%和 17.5%。展望未来，未来几个月物价将会持续走低，消费者通胀增速放缓。鉴于工业生产的复苏势头因全球需求的下跌而走弱，工业价格也将在未来几个月维持下跌的走势。

医疗相关产品出口激增，5 月出口保持稳定；惟大宗商品价格暴跌，进口下降。疫情之下，海外市场对医疗用品的需求激增以抵消电子产品销售的下降，中国 5 月出口额同比增长 1.4%，远好于早前-3.2%的市场预期，但仍然低于 4 月的 8.2%。进口则继续下跌，5 月同比收缩达到 12.7%，低于市场预计的-3.8%以及 4 月的-10.2%。进口下跌主要是由于原油、天然气、大豆、煤炭等进口商品的价格下跌。外贸进出口总之同比下跌 4.9%，差于 4 月-0.7%，贸易顺差达到了破纪录的 4,427.5 亿元人民币。2020 年首五个月，中国货物贸易进出口总值较去年同期下降 4.9%。展望未来，中国经济将在疫情后逐渐稳定复苏。5 月官方制造业 PMI 分项指标中，新出口订单指数和进口订单指数分别为 35.3 和 45.3（4 月分别为 33.5 和 43.9）。随着欧美等地逐渐放宽封锁措施，中国新出口订单将在未来几个月随着节日临近以及贸易活动重启而出现反弹。总的来说，全球经济活动回暖为中国出口提供了有力支持，海外市场对中国产品的需求将逐渐反弹，进而提振中国外贸的发展前景。

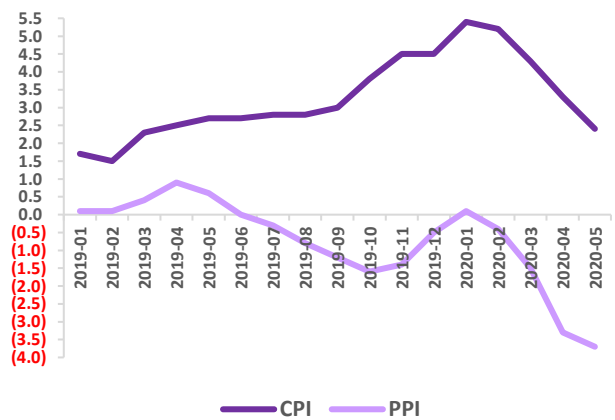
5 月信贷需求依然活力十足。中国 5 月信贷继续保持两位数增长，广义货币（M2）同比增长 11.1%，与 4 月保持相同增幅但低于市场预计的 11.3%。新增人民币贷款达到 1.48 万亿元，低于市场预计的 1.6 万亿元以及 4 月的 1.69 万亿元。同时，衡量信贷和流动性环境的重要指标——社会融资规模增量在 5 月达到 3.19 万亿元，超过 3.1 万亿元的市场预计以及 4 月的 3.09 万亿元。总体而言，5 月信贷需求保持强劲势头反映出中国人民银行灵活运用各种货币工具向经济释放充足的流动性，从而满足企业的资本需求。宽松的货币政策将会进一步降低社会融资成本，为中国经济反弹增添动能。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



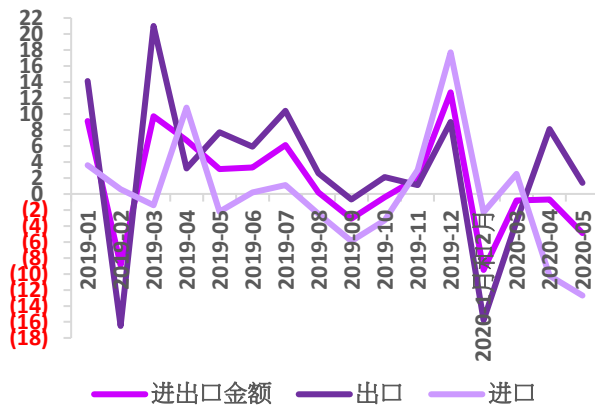
来源: 彭博
*光银国际预测

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



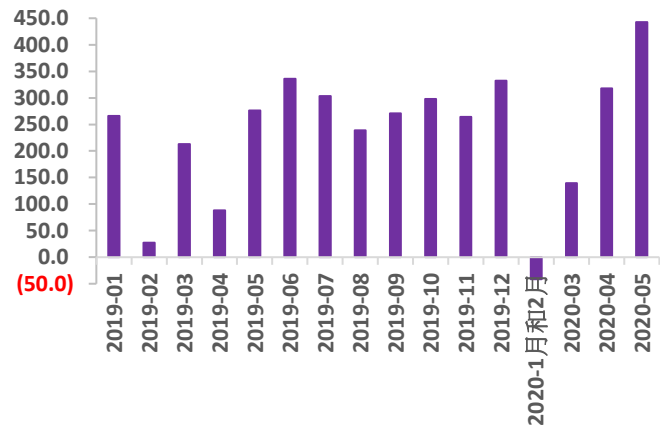
来源: 彭博

图.3: 进出口(同比%) (按人民币)



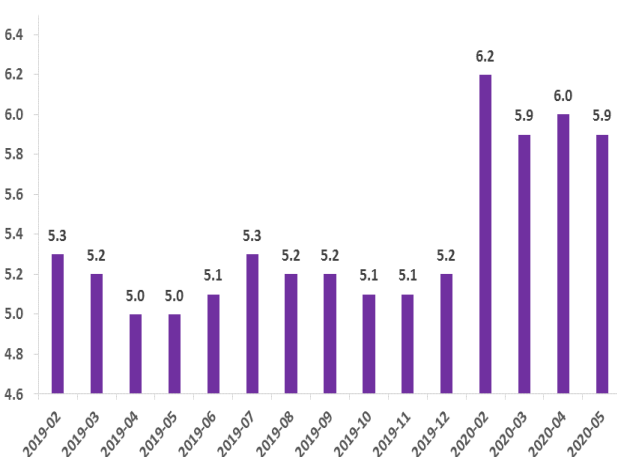
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



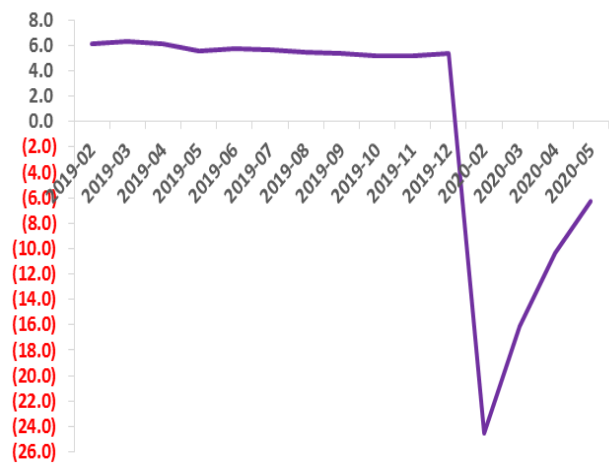
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



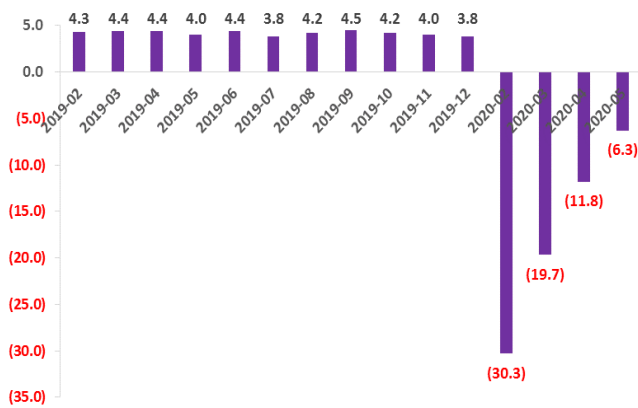
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



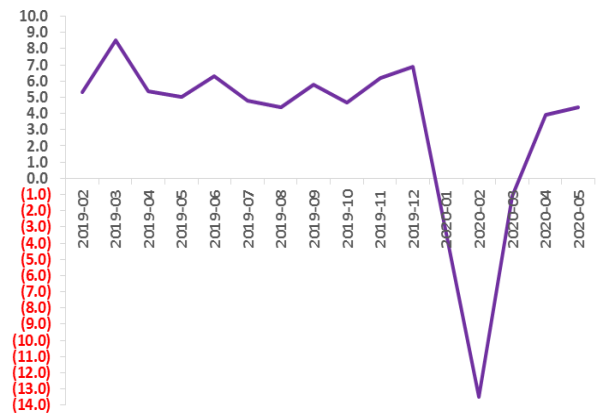
来源: 彭博

图. 7: 基础设施投资 (累计同比%)



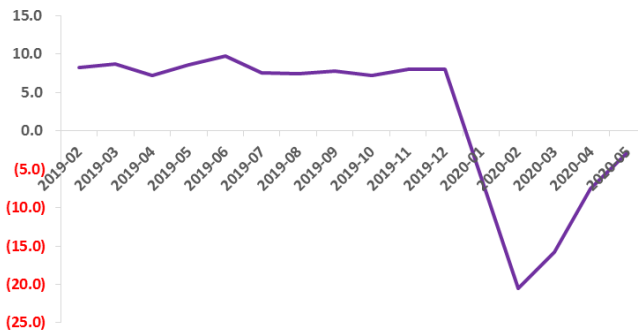
来源: 彭博

图. 8: 工业增加值 (同比%)



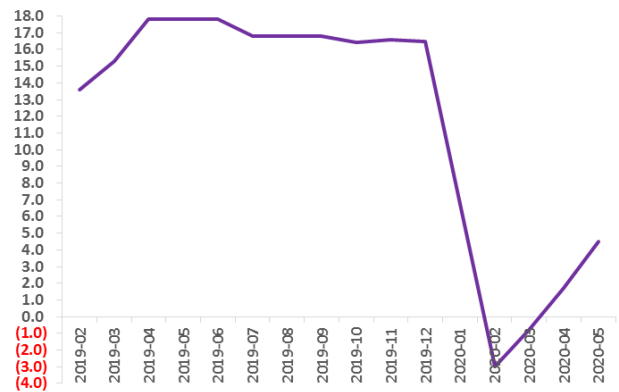
来源: 彭博

图. 9: 社会消费品零售总额 (同比%)



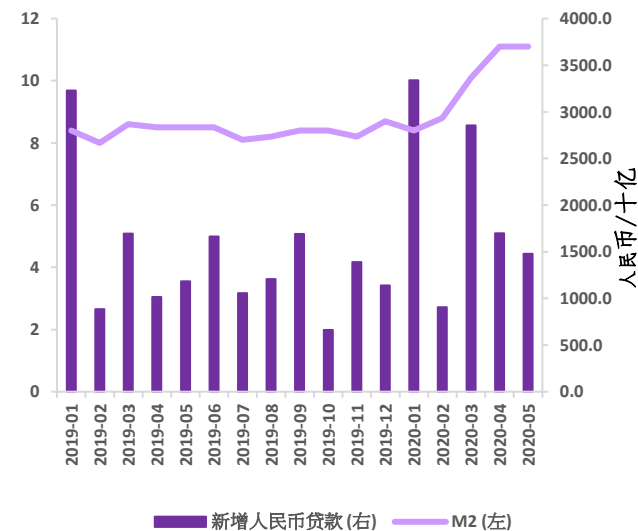
来源: 彭博

图. 10: 网上商品和服务零售额 (累计同比%)



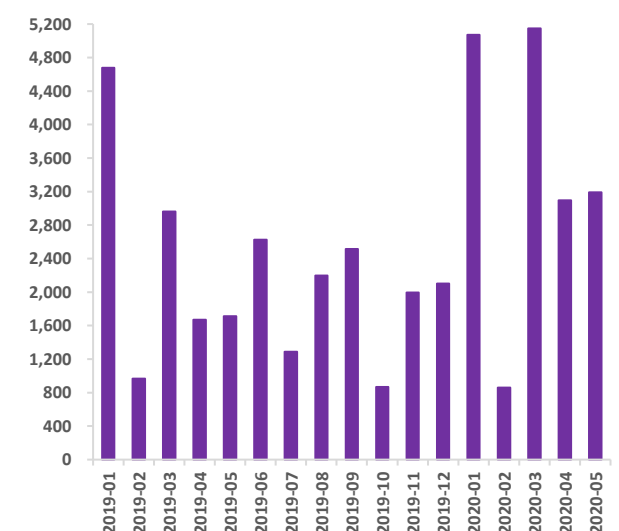
来源: 彭博

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

	2017	2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019	1Q2020
实际国民生产总值 (同比%)	6.8	6.6	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1	(6.8)
制造业 PMI (%)	51.6	49.4	49.7	49.6	49.7	49.9	50.2	45.9
非制造业 PMI (%)	55.5	53.2	54.6	54.3	53.7	53.6	53.5	45.3
出口(人民币/同比%)	10.8	7.1	6.7	5.6	3.9	4.0	5.0	(11.4)
进口(人民币/同比%)	18.9	12.9	0.3	2.8	(2.5)	5.4	1.6	(0.7)
贸易余额 (人民币/十亿)	2852.0	2324.7	506.8	700.7	812.4	895.1	2917.7	98.6
出口增长 (美元/同比%)	7.9	9.9	1.4	(1.0)	(0.3)	1.8	0.5	(13.3)
进口增长 (美元/同比%)	16.1	15.8	(4.1)	(3.7)	(6.2)	3.2	(2.7)	(2.9)
贸易余额 (美元/十亿)	419.6	350.9	72.9	103.9	117.7	127.4	421.9	13.1
消费物价指数 (同比%)	1.6	2.1	1.8	2.6	2.9	4.3	2.9	4.9
生产者物价指数 (同比%)	6.3	3.5	0.2	0.5	(0.8)	(1.2)	(0.3)	(0.6)
固定资产投资(年初至今/同比%)	7.2	5.9	6.3	5.8	5.4	5.4	5.4	(16.1)
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.0	9.5	11.8	10.9	10.5	9.9	9.9	(7.7)
工业增加值 (同比%)	6.6	6.2	6.5	5.6	5.0	5.9	5.7	(8.4)
零售额 (同比%)	10.2	9.0	8.3	8.6	7.6	7.8	8.0	(19.0)
新增贷款 (人民币/十亿)	12174.9	16173.6	5809.1	3863.4	3955.6	3189.4	16817.5	7096.6
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.1	8.6	8.5	8.4	8.7	8.7	10.1
总社会融资 (人民币/十亿)	26153.6	22492.0	8605.9	6007.7	5997.0	4964.7	25575.2	11080.0

	5/19	6/19	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20	3/20	4/20	5/20
实际国民生产总值 (同比%)	-	6.2	-	-	6.0	-	-	6.0	-	-	(6.8)	-	-
制造业 PMI (%)	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6
非制造业 PMI (%)	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6
出口(人民币/同比%)	7.7	5.9	10.4	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.8)	(3.4)	8.1	1.4
进口(人民币/同比%)	(2.2)	0.2	1.1	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.3)	2.5	(10.2)	(12.7)
贸易余额 (人民币/十亿)	276.1	335.7	303.4	238.9	270.8	298.2	264.4	332.1	-	(41.5)	139.3	318.1	442.75
出口增长 (美元/同比%)	1.1	(1.5)	3.4	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.1)	(6.6)	3.5	(3.3)
进口增长 (美元/同比%)	(8.2)	(6.8)	(4.9)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(3.9)	(0.9)	(14.2)	(16.7)
贸易余额 (美元/十亿)	41.2	49.6	44.0	34.7	39.0	42.4	37.3	47.2	-	(6.9)	19.9	45.3	62.9
消费物价指数 (同比%)	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4
生产者物价指数 (同比%)	0.6	0.0	(0.3)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(1.4)	(0.5)	0.1	(0.4)	(1.5)	(3.1)	(3.7)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)	(16.1)	(10.3)	(6.3)
房地产投资 (年初至今/同比%)	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)	(7.7)	(3.3)	(0.3)
工业增加值 (同比%)	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-	(13.5)	(1.1)	3.9	4.4
零售额 (同比%)	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-	(20.5)	(15.8)	(7.5)	(2.8)
新增贷款 (人民币/十亿)	1183.7	1663.6	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1138.2	337.5	905.7	2853.4	1697.7	1480.0
广义货币供应量 (同比%)	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1
总社会融资 (人民币/十亿)	1712.4	2624.3	1287.2	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5069.7	857.8	5149.2	3094.1	3190.0
全国城镇调查失业率(%)	5.0	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2	5.9	6.0	5.9
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	5.7	5.7	5.8	5.9

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	25,605.54	18.95	(5.55)
标准普尔 500 指数	3,041.31	21.21	(4.78)
纳斯达克综合指数	9,588.81	38.86	(2.30)
欧洲			
富时 100 指数	6,105.18	21.03	(5.85)
德国 DAX 30 指数	11,949.28	23.50	(6.99)
法国 CAC 40 指数	4,839.26	19.26	(6.90)
斯托克 600 价格指数	354.06	18.18	(5.66)
亚洲			
香港恒生指数	23,776.95	10.57	(4.04)
恒生中国企业指数	9,655.83	8.17	(3.53)
上海深圳沪深 300 指数	3,954.99	14.96	(1.66)
上海证券交易所综合指数	2,890.03	14.88	(1.63)
深证综合指数	1,865.34	44.13	0.46
日经 225 指数	21,530.95	26.12	(7.11)
韩国 KOSPI 指数	2,030.82	24.90	(7.03)
台湾证交所加权股价指数	11,306.26	19.41	(2.62)
标普/澳证 200 指数	5,719.80	19.03	(4.65)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,164.46	20.93	(4.51)
MSCI ACWI 指数	516.57	20.17	(4.16)
MSCI 新兴市场指数	987.01	15.98	(1.56)
MSCI 美国指数	2,915.70	22.42	(4.61)
MSCI 英国指数	1,730.26	21.25	(5.70)
MSCI 法国指数	140.09	11.71	(6.87)
MSCI 德国指数	136.28	22.44	(6.45)
MSCI 中国指数	84.84	15.50	(0.86)
MSCI 香港指数	13,347.09	14.01	(0.75)
MSCI 日本指数	953.67	19.42	(2.40)

* 亚洲市场根据 2020/06/15 收市价, 其余市场根据 2020/06/12 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.25	0.00
美国最佳利率	3.25	0.00
联储贴现率	0.25	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	0.13	0.00
美国综合国债 1 年收益率	0.16	(0.02)
美国综合国债 5 年收益率	0.31	(0.14)
美国综合国债 10 年收益率	0.67	(0.21)
美国综合国债 30 年收益率	1.41	(0.23)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.20	0.02
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.31	0.00
日本综合国债 1 年收益率	(0.14)	(0.01)
日本综合国债 10 年收益率	0.01	(0.04)
德国综合国债 1 年收益率	(0.56)	0.00
德国综合国债 10 年收益率	(0.46)	(0.14)
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.85	(0.30)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	1.99	1.99
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.46	2.46
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.77	2.77
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.48	(0.41)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.92	0.27
香港基本利率(贴现率)	0.12	(0.06)
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.12	(0.06)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.55	(0.25)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.22	0.27
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.48	0.15
公司债(穆迪)		
Aaa	2.40	(0.01)
Baa	3.57	(0.26)

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	34.97	(8.43)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	37.86	(7.21)
天然气期货	美元/百万英	1.72	(3.75)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	1,560.75	(0.34)
铜期货	美元/磅	257.25	(0.29)
LME 钢筋期货	美元/吨	422.00	0.48
LME 铅现货(\$)	美元/吨	1,740.60	(0.97)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,722.28	1.59
黄金期货	美元/盎司	1,724.20	1.12
现货银	美元/盎司	17.22	(2.31)
现货铂	美元/盎司	807.60	(3.17)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	333.75	(1.33)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	505.00	(2.37)
11 号糖(全球)	美元/磅	12.04	(0.41)
大豆期货	美元/蒲式耳	873.00	(0.57)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	97.14	0.54
欧元/美元	1.1252	(0.17)
英镑/美元	1.2536	(0.81)
澳大利亚元/美元	0.6810	(2.39)
美元/加拿大元	1.3665	1.87
美元/日元	107.38	(1.83)
美元/瑞士法郎	0.9527	(1.08)
人民币中间价指数	7.0902	0.03
美元/人民币	7.0963	0.35
交割远期		
美元/中国境外即期汇率	7.2190	0.47
美元/港币	7.0955	0.37
美元/港币	7.7501	0.00
人民币/港币	1.0922	(0.34)
中国境外即期汇率/港币	1.0923	(0.36)
美元/韩元	1,216.15	0.93
美元/新台币	29.718	(0.26)
美元/新加坡元	1.3951	0.22
美元/印度卢比	75.999	0.60

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