

二零二零年七月三日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 在新冠疫情爆发后，全球供应链受损严重，工业生产一度停滞以及人员流动也遭到限制，中国经济因此深受打击。2020年首三个月，GDP萎缩了6.8%，创下几十年来首次下跌记录，反映出社会活动的停滞封锁已经给经济带来了巨大的伤痛。
- 中央政府将持续增加对受疫情影响较深的行业及部门的财政支援、加大补贴力度并减免税收。同时，中国人民银行在金融体系中保持充足的流动性，以刺激银行放贷并减轻企业的财务负担。
- 进入2020年下半年，消费和投资的加速复苏将促使整体GDP取得更加稳定均衡的增长势头。虽然前方仍然挑战重重，但中国将继续加强刺激措施的力度和深度，以稳定经济增长动力并及时应对外部环境的变化，确保经济复苏的可持续性。
- 在我们看来，目前已有的前瞻性经济指标已经暗示着下半年中国本地需求正稳定增长，中国也将更多地依赖内部需求以缓解对外贸易疲弱对经济带来的压力。我们预计经济活动将在2020年下半年出现反弹，GDP也将反弹至按年增长5%的水平。

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

2020年下半年中国经济展望：

重上正轨，蓄势待发

在新冠疫情爆发后，全球供应链受损严重，工业生产一度停滞、人员流动也遭到限制，中国经济因此深受打击。2020年首三个月，中国国内生产总值（GDP）萎缩了6.8%，创下几十年来首次下跌记录，反映出社会活动的停滞封锁已经给经济带来了巨大的伤痛。尽管中国自二季度开始重启经济，但经济活动的增长势头仍然不及健康危机之前。为了进一步缓解经济压力并刺激经济动能，中国政府层面已经制定并实施了一系列刺激措施，以减轻公民和企业的负担。中央政府将持续增加对受疫情影响较深的行业及部门的财政支援、加大补贴力度并减免税收。同时，中国人民银行在金融体系中保持充足的流动性，以刺激银行放贷并减轻企业的财务负担。进入2020年下半年，消费和投资的加速复苏将促使整体GDP取得更加稳定均衡的增长。虽然前方仍然挑战重重，但中国将继续加强刺激措施的力度和深度，以稳定经济增长动力并及时应对外部环境的变化，确保经济复苏的可持续性。在我们看来，目前已有的前瞻性经济指标已经暗示着下半年中国本地需求正稳定增长，中国也将更多地依赖内部需求以缓解对外贸易疲弱对经济带来的压力。我们预计经济活动将在2020年下半年出现反弹，GDP也将反弹至按年增长5%的水平。

2020年下半年，内部需求成为中国经济增长的主要动力来源。在全球经济复苏力度疲软以及中美关系越趋紧张的背景下，外部环境充满着不确定性，中国经济转而需要从刺激内需入手，保证经济动能不减。虽然全球经济活动已经开始复苏，海外对中国产品的需求逐渐回升，但中国政府仍对疫情的发展和潜在的二次爆发持审慎态度，在继续防疫措施的基础上逐步恢复工作和消费活动，此举将限制一些跨境经济活动。中国对外贸易的前景依然黯淡。总的来说，包括传统基础设施以及“新经济”基建在内的固定资产投资连续几个月回升，同时消费活动回暖，二者将持续为下半年经济增长添砖加瓦，确保经济实力的可持续性恢复。

以创造就业为途径，缓解经济下行压力。全民健康危机重创中国就业市场。与日俱增的求职者不断拉紧中国政府的神经，从而促使政府将保障工作，创造就业视为维持经济和社会秩序的关键。政府工作报告指出今年要优先稳就业，将新增城镇就业900万人，城镇调查失业率保持在6%左右。在经济活动严重不景气的现状下，失业率上升给中国经济稳定带来了巨大的威胁。总的来说，中国政府将通过货币政策、财政政策以及多样的投资渠道推出各种宽松刺激

措施，以支持经济部门的正常运转，确保市场有不断创造就业机会的能力。

2020 年下半年食品价格的稳定促使整体价格水平走弱。全国居民消费价格指数（CPI）在 2020 年二季度呈现出下降的趋势，这主要由于食品价格的同比增幅放缓，其中猪肉价格增速减慢，反映出猪肉供应稳定上升，价格波动收窄。展望未来，由于食品价格持续走低以及低基数效应逐渐消散，未来几个月 CPI 或将呈现减速趋势。我们预计 2020 年下半年整体通胀率将会达到 2.0% 左右。较低且稳定的通胀环境将为宽松的货币政策留出更多的施政空间，为经济反弹蓄力。

“稳健的货币政策要更加灵活适度，积极的财政政策要更加积极有为”两者将共同改善 2020 年下半年经济增长前景。中国经济在遭到新冠疫情的拖累之后，增长动能疲弱。宽松的货币政策在帮助稳定金融体系和抵御增速放缓方面发挥着至关重要的作用。我们相信中国人民银行将在维持审慎货币政策的基础上，采取降低存款准备金率以及实施其他贷款工具等，让因疫情受损的行业和部门及时获取资金。我们预计中国人民银行将推出一系列有针对性的借贷工具，包括降准、回购、常备借贷便利工具（SLF）、短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利工具（MLF）、抵押补充贷款工具（PSL），积极开展央行票据互换（CBS）操作以及降低贷款最优惠利率（LPR）等，在保证 2020 年资本需求的基础上提供更大的灵活性，满足各类型企业的信贷需求。此外，中国政府还将继续采取积极的财政政策，财政赤字率拟按 3.6% 以上安排，将增加政府支出，加大减税降费的力度，加强对基础设施、新兴产业以及服务业的投资力度，夯实对脆弱部门和行业的保障。我们相信采取积极的财政刺激政策有助于加强中国经济的增长势头。

2020 年下半年人民币对美元汇率将维持在 7.0 至 7.1 之间。中美关系持续紧张，人民币汇率自 2020 年以来一直处于震荡的态势当中。在刚进入二季度时，人民币对美元汇率一度暴跌至 7.2，但随着 5 月中国经济数据从前四个月的低迷中稳步反弹，生产制造活动以及就业人数都自低位回升，人民币重夺升势，对美元汇率回升至 7.08。展望未来，随着新冠疫情对宏观经济的溢出效应逐渐消散，复工复产有序进行且接近完成，消费活动正常化以及宏观经济政策的强力支撑，都有效缓解了中国经济的下行压力，确保经济实力的可持续性恢复。毫无疑问，中国经济形势已经趋于稳定并有所改善。我们认为人民币今年年初的贬值已经充分反映了疫情爆发对中国经济的冲击。鉴于中国将继续大力推行刺激政策以捍卫经济基本面，同时保持宽松的信贷环境，我们预计人民币短期内将保持波动，但整体 2020 年下半年人民币对美元汇率将稳定在 7.0 至 7.1 的区间之内。

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	25827.36	19.23	0.32
标准普尔 500 指数	3130.01	22.02	1.50
纳斯达克综合指数	10207.63	41.91	1.90
欧洲			
富时 100 指数	6240.36	22.48	1.52
德国 DAX 30 指数	12608.46	23.87	3.54
法国 CAC 40 指数	5049.38	20.24	2.66
斯托克 600 价格指数	368.29	19.16	2.38
亚洲			
香港恒生指数	25124.19	10.96	0.87
恒生中国企业指数	10056.86	8.38	0.63
上海深圳沪深 300 指数	4335.85	16.59	5.19
上海证券交易所综合指数	3090.57	15.79	4.04
深证综合指数	2016.05	49.11	3.52
日经 225 指数	22145.96	26.02	(0.51)
韩国 KOSPI 指数	2135.37	25.14	1.09
台湾证交所加权股价指数	11805.14	20.02	1.66
标普/澳证 200 指数	6032.71	19.65	3.70
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2227.65	21.64	1.56
MSCI ACWI 指数	532.14	20.91	1.60
MSCI 新兴市场指数	1023.48	16.86	1.90
MSCI 美国指数	3011.40	23.25	1.59
MSCI 英国指数	1766.01	22.24	1.49
MSCI 法国指数	146.10	12.21	2.78
MSCI 德国指数	142.30	23.54	3.01
MSCI 中国指数	90.51	16.63	2.24
MSCI 香港指数	13760.29	14.49	1.02
MSCI 日本指数	938.72	19.12	(0.95)

* 所有市场根据 2020/07/02 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	40.65	4.98
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	43.14	5.09
天然气期货	美元/百万英	1.73	17.00
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1603.25	3.39
铜期货	美元/磅	274.85	2.63
LME 钢筋期货	美元/吨	416.50	(0.60)
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1766.75	(0.30)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1772.18	0.73
黄金期货	美元/盎司	1790.00	1.10
现货银	美元/盎司	17.94	2.21
现货铂	美元/盎司	823.65	2.04
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	343.50	7.18
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	492.00	0.77
11 号糖 (全球)	美元/磅	12.24	2.68
大豆期货	美元/蒲式耳	896.75	3.28

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	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	0.11	0.01
美国综合国债 1 年收益率	0.14	(0.02)
美国综合国债 5 年收益率	0.30	(0.04)
美国综合国债 10 年收益率	0.67	(0.02)
美国综合国债 30 年收益率	1.43	(0.01)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.17	(0.01)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.30	0.01
日本综合国债 1 年收益率	(0.16)	0.00
日本综合国债 10 年收益率	0.04	0.02
德国综合国债 1 年收益率	(0.54)	0.00
德国综合国债 10 年收益率	(0.43)	0.04
中国贷款市场报价利率 (1 年期)	3.85	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.09	(0.14)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.56	(0.10)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.86	(0.05)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.75	0.21
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.04	(0.06)
香港基本利率 (贴现率)	0.13	(0.00)
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.13	(0.00)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.46	(0.01)
离岸人民币拆放利率- 隔夜	1.54	(1.71)
离岸人民币拆放利率- 1 个月	2.32	(0.44)
公司债 (穆迪)		
Aaa	2.40	0.00
Baa	3.58	0.00

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	97.32	(0.11)
欧元/美元	1.13	0.63
英镑/美元	1.25	0.51
澳大利亚元/美元	0.69	0.70
美元/加拿大元	1.36	(0.21)
美元/日元	107.50	0.21
美元/瑞士法郎	0.94	(0.64)
人民币中间价指数	7.06	(0.15)
美元/中国人民币	7.07	0.13
交割远期	7.20	(0.18)
美元/中国境外即期汇率	7.07	(0.15)
美元/港币	7.75	0.00
人民币/港币	1.10	0.16
中国境外即期汇率/港币	1.10	0.15
美元/韩元	1199.95	(0.39)
美元/新台币	29.52	(0.36)
美元/新加坡元	1.39	0.09
美元/印度卢比	75.01	(0.88)

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