

二零二零年八月十四日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 进入 2020 年下半年首个月，中国经济继续稳定复苏。7 月各类经济指标都呈现不同程度的增长势头。随着中国成功对新冠疫情的有效防控，固定资产投资以及社会零售的跌幅都有所收窄，大大降低了疫情对宏观经济的溢出效应。
- 7 月全国城镇调查失业率保持在 5.7% 的水平不变，反映出制造业和服务业的恢复对就业市场的利好作用。总的来说，由于疫情好转以及政府在逆周期措施上的强力出击，工业生产以及服务业重启带动了整体经济活动的正常化，中国经济已从 2020 年二季度重拾经济动能。
- 2020 年剩下时间里，中国发展的重要议程就是维持增长势头持续复苏。中国目前已经采取了一系列措施，包括增加财政支出，减税降费，降低贷款利率以及存款准备金率等，以支持经济增长和就业市场的稳定。
- 在我们看来，经济活动逐渐正常化以及宏观经济政策的支持能够有效帮助整体经济增长反弹，从而使得中国在 2020 年下半年达到更加可持续的经济复苏之路。

稳步向前，中国 7 月经济数据续回升

进入 2020 年下半年首个月，中国经济继续稳定复苏。7 月各类经济指标都呈现不同程度的增长势头。随着中国成功对新冠疫情的有效防控，固定资产投资以及社会零售的跌幅都有所收窄，大大降低了疫情对宏观经济的溢出效应。7 月全国城镇调查失业率保持在 5.7% 的水平不变，反映出制造业和服务业的恢复对就业市场的利好作用。总的来说，由于疫情好转以及政府在逆周期措施上的强力出击，工业生产以及服务业重启带动了整体经济活动的正常化，中国经济已从 2020 年二季度重拾经济动能。然而中国政府对于新冠病毒的再传播仍持警惕态度，通过严谨的方式稳步刺激恢复工作和消费，从而确保在健康风险降到最低的情况下，保证经济稳定增长。展望未来，2020 年剩下时间里，中国发展的重要议程就是维持增长势头持续复苏。中国目前已经采取了一系列措施，包括增加财政支出，减税降费，降低贷款利率以及存款准备金率等，以支持经济增长和就业市场的稳定。在我们看来，经济活动逐渐正常化以及宏观经济政策的支持能够有效帮助整体经济增长反弹，从而使得中国在 2020 年下半年达到更加可持续的经济复苏之路。

固定资产投资的跌势在 2020 年首七个月逐渐收窄。经济活动逐渐正常化缓解 2020 年首七个月固定资产投资的收缩趋势，整体同比下跌 1.6%，与市场预期一致，且好于 2020 年首六个月的 -3.1%。固定资产投资跌幅收窄主要归功于投资按月增长 4.85%，导致年初至今的基础设施投资下降幅度缩减（首七月跌幅 1.0%，首六月则为跌 2.7%），制造业活动好转（首七月跌 10.2%，首六月则跌 11.7%）以及房地产开发继续向好（首七月增 3.4%，首六月则升 1.9%）。总的来说，固定资产投资逐月好转的现象表明复工复产的重要性，同时政府重启对基础设施建设的支持并落实“新基建”等项目也将有助于固定资产投资在未来几个月的增长。

7 月工业生产继续保持稳定增长。7 月全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%，虽低于市场预计的 5.2%，但增速与 6 月保持持平。生产制造活动的加速主要还是由于社会工作的正常化，提到了生产能力。2020 年首七个月，规模以上工业增加值同比收缩 0.4%，较首六个月 -1.3% 的跌幅明显收窄。总的来说，部分产品类别的制造活动实现了两位数增长，其中“汽车制造业”、“电器机械和器材制造业”、“计算机、通信和其他电子设备制造业”以及“专用设备制造业”四者分别同比增长 21.6%、15.6%、11.8% 以及 10.2%。在我们看来，随着中国其他贸易伙伴的经济活动部分重启以及中国自身生产制造活动逐渐恢复的情况下，中国工业制造的新订单将会增多，从而利好工业生产在未来几个月的持续反弹。

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

7月社会零售总额跌幅继续收窄。7月社会消费品零售总额同比下跌1.1%，低于市场正增长0.1%的预期，但较6月1.8%的跌幅有明显收窄。2020年首七个月，零售额已从1-6月的下跌11.4%收窄至跌9.9%。此外，全国网上零售额达到6.08万亿元，同比增幅由6月的7.3%上升至增9.0%。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，特别是在汽车、电子产品以及化妆品方面。具体来看，7月零售总额跌幅收窄主要受到“汽车类”（7月升12.3%，首七个月跌11.56%）、“通讯器材类”（7月升11.3%，首七个月增6.5%）、“饮料类”（7月升10.7%，首七个月升10.5%）以及“化妆品类”（7月升9.2%，首七个月升1.0%）。展望未来，随着国内疫情逐渐平稳，个人支出逐渐恢复带动整个消费品市场的乐观情绪，社会零售额有望继续稳定回升，支撑中国的消费市场复苏。

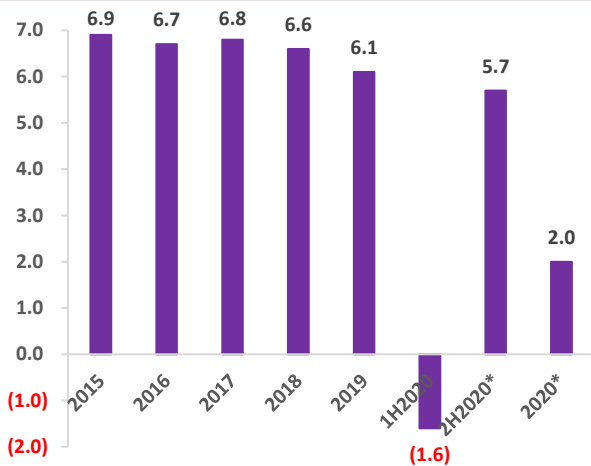
7月居民消费价格上升，但工业生产价格走弱。7月全国居民消费价格（CPI）同比上升2.7%（环比下降0.6%），高于市场预计的2.6%以及6月的2.5%。2020年首七个月，CPI通胀率同比升幅为3.7%。7月总体价格水平的上升主要是由于食品价格同比增幅达到13.2%，其中猪肉价格较6月的81.6%再度飙升至85.7%，同比增速更快，反映出天气原因影响工厂的运营和运输，再度导致猪肉供应紧张。工业价格方面，7月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比缓慢下跌至2.4%（环比增长0.4%），好于市场预期的-2.5%以及6月的-3.0%。2020年首7个月，PPI整体下跌2.0%。工业生产价格的跌势收窄主要是因为石油价格的反弹。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”两者分别同比上升了12.0%和3.4%。展望未来，由于天气状况依然较不稳定将继续对食品供应方面造成冲击，未来几个月消费者通胀或将呈现上升趋势。然而随着工业生产将会继续恢复，工业价格的下跌趋势或将进一步得到缓解。

电子产品和医疗用品的外部需求增加，7月中国出口激增。受到电子产品和医疗用品海外销售增长的推动，中国7月出口额同比增长10.4%，高于市场预期的0.9%以及6月的4.3%。进口则同比增长1.6%，分别低于市场预期的2.5%和6月的6.2%。进口增长差于预期主要是由于中国经济对需求的放缓。7月贸易总额同比增长6.5%，好于6月的5.1%，贸易顺差为4422.3亿元人民币。2020年首七个月，整体贸易总额同比下跌1.7%，出口和进口则分别下跌0.9%和2.6%。展望未来，中国主要贸易伙伴正在恢复部分经济活动，但对中国商品的需求依然较弱，7月新出口订单和进口订单分别为48.4和49.1，持续低于50，表现出总体贸易的收缩趋势未变。除此之外，在部分新兴市场和发达经济体中，新冠疫情正出现新一轮的爆发，部分政府重启了严格的封锁隔离措施。我们认为，严峻的全球经济前景将直接影响将至假期的新订单，未来几个月全球对中国商品的需求仍将停滞。总的来说，健康危机的再次爆发可能会再次阻碍全球经济活动的正常化，从而给2020年下半年中国对外贸易前景增添更多阴霾。

7月信贷需求增速放缓。中国7月信贷数据依然保持两位数增长，广义货币（M2）同比增长10.7%，低于市场预期的11.2%以及6月的11.1%。7月新增贷款达到9,927亿人民币，低于市场预期的1.2万亿元以及6月的1.811万亿元。此外，社会融资规模增量达到1.69万亿元，低于市场预期的1.85万亿元以及6月的3.4万亿元。总的来说，7月的信贷状况反映出随着中国经济复苏势头良好，中国人民银行正在引导货币政策逐步恢复到“正常状态”。货币政策

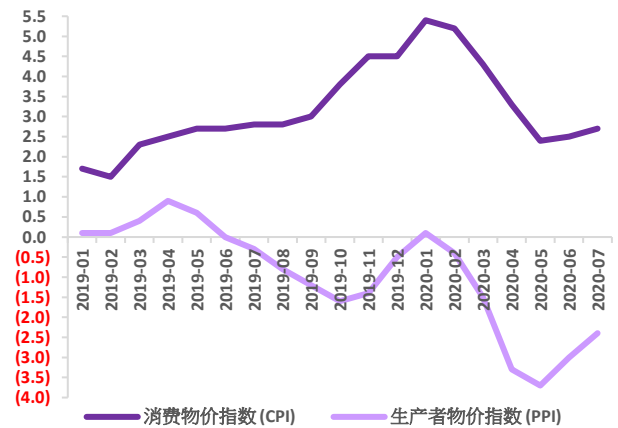
的宽松环境或将减弱，以确保长期的金融稳定。展望未来，我们认为中国人民银行将会继续维持较低的社会融资成本已满足企业的资本需求，从而重振中国经济的增长动力。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



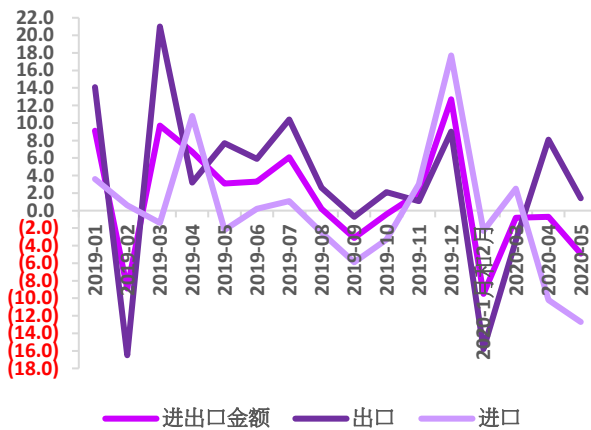
来源: 彭博
*光银国际预测

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



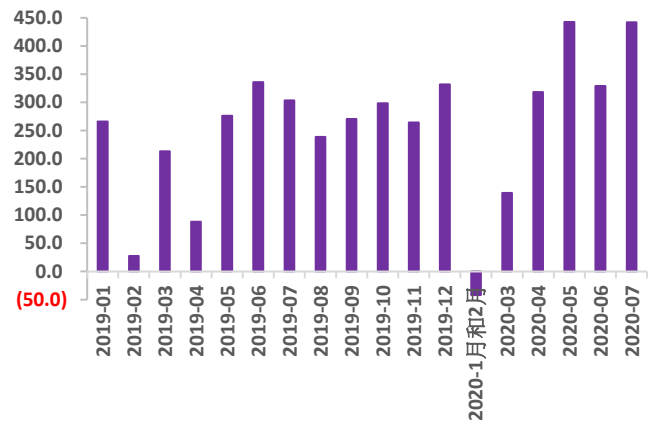
来源: 彭博

图.3: 进出口 (同比%) (按人民币)



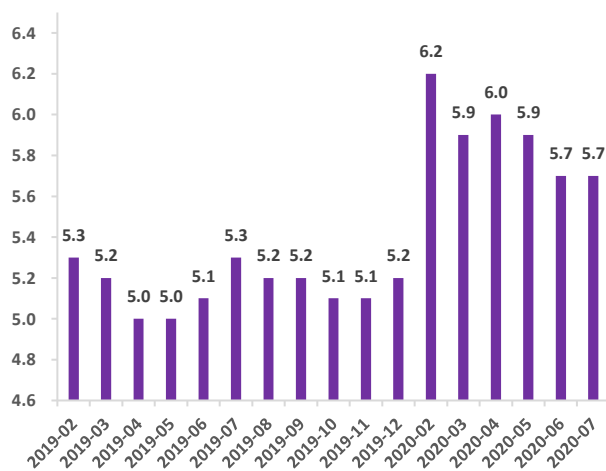
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



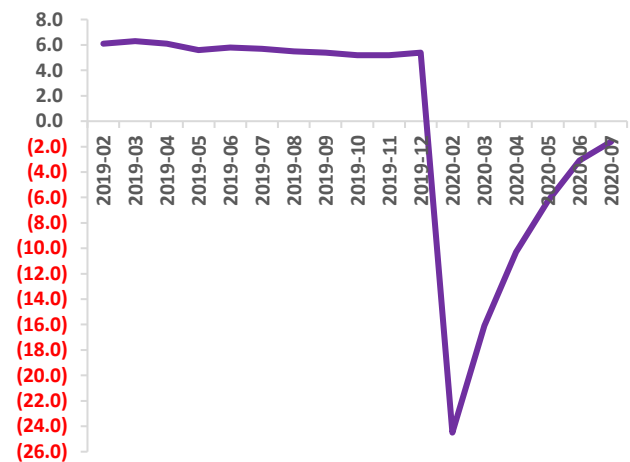
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



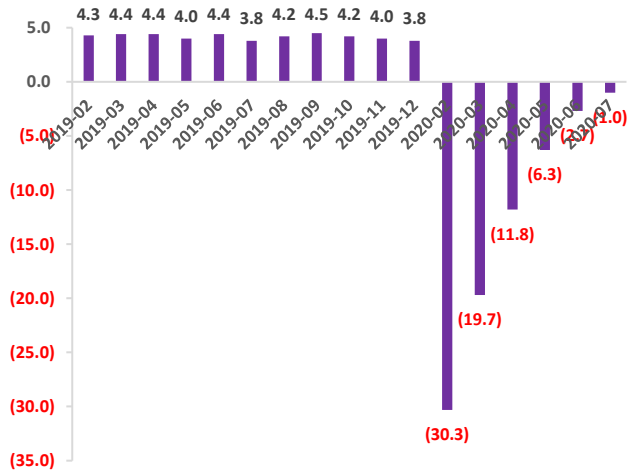
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



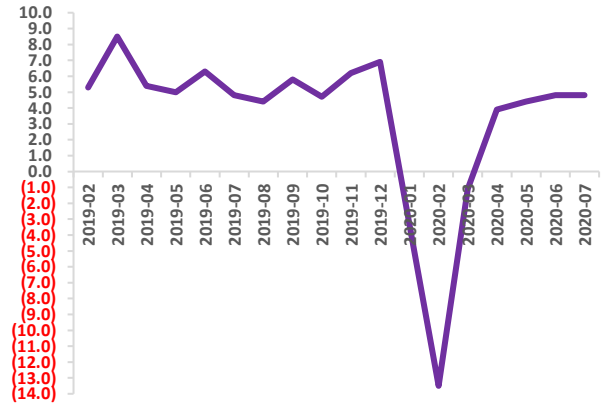
来源: 彭博

图. 7: 基础设施投资 (累计同比%)



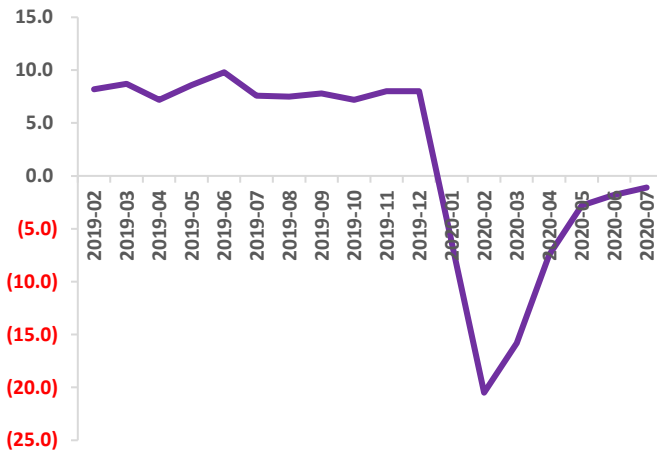
来源: 彭博

图. 8: 工业增加值 (同比%)



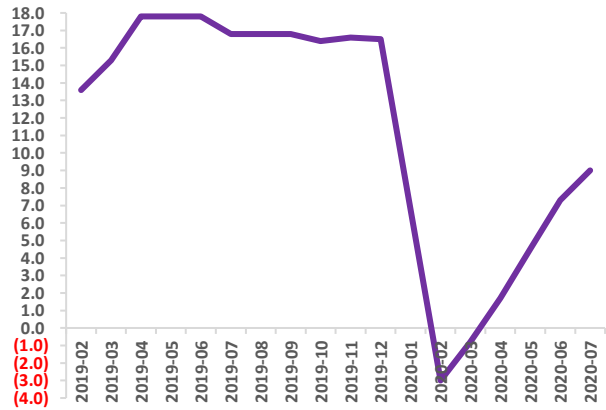
来源: 彭博

图. 9: 社会消费品零售总额 (同比%)



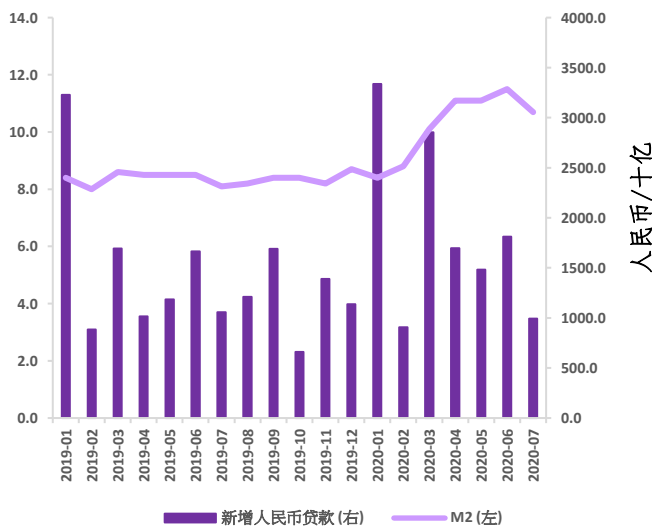
来源: 彭博

图. 10: 网上商品和服务零售额 (累计同比%)



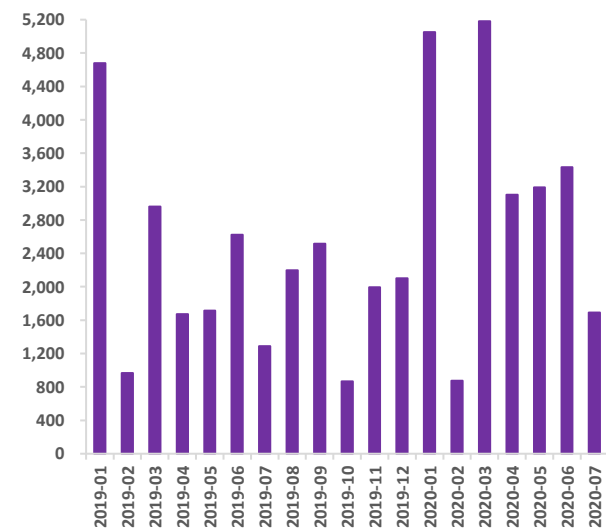
来源: 彭博

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

	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019	1Q2020	2Q2020	1H2020
实际国民生产总值 (同比%)	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1	(6.8)	3.2	(1.6)
制造业 PMI (%)	49.7	49.6	49.7	49.9	50.2	45.9	50.8	48.3
非制造业 PMI (%)	54.6	54.3	53.7	53.6	53.5	45.3	53.7	49.5
出口(人民币/同比%)	6.7	5.6	3.9	4.0	5.0	(11.4)	4.5	(3.0)
进口(人民币/同比%)	0.3	2.8	(2.5)	5.4	1.6	(0.7)	(5.8)	(3.3)
贸易余额 (人民币/十亿)	506.8	700.7	812.4	895.1	2917.7	98.6	1091.1	1188.9
出口增长 (美元/同比%)	1.4	(1.0)	(0.3)	1.8	0.5	(13.3)	0.1	(6.2)
进口增长 (美元/同比%)	(4.1)	(3.7)	(6.2)	3.2	(2.7)	(2.9)	(9.7)	(7.1)
贸易余额 (美元/十亿)	72.9	103.9	117.7	127.4	421.9	13.1	154.7	167.8
消费物价指数 (同比%)	1.8	2.6	2.9	4.3	2.9	4.9	2.7	3.8
生产者物价指数 (同比%)	0.2	0.5	(0.8)	(1.2)	(0.3)	(0.6)	(3.3)	(1.9)
固定资产投资(年初至今/同比%)	6.3	5.8	5.4	5.4	5.4	(16.1)	(3.1)	(3.1)
房地产投资 (年初至今/同比%)	11.8	10.9	10.5	9.9	9.9	(7.7)	1.9	1.9
工业增加值 (同比%)	6.5	5.6	5.0	5.9	5.7	(8.4)	4.4	(1.3)
零售额 (同比%)	8.3	8.6	7.6	7.8	8.0	(19.0)	(3.9)	(11.4)
新增贷款 (人民币/十亿)	5809.1	3863.4	3955.6	3189.4	16817.5	7096.6	4989.9	12086.5
广义货币供应量 (同比%)	8.6	8.5	8.4	8.7	8.7	10.1	11.1	11.1
总社会融资 (人民币/十亿)	8605.9	6007.7	5997.0	4964.7	25575.2	11108.4	9750.0	20830.0

	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20	3/20	4/20	5/20	6/20	7/20
实际国民生产总值(同比%)	-	-	6.0	-	-	6.0	-	-	(6.8)	-	-	3.2	-
制造业 PMI (%)	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1
非制造业 PMI (%)	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2
出口(人民币/同比%)	10.4	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.8)	(3.4)	8.1	1.4	4.3	10.4
进口(人民币/同比%)	1.1	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.3)	2.5	(10.2)	(12.7)	6.2	1.6
贸易余额 (人民币/十亿)	303.4	238.9	270.8	298.2	264.4	332.1	-	(41.5)	139.3	318.1	442.75	328.9	442.3
出口增长 (美元/同比%)	3.4	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.1)	(6.6)	3.5	(3.3)	0.5	7.2
进口增长 (美元/同比%)	(4.9)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(3.9)	(0.9)	(14.2)	(16.7)	2.7	(1.4)
贸易余额 (美元/十亿)	44.0	34.7	39.0	42.4	37.3	47.2	-	(6.9)	19.9	45.3	62.9	46.4	62.3
消费物价指数 (同比%)	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(1.4)	(0.5)	0.1	(0.4)	(1.5)	(3.1)	(3.7)	(3.0)	(2.4)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)	(16.1)	(10.3)	(6.3)	(3.1)	(1.6)
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)	(7.7)	(3.3)	(0.3)	1.9	3.4
工业增加值 (同比%)	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-	(13.5)	(1.1)	3.9	4.4	4.8	4.8
零售额 (同比%)	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-	(20.5)	(15.8)	(7.5)	(2.8)	(1.8)	(1.1)
新增贷款 (人民币/十亿)	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1138.2	3337.5	905.7	2853.4	1697.8	1482.1	1811.0	992.7
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7
总社会融资 (人民币/十亿)	1287.2	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5051.8	873.7	5184.2	3102.4	3186.6	3434.2	1690.0
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2	5.9	6.0	5.9	5.7	5.7
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	5.7	5.7	5.8	5.9	5.8	5.8

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	27,896.72	23.82	1.86
标准普尔 500 指数	3,373.43	26.34	0.72
纳斯达克综合指数	11,042.50	59.82	(0.59)
欧洲			
富时 100 指数	6,185.62	64.61	2.63
德国 DAX 30 指数	12,993.71	38.71	3.19
法国 CAC 40 指数	5,042.38	44.60	3.22
斯托克 600 价格指数	372.53	36.78	2.77
亚洲			
香港恒生指数	25,183.01	11.90	2.66
恒生中国企业指数	10,266.46	8.58	2.02
上海深圳沪深 300 指数	4,704.63	17.91	(0.07)
上海证券交易所综合指数	3,360.10	16.86	0.18
深证综合指数	2,244.17	51.65	(1.25)
日经 225 指数	23,289.36	37.56	3.89
韩国 KOSPI 指数	2,407.49	27.91	2.37
台湾证交所加权股价指数	12,795.46	20.75	(0.26)
标普/澳证 200 指数	6,126.25	23.05	2.02
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,390.08	28.56	1.28
MSCI ACWI 指数	570.82	26.88	1.00
MSCI 新兴市场指数	1,096.18	18.95	(0.94)
MSCI 美国指数	3,249.95	27.27	0.65
MSCI 英国指数	1,740.56	64.00	2.58
MSCI 法国指数	146.64	43.43	3.27
MSCI 德国指数	146.32	39.88	3.28
MSCI 中国指数	95.87	17.54	(3.21)
MSCI 香港指数	13,906.30	19.88	2.81
MSCI 日本指数	987.69	26.38	4.37

*亚洲市场根据 2020/08/14 收市价，其余市场根据 2020/08/13 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	41.94	1.75
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	44.66	0.56
天然气期货	美元/百万英	2.18	(2.41)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	1727.00	(0.85)
铜期货	美元/磅	285.20	1.30
LME 钢筋期货	美元/吨	447.50	(1.43)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	1926.45	(1.13)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1951.64	(4.12)
黄金期货	美元/盎司	1960.20	(3.34)
现货银	美元/盎司	26.92	(4.89)
现货铂	美元/盎司	954.43	(1.26)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	336.50	4.91
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	503.50	0.00
11 号糖(全球)	美元/磅	13.10	3.39
大豆期货	美元/蒲式耳	894.50	3.11

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	0.06	(0.01)
美国综合国债 1 年收益率	0.13	0.003
美国综合国债 5 年收益率	0.30	0.07
美国综合国债 10 年收益率	0.69	0.13
美国综合国债 30 年收益率	1.40	0.17
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.16	0.005
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.26	0.02
日本综合国债 1 年收益率	(0.11)	0.02
日本综合国债 10 年收益率	0.05	0.03
德国综合国债 1 年收益率	(0.57)	(0.03)
德国综合国债 10 年收益率	(0.42)	0.09
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	2.26	0.03
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.81	(0.02)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.94	(0.04)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.18	0.12
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.31	0.02
香港基本利率(贴现率)	0.05	(0.01)
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.05	(0.01)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.23	(0.01)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.42	(0.33)
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.86	0.09
公司债(穆迪)		
Aaa	2.17	0.14
Baa	3.24	0.10

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	93.34	(0.10)
欧元/美元	1.18	0.16
英镑/美元	1.31	0.11
澳大利亚元/美元	0.71	(0.15)
美元/加拿大元	1.32	(1.06)
美元/日元	106.78	0.81
美元/瑞士法郎	0.91	(0.23)
人民币中间价指数	6.94	(0.00)
美元/人民币	6.95	(0.26)
交割远期		
美元/中国境外即期汇率	7.10	(0.31)
美元/港币	6.95	(0.32)
美元/港币	7.75	0.00
人民币/港币	1.12	0.25
中国境外即期汇率/港币	1.12	0.29
美元/韩元	1184.60	(0.01)
美元/新台币	29.47	0.11
美元/新加坡元	1.37	0.01
美元/印度卢比	74.90	(0.04)

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