

二零二零年九月十五日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 8月中国经济数据继续展现出强劲的增长势头，反映出中国经济的复苏步伐稳步加快。随着固定资产投资以及社会零售方面表现出不同程度的回暖，中国已经成功从新冠疫情的阴霾中脱身，前方逐渐一片晴朗。8月全国城镇调查失业率自7月的5.7%回落至5.6%，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，在一季度，因封锁隔离措施而带来经济全方面的下跌之后，二季度中国力挽狂澜，实现V型反弹，如今经济的增长势头越发稳健，复苏的步伐也越显坚定。然而，近期不时出现的确诊病例让中国政府对于新冠病毒的再传播仍保持警惕态度，通过严谨的方式刺激恢复工作和消费活动，确保在健康风险降至最低的情况下，保持经济增长稳定。
- 我们认为，中国政府将发挥刺激内需的根本性作用以保持经济稳健向好。同时，工业生产和消费活动的回暖，商业和消费者信心的好转都为经济前景提供了强有力的支持。
- 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年下半年实现更加可持续性的经济复苏之路。

8月中国经济复苏步伐再加快

8月中国经济数据继续展现出强劲的增长势头，反映出中国经济的复苏步伐稳步加快。随着固定资产投资以及社会零售方面表现出不同程度的回暖，中国已经成功从新冠疫情的阴霾中脱身，前方逐渐一片晴朗。8月全国城镇调查失业率自7月的5.7%回落至5.6%，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，在一季度，因封锁隔离措施而带来经济全方面的下跌之后，二季度中国力挽狂澜，实现V型反弹，如今经济的增长势头越发稳健，复苏的步伐也越显坚定。然而，近期不时出现的确诊病例让中国政府对于新冠病毒的再传播仍保持警惕态度，通过严谨的方式刺激恢复工作和消费活动，确保在健康风险降至最低的情况下，保持经济增长稳定。我们认为，中国政府将发挥刺激内需的根本性作用以保持经济稳健向好。同时，工业生产和消费活动的回暖，商业和消费者信心的好转都为经济前景提供了强有力的支持。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年下半年实现更加可持续性的经济复苏之路。

固定资产投资的跌势在2020年首八个月逐渐收窄。经济活动逐渐正常化缓解2020年首八个月固定资产投资的收缩趋势，整体同比下跌0.3%，稍好于市场预期的-0.4%以及首七个月的-1.6%。固定资产投资跌幅收窄主要归功于投资按月增长4.8%，其中年初至今的基础设施投资下降幅度缩减（首八月跌幅0.3%，首七月则为跌1.0%），制造业活动好转（首八月跌8.1%，首七月则跌10.2%）以及房地产开发继续向好（首八月增4.6%，首七月则升3.4%）。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。

8月工业增加值大幅上涨。8月全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，高于市场预期的5.1%和7月的4.8%。生产制造活动的加速增长主要是由于生产增加以满足工业产品市场反弹的需求。2020年首八个月，规模以上工业增加值较7月的跌0.4%回升至正增长0.4%。总的来说，部分产品类别的制造活动实现了两位数的增长，其中“电器机械和器材制造业”、“汽车制造业”以及“通用设备制造业”三者分别同比增长15.1%、14.8%以及10.9%。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。

8月社会零售总额恢复正增长。8月社会消费品零售总额同比上升0.5%，好于市场预期的零增长以及7月的跌1.1%。2020年首八个月，零售额已从1-7月的-9.9%回升至-8.6%。此外，全国网上零售额达到7.03万亿元人民币，同比增幅达到9.5%，好于7月的9.0%。

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

尽管社会零售依然处于复苏的开端，但经济活动的正常化已经释放了消费者的购买力，提振整体消费势头。具体来看，8月零售总额的上升主要由于以下几个板块的强势：“通讯器材类”（8月升25.1%，首八个月升8.9%）、“化妆品类”（8月升19.0%，首八个月升3.2%）、“金银珠宝类”（8月升15.3%，首八个月跌15.6%）、“饮料类”（8月升12.9%，首八个月升10.9%）以及“汽车类”（8月升11.8%，首八个月跌8.8%）。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。

8月居民价格小幅下降，但工厂价格通缩放缓。8月全国居民消费价格同比增长2.4%（环比增长0.4%），与市场预期一致，但低于7月的2.7%。2020年首八个月，CPI通胀率同比升幅达到3.5%。8月总体价格水平的增速放缓主要是由于食品价格从7月的85.7%降至52.6%，反映出早前因为因天气原因影响工厂运营和运输的状况已经得到了缓解，猪肉供应更加稳定。工业价格方面，8月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下跌2.0%（环比下跌0.3%），略低于市场普遍预期的-1.9%，但明显好于7月的-2.4%。2020年首八个月，PPI整体下跌2.0%。随着中国经济逐渐向好，工业价格的通缩趋势得到有效缓解。展望未来，我们相信CPI通胀率将会在未来几个月保持目前的稳定趋势，工业价格的下跌压力则会得到进一步的缓解，从而让工业生产活动得到进一步复苏。

随着海外市场的进一步开放，8月中国出口激增。在疫情之下，中国的主要贸易伙伴在经历过几个月的封锁隔离后，纷纷有望恢复工作和消费，也因为它们对中国商品的需求增多而导致中国出口在8月开始回升。因为电子产品、医疗用品和服饰等在海外销售增长的推动，中国8月出口额同比增长11.6%，虽低于市场普遍预期的12.4%，但高于7月的10.4%。进口方面，中国8月进口同比下降0.5%，依然低于市场预期的6.1%以及7月的1.6%。进口的意外下降主要是由于需求端方面的疲弱。8月贸易总额同比增长6.0%，低于7月的6.5%，贸易顺差达到4166亿元人民币，同比增长6.5%。2020年首八个月，整体贸易总额同比缩减0.6%，出口反弹至增长0.8%，进口则下跌2.3%。展望未来，全球市场从疫情中走出有助于环球贸易活动的复苏，进而利于中国出口的反弹。但是，近期部分新兴市场以及发达经济体再度出现了疫情复苏的迹象，这可能会导致新一轮的封锁隔离措施出台。此外，8月新出口订单和进口订单指数，持续低于50，分别为49.1和49.0，表现出海外新订单依然不稳定同时国内市场对进口商品的需求依然疲弱可能还是会抑制对外贸易的反弹势头。在我们看来，随着疫情的再次爆发，全球部分经济体再度陷入封锁，成为阻碍中国外贸复苏路上的主要下行风险。

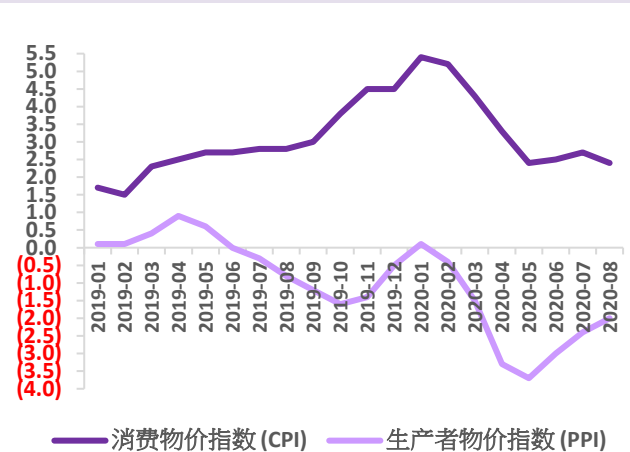
8月信贷需求保持稳定。中国8月信贷数据依然保持两位数增长，广义货币（M2）同比增长10.4%，低于市场预期和7月的10.7%。8月新增贷款为1.28亿元人民币，高于市场普遍预期的1.25万亿元人民币同时也高于7月的9927亿元人民币。社会融资规模增量达到3.58万亿元人民币，高于市场普遍预期的2.85万亿元人民币以及7月的1.69万亿元。总的来说，中国人民银行正在引导货币政策逐步恢复到“正常状态”。货币政策的宽松环境或将减弱，以确保长期的金融稳定。展望未来，我们认为中国人民银行将会继续维持较低的社会融资成本已满足企业的资本需求，从而重振中国经济的增长动力。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



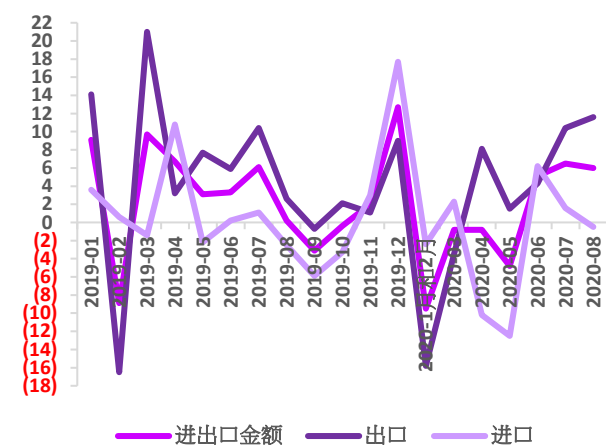
来源: 彭博
*光银国际预测

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



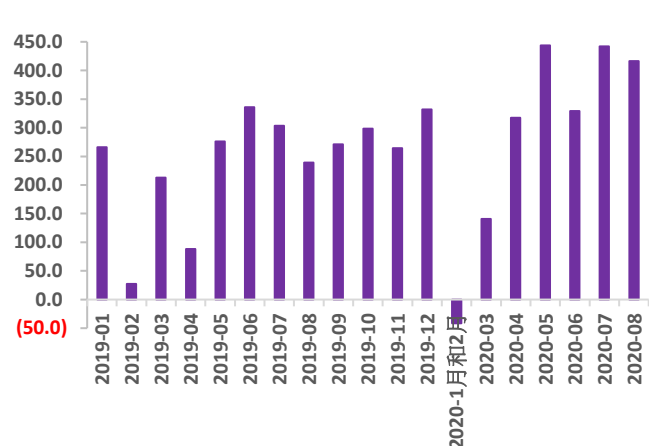
来源: 彭博

图.3: 进出口 (同比%) (按人民币)



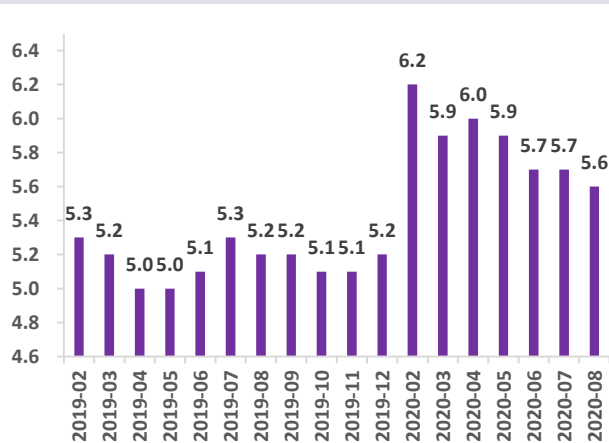
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



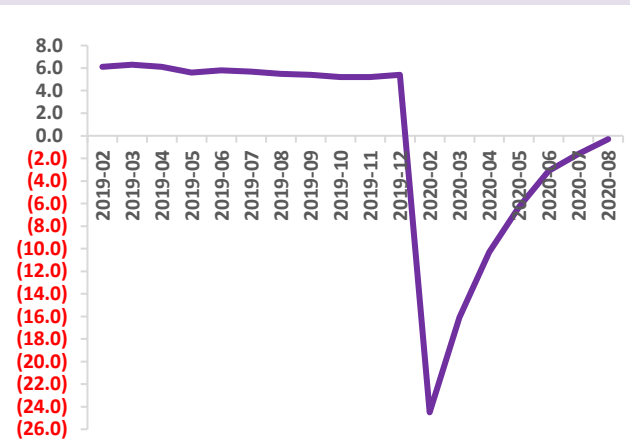
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



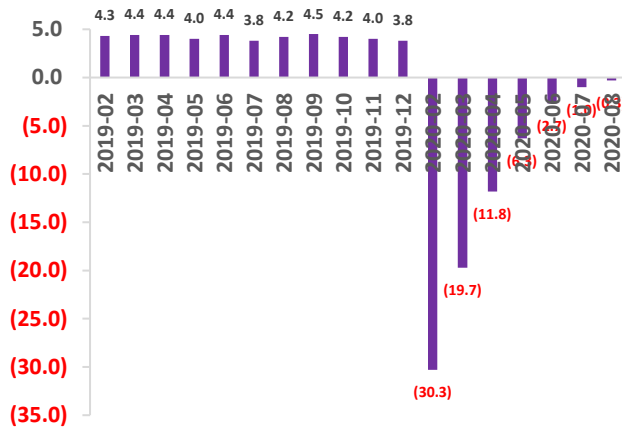
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



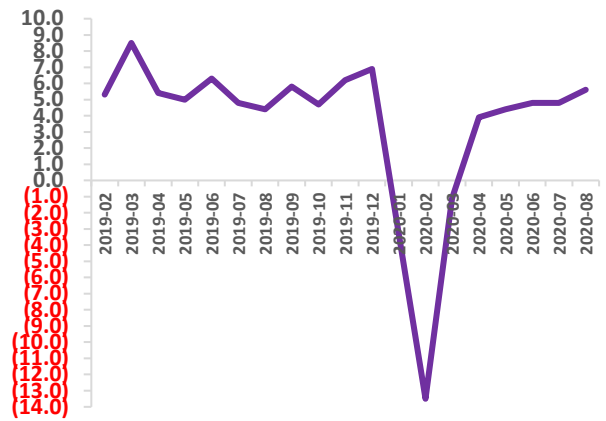
来源: 彭博

图.7: 基础设施投资(累计同比%)



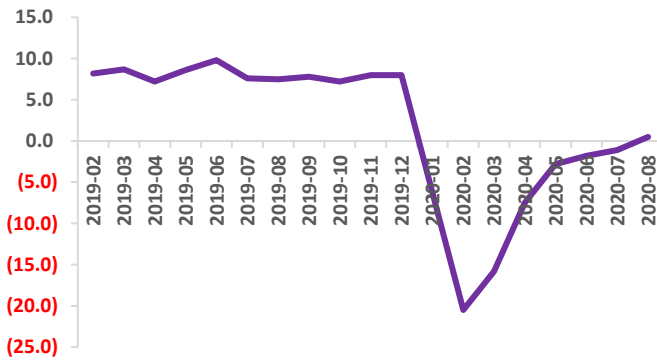
来源: 彭博

图.8: 工业增加值(同比%)



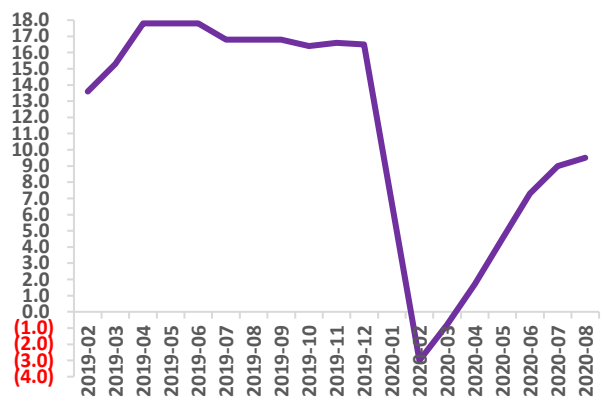
来源: 彭博

图.9: 社会消费品零售总额(同比%)



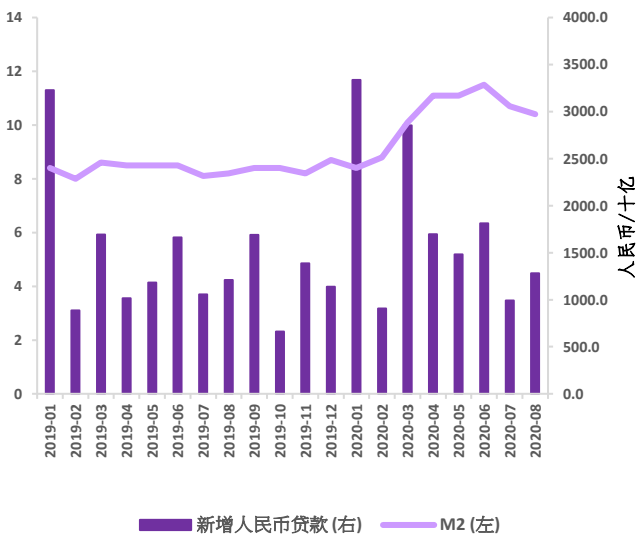
来源: 彭博

图.10: 网上商品和服务零售额(累计同比%)



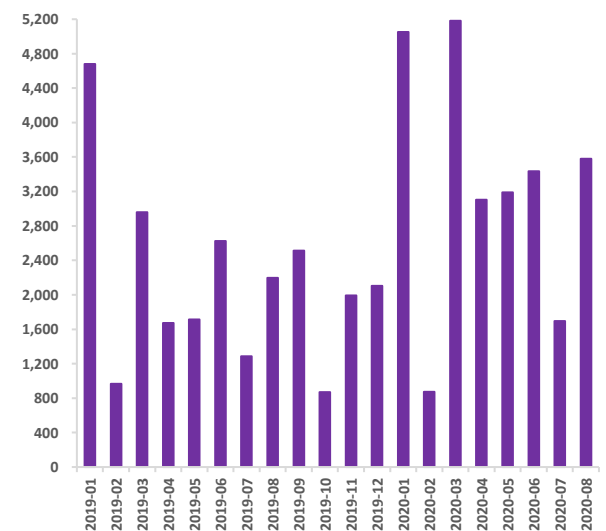
来源: 彭博

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	1.7	(0.7)	(5.7)	(3.3)
贸易余额 (人民币/十亿)	506.8	700.7	812.4	895.1	2912.0	98.3	1089.6	1188.9
出口增长 (美元/同比%)	1.4	(1.0)	(0.3)	1.8	0.5	(13.4)	0.2	(6.2)
进口增长 (美元/同比%)	(4.1)	(3.7)	(6.2)	3.2	(2.7)	(3.0)	(9.7)	(6.4)
贸易余额 (美元/十亿)	72.9	103.9	117.7	127.4	421.1	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

	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20	3/20	4/20	5/20	6/20	7/20	8/20
实际国民生产总值(同比%)	-	6.0	-	-	6.0	-	-	(6.8)	-	-	3.2	-	-
制造业 PMI (%)	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0
非制造业 PMI (%)	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2
出口(人民币/同比%)	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.8)	(3.5)	8.1	1.5	4.3	10.4	11.6
进口(人民币/同比%)	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.4)	2.3	(10.2)	(12.5)	6.2	1.6	(0.5)
贸易余额 (人民币/十亿)	238.9	270.8	298.2	264.4	332.1	-	(41.2)	140.5	317.2	443.5	328.9	442.2	416.6
出口增长 (美元/同比%)	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.1)	(6.6)	3.4	(3.2)	0.5	7.2	9.5
进口增长 (美元/同比%)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(4.0)	(1.1)	(14.2)	(16.6)	2.7	(1.4)	(2.1)
贸易余额 (美元/十亿)	34.7	39.0	42.4	37.3	47.2	-	(6.9)	20.1	45.2	63.0	46.4	62.3	58.9
消费物价指数 (同比%)	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4
生产者物价指数 (同比%)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(1.4)	(0.5)	0.1	(0.4)	(1.5)	(3.1)	(3.7)	(3.0)	(2.4)	(2.0)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)	(16.1)	(10.3)	(6.3)	(3.1)	(1.6)	(0.3)
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)	(7.7)	(3.3)	(0.3)	1.9	3.4	4.6
工业增加值 (同比%)	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-	(13.5)	(1.1)	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6
零售额 (同比%)	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-	(20.5)	(15.8)	(7.5)	(2.8)	(1.8)	(1.1)	0.5
新增贷款 (人民币/十亿)	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1138.2	3337.5	905.7	2853.4	1697.8	1482.1	1811.0	992.7	1280.0
广义货币供应量 (同比%)	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4
总社会融资 (人民币/十亿)	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5051.3	873.7	5184.5	3104.2	3186.6	3467.9	1694.0	3580.0
全国城镇调查失业率(%)	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2	5.9	6.0	5.9	5.7	5.7	5.6
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	5.7	5.7	5.8	5.9	5.8	5.8	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	27,993.33	24.09	(0.50)
标准普尔 500 指数	3,383.54	26.34	(1.27)
纳斯达克综合指数	11,056.65	62.48	(2.27)
欧洲			
富时 100 指数	6,026.25	105.70	1.50
德国 DAX 30 指数	13,193.66	41.27	0.71
法国 CAC 40 指数	5,051.88	46.76	(0.04)
斯托克 600 价格指数	368.51	39.38	0.15
亚洲			
香港恒生指数	24,732.76	13.07	0.44
恒生中国企业指数	9,829.07	9.35	(0.01)
上海深圳沪深 300 指数	4,688.48	18.36	(0.13)
上海证券交易所综合指数	3,295.68	17.78	(0.63)
深证综合指数	2,205.36	49.19	(1.91)
日经 225 指数	23,454.89	38.11	0.78
韩国 KOSPI 指数	2,443.58	29.75	1.73
台湾证交所加权股价指数	12,845.65	21.16	1.40
标普/澳证 200 指数	5,894.8	35.63	(1.88)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,396.37	29.17	(0.49)
MSCI ACWI 指数	572.68	27.65	(0.32)
MSCI 新兴市场指数	1,104.27	20.26	0.89
MSCI 美国指数	3,266.05	27.15	(1.20)
MSCI 英国指数	1,695.42	103.25	1.45
MSCI 法国指数	146.80	45.19	0.00
MSCI 德国指数	147.84	40.69	0.73
MSCI 中国指数	98.03	19.46	(0.18)
MSCI 香港指数	14,089.68	25.03	(0.20)
MSCI 日本指数	999.98	26.84	2.26

* 亚洲市场根据 2020/09/15 收市价, 其余市场根据 2020/09/14 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	37.26	(6.31)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	39.61	(5.71)
天然气期货	美元/百万英	2.31	(10.74)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	1,761.76	0.12
铜期货	美元/磅	306.80	0.20
LME 钢筋期货	美元/吨	458.50	(1.08)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	1,899.30	(2.37)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,944.69	0.91
黄金期货	美元/盎司	1,963.70	1.52
现货银	美元/盎司	27.12	1.08
现货铂	美元/盎司	957.65	5.12
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	369.50	3.21
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	545.75	(0.82)
11 号糖(全球)	美元/磅	12.50	(0.87)
大豆期货	美元/蒲式耳	999.50	3.25

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	0.09	0.00
美国综合国债 1 年收益率	0.13	0.01
美国综合国债 5 年收益率	0.26	(0.03)
美国综合国债 10 年收益率	0.67	(0.05)
美国综合国债 30 年收益率	1.41	(0.06)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.15	(0.002)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.25	0.002
日本综合国债 1 年收益率	(0.12)	0.002
日本综合国债 10 年收益率	0.02	(0.03)
德国综合国债 1 年收益率	(0.58)	(0.01)
德国综合国债 10 年收益率	(0.48)	(0.02)
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	2.62	0.01
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	3.03	(0.07)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.15	0.004
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.61	(0.48)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.59	0.15
香港基本利率(贴现率)	0.5	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.06	(0.10)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.38	(0.02)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.20	0.45
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.73	0.01
公司债(穆迪)		
Aaa	2.32	(0.02)
Baa	3.36	(0.04)

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	93.05	0.36
欧元/美元	1.19	0.41
英镑/美元	1.28	(2.43)
澳大利亚元/美元	0.73	0.15
美元/加拿大元	1.32	0.60
美元/日元	105.73	(0.51)
美元/瑞士法郎	0.91	(0.84)
人民币中间价指数	6.84	(0.04)
美元/中国人民币	6.81	(0.29)
交割远期	6.98	(0.18)
美元/中国境外即期汇率	6.81	(0.35)
美元/港币	7.75	0.00
中国人民币/港币	1.14	0.29
中国境外即期汇率/港币	1.14	0.35
美元/韩元	1183.60	(0.39)
美元/新台币	29.37	(0.19)
美元/新加坡元	1.36	(0.13)
美元/印度卢比	73.48	0.18

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