

二零二二年六月十五日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 中国经济正逐渐从3-4月疫情复燃造成的巨大冲击中走出，5月多项经济指标环比均有不同程度的改善。制造业活动复苏进程加快，带动新增就业岗位增加，就业市场开始好转，5月城镇调查失业率从4月的6.1%下降至5.9%。
- 总体而言，中国经济在二季度面临诸多不确定性和挑战，经济复苏之路坎坷崎岖。为遏制疫情扩散所采取的封锁措施对经济运行和全球供应链造成了巨大影响，消费情绪低迷，工厂生产中断，拖累中国经济的增长势头。
- 中国的政策制定者已逐步出台各项支援措施，推动经济回归正轨。上海目前已解除长达两个月的封锁状态，再加之中央政策将纾缓约3000亿元疫情相关的财政负担，为市场注入强心针。相关的支援措施包括了对餐饮、零售等行业实施暂缓缴纳社保、住房公积金和税金，同时加速地方政府债券的发行速度，部署强化银行对小微企业的新增贷款支持，为房地产项目前期审批建立绿色通道等。
- 我们认为，在宏观经济政策的支援之下，消费、投资等领域将加速恢复正常运行，有助于缓解经济下行压力，同时拉动经济增长，确保经济保持平稳运行及经济实力的可持续复苏。

疫情逐渐受控，中国5月经济下行压力放缓

中国经济正逐渐从3-4月疫情复燃造成的巨大冲击中走出，5月包括固定资产投资、工业生产、零售消费、外贸在内的多项经济指标环比均有不同程度的改善。制造业活动复苏进程加快，带动新增就业岗位增加，就业市场开始好转，5月城镇调查失业率从4月的6.1%下降至5.9%。总体而言，中国经济在二季度面临诸多不确定性和挑战，经济复苏之路坎坷崎岖。为遏制疫情扩散所采取的封锁措施对经济运行和全球供应链造成了巨大影响，消费情绪低迷，工厂生产中断，拖累中国经济的增长势头。展望未来，中国的政策制定者已逐步出台各项支援措施，推动经济回归正轨。上海目前已解除长达两个月的封锁状态，各行各业开始恢复常态运作，再加上中央政策将纾缓约3000亿元疫情相关的财政负担，为市场注入强心针。相关的支援措施包括了对餐饮、零售等受影响行业实施暂缓缴纳社保、住房公积金和税金，同时加速地方政府债券的发行速度，部署强化银行对小微企业的新增贷款支持，为房地产项目前期审批建立绿色通道等。我们认为，在宏观经济政策的支援之下，消费、投资等领域将加速恢复正常运行，有助于缓解经济下行压力，同时拉动经济增长，确保经济保持平稳运行及经济实力的可持续复苏。

5月固定资产投资回升。今年1-5月，全国固定资产投资同比增长6.2%，高于市场预期的6%，但低于1-4月的6.8%。从环比来看，5月固定资产投资从4月的下降0.85%转为上升0.72%。固定资产投资回升主要得益于基础设施投资（前5个月增6.7%，前4个月增6.5%）以及制造业投资（前5个月增10.6%，前4个月增12.2%）改善。不过，房地产投资仍然低迷，1-5月的投资额降幅从前4个月的2.7%扩大到4%，反映房地产开发商持续受到债务问题困扰，新项目的投资建设难以推进。我们认为，国家当前出台了一系列积极的财政政策，支持基础建设工程发展，并加大对高新技术产业的投资力度，鼓励工厂进行设备升级改造，这些举措将进一步稳固当前固定资产投资的增长势头，为中国的经济持续恢复提供有力支持。

5月工业生产重拾扩张动力。今年5月，全国规模以上工业增加值同比增长0.7%，好于市场预期的下降0.9%和4月的下降2.9%。今年1-5月，工业增加值同比增速由2021年全年的9.6%放缓至3.3%。工业生产活动加速回暖，反映疫情缓和后，工厂复工复产正有序推进。部分行业的制造业活动在5月录得大幅增长，其中“煤炭开采和洗选业”、“电气机械和器材制造业”、“计算机、通信和其他电子设备制造业”、“酒、饮料和精制茶制造业”和“石油和天然气开采业”，同比增幅分别达8.2%，7.3%，7.3%，7.0%和6.6%。我们认为，生产活动持续正常化连同政府推出的大规模经济刺激方

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

案，有助于恢复国内供应链的弹性，从而在未来数月进一步刺激工业生产扩张。

5月消费市场继续收缩。今年5月，全国社会消费品零售总额同比下降6.7%，好于市场预期的收缩7.1%和4月的收缩11.1%。不过，5月零售额已开始从底部回弹，月环比微幅增长0.05%，4月则曾录得0.71%的下跌。今年前5个月，全国零售消费额收缩1.5%，逊于2021年全年的增长12.5%。其中，全国网上零售额为4.96万亿元，同比增速从2021年全年的14.1%跌至2.9%。可以看出，疫情缓和及封锁措施的解除对5月的消费市场复苏起到关键作用，零售额的下降趋势在同比和环比基础上均有所改善。具体来看，5月多类消费品销售额开始回升，推动整体消费市场回暖，其中“粮油、食品类”（5月升12.3%，前5个月升10%）、“中西药品类”（5月升10.8%，前5个月升9.2%）和“石油及制品类”（5月升8.3%，前5个月升14.1%）。然而，部分消费品的需求仍然疲弱，抵消了其他品类的升幅，其中“服装鞋帽、针纺织品类”（5月降16.2%，前5个月降8.1%）、“汽车类”（5月降16%，前5个月降9.9%）、“金银珠宝类”（5月降15.5%，前5个月降3.1%）。总体而言，中国新一轮疫情缓和，多个城市的隔离封锁措施陆续放宽，促使经济活动恢复正常化发展，5月整体消费市场开始改善。在我们看来，当局为刺激消费复苏而推出的多项逆周期措施将在未来数月释放效能，消费市场将加速回暖。

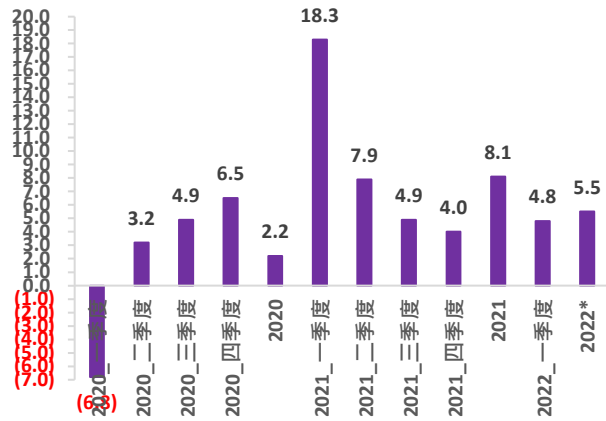
5月消费物价水平保持平稳，工业通胀适度缓和。中国5月全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，符合市场预期的1.8%并与4月持平。今年前5个月CPI同比增长1.5%，高于2021年同期的0.9%。5月CPI加速上涨，主要由于新鲜蔬菜水果价格升高，导致食品价格在当月增长2.3%，而能源价格继续攀升推动交通工具用燃料价格在5月上漲27.1%。工业生产者出厂价格指数（PPI）今年5月的升幅为6.4%，符合市场预期，但低于4月的8.0%。今年前5个月，PPI同比增速达8.1%，持平去年同期。尽管5月PPI的同比增幅稍有回落，但月环比仍继续上升，反映新冠疫情反弹以及全球大宗商品价格波动对供应链产生的负面影响扩散，对中国的工业生产构成价格压力。总体而言，不断上涨的原油和大宗商品价格正持续推高工业通胀水平，5月“石油和天然气开采业”、“石油、煤炭及其他燃料加工业”、“燃气生产和供应业”的价格分别同比上涨47.8%、34.0%、22.0%。展望未来，随着疫情逐步缓解，工业生产和消费水平正在逐步提升，为中国经济发展扫清障碍。我们认为，中国的政策制定者会不遗余力地恢复经济活动的正常化发展，从而帮助稳定物价水平，以及维护市场秩序。适当的消费品和服务的供需关系及良好的供应链恢复都将使消费端和生产端通胀保持在合理水平，进而保证中国经济在2022年获得合理的增长动力。

得益于疫情受控，中国5月外贸回升。受益于主要贸易伙伴的需求增加，中国5月以人民币计价出口额同比增速升至15.3%，高于市场预期的9.2%和4月的1.9%。5月进口额由跌转升，同比上涨2.8%，低于市场预期的增长4.2%但高于4月的下跌2.0%。2022年前五个月，进出口总额同比增速为8.3%，其中出口和进口增速分别放缓至11.4%和4.7%，贸易顺差达1.84万亿元。我们看到，中国5月外贸回升主要由于上海疫情逐渐受控，带动复工复产和物流供应链恢复正常，4月的挤压订单得以陆续交付。展望未来，新冠疫情逐步缓解有助于制造业的恢复和供应链的复苏。尽管中国外贸仍将面对全球高企的滞涨风险带来的需求下降，但随着中国当局出台多项

刺激政策来保障外贸恢复增长动力，2022 年的总体增速仍将保持在合理区间内，从而确保中国外贸实现软着陆。

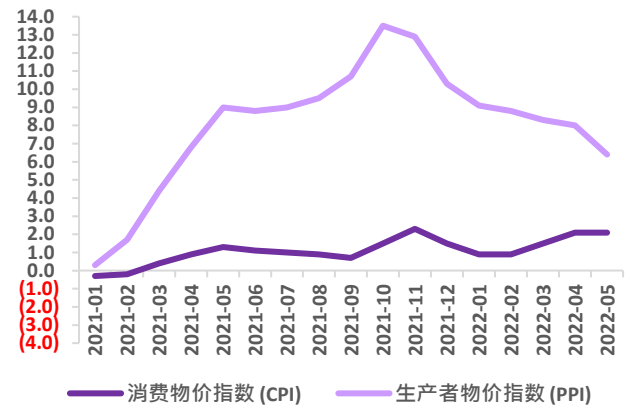
5 月信贷需求维持平稳扩张。在摆脱了因疫情防控及封锁措施导致的信贷需求疲软之后，中国 5 月新增人民币贷款 1.89 万亿元，高于市场预期的 1.22 万亿元和 4 月的 6454 亿元，广义货币（M2）余额同比增长 11.1%，增速高于市场预期的 10.3%和 4 月的 10.5%。用于衡量宏观经济中信贷和流动性的广义指标——社会融资规模增量在 5 月达 2.79 万亿元，高于市场预期的 2.03 万亿元和 4 月的 9102 亿元。整体而言，在经济下行压力加大的环境下，中国人民银行（PBOC）正不遗余力地综合运用多种货币政策工具，促进经济复苏。人行坚持审慎管理流动性的方针不动摇，并灵活调整货币政策，为中国的经济发展提供长期稳定的金融环境。展望未来，当局为防控疫情蔓延采取的封锁措施阻碍了生产和消费活动的正常开展，对各行各业造成了巨大的冲击。人行会继续根据经济复苏的进程适时调整货币政策，向经济社会释放潜在的信贷资源，从而支持各类企业的有序运作。我们认为，人行会继续根据中国经济的复苏进程，进一步下调存款准备金率（RRR）和贷款市场报价利率（LPR），加强对经济发展和金融领域的支持力度，并通过适时实施一系列逆周期货币政策，降低社会融资成本，提振经济增长势头。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



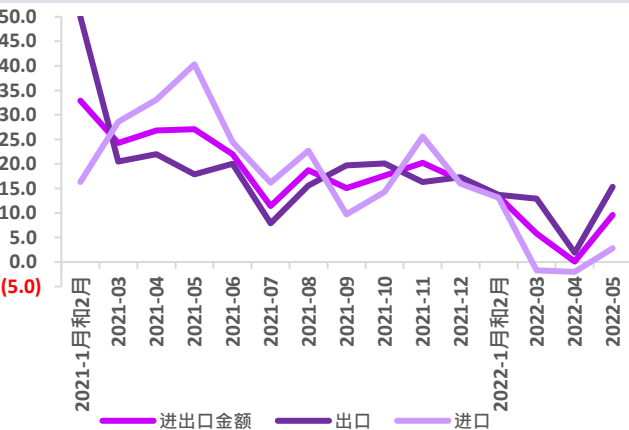
来源: 彭博 *政府目标

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



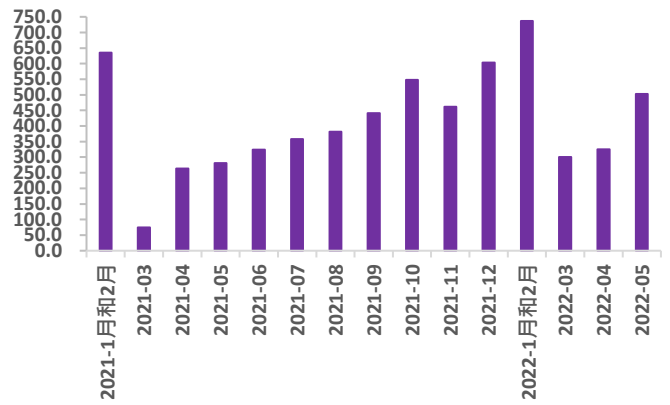
来源: 彭博

图.3: 进出口 (同比%) (按人民币)



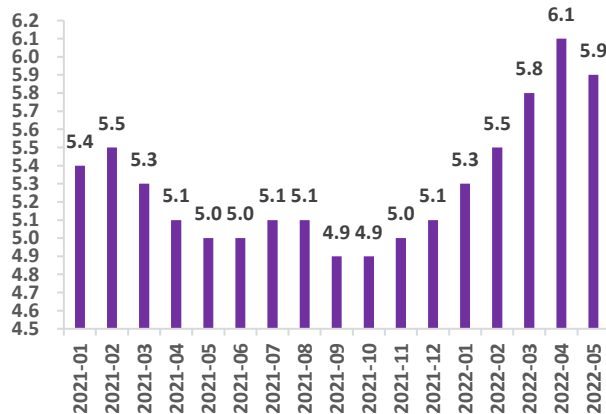
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



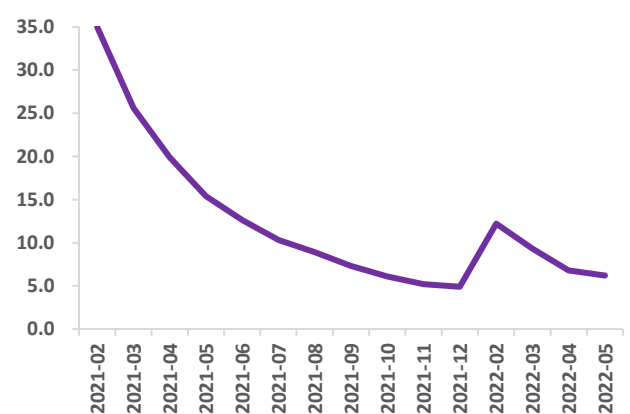
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



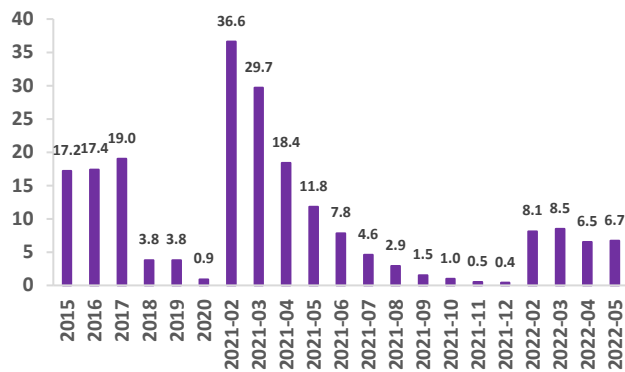
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



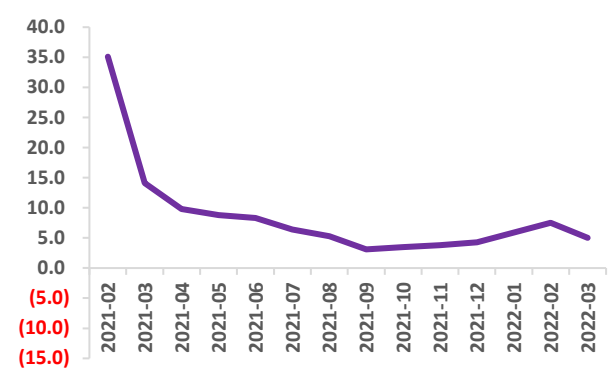
来源: 彭博

图.7: 基础设施投资(累计同比%)



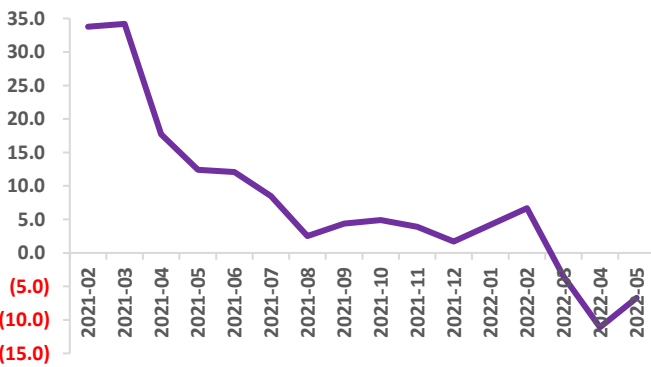
来源: 彭博

图.8: 工业增加值(同比%)



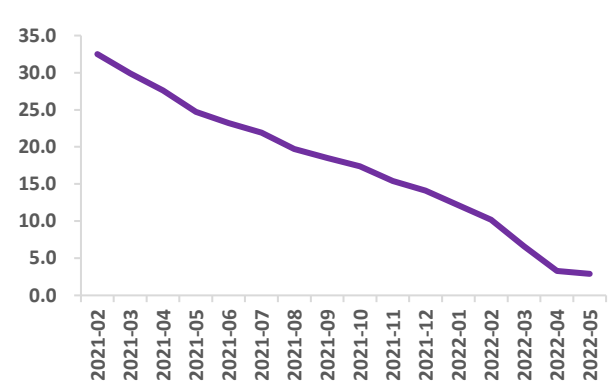
来源: 彭博

图.9: 社会消费品零售总额(同比%)



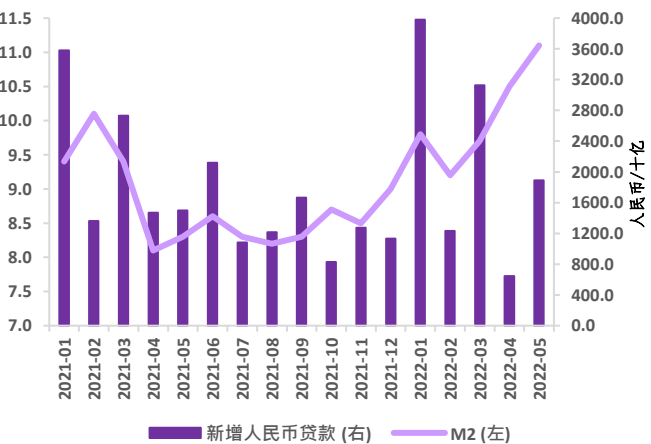
来源: 彭博

图.10: 网上商品和服务零售额(累计同比%)



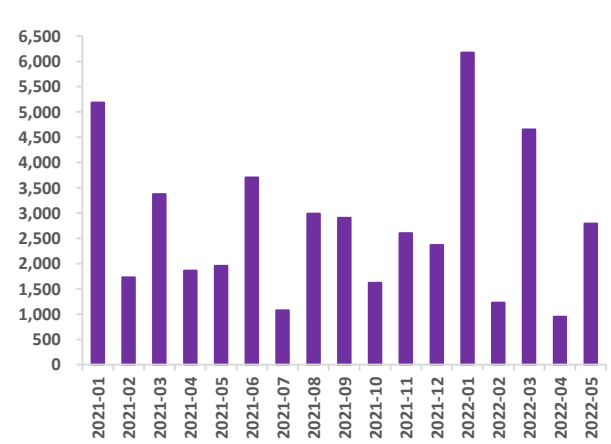
来源: 彭博

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

	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8
制造业 PMI (%)	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9
非制造业 PMI (%)	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4
出口(人民币/同比%)	5.0	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.4
进口(人民币/同比%)	1.7	(0.2)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	7.6
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	1029.8
出口增长 (美元/同比%)	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.8
进口增长 (美元/同比%)	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	9.8
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	161.8
消费物价指数 (同比%)	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7
工业增加值 (同比%)	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5
零售额 (同比%)	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3
新增贷款 (人民币/十亿)	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9
广义货币供应量 (同比%)	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7
总社会融资 (人民币/十亿)	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12060.0

	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-
制造业 PMI (%)	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6
非制造业 PMI (%)	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8
出口(人民币/同比%)	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.2	12.9	1.9	15.3
进口(人民币/同比%)	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.2	8.5	(1.6)	(2.0)	2.8
贸易余额 (人民币/十亿)	281.1	323.7	358.1	381.5	441.6	548.2	461.5	602.7	539.2	192.1	298.5	325.1	502.9
出口增长 (美元/同比%)	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.2	6.3	14.6	3.9	16.9
进口增长 (美元/同比%)	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	20.1	10.6	0.0	0.0	4.1
贸易余额 (美元/十亿)	43.3	50.1	55.9	59.2	68.1	84.9	71.8	94.2	84.5	30.2	47.1	51.1	78.8
消费物价指数 (同比%)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1
生产者物价指数 (同比%)	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4
固定资产投资 (年初至今/同比%)	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8	6.2
房地产投资 (年初至今/同比%)	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)
工业增加值 (同比%)	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7
零售额 (同比%)	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)
新增贷款 (人民币/十亿)	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1890.0
广义货币供应量 (同比%)	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	13.5
总社会融资 (人民币/十亿)	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6177.2	1228.9	4656.6	945.5	2791.2
全国城镇调查失业率(%)	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7	6.9

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	30,364.83	16.36	(8.48)
标准普尔 500 指数	3,735.48	18.68	(10.22)
纳斯达克综合指数	10,828.35	36.00	(11.06)
欧洲			
富时 100 指数	7,187.46	16.47	(5.41)
德国 DAX 30 指数	13,304.39	11.96	(8.60)
法国 CAC 40 指数	5,949.84	13.42	(8.47)
斯托克 600 价格指数	407.32	14.66	(8.03)
亚洲			
香港恒生指数	21,067.99	7.77	(2.15)
恒生中国企业指数	7,333.61	6.48	(1.80)
上海深圳沪深 300 指数	4,222.31	15.68	1.03
上海证券交易所综合指数	3,288.91	13.33	1.45
深证综合指数	2,089.12	35.99	0.80
日经 225 指数	26,629.86	18.93	(4.70)
韩国 KOSPI 指数	2,492.97	10.70	(5.08)
台湾证交所加权股价指数	16,047.37	11.66	(2.82)
标普/澳证 200 指数	6,686.03	15.52	(7.22)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,525.88	16.55	(9.96)
MSCI ACWI 指数	593.77	15.60	(9.29)
MSCI 新兴市场指数	1,017.87	10.94	(4.07)
MSCI 美国指数	3,547.23	19.12	(10.41)
MSCI 英国指数	2,076.23	16.49	(5.16)
MSCI 法国指数	170.45	15.25	(8.42)
MSCI 德国指数	134.69	11.49	(8.37)
MSCI 中国指数	71.19	10.71	(0.81)
MSCI 香港指数	13,510.43	14.38	(3.35)
MSCI 日本指数	1,153.04	13.78	(3.86)

*所有市场根据 2022/06/14 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	1.00	0.00
美国最佳利率	4.00	0.00
联储贴现率	1.00	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	1.0629	0.2259
美国综合国债 1 年收益率	2.9673	0.7820
美国综合国债 5 年收益率	3.5870	0.6016
美国综合国债 10 年收益率	3.4733	0.4997
美国综合国债 30 年收益率	3.4243	0.3008
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	1.3240	0.1643
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.8289	0.1639
日本综合国债 1 年收益率	(0.079)	0.004
日本综合国债 10 年收益率	0.249	0.001
德国综合国债 1 年收益率	0.534	0.390
德国综合国债 10 年收益率	1.758	0.465
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.008	0.011
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.580	0.006
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.813	0.002
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.413	(0.008)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.892	0.015
香港基本利率(贴现率)	1.25	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.1315	0.0850
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.3823	0.1342
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.6698	0.7505
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.7040	0.3565
公司债(穆迪)		
Aaa	4.44	0.30
Baa	5.41	0.29

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	118.93	(0.40)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	121.17	0.50
天然气期货	美元/百万英	7.19	(22.64)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,544.25	(7.34)
铜期货	美元/磅	417.60	(6.12)
LME 钢筋期货	美元/吨	708.00	(4.32)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,061.50	(7.10)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,824.75	(1.39)
黄金期货	美元/盎司	1,813.50	(2.08)
现货银	美元/盎司	21.19	(3.95)
现货铂	美元/盎司	934.86	(7.82)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	721.25	1.02
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,065.25	(1.78)
11 号糖(全球)	美元/磅	18.80	(2.13)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,525.25	(1.58)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	105.52	3.13
欧元/美元	1.0435	(2.24)
英镑/美元	1.2086	(3.28)
澳大利亚元/美元	0.6897	(3.95)
美元/加拿大元	1.2928	2.71
美元/日元	134.23	1.04
美元/瑞士法郎	0.9939	1.79
人民币中间价指数	6.7482	1.25
美元/人民币	6.7410	1.06
美元/人民币-交割远期	6.7443	0.72
美元/中国境外即期汇率	6.7534	1.20
美元/港币	7.8500	0.04
人民币/港币	1.1645	(1.00)
中国境外即期汇率/港币	1.1624	(1.15)
美元/韩元	1,286.45	2.31
美元/新台币	29.70	0.65
美元/新加坡元	1.3917	1.13
美元/印度卢比	78.01	0.38

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 2022 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