



## 2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思

林琰

宏观分析师

sharon\_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2020年06月19日

浦銀國際

主题研究

2H20 宏观经济展望：后疫情时代的问与思

- **适者生存：**大浪淘沙，玉汝于成。此次新冠肺炎疫情中，中国向世界证明，其经济和政策应对较预期更加强韧。当前，众多发展中国家仍受困于不断攀升的确诊人数和资本外流，经济刺激政策也捉襟见肘，而此时的中国则更加出众。疫情下，中国政府维持长期增长潜力从未止步，反而加速了进程。我们预计，到2028年，按名义美元计，中国GDP将超越美国，而按购买力计，中国自2014年就已实现超越。
- **疫情对中国经济的影响：**市场一般认为内需会比外贸复苏快，我们倒是觉得中国贸易增长有机会好于预期。同时，大宗商品价格低迷和服务贸易逆差下降将推高项目盈余，直接支持GDP。我们估计中国出口甚至会提高市场份额，这次疫情不单不会加速全球产业链从中国移走，反而更加巩固中国作为世界工厂的地位。国内市场，收入效应、财富效应、储蓄率的综合作用下，消费需求将缓慢恢复。政策主导的投资需求将成为经济复苏的主要推动力。
- **中国金融热点：**在多种因素的叠加影响下，我们预计人民币短期对美元有升值空间，但美国大选、中美关系及第二波疫情的可能性，有机会让美元在四季度再度走强。金融政策方面，我们提出了五大原因说明中国不需要“财政赤字货币化”。
- **各国经济复苏的差异化：**面临经济重启，经济体本身的韧性和创新力将决定复苏的速度和质量。相较于新兴市场，发达市场会较快走出经济萧条。疫情在发达市场已被有效控制，而新兴市场在下半年暴发疫情的风险较高。发达市场的居民流动趋势逐渐恢复到正常水平。更多的刺激措施和更低的赤字水平使发达市场拥有更强的经济韧性，创新能力使其更好地适应因疫情导致的经济模式改变。
- **影响世界经济的外部冲击：**疫情和蝗灾冲击了主要粮食出口国，主权债务危机的阴影再一次笼罩农业出口大国——阿根廷。全球粮价上涨将影响新兴市场经济复苏并导致粮食危机。发达国家央行普遍将利率降至0.25%，以至于市场开始忧虑负利率会否出现。虽然讨论会持续，但负面效果会让央行望而却步。美国大选前的中美关系会成为另一个不稳定因素，疫情的暴发为中国履行第一阶段贸易协议平添许多困难。

# 目录

适者生存 .....	5
疫情后，世界第一经济之争 .....	9
(一) 疫情对中国进出口的影响有多大? .....	14
(二) 新冠疫情如何影响中国经济的内需? .....	18
(三) 下半年人民币走势 .....	
(四) 围绕财政赤字货币化的讨论 .....	
(五) 全球供应链会否加速转移? .....	
(六) 新冠疫情是否会卷土重来? .....	27
(七) 世界各国经济复苏的差异化：韧性与创新性的较量 .....	29
(八) 全球央行面临新选择，负利率? .....	35
(九) 美国大选前的中美关系 .....	38
(十) 粮食危机对经济复苏的潜在影响 .....	41

# 2H20 宏观经济展望：直面衰退，玉汝于成

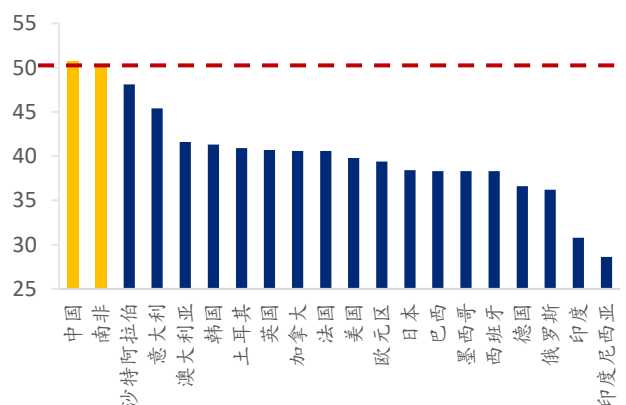
新冠疫情暴发以来，新增确诊人数、死亡人数、餐厅每桌允许用餐人数以及家中口罩的存货等，这些数字成了众人关注的焦点。经济学家们则对字母情有独钟，预测着经济会以怎样的字型复苏，V型、U型、W型，亦或L型。受失业率升高、劳动力再匹配、储蓄率升高及资产负债表受冲击等各种因素影响，经济V型快速复苏难以实现，我们认为经济的复苏路径仍将呈U字型。事实也是如此，实体经济正向U型复苏方向演进。然而，股市则出现了V型反弹。市场是否过度反弹？我们认为，实体经济将继续与流动性驱动的资本市场表现脱节（详情请见我们的策略报告《别站在央行的对立面》中资本市场展望部分）。

图表 1: MSCI 全球指数表现 (%) - 股市 V 型反弹



资料来源：Bloomberg，浦银国际。

图表 2: 5月 PMI 数据显示多国实际经济离开 50 的荣枯线还很远



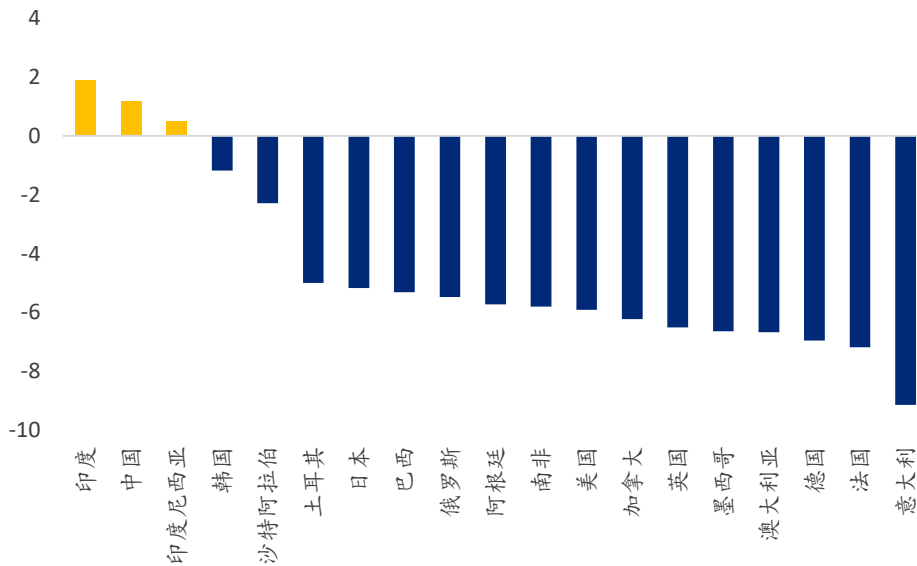
资料来源：Trading Economics，浦银国际。

今年三月，我们发布了研究报告《[系好安全带：全球衰退下的危机与机遇](#)》，预计 2020 年全球经济增速为-3.0%，该预测与国际货币基金组织（IMF）四月最新预测的-3.0%一致，但好于世界银行六月最新预测的-5.2%。在我们的基本假设下，我们预计，到今年夏末，发达经济体的疫情将消退，经济活动完全恢复；而新兴市场则在今年三季度末至四季度初之前，都不会出现任何明显的复苏。多个专家认为，新冠肺炎病毒有可能在今年冬天卷土重来，但因为大部分国家已有所准备，疫情影响程度将大大减弱。

自我们上次发布预测以来，中国经济复苏程度意外得强劲，尤其是出口端；但中美关系的长期影响，以及发展中国家新冠肺炎确诊人数仍在上升，这些下行风险也同样超出预期。因此，我们维持对全球 GDP 增速预测-3.0%不变，仍将是上世纪 30 年代经济大萧条来最严重的经济衰退。

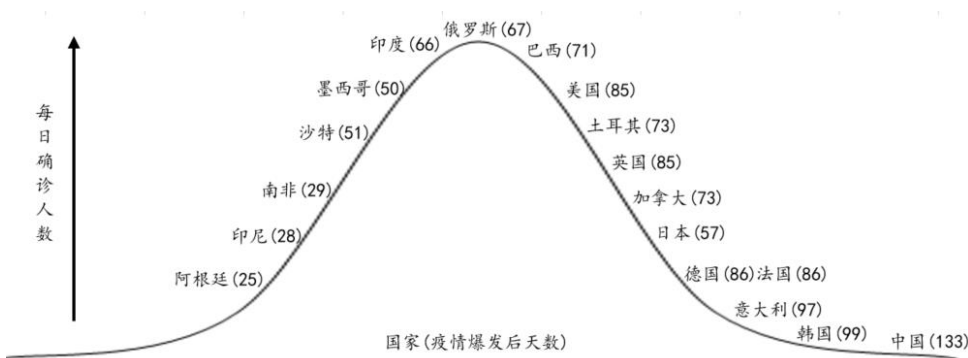
我们预计，2H20 全球 GDP 增长将从 1H20 的-5.6%恢复到 2.0%。增速反弹明显，但仍未达到 V 型反弹，尤其是疫情可能反复和美国大选的不确定性，会导致到今年年底，全球经济增长短暂疲软，但整体温和。中国方面，我们预计，今年二季度已恢复至正增长。据 IMF 预测，2020 年中国将成为少数 GDP 保持正增长的经济体之一。

图表 3: IMF 主要经济体 2020 年实际 GDP 增长预测



资料来源: IMF, 浦银国际.

图表 4: 全球疫情发展趋势图



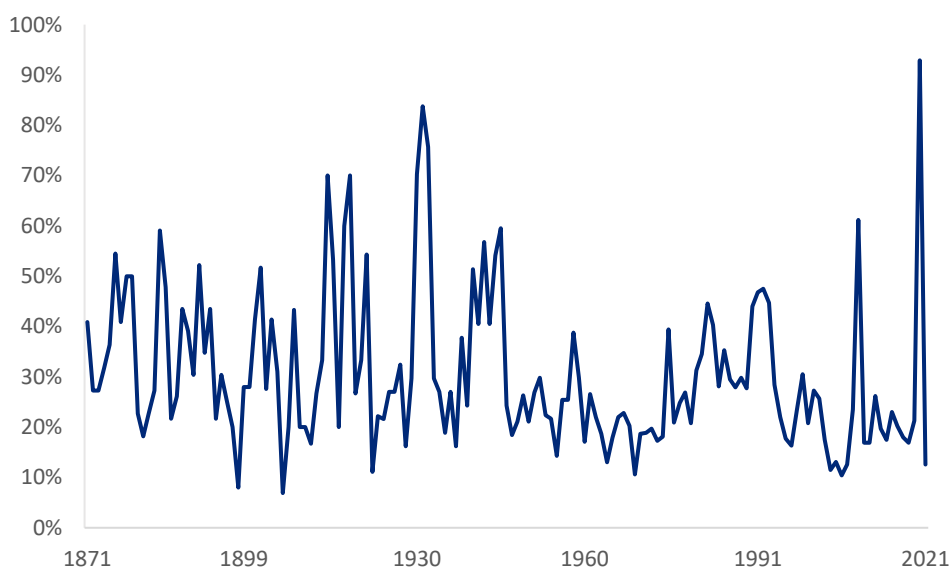
注: 疫情爆发以日新增病例大于 500 起计

资料来源: ECDC, 浦银国际.

## 适者生存

这次疫情引发的全球衰退，充分暴露了不同国家不同方面的软肋。与 2008 年经济危机不同，当时是金融体系的危机，而这次，病毒的无差别攻击，重挫了发达市场和新兴市场，供需两端、制造业和服务业、内外需、大宗商品和金融市场，全都未能幸免。疫情给全球都造成了损失，据世界银行数据，今年全球 93% 的经济体都陷入了衰退，为 1871 年数据公布以来最高值。

图表 5: 衰退中经济体所占世界经济比例 (1871-2021 年)

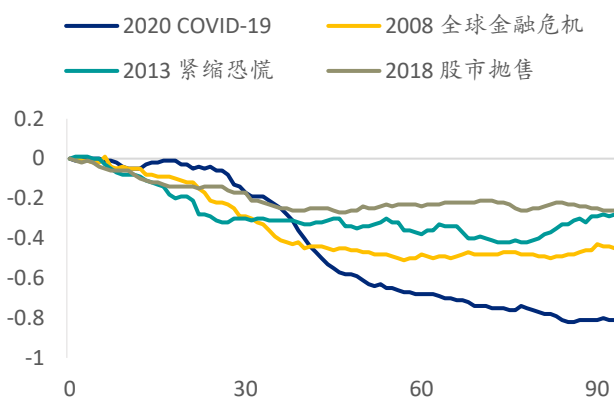


资料来源：世界银行，浦银国际。

此次疫情，中国首当其冲，也率先以更快步伐走出了危机。我们认为，此次经济衰退中，相较于其他新兴市场和部分发达市场，中国经济韧性更加凸显。

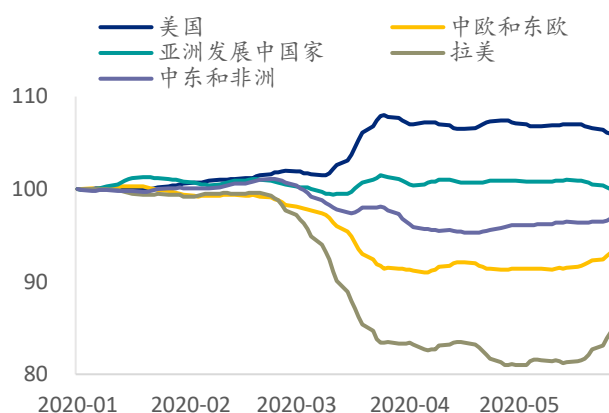
此次疫情中，除中国外的新兴市场因医疗基础薄弱而遭受重创。那些严重依赖外贸、旅游业和汇款的经济体，经济结构不均衡，也就更加脆弱。而那些双赤字（经常账户和财政账户）严重的国家，在资本出现外流时，则更易受金融市场扰动的影响。与此同时，石油和其他大宗商品出口国受到资产价格大跌的冲击。新冠疫情给许多新兴市场都敲响了警钟，他们必须做出调整，再度平衡自身经济。下图可以看见发展中经济体确实在这次疫情受到很大的资金流及汇率冲击，稳固的中国经济根本就不应该跟这些发展中国家相提并论。

**图表 6: 流向发展中国家的投资管理资金占 GDP 比重 (%，累计)**



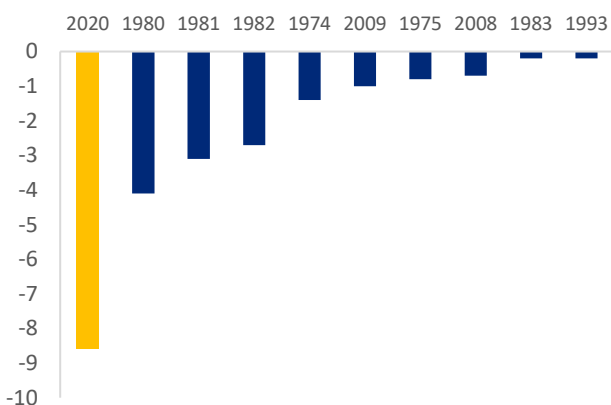
资料来源: IIF, 浦银国际.

**图表 7: 名义有效汇率**



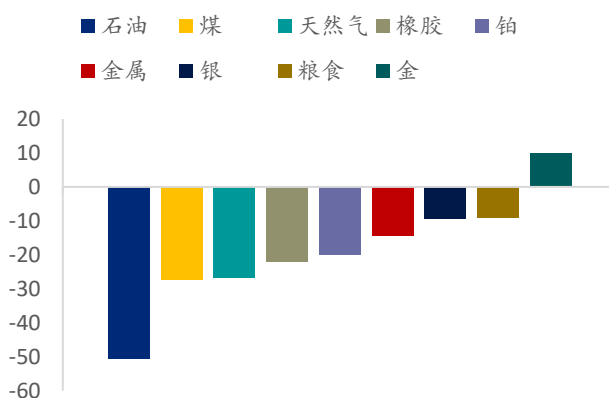
资料来源: 世界银行, 浦银国际.

**图表 8: 石油需求下跌最大年份及下滑幅度 (%)**



资料来源: BP, 浦银国际.

**图表 9: 大宗商品价格 YTD 变动**

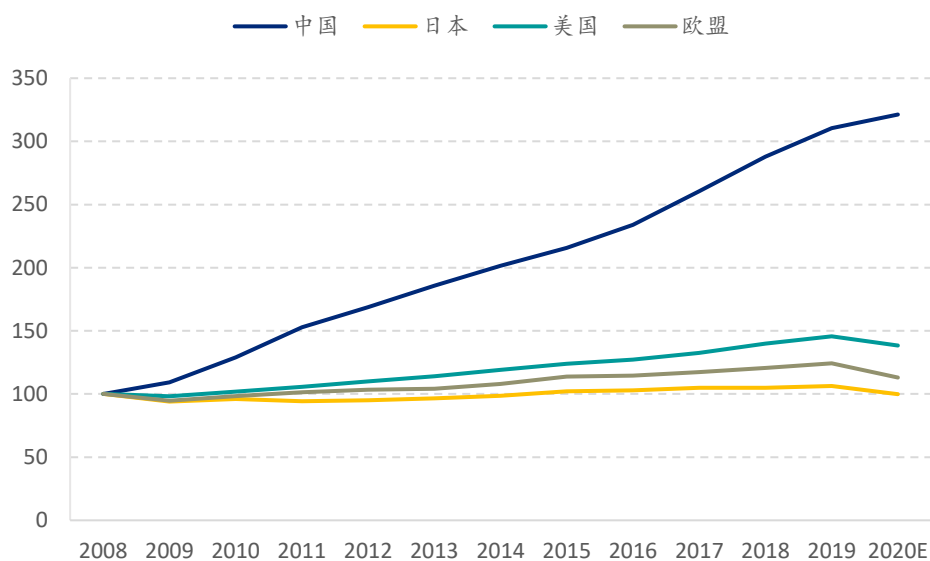


资料来源: 世界银行, 浦银国际.

发达经济体的经济结构更平衡, 医疗系统也更先进, 因而抗冲击能力更强。尽管发达经济体 GDP 出现急剧收缩, 但主要原因在于疫情下经济活动骤停, 而非像新兴场所暴露出的那些结构性问题。对于发达经济体, 此次疫情会造成更小的永久冲击, 相反, 或许还会给其经济注入长久的创新活力, 例如远程办公、自动化和物流进一步升级, 以及线上消费加速渗透等。与此同时, 中国也正迎头赶上, 加速创新经济发展。

当然, 发达经济体也非无懈可击。2008 年全球金融危机后, 欧盟和日本 GDP 增长一度停滞。2008-2019 年间, 日本经济几乎无增长, 欧盟仅增长 24%。同期的发达经济体中, 美国经济增长最为强劲, 增速达 46%。但与中国同期 310% 增速相比, 仍相形见绌。经过这次疫情冲击, 欧盟和日本经济基本是打回十年前的原型。

图表 10: 名义 GDP 的增长 (本地货币, 2008=100)

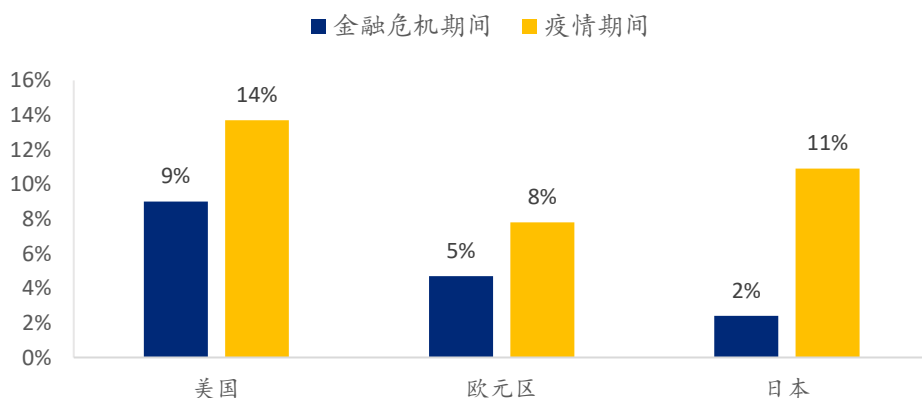


E=浦银国际预测

资料来源: CEIC, 浦银国际.

在我们看来,本次由疫情引发的经济衰退中,欧盟和日本经济中原本存在的问题更加凸显。当前欧盟和日本都进入了负利率区间,欧央行主要利率已降至-0.5%,日本央行基准利率为-0.1%,为应对危机,它们不得不动用更多非常规的货币政策工具,即央行大规模资产购买。年初至今,日本不断扩表,资产购买规模已升至 GDP 的 10.9%,而 2008 年金融危机时,仅占当时 GDP 的 2.4%。同期欧盟的资产购买规模则由 4.7% 升至 7.8%。然而,这些央行还剩多少政策空间?是否足以应对将来进一步的衰退呢?而且是否对之后的金融稳定有副作用?央行独立性又能否继续保持?这些问题都有待回答。这次疫情导致欧盟和日本与货币政策正常化渐行渐远。

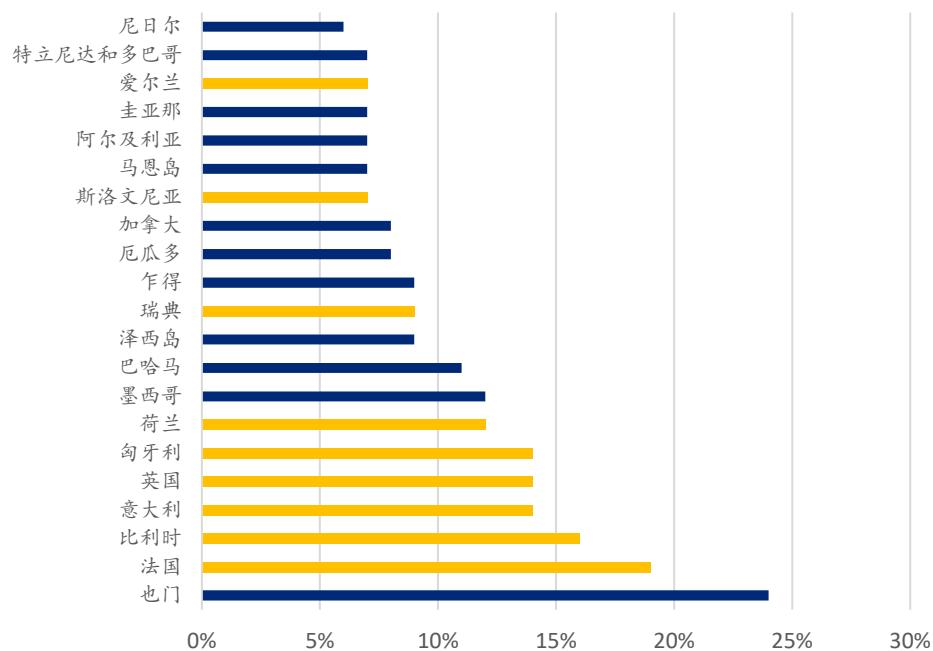
图表 11: 非常规货币政策占 GDP 比重



资料来源: 世界银行, 浦银国际.

在疫情中，欧盟暴露出的另一大问题，是人口老龄化。尽管目前给死亡率下定论为时尚早，但相比其他地区，欧盟的死亡率似乎更高。尤其是意大利，它是全球老龄化程度第二高的国家，目前死亡率接近 15%，远高于全球 5.6% 的死亡率。即使这些发达国家的医疗体系更先进，但疫情当前，人口老龄化问题仍令它们更加脆弱。

**图表 12：新冠肺炎死亡率国家排名（截至 6 月 17 日） - 欧洲国家死亡率高**



资料来源：European CDC，浦银国际。

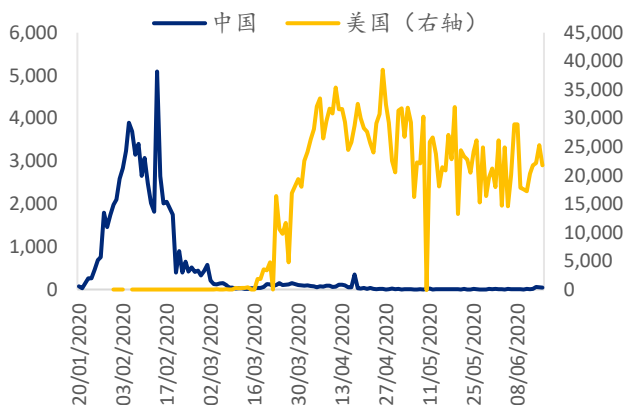


## 疫情后，世界第一经济之争

最后，中美这两个经济大国，疫情下谁的经济更强韧？我们认为，中国经济活力正逐渐复苏，而美国经济仍在挣扎边缘。当前我们面对的，是一个关乎全体民众的问题，仅金融市场上分出胜负的意义不大。

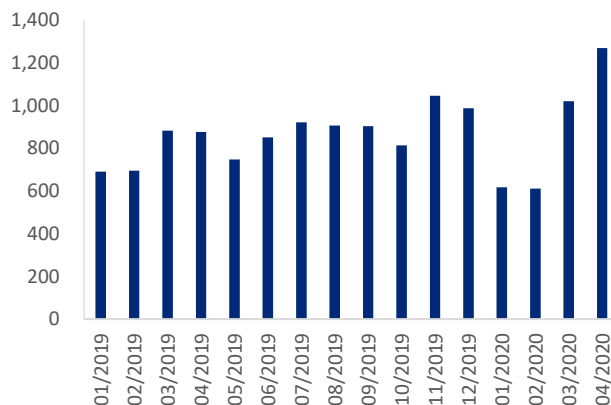
**抗疫战，中国胜。**疫情暴发后，中国迅速停工停产，并采取各种社交距离措施，率先遏制住了疫情。中国累计确诊数在 85,000 例左右达到顶峰，而美国确诊人数则突破了 200 万，且仍在不断增加。新增确诊数方面，中国不到一个月就明显见顶，而美国则用了三个月，且新增病例数仍有波动。北京和上海的人口规模均超纽约一倍多，但这两个城市的确诊人数都低于 1000，而纽约则超过 20 万例。有消息指，美国的医疗用品供应，包括检测试剂、呼吸机和个人防护装备都曾一度短缺。而中国的医疗用品供应充足，仍有余力出口其他国家。

图表 13: 新冠肺炎中美新增病例比较



资料来源: CEIC, 浦银国际。

图表 14: 中国医疗仪器设备器械出口 (百万美元)



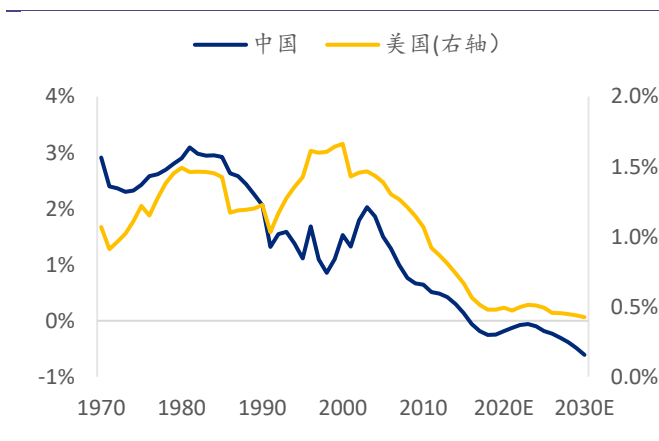
资料来源: CEIC, 浦银国际。

**政策方面，中国胜。**中国经济比预期更为强韧，正因如此，政府在政策应对方面没有自乱阵脚。中国政府没有不断重复金融危机以来的各种大规模刺激政策，而这些措施确实给经济带来了一些过剩问题，将来还需要进一步去杠杆。疫情下，中国政府提出“六保”政策，抚平短期的波动，并确保长期经济的可持续发展。大规模减税降费，让企业尤其是小微企业活下来，2 万亿资金，直达市县基层、直接惠企利民。政府支出聚焦新基建(如 5G 建设)、可再生能源和城市化。即使中国今年政府债务增加，我们预计增至 GDP 的 65%，相比美国的 120%，仍在可控范围之内。财政政策方面，人民银行降息空间仍足，而美国的联邦基金利率已接近于零。

**复工复产，中国胜。**由于首先遏制住疫情，中国的供应链也恢复得最快。截至5月18日，工信部表示，全国中小企业复工率达到91%，全部工业复工率接近100%。而美国方面，因新增确诊数仍未显著下降，部分州还面临第二波疫情的威胁，美国的复工进度远远落后。与此同时，其他低成本生产的竞争对手，如印度、巴西和墨西哥等，疫情还未受控，新增确诊数仍在急剧增加。在复工复产的进度方面，毫无疑问中国遥遥领先。而这或许也部分解释了为何3月份以来中国出口意外录得三连升。这也许能让生产移出中国的趋势有所放缓，因为中国向世界证明了，其不仅在成本端具备竞争力，基础设施和政策应对方面也更胜一筹。

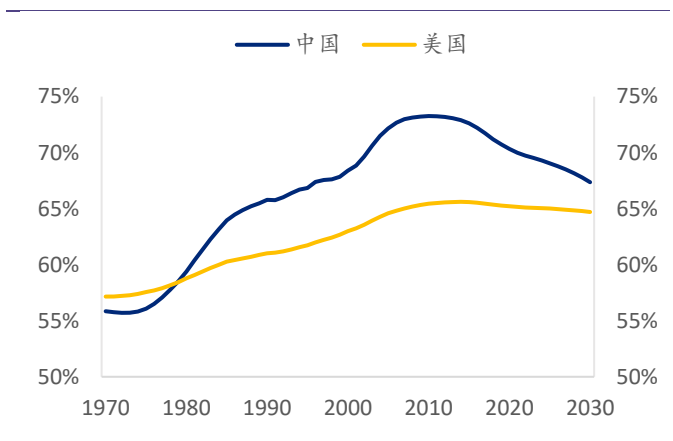
**疫情后，要在长期增长的竞争中脱颖而出，必须依赖创新和生产力发展。**技术进步和生产力是保持长期繁荣的关键。中美两国的人口红利都已不再，而中国人口红利消退得更快。根据联合国数据和预测，中国经济活动人口已在下滑，而美国预计将于2030年降至负增长。如今，技术进步的重要性愈发凸显，欣喜的是，如下图所示，在创新指标方面，中国正迎头赶上，加速缩小与美国之间的的差距。

图表 15: 中美 15-64 岁劳动人口变化预测



资料来源：联合国，浦银国际。

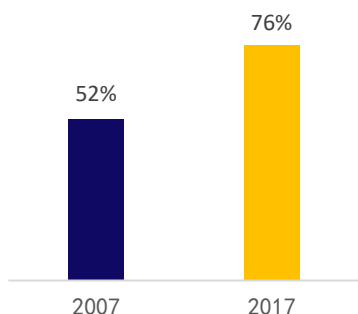
图表 16: 中美 15-64 岁劳动人口占总人口百分比



资料来源：联合国，浦银国际。

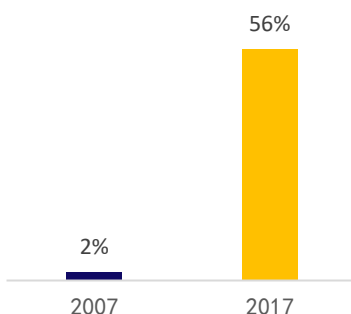
## 中国各创新指标相对美国的百分比都有明显的增长：

图表 17: R&D 支出占 GDP 百分比



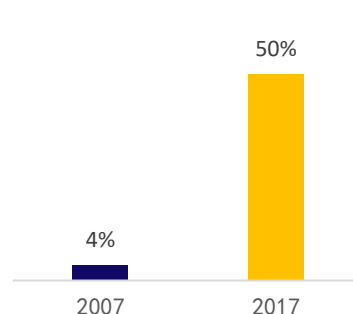
资料来源: ITIF, 浦银国际.

图表 18: 全球最大 R&D 投资公司数目



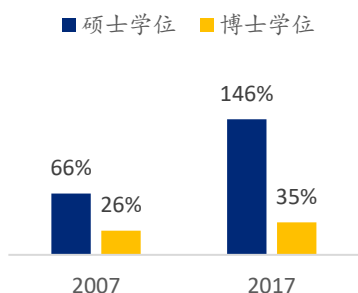
资料来源: ITIF, 浦银国际.

图表 19: 创投基金金额



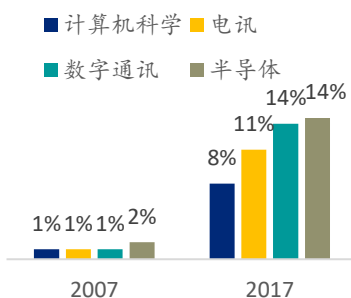
资料来源: ITIF, 浦银国际.

图表 20: 计算机科学和工程毕业生



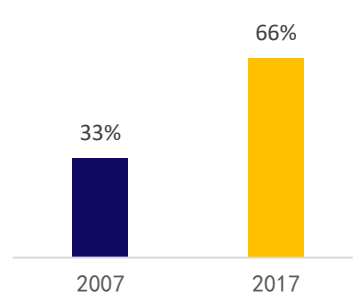
资料来源: ITIF, 浦银国际.

图表 21: ICT 专利数



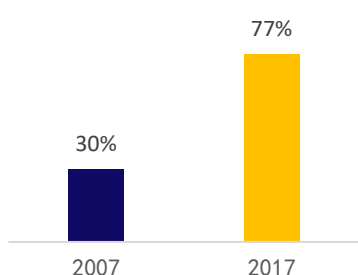
资料来源: ITIF, 浦银国际.

图表 22: 独角兽公司数量 (估值大于 10 亿美元)



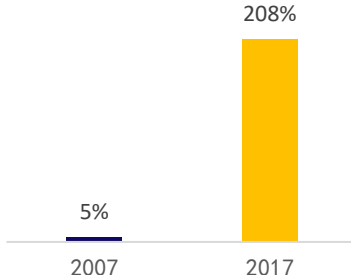
资料来源: ITIF, 浦银国际.

图表 23: 高科技制造增值



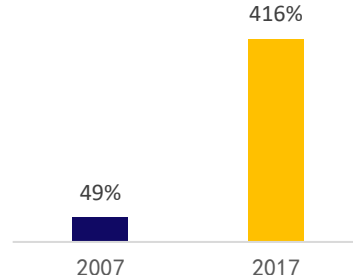
资料来源: ITIF, 浦银国际.

图表 24: 世界 500 强超级计算机数量



资料来源: ITIF, 浦银国际.

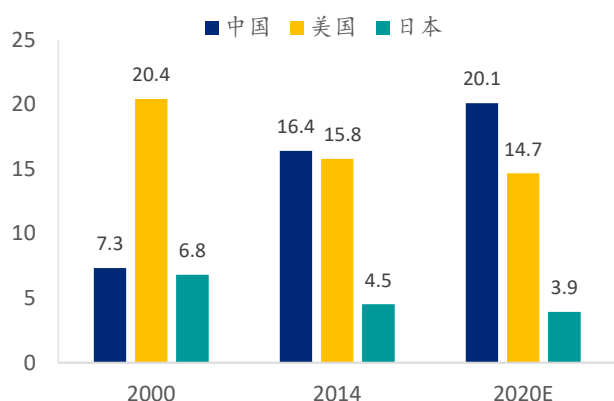
图表 25: 工业机器人使用量



资料来源: ITIF, 浦银国际.

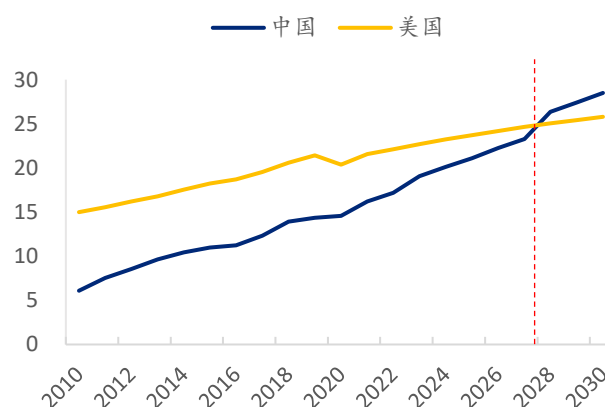
**艰难困苦，玉汝于成。**尽管在这次抗疫战中，中国领先其他国家，但美国的地位也没有因此不保。尤其是美元的主导地位进一步加强，仍被认为是世界上最安全的资产。美元需求如此之高，以至于美联储不得不提高了与其他国家央行的货币互换额度。后疫情时代，中美将继续引领全球增长。按名义美元计，我们预计，到2028年，中国将取代美国，成为全球最大经济体。而按购买力计，2014年起，中国GDP就已经超越美国，居全球首位。因此，我们认为，中美之间的紧张局势并非暂时问题，也非特朗普政府的问题，随着美国竭力保持世界头号经济体的地位，在可预见的将来，中美摩擦将长期存在。

**图表 26: 购买力平价 GDP 占全球 GDP 份额 (%)**



E=浦银国际预测  
资料来源: IMF, 浦银国际.

**图表 27: 中国名义 GDP 预计将于 2028 年超过美 (百万美元)**



E=浦银国际预测  
资料来源: IMF, 浦银国际.

最重要的是，疫情引发的这场经济衰退，并未动摇中国政府通过经济改革保增长的决心，尤其在这三方面进一步加大改革力度：1) 继续深化改革吸引外资，金融市场进一步开放；2) 扩大经济开放，保持生产竞争力；及 3) 发力新基建，促进长期生产力提升，提高人民生活水平。

- 中国人口老龄化加速，劳动力市场萎缩，国民储蓄逐步下降。因此，继续吸引外资促进国内投资尤为重要。尽管经济活动因疫情受限，但政府仍出台了一些重大改革措施。3月1日新证券法实施，创新证券民事诉讼制度，加强对投资者的保护，完善证券公开发行注册程序。4月1日起取消证券公司外资股比限制。5月7日落实取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券投资额度管理的要求。我们认为，这些改革都能加强吸引外资在中国投资及中资 ADR 回归国内上市。6月14日，人民银行向连通公司（美国运通在中国境内发起设立的合资公司）核发银行卡清算业务许可证，美国运通成为首个获发该许可证的境外机构，是中国扩大金融业对外开放的又一具体反映。这与美国频频打压中国公司形成了鲜明对比。

- 我们认为，从全球化到本土化的趋势无法避免，因为全球化造福的是企业，而非劳动者，因而加剧了收入不平等。此外，随之而来的，还有支持本土化的各种政治活动和保护主义。作为全球价值链的供应端的领导者，未来中国或将面临生产外迁的问题。我们认为，这一趋势难以阻挡，但这次疫情为中国提供了千载难逢的机遇，来延缓这一趋势。5月18日，商务部部长钟山表示，中国将出台更多支持政策，鼓励更多外商到中西部地区、东北老工业基地进行投资。加快海南自由贸易港的建设就是中国扩大自贸试验区范围的新举措。
- 今年的政府工作报告中，首次写入“新基建”这一概念，围绕“新基建”进行了详细规划。“新基建”不仅仅是为了应对短期疫情的冲击，更是为了促进长期生产力提升和提高人民生活水平。投资重点将聚焦于提升技术开发、城镇化和铁路建设方面。例如，到2025年，5G网络建设投资总额将达到1.2万亿元，包括上下游产业链，投资总额将达3.5万亿元。其他技术开发还包括：到2023年，布局20个左右人工智能试验区；到2025年，培育3-5家具备国际竞争力的工业互联网平台；以及大幅增加数据中心。以满足国内日益增长的数据存储需求。城镇化方面，将通过改造城镇老旧小区3.9万个，以及进一步推动长三角、粤港澳大湾区和京津冀三大重点区域的一体化，来推动新兴城镇化的高质量发展。铁路建设方面，2020年计划全国铁路投产新线4000公里以上，其中高铁2000公里。

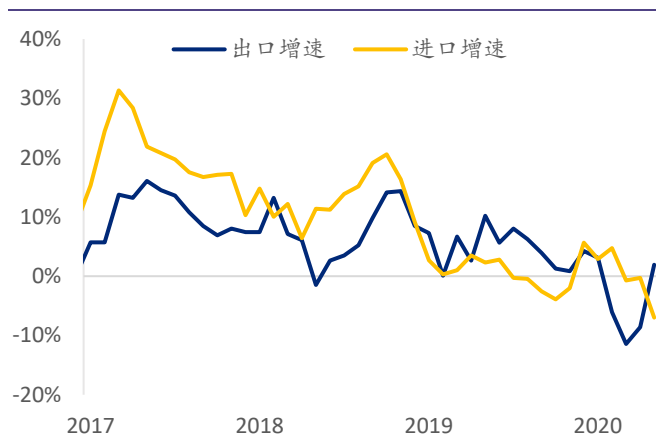
下一章节中，我们将分别讨论有关2H20展望的十大宏观经济议题。

## (一) 疫情对中国进出口的影响有多大？

新冠疫情对中国进出口的影响在下半年逐渐减弱，贸易顺差扩大，使 GDP 增长超过预期。新冠疫情对全球贸易造成严重影响，中国贸易在上半年受疫情拖累严重，进出口大幅下降，但降幅少于预期。海关总署的数据显示，今年前五个月，中国货物贸易进出口总值为 11.54 万亿元，同比下降 4.9%。其中，出口 6.2 万亿元，下降 4.7%；进口 5.34 万亿元，下降 5.2%。相对金融危机时中国出口下跌超过 20%，无疑这次的出口跌幅是比预期温和。

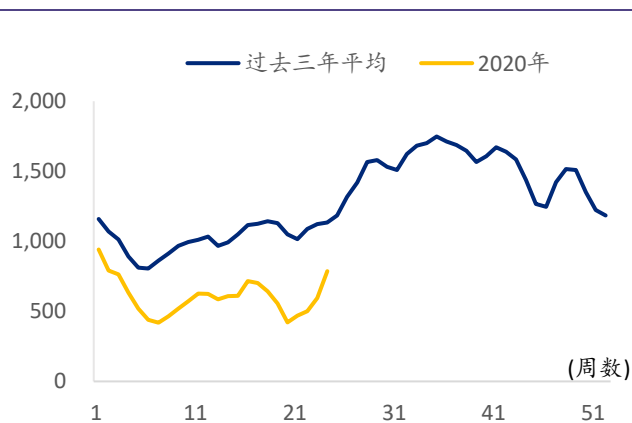
疫情对中国贸易的影响，大致可以分为两个阶段：1-2 月份，国内疫情导致的经济停摆限制了进出口贸易；3-5 月份，海外疫情大幅蔓延，对中国进出口的负面影响开始显现。国内外疫情导致的“时间差”效应和疫情对经济活动的滞后影响使中国上半年都无法恢复正常的进出口贸易。

图表 28: 中国出口反弹比进口快



资料来源：CEIC，浦银国际。

图表 29: 波罗的海航运指数修复中，可是离开正常水平还有距离



资料来源：Wind，浦银国际。

航运业的复苏，对进出口贸易的正常运转起到重要作用。作为贸易的基础性行业，全球航运业在疫情和季节性需求放缓等因素的共同影响下表现低迷。1 月份疫情暴发后，波罗的海干散货指数（BDI）均维持在 600 左右的历史较低水平，并经历了两次与疫情扩散相关的大幅度下降。6 月份的数据显示，BDI 出现上升趋势，说明全球航运贸易正缓慢复苏。展望未来，考虑到各国提高疫情的防控，经济逐步转入重启阶段，航运业在下半年会经历漫长的复苏过程。

图表 30: 中国最大的出口贸易伙伴与疫情的影响

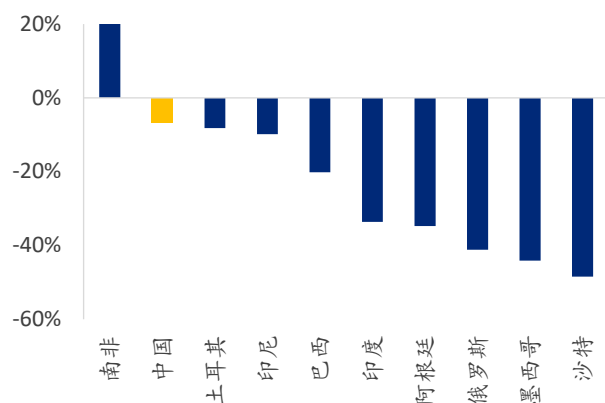
国家	2019年出口额 (亿美元)	2019年出口份额 (%)	2020年第一季度出口同比 (%)	累计确诊人数 (万人)	确诊人数占总人口比例 (%)
美国	4185.1	16.75%	-25.2%	192.01	0.59
日本	1432.3	5.73%	-16%	1.71	0.01
韩国	1109.7	4.44%	-11.3%	1.18	0.02
越南	978.7	3.92%	5.9%	0.03	<0.01
德国	797.5	3.19%	-16.2%	18.40	0.22
印度	748.3	2.99%	-19.9%	24.66	<0.1
荷兰	739.4	2.96%	-10.5%	4.73	0.27
英国	623.7	2.50%	-20.1%	28.49	0.43
新加坡	547.2	2.19%	-0.5%	3.75	0.67
马来西亚	521.3	2.09%	-1.9%	0.83	0.03

资料来源: CEIC, ECDC, 浦银国际.

防疫物资出口、全球经济重启、以及中国在全球贸易的替代作用会提振下半年的出口贸易。综合来看，下半年中国出口可能持续处于负增长状态，但出口降幅将有所收窄。

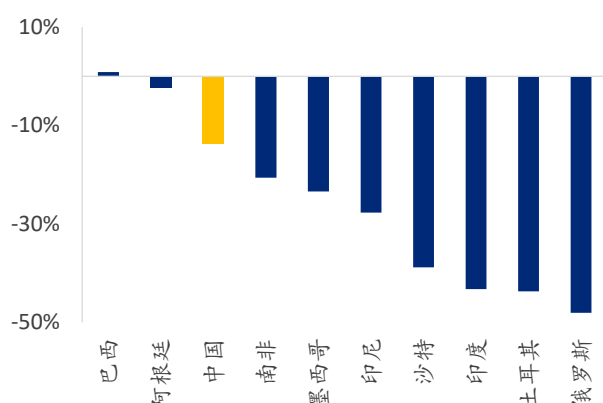
- 主要出口目的地，美国、德国、印度等国家的疫情较为严峻。一季度数据显示，中国对这些国家的出口贸易额同比下降最多达 25.2%。在海外疫情持续蔓延的背景下，医疗防疫物资出口缓解了出口数据下降的趋势。海关总署 5 月中旬发布数据显示，3-5 月份，中国向疫情严重国家出口防疫物资 1344 亿元，约占出口额的 3.9%。防疫物资的出口呈明显增长态势，日均出口额从 4 月初的约 10 亿元，上升到 5 月中旬的约 35 亿元。虽然疫情导致出口疲软，但医疗防疫物资的出口补偿了由疫情导致的出口贸易额下降。
- 随着疫情在发达市场国家得到控制，全球经济会经历一个重启的过程。中国目前的疫情防控比较成功，各地一开始复工复产。一旦海外市场的需求恢复，中国的出口贸易也将随之复苏。
- 相较于其他新兴市场国家，中国的疫情防控效果较好。因此，中国的出口在全球贸易中起到了替代作用，补偿了因其它新兴市场国家经济停摆所造成的出口短缺。以美国为目的地的贸易，中国出口自年初下降了 7%，而其它新兴市场国家平均下降 24%；以欧盟为目的地的贸易，中国出口自年初下降了 14%，而其它新兴市场国家平均下降 27%。因此，在其它新兴市场国家因疫情无法正常恢复出口贸易时，中国的出口可以替代其他新兴市场国家因疫情造成的贸易缺口。

图表 31: 2020 年美国进口贸易变化率 (YTD%)



资料来源: CEIC, 浦银国际.

图表 32: 2020 年欧盟进口贸易变化率 (YTD%)



资料来源: CEIC, 浦银国际.

进口来源国的分散化和国内“新基建”政策落地将促进下半年进口回暖。进口贸易方面，疫情导致中国从韩国、日本、美国等国家的进口下降，但进口贸易有转向其他疫情低风险国家的趋势。目前，中国进口来源地已涵盖 230 多个国家和地区，中国从韩国、日本、美国三大进口来源国的进口份额在 2019 年也下降到 23%。因此，进口来源国的分散化缓解了疫情对进口贸易的冲击作用。下半年，伴随国内“新基建”发力，制造业、建筑业复工复产将持续带动相关原料、工业品进口需求回暖，预计进口降幅将有所收窄。

图表 33: 中国最大的进口贸易伙伴与疫情的影响

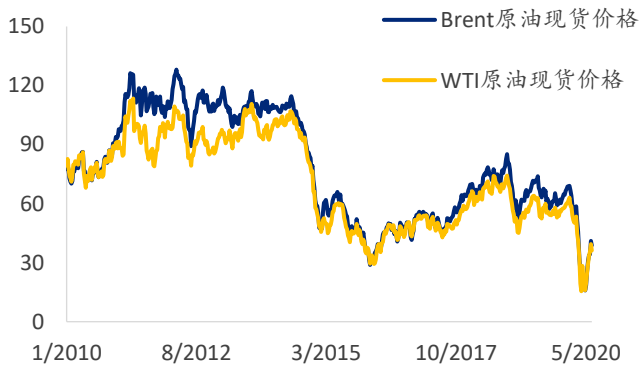
国家	2019 年进口额 (亿美元)	2019 年进口份额 (%)	2020 年第一季度进口同比 (%)	累计确诊人数 (万人)	确诊人数占总人口比例 (%)
韩国	1735.7	8.37%	-5.5%	1.18	0.02
日本	1717.6	8.28%	-4.7%	1.71	0.01
美国	1227.1	5.92%	-3.7%	192.01	0.59
澳大利亚	1214.3	5.86%	0.6%	0.73	0.03
德国	1051.1	5.07%	-23.8%	18.40	0.22
巴西	798	3.85%	17.3%	64.58	0.31
马来西亚	718.3	3.46%	10.5%	0.83	0.03
越南	641.3	3.09%	30.8%	0.03	<0.01
俄罗斯	610.5	2.94%	-10.7%	45.87	0.32
泰国	461.6	2.23%	-3.8%	0.31	<0.01

资料来源: CEIC, ECDC, 浦银国际.



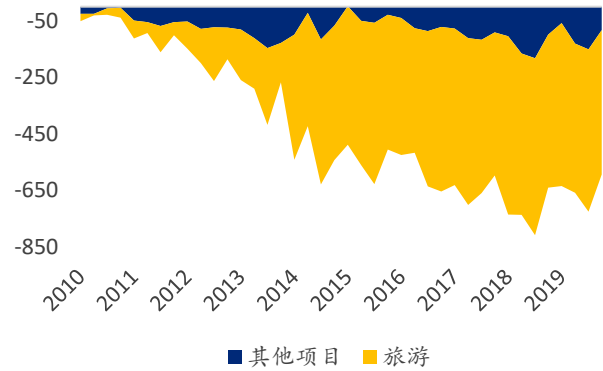
大宗商品价格低迷和服务贸易逆差下降导致项目盈余达历史高位。因主要产油国未能就原油限产政策达成一致而引发的价格战,国际原油价格在4月中旬暴跌至18美元一桶。截止6月12日,Brent和WTI原油现货价格均维持在每桶40美元以下的价格。预计下半年,以原油为主导的大宗商品价格会持续低迷。中国作为世界第一大原油进口国,原油价格低迷对贸易顺差有促进作用。其次,疫情导致全球旅行被限制,中国服务贸易逆差将减少,并导致项目盈余增大。与货物贸易带来贸易顺差不同,中国的服务贸易逆差存续了20多年。但是疫情的因素导致服务贸易,尤其是旅游,的逆差大幅度减小。综合两种因素,中国贸易顺差在5月份达到历史最高点629.3亿美元。下半年,中国的经常项目盈余还将保持在较高水平。

图表 34: 原油价格 (美元/桶)



资料来源: FactSet, 浦银国际.

图表 35: 中国经常项目服务业逆差收窄 (亿美元)



资料来源: FactSet, 浦银国际.

图表 36: 中国商品贸易差额 (亿美元)



资料来源: FactSet, 浦银国际.

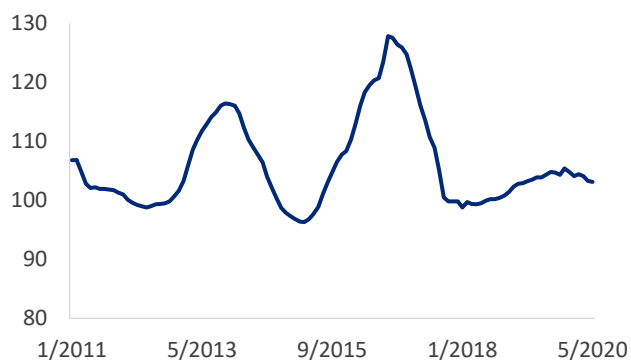
## (二) 新冠疫情如何影响中国经济的内需?

新冠疫情对需求的冲击更为严重。下半年，消费需求的恢复较缓慢，投资需求将起到推动经济复苏的关键作用。不同于金融危机和经济萧条，新冠疫情对经济的影响是复杂且不对称的。总的来说，各国政府通过封锁城市、限制人员流动来控制疫情的方法，将疫情的冲击传导至供给和需求两个方面。供给方面，封锁城市导致经济停摆，劳动密集型企业、线下零售企业大范围停工停产。但考虑到各国政府推出相应的救助措施、央行释放流动性，企业在疫情得到控制后能够较快的恢复生产。需求方面，社区隔离使得居民外出减少，消费需求下降；此外，企业停工停产也使得部分居民收入减少，进而导致消费下降。综合来看，疫情对于需求的冲击大过对供给的冲击。

收入效应、财富效应、储蓄率的综合作用下，消费需求在下半年将缓慢恢复。

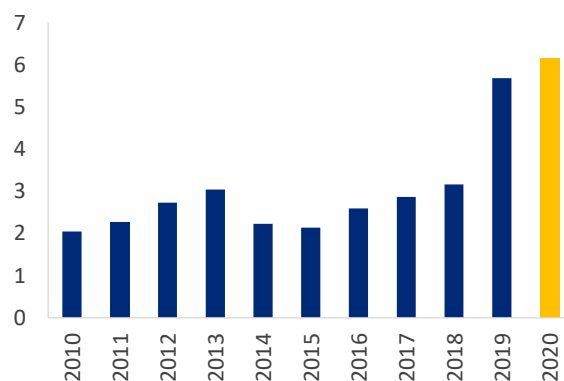
- 疫情对整体收入水平有负面影响，尤其是旅游、餐饮、交通运输、线下教育等行业受疫情影响比较直接。这些行业多以中小企业为主、抗风险能力差，疫情的冲击会直接影响相关从业人员的收入。此外，2020年下半年预计将有874万高校毕业生进入就业市场，同比增加40万，增加就业压力的同时会推高失业率。失业率的上升也会减弱收入效应对需求的影响。
- 疫情导致股市在2月底和3月底两次下跌，目前股市在缓慢回升的阶段。疫情对房地产市场的交易起到负面影响，客观上牵制房价的上涨。70个大中城市商品住宅销售价格指数前四个月累计下降1.6%。目前，股市和房地产的财富效应对消费需求的推动较弱，下半年随着经济复苏，股市和房市有望回暖，对消费需求的刺激作用将加大。

图表 37: 70 个大中城市商品住宅销售价格指数



资料来源: CEIC, 浦银国际。

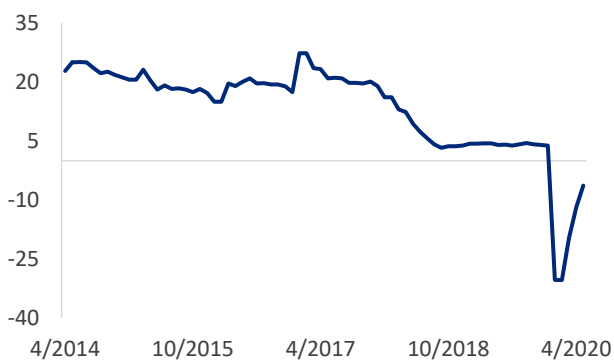
图表 38: 中国 1-5 月新增居民存款 (万亿)



资料来源: CEIC, 浦银国际。

- 疫情过后，消费者信心没有明显的提升，之前预计的“报复性消费”被“报复性存款”所取代。根据人民银行的数据，今年前五个月人民币居民存款累计增加了 6.2 万亿，同比增加 8.8%。存款增加间接证明储蓄率的增高。目前，消费者信心还未完全恢复，这导致了居民存款的增加。下半年经济前景明朗后，充足的居民存款会拉动消费需求上涨，进一步推动经济复苏。

图表 39: 涉及基建的固定资产投资（累计同比）



资料来源: CEIC, 浦银国际.

图表 40: 中国信贷脉冲

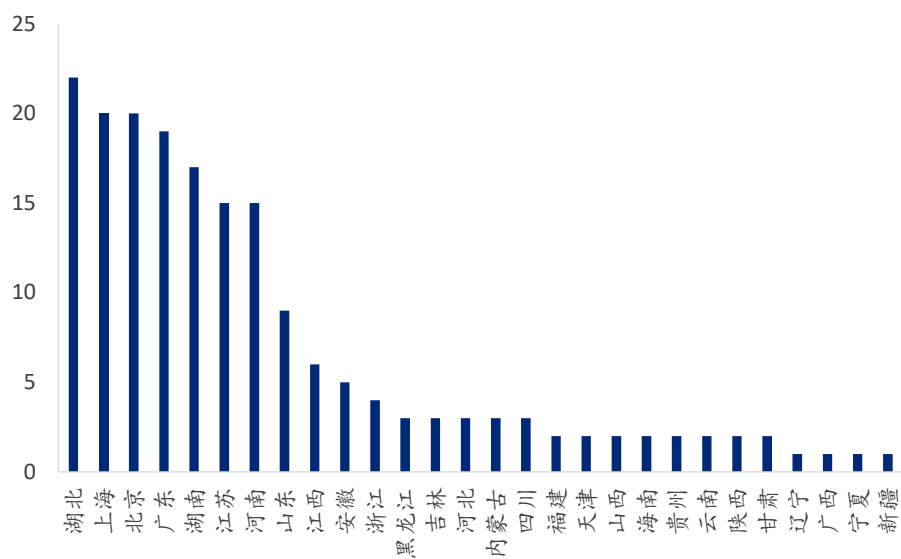


资料来源: Bloomberg, 浦银国际.

### 由政策主导的投资需求增加或成为内需复苏的主要推动力。

- 财政政策方面，今年政府工作报告提出目标赤字率为 3.6% 以上，中央财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债和 3.75 万亿地方政府专项债券，共计 5.75 万亿元，旨在扩大有效投资。此外，报告还提出重点支持“两新一重”（新型基础设施建设，新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设）建设。涉及基础建设的固定资产投资在疫情过后反弹增长，从年初下降 24.5% 到 5 月份累计同比仅下降 6.3%。下半年，财政政策主导的投资需求将对制造业、建筑业等行业的复苏起到关键作用。
- 货币政策方面，央行开展结构性宽松，并在 6 月初创设两个新工具——普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，以重点支持中小企业融资（详情请见我们于 6 月 5 日发布的 [《SPDBI 全球央行观察 2020 年 6 月刊》](#)）。我们曾在报告中指出由于中小企占中国就业约 80%，因此中小企的财务状况对就业问题尤其重要。

图表 41: 中国各地区应对疫情支持政策数量



资料来源: 浦银国际。

### (三) 下半年人民币走势

在各种因素的叠加影响下，我们预计人民币在下半年的目标区间是 6.85 到 7.2 之间。上半年的疫情导致市场避险情绪高涨，拉高了对美元的需求，并导致美元指数在 3 月底达到 102 的高点。下半年全球经济集体复苏，风险偏好得到修复，美元在短期内会走弱。与此同时，中国的经济重启使得下半年宏观数据向好，人民币会有适当的升值空间。但值得注意的是，第二波疫情卷土重来的风险还是存在的。此外，由第一轮贸易协议引发的贸易紧张局势在下半年可能走向激化。中美关系也将受到美国大选的影响，两党候选人对于中国的消极态度会导致中美关系紧张。上述因素都有机会使得美元在第四季度再度走强。

图表 42: MSCI 全球指数与美元指数



资料来源: FactSet, 浦银国际.

图表 43: MSCI 全球指数与美元指数 (1H2020)



资料来源: FactSet, 浦银国际.

**股市上涨，美元指数下跌。**全球股市在经历了 3 月份的整体下跌后持续走强，MSCI 全球指数 6 月 10 日上涨至 633 点，比年初的 664 点仅低了 30 点。美元指数则出现相反趋势，在 3-4 月份全球疫情持续扩散的时期，避险情绪导致美元走强，但随着疫情防控逐步到位，风险偏好得到修复，美元指数下跌并回落到 100 点以下。在这种背景下，人民币兑美元的汇率会有一些下降。

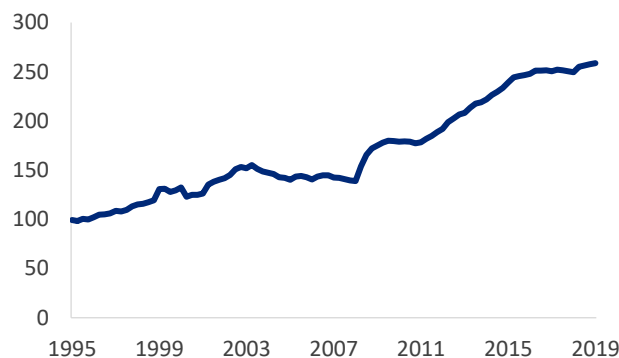
**中美利差处于历史高位。**为应对疫情，美联储已将联邦基金利率目标区间下调到 0% 至 0.25% 之间，全球其他央行也纷纷跟进，调低利率释放流动性。中国人民银行则保持稳健的货币政策灵活适度，这也导致了中美利差持续扩大。6 月份，美联储主席鲍威尔（有投票权）宣布美联储在两年之内不会调高利率。另一方面，中国总信贷占 GDP 的比例已超过 250%，这也迫使人民银行维持稳健的货币政策。因此，中美利差在短时间内不会缩小，人民币因此面临上行压力。

图表 44: 中美利差



资料来源: FactSet, 浦银国际.

图表 45: 中国总信贷占 GDP 的比例 (%)

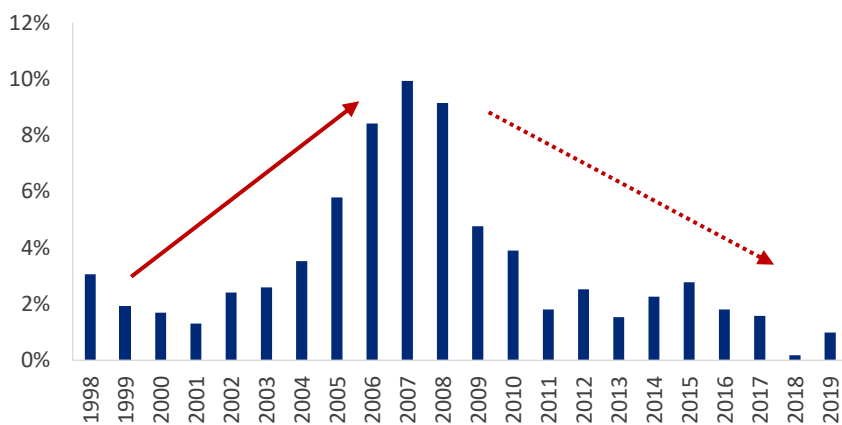


资料来源: BIS, 浦银国际.

短期内经常项目盈余也达到历史最高。以原油主导的大宗商品价格下跌和服务贸易逆差减小增加了中国经常项目盈余,使中国有更多的外汇储备稳定人民币的汇率。虽然出口在下半年将保持下降趋势,但是经常项目盈余会扩大。首先,全球原油市场持续低迷,价格维持在每桶 40 美元以下,这使得中国进口原油所需支付的外汇减少。其次,疫情导致全球旅行被限制,中国服务贸易逆差将减少,由此导致的贸易逆差也将缩小。

长远来看,金融市场改革将决定人民币去向。过去的 20 年,经常项目占 GDP 的比重经历了先升后降的趋势:加入 WTO 后,货物贸易顺差增加扩大了经常项目盈余;随着国内市场的壮大,内需逐渐增强,货物贸易顺差减少、服务贸易逆差扩大,导致经常项目盈余减少。展望未来,经常项目逆差会在未来 3-5 年出现,带来人民币贬值压力。为了保证国际收支的平衡,我们认为中国需要继续开放金融市场,吸引外资,增加资本项目顺差,从而抵消逐渐增加的经常项目逆差。因此,人民币长远动向会与金融市场改革息息相关。

图表 46: 中国经常项目占 GDP 的比例 (%)



资料来源: FactSet, 浦银国际.

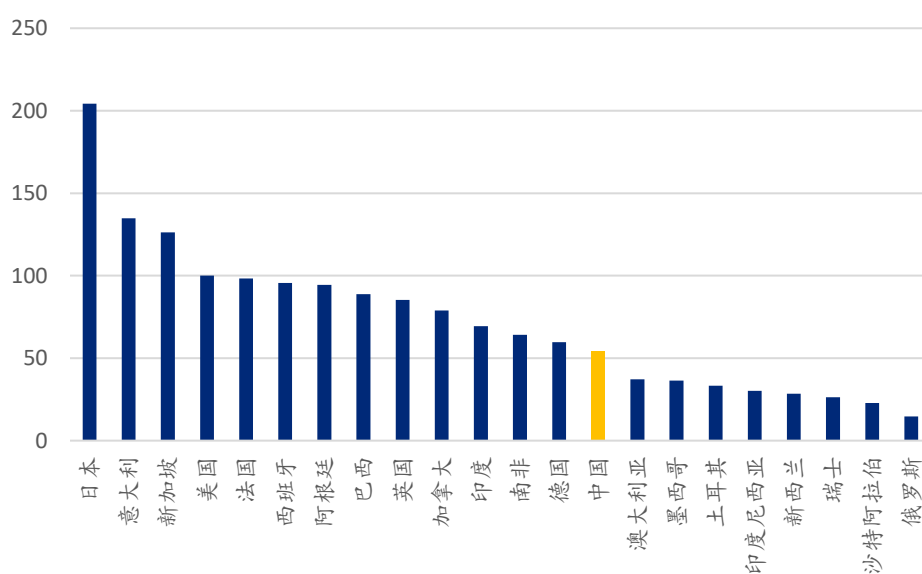
## （四）围绕财政赤字货币化的讨论

2020年“两会”期间，财政部与人民银行就“财政赤字货币化”的建议展开了激烈讨论。出于以下五点原因，我们认为中国不需要采取“财政赤字货币化”的方案。

**中国未陷入严重的经济衰退。**与其他国家不同，中国的疫情防控比较成功，目前已逐步重启经济，进出口降幅收窄，需求也有上升的空间。在这种情况下，没必要放弃央行的独立性，采取“财政赤字货币化”的措施。即便是第二波疫情来临，现有的防疫经验和中国疫苗的投入也可以保证下半年的经济复苏有序进行。

**当需要采取扩张财政政策应对经济萧条、需求不足时，中国在财政和货币方面都有能力应对。**面对疫情过后的经济复苏问题，财政部可以通过增加政府债券、降低税率、提高政府购买等扩张财政政策刺激经济。相对其他国家，尤其是已采取或考虑财政赤字货币化的发达国家，中国政府的整体负债水平较低。为避免扩张财政政策引起的挤出效应，央行需要增加货币供给，例如降低存款准备金率、贷款利息率、以及贴现率和再贴现率等。目前，中国的利率水平依然较高，4月下调1年LPR后为3.85%，而发达市场国家平均利率水平都在0.25%以下。中国在财政和货币政策方面都有能力采取经济刺激手段，不需要采取“财政赤字货币化”的方案。

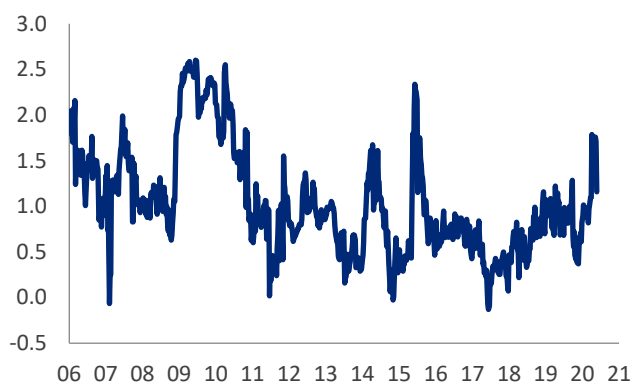
图表 47：主要经济体政府债务占 GDP 百分比 (%)



资料来源：BIS，浦银国际。

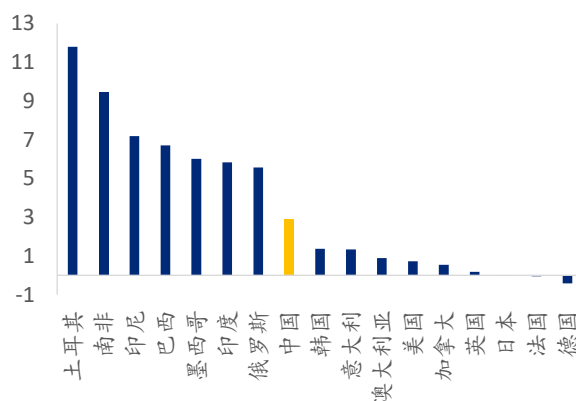
**中国国债的需求旺盛。**从财务指标看，中国国家债务水平较低，国债发行有一定的制约。十年期国债收益率为 2.9%，处于 G20 成员国中较中间水平，可是相对高收益的发展中国家，中国在此次疫情更显示出它稳健的经济系统，为投资者提供吸引的风险回报比。此外，中美利差一直处在较高的位置，外国资金对中国国债的需求旺盛。此外，私人投资对中国国债也存在一定需求，因此人民银行无需吸收发行的政府债券。

图表 48: 中国国债收益率曲线 (10 年-3 月)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际.

图表 49: G20 成员 10 年期政府债券收益率 (%)



资料来源: Bloomberg, 浦银国际.

**财政赤字货币化造成的经济机制不同，对财政纪律的制约有限。**从理论上，央行从一级市场或二级市场买入政府债券，货币创造的效果是一样的，但经济机制不同导致资源配置的方式不同。央行从一级市场买进国债，缺乏自身的主动权，并会产生道德风险。因此，《人民银行法》第二十九条明确规定，“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。”从二级市场买进政府债券，央行在操作时也会与财政部协调，但是购买数量、价格都是以货币政策目标为准。此外，一旦放开购买政府债券，央行将面临在购买国债后是否继续购买地方债的艰难选择。

**人民币与美元的属性不同。**当下，美联储可以印钞购买美国国债，是因为美元属于储备资产，并且美元的需求强劲。而人民币还不是浮动货币，汇率受到央行的干预，而不是受市场供需决定。在资本账户部分关闭的情况下，印钞购买政府债券只会导致资产泡沫。



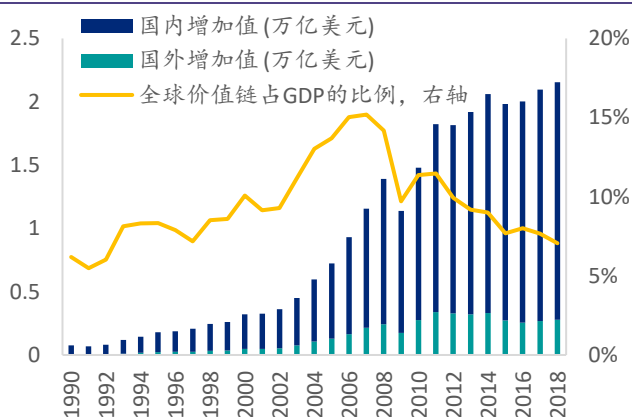
## (五) 全球供应链会否加速转移？

全球供应链的转移在下半年会趋于放缓。虽然疫情的暴发和中美关系遇冷导致许多企业在考虑是否需要将供应链从中国分散到其他新兴市场国家，但是基于目前的经济状况和可能的第二波疫情，全球供应链的转移速度在下半年会趋于放缓。

过去的二十年，中国参与全球价值链的脚步逐渐加快，但近几年面临全球供应链转移出中国的困境。根据 2015 年 WTO 发布的全球价值链报告，2005 至 2015 年，中国全球价值链的年平均增长率达 10.1%，远超发达市场国家的 6.5% 和新兴市场国家的 4.1%。在中国加入 WTO 后，国内增加值的增长幅度逐步增大，2018 年已达到 1.87 万亿的规模。

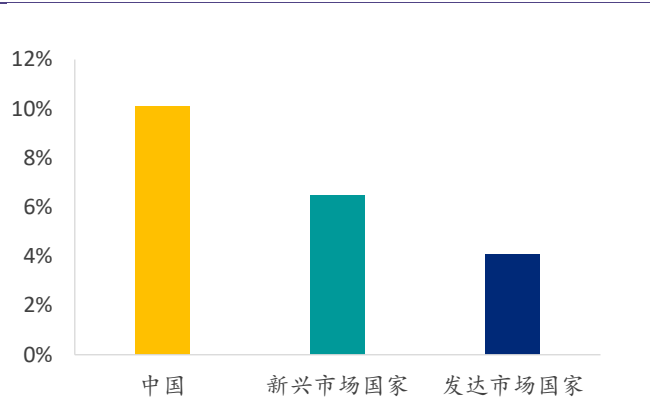
当前的局势下，世界范围内的供应商为了分散地缘政治的风险或者为了配合政府的相关政策，会考虑逐步将供应链转移到其他新兴市场国家，例如越南、印度、印尼等。但目前来看，这一趋势在下半年会有所缓解。

图表 50: 中国的全球价值链增加值在 2016 后反弹，只是占 GDP 比重因为内需的快速增长而减低



资料来源: WTO, 浦银国际。

图表 51: 2005-2015 年全球价值链的年平均增长率



资料来源: WTO, 浦银国际。

经济萧条的背景下，出于对成本的考量将阻碍全球供应链的转移。虽然疫情在各国蔓延的程度不同，但在全球经济一体化的大背景下，没有一个经济体可以从这次的全球疫情大流行中幸免。根据 IMF 的测算，发达经济体将面临 6% 的经济收缩，而新兴市场和发展中经济体将面临 1% 的经济收缩。因此，大范围的经济萧条会迟滞全球供应链的转移，因供应链转移而造成的额外资本支出也将导致供应商重新考虑其计划。

新兴市场国家严峻的疫情将延缓全球供应链的转移。考虑到疫情期间供应链的转移对人员健康会造成潜在的威胁，供应商应该不会选择在疫情未彻底结束之前转移其供应链。况且，新兴市场国家目前正处于确诊人数的上升阶段，疫情发展的不确定性很大，在这个时候选择转移供应链很可能陷入第二波疫情的扩散。不过，虽然新冠疫情和其导致的经济萧条缓解了全球供应链的转移，但是在疫情过后的短期内，趋势还是存在的。

从更长远的角度出发，中国不断扩大的消费市场会在本质上减缓全球供应链的转移。根据 Brookings 的研究，中国的中产阶级消费能力在 2020 年会跃升为全球第一，全年消费额约为 6.8 万亿美元，占全球中产阶级消费的 16%。这一比例在 2030 年将增至 22%。面对全球最大的消费市场，“在中国，为中国”(In China for China) 的策略将成为全球供应商最经济理性的选择。所以，这也从根本上抑制、甚至逆转全球供应链转移出中国的趋势。

图表 52: 全球中产阶级消费最高的五个国家

2015 年 国家	消费额 (万亿美元)	全球占比 (%)	2020 年 国家	消费额 (万亿美元)	全球占比 (%)	2030 年 国家	消费额 (万亿美元)	全球占比 (%)
美国	4.7	13	中国	6.8	16	中国	14.3	22
中国	4.2	12	美国	4.7	11	印度	10.7	17
日本	2.1	6	印度	3.7	9	美国	4.7	7
印度	1.9	5	日本	2.1	5	印尼	2.4	4
俄罗斯	1.5	4	俄罗斯	1.6	4	日本	2.1	3

资料来源: Brookings, 浦银国际.

## (六) 新冠疫情是否会卷土重来？

第二波疫情暴发是大概率事件，但现有的防疫经验和疫苗的研发会减轻疫情再次暴发对经济的影响。当下，全世界都在关注的问题是，新冠疫情是否会在秋季卷土重来。纵观历史，1918年的西班牙流感和2009年的H1N1流感都经历了第二波疫情暴发，其破坏性甚至要超过第一轮疫情的冲击。因此，当各国疫情开始逐步得到控制的时候，舆论的风向转到了第二次疫情暴发的可能性上。5月17日，中国工程院院士钟南山在接受采访时说，中国仍面临第二波疫情的“巨大挑战”，而潜在的风险是社会中存在大量缺乏新冠肺炎免疫的人群。6月9日，世界卫生组织的首席科学家接受采访时也表示，第二波疫情是“非常现实的风险”，严格的公共卫生措施阻止了新冠病毒的传播，但当经济重启之后，病毒重新蔓延的可能性很大。

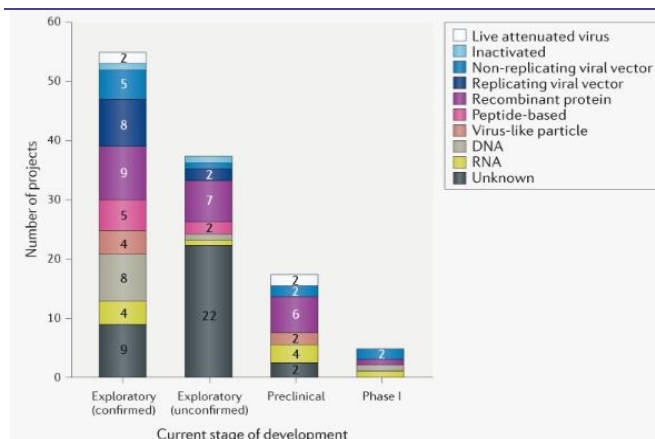
疫苗是应对第二波疫情的关键。中国疾病预防控制中心高福院士和冯子健教授团队在国际医学期刊《柳叶刀》发表文章，总结中国上半年对抗新冠疫情的经验，并强调下一步疫情防控的重点在于疫苗的研发。虽然封锁城市和限制人员流动可以有效地降低感染人数、控制疫情蔓延，但这同样会对经济造成巨大的伤害。况且，在全球一体化的背景下，单一国家的疫情防控失败将对全球防疫产生威胁。考虑到目前疫情已经蔓延全球188个国家或地区，无法想象所有国家和地区在第二波疫情暴发时都可以进行有效的防控。尤其是考虑到新兴市场国家作为全球贸易的主要参与者，其人员和货物流动频繁，但较低的医疗和防疫水平会使得全球贸易在恢复运转的同时将第二波病毒传播到其他国家和地区。因此，下半年疫情防控的关键在于疫苗研发。

图表 53: 新冠肺炎疫情全球分布情况



资料来源：世界卫生组织，浦银国际

图表 54: 全球新冠肺炎候选疫苗研发进程



资料来源：Nature Reviews Drug Discovery，浦银国际。

**疫苗研发的前景乐观。**截至4月18日，全球共有117个新冠肺炎候选疫苗正在研发中。根据《柳叶刀》最新的文章，目前已有10种针对新冠肺炎的疫苗进入临床试验阶段，其中，临床I期阶段2种，临床II期阶段5种，另有3种已通过临床II期试验。5月15日，美国总统特朗普在白宫玫瑰园记者会上宣布，按照目前的进度，首批疫苗在今年年底就可投入使用。6月16日，国药集团中国生物武汉生物制品研究所宣布其研制的全球首款新冠病毒灭活疫苗通过I/II期临床试验，并将积极推进III期临床研究的海外合作。考虑到目前各国对疫苗研发十分重视并给予大量资金支持，且疫苗载体属性较为多样，预计下半年疫苗研发会有一些的成果。展望未来，第二波疫情很可能会在下半年出现，但现有的防疫经验和疫苗的研发有助于秋季疫情暴发时的防控，这会减轻第二轮疫情对经济活动的负面影响。

**如果第二轮疫情来临时，各国在医疗系统和数字经济上的差异会导致第二波疫情的影响出现分化。**发达市场国家拥有比新兴市场国家更高水平的医疗系统，会减轻第二波疫情来临对公众健康的影响。为控制疫情所采取的社交隔离措施，会对经济造成负面影响。发达市场国家更先进的数字经济（例如线上零售、远程会议等），会缓解第二波疫情对经济的伤害。

**图表 55: 数字经济竞争力排名**

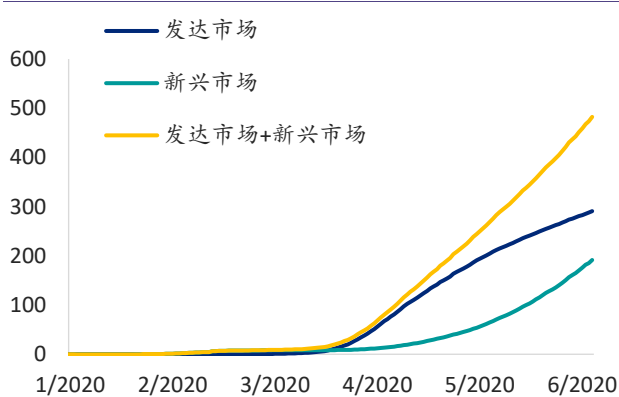
排名	2019	2018	排名	2019	2018
1	美国	美国	16	以色列	中国台湾
2	新加坡	新加坡	17	德国	阿联酋
3	瑞典	瑞典	18	新西兰	德国
4	丹麦	丹麦	19	爱尔兰	新西兰
5	瑞士	瑞士	20	奥地利	爱尔兰
6	荷兰	挪威	21	卢森堡	冰岛
7	芬兰	芬兰	22	中国	日本
8	中国香港	加拿大	23	日本	比利时
9	挪威	荷兰	24	法国	卢森堡
10	韩国	英国	25	比利时	爱沙尼亚
11	加拿大	中国香港	26	马来西亚	法国
12	阿联酋	以色列	27	冰岛	马来西亚
13	中国台湾	澳大利亚	28	西班牙	卡塔尔
14	澳大利亚	韩国	29	爱沙尼亚	立陶宛
15	英国	奥地利	30	立陶宛	中国

资料来源：IMD，浦银国际。

## (七) 世界各国经济复苏的差异化：韧性 与创新性的较量

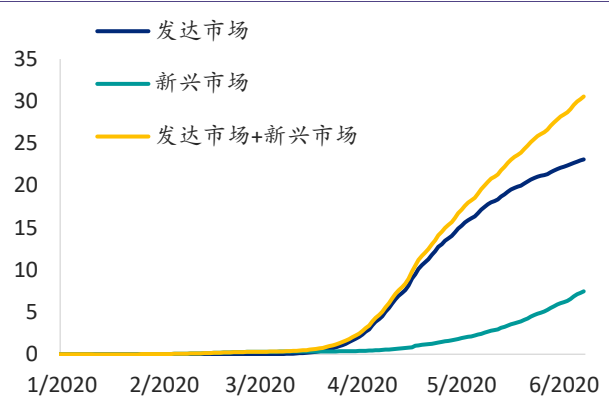
总体来看，相较于新兴市场国家，发达市场国家会较快地走出新冠疫情导致的经济萧条。在疫情过后，世界各国面临的首要问题就是如何复苏经济。这不仅取决于各国遭受疫情打击的程度，也取决于经济体的韧性与创新性。

图表 56: 新冠肺炎累计确诊人数 (万人)



资料来源: ECDC, 浦银国际.

图表 57: 新冠肺炎累计死亡人数 (万人)



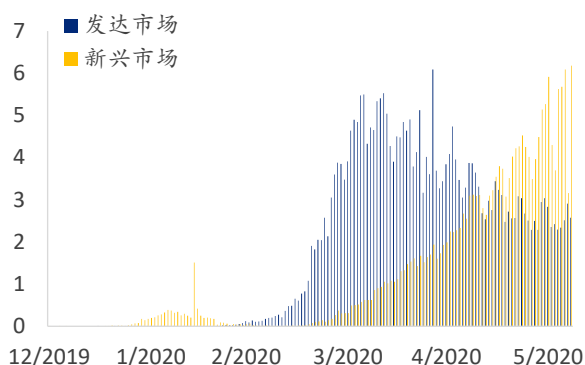
资料来源: ECDC, 浦银国际.

新冠疫情上半年在发达市场国家造成较大影响但目前已得到有效的控制，新兴市场国家在下半年的潜在风险较高。截止6月7日，发达市场国家累计确诊290.9万人，死亡23.1万人；新兴市场国家累计确诊191.5万人，死亡7.5万人。

但是，根据单日确诊人数和死亡人数，发达市场国家已在4月下旬渡过最严重的时期，确诊和死亡人数在到达峰值后开始稳步下降。反观新兴市场国家，单日确诊人数和死亡人数还在攀升，预计下半年才会渡过疫情最严重时期。此外，确诊和死亡人数的差异还取决于检测的范围。发达市场国家的医疗水平较高、试剂盒充足，因此检测范围较大，相应的确诊人数较多。新兴市场国家的医疗水平较低、试剂盒投放不足，因此可能存在未检出感染者的情况，这对防疫工作造成巨大的隐患。

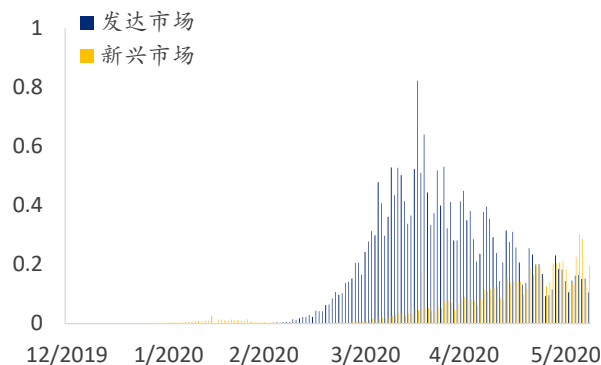
展望下半年，排除疫苗研发的因素，疫情在新兴市场国家的持续时间可能较长，经济重启会比较迟缓；发达市场国家已渡过最严重的时期，下半年经济复苏过程受疫情影响较小。

图表 58: 新冠肺炎每日确诊人数 (万人)



资料来源: ECDC, 浦银国际.

图表 59: 新冠肺炎每日死亡人数 (万人)



资料来源: ECDC, 浦银国际.

通过比较实际的流动趋势数据可以得出, 发达市场国家的经济复苏前景较好、下半年经济下降的幅度会略微收窄。

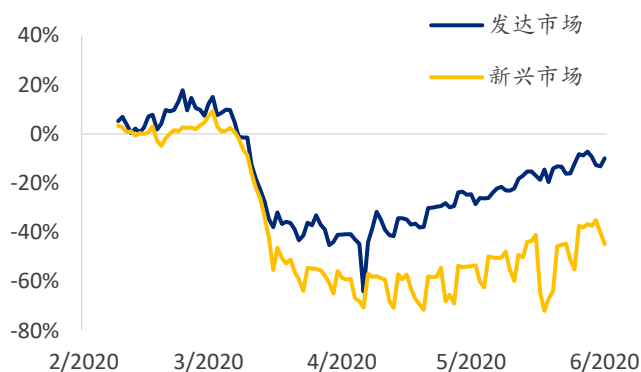
根据 Google 发布的流动趋势报告, 发达市场国家的经济活动正在快速恢复中, 新兴市场国家的恢复速度较慢。

首先, 发达市场国家居民前往消费场所 (例如超市、餐厅等) 的流动程度正在恢复到疫情开始前的水平。该指标在疫情最严重的四月份下降了 40% 以上。随着疫情得到控制, 该指标的降幅逐步收窄, 6 月初的流动程度比疫情开始前仅下降了 13% 左右。新兴市场国家居民前往消费场所的流动程度目前还处在较低水平, 比疫情开始前下降了 40% 以上。前往消费场所的流动程度增加, 间接说明消费有所提振, 由此带来的经济恢复将在发达市场和新兴市场之间拉开差距。

其次, 发达市场国家居民前往交通枢纽 (例如地铁站、火车站等) 的流动程度也恢复低于疫情开始前 12% 的水平; 新兴市场国家的交通运输还未完全恢复, 流动程度比疫情前下降了 43%。交通运输的恢复将带动整个区域经济的复苏, 因此, 预计发达市场国家的经济会较快地恢复到疫情开始前的水平。

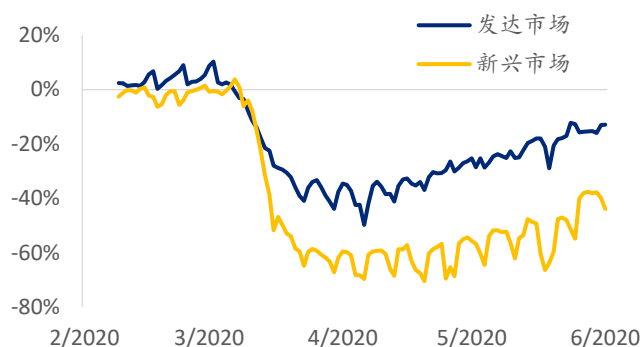
此外, 比较工作地点和居家地点的流动程度可以看出, 发达市场国家的居民正在恢复正常的外出工作状态、居家办公的比例正在下降。

图表 60: 消费场所的流动趋势



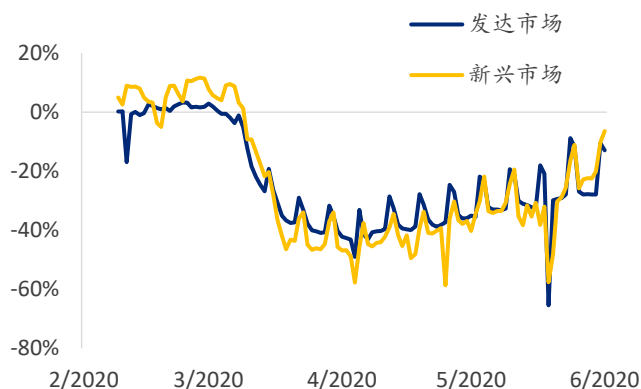
资料来源: Google, 浦银国际.

图表 61: 交通设施的流动趋势



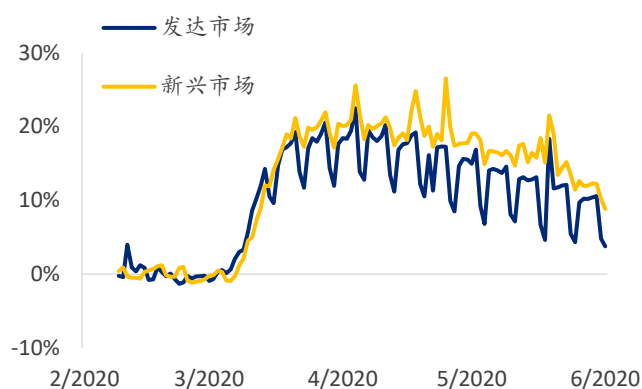
资料来源: Google, 浦银国际.

图表 62: 工作地点的流动趋势



资料来源: Google, 浦银国际.

图表 63: 居住地点的流动趋势



资料来源: Google, 浦银国际.

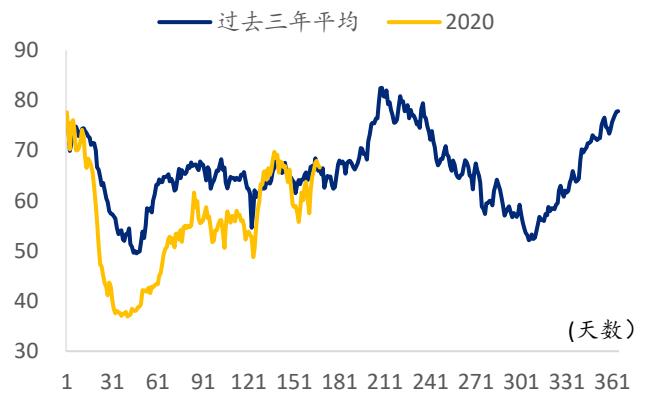
Google 的数据仅覆盖了中国港澳台地区, 我们通过中国内地的高频数据发现发电量已经回复到过去三年的平均值, 甚至有点稍稍超过, 证明供给端正全面复苏。目前空气质量没回到过去水平, 我们认为这跟交通有关, 而不是工厂。内需方面, 内贸集装箱及房地产交易都大致回到三年平均值。中国经济第一个受疫情打击, 但也是第一个复苏。比较 Google 的数据及中国内地的高频数据, 我们看见中国内地的复苏偏向 V 型而海外则是 U 型。

图表 64: 全国重点城市空气质量指数(四周平均)



资料来源: Wind, 浦银国际.

图表 65: 全国六大发电集团日均耗煤量(万吨)



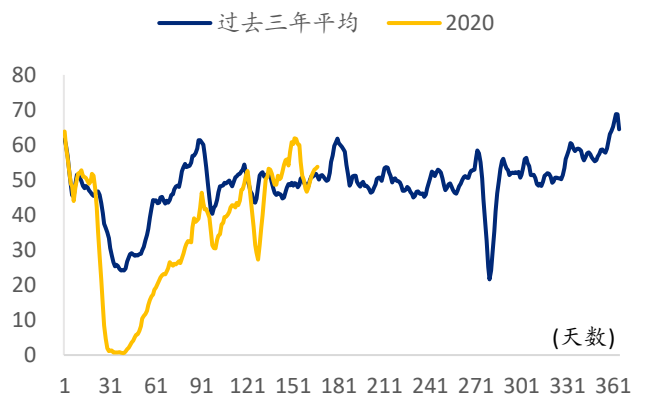
资料来源: Wind, 浦银国际.

图表 66 中国内贸集装箱运价指数



资料来源: Wind, 浦银国际.

图表 67 全国主要城市商品房成交面积(七日平均)

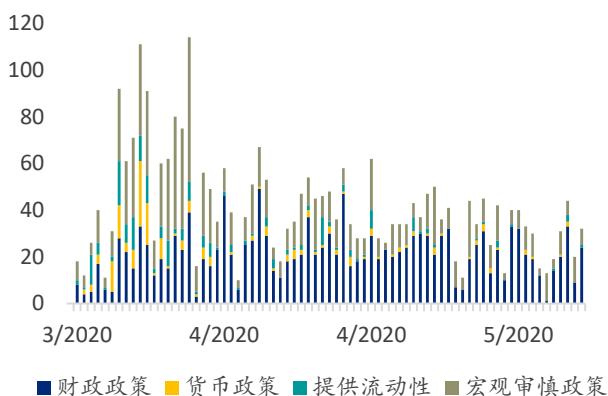


资料来源: Wind, 浦银国际.

更多的刺激措施和更低的赤字水平，发达市场国家拥有更强的经济韧性和经济恢复力。为应对新冠疫情，各国采取了不同的刺激措施，例如财政政策、货币政策、宏观审慎政策、以及释放更多的流通性，其中比例最高的是财政政策。比较各国新冠疫情财政刺激计划占 GDP 的比例可以发现，发达国家提供的财政刺激力度较大，其中日本政府推出的财政刺激约占 GDP 的 21%，达 117 万亿日元。“后疫情”时期，财政刺激政策可以帮助经济更快地重启，为市场提供更多的需求，帮助经济回到正常的运行轨道上。因此，更多的财政刺激政策可以增强经济体的韧性，提高经济复苏时的质量。此外，发达市场国家拥有更高的经常项目赤字以及更低的财政赤字水平。发达市场国家的经常项目赤字占 GDP 的比例为 0.8%，而新兴市场国家的均值为-0.5%。财政赤字方面，发达市场国家财政赤字占 GDP 的比例比新兴市场国家低 2%。因此，在未来半年至一年的时间里，发达市场国家拥有更强的恢复力，能够保证持续推出财政刺激政策的能力。

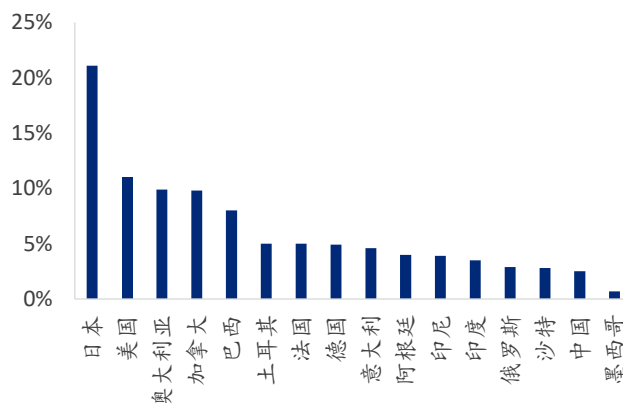


图表 68: 全球新冠疫情刺激计划的分类



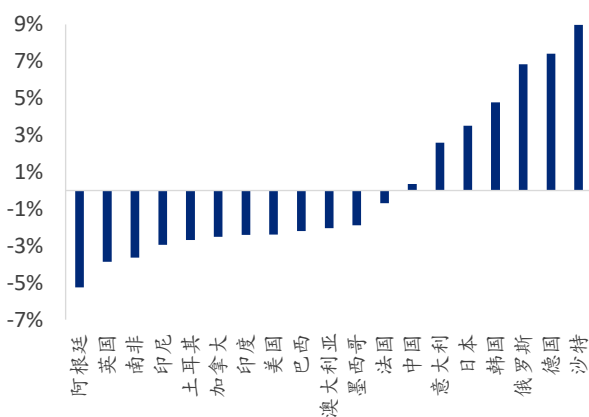
资料来源: Yale School of Management, 浦银国际.

图表 69: 新冠疫情财政刺激计划占 GDP 的比例



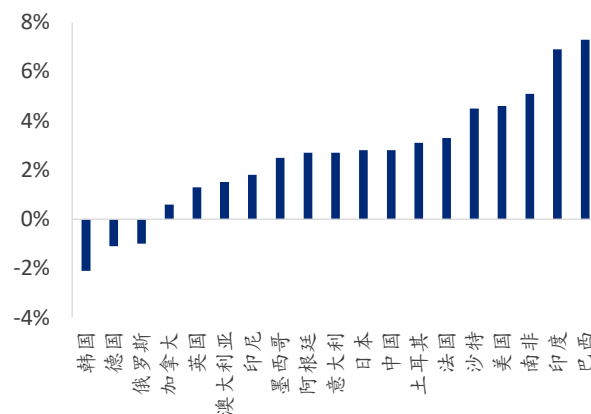
资料来源: Statistics, 浦银国际.

图表 70: 2018 年经常项目赤字占 GDP 的比例



资料来源: FactSet, 浦银国际.

图表 71: 2019 年财政赤字占 GDP 的比例

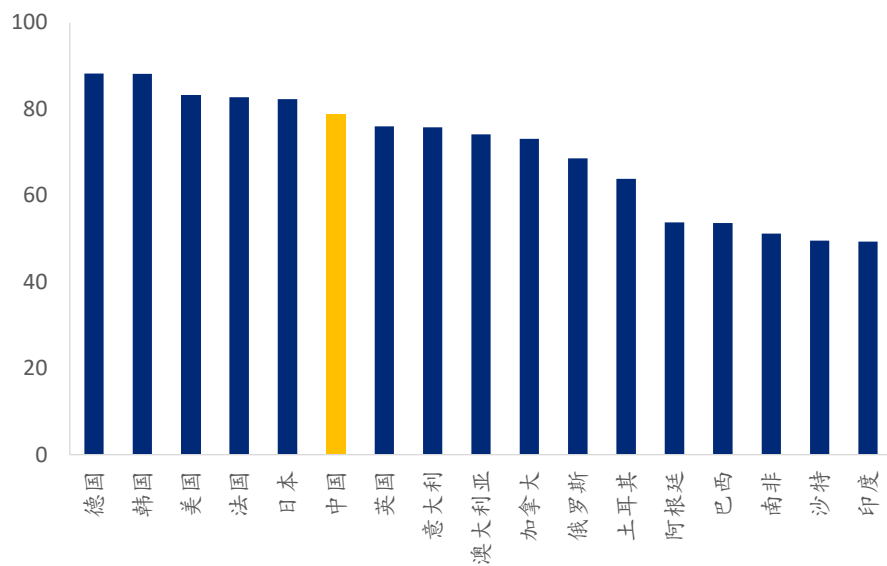


资料来源: FactSet, 浦银国际.

除了经济韧性，发达市场国家的创新能力更强，因此更容易适应“后疫情”时期的经济复苏，并且能够更好地适应因疫情导致的经济模式的改变。因为疫情的原因，一些公司已经开始转变经营模式，将线下零售转型为线上零售。例如，6月10日，Zara 和 Massimo Dutti 等品牌的母公司 Inditex 宣布，计划在两年内关闭 16% 的门市，并集中经营资源转向到数位营销。

在新冠疫情席卷全球后，拥有更强创新能力的经济体，能更快做出改变从而恢复经济增长。根据 Visual Capitalist 的创新经济体排名，发达市场国家在创新性上普遍具有较强的竞争力，创新能力得分均值为 80.4。新兴市场国家的创新能力得分较低，均值为 58.6 分；除中国得分较高为 78.8 之外，其他新兴市场国家在创新能力的得分都低于 70 分。因此，在“后疫情”时期，发达国家的创新能力可以帮助其更好地复苏经济。

图表 72: 2020 年全球最具创新力经济体评分



资料来源: Visual Capitalist, 浦银国际.

## (八) 全球央行面临新选择，负利率？

面对疫情的冲击，发达国家央行正探讨负利率的现实意义。回顾 2020 年上半年，在应对新冠疫情造成的经济冲击时，降低利率和量化宽松政策成为了各国央行普遍选择的工具。概括来说，新兴市场央行以降低利率为主要政策工具，发达市场央行除了将利率降低至 0.25% 左右的水平外，还采取了较大规模的量化宽松，提高流动性的同时支持疫情冲击下的经济。但考虑到疫情还未得到完全控制，第二波疫情的传闻已甚嚣尘上，全球央行在下半年采取何种刺激措施已经成为了无法逃避的问题。

图表 73: 全球 3 月期利率中位数 (%)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际。

图表 74: 全球 10 年期国债收益率中位数 (%)

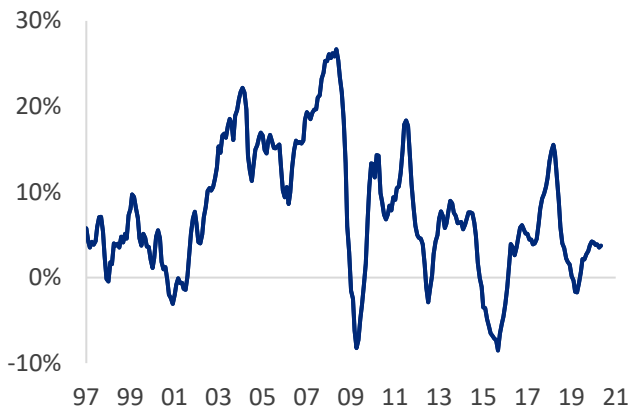


资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际。

美国利率期货进入负利率区间后，市场关于美国是否会实施负利率进行了激烈的讨论。出于对这种讨论的回应，多名美联储官员出面表达对负利率的看法。5 月份，美联储主席鲍威尔（有投票权）、纽约联储主席威廉姆斯（有投票权）、芝加哥联储主席埃文斯（无投票权）、圣路易斯联储主席布拉德（无投票权）、亚特兰大联储主席博斯蒂克（无投票权）等美联储政策制定者集中表态反对负利率，并表示美联储会采取诸如前瞻性指引和扩大资产负债表的措施，而非负利率的刺激政策。

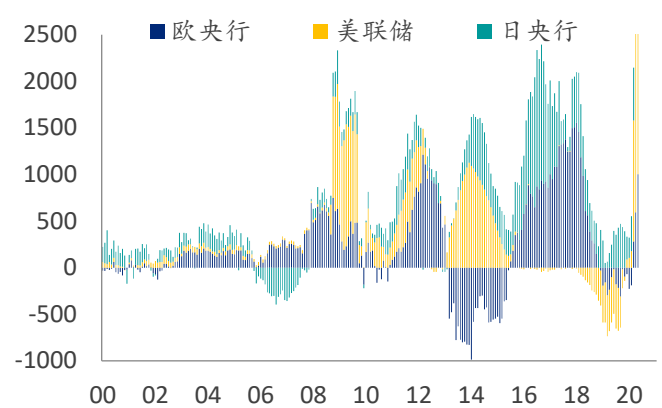
与美国不同，英国对于负利率的态度在 5 月份出现了戏剧化的反转。此前表示不会采用负利率的英国央行行长贝利在 5 月 20 日表示，负利率正在被“积极审查”之中。英国央行对负利率的态度转变使得银行业对下半年的前景表达了担忧，尤其担心负利率将削减银行业的收益并影响银行负担贷款损失的能力。

图表 75: 全球各国 M2 增速中位数



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际.

图表 76: 全球央行资产年度增量 (十亿美元)

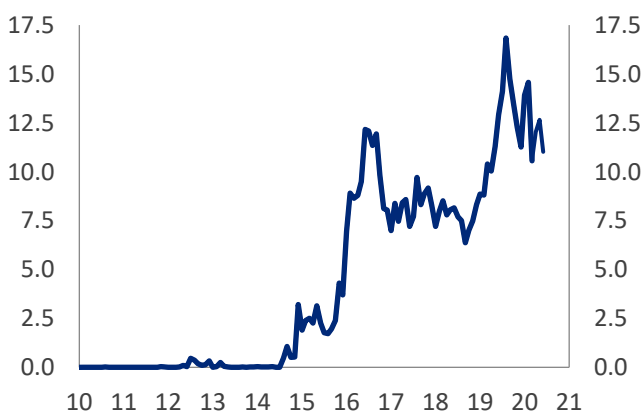


资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际.

市场目光聚焦在负利率，不仅是对全球央行能否还有其他有效手段应对经济衰退的担忧，也是对全球是否会进入负利率时代的思考。负利率不能看作作为一个非传统货币政策，它其实跟传统的利率政策一样，都是希望通过低利率去 1) 鼓励银行贷款及 2) 货币贬值刺激出口。

负利率作为一种政策工具，在现实实施中只有 5、6 年的时间。2014 年 6 月，欧洲央行宣布将隔夜存款利率降低到 -0.1%，正式开启了欧元区的负利率时代。随后，德国、法国、荷兰、瑞士等都将 10 年期国债到期收益率降到负值。2016 年 2 月，日本央行开始实施负利率政策。目前还没有新兴市场和发展中经济体使用负利率刺激经济。

图表 77: 全球负利率债券市值 (万亿美元)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际.

图表 78: 全球主权债收益率 (%)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际.

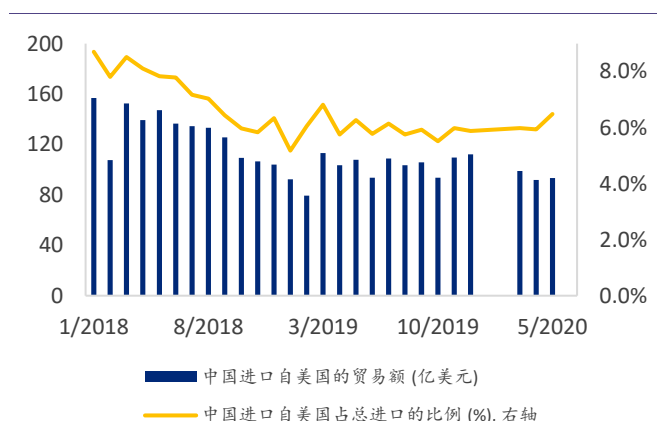
当下，负利率备受争议的主要原因是使用负利率的效果弊大于利。

- 当利率为负数时，传统商业银行面对的情况是，在贷款市场，银行业因为负利率的原因会急于将资金投放进市场，激烈的竞争会压低银行收取的贷款利率；在存款市场，银行业出于多方面的考虑要保持存款利率大于零。在这种情况下，银行净利息收益率将会收窄，银行从传统借贷活动中的盈利能力将下降。除此之外，贷款利率作为筛选贷款者资质的尺子，可以帮助商业银行有效地评估贷款风险。负利率会加剧商业银行间在贷款市场的竞争，导致贷款质量的下降和风险的提高。
- 负利率还将波及养老基金和保险行业，因为养老基金和保险公司将不得不向客户支付最低所得保障的名义汇报。
- 目前，尚不清楚负利率是否能帮助货币贬值。日元和瑞士法郎提供了很好的例子，尽管两国央行采取了负利率，但两种货币却大幅升值。这导致了两国出口竞争力受到削弱。
- 此外，没有足够的证据能证明负利率会提高 CPI 和消费者预期，因为日本和欧洲虽然采取了负利率但仍然受到通货紧缩风险，而非通胀的困扰。

## (九) 美国大选前的中美关系

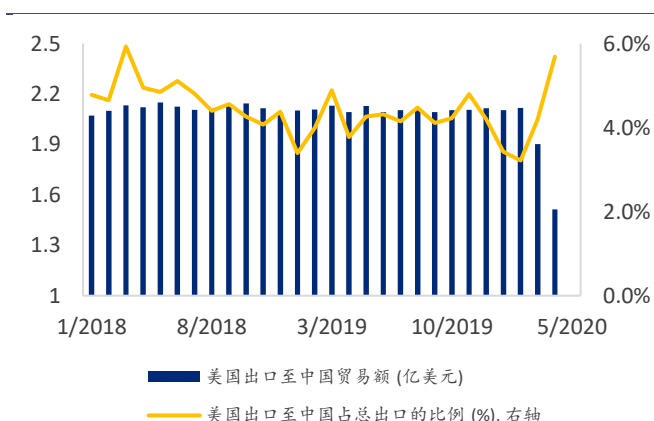
疫情影响下，第一阶段贸易协议将成为下半年中美较量的重点；年底的美国大选将影响未来中美关系的走向。随着第一阶段贸易协议于2020年1月15日被签署，历时18个月的中美贸易战暂时休兵，双方剑拔弩张的关系得到了初步的缓解。然而，突然暴发的新冠疫情为历经坎坷的中美贸易关系再添不稳定因素。

图表 79: 中国进口自美国的贸易数据



资料来源: FactSet, 浦银国际。

图表 80: 美国出口至中国的贸易数据



资料来源: FactSet, 浦银国际。

疫情导致的经济停摆和需求减少，客观上影响了第一阶段贸易协议中关于中国采购计划的落实情况。协议生效至今已5个月，市场对于中国今年完成购买767亿美元商品和服务的目标是否能够完成的猜测从未停止。通过比较中国进口自美国的货物总值和美国出口至中国的货物总值可以发现，中国确实增加了对美采购的份额。自美国进口的贸易额虽然从去年12月份的112亿美元下降至5月份的93亿美元，但来自美国的进口占总进口的比例由去年12月的5.9%上涨到5月份的6.5%。

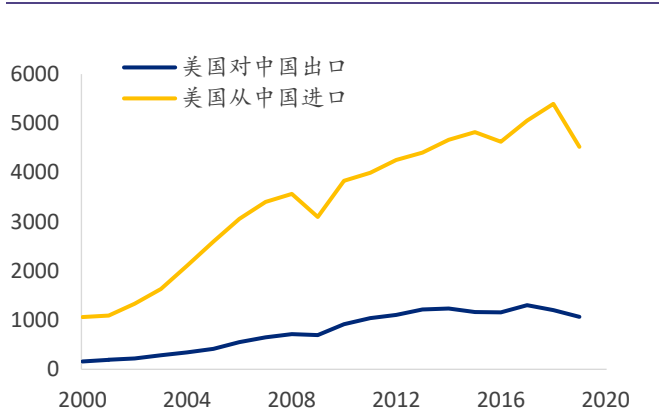
这说明，在疫情和经济停摆的影响下，中国整体的进口下降了，但是对美采购的下降幅度远小于从其他国家进口的数额。另一方面，美国的出口数据也印证了上述说法。虽然数据间接证明了中国在履行协议上的努力，但美国总统特朗普还是更看重协议的实际落实情况，他在5月6日表示在一两周之内就能够对于中国是否履行贸易协定中的承诺做出报告。这无疑为接下来的第一阶段协议的落实添加了不确定因素。

今年年底的美国大选，料会成为未来 3-5 年中美关系的转折点。对于美国总统特朗普来说，其任内最大的成就莫过于股市的繁荣和经济的增长，但这两项已经因为新冠疫情在美国蔓延而消失不见，唯一剩下的就是和中国签订的第一轮贸易协议。

中美贸易在过去的 20 年都是不平衡的，美国从中国的进口是出口的 4 倍，这一趋势虽然受到贸易战影响，但巨大的进出口差距并非短短几年可改变的。2012 年后，美国对中国的贸易逆差减少了 15%，但从以下图表可以看到美国并没有找到其他国家能够完全代替中国，美国对中国减少了的贸易逆差只是平均的分散到其他国家。虽然这能分散风险，但同时也增加了企业的成本。

第一阶段贸易协议更像是帮助美国总统特朗普繁荣美国经济的强心剂。在美国消费者信心指数因新冠疫情而一路下跌的背景下，如何通过贸易协定稳定美国经济，会成为其最主要的考虑。随着美国大选的临近，中方就贸易协定执行情况的议价能力日益增强。中美就第一轮贸易协定的争议会越发激烈，我们认为中美关系有可能将在下半年走向低谷，为后疫情的经济复苏带来不明朗因素。

图表 81: 美国对中国的贸易不平衡



资料来源: FactSet, 浦银国际.

图表 82: 美国消费者信心指数



资料来源: FactSet, 浦银国际.

图表 83: 美国与贸易伙伴工业产品贸易逆差数据 (占美国贸易逆差的比例, %)

年份	中国	日本	德国	加拿大	墨西哥	七国集团	东盟九国	亚洲四小龙	其他 OECD 国家	世界其他国家
1990	10.3	49.4	10.2	7.5	-1.9	70.4	6.1	25.7	-6.7	-0.5
1995	24.2	45.3	10.0	6.7	5.7	66.9	13.1	10.8	-6.0	-9.8
2000	25.5	24.9	8.3	6.2	3.6	45.1	11.5	9.1	7.3	3.7
2005	37.0	15.1	8.5	4.1	4.2	34.3	9.4	3.7	12.9	5.1
2008	57.6	16.5	8.6	-2.2	5.8	31.0	11.1	1.6	9.2	-8.2
2009	70.5	14.6	8.0	-7.0	6.8	21.7	13.0	1.7	7.9	-15.5
2010	67.1	15.1	7.9	-5.9	8.1	22.9	11.0	-0.2	9.7	-12.8
2011	67.6	15.0	10.4	-7.5	6.1	23.4	11.1	-0.2	9.0	-11.5
2012	70.6	16.9	12.2	-8.6	5.6	27.0	11.7	0.1	7.3	-16.0
2013	72.6	16.4	13.8	-9.5	5.2	28.4	12.8	-1.4	8.5	-18.4
2014	67.7	13.5	13.2	-8.4	5.2	25.5	13.6	0.4	11.0	-16.2
2015	59.5	11.2	11.1	-5.1	7.3	23.5	13.6	1.7	11.3	-10.5
2016	55.4	11.0	9.2	-4.5	8.2	21.4	14.3	1.9	11.9	-7.4

资料来源: OECD, 浦银国际.

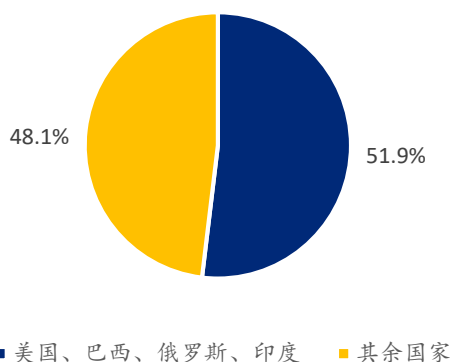


## (十) 粮食危机对经济复苏的潜在影响

潜在的粮食危机会对新兴市场国家的经济复苏造成负面影响。根据4月21日世界粮食计划署发布的《2020年全球粮食危机报告》，今年将是全球面临粮食供应最严峻的一年。受新冠疫情影响，今年将有2.65亿人遭遇粮食危机，比2019年多出1.3亿。

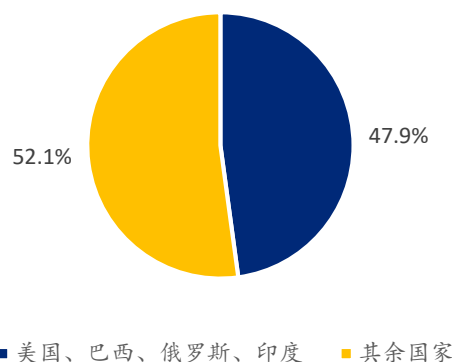
全球粮食出口市场的供应来源较为集中，前五名的出口量之和所占的市场份额都在一半以上。例如，全球小麦、玉米、大豆、稻米出口市场前五名的出口量份额分别为62%，81%，93%，80%。在这样的市场结构下，粮食价格的波动受主要粮食出口国的影响较显著，粮食供应的风险无法分散到多个国家。主要出口国的粮食生产出现问题，将对全球粮食市场的供应造成巨大影响，进而波及到全球粮食价格、甚至导致粮食危机。对于2020年下半年全球粮食市场的展望，我们预计以下三个方面会是影响粮食供应的主要因素。

图表 84: 全球主要粮食出口比例



资料来源：联合国粮农组织统计数据库，浦银国际。

图表 85: 新冠肺炎确诊人数比例



资料来源：ECDC，浦银国际。

新冠疫情对全球主要的粮食出口国的影响巨大。截止6月8日，全球新冠疫情累计确诊人数达701万，确诊人数最多的五个国家，除英国外，都是全球粮食市场的主要出口国（美国、巴西、俄罗斯、印度），合计小麦、玉米、大豆、稻米出口量占全球的份额分别为31%，54%，82%，35%。目前，这四个国家的疫情还未得到有效的控制。即便疫情在第二季度末得到控制，考虑到农业生产活动的周期性，疫情对粮食生产的滞后效应也会在下半年有所体现，并会进一步地影响主要粮食作物的出口量。

此外，出于对限制疫情传播的考虑，部分国家（例如俄罗斯、哈萨克斯坦、乌克兰、越南）出台了限制粮食出口的政策，这也对下半年全球粮食出口造成负面的影响。

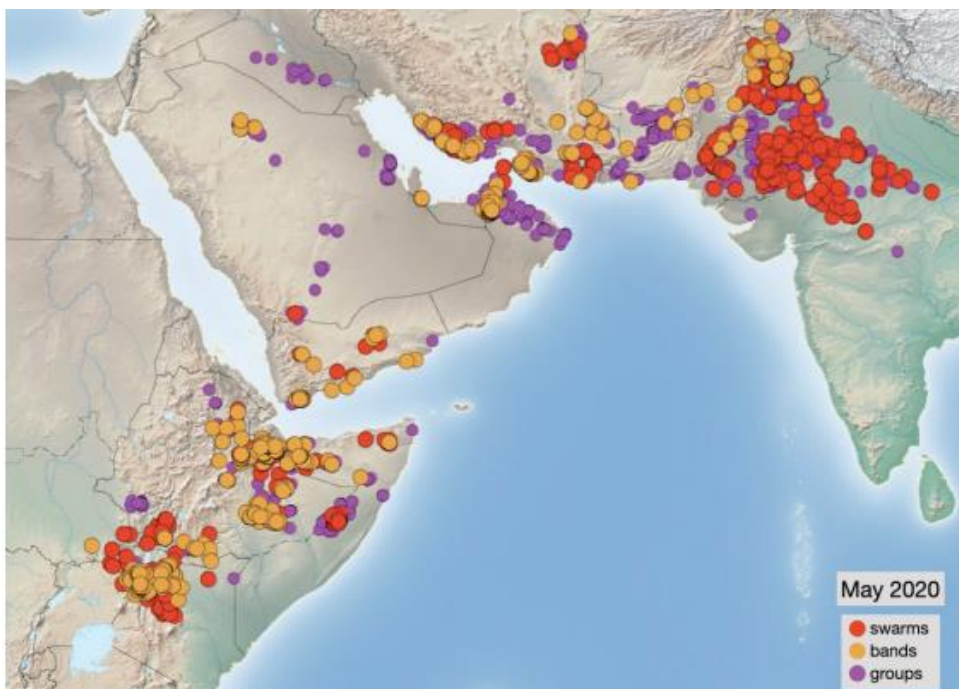
图表 86: 全球主要粮食市场数据与疫情数据

主要出口国	出口量 (万吨)	出口占全球份额 (%)	累计确诊人数 (万人)	确诊人数占总人口比例 (%)
<b>小麦</b>				
俄罗斯	3303	17%	45.87	0.3%
美国	2730	14%	192.01	0.6%
加拿大	2206	11%	9.50	0.3%
澳大利亚	2199	11%	0.73	0.03%
乌克兰	1731	9%	2.65	0.06%
<b>玉米</b>				
美国	5304	33%	192.01	0.6%
巴西	2927	18%	64.58	0.3%
阿根廷	2371	15%	2.20	0.05%
乌克兰	1939	12%	2.65	0.1%
俄罗斯	518	3%	45.87	0.3%
<b>大豆</b>				
巴西	6815	45%	64.58	0.3%
美国	5538	36%	192.01	0.6%
阿根廷	740	5%	2.20	0.05%
巴拉圭	612	4%	0.11	0.02%
加拿大	466	3%	9.50	0.3%
<b>稻米</b>				
印度	1206	27%	24.66	0.02%
泰国	1162	26%	0.31	<0.01%
越南	581	13%	0.03	<0.01%
美国	327	7%	192.01	0.6%
巴基斯坦	274	6%	9.89	0.05%

资料来源: 联合国粮农组织统计数据库, ECDC, 浦银国际。

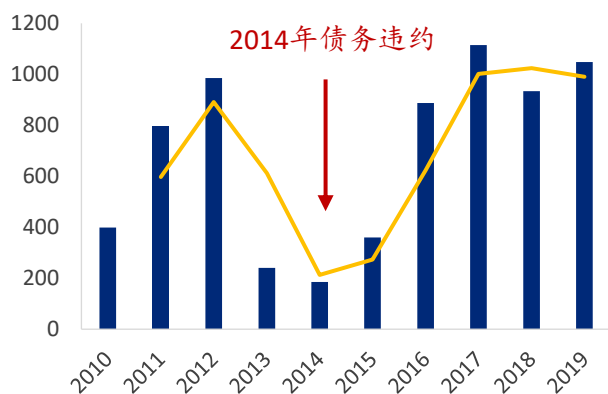
除了新冠疫情, 25 年来最严重的蝗灾席卷了东非和南亚, 成为今年影响粮食安全的另一个重大威胁。根据 6 月 4 日粮食及农业组织的最新公告, 第二波沙漠蝗虫在东非和南亚继续扩散。持续的蝗灾不仅在东非造成了粮食的短缺, 还将影响稻米主要出口国印度和巴基斯坦的农业生产。截止 5 月份, 沙漠蝗虫侵袭了巴基斯坦境内 76,466 公顷、印度境内 53,604 公顷的农田, 目前两国处于蝗灾橙色警戒级别。沙漠蝗灾打击了全球第一和第五稻米出口国的农业, 蝗灾对农作物造成的持续影响将延续到下半年, 并对全球粮食供应起到推波助澜的作用。

图表 87: 沙漠蝗灾分布图



资料来源：联合国粮农组织沙漠蝗虫公告。

图表 88: 阿根廷小麦出口量 (万吨)



资料来源：CEIC，浦银国际。

另一个潜在影响全球粮食安全的因素是阿根廷主权债务违约。作为全球主要粮食出口国，阿根廷向世界市场出口了约 2825 万吨大豆、2370 吨玉米、1309 万吨小麦、以及 66 万吨牛肉。疫情的冲击导致阿根廷经济受损，该国正面临第九次主权债务危机。5 月 16 日，阿根廷公布了 662.38 亿美元的债务重组方案，要求减免 36 亿美元债务本金、减免 379 亿美元债务利息、并予以偿还债务 3 年宽限期等。纵观本世纪前 20 年，阿根廷已经发生过两次主权债务违约。2014 年该国发生主权债务违约，对农业出口造成了断崖式的下跌；2001 年主权债务违约发生时，阿根廷关闭了主要的期货市场：布

宜诺斯艾利斯谷物交易所暂停交易，罗萨里奥谷物交易所交易量大幅缩水。目前，阿根廷正在与国际债权人就债务重组方案进行谈判。如果此次谈判不能顺利进行，主权债务违约所带来对阿根廷进出口的冲击，将又一次波及世界粮食市场，造成相应粮食市场的供应短缺和价格上涨。

**粮食价格上涨会影响新兴市场国家。**根据美国农业部和世界银行的数据，2016 年各国食物进口占总进口额的平均比例为 14%，而食物占消费支出的平均比例为 22%。以 G20 国家为例，我们按照食物进口占总进口额的比例和食物占消费支出的比例对国家进行分类。

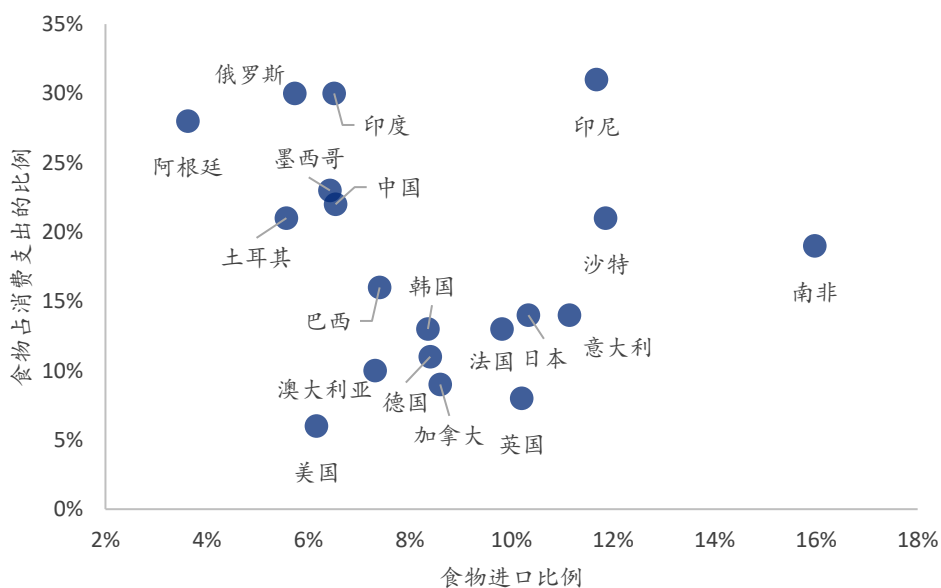
第一类是“高进口、高占比”的国家，例如沙特、印尼、南非。这些国家面临的由全球粮食供应所导致的物价上涨威胁最大。

第二类是“低进口，高占比”的国家，例如中国、印度、俄罗斯等。虽然这类国家进口食物的比例不大，但考虑到疫情对国内农业生产的冲击，“高占比”的特点也会导致这些国家的物价受到全球粮食安全的影响。

第三类是“高进口，低占比”，例如英国、法国、日本等发达经济体。这些国家虽然需要从全球市场进口粮食，但“低占比”的特点使得这些国家面临粮食价格上涨的压力较小。

当下，各国都在采取扩大消费需求的刺激手段帮助复苏经济，比如给符合资格的国民发放援助金等。如果粮食供应危机真的出现，上升的食物价格将挤压其他商品的需求，这将抵消刺激手段的效果，使得经济复苏变得更加缓慢。

**图表 89: 食物占消费支出的比例与食物进口比例**



资料来源：美国农业部，世界银行，浦银国际。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼