

二零二零年三月二十六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 新冠病毒不断蔓延，全球许多经济体为了遏制病毒的传播，纷纷采取隔离措施，关闭工厂并削减对产品和服务的需求，导致经济活动中断。鉴于此，全球石油的需求缩减，但供应依旧过剩触发了石油价格的回调。市场对未来石油减产利好供求稳定的预期也正在推动油价回稳。
- 沙特阿拉伯、石油输出国组织（OPEC）和俄罗斯之间就石油减产并未达成一致，油价大战一触即发，加剧整个石油市场的崩溃。随着沙特阿拉伯在谈判破裂之后增加石油开采量，以低价手段大力推高供应量，导致石油价格一度下跌超过 40%。石油价格的猛跌给全球经济带来了一波新的冲击。
- 总之，油价暴跌之时正是全球经济活动和通胀大幅波动的时期，全球蔓延的新冠病毒催化经济紧缩，石油需求量可能出现自 2009 年以来的首次下滑。2020 年以来，石油价格的累计跌幅接近 60%，这也明确反应出在经济和地缘政治的影响下，石油供应过剩，同时未来石油市场的走势将于全球经济复苏的速度保持一致。
- 我们认为，由于旅游业因疫情受损严重、个人消费以及企业投资均都处于低迷情绪中，全球石油需求疲弱，石油市场将处于供需之间严重失衡的情况，上半年油价或将保持在 20 美元/桶至 30 美元/桶之间；随着全球政府的宽松货币立场趋于一致，经济活动将逐渐复苏，下半年或将回升至 40 美元/桶以上。

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

石油价格崩溃加剧全球经济的紧张局势

新冠病毒不断蔓延，全球许多经济体为了遏制病毒传播，纷纷采取隔离措施，关闭工厂并削减对产品和服务的需求，导致经济活动中断。鉴于此，全球石油的需求缩减，但供应依旧过剩的状况触发了石油价格的回调。市场对未来石油减产利好供求稳定的预期也正在推动油价回稳。然而，沙特阿拉伯、石油输出国组织（OPEC）和俄罗斯之间就石油减产的协议并未达成一致，油价大战一触即发，加剧整个石油市场的崩溃。随着沙特阿拉伯在谈判破裂之后增加石油开采量，以低价手段大力推高供应量，导致石油价格一度下跌超过 40%。石油价格的猛跌给全球经济带来了一波新的冲击。尽管油价的暴跌释放了更多的购买力，促进了家庭对消费品的需求量，但对能源企业短期内的负面影响是十分严重的，此外，对石油出口国经济增长也会带来一定的次级影响。毫无疑问，石油价格的错位给企业增加了经济压力，从而打击了利润增长、投资收益以及消费者信心，并导致了市场动荡加剧，不确定性攀升。总之，油价暴跌之时正是全球经济活动和通胀大幅波动的时期，全球蔓延的新冠病毒催化经济紧缩，石油需求量可能出现自 2009 年以来的首次下滑。2020 年以来，石油价格的累计跌幅接近 60%，这也明确反应出在经济和地缘政治的影响下，石油供应过剩，同时未来石油市场的走势将于全球经济复苏的速度保持一致。我们认为，由于旅游业因疫情受损严重、个人消费以及企业投资均都处于低迷情绪中，全球石油需求疲弱，石油市场将处于供需之间严重失衡的情况，上半年油价或将保持在 20 美元/桶至 30 美元/桶之间；随着全球政府的宽松货币立场趋于一致，经济活动将逐渐复苏，下半年或将回升至 40 美元/桶以上。

油价暴跌引发全球经济动荡。全球能源市场的波动冲击环经济增长前景。近期石油价格的下挫主要是由于石油出口国之间进行的价格战从而引发供需失衡的状况，导致供求之间的动态关系发生变化。就以往而言，油价下跌其实对全球经济增长是产生积极的影响，因为企业可以降低成本、消费者储蓄增加。然而，目前的状况并非如此。沙特阿拉伯作为低成本石油生产国可能会持续挤压俄罗斯以及美国页岩油生产商等等较高成本企业的市场份额，油价骤然下跌会导致企业收入下跌，与石油生产有关的工作将会停止，从而影响该国的财务状况和就业形势。此外，尽管消费者能够在石油降价中受益，但如今由新冠疫情引发的停工潮让人担忧，他们没有动力将从买油中剩下来的钱转移至其他消费上。新冠肺炎演变成全球大流行病，金融市场持续动荡，再加上地缘政治的紧张局势和 OPEC 政策预期的突然转变，全球石油市场将继续波动，或将导致在全球供应链中出现更多的混乱，推高市场对全球经济衰退的担忧情绪。

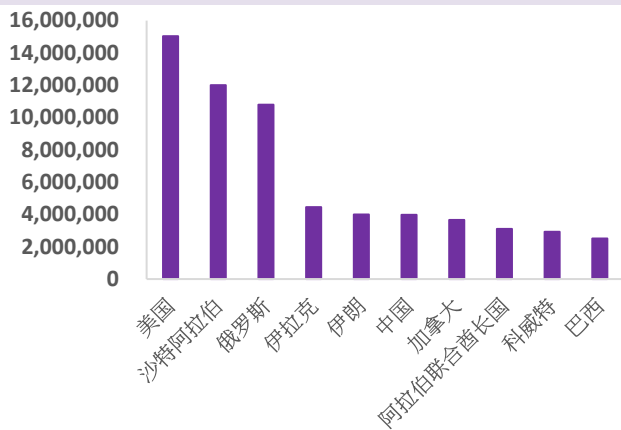
石油价格震荡使得美国经济受损。美国页岩油的生厂商其产量一致处于全球前列，但随着沙特阿拉伯报复性增加低成本石油的生产并压低价格，美国页岩油生产商或因其自身的高成本缺乏竞争力而遭受巨大的收入损失。石油价格暴跌促使高成本页岩油生产商减产，加剧其财务状况的恶化。此外，种种负面影响也加深了人们的担忧，石油开采需求下降，企业债务紧缩或将造成内部成本削减以及裁员。美国能源公司的垃圾债券收益率正随着违约风险的增加而攀升，这可能会导致相关公司破产、能源行业失业率上升。总而言之，当前石油市场的崩溃可能会打击美国 2020 年的经济增长，并重塑美国能源行业的未来发展路径。

油价下跌有利于中国经济的复苏。中国是石油和天然气的纯进口国。原油价格暴跌受益于能源成本高昂的制造业和服务业。较低的油价能够有效地维持货币以及账户现金，从而缓解通胀压力，支持货币政策的实施。能源开支的降低直接刺激消费者和企业的收益。总的来说，新冠肺炎的爆发在 1 月底 2 月初已经深深影响了中国的经济活动，隔离措施导致制造和消费活动暂停。随着疫情在中国的逐渐好转，居家隔离、工厂关闭等措施逐渐放松甚或是结束，全面复工后，制造业活动恢复，有助于修补早前中断的供应链。总的来说，中国对石油的需求将加大，以支持工业生产和消费活动。低廉的原油价格无疑将对中国许多行业产生积极影响，这些行业也将帮助整体经济复苏走上正轨，并恢复中国经济的增长势头。

低油价环境下给各国政策的制定带来了挑战和机遇。全球健康危机愈演愈烈，经济环境越发复杂，贸易、消费和投资均受到不同程度的打击，预示着全球经济增长和金融市场发展将在 2020 年上半年持续动荡。石油价格猛跌进一步影响了全球经济环境，对宏观经济、金融市场和政策制定有重大影响。对于石油进口国而言，油价暴跌有利于经济增长，降低通胀，改善外部收支和本地财政之间达到平衡，扩大政策的施政空间。相反，石油出口国将会在此次油价暴跌中深受负面影响，出口和财政收入将会严重受损，同时，油价的下跌可能伴随着资本的外流，财政储备损失以及货币贬值。总之，石油市场的波动可能会在某些维度限制宏观经济政策的实施，但是，油价下跌也为达到经济再平衡提供了调整的机会。

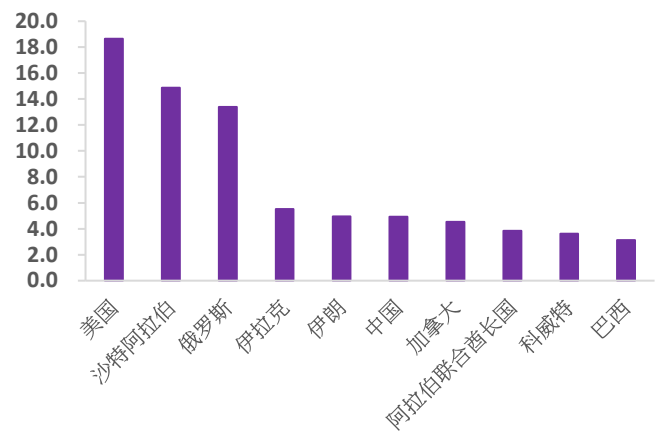
石油价格走势将取决于全球经济复苏步伐。石油价格的变动趋势取决于全球总需求的复苏，而不是产量的减少。目前需求疲软的状况主要是受到新冠病毒的影响，在美国、欧洲和其他一些大洲仍面临着确证病例激增的状况。我们认为，2020 年上半年石油价格将维持在 20 美元/桶至 30 美元/桶的低位水平。随着 2020 年三季度预计新冠病毒疫情将得到改善，全球制造业和消费活动的恢复将有利于刺激对是有的需求，油价很有可能会恢复至 40 美元/桶以上。总而言之，全球主要央行纷纷采取降息并加强量化宽松计划。美联储已将利率削减至接近 0，并出台无限量化宽松计划，展现出美联储保卫经济稳定的决心，宽松的流动性管理有助于消除经济活动的干扰。充足的流动性将对刺激能源价格起到正面的刺激作用。

图.1: 2019 年原油生产国 (每日产量/桶)



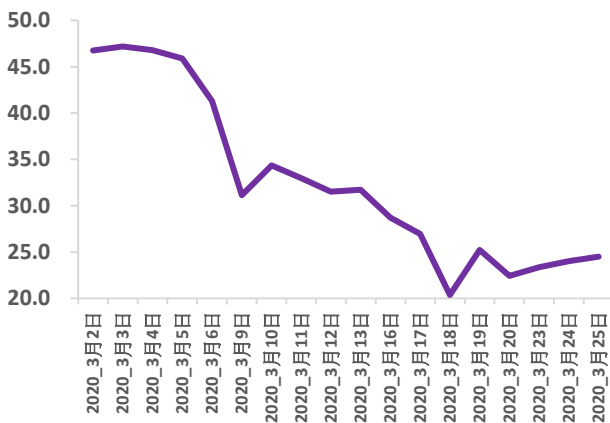
来源: EIA

图.2: 2019 年原油生产国 (占全球比重%)



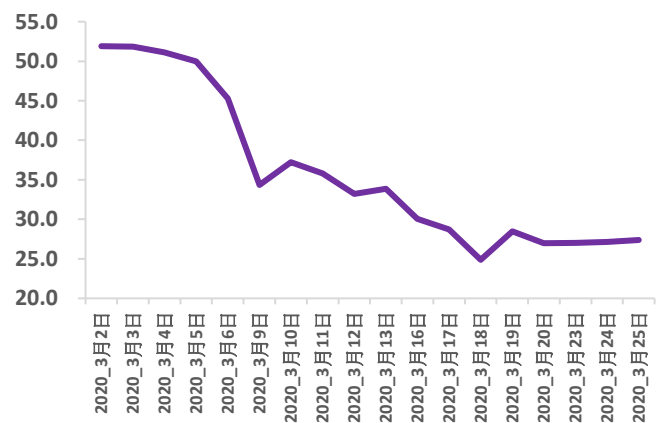
来源: EIA

图.3: 纽约期油 (每桶_美元)



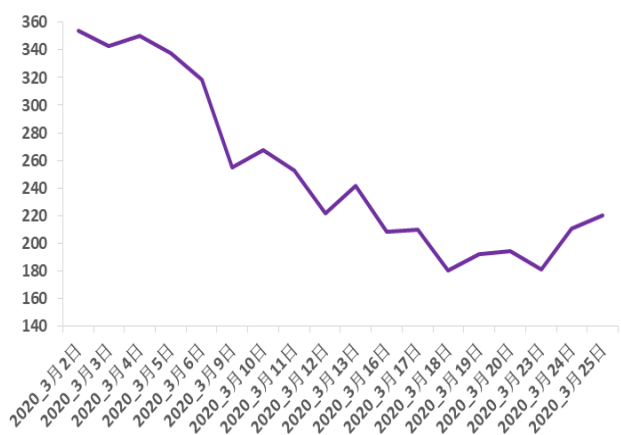
来源: 彭博

图.4: 布兰特期油 (每桶_美元)



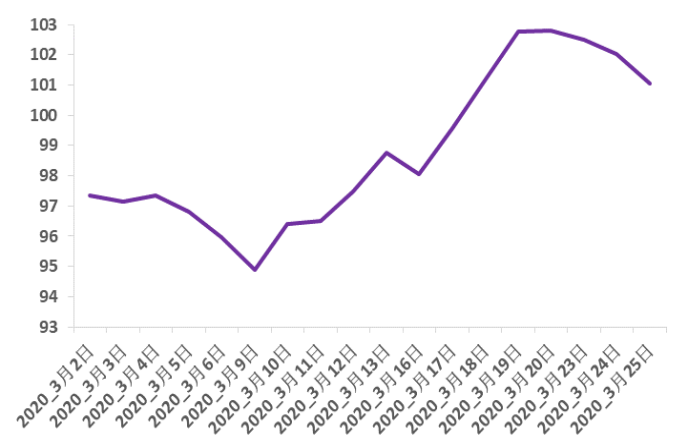
来源: 彭博

图.5: 美国 S&P500 能源指数



来源: 彭博

图.6: 美元指数



来源: 彭博

中国经济数据

	2016	2017	2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.8	6.6	6.4	6.2	6.0	6.0	6.1
制造业 PMI (%)	51.4	51.6	49.4	49.7	49.6	49.7	49.9	50.2
非制造业 PMI (%)	54.5	55.5	53.2	54.6	54.3	53.7	53.6	53.5
出口(人民币/同比%)	(1.9)	10.8	7.1	6.7	5.6	3.9	4.0	5.0
进口(人民币/同比%)	0.6	18.7	12.9	0.3	2.8	(2.5)	5.4	1.6
贸易余额 (人民币/十亿)	3352.3	2852.5	2330.3	506.8	700.7	812.4	895.1	2915.0
出口增长 (美元/同比%)	(7.7)	7.9	9.9	1.4	(1.0)	(0.3)	1.8	0.5
进口增长 (美元/同比%)	(5.5)	15.9	15.8	(4.1)	(3.7)	(6.2)	3.2	(2.7)
贸易余额 (美元/十亿)	510.7	422.5	351.8	72.9	103.9	117.7	127.4	421.9
消费物价指数 (同比%)	2.0	1.6	2.1	1.8	2.6	2.9	4.3	2.9
生产者物价指数 (同比%)	(1.4)	6.3	3.5	0.2	0.5	(0.8)	(1.2)	(0.3)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	8.1	7.2	5.9	6.3	5.8	5.4	5.4	5.4
房地产投资 (年初至今/同比%)	6.9	7.0	9.5	11.8	10.9	10.5	9.9	9.9
工业增加值 (同比%)	6.0	6.6	6.2	6.5	5.6	5.0	5.9	5.7
零售额 (同比%)	10.4	10.2	9.0	8.3	8.6	7.6	7.8	8.0
新增贷款 (人民币/十亿)	14113.6	12174.9	16173.6	5809.1	3863.4	3955.6	3189.4	16817.5
广义货币供应量 (同比%)	11.3	8.1	8.1	8.6	8.5	8.4	8.7	8.7
总社会融资 (人民币/十亿)	17802.2	26153.6	22492.0	8605.9	6007.7	5997.0	4964.7	25575.2

	2/19	3/19	4/19	5/19	6/19	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20
实际国民生产总值 (同比%)	-	6.4	-	-	6.2	-	-	6.0	-	-	6.0	-	-
制造业 PMI (%)	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7
非制造业 PMI (%)	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6
出口(人民币/同比%)	(16.5)	21.0	3.2	7.7	5.9	10.4	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.9)
进口(人民币/同比%)	0.6	(1.4)	10.8	(2.2)	0.2	1.1	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.4)
贸易余额 (人民币/十亿)	27.3	213.3	88.6	276.5	335.6	303.7	238.1	270.6	299.4	266.4	329.3	-	(42.6)
出口增长 (美元/同比%)	(20.7)	14.0	(2.7)	1.1	(1.5)	3.4	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.2)
进口增长 (美元/同比%)	(4.4)	(7.2)	4.5	(8.2)	(6.8)	(4.9)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(4.0)
贸易余额 (美元/十亿)	3.0	31.5	13.1	41.3	49.6	44.1	34.6	39.0	42.6	37.6	47.2	-	(7.1)
消费物价指数 (同比%)	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2
生产者物价指数 (同比%)	0.1	0.4	0.9	0.6	0.0	(0.3)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(1.4)	(0.5)	0.1	(0.4)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)
房地产投资 (年初至今/同比%)	11.6	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)
工业增加值 (同比%)	5.3	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-	(13.5)
零售额 (同比%)	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-	(20.5)
新增贷款 (人民币/十亿)	885.8	1694.3	1016.0	1183.7	1663.6	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1140	3340.0	905.7
广义货币供应量 (同比%)	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8
总社会融资 (人民币/十亿)	966.5	2960.2	1671.0	1712.4	2624.3	1287.2	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5070.0	855.4
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2
31个大城市城镇调查失业率(%)	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	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	21,200.55	17.84	6.54
标准普尔 500 指数	2,475.56	19.50	3.23
纳斯达克综合指数	7,384.30	31.62	5.64
欧洲			
富时 100 指数	5,688.20	16.36	11.96
德国 DAX 30 指数	9,874.26	17.05	16.97
法国 CAC 40 指数	4,432.30	16.14	18.04
斯托克 600 价格指数	313.38	14.96	12.06
亚洲			
香港恒生指数	23,527.19	9.59	5.54
恒生中国企业指数	9,529.49	7.63	8.28
上海深圳沪深 300 指数	3,722.52	13.26	2.37
上海证券交易所综合指数	2,781.59	13.31	1.94
深证综合指数	1,714.86	35.43	2.18
日经 225 指数	19,546.63	17.29	14.90
韩国 KOSPI 指数	1,704.76	16.45	7.14
台湾证交所加权股价指数	9,644.75	15.41	4.62
标普/澳证 200 指数	4,998.07	15.36	0.91
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	1,785.99	18.54	6.17
MSCI ACWI 指数	427.57	17.76	6.17
MSCI 新兴市场指数	836.54	13.45	6.19
MSCI 美国指数	2,357.18	20.05	3.73
MSCI 英国指数	1,625.49	16.79	11.73
MSCI 法国指数	127.80	15.93	17.92
MSCI 德国指数	113.73	16.03	17.39
MSCI 中国指数	75.75	13.44	7.55
MSCI 香港指数	12,285.48	12.10	0.95
MSCI 日本指数	866.66	13.43	12.40

*全部市场根据 25/03/2020 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	24.49	20.23
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	27.39	10.09
天然气期货	美元/百万英	1.66	3.43
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1,514.25	(7.12)
铜期货	美元/磅	220.40	2.46
LME 钢筋期货	美元/吨	420.00	(1.64)
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1,565.75	(2.31)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,617.85	8.15
黄金期货	美元/盎司	1,634.30	10.38
现货银	美元/盎司	14.22	14.74
现货铂	美元/盎司	711.11	8.41
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	348.50	3.95
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	580.00	14.12
11 号糖 (全球)	美元/磅	11.41	6.94
大豆期货	美元/蒲式耳	881.50	6.78

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	(0.17)	(0.16)
美国综合国债 1 年收益率	0.17	0.00
美国综合国债 5 年收益率	0.53	(0.26)
美国综合国债 10 年收益率	0.87	(0.32)
美国综合国债 30 年收益率	1.44	(0.34)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.92	0.17
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.23	0.18
日本综合国债 1 年收益率	(0.22)	(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	(0.60)	0.17
德国综合国债 10 年收益率	(0.26)	(0.03)
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	1.78	(0.18)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.37	(0.13)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.63	(0.09)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	0.85	(0.12)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.90	(0.14)
香港基本利率 (贴现率)	1.60	0.33
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.60	0.33
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.99	0.27
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.31	(0.00)
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.26	0.02
公司债 (穆迪)		
Aaa	3.44	0.04
Baa	5.03	0.52

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	101.05	(0.11)
欧元/美元	1.0807	(1.75)
英镑/美元	1.1891	(0.84)
澳大利亚元/美元	0.5993	1.06
美元/加拿大元	1.4412	0.66
美元/日元	111.22	3.63
美元/瑞士法郎	0.9819	2.32
人民币中间价指数	7.0742	0.59
美元/人民币	7.1148	0.95
交割远期		
美元/中国境外即期汇率	7.1264	1.16
美元/港币	7.7532	(0.17)
人民币/港币	1.0902	(1.07)
中国境外即期汇率/港币	1.0879	(1.32)
美元/韩元	1,229.90	(1.27)
美元/新台币	30.316	0.18
美元/新加坡元	1.4483	0.75
美元/印度卢比	76.076	2.51

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