

二零二零年八月六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 随着新冠病毒在许多新兴市场以及发达经济体的又一次爆发，各国政府正重启严格的封锁隔离措施。全球经济的复苏步伐再受阻，经济正常化进程也因而停止。
- 在目前的经济衰退情形下，由于风险因素比预想持续时间更长，影响深度更强，导致市场避险情绪飙升，资金纷纷转入黄金这一避险资金。进入 8 月份，金价已经突破每盎司 2000 美元的门槛，飙升至历史最高水平。
- 总的来说，如海啸般的冲击使得全球经济陷入停滞，各国的政府以及中央银行已经实施史无前例的强力货币和财政宽松政策，以维持经济增长，但由创纪录的速度增长，可能带来通胀压力上行的副作用。此外，中美贸易争端以及封锁措施造成的供应链冲击也会导致通胀压力加大。
- 展望未来，目前创纪录的低利率环境、中美关系恶化、美元走弱、通胀压力上升、股市持续动荡以及经济前景不乐观等等，我们预期这些因素在 2020 年都不会得到有效改善，因此有利于黄金市场的发展，黄金或成为投资者管理风险的重要资产之一。

避险资产黄金受捧，短期走势向好

随着新冠病毒在许多新兴市场以及发达经济体的又一次爆发，疫情的严重程度再度引起关注，各国政府正重启严格的封锁隔离措施。全球经济的复苏步伐再受阻，经济正常化进程也因而停止。在目前的经济衰退情形下，由于风险因素比预想持续时间更长，影响深度更强，导致市场避险情绪飙升，资金纷纷转入黄金这一避险资金。进入 8 月份，金价已经突破每盎司 2000 美元的门槛，飙升至历史最高水平。总的来说，如海啸般的冲击使得全球经济陷入停滞，各国政府不得不加强更多宏观经济措施以避免金融系统的奔溃并重赋增长动力。各国政府以及中央银行已经实施史无前例的强力货币和财政宽松政策，以维持经济增长，但由于不断放水导致全球货币供应量以创纪录的速度增长，可能会带来通胀压力上行的副作用。此外，中美贸易争端以及封锁措施造成的供应链冲击可能也会导致通胀压力加大。展望未来，目前创纪录的低利率环境、中美关系恶化、美元走弱、通胀压力上升、股市持续动荡以及经济前景不乐观等等，我们预期这些因素在 2020 年都不会得到有效改善，因此有利于黄金市场的发展，黄金或成为投资者管理风险的重要资产之一。

经济不确定性陡增，黄金价格随之上涨。新冠病毒的全球大流行对全球经济造成了毁灭性的打击，经济活动显著收缩，失业率上升，各类财富也接连受损。为了应对疫情对经济的影响，全球各地央行都在积极降息并扩大购买资产的计划，以稳定其经济活动。然而，这些行动给相关资产表现带来了一些意想不到的后果：在没有强大基础支撑的情况下，股票市场估值飙升，企业债券价格上涨，促使投资者降低了对信贷质量的预期。同时，广泛的财政刺激措施和不断增加的政府债务水平引发了人们对通胀长期上升和货币价值下跌的担忧。随着这些风险不断上行加上市场担忧部分资产的收益率可能要比预期更低，致使黄金在投资者的资产配置中发挥越来越重要的作用。总而言之，日趋严重的疫情动摇了人们对经济前景的信心，无限的流动性开始追逐传统的避险资金——黄金来对冲风险。

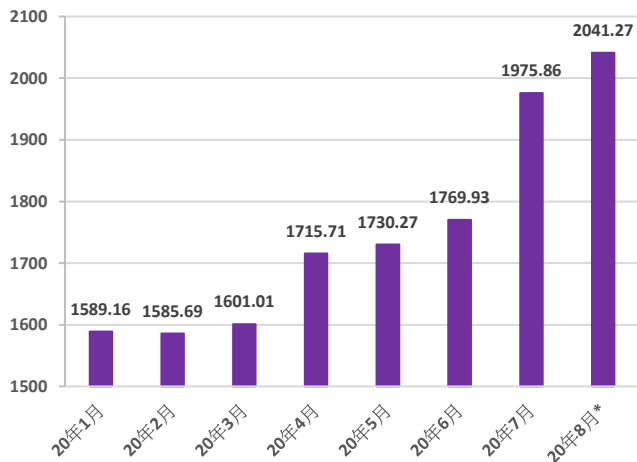
在美国债务激增以及经济前景越发趋淡的背景下，市场对去美元化的需求以及美元储备地位遭到动摇利好黄金市场的火热。由于美国的经济计划产生的副作用以及与其他国家的经济纠纷，美元正在贬值的道路上前行。美国政府数万亿美元的财政刺激计划、美联储采取的无限量化宽松计划并大举购买国债和抵押债券这些措施已经大大增加了全球美元的流动性，从而加剧了美元的贬值压力，危及美元的外汇储备地位。由于疫情反复以及中美紧张局势升级，美国经济前景恶化，美元指数自 2020 年一季度以来已经下跌 6.2%。美元汇率也已经跌至一年以来的最低水平。黄金成为了替代美元的储备资产，因为投资者对避险的需求激增，导致金价猛升，迄今为止黄金价格在 2020 年上涨了 34.0%。在我们看来，随着疫情爆发的

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

持续时间较预期更长，与经济衰退风险的对抗也不会短期结束，美国不会过早地将货币和财政政策恢复到疫情前水平，此举会直接加深美国经济的债务负担。截止 6 月底，美国国债已经飙升至创纪录的 26.5 万亿美元，是历史上任何国家的最高水平。在这个水平之上，美国国债水平已经相当于 GDP 的 132.5%，同样也是有记录以来的峰值。此外，美国政府正准备推出新一轮的刺激措施，我们认为美国债务水平将会进一步增加。鉴于美联储正不断放水，在疫情后的时代，美元的主导地位预计将会消退，大量的债务积累可能会导致美元崩盘。美元的疲弱走势或会对美国乃至全球造成通胀压力，这也会加强于黄金作为储备资产的地位。

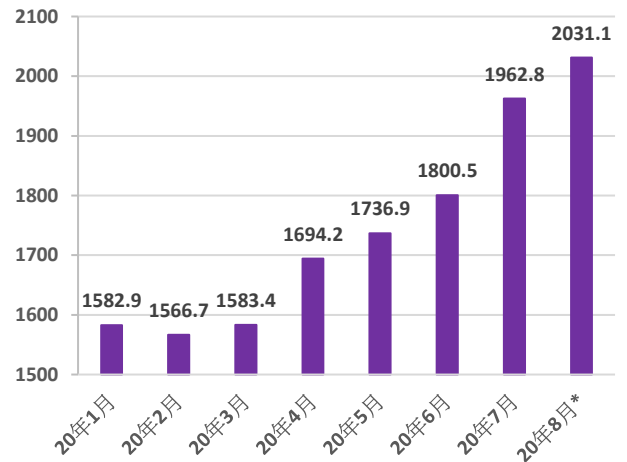
在经济前景黯淡的背景中，黄金的短期走势依然光明。由于对疫情反复、中美关系愈趋紧张以及全球经济深度衰退的担忧加剧，金价持续攀升。金价上涨主要是因为流动性的充裕、零利率环境、债券收益率下降以及美元走弱。在我们看来，在 2020 年剩下的时间里，金价将保持在每盎司 2000 美元以上的水平。然而，待新冠疫苗的推出以及全球经济复苏势头的回升，金价或会在 2021 年开始下跌，市场对黄金这类避险资产的需求将会减少。

图.1: 现货黄金 (每盎司美元)



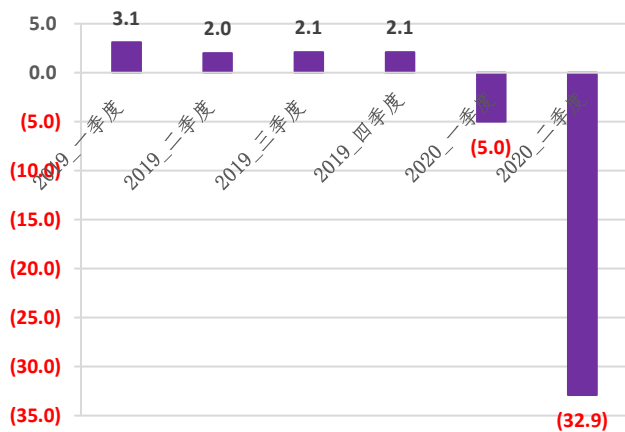
来源: 彭博 *8月5日

图.2: 期货黄金 (每盎司美元)



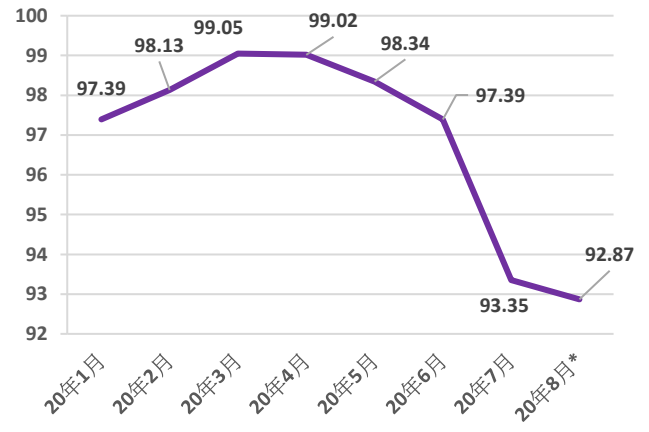
来源: 彭博 *8月5日

图.3: 美国 GDP 增速(季度同比增长%)



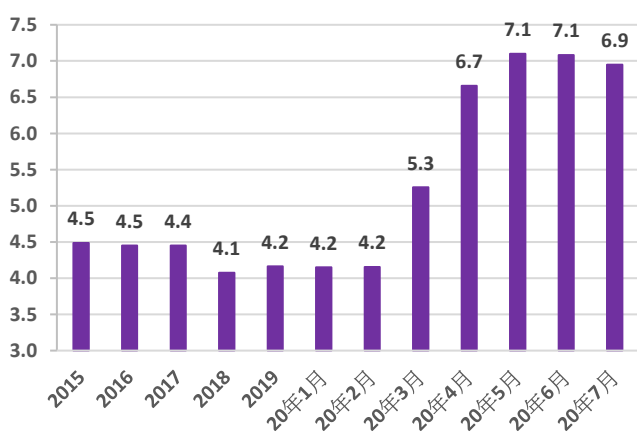
来源: 彭博

图.4: 美元指数



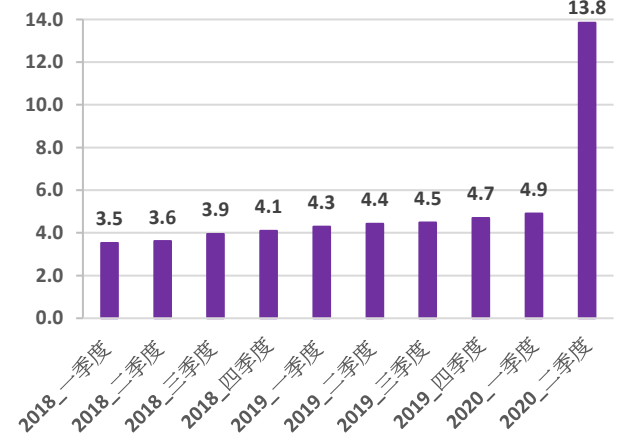
来源: 彭博 *8月5日

图.5: 美联储的资产负债表 (美元万亿)



来源: 彭博

图.6: 美国财政赤字 (占 GDP 的百分比)



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

	6/19	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20	3/20	4/20	5/20	6/20
实际国民生产总值(同比%)	6.2	-	-	6.0	-	-	6.0	-	-	(6.8)	-	-	3.2
制造业 PMI (%)	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9
非制造业 PMI (%)	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4
出口(人民币/同比%)	5.9	10.4	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.8)	(3.4)	8.1	1.4	4.3
进口(人民币/同比%)	0.2	1.1	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.3)	2.5	(10.2)	(12.7)	6.2
贸易余额 (人民币/十亿)	335.7	303.4	238.9	270.8	298.2	264.4	332.1	-	(41.5)	139.3	318.1	442.75	328.9
出口增长 (美元/同比%)	(1.5)	3.4	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.1)	(6.6)	3.5	(3.3)	0.5
进口增长 (美元/同比%)	(6.8)	(4.9)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(3.9)	(0.9)	(14.2)	(16.7)	2.7
贸易余额 (美元/十亿)	49.6	44.0	34.7	39.0	42.4	37.3	47.2	-	(6.9)	19.9	45.3	62.9	46.4
消费物价指数 (同比%)	2.7	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5
生产者物价指数 (同比%)	0.0	(0.3)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(1.4)	(0.5)	0.1	(0.4)	(1.5)	(3.1)	(3.7)	(3.0)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)	(16.1)	(10.3)	(6.3)	(3.1)
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)	(7.7)	(3.3)	(0.3)	1.9
工业增加值 (同比%)	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-	(13.5)	(1.1)	3.9	4.4	4.8
零售额 (同比%)	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-	(20.5)	(15.8)	(7.5)	(2.8)	(1.8)
新增贷款 (人民币/十亿)	1663.6	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1138.2	3337.5	905.7	2853.4	1697.8	1482.1	1810.0
广义货币供应量 (同比%)	8.5	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1
总社会融资 (人民币/十亿)	2624.3	1287.2	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5051.8	873.7	5183.0	3104.2	3190.7	3400.0
全国城镇调查失业率(%)	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2	5.9	6.0	5.9	5.7
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.0	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	5.7	5.7	5.8	5.9	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	27,201.52	22.53	2.49
标准普尔 500 指数	3,327.77	25.74	2.13
纳斯达克综合指数	10,998.40	59.66	4.32
欧洲			
富时 100 指数	6,104.72	54.80	(0.44)
德国 DAX 30 指数	12,660.25	36.95	(1.26)
法国 CAC 40 指数	4,933.34	42.46	(0.51)
斯托克 600 价格指数	365.16	29.69	(0.62)
亚洲			
香港恒生指数	25,102.54	11.53	0.88
恒生中国企业指数	10,256.64	8.57	0.71
上海深圳沪深 300 指数	4,777.11	18.22	2.10
上海证券交易所综合指数	3,377.57	16.95	2.52
深证综合指数	2,318.93	53.83	3.67
日经 225 指数	22,514.85	30.75	0.53
韩国 KOSPI 指数	2,311.86	28.67	2.15
台湾证交所加权股价指数	12,802.30	21.45	2.08
标普/澳证 200 指数	6,001.30	19.75	(0.09)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,355.94	27.27	1.56
MSCI ACWI 指数	564.11	25.83	1.56
MSCI 新兴市场指数	1,103.03	18.86	1.51
MSCI 美国指数	3,210.03	26.83	2.21
MSCI 英国指数	1,719.84	53.66	(0.58)
MSCI 法国指数	143.17	41.36	(0.45)
MSCI 德国指数	142.24	35.25	(1.58)
MSCI 中国指数	99.20	18.29	3.91
MSCI 香港指数	13,580.70	17.11	2.11
MSCI 日本指数	946.34	22.72	0.39

*所有市场根据 2020/08/05 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	42.19	2.23
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	45.17	3.25
天然气期货	美元/百万英	2.19	18.18
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1729.44	2.59
铜期货	美元/磅	291.70	(0.07)
LME 钢筋期货	美元/吨	449.50	1.35
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1915.00	3.21
贵金属			
现货金	美元/盎司	2041.27	4.36
黄金期货	美元/盎司	2049.30	3.67
现货银	美元/盎司	26.89	10.58
现货铂	美元/盎司	958.03	1.69
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	323.25	(0.92)
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	510.75	(4.13)
11 号糖 (全球)	美元/磅	12.54	4.41
大豆期货	美元/蒲式耳	878.75	(0.73)

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	0.07	(0.01)
美国综合国债 1 年收益率	0.12	0.00
美国综合国债 5 年收益率	0.22	(0.03)
美国综合国债 10 年收益率	0.55	(0.03)
美国综合国债 30 年收益率	1.22	(0.01)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.15	(0.02)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.25	(0.01)
日本综合国债 1 年收益率	(0.13)	0.002
日本综合国债 10 年收益率	0.01	(0.01)
德国综合国债 1 年收益率	(0.56)	0.01
德国综合国债 10 年收益率	(0.51)	(0.01)
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	2.21	(0.05)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.77	0.11
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.98	0.01
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.69	0.24
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.28	0.01
香港基本利率 (贴现率)	0.07	0.02
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.07	0.02
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.25	(0.00)
离岸人民币拆放利率- 隔夜	2.56	0.33
离岸人民币拆放利率- 1 个月	2.71	0.23
公司债 (穆迪)		
Aaa	2.08	0.06
Baa	3.14	(0.02)

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	92.87	(0.63)
欧元/美元	1.18	0.75
英镑/美元	1.31	1.21
澳大利亚元/美元	0.72	0.50
美元/加拿大元	1.33	(0.67)
美元/日元	105.82	0.78
美元/瑞士法郎	0.91	(0.77)
人民币中间价指数	6.98	(0.31)
美元/中国人民币	6.94	(0.93)
交割远期	7.10	(0.64)
美元/中国境外即期汇率	6.94	(0.84)
美元/港币	7.75	0.00
人民币/港币	1.12	0.94
中国境外即期汇率/港币	1.12	0.85
美元/韩元	1188.75	(0.36)
美元/新台币	29.43	0.14
美元/新加坡元	1.37	(0.43)
美元/印度卢比	74.94	0.19

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