

二零二零年八月十九日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 随着全球疫情引发的经济动荡仍然持续，同时地缘政治风险正逐步上行，香港经济在 2020 年二季度面临严重冲击，当季 GDP 同比大幅收缩 9.0%。
- 在经济状况依然阴霾密布的情况下，分类别来看，消费、投资以及服务贸易仍因社交活动的限制而录得两位数的跌幅。对外贸易方面的跌幅有所收窄，主要由于中国内地生产活动逐渐恢复，导致来港转口以及进口货物有所增加。
- 2020 年上半年，香港经济同比收缩 9.0%。展望未来，下半年香港仍然面临巨大的挑战。首先，香港正处于新一轮疫情爆发阶段，7 月开始的第三轮爆发使政府再度收紧防疫措施，斩断了经济活动的重启并延长了经济复苏路途。其次，中美关系越趋紧张也加剧了香港经济陷入长期衰退的风险。第三，在部分新兴市场以及发达经济体中，新冠疫情再度严峻，各国重启严格的封锁隔离措施，全球经济复苏持续与此次健康风险作斗争，进而阻碍了国际贸易活动的正常化。
- 总的来说，香港经济在 2020 年下半年面临着越来越大的不确定性，疫情让香港劳动力市场极具恶化，生产活动所遭受的冲击比预期持续时间更长，也更严重。由此，在我们看来，2020 年下半年香港经济将收缩 4.4%，整体 2020 年经济将同比下跌 6.7%。

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

疫情反复，拖累下半年香港经济复苏进程

随着全球疫情引发的经济动荡仍然持续，同时地缘政治风险正逐步上行，香港经济在 2020 年二季度面临严重冲击，当季 GDP 同比大幅收缩 9.0%，经季节性调整后，二季度较首季的-5.5%仅轻微下跌 0.1%，这主要是由于 5 月以及 6 月，香港本地疫情好转，整体经济有抬头趋势。然而，在经济状况依然阴霾密布的情况下，分类别来看，消费、投资以及服务贸易仍因社交活动的限制而录得两位数的跌幅。对外贸易方面的跌幅有所收窄，主要由于中国内地生产活动逐渐恢复，导致来港转口以及进口货物有所增加。2020 年上半年，香港经济同比收缩 9.0%。展望未来，下半年香港仍然面临巨大的挑战。首先，香港正处于新一轮疫情爆发阶段，7 月开始的第三轮爆发使政府再度收紧防疫措施，斩断了经济活动的重启并延长了经济复苏路途。其次，中美关系越趋紧张也加剧了香港经济陷入长期衰退的风险。第三，在部分新兴市场以及发达经济体中，新冠疫情再度严峻，各国重启严格的封锁隔离措施，全球经济复苏持续与此次健康风险作斗争，进而阻碍了国际贸易活动的正常化。总的来说，香港经济在 2020 年下半年面临着越来越大的不确定性，这可能会使得本已陷入困境的经济现状被拉入更严重的衰退潮之中。疫情让香港劳动力市场极具恶化，生产活动所遭受的冲击比预期持续时间更长，也更严重。由此，在我们看来，2020 年下半年香港经济将收缩 4.4%，整体 2020 年经济将同比下跌 6.7%。

消费支出录得有史以来最大跌幅，致使经济前景越趋恶化。事实证明，疫情对个人消费市场的冲击越发严重。个人消费支出在 2020 年二季度创下有史以来最大跌幅，同比跌幅同 2020 年一季度的-10.6%扩大至-14.2%。“限聚令”的实施无疑损害了消费者购物和外出饮食的意愿，并扰乱了家庭活动。此外，在跨境限制的状况下，香港入境游客同比 90.3%，主要由于部分跨境关口关闭并采取入境隔离政策，再度削弱经济气氛，也给消费及旅游相关活动造成压力。2020 年下半年始，新冠疫情的复发再度阻碍了经济正常化的复苏步伐。疫情新一轮的爆发或将直接影响第三季度的生产活动，并加重就业市场的颓势，从而延长目前极弱的消费需求。我们认为，2020 年三季度，消费活动恶化的状况将会继续，若此轮爆发能够有效得到缓解，在四季度消费支出或将出现小幅反弹。

失业率达 15 年间最高水平，经济收缩速度加快。全民健康危机导致香港的内部和外部需求持续疲弱，导致当地劳动力市场恶化。由于香港经济受到新冠疫情以及中美关系恶化的双重压力，香港失业率在 2020 年二季度创 15 年来最高水平，达到 6.2%。展望未来，尽管香港政府已经推出了不少纾困措施以缓解失业率的上升，但随着疫情的第三轮爆发或将促使政府重新衡量刺激措施是否会增加新冠病毒的传播，早前对劳动力市场的刺激可能会暂停，进而拖累整体经济复苏的进程。部分国家疫情仍未得到遏制，香港本地同样深处阴霾当中，经济衰退风

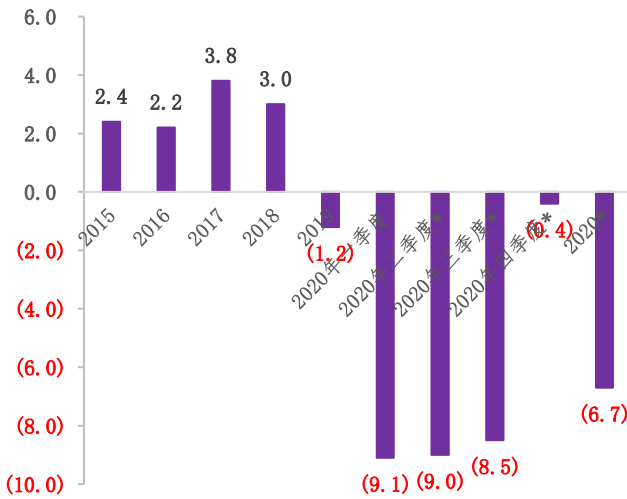
险加剧，我们认为疲弱的内需将导致更多的商铺和餐厅顶不住压力而选择结业，在接下来几个月里，失业率仍有继续上升的可能。

2020-21 财年香港年度预算赤字或将逼近 3000 亿港元。以防疫为目标而采取的封锁隔离措施严重打击了香港经济活动，进而伤害了经济发展。对香港许多本地和全球企业而言，其影响是灾难性的。香港政府也在此状况下承受了巨大压力，需要通过巨额的纾困措施给经济提供更多支持。这些措施旨在减轻企业和个人的财务负担，从而增强香港经济的复苏势头。香港财政司司长陈茂波表示，这笔额外的支出将导致香港 2020-21 财年的预算赤字增至 2900 亿港元，约占 GDP 的 10.0%。然而，在我们看来，随着疫情的三次爆发，经济不确定性将会越发严重，这或将令财政赤字进一步扩大至 3000 亿港元甚至更高。总的来说，大规模的刺激措施不仅旨在克服公共健康危机，也期望借此重建香港的经济实力。尽管在推出纾困措施之后，香港的财政储备将低至 8000 亿港元，相当于约 14 至 15 个月的政府支出，但香港的财政状况依然具有十足弹力，在财政上完全有能力应对此次经济逆风。

经济动荡加剧，香港房地产市场亦出现调整。香港房地产市场的牛市已经因为疫情的爆发而结束。日益严重的经济不确定性，包括衰退风险的加剧以及中美紧张局势的升级，正在阻碍房地产市场的增长势头。更多的购房者采取观望态度，导致楼市的交易量和价格均有所下降，从而增加了未来更多价格调整的风险。在过去，香港房地产市场经历过三次巨大的调整，调整范围均在 20%至 50%之间，分别发生在 1997 年亚洲金融危机以及 2003 年 SARS 时期和 2008 年次贷危机。总的来说，尽管房地产市场容易受到不稳定的经济环境所牵制，同时市场对经济前景的悲观情绪未变，但是政府所采取的刺激措施以及低利率环境有助于缓解房地产市场猛烈下跌的风险。就此，在我们看来，香港房地产市场，包括住宅、商业以及办公楼租赁市场将会经历需求放缓的情况，价格调整幅度或将在 15%-20%之间。

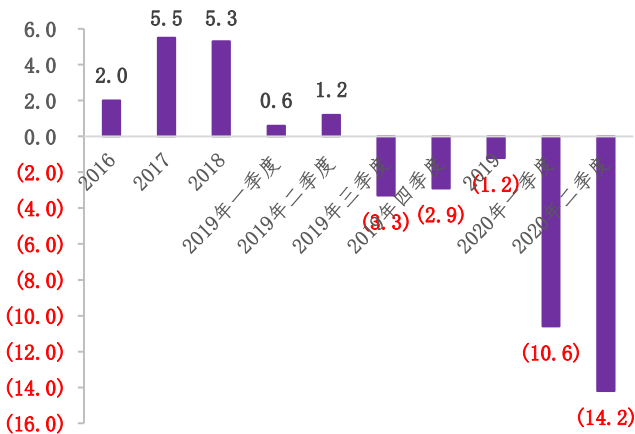
美国对香港的“制裁”或将成为另一个短期增长阻力。处于对疫情的担忧导致香港金融市场持续波动，使香港经济面临的风险加剧。除了香港本地疫情仍未受控之外，美国取消香港特殊优惠待遇和中美紧张局势加剧也对香港经济前景造成了一定负面影响，长期衰退风险上行。美国对香港的“制裁”引发了市场对港元与美元间联系汇率率是否能够维持以及香港作为国际金融、贸易和商业中心的地位能够延续的担忧。在我们看来，美国对香港的举措会在短期内对香港造成不同程度的影响，但香港作为中国内地和全球市场之间沟通桥梁的特殊地位将保持不变。

图.1: 香港经济增长 (实际同比增长%)



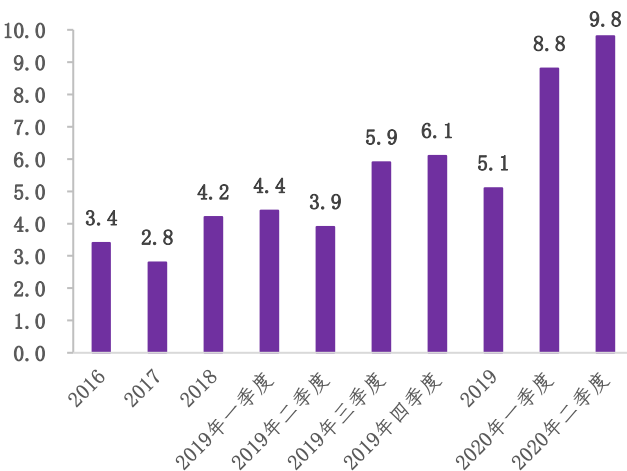
来源: 香港政府统计处 *光银国际预测

图.3: 香港私人消费开支(实质同比增长%)



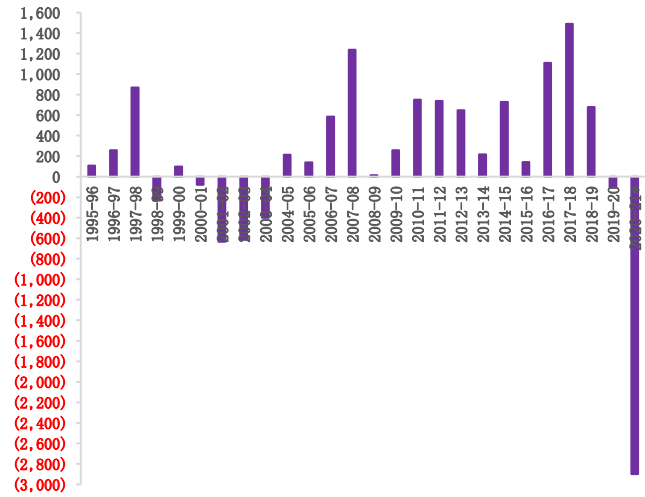
来源: 香港政府统计处

图.5: 香港政府消费开支(实质同比增长%)



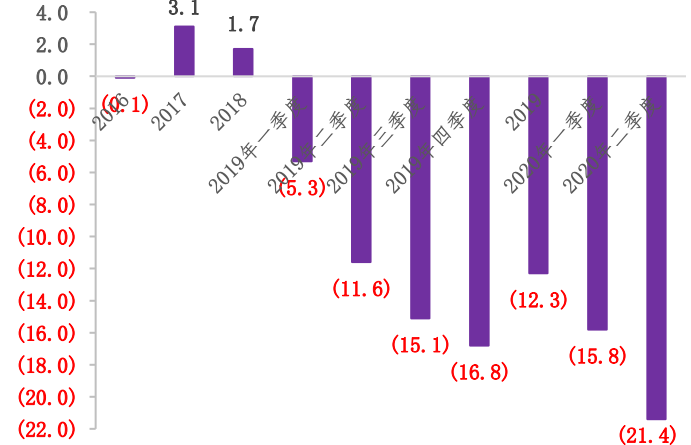
来源: 香港政府统计处

图.2: 香港财政盈余/(赤字)(港元/亿)



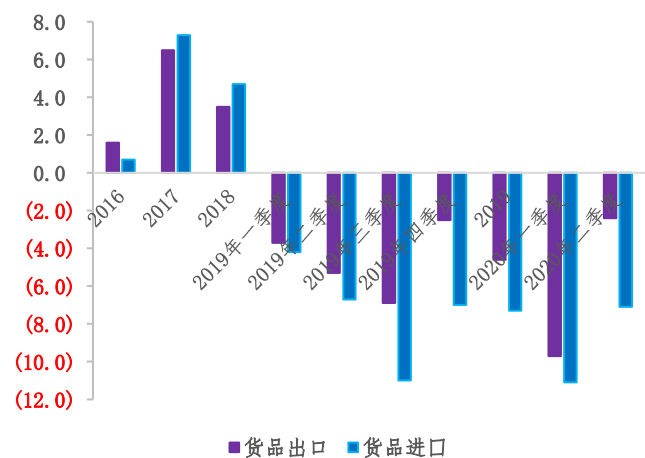
来源: 香港政府统计处 *香港政府预测

图.4: 香港本地固定资本形成总额(实质同比增长%)



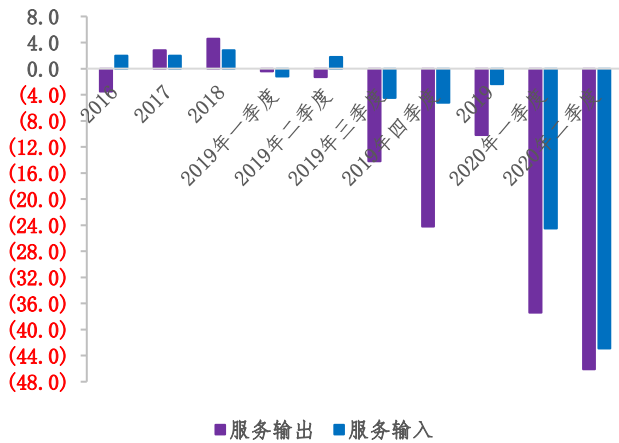
来源: 香港政府统计处

图.6: 香港货品出口和进口(离岸价)(实质同比增长%)



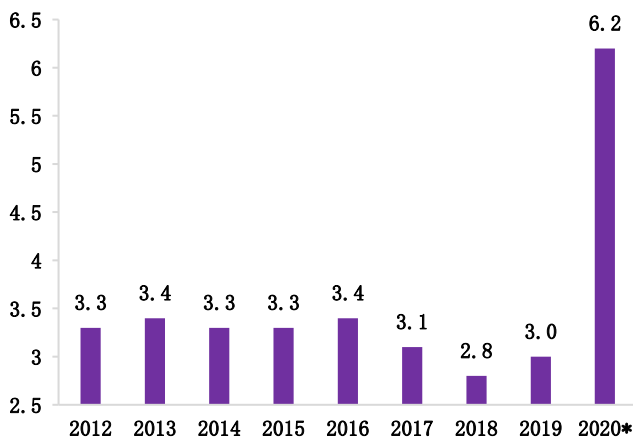
来源: 香港政府统计

图.7: 香港服务输出和输入(实际同比增长%)



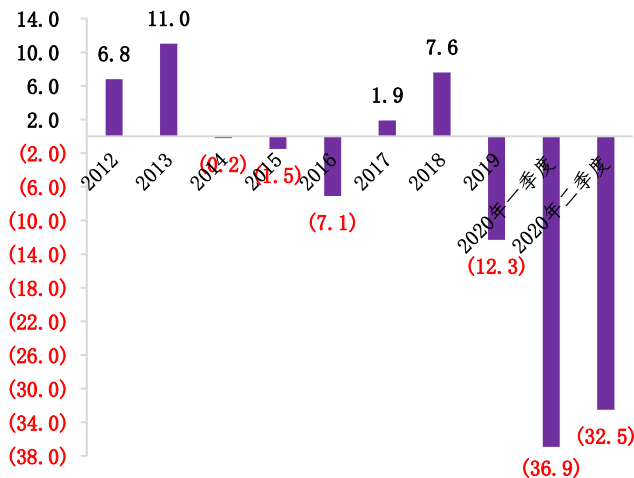
来源: 香港政府统计处

图.9: 香港失业率 (%)



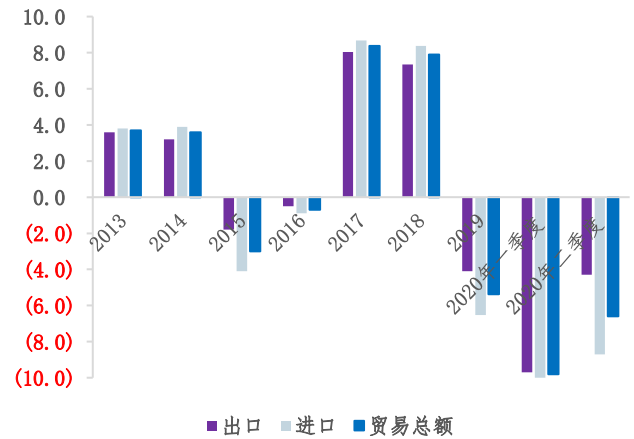
来源: 香港政府统计处 *4月至6月

图.11: 零售业总销货价值(实际同比增长)



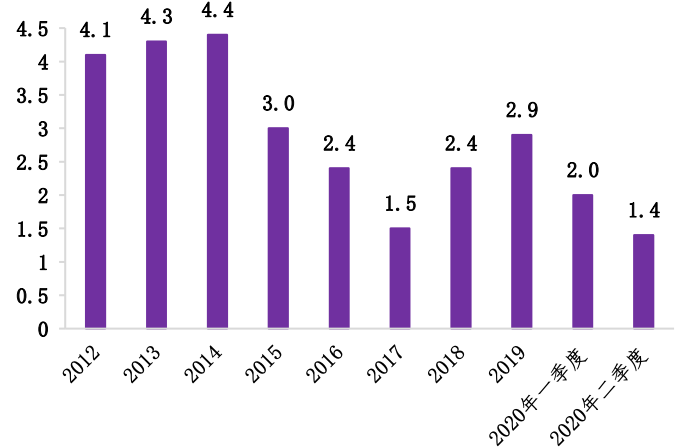
来源: 香港政府统计处

图.8: 对外商品贸易货值(同比%)



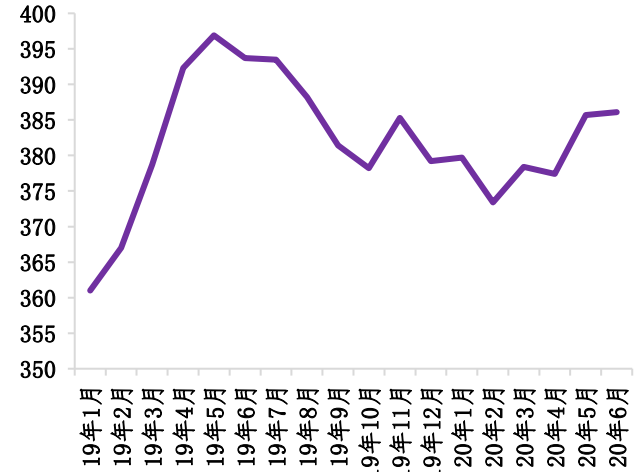
来源: 香港政府统计处

图.10: 综合消费物价指数 (%)



来源: 香港政府统计处

图.12: 私人住宅-各级别售价指数(所有地区)



来源: 香港差餉物业估价署

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

	7/19	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20	3/20	4/20	5/20	6/20	7/20
实际国民生产总值(同比%)	-	-	6.0	-	-	6.0	-	-	(6.8)	-	-	3.2	-
制造业 PMI (%)	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1
非制造业 PMI (%)	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2
出口(人民币/同比%)	10.4	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.8)	(3.4)	8.1	1.4	4.3	10.4
进口(人民币/同比%)	1.1	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.3)	2.5	(10.2)	(12.7)	6.2	1.6
贸易余额 (人民币/十亿)	303.4	238.9	270.8	298.2	264.4	332.1	-	(41.5)	139.3	318.1	442.75	328.9	442.3
出口增长 (美元/同比%)	3.4	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.1)	(6.6)	3.5	(3.3)	0.5	7.2
进口增长 (美元/同比%)	(4.9)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(3.9)	(0.9)	(14.2)	(16.7)	2.7	(1.4)
贸易余额 (美元/十亿)	44.0	34.7	39.0	42.4	37.3	47.2	-	(6.9)	19.9	45.3	62.9	46.4	62.3
消费物价指数 (同比%)	2.8	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(1.4)	(0.5)	0.1	(0.4)	(1.5)	(3.1)	(3.7)	(3.0)	(2.4)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.7	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)	(16.1)	(10.3)	(6.3)	(3.1)	(1.6)
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)	(7.7)	(3.3)	(0.3)	1.9	3.4
工业增加值 (同比%)	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-	(13.5)	(1.1)	3.9	4.4	4.8	4.8
零售额 (同比%)	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-	(20.5)	(15.8)	(7.5)	(2.8)	(1.8)	(1.1)
新增贷款 (人民币/十亿)	1055.8	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1138.2	3337.5	905.7	2853.4	1697.8	1482.1	1811.0	992.7
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7
总社会融资 (人民币/十亿)	1287.2	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5051.8	873.7	5184.2	3102.4	3186.6	3434.2	1690.0
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2	5.9	6.0	5.9	5.7	5.7
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	5.7	5.7	5.8	5.9	5.8	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	27,778.07	23.57	0.33
标准普尔 500 指数	3,389.78	26.45	1.68
纳斯达克综合指数	11,210.84	61.33	3.97
欧洲			
富时 100 指数	6,076.62	65.15	(1.26)
德国 DAX 30 指数	12,881.76	38.38	(0.50)
法国 CAC 40 指数	4,938.06	43.68	(1.79)
斯托克 600 价格指数	367.18	36.43	(0.97)
亚洲			
香港恒生指数	25,367.38	12.11	1.92
恒生中国企业指数	10,425.42	8.72	2.68
上海深圳沪深 300 指数	4,812.76	18.30	2.80
上海证券交易所综合指数	3,451.09	17.29	3.32
深证综合指数	2,298.45	52.53	2.45
日经 225 指数	23,051.08	37.23	1.32
韩国 KOSPI 指数	2,348.24	28.40	(1.60)
台湾证交所加权股价指数	12,872.14	20.95	0.72
标普/澳证 200 指数	6,123.36	24.19	(0.25)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,399.37	28.74	1.69
MSCI ACWI 指数	573.33	27.10	1.64
MSCI 新兴市场指数	1,104.96	19.31	1.26
MSCI 美国指数	3,271.45	27.42	2.03
MSCI 英国指数	1,709.70	64.62	(1.38)
MSCI 法国指数	143.59	42.52	(1.74)
MSCI 德国指数	145.20	39.57	(0.27)
MSCI 中国指数	98.33	18.00	2.92
MSCI 香港指数	13,962.95	20.76	2.05
MSCI 日本指数	980.09	26.18	1.59

*所有市场根据 2020/08/18 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	42.89	3.08
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	45.46	2.16
天然气期货	美元/百万英	2.42	11.33
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1736.25	(0.81)
铜期货	美元/磅	299.15	3.28
LME 钢筋期货	美元/吨	447.00	0.56
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1971.25	1.51
贵金属			
现货金	美元/盎司	2007.98	0.98
黄金期货	美元/盎司	2013.10	3.43
现货银	美元/盎司	28.32	0.16
现货铂	美元/盎司	970.48	(0.43)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	341.75	5.64
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	517.50	2.73
11 号糖 (全球)	美元/磅	12.89	1.18
大豆期货	美元/蒲式耳	913.75	4.61

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	(0.01)
美国综合国债 5 年收益率	0.28	0.002
美国综合国债 10 年收益率	0.67	0.03
美国综合国债 30 年收益率	1.40	0.07
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.16	(0.01)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.27	0.01
日本综合国债 1 年收益率	(0.11)	0.002
日本综合国债 10 年收益率	0.04	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	(0.46)	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	2.45	0.21
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.82	0.01
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.98	0.001
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.12	(0.09)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.30	0.01
香港基本利率 (贴现率)	0.05	(0.00)
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.05	(0.00)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.23	(0.01)
离岸人民币拆放利率- 隔夜	2.61	(2.46)
离岸人民币拆放利率- 1 个月	2.82	(0.09)
公司债 (穆迪)		
Aaa	2.32	0.26
Baa	3.33	0.18

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	92.27	(1.45)
欧元/美元	1.19	0.93
英镑/美元	1.32	0.53
澳大利亚元/美元	0.72	0.75
美元/加拿大元	1.32	(0.96)
美元/日元	105.55	(0.54)
美元/瑞士法郎	0.91	(0.72)
人民币中间价指数	6.93	(0.55)
美元/中国人民币	6.92	(0.35)
交割远期	7.08	(0.36)
美元/中国境外即期汇率	6.92	(0.27)
美元/港币	7.75	0.00
人民币/港币	1.12	0.36
中国境外即期汇率/港币	1.12	0.27
美元/韩元	1183.70	(0.17)
美元/新台币	29.45	(0.04)
美元/新加坡元	1.36	(0.47)
美元/印度卢比	74.76	(0.02)

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