

二零二零年九月二十八日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 新冠疫情在部分国家出现新一轮爆发，中美关系持续紧张，地缘政治风险不断上行同时大宗商品价格继续波动，几因素影响之下市场的不确定性不减反增，投资者对全球经济增长预期也在不断降低。
- 为了应对这种不利环境，全球各国央行继续采取积极的宽松货币政策，政府也加大财政支出，以避免可能出现的金融危机并试图重振经济动能。进入 2020 年下半年，虽然全球各地经济复苏步调不一，但总体经济状况保持着不断改善的态势。
- 由于各国疫情发展形势以及所采取的货币政策力度不同，经济反弹的速度出现越来越大的差距。美联储、欧洲央行以及日本央行都在维持超宽松的货币政策立场以提振增长势头，但鉴于中国疫情已经基本平复，中国人民银行则保持审慎的态度，将逐步引导货币政策恢复至“正常”状态。
- 总的来说，由于不同经济体之间的增长动能分化，全球经济复苏前景的不确定性较高，伴随着不断上行的经济政治风险以及政策导向的分歧，全球经济增长前景仍然乌云密布。在我们看来，全球商业环境的持续复杂化将会导致经济增长动能在 2020 年时间里依然保持低迷状态。

全球政策取向分化，各国经济前景不同

新冠疫情在部分国家出现新一轮爆发，中美关系持续紧张，地缘政治风险不断上行同时大宗商品价格继续波动，几因素影响之下市场的不确定性不减反增，投资者对全球经济增长的预期也在不断降低。为了应对这种不利环境，全球各国央行继续采取积极的宽松货币政策，政府也加大财政支出，以避免可能出现的金融危机并试图重振经济动能。进入 2020 年下半年，虽然全球各地经济复苏步调不一，但总体经济状况仍保持着不断改善的态势。由于各国疫情发展形势以及所采取的货币政策力度不同，经济反弹的速度出现越来越大的差距。美联储、欧洲央行以及日本央行都在维持超宽松的货币政策立场以提振增长势头，但鉴于中国疫情已经基本平复，中国人民银行则保持审慎的态度，将逐步引导货币政策恢复至“正常”状态。总的来说，由于不同经济体之间的增长动能分化，全球经济复苏前景也存在不确定性。目前，全球金融市场的波动性较高，伴随着不断上行的经济政治风险以及政策导向的分歧，全球经济增长前景仍然乌云密布。在我们看来，全球商业环境的持续复杂化将会导致经济增长动能在 2020 年剩余时间里依然保持低迷状态。

美国经济复苏势头再度收缩。新冠病毒大流行给美国消费支出板块带来了沉重的打击，医疗和经济问题的不确定性阻碍了投资，导致二季度生产活动收缩 31.7%。值得欣喜的是，失业率从 3 月的 14.7% 降至 8 月的 8.4%，经济活动的重启也一度让市场看到反弹的希望，同时美国 Markit 制造业和服务业 PMI 也从 7 月的 51.3 和 50.0 飙升至 8 月的 53.1 和 54.8。然而，疫情在某些州的再爆发让防疫措施不得不再度收紧，短暂的晴天转眼乌云密布。被斩断的复苏步伐让市场不免担心就业的好转和其他经济指标的反弹是否能够延续。我们认为，尽管目前美联储维持超宽松的政策立场，美国政府也在加大财政支持，但持续的封锁隔离措施仍然是影响工作和消费正常化的主要障碍，这将让美国 2020 年和 2021 年的经济增长势头和就业市场表现低于疫情前的水平。

欧元区面临缓慢的复苏形势。在防止新冠病毒进一步传播的过程中，欧元区的经济活动一度停滞，2020 年二季度 GDP 同比大幅收缩了 14.7%，欧元区已经陷入了深度衰退之中，各项经济数据也在刷新最低记录。这促使政策层面只能依靠广泛的宽松货币政策以及 7500 亿欧元的纾困方案来提振经济动力。然而，随着近期新冠病毒确诊病例再度激增，健康风险加大，欧元区为防止疫情二轮爆发，政府将会重新制定封锁隔离措施，从而阻碍经济生产活动正常化的步伐。总之，全球增长形势和世界贸易的缓慢复苏将导致出口和工业生产活动减速，从而破坏欧元区的复苏步伐。在我们看来，欧元区 GDP 增长或需要两年甚至是更长的时间才能够恢复到疫情前的水平。

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

安倍晋三辞职加剧了日本经济的不确定性。2020 年二季度日本经济陷入了严重收缩，跌幅达到了 27.8%。日本面临的经济风险没有任何消退的迹象。日本央行在此情况下也似乎用尽了所有货币政策以增强经济的韧性。然而，目前采取的量化宽松以及负利率对提振经济起到的作用甚微。总而言之，日本的制造业仍因为全球贸易活动的萎缩而颓靡不振，迫使制造商限制投资计划。贸易环境的恶化和生产率增势的下滑导致实际工资未能得到有效提高，也直接导致了个人消费市场的疲软。除此之外，日本首相安倍晋三的突然辞职进一步加大了经济深度衰退的可能性，早前安倍通过提出“安倍经济学”让日本走出经济困局。日本在疫情后的经济发展形势依然充满不确定性。

中国经济复苏走上正轨。2020 年一季度，中国因新冠疫情的爆发导致经济出现萎缩。随着疫情稳定，商品和服务业在二季度出现反弹，GDP 增长恢复至同比上升 3.2%（环比上升 11.5%）。在新冠病毒确诊人数逐渐减少的同时，中国已在二季度放宽封锁措施，复工复产取得有利成效，包括固定资产投资、工业生产、社会零售和对外贸易等经济指标在按月和按季度比较时都录得了不同程度的升幅。总的来说，中国经济活动的重启帮助经济弥补了一季度所遭受的巨大损失。为了进一步缓解经济冲击，中国政府将致力于加大协调力度，加快 2020 年下半年工作生产和经济活动的正常化。在我们看来，工作步伐加快、消费正常化以及宏观经济政策的支持都有望缓解经济下行压力并刺激增长，确保经济实力的可持续恢复。我们预计中国经济将在 2020 年下半年强劲反弹，录得 5.7% 的增幅，而全年实际 GDP 增长将达到 2.0%。

图.1: 美国, 欧元区和日本 GDP 增长

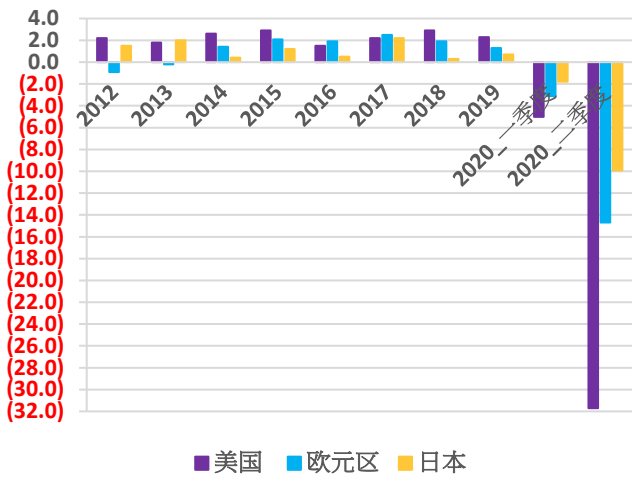
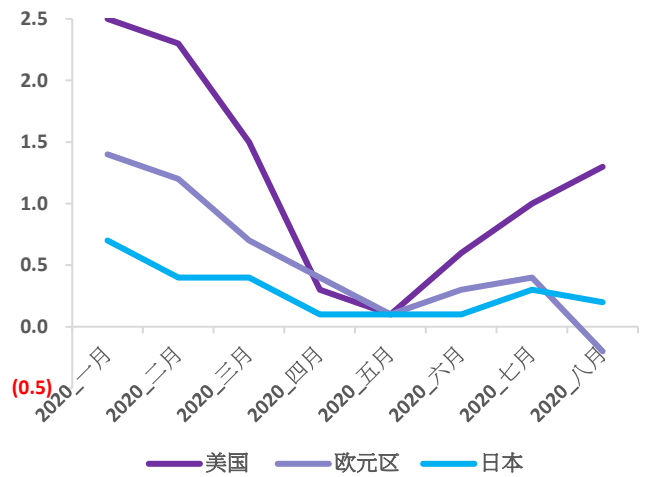
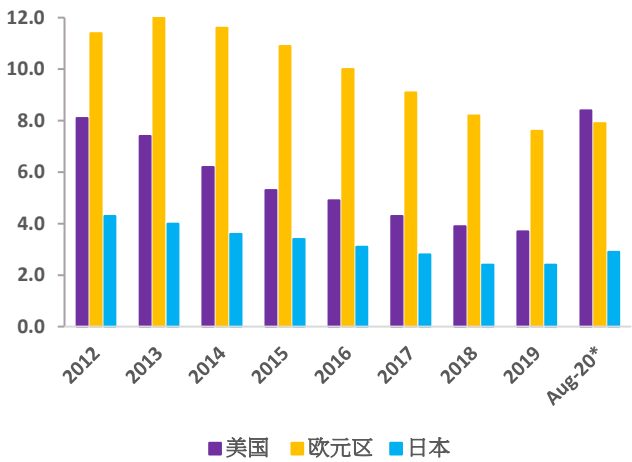


图.2: 美国, 欧元区和日本 CPI 变化



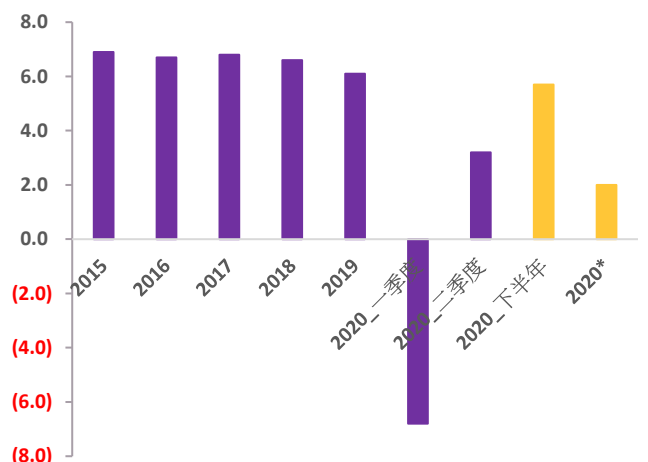
来源: 彭博

图.3: 美国, 欧元区和日本失业率



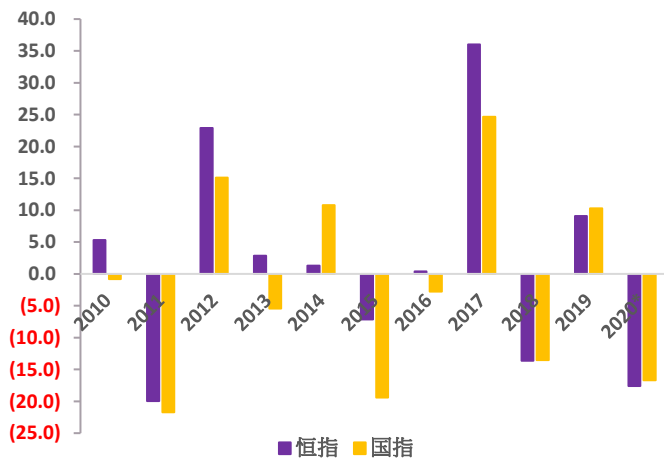
来源: 彭博

图.4: 中国 GDP 增长及预测



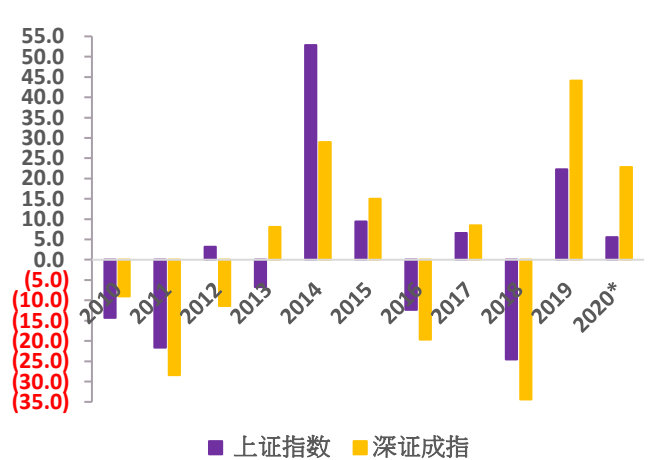
来源: 彭博 *美国-8月, 欧元区和日本-7月

图.5: 恒指与国指年度同比增长 (%)



来源: 彭博 *光银国际预测

图.6: 上证指数与深证成指年度同比增长 (%)



来源: 彭博 *9月25日

来源: 彭博 *9月25日

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	1.7	(0.7)	(5.7)	(3.3)
贸易余额 (人民币/十亿)	506.8	700.7	812.4	895.1	2912.0	98.3	1089.6	1188.9
出口增长 (美元/同比%)	1.4	(1.0)	(0.3)	1.8	0.5	(13.4)	0.2	(6.2)
进口增长 (美元/同比%)	(4.1)	(3.7)	(6.2)	3.2	(2.7)	(3.0)	(9.7)	(6.4)
贸易余额 (美元/十亿)	72.9	103.9	117.7	127.4	421.1	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

	8/19	9/19	10/19	11/19	12/19	1/20	2/20	3/20	4/20	5/20	6/20	7/20	8/20
实际国民生产总值(同比%)	-	6.0	-	-	6.0	-	-	(6.8)	-	-	3.2	-	-
制造业 PMI (%)	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0
非制造业 PMI (%)	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2
出口(人民币/同比%)	2.6	(0.7)	2.1	1.1	9.0	-	(15.8)	(3.5)	8.1	1.5	4.3	10.4	11.6
进口(人民币/同比%)	(2.5)	(5.9)	(3.3)	3.0	17.7	-	(2.4)	2.3	(10.2)	(12.5)	6.2	1.6	(0.5)
贸易余额 (人民币/十亿)	238.9	270.8	298.2	264.4	332.1	-	(41.2)	140.5	317.2	443.5	328.9	442.2	416.6
出口增长 (美元/同比%)	(1.0)	(3.2)	(0.8)	(1.3)	7.9	-	(17.1)	(6.6)	3.4	(3.2)	0.5	7.2	9.5
进口增长 (美元/同比%)	(5.5)	(8.2)	(6.2)	0.8	16.5	-	(4.0)	(1.1)	(14.2)	(16.6)	2.7	(1.4)	(2.1)
贸易余额 (美元/十亿)	34.7	39.0	42.4	37.3	47.2	-	(6.9)	20.1	45.2	63.0	46.4	62.3	58.9
消费物价指数 (同比%)	2.8	3.0	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4
生产者物价指数 (同比%)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(1.4)	(0.5)	0.1	(0.4)	(1.5)	(3.1)	(3.7)	(3.0)	(2.4)	(2.0)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.5	5.4	5.2	5.2	5.4	-	(24.5)	(16.1)	(10.3)	(6.3)	(3.1)	(1.6)	(0.3)
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9	-	(16.3)	(7.7)	(3.3)	(0.3)	1.9	3.4	4.6
工业增加值 (同比%)	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	-	(13.5)	(1.1)	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6
零售额 (同比%)	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-	(20.5)	(15.8)	(7.5)	(2.8)	(1.8)	(1.1)	0.5
新增贷款 (人民币/十亿)	1208.9	1691.0	661.3	1388.1	1138.2	3337.5	905.7	2853.4	1697.8	1482.1	1811.0	992.7	1280.0
广义货币供应量 (同比%)	8.2	8.4	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4
总社会融资 (人民币/十亿)	2195.6	2514.2	868.0	1993.7	2103.0	5051.3	873.7	5184.5	3104.2	3186.6	3467.9	1694.0	3580.0
全国城镇调查失业率(%)	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	6.2	5.9	6.0	5.9	5.7	5.7	5.6
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.2	5.2	5.1	5.1	5.2	-	5.7	5.7	5.8	5.9	5.8	5.8	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	27,173.96	23.33	(1.75)
标准普尔 500 指数	3,298.46	25.84	(0.63)
纳斯达克综合指数	10,913.56	62.52	1.11
欧洲			
富时 100 指数	5,842.67	105.39	(2.74)
德国 DAX 30 指数	12,469.20	39.04	(4.93)
法国 CAC 40 指数	4,729.66	54.13	(4.99)
斯托克 600 价格指数	355.51	38.84	(3.60)
亚洲			
香港恒生指数	23,235.42	12.30	(4.99)
恒生中国企业指数	9,302.59	8.84	(5.11)
上海深圳沪深 300 指数	4,570.02	17.89	(3.53)
上海证券交易所综合指数	3,219.42	17.39	(3.56)
深证综合指数	2,143.05	47.79	(3.46)
日经 225 指数	23,204.62	37.70	(1.15)
韩国 KOSPI 指数	2,278.79	27.76	(5.54)
台湾证交所加权股价指数	12,232.91	20.15	(4.99)
标普/澳证 200 指数	5,964.92	35.56	1.71
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,326.85	28.41	(1.74)
MSCI ACWI 指数	555.21	27.02	(2.08)
MSCI 新兴市场指数	1,059.10	19.57	(4.46)
MSCI 美国指数	3,191.72	26.46	(0.53)
MSCI 英国指数	1,641.51	109.11	(2.83)
MSCI 法国指数	137.63	52.81	(4.86)
MSCI 德国指数	140.60	38.96	(4.54)
MSCI 中国指数	94.77	18.94	(3.76)
MSCI 香港指数	13,557.76	24.09	(3.52)
MSCI 日本指数	987.02	26.39	(0.85)

*所有市场根据 2020/09/25 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	40.25	(2.09)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	41.92	(2.85)
天然气期货	美元/百万英	2.14	4.44
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1712.50	(2.32)
铜期货	美元/磅	297.10	(4.65)
LME 钢筋期货	美元/吨	459.00	(0.11)
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1811.00	(4.07)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1861.58	(4.58)
黄金期货	美元/盎司	1866.30	(4.88)
现货银	美元/盎司	22.89	(14.55)
现货铂	美元/盎司	849.44	(8.78)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	365.25	(3.50)
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	544.25	(5.35)
11 号糖 (全球)	美元/磅	13.51	0.97
大豆期货	美元/蒲式耳	1002.50	(3.93)

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	0.00
美国综合国债 1 年收益率	0.11	(0.01)
美国综合国债 5 年收益率	0.27	(0.01)
美国综合国债 10 年收益率	0.65	(0.04)
美国综合国债 30 年收益率	1.40	(0.05)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.15	(0.01)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.22	(0.01)
日本综合国债 1 年收益率	(0.13)	(0.01)
日本综合国债 10 年收益率	0.01	(0.004)
德国综合国债 1 年收益率	(0.59)	(0.02)
德国综合国债 10 年收益率	(0.53)	(0.04)
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	2.60	(0.01)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.97	0.01
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.13	0.01
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.11	(0.99)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.66	0.05
香港基本利率 (贴现率)	0.50	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.05	(0.03)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.50	0.03
离岸人民币拆放利率- 隔夜	2.74	0.07
离岸人民币拆放利率- 1 个月	2.91	0.10
公司债 (穆迪)		
Aaa	2.33	0.03
Baa	3.37	0.03

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	94.64	1.85
欧元/美元	1.16	(1.77)
英镑/美元	1.27	(1.32)
澳大利亚元/美元	0.70	(3.54)
美元/加拿大元	1.34	1.38
美元/日元	105.58	0.97
美元/瑞士法郎	0.93	1.83
人民币中间价指数	6.81	0.78
美元/中国人民币	6.82	0.81
交割远期		
美元/中国境外即期汇率	6.99	0.72
美元/港币	6.83	0.73
美元/港币	7.75	0.00
人民币/港币	1.14	(0.80)
中国境外即期汇率/港币	1.14	(0.65)
美元/韩元	1172.50	1.04
美元/新台币	29.21	0.42
美元/新加坡元	1.38	1.30
美元/印度卢比	73.61	0.22

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