

二零二二年一月七日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 攀升速度惊人的通货膨胀水平、困扰全球的供应链瓶颈、新冠变种病毒肆虐以及地缘政治格局演变等多重风险因素，对 2021 年投资者的决策产生重大影响。
- 踏入 2022 年，全球股市的走势继续分化。后疫情时代的经济复苏仍将持续，但通胀上行风险和 Omicron 变种病毒扩散，导致供应链瓶颈难以缓解，全球金融政策环境趋向收紧，经济增长前景也将受到多方因素制约。
- 全球经济的复杂性正不断增加，金融市场也面临波动加剧的风险，但对于投资者而言，不同的市场和板块或将浮现更多投资机遇。
- 在我们看来，随着疫苗接种范围不断扩大，健康安全风险逐步降低，加之各大经济体的内部需求持续增加，投资者的乐观情绪也会不断高涨，预计 2022 年全球股市将处于震荡向上的格局。

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

波澜再起，全球金融市场暗潮汹涌

攀升速度惊人的通货膨胀水平、困扰全球的供应链瓶颈、新冠变种病毒肆虐以及地缘政治格局演变等多重风险因素，对 2021 年投资者的决策产生重大影响。尽管市场存在上述阻碍，但宽松的货币政策和大规模的财政刺激方案助推经济从疫情重创中复苏，2021 年美国股市仍以双位数升幅收官。香港股市则受内地当局对部分行业的监管收紧、内房企业债务危机爆发、电力供应短缺等负面因素影响，恒生指数和恒生科技指数的全年跌幅分别超过 14% 和 32%，跑输全球主要市场。踏入 2022 年，全球股市的走势继续分化。后疫情时代的经济复苏仍将持续，但通胀上行风险和 Omicron 变种病毒扩散，导致供应链瓶颈难以缓解，全球金融政策环境趋向收紧，经济增长前景也将受到多方因素制约。这些干扰因素包括了金融市场风险上升、资产估值升高、通胀升势超于预期、疫情再度恶化导致经济重启步伐放缓等。全球经济的复杂性正不断增加，金融市场也面临波动加剧的风险，但对于投资者而言，不同的市场和板块或将浮现更多投资机遇。在我们看来，随着疫苗接种范围不断扩大，健康安全风险逐步降低，加之各大经济体的内部需求持续增加，投资者的乐观情绪也会不断高涨，预计 2022 年全球股市将处于震荡向上的格局。

全球货币政策维持宽松，稳固经济复苏势头。尽管美联储在近期的议息会议上进一步转向紧缩的货币政策表态，但全球央行仍希望为经济复苏提供宽松的货币政策环境，因而不断提高对通胀水平的容忍度，同时提高加息门槛。这意味着，超低的利率环境将延续更长时间。总的来说，传染性极强的 Omicron 变种病毒正在世界各地蔓延，对全球疫情的走向和经济复苏前景均构成严重威胁。我们认为，疫情防控所带来的不确定性和当前的供应链瓶颈，将继续制约短期内经济的进一步复苏。考虑到当前经济环境复杂多变、疫情走势仍不明朗，全球各地政府及央行预计将利用各类经济工具，维持宽松的货币政策和积极的财政政策，在未来几个季度巩固经济活动的复苏基础。而预期宽松的全球流动性环境也将继续为股票市场带来正向支持。

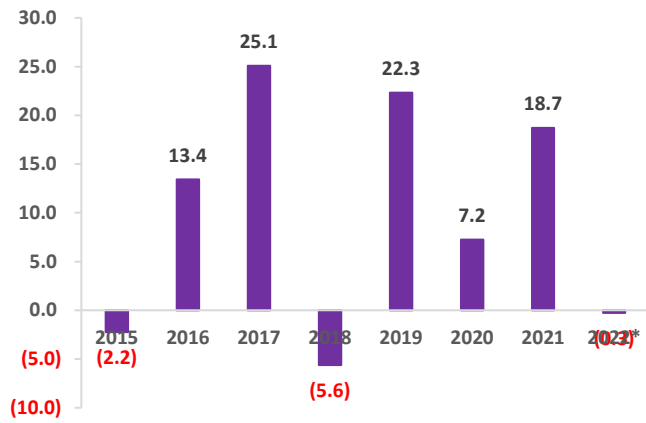
2022 年美国股市波动料将加剧。2022 年开年，美国股市出现更大幅度的波动行情。尽管市场担忧 Omicron 变种病毒导致疫情复燃、供应链危机持续、美国联储局将收紧货币政策以遏制高通胀等因素，可能引发资本市场的向下修正，但美国经济复苏的步伐并未被扰乱，企业盈利亦持续好转，为市场提供强有力的支持。不过要提高警惕的是，尽管美国经济仍在回暖，但投资前景也在面临潜在的市场逆风，这主要由于当前美股估值相对昂贵，而疫情复燃、美联储逐步调整超宽松的利率政策、通胀压力上涨以及地缘政治风险都会为经

济走向带来诸多不确定性，市场风险将不断升温。展望未来，投资者的焦点将转向那些有坚实基本面支撑并具有长期竞争力的板块。考虑到实际负利率正在扩大，那些有坚实基本面支撑并跟随经济复苏周期的股票可以有力地对抗股市波动。美国政府大规模的财政刺激和充裕的流动性都将继续为投资者提供利好，帮助美国股市牛市得以在 2022 年延续。

2022 年中国股市将继续稳步上升。2021 年下半年，中国的主要经济指标开始出现增长乏力的迹象，经济增速稳中有缓。与此同时，近期 Omicron 变种病毒蔓延，再加上电力供应紧张、多个行业监管整顿趋严、大型地产商陷债务困境等不利因素，扰乱了制造业和服务业的正常运作，对中国经济复苏构成负面影响。但在我们看来，中国的政策制定者预计将保持经济政策的灵活性，以缓解经济下行风险，并刺激经济增长，从而确保经济的可持续复苏。中国经济正从高速增长阶段转向高质量发展阶段，更多的资本市场结构性改革将落实，估值水平将回归合理，我们对中国股市的看法继续保持乐观。展望未来，得益于大规模的财政刺激措施、疫苗计划的持续推进和结构性改革方案的实施，中国经济已步入稳定复苏的轨道，增长动力不断增强。考虑到中国经济已转向追求高质量发展阶段，经济改革不断深化，中国稳健的宏观经济环境正令股票市场的吸引力不断上升。我们预计，中国股市在短期仍会继续波动，2022 年整体将呈现平稳上行的走势。

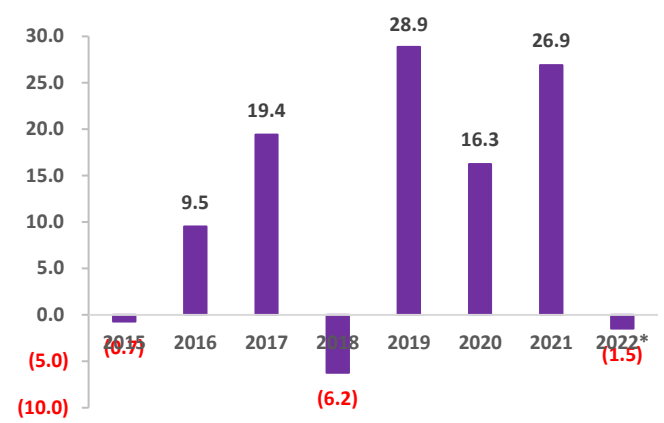
2022 年恒生指数将企稳反弹。突如其来的监管打击引发市场对新经济股票的大幅抛售，拖累恒生指数在 2021 年下跌超过 14%。踏入 2022 年，美联储预期将收紧货币政策、中国当局对行业的监管趋严、中国房地产企业债务危机继续发酵，连同全球供应链危机等影响市场走向的因素仍然存在，香港市场前景继续阴云密布。尽管市场面临多重逆风，但香港股市在经历了 2021 年的深度下跌后，将逐渐进入估值修复期，恢复平稳上升的走势。考虑到全球经济复苏已步入正轨，“跨境理财通”等金融建设工程运行顺畅，向香港市场释放更多利好，我们对香港股市保持乐观，2022 年预计将企稳回升。可观的投资回报正吸引流动性源源不断进入港股，投资者的兴趣不断升温，香港市场现已重新成为他们投资组合中的潜在目标之一。在撇除不确定因素后，我们预计 2022 年恒生指数将在 24,400 点至 25,500 点之间波动，对应市盈率将达到 11 倍至 11.5 倍；恒生中国企业指数预计在 8,400 点至 9,400 点之间波动，对应市盈率将达到 8.8 倍至 9.8 倍。

图.1: 美国道琼工业平均指数 (同比%)



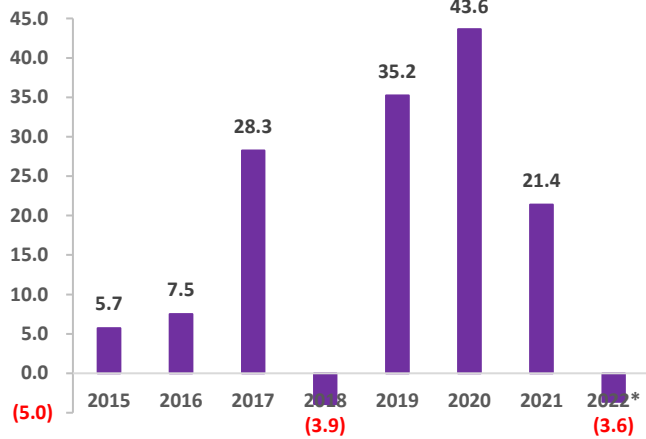
来源: 彭博 * 1月6日

图.2: 美国标准普尔 500 指数 (同比%)



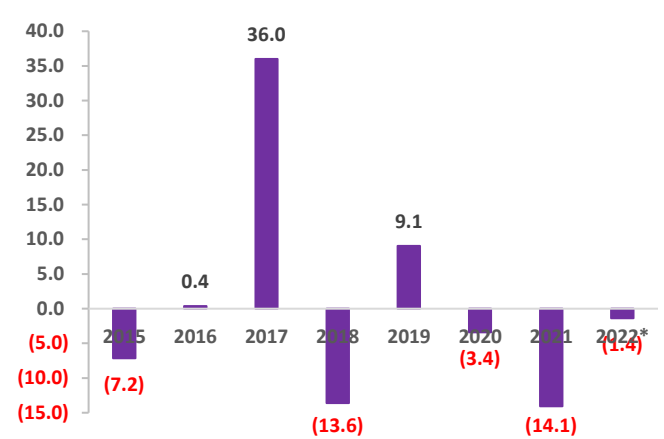
来源: 彭博 * 1月6日

图.3: 美国纳斯达克综合指数 (同比%)



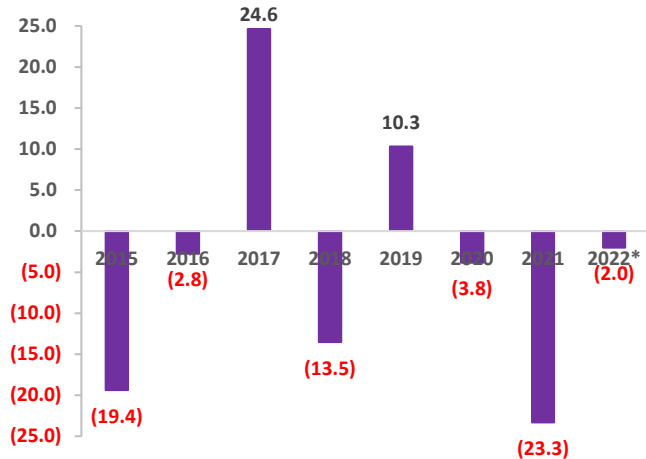
来源: 彭博 * 1月6日

图.4: 香港恒生指数 (同比%)



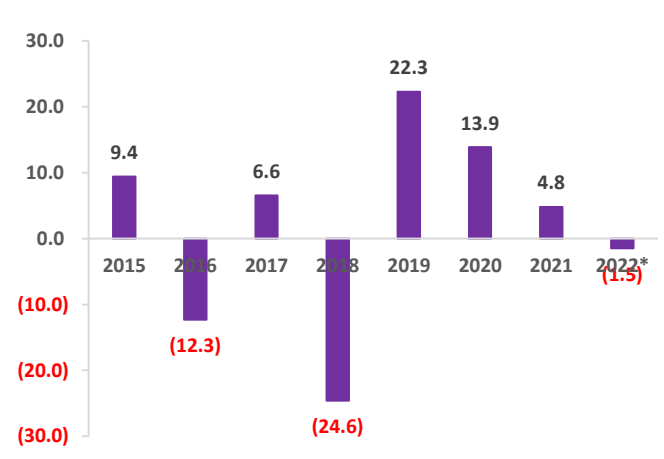
来源: 彭博 * 1月6日

图.5: 香港恒生中国企业指数 (同比%)



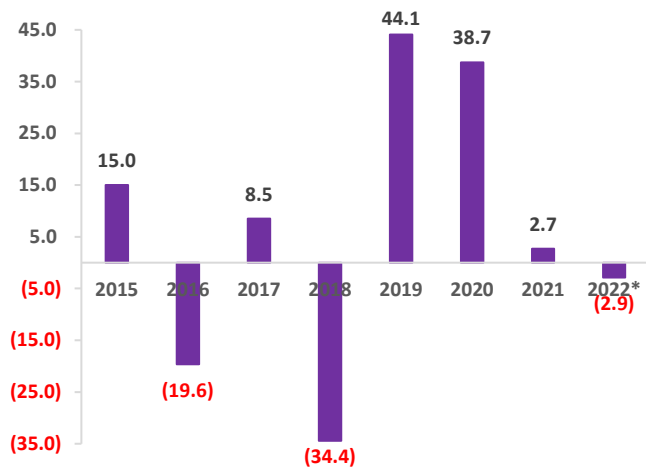
来源: 彭博 * 1月6日

图.6: 上证综合指数 (同比%)



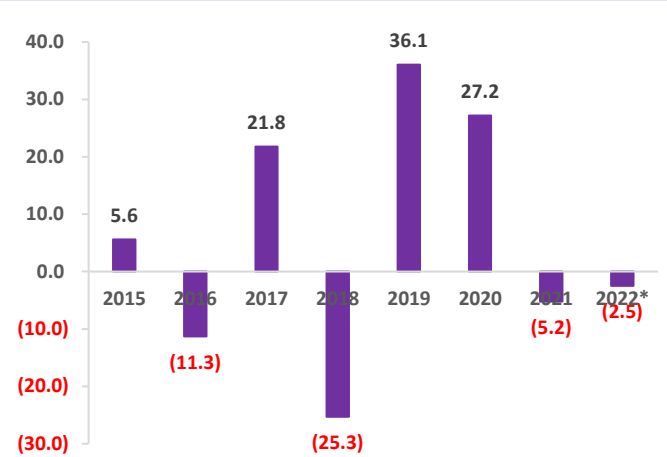
来源: 彭博 * 1月6日

图. 7: 深证成指 (同比%)



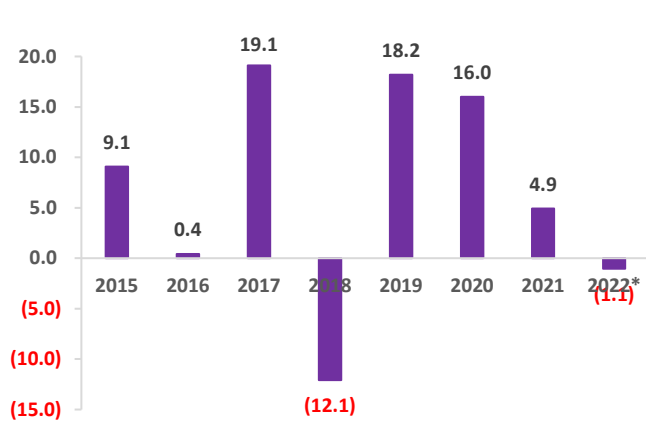
来源: 彭博 * 1月6日

图. 8: 沪深300指数 (同比%)



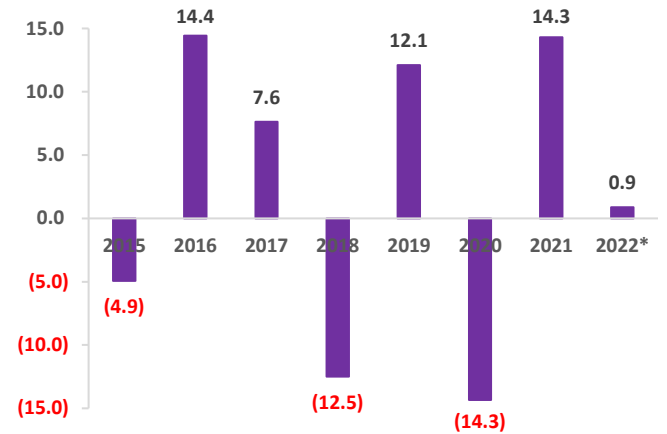
来源: 彭博 * 1月6日

图. 9: 日经平均指数 (同比%)



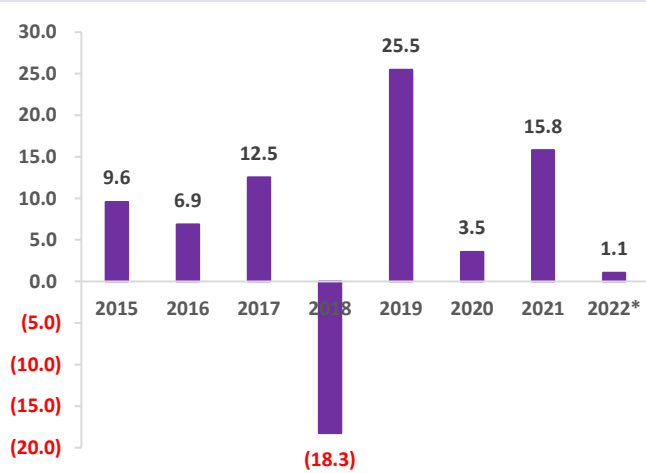
来源: 彭博 * 1月6日

图. 10: 英国富时100指数 (同比%)



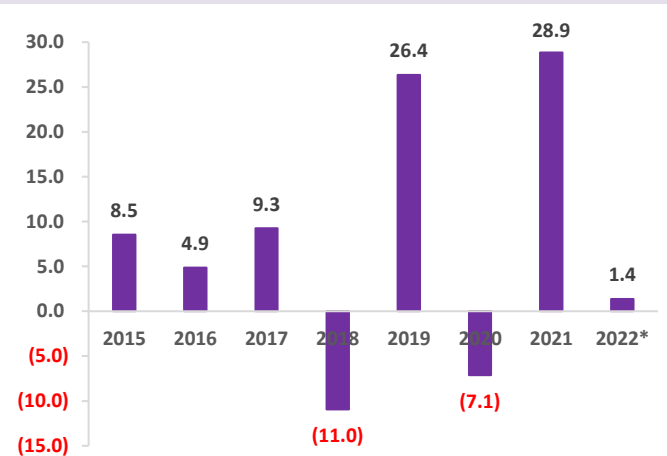
来源: 彭博 * 1月6日

图. 11: 德国DAX指数 (同比%)



来源: 彭博 * 1月6日

图. 12: 法国CAC40指数 (同比%)



来源: 彭博 * 1月6日

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	-	-
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	20.0	14.5	-	-
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.3	16.1	-	-
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	711.7	874.0	1170.1	-	-
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.7	24.3	-	-
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.9	-	-
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	109.0	135.1	181.4	-	-
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	-	-
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.6	-	-
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	-	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	-	-
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.5	9.0	4.9	-	-
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	-	-
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	-	-
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	-	-
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.7	7510.2	6966.1	-	-

	12/20	1/21	2/21	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21
实际国民生产总值 (同比%)	6.5	-	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	-
制造业 PMI (%)	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3
非制造业 PMI (%)	55.7	52.4	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7
出口(人民币/同比%)	10.9	16.5	139.2	20.6	22.1	18.0	20.1	8.0	15.7	19.9	20.4	16.6	-
进口(人民币/同比%)	(0.2)	20.2	11.8	28.7	33.1	40.4	24.7	16.2	23.0	10.0	14.5	26.0	-
贸易余额 (人民币/十亿)	509.2	405.0	231.2	75.5	265.0	283.7	325.3	359.2	377.4	433.4	545.9	460.7	-
出口增长 (美元/同比%)	18.1	24.6	154.6	30.5	32.2	27.8	32.1	19.3	25.6	28.1	27.1	22.0	-
进口增长 (美元/同比%)	6.5	28.7	18.9	39.2	44.0	52.0	37.3	28.3	33.0	17.5	20.6	31.7	-
贸易余额 (美元/十亿)	75.8	61.8	35.4	11.9	41.1	43.7	50.4	56.1	58.5	66.8	84.5	71.7	-
消费物价指数 (同比%)	0.2	(0.3)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	-
生产者物价指数 (同比%)	(0.4)	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	-
固定资产投资 (年初至今/同比%)	2.9	-	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.0	-	38.3	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	-
工业增加值 (同比%)	7.3	-	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	-
零售额 (同比%)	4.6	-	33.8	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	-
新增贷款 (人民币/十亿)	1255.2	3578.3	1359.4	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	-
广义货币供应量 (同比%)	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	-
总社会融资 (人民币/十亿)	1647.6	5187.8	1724.3	3376.6	1856.9	1952.2	3701.1	1075.2	2974.4	2916.5	1607.3	2614.1	-
全国城镇调查失业率(%)	5.2	5.4	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	-
31 个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.2	5.1	-	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	-

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	36,236.47	20.22	(0.44)
标准普尔 500 指数	4,696.05	25.83	(1.73)
纳斯达克综合指数	15,080.87	125.75	(4.20)
欧洲			
富时 100 指数	7,450.37	17.87	0.40
德国 DAX 30 指数	16,052.03	15.50	1.26
法国 CAC 40 指数	7,249.66	21.98	1.07
斯托克 600 价格指数	488.16	20.77	(0.11)
亚洲			
香港恒生指数	23,072.86	9.22	(0.17)
恒生中国企业指数	8,068.93	7.19	(0.34)
上海深圳沪深 300 指数	4,818.23	17.43	(1.34)
上海证券交易所综合指数	3,586.08	15.33	(0.30)
深证综合指数	2,481.33	37.55	(0.52)
日经 225 指数	28,487.87	16.23	(2.00)
韩国 KOSPI 指数	2,920.53	13.54	(2.43)
台湾证交所加权股价指数	18,367.92	14.98	0.66
标普/澳证 200 指数	7,358.32	22.97	(2.02)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	3,184.62	18.54	(1.62)
MSCI ACWI 指数	744.03	17.76	(1.49)
MSCI 新兴市场指数	1,217.07	13.45	(0.46)
MSCI 美国指数	4,509.94	20.05	(2.12)
MSCI 英国指数	2,104.21	17.35	0.57
MSCI 法国指数	206.46	22.57	0.81
MSCI 德国指数	172.76	15.47	1.18
MSCI 中国指数	81.46	13.97	(1.52)
MSCI 香港指数	14,596.82	20.94	(0.54)
MSCI 日本指数	1,236.82	15.18	(0.42)

*所有市场根据 2022/01/06 收市价。

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	0.0406	0.053
美国综合国债 1 年收益率	0.4119	0.051
美国综合国债 5 年收益率	1.4687	0.206
美国综合国债 10 年收益率	1.7211	0.213
美国综合国债 30 年收益率	2.0758	0.159
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.1020	(0.002)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.2256	0.0018
日本综合国债 1 年收益率	(0.094)	(0.029)
日本综合国债 10 年收益率	0.124	0.053
德国综合国债 1 年收益率	(0.650)	(0.012)
德国综合国债 10 年收益率	(0.061)	0.116
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.80	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.196	(0.109)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.617	0.011
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.823	0.030
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.714	0.371
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.429	0.000
香港基本利率(贴现率)	0.500	0.000
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.044	(0.033)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.135	(0.058)
离岸人民币拆放利率-隔夜	0.716	(2.219)
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.034	(0.549)
公司债(穆迪)		
Aaa	2.84	0.14
Baa	3.51	0.11

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	79.46	3.21
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	81.99	3.37
天然气期货	美元/百万英	3.81	7.05
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,909.28	3.56
铜期货	美元/磅	435.45	(0.87)
LME 钢筋期货	美元/吨	707.50	3.51
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,328.00	0.51
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,801.33	0.01
黄金期货	美元/盎司	1,789.20	(1.37)
现货银	美元/盎司	22.36	(1.68)
现货铂	美元/盎司	977.25	1.10
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	603.75	1.30
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	746.00	(4.33)
11 号糖(全球)	美元/磅	18.19	(3.14)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,387.25	3.64

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	96.32	0.37
欧元/美元	1.1312	(0.04)
英镑/美元	1.3529	0.35
澳大利亚元/美元	0.7173	(1.24)
美元/加拿大元	1.2765	(0.20)
美元/日元	115.87	0.64
美元/瑞士法郎	0.9186	0.23
人民币中间价指数	6.3728	(0.01)
美元/人民币	6.3830	0.24
美元/人民币-交割远期	6.5240	(0.19)
美元/中国境外即期汇率	6.3846	0.16
美元/港币	7.8009	0.03
人民币/港币	1.2222	(0.11)
中国境外即期汇率/港币	1.2218	(0.13)
美元/韩元	1,200.55	1.19
美元/新台币	27.65	(0.08)
美元/新加坡元	1.3599	0.52
美元/印度卢比	74.50	0.11

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 2022 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