

二零二二年五月三十一日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2022 年以来，全球经济发展受到多种因素困扰，包括升速惊人的通货膨胀水平、棘手的供应链难题、持续的新冠疫情、短缺的劳动力市场及尚未解决的俄乌冲突，全球经济发展前景堪忧。市场担心经济、健康、地缘政治风险的加剧会拖慢经济增速，同时推升通胀，全球或正步入新滞胀时代。
- 全球经济正遭遇滞胀冲击，经济增长步伐正在放缓，而通胀压力不断上升。展望未来，在全球通胀升至数十年以来高位的当下，各大央行预计将采取更加激进的措施，加速收紧货币政策，防止通胀率进一步攀升。
- 全球通胀预计将在 2022 年中见顶，但仍会在余下时间保持高位，这意味着全球流动性会进一步收紧，对经济活动的持续复苏构成阻力。各地的政策制定者预计将维持货币紧缩的政策立场，帮助通胀水平迅速降温，同时实施大规模的财政刺激措施，对冲货币紧缩为经济复苏带来的不利影响，进一步巩固经济复苏基础。

全球滞胀风险升温

2022 年以来，全球经济发展受到多种因素困扰，包括升速惊人的通货膨胀水平、棘手的供应链难题、持续的新冠疫情、短缺的劳动力市场及尚未解决的俄乌冲突，全球经济发展前景堪忧。市场担心经济、健康、地缘政治风险的加剧会拖慢经济增速，同时推升通胀，全球或正步入新滞胀时代。总体而言，地缘政治风险升温 and 为遏制新冠肺炎疫情实施的封锁措施导致各项生产要素难以稳定流动，加剧全球供需失衡状态，由此引发的负面效应最终将传导至消费端，并阻碍经济增长。疫情对经济活动造成的干扰推升通胀水平，而俄乌危机或令能源供应危机持续更长时间，进而导致供应链难以恢复弹性，亦影响劳动力市场和消费市场的复苏。除此之外，西方国家对俄罗斯发起制裁行动，对俄罗斯实施经济孤立，包括减少贸易活动、禁止能源进口和金融制裁，这些都将令目前脆弱的全球经济复苏基础雪上加霜。全球经济正遭遇滞胀冲击，经济增长步伐正在放缓，而通胀压力不断上升。展望未来，在全球通胀升至数十年以来高位的当下，各大央行预计将采取更加激进的措施，加速收紧货币政策，防止通胀率进一步攀升。在我们看来，全球通胀预计将在 2022 年中见顶，但仍会在余下时间保持高位，这意味着全球流动性会进一步收紧，对经济活动的持续复苏构成阻力。各地的政策制定者预计将维持货币紧缩的政策立场，帮助通胀水平迅速降温，同时实施大规模的财政刺激措施，对冲货币紧缩为经济复苏带来的不利影响，进一步巩固经济复苏基础。

供应链压力持续和通胀螺旋式上升，加剧全球经济复苏势头的不稳定性。飙升的大宗商品价格、高通胀和全球主要央行的鹰派立场，一直被认为是拖累全球制造业产能、导致物流受阻的主要原因，进而令生产活动保持低迷。4 月摩根大通全球制造业采购经理指数（PMI）报 52.2，低于 3 月的 52.9，反映全球工业活动的扩张步伐放缓。而持续的俄乌冲突和中国内地因应防疫实施的封锁措施加剧了全球制造业活动面临的困境，影响全球经济的复苏势头。总的来说，当前多个经济体已陆续重启经济开放，商品需求快速释放，新订单水平已达到较高水平，但货物的积压情况和交付时长同样处于创纪录水平。在大宗商品价格和能源价格持续攀升加剧全球通胀压力的情况下，各大央行都采取了更加强硬的货币政策立场，令市场担心高通胀和利率上行可能拖慢全球经济增长步伐。我们认为，地缘政治风险、疫情防控和供应链问题会为经济发展带来长期不确定性，短期内将影响全球经济的复苏势头。

美国持续收紧货币政策，难免削弱经济增长动能。强劲的就市场进一步巩固了美国的经济复苏实力，美国最新失业率从 2021 年 12 月的 3.9% 进一步下降至 3.6%。然而，由于能源和大宗商品价格

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

正因地缘政治和疫情等因素而飙涨，美国经济增长动力开始减弱。美国通胀水平目前已飙升至 40 年以来的新高，迫使美联储迅速转向紧缩的货币政策，在力遏通胀上行的同时，努力帮助经济延续复苏势头。总的来说，美联储采取更加鹰派的做法来加强货币紧缩力度，反映从市场抽走过多的流动性对缓解升速惊人的通胀水平而言至关重要。我们认为，美国经济复苏的步伐会保持不变，但 2022 年上半年的增长速度有机会放缓。不过，考虑到全球供应链的紧张局面和地缘政治冲突将在下半年得到缓解，美国经济在 2022 年下半年的复苏路径会更加畅顺。

俄乌危机影响欧元区经济的正常运行。由于欧洲有 40% 的天然气来自于俄罗斯进口，此次俄罗斯对乌克兰采取军事行动，以及欧洲各国对俄罗斯采取的制裁行动，将对欧洲的能源供应造成严重影响，并引发全球能源市场的大震荡。欧洲经济极易受到能源价格上涨的影响，高企的天然气价格抑制了消费需求，阻碍经济复苏。总的来说，全球能源供应链危机直接导致了通胀上升、经济增长放缓和金融市场的动荡。长期而言，全球供应链和金融体系一体化的趋势将被弱化。在我们看来，后疫情时代欧洲的经济复苏将持续，但增长势头会因能源价格波动、供应链危机、全球流动性收紧以及疫情发展而受到一定的限制。全球经济环境的复杂性为欧洲短期内的经济波动铺平道路。由于正面临高通胀及供应链危机，欧元区 2022 年上半年的经济发展将呈现不温不火的状态，随着疫情风险逐步解除和经济逆风开始消散，欧元区在下半年的经济表现将会有所改善，经济复苏动力将进一步增强。

日本正着眼于维持经济平稳增长。日本当前的经济复苏继续受到跨境活动限制、新冠疫情威胁和供应链瓶颈带来的负面影响。制造业发展正受制于高昂的企业开支、原材料短缺和物流难题。与疫情相关的种种挑战令日本在 2022 年上半年的经济复苏步伐更加缓慢。展望未来，日本政府已在多地解除紧急状态，并逐步恢复经济活动的正常开展，疫苗接种率的上升亦提高了人员流动性，令重启封锁措施的风险降低。在这样的情况下，日本经济有望得到改善。不过，日本制造业仍在供应链瓶颈的干扰下艰难前行，但供应链难题有望在下半年得到缓解再加上日圆贬值的现状，2022 年下半年日本的出口行业预计将出现反弹。尽管目前全球疫情走势难料，可能令各地政府重启防疫措施，并给制造业供应链带来更多挑战，但疫苗率逐步攀升会在整体上降低健康安全风险，为旅游业及相关活动的复苏提供利好条件，推动总体需求反弹。在我们看来，在内外需保持适度增长的情况下，日本经济将维持平稳复苏的势头。

中国防疫封锁措施逐步解除，有助于重振全球经济。为遏制新冠疫情传播，中国多地重启防疫封锁措施，居民出行受限，中国经济在二季度出现下行走势。大多数主要经济指标出现不同程度的收缩，反映中国企业正面临较大的经营压力。与此同时，就业市场也出现恶化迹象，制造业和服务业新增就业步伐放缓，4 月城镇调查失业率从 3 月的 5.8% 升高至 6.1%。面对这场迅猛的经济冲击，国家总理李克强日前宣布了涵盖六大范畴的 33 项举措，包括财政及相关政策，努力保持市场主体的有序运作和稳定就业市场。我们认为，迅速实施这一系列包含加大财政支出力度、减税降负、进一步放宽货币政策的举措，可以帮助缓解经济下行压力，确保经济实力的可持续复苏。展望未来，全国范围内的确诊人数正成下降趋势，经济活动逐步恢复正常化，预计因封锁措施导致的经济混乱局面将恢复正常秩序。各项制造业活动重启有助于全球供应链恢复韧性，而疫情缓解能够提振消费情绪，促使商品和服务恢复增长。尽管 2022

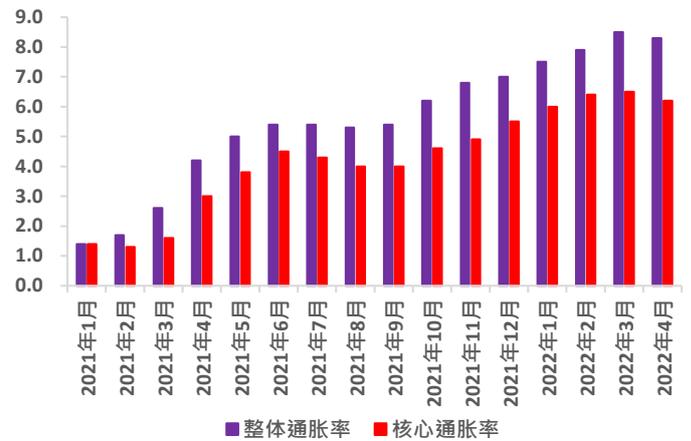
年的全球经济形势仍然严峻，但中国经济预计将继续以中等速度增长，成为推动全球经济发展的重要力量。

图.1: 美国经济(实际同比增长%)



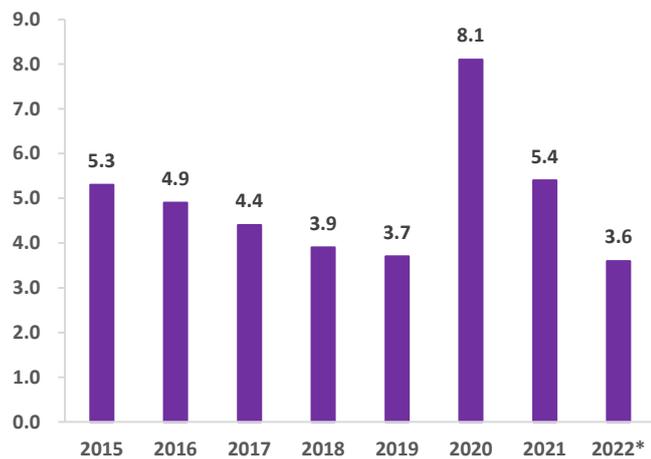
来源: 彭博 *光银国际预测

图.2: 美国整体通胀率及核心通胀率 (%)



来源: 彭博

图.3: 美国失业率 (%)



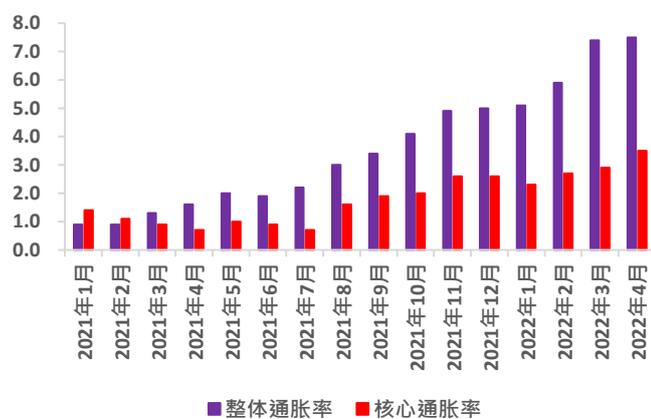
来源: 彭博 *四月

图.4: 欧元区经济(实际同比增长%)



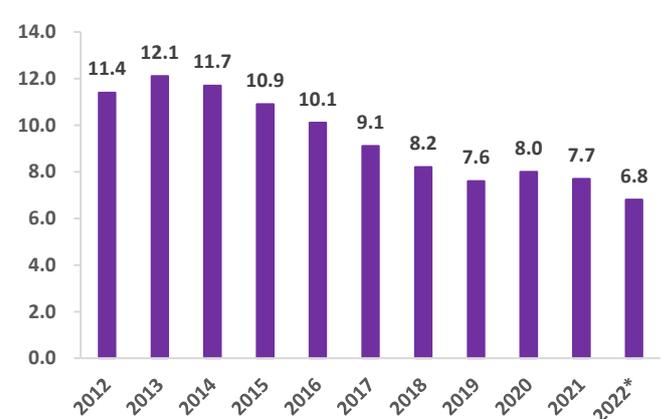
来源: 彭博 *光银国际预测

图.5: 欧元区整体通胀率及核心通胀率 (%)



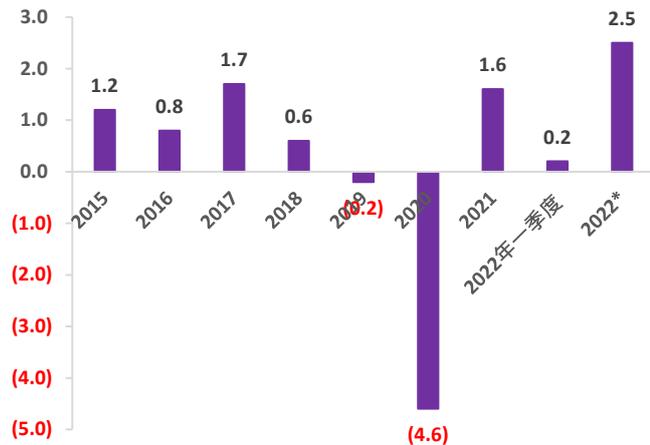
来源: 彭博

图.6: 欧元区消失失业率 (%)



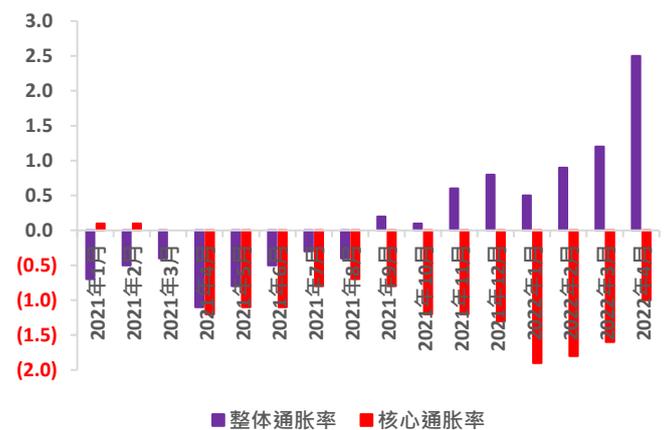
来源: 彭博 *三月

图.7: 日本经济(实际同比增长%)



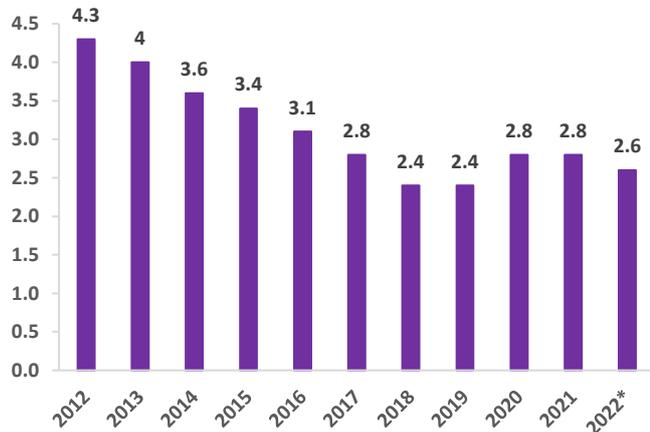
来源: 彭博 *光银国际预测

图.8: 日本整体通胀率及核心通胀率(%)



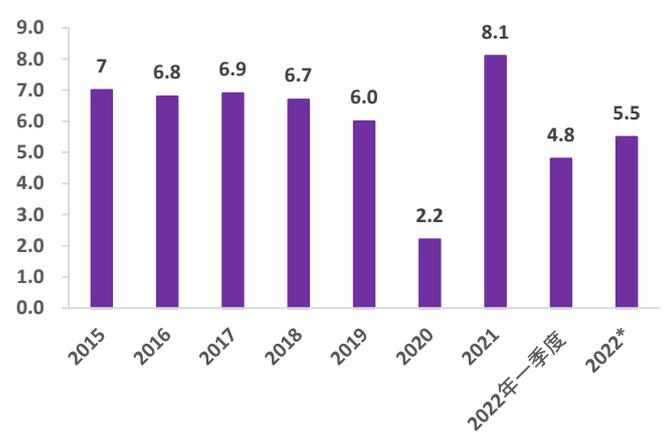
来源: 彭博

图.9: 日本失业率(%)



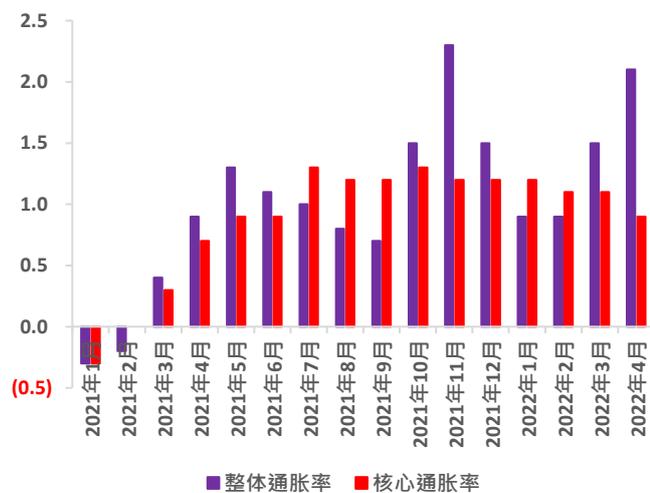
来源: 彭博 *三月

图.10: 中国经济(实际同比增长%)



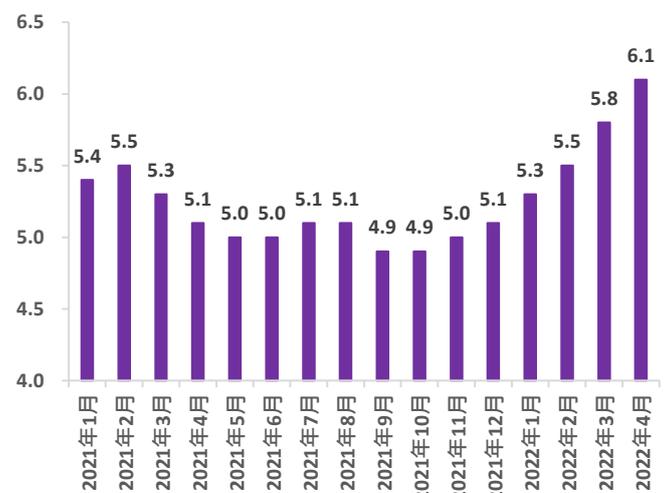
来源: 彭博 *光银国际预测

图.11: 中国通胀率及核心通胀率(%)



来源: 彭博

图.12: 中国城镇调查失业率(%)



来源: 彭博

中国经济数据

	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8
制造业 PMI (%)	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9
非制造业 PMI (%)	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4
出口(人民币/同比%)	5.0	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.4
进口(人民币/同比%)	1.7	(0.2)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	7.6
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	1029.8
出口增长 (美元/同比%)	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.8
进口增长 (美元/同比%)	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	9.8
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	161.8
消费物价指数 (同比%)	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7
工业增加值 (同比%)	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5
零售额 (同比%)	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3
新增贷款 (人民币/十亿)	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9
广义货币供应量 (同比%)	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7
总社会融资 (人民币/十亿)	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12060.0

	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-
制造业 PMI (%)	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4
非制造业 PMI (%)	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9
出口(人民币/同比%)	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.2	12.9	1.9
进口(人民币/同比%)	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.2	8.5	(1.6)	(2.0)
贸易余额 (人民币/十亿)	263.3	281.1	323.7	358.1	381.5	441.6	548.2	461.5	602.7	539.2	192.1	298.5	325.1
出口增长 (美元/同比%)	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.2	6.3	14.6	3.9
进口增长 (美元/同比%)	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	20.1	10.6	0.0	0.0
贸易余额 (美元/十亿)	40.9	43.3	50.1	55.9	59.2	68.1	84.9	71.8	94.2	84.5	30.2	47.1	51.1
消费物价指数 (同比%)	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1
生产者物价指数 (同比%)	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0
固定资产投资 (年初至今/同比%)	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8
房地产投资 (年初至今/同比%)	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)
工业增加值 (同比%)	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)
零售额 (同比%)	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)
新增贷款 (人民币/十亿)	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5
总社会融资 (人民币/十亿)	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6177.0	1228.9	4656.6	910.2
全国城镇调查失业率(%)	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7

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	33,212.96	17.86	6.24
标准普尔 500 指数	4,158.24	20.78	6.58
纳斯达克综合指数	12,131.13	39.68	6.84
欧洲			
富时 100 指数	7,600.06	17.41	1.15
德国 DAX 30 指数	14,575.98	13.10	2.83
法国 CAC 40 指数	6,562.39	14.82	3.20
斯托克 600 价格指数	446.57	16.07	2.30
亚洲			
香港恒生指数	21,123.93	7.60	3.19
恒生中国企业指数	7,255.13	6.50	3.31
上海深圳沪深 300 指数	4,029.02	15.21	(0.62)
上海证券交易所综合指数	3,149.06	12.76	0.07
深证综合指数	1,975.89	34.31	(0.95)
日经 225 指数	27,369.43	19.46	1.36
韩国 KOSPI 指数	2,669.66	11.45	0.84
台湾证交所加权股价指数	16,610.62	12.07	2.81
标普/澳证 200 指数	7,286.56	16.92	1.93
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,814.75	18.50	4.16
MSCI ACWI 指数	656.87	17.43	4.03
MSCI 新兴市场指数	1,065.09	11.93	2.96
MSCI 美国指数	3,954.08	21.38	6.54
MSCI 英国指数	2,185.20	17.44	0.94
MSCI 法国指数	187.95	16.54	3.13
MSCI 德国指数	147.41	12.54	2.96
MSCI 中国指数	68.70	11.63	2.66
MSCI 香港指数	13,886.85	14.72	1.63
MSCI 日本指数	1,184.07	13.93	1.58

*所有市场根据 2022/05/30 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	1.00	0.00
美国最佳利率	4.00	0.00
联储贴现率	1.00	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	0.6746	0.1700
美国综合国债 1 年收益率	1.9589	(0.0997)
美国综合国债 5 年收益率	2.7175	(0.1502)
美国综合国债 10 年收益率	2.7378	(0.1136)
美国综合国债 30 年收益率	2.9635	(0.0889)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	1.0617	0.088
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.5979	0.0914
日本综合国债 1 年收益率	(0.098)	(0.005)
日本综合国债 10 年收益率	0.237	(0.003)
德国综合国债 1 年收益率	0.017	0.042
德国综合国债 10 年收益率	1.055	0.038
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	1.909	(0.034)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.508	(0.017)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.774	(0.025)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.405	0.082
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.856	(0.044)
香港基本利率(贴现率)	1.25	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0483	0.0045
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1942	0.0104
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.9263	(0.1777)
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.4658	(0.2272)
公司债(穆迪)		
Aaa	3.98	(0.20)
Baa	5.00	(0.21)

全球商品			
	价格	一周变动 (%)	
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	115.07	1.63
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	121.67	7.27
天然气期货	美元/百万英	8.73	7.97
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,858.43	(2.55)
铜期货	美元/磅	430.65	0.74
LME 钢筋期货	美元/吨	804.50	0.56
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,167.00	(1.37)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,855.21	(0.28)
黄金期货	美元/盎司	1,857.30	0.48
现货银	美元/盎司	22.06	(0.33)
现货铂	美元/盎司	963.05	(1.52)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	777.25	(0.19)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,157.50	(0.96)
11 号糖(全球)	美元/磅	19.61	(1.70)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,732.25	1.58

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	101.67	(0.40)
欧元/美元	1.0775	0.93
英镑/美元	1.2643	0.49
澳大利亚元/美元	0.7182	0.80
美元/加拿大元	1.2685	(0.70)
美元/日元	127.38	(0.13)
美元/瑞士法郎	0.9590	(0.78)
人民币中间价指数	6.7048	0.44
美元/人民币	6.6614	0.18
美元/人民币-交割远期	6.7009	0.19
美元/中国境外即期汇率	6.6731	0.27
美元/港币	7.8492	0.00
人民币/港币	1.1782	(0.19)
中国境外即期汇率/港币	1.1762	(0.27)
美元/韩元	1,239.15	(2.00)
美元/新台币	29.12	(1.68)
美元/新加坡元	1.3666	(0.47)
美元/印度卢比	77.54	0.03

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