

二零二二年九月六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 美国联邦储备局主席鲍威尔近期在 Jackson Hole 全球央行年会上的鹰派发言再度引发全球股票市场的大幅动荡。鲍威尔强调，紧缩的货币政策仍是抑制通胀上行的有效工具，但这也会拖累劳工市场，并令总体需求走弱。美联储通过大幅加息来快速令物价水平降温，会在未来一段时间持续为经济社会发展带来“痛苦”，但在问题得到解决前，市场不应过早期待美联储政策转向。
- 市场迅速对鲍威尔的言论做出负面回应，道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克指数至今跌幅超过 6.0%。美元指数和十年期美债收益率则应声上扬，反映股市的短期看跌前景与鲍威尔的鹰派言论相吻合。
- 美联储正竭尽全力对抗飙升至 40 年来高位的通胀水平，但同时政策制定者也在努力避免这一全球最大经济体因此陷入经济衰退。对于股票市场来说，预期美联储放慢加息步伐言之尚早，市场短期下行压力仍然较大。
- 在我们看来，利率上升和增长放缓等因素都将拖累企业盈利，从而使经济前景进一步恶化，全球经济复苏动力减弱，股票市场也将面临更长期的动荡。

全球股市波澜再起

美国联邦储备局主席鲍威尔近期在 Jackson Hole 全球央行年会上的鹰派发言再度引发全球股票市场的大幅动荡。鲍威尔强调，紧缩的货币政策仍是抑制通胀上行的有效工具，但这也会拖累劳工市场，并令总体需求走弱。美联储通过大幅加息来快速令物价水平降温，会在未来一段时间持续为经济社会发展带来“痛苦”，但在问题得到解决前，市场不应过早期待美联储政策转向。市场迅速对鲍威尔的言论做出负面回应，道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克指数至今跌幅超过 6.0%。美元指数和十年期美债收益率则应声上扬，反映股市的短期看跌前景与鲍威尔的鹰派言论相吻合。整体而言，美联储正竭尽全力对抗飙升至 40 年来高位的通胀水平，但同时政策制定者也在努力避免这一全球最大经济体因此陷入经济衰退。对于股票市场来说，预期美联储放慢加息步伐言之尚早，市场短期下行压力仍然较大。在我们看来，利率上升和增长放缓等因素都将拖累企业盈利，从而使经济前景进一步恶化，全球经济复苏动力减弱，股票市场也将面临更长期的动荡。

美股料将继续震荡下行。美国各项经济数据开始走弱，而美联储正为遏制不断攀升的通胀数据继续大幅加息，再加上俄乌冲突和中美关系紧张等地缘政治不确定性持续，加剧美股的波动性风险。总的来说，美国经济在应对高通胀问题之时，已经出现增长放缓的迹象，劳动力市场开始疲软，后疫情时代攀升的成本支出和供应链危机正制约经济复苏。除此之外，西方国家对俄罗斯落实制裁行动，而俄乌关系走向仍不明朗，令全球经济的不确定性进一步升温，推升能源、食品和大宗商品价格，并使金融市场陷入剧烈波动之中。展望未来，在地缘政治风险及美联储加息预期双双升温的影响之下，美国股市仍将持续波动，市场风险偏高。在我们看来，短期内通胀仍将维持在高位，随着消费者需求正因购买力下降和就业市场恶化而降温，美国的经济活动将进一步放缓，美国股市也将继续被熊市阴霾笼罩。

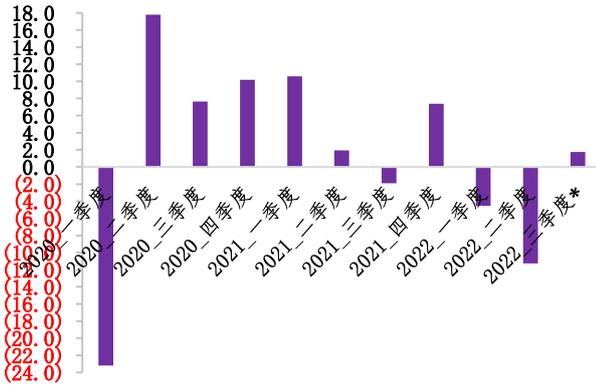
中国股市反弹曙光显现。中国股市今年以来表现不佳，今年首 8 个月主要指数下跌超过 12%。复杂多变的内外部环境令中国的经济复苏之路面临重重挑战，新冠疫情反复、高温干旱天气导致供电短缺以及全球供应链危机等因素持续制约中国的经济发展，影响经济活动的扩张步伐。展望未来，由于 A 股对国内信贷和流动性情况较敏感，近期当局通过降息等货币宽松政策和加大财政扩张政策力度，有助于推动市场回归正轨。在我们看来，A 股市场当前估值已进入较具吸引力的区间，再加上疫情缓和、防疫政策料将进一步放松以及其他支持性政策有望陆续推出，以刺激经济增长，中国股市将开始触底反弹。在这种情况下，部分进入复苏周期的板块，如金融和

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

旅游等将表现出色，而中美就中概股审计争端达成初步协议将利好电动汽车制造商等非必需消费品板块及科技股巨头。此外，可再生能源板块亦有望受益于中国的环保政策。总的来说，中国的政策制定者预计将陆续出台刺激增长的政策，为股票市场的发展创造有利环境。我们预计，上证综指和深证成指将在短期内继续波动上行，2022 年余下时间内将有 10%至 15%的潜在升幅。

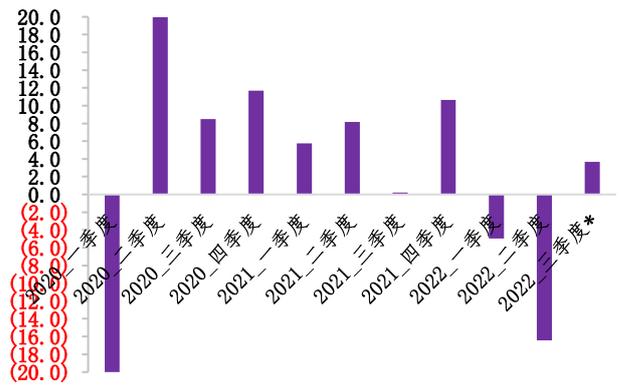
港股经历深度调整，估值吸引力逐渐增强。经济环境的复杂多变以及不断升温的政治风险正打击市场情绪，美联储持续收紧货币政策、新冠疫情反复、中国经济发展阻力增大、中概股退市危机、俄乌冲突以及中美关系紧张等不利因素交织，都令香港股市承压，恒生指数在今年首 8 个月下跌超过 14%。展望未来，考虑到中国的政策制定者将加大政策刺激力度，竭力消除经济环境中的不确定性风险，并提振消费者信心，再加上中美在中概股审计底稿问题上已经达成初步协议，消除一部分市场负面因素，香港市场有望反弹。我们认为，部分行业将有机会跑赢大市。净息差收窄利好香港银行板块，而石油及天然气板块则继续受益于全球能源供需失衡。除此之外，“新经济”板块例如资讯科技业和医疗保健业有望触底反弹，而非必需性消费板块在中国鼓励发展内需主导型经济的背景下，如运动服饰、啤酒等产业将受益。我们认为，尽管市场逆风不断，但香港股市在经历了一年多的深度调整后，已开始恢复稳定的上升走势。我们继续看好香港股市，因预期内地当局和香港政府将出台更多支持政策，推动经济活动的蓬勃发展。当前香港股市的估值已经回落到较具吸引力的区间，更多流动性料会回流港股，投资者的乐观情绪也将回升。考虑到中国的政策制定者承诺将推出更多支持性政策，巩固经济复苏基础，我们相信有利的宏观经济环境可以助力香港股市的复苏。在撇除不确定因素后，**我们预计未来数月恒生指数将在 20,200 点至 22,400 点之间波动，对应市盈率将达到 9.5 倍至 10.5 倍；恒生中国企业指数（HSCEI）预计在 7,200 点至 7,600 点之间波动，对应市盈率将达到 9 倍至 9.5 倍。**

图.1: 美国道琼工业平均指数 (季度环比 %)



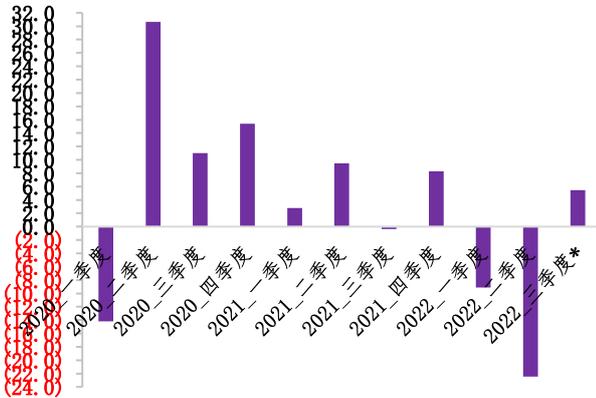
来源: 彭博 *九月二日

图.2: 美国标准普尔 500 指数 (季度环比 %)



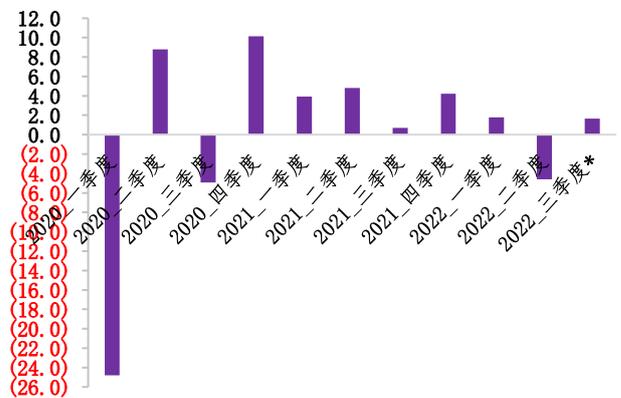
来源: 彭博 *九月二日

图.3: 美国纳斯达克综合指数 (季度环比 %)



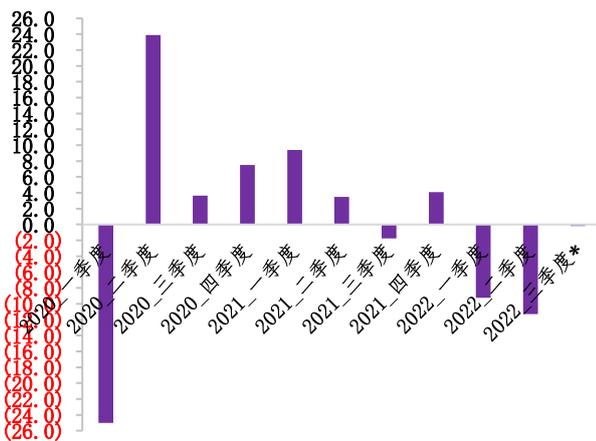
来源: 彭博 *九月二日

图.4: 英国富时 100 指数 (季度环比 %)



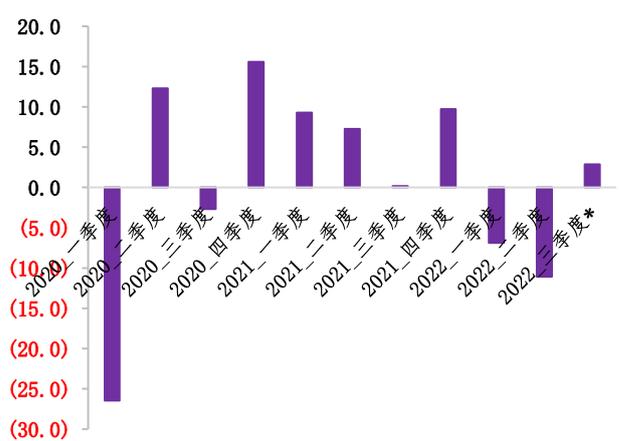
来源: 彭博 *九月五日

图.5: 德国 DAX 指数 (季度环比 %)



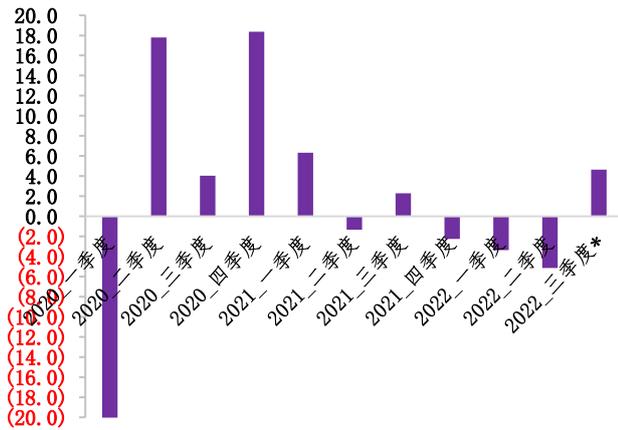
来源: 彭博 *九月五日

图.6: 法国 CAC 40 指数 (季度环比 %)



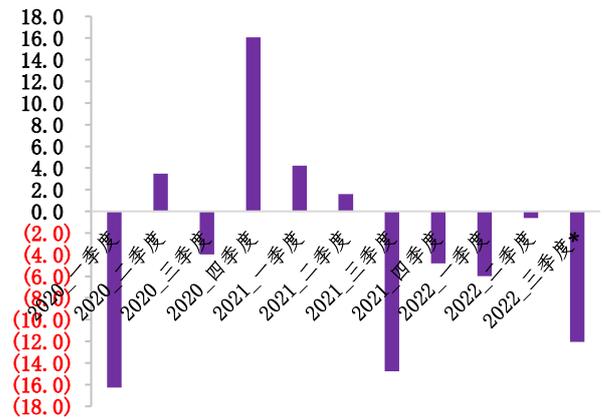
来源: 彭博 *九月五日

图.7: 日经平均指数 (季度环比 %)



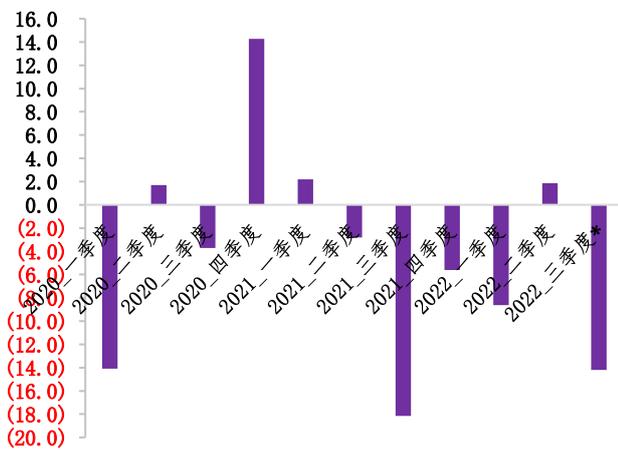
来源: 彭博 *九月五日

图.8: 香港恒生指数 (季度环比 %)



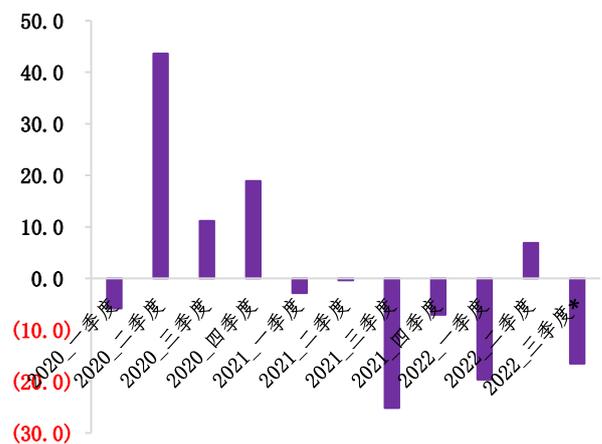
来源: 彭博 *九月五日

图.9: 香港恒生中国企业指数 (季度环比 %)



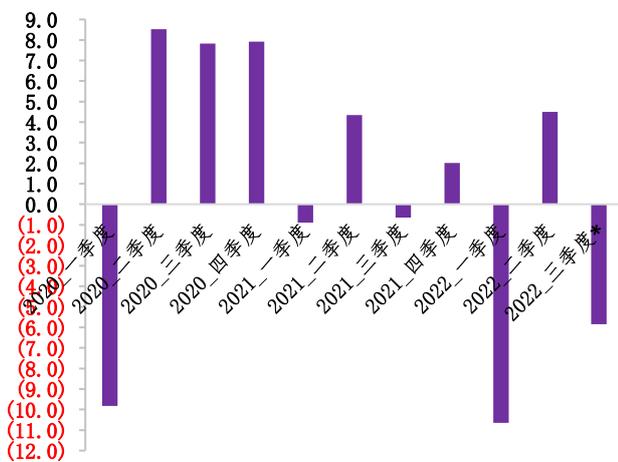
来源: 彭博 *九月五日

图.10: 香港恒生科技指数 (季度环比 %)



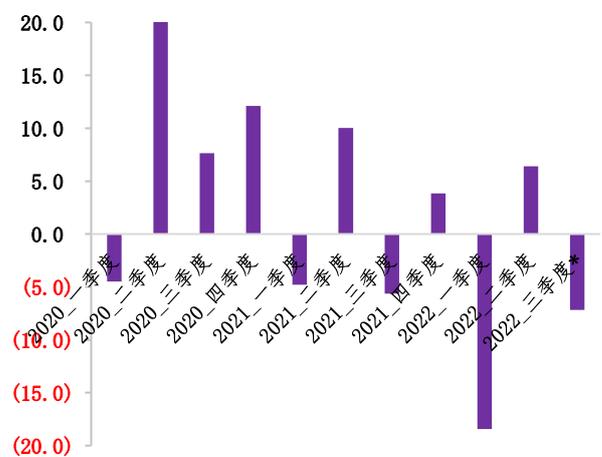
来源: 彭博 *九月五日

图.11: 上证综合指数 (季度环比 %)



来源: 彭博 *九月五日

图.12: 深证成指指数 (季度环比 %)



来源: 彭博 *九月五日

中国经济数据

	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022	2Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.4
制造业 PMI (%)	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9	49.1
非制造业 PMI (%)	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4	48.1
出口(人民币/同比%)	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.4	13.3
进口(人民币/同比%)	(0.2)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	7.6	1.9
贸易余额 (人民币/十亿)	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	1029.7	1478.2
出口增长 (美元/同比%)	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.8	13.0
进口增长 (美元/同比%)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	9.8	1.7
贸易余额 (美元/十亿)	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	162.9	227.8
消费物价指数 (同比%)	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.2
生产者物价指数 (同比%)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.8
固定资产投资 (年初至今/同比%)	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	4.2
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7	(9.0)
工业增加值 (同比%)	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5	0.6
零售额 (同比%)	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	(4.6)
新增贷款 (人民币/十亿)	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9	5343.8
广义货币供应量 (同比%)	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7	11.4
总社会融资 (人民币/十亿)	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12052.6	8951.1

	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22	8/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-
制造业 PMI (%)	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4
非制造业 PMI (%)	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6
出口(人民币/同比%)	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.2	12.9	1.9	15.3	22.0	23.9	-
进口(人民币/同比%)	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.4	8.8	(1.5)	(2.0)	2.8	4.8	7.4	-
贸易余额 (人民币/十亿)	381.5	441.6	548.2	461.5	602.7	536.3	188.7	296.9	325.2	502.9	650.1	682.7	-
出口增长 (美元/同比%)	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.1	6.3	14.6	3.9	16.9	17.9	18.0	-
进口增长 (美元/同比%)	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	20.4	10.9	0.1	(0.1)	4.1	1.0	2.3	-
贸易余额 (美元/十亿)	59.2	68.1	84.9	71.8	94.2	84.1	29.7	46.8	51.1	78.8	97.9	101.3	-
消费物价指数 (同比%)	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	-
生产者物价指数 (同比%)	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	-
固定资产投资 (年初至今/同比%)	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)	(5.4)	(6.4)	-
工业增加值 (同比%)	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7	3.9	3.8	-
零售额 (同比%)	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)	3.1	2.7	-
新增贷款 (人民币/十亿)	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1888.4	2810.0	679.0	-
广义货币供应量 (同比%)	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	-
总社会融资 (人民币/十亿)	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2368.3	6172.2	1227.9	4652.5	942.0	2835.8	5173.3	756.1	-
全国城镇调查失业率(%)	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9	5.5	5.4	-
31个大城市城镇调查失业率 (%)	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7	6.9	5.8	5.6	-

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	31,318.44	17.25	(2.99)
标准普尔 500 指数	3,924.26	19.18	(3.29)
纳斯达克综合指数	11,630.86	36.92	(4.21)
欧洲			
富时 100 指数	7,287.43	14.10	(1.88)
德国 DAX 30 指数	12,760.78	12.28	(1.03)
法国 CAC 40 指数	6,093.22	12.74	(2.07)
斯托克 600 价格指数	413.39	14.53	(2.19)
亚洲			
香港恒生指数	19,225.70	7.11	(3.98)
恒生中国企业指数	6,577.53	6.33	(4.29)
上海深圳沪深 300 指数	4,015.43	14.72	(1.81)
上海证券交易所综合指数	3,199.91	13.96	(1.26)
深证综合指数	2,088.09	37.41	(2.78)
日经 225 指数	27,619.61	27.87	(0.93)
韩国 KOSPI 指数	2,403.68	10.17	(0.96)
台湾证交所加权股价指数	14,661.10	10.61	(1.78)
标普/澳证 200 指数	6,852.22	14.30	(1.63)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,596.70	16.76	(2.70)
MSCI ACWI 指数	604.93	15.79	(2.67)
MSCI 新兴市场指数	967.80	10.84	(2.41)
MSCI 美国指数	3,735.53	19.78	(3.37)
MSCI 英国指数	2,097.30	13.92	(1.87)
MSCI 法国指数	174.81	14.63	(1.96)
MSCI 德国指数	127.89	11.95	(0.80)
MSCI 中国指数	64.51	11.30	(3.80)
MSCI 香港指数	12,721.36	15.92	(2.80)
MSCI 日本指数	1,182.70	15.07	(0.77)

*所有市场根据 2022/09/05 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	2.50	0.00
美国最佳利率	5.50	0.00
联储贴现率	2.50	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.50	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	2.4303	0.1247
美国综合国债 1 年收益率	3.4125	0.0276
美国综合国债 5 年收益率	3.2928	0.0398
美国综合国债 10 年收益率	3.1894	0.0870
美国综合国债 30 年收益率	3.3435	0.1037
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	2.6557	0.1319
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	3.1581	0.0886
日本综合国债 1 年收益率	(0.135)	(0.017)
日本综合国债 10 年收益率	0.236	(0.012)
德国综合国债 1 年收益率	0.679	0.016
德国综合国债 10 年收益率	1.563	0.060
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.65	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	1.689	(0.057)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.383	(0.035)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.628	(0.009)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.033	(0.202)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.500	0.002
香港基本利率(贴现率)	2.75	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.0132	0.1542
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.9104	0.0883
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.6357	(0.0595)
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.4949	0.2807
公司债(穆迪)		
Aaa	4.41	0.24
Baa	5.48	0.24

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	86.87	(6.65)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	95.74	(8.90)
天然气期货	美元/百万英	8.79	(5.49)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,290.75	(8.47)
铜期货	美元/磅	341.35	(7.67)
LME 钢筋期货	美元/吨	669.50	3.72
LME 铅现货(\$)	美元/吨	1,873.25	(5.56)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,714.80	(0.81)
黄金期货	美元/盎司	1,722.60	(1.55)
现货银	美元/盎司	18.23	(2.50)
现货铂	美元/盎司	848.48	(1.53)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	665.75	0.23
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	811.00	0.71
11 号糖(全球)	美元/磅	18.15	(1.73)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,420.50	(2.79)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	109.53	0.64
欧元/美元	0.9934	(0.51)
英镑/美元	1.1509	(1.58)
澳大利亚元/美元	0.6797	(0.98)
美元/加拿大元	1.3148	0.69
美元/日元	140.50	1.44
美元/瑞士法郎	0.9813	1.32
人民币中间价指数	6.8998	0.44
美元/人民币	6.9340	0.36
美元/人民币-交割远期	6.8640	0.40
美元/中国境外即期汇率	6.9399	0.28
美元/港币	7.8490	0.02
人民币/港币	1.1320	(0.33)
中国境外即期汇率/港币	1.1310	(0.26)
美元/韩元	1,371.75	1.58
美元/新台币	30.73	1.04
美元/新加坡元	1.4042	0.51
美元/印度卢比	79.85	(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