



逆風飛揚 在水一方 ——2020 國際金融市場展望

首席經濟學家 鄂志寰博士
高級經濟研究員 蔡永雄

2019年，國際金融市場脫離低迷的實體經濟基礎，股市、債市均有良好表現。展望2020年，全球主要經濟體的宏觀政策取向更加積極，財政政策和貨幣政策將成為穩定經濟增長的主要動力，並將為金融市場提供更加充裕的流動性支援，寬鬆貨幣將繼續追逐優質金融資產，推動國際金融市場逆經濟減速之風，呈流動性之水驅動的再度飛揚之勢。

一、2020 年全球經濟增長仍面臨多重不確定性因素

2019年，國際貨幣基金組織5次下調全球經濟增長預測至3.0%水平，創2009年以來的新低，表明中美貿易爭端愈演愈烈成為影響全球經濟增長的系統性風險因素，而以英國脫歐為代表地緣政治事件此起彼落，帶來大量的不確定性因素，導致全球經濟增長速度進一步放緩。

進入2020年後，影響全球經濟增長的主要因素可能出現一些變化。

其一是中美達成第一階段協議，中方同意增加每年購買美國製造業和農產品的規模，美方亦同意暫緩新一輪的關稅，並下調上一輪關稅稅率。即使目前雙方在知識產權、保障外資權益、國企補貼、技術轉移，以至華為事件等尚未解決，但相信中美貿易戰全面升級、美國向全數中國進口商品加徵關稅，以至將貿易爭端擴展至科技和金融層面的最壞情況則可避免。同時，美方下調關稅稅率，料可降低企業和投資者對中美貿易爭端升級的憂慮，有助緩和外贸、投資和整體經濟下行的壓力。

其二是以英國脫歐為代表的民粹主義的發展。2019年12月12日，保守黨在英國大選中奪得過半數的議席，首相約翰遜提交與歐盟達成的脫歐方案可望獲國會通過，英國將於2020年1月底前在有協議下脫歐。英國在正式脫歐後仍需要與歐盟就未來雙方的各種經貿關係重新談判，但不致在沒有協議下脫歐，這將大大降低硬脫歐可能對英國和歐盟經濟、英國以至全球金融市場帶來不可預估的風險，有助緩和全球經濟面臨的不確定性。

第三，2020年，全球主要經濟體的宏觀政策取向更加積極，把財政政策和

貨幣政策作為穩定經濟增長的主要動力。2019 年，美國聯儲局和歐洲央行相繼調整貨幣政策取向，美國聯儲局連續 3 次減息。歐洲央行於 2019 年 9 月宣佈新一輪寬鬆措施，下調存款利率 10 個基點至負 0.5%、重啟買債計劃，每月 200 億歐元、引入兩級制銀行儲備金率，並沒有為負利率和買債提出時限等。12 月 12 日，歐洲央行公佈利率決議，宣佈維持三大關鍵利率不變，符合市場預期。預計 2020 年美國聯儲局貨幣政策大概率轉趨觀望，上半年再次減息的機率只有不到三成。全球主要經濟體從以往逐步實現貨幣政策正常化轉向尋找空間推行寬鬆，可以在一定程度上對沖全球經濟下行壓力。

第四，困擾 2020 年全球經濟增長的不確定性還包括美國兩黨政治爭拗、美國總統選舉、多個國家及地區民粹主義和地緣政治風險升溫、全球債務負擔持續增加，以至全球寬鬆貨幣環境一旦逆轉等因素，仍需要持續關注。

綜合考慮上述因素，預期 2020 年全球經濟增長料可從 2019 年的低位略為回穩。

國際貨幣基金組織最新預測 2020 年全球經濟將增長 3.4%，高於 2019 年的 3%，但其新增部分主要來自新興市場。在美國和中國兩大經濟體同步減速的情況下，新興經濟體能否獨立成為全球經濟增長的主要動力泉源仍需觀察。

全球經濟增長預測	2019(%)	2020(%)
國際貨幣基金組織	3.0	3.4
世界銀行	2.5	2.5
經濟合作與發展組織	2.9	2.9

資料來源：國際貨幣基金組織、世界銀行、經濟合作與發展組織、中銀香港經濟研究

自 2009 年全球金融危機結束以來，美國經濟錄得連續 126 個月擴張，創下二次大戰以來最長的擴張週期，2019 年上半年美國國債孳息曲線曾出現倒掛，令市場再度憂慮美國經濟可能進入衰退期。從經濟表現看，美國實質經濟增長從 2018 年二季度按年增長 3.2% 放緩至 2019 年三季度的 2.1%，主要是受到稅改的正面效果逐漸減退、聯儲局 9 次加息及縮表，以及中美貿易爭端等影響，但該經濟增速仍然高於聯儲局認為美國長期經濟增長率 1.9% 的水平。同時，美國就業市場表現強勁，失業率維持於 1969 年以來 3.5% 的低位，且新增非農職位數目在經濟多年擴張後維持較快增長，反映美國經濟具有較為穩健的增長動力，對其以消費為主的經濟帶來實質支持。2019 年聯儲局 3 次減息，孳息曲線倒掛的現象已回復正常，顯示短期內美國經濟出現衰退的風險不大。

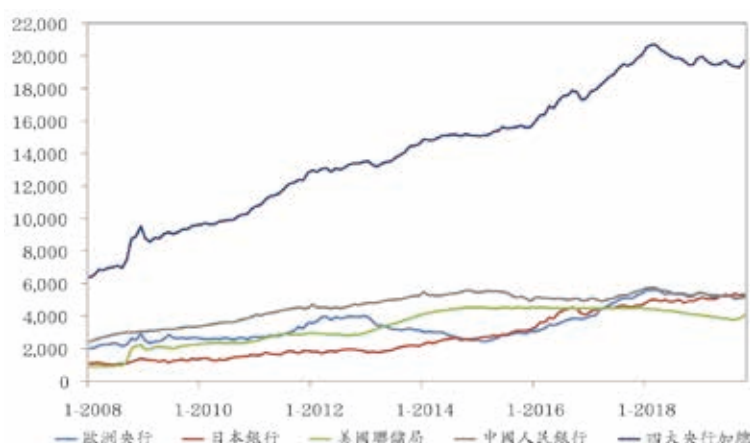
二、流動性加速擴張，全球追逐帶來理想回報的安全資產

國際金融市場流動性狀況主要取決於全球主要央行資產負債表的調整方向。2018 年年初，美、歐、日三大央行總資產規模見頂回落，出現 2008 年金融危機以來的首次總量縮減。2019 年 8 月，聯儲局比原來預期為早完成縮減資產負債表工作，但為確保銀行體系有足夠的流動性，聯儲局於 2019 年 10 月中起每月購買約 600 億美元短期債券，最少持續到 2020 年二季度。

2019年9月歐洲央行宣佈新一輪寬鬆措施，重啟買債計劃，每月200億歐元。2019年三季度，德國受到汽車行業不振和天氣等因素影響而僅錄得按年0.5%增長，整體歐元區經濟體亦表現遜色，GDP增長率從2017年四季度按年增長3.0%回落至2019年三季度的1.2%。歐元區製造業採購經理指數連續11個月處於收縮區間，通脹和核心通脹率分別只有1.0%和1.3%，未能達到歐洲央行目標。歐央行引入兩級制銀行儲備金率，且沒有為負利率和買債提出時限等。2020年，中美貿易爭端和英國脫歐兩大不確定因素料有所緩和，對出口比例相對較重和對全球經濟敏感度較高的歐元區經濟將有正面的推動作用。此外，在通脹和核心通脹率持續低於目標下，歐央行於2020年料將再次減息和增加買債，以進一步寬鬆其貨幣政策。

自全球金融危機以來，日本銀行從未停止寬鬆貨幣政策。2020年，日本央行將採取觀望態度，維持超寬鬆貨幣政策。若經濟和通脹前景下行壓力加大，則可能通過下調10年期國債目標息率(0%)以達致寬鬆。安倍經濟學焦點集中在貨幣及財政寬鬆。繼2019年首三季實質經濟按年增長1.1%後，四季度日本經濟將陷入負增長。日本政府制定規模超過千億美元的刺激經濟方案，內容包括對修復颱風所造成的破壞，提升基礎設施，以及投資新技術等，以緩和經濟下行壓力。在財政和貨幣政策兩者共同支持下，預期2020年日本經濟將從四季度的負增長中復甦過來，但整體增速則難有突破。

主要央行資產負債表規模（十億美元）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

儘管美聯儲強調近期購買短期債券不會對家庭及企業開支的決定及整體經濟活動構成重大影響，不是嚴格意義上的量化寬鬆，但直接導致聯儲局的資產負債表擴張，全球主要央行資產負債表保持擴張，將使其加總規模突破20萬億美元，是2008年的三倍以上，為2020年全球金融市場流動性帶來充裕的支持。

2019年12月，美聯儲最後一次會議決定維持利率不變，美聯儲公佈的點陣圖顯示，在17位議息決策者中，13位預計將保持利率不變至少到2021年，另外4位預計2020年僅加息一次。

美國11月份失業率較前月下降0.1個百分點至3.5%，與50年來最低點持平，預計失業率將保持在目前3.5%的水平直到2020年，2021年僅上升到3.6%。勞動力市場保持



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

穩定，意味就業人數持續淨增長，經濟減速概率下降。通脹低於美聯儲目標，美國 11 月核心 CPI 指數為 2.3%，與 10 月份相同，11 月份個人開支物價指數及其核心指數分別按年增長 1.5% 和 1.6%，尚未達到 2% 的政策目標。預計 2020 年通脹僅攀升至 1.9%，顯示通脹水平與低失業率依舊脫節。聯儲局主席鮑威爾提出只有通脹持續顯著升溫，才會支持上調利率。考慮美國經濟大致穩定，通脹持續溫和，總統大選在即等因素，估計 2020 年聯儲局尚有輕微減息空間，可能到 2020 年下半年之後才會出現減息機會。

美國聯儲局為首的主要央行將大概率維持寬鬆貨幣政策，對實體經濟的支撐力度不見得足夠，全球經濟仍有較大可能延續 2019 年的低速增長態勢。

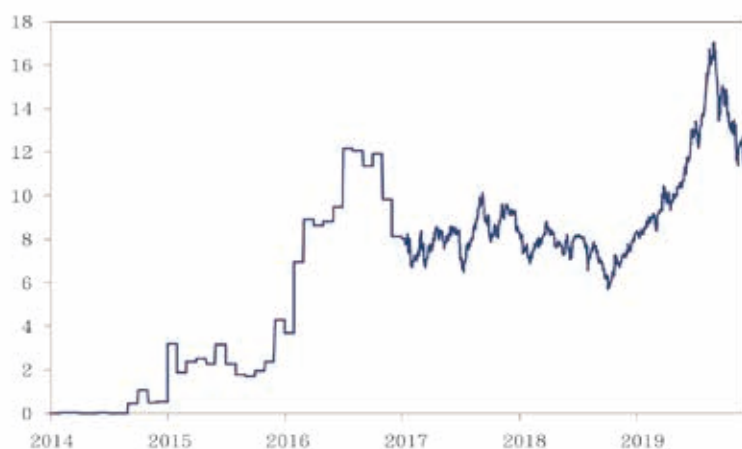
但是，在主要央行進一步寬鬆的推動下，全球貨幣環境將繼續改善。

全球利率持續下行，未能推動信貸需求上升。一些銀行出於控制風險的考慮惜貸，部分流動性回流央行。為此，一些國家的央行推出“負利率”政策，旨在降低存款準備金利率，引導資金流向實體經濟。2009 年 7 月，瑞典央行率先引入“負利率”政策，將存款利率減至 -0.25%。2012 年 7 月，歐洲央行降息預期較大，丹麥克朗升值壓力上升，為了緩解這個壓力，丹麥央行實施“負利率”政策。2014 年 6 月，歐央行決定實施“負利率”政策。當年 12 月，瑞士央行引入“負利率”政策來抑制本國貨幣升值。

日本自 2013 年 4 月份開始實行 QQE，但其政策效果未達預期，長期通脹預期低迷，日本於 2016 年 1 月 29 日宣佈，在搭配使用 QQE 的同時引入“負利率”政策，以便實現 2% 的通貨膨脹目標。

從統計數據看，2019 年下半年，負利率債券規模曾創出 17 萬億美元的新高，大大高於 2016 年的 12 萬億美元。負利率債券在全球金融市場的大量出現，反映了全球金融危機後超寬鬆貨幣政策極大地扭曲了金融市場定價功能，是市場失靈和流動性陷阱的直接結果，意味著國際金融市場可以帶來理想回報的安全資產嚴重不足。

負息債券市值規模（萬億美元）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

三、美元指數變化主導國際匯率前景

外匯市場是全球流動性最大的市場，美元作為全球主要儲備及交易貨幣，其利率和匯率的調整方向和頻率是全球金融市場波動的重要變數。

全球外匯市場交易規模持續攀升，根據國際清算銀行三年一度的央行調查，2019 年 4 月，全球外匯市場的交易量達到每天 6.6 萬億美元，與 2016 年相比增長 29%。

從外匯市場運行的基本規律看，歐元佔美元指數的 58%，歐元與美元指數的 10 年相關性約為 -0.9，為強度負相關；美元指數與美國和德國之間的 2 年國債收益率差高度相關，因為兩者都被視為避險資產；美元指數與美歐之間的通脹率差異高度相關；日圓與美日之間的 10 年國債收益率差和央行政策高度相關；自 2017 年以來，日本短期和長期利率均固定在 0 左右，量化寬鬆規模接近技術極限，使日圓與全球股市波動高度相關（與 VIX 相關性約為 0.4）；英鎊一直與美國和英國之間的 2 年國債收益率差高度相關，直到 2016 年 6 月英鎊兌美元因英國脫歐事件，從 1.5 左右跌至 1.2 左右。

美元指數 (DXY) 在過去 10 年平均每年上漲了 2.3%，其他主要貨幣均貶值，其中人民幣貶值幅度最小；人民幣的波動率最小，與美元指數的相關性最低。

2010-2019 (10月底)	年度平均複合回報	年度波動率	與美元指數(DXY)的相關性
DXY	2.3%	7.0%	1.0
EURUSD	-2.5%	8.8%	-0.9
GBPUSD	-2.2%	8.7%	-0.6
USDCNY	0.3%	3.0%	0.2
USDJPY	1.5%	9.0%	0.4

資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

美元匯率走勢與美國經濟週期高度相關，2019 年美元匯率維持穩中偏強走勢，即使美聯儲 3 次減息，美元指數錄得 0.2% 升幅。2020 年美國經濟增速回落，通脹偏低，聯儲局或會再次輕微減息，中美雙方達成首階段貿易協議，避免爭端進一步升級，避險需求或漸緩和，將部分壓制美元在過去一年偏強的走勢。然而，歐元區、日本等央行貨幣政策持續寬鬆，經濟增長動力較美國弱，難以支持其貨幣轉強。因此，預計 2020 年美元指數可保持在 95 左右的水平。

歐元反彈力度有限。2020 年歐元區經濟增長動力減弱，通脹率持續低於目標區間，歐央行有進一步推動寬鬆貨幣政策的空間，將限制歐元匯率的表現。同時，即使英國硬脫歐風險降低，歐盟和英國需就未來的經貿關係再作談判，不確定因素仍在，預期歐元反彈力度有限，波動空間不大。

日圓穩中偏弱。多年來，日本維持寬鬆貨幣政策已成為常態，但其經濟增長持續乏力。2019 年 10 月，日本消費稅稅率由 8% 上調至 10%，四季度經濟料錄得負增長，但日本政府正制定刺激經濟方案，或會減低日本央行進一步放寬貨幣政策的迫切性，除非其經濟和通脹前景明顯惡化。另外，未來中美貿易爭端和英國脫歐等不確定性或會有所緩和，或會部分削弱市場對日圓的避險需求，預計日圓將呈穩中偏弱的走勢。

硬脫歐風險下降，利好英鎊匯率。自脫歐公投後，英鎊匯率一直受制於脫歐進程。在保守黨勝出大選後，脫歐協議可獲國會通過。英國硬脫歐風險大幅降低，將利好英鎊匯率。未來，英鎊匯率將更多取決於其經濟和貨幣政策的狀況，以及與歐盟商討新經貿關係的進程，預期英鎊匯率反彈仍將受到一定制約。

全球經濟放緩不利於商品貨幣表現。全球經濟低增長趨勢未變，主要商品價格難有理想表現，故澳洲、紐西蘭、加拿大元作為成熟國家的主要商品貨幣，其表現也難免受到限制。同時，在美聯儲先後 3 次減息後，澳洲和紐西蘭央行亦各減息 75 個點子至分別 0.75% 及 1.00% 的歷史低位，加拿大央行則維持利率不變，

但對未來減息則持開放態度。2020年，在澳洲、紐西蘭和加拿大貨幣政策均有機會跟隨美聯儲進一步放寬，但其息率和經濟表現卻遜於美國，澳元、紐元及加元料有溫和貶值壓力。

東盟貨幣兌美元總體穩定。東盟經濟表現參差，部分受到全球經濟放緩和中美貿易爭端的影響，另一部分受惠於全球供應鏈重組和貿易往來的重整，惟東盟貨幣兌美元總體穩定，與聯儲局3次減息有關。展望未來，東盟經濟體將溫和復甦，且聯儲局尚有輕微寬鬆貨幣政策的空間，東盟貨幣兌美元匯率料可維持總體穩定。

四、人民幣匯率：寬幅波動

2019年以來，人民幣兌美元匯率在岸價貶值約1.2%；CFETS人民幣匯率指數下跌約1.7%至91.65。綜觀全年人民幣匯率走勢，可分為三個階段：1月至4月走升；5月至9月初大幅下跌；9月初至今反彈回穩。

根據我們的量化分析，人民幣匯率與美中之間的2年國債收益率差高度相關，2017-2018年美聯儲7次加息使美國國債收益率趨近中國國債收益率；2015年11月人民幣與一藍子貨幣掛鉤之後，美元指數與美元兌人民幣相關性從0.2翻了一倍，達到0.39。

目前，中美已達成的第一階段貿易協議中包括了匯率條款，短期內可對人民幣匯率帶來一定支持。從長期因素看，中美貿易關係可能還會時有反覆，人民幣匯率更多地取決於內地經濟表現、中美息差，以及美元匯率等因素，不排除出現輕微貶值的行情，此外，內地進一步開放金融市場，鼓勵外資金融機構參與中國金融市場活動，市場准入門檻的降低也將推動更多的境外投資者持有人民幣資產，可以在一定程度上支持人民幣匯率表現。

CNY 與美匯指數走勢圖



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

2019年以來，人民幣匯率波動表現出三個特點：一是中美貿易戰主導人民幣匯率走向。貿易戰升溫，人民幣匯率下跌；貿易戰緩和，人民幣匯率反彈。二是人民幣匯率彈性增強，CNY在6.65-7.18之間寬幅波動。三是人民幣匯率與美元指數的關聯性下降，獨立行情特徵明顯，表現為兩者同向升跌或一動一穩的時候增多。

展望2020年，動態觀察影響人民幣匯率的主要因素，可以發現如下變化：

一是中美貿易戰前景。目前中美落實簽署第一階段協定，人民幣匯率短期會回升到7以內，鑑於市場已提前消化大部分利好，大幅反彈的機會不大。棘手的問題都被推遲到第二階段，下一輪談判將更艱巨。中美經貿摩擦持久性的態勢已

經形成，即使貿易戰出現階段性休戰，美國仍會在其他經濟及非經濟領域挑起針對中國的事端。2020 年是美國大選年，對華強硬是美朝野共識，故不排除美中貿易戰再度升溫的可能，屆時人民幣將面臨較大貶值壓力。

二是中美基本面差異。中國 2019 年 GDP 增長可能放緩至 6.1%。投資、消費和出口均面臨下行壓力，新舊動能轉換尚需時間。預計 2020 年貿易順差收窄，經濟增長有機會破 6%。國際貨幣基金組織下調 2020 年中國經濟增長預測至 5.8%。美國消費和就業穩健。三季度經濟增長上調至 2.1%。聯儲局判斷，美國經濟溫和擴張態勢可以延續。美國政府擬推出第二期減稅方案提振經濟增長。國際貨幣基金組織預測 2020 年美國經濟增長 2.1%。鑑於中美經濟增長放緩的壓力有所不同，基本面因素對人民幣匯率的影響中性偏弱。

三是中美貨幣政策差異。2019 年聯儲局減息 3 次共 75 個基點，中國減息幅度較小，中美 10 年期國債收益率之差總體上呈拉大趨勢，理論上對人民幣匯率有推升作用，但實際上作用並不明顯。2020 年中美都將減息，利率期貨走勢預示美國減息 1 次，預期中美 10 年期國債收益率之差收窄，對人民幣匯率的影響為中性或中性偏弱。

四是美元指數走勢。美元指數於 2019 年在 95 至 99.4 的區間波動。2020 年美國經濟表現在發達經濟體中仍將最好；在 ICE 美元指數籃子的 6 種貨幣中，歐元與英鎊的權重相加接近 70%，預計歐元和英鎊反彈動力不足，故美元仍有較大機會在高位區間盤整。美元難下跌，加上與人民幣的關聯性下降，對人民幣匯率的推升作用將有限。

五是內地人民銀行近期所採取的一些應對外部衝擊措施。包括透過逆週期因數機制調節人民幣中間價和市場價；維持 20% 遠期售匯業務外匯風險準備金率；在香港發行央票常態化等有助人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定。

人民幣兌美元匯率短期整固，貿易戰仍將主導其走向；2020 年人民幣匯率雙向波動、穩中偏軟將是主基調。

總括而言，過去數年全球經濟和金融市場均面對眾多不確定性，全球主要央行長期寬鬆貨幣政策，以支撐經濟持續擴張，但卻引致全球債務規模於 2018 年底升至 188 萬億美元，相當於全球本地生產總值的 226%，可能成為 2020 的一隻灰犀牛（即大概率且影響巨大的潛在危機），意味著全球經濟增長和金融市場發展面臨越來越嚴重的脆弱性。地緣政治事件及貿易戰的峰迴路轉也可能觸發跨地域和跨市場的調整。2020 全球金融市場的波動性勢將顯著上升，市場結構將繼續分化，市場參與者應對即將到來的市場調整和挑戰保持高度警惕，控制風險是金融業永恆的主題。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2017	2018	2019/Q2	2019/Q3
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	26,628	28,429	6,980	7,228
升幅 (%) Change(%)	3.8	3.0	0.4	-2.9
二. 對外貿易 External Trade			2019/10	2019/1-10
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	38,759	41,581	3,485	32,791
進口 Total imports	43,570	47,214	3,791	36,466
貿易差額 Trade balance	-4,811	-5,633	-306	-3,675
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	8.0	7.3	-9.2	-5.1
進口 Imports	8.7	8.4	-11.5	-7.0
三. 消費物價 Consumer Price			2019/11	2019/1-11
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	1.5	2.4	3.0	2.9
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	83,815	79,193	6,701	70,896
年升幅 (%) Change(%)	14.8	-5.5	69.5	-6.9
五. 勞動就業 Employment			2019/8-2019/10	2019/9-2019/11
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.0	10.5	12.5	12.5
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.9	2.8	3.1	3.2
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	1.1	1.2	1.2
六. 零售市場 Retail Market			2019/10	2019/1-10
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	2.2	8.8	-24.3	-9.0
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	1.9	7.6	-26.2	-10.0
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,847	6,515	331.2	5,007.5
年升幅 (%) Change(%)	3.2	11.4	-43.7	-4.7
八. 金融市場 Financial Market			2019/9	2019/10
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	781.4	783.6	784.2	783.8
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.8	-0.4	1.0	0.6
M2	10	4.3	2.8	4.1
M3	10	4.3	2.6	4.0
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	8.7	5.0	3.7	4.6
港元存款 In HK\$	11.6	3.6	1.8	2.8
外幣存款 In foreign currency	5.9	6.4	5.8	6.5
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.1	4.4	6.3	7.0
當地放款 use in HK	15.5	4.0	6.5	6.7
海外放款 use outside HK	17.4	5.3	5.9	7.6
貿易有關放款 Trade financing	8.7	-7.7	-2.1	1.2
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.1250	5.1250	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	29,919	25,846	26,092	26,907