

11月海外宏觀經濟月報

全球經濟前景轉淡，分裂國會難止貿戰

- ❖ **概要：**全球經濟增勢趨緩，IMF 再次下調了對全球增長的預測。貿易糾紛、英國脫歐和意大利預算案等多重風險因素繼續拖累全球經濟前景。美國中期選舉後民主黨重奪眾院，兩黨分治將增加總統施政難度，財政刺激政策亦會收斂，再度減稅希望渺茫，在推進基建及強硬對華問題上兩黨存在大致共識。
- ❖ **美國：中期選舉重塑政局，經濟結構隱憂顯現。**兩黨分治國會意味著特朗普在本屆任期的後半程將面臨比之前更加複雜的政治環境，民主黨預計將展開一系列針對總統的調查，大幅增加其施政難度。2017 年底通過的稅改法案和今年的大規模財政刺激政策為美國經濟的強勁發展提供了重要動力，但與此同時美國聯邦預算赤字高企，預計未來兩年的財政政策將趨于收斂，而進一步的減稅方案幾乎無可能通過。美元在 2018 年大幅走強，民主黨重奪眾院將會減弱美元指數在明年的上升勢頭。當然，美國經濟仍將在短期內保持快速增長，美元指數難以深跌。長期來看，美國的經濟增長將與歐元區和日本逐漸趨同，屆時美元指數才可呈現穩定回落格局。基建和對華政策等是兩黨願意嘗試合作的領域，選舉過程中民主黨對特朗普的貿易政策即使有反對意見也僅是集中在具體的方式方法上，在強勢對華的立場上兩黨沒有分歧。這意味著特朗普強硬的貿易政策不會在中期選舉之後有重大轉向。真正可能影響特朗普貿易立場的是美國經濟增長放緩帶來的壓力。三季度經濟增長依舊強勁但投資和淨出口顯著放緩，就業市場趨緊推動工資上漲，企業盈利承壓。由于關稅上升、美聯儲加息導致債務成本上升，許多美國企業需要應對各種侵蝕利潤率的因素。
- ❖ **歐元區：意大利預算危機升溫，三季度經濟放緩。**如果意大利政府不修改其現有的支出計劃，這場預算危機有可能持續升級并引發金融市場的進一步動蕩并影響歐元的價值。歐元區第三季度的實際 GDP 增長率降至 0.2%，證實歐元區的經濟復蘇已失去動力。
- ❖ **英國：脫歐談判決定經濟前景。**脫歐協議尚未達成，但幾率加大。當前，愛爾蘭邊境問題仍是談判中的最大難點。10 月英國經濟隨著盛夏過去而降溫。除了貿易保護主義和全球復蘇降溫等各國共同的下行壓力之外，英國經濟的未來在很大程度上還取決于脫歐談判的結果。如能夠及時達成協議，預計經濟將繼續溫和增長，英國央行將在 2019 年中開始加息。但如果無協議脫歐，英國經濟大概率將遭遇重創，英鎊急劇下跌，也將改變英國央行的緊縮時間表。
- ❖ **日本：繼續維持超寬鬆貨幣政策。**經歷頻繁自然災害後，日本經濟于 10 月回溫。展望未來，全球貿易摩擦仍是最大下行壓力。貿易摩擦可能進一步影響日本經濟，迫使日本央行維持更久的超低利率水平。
- ❖ **香港：面對更大壓力。**多重因素拖累零售和進出口增速在 9 月降溫。房價指數繼續下滑，其他迹象也顯示出房地產市場面臨的壓力，包括高端住宅交易銳減、房屋貸款申請減少等。由于利率上升、經濟前景不明朗以及股市低迷，房地產行業正在放緩其步伐。9 月通脹升溫，預計通脹上升將持續，但香港總體的通脹水平仍將處於歷史低位。

全球經濟預測

	實際 GDP (同比%)			通脹 (同比%)		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
全球	3.8	3.4	3.2	3.1	3.7	3.0
美國	2.3	3.0	2.4	2.1	2.3	2.0
歐元區	2.5	2.0	1.6	1.8	1.6	1.6
英國	1.8	1.5	1.4	2.7	2.6	2.1
日本	1.8	1.1	1.0	0.5	0.9	0.7
中國	6.9	6.6	6.4	1.6	2.3	2.3
香港	3.8	3.6	2.7	1.7	2.4	1.4

資料來源：彭博、招銀國際研究（預測截至 11 月 8 日）

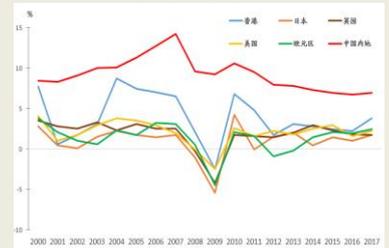


成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

實際 GDP 按年同比增速



資料來源：IMF

十年期國債收益率



資料來源：彭博

近期全球宏觀報告

[18年10月30日](#)

[三季度美國 GDP 數據點評——](#)

[增長依舊強勁，投資和出口現隱憂](#)

[18年10月9日](#)

[10月海外宏觀經濟月報——](#)

[聚焦海外不確定因素](#)

[18年9月28日](#)

[9月美聯儲會議解析——](#)

[緊縮周期、政策分化與經濟衰退](#)

[18年9月10日](#)

[9月海外宏觀經濟月報——](#)

[多重陰雲盤踞，前景變數增多](#)

[18年8月20日](#)

[新興市場進入危機多發期](#)

美國：中期選舉重塑政局，經濟結構隱憂顯現

關注中期選舉結果對經濟的可能影響。與兩年前特朗普意外贏得總統選舉不同，11月6日舉行的美國中期選舉的結果大致符合市場和我們之前的預期，民主黨奪回眾議院而共和黨人成功守住其在參議院的優勢。兩黨分治國會意味著特朗普在本屆任期的後半程將面臨比之前更加複雜的政治環境，大幅增加其施政難度。從市場的角度分析，中期選舉也將影響未來美國的政策制定、經濟增長和美元走勢。具體來看：

(一) 總統施政難度加大，民主黨預計將展開一系列針對總統的調查。由于法理上總統應當接受國會的監督，民主黨將會通過其在眾議院的控制權對總統展開調查。在2019年1月新一屆國會正式就職之後，民主黨人便有權要求特朗普披露相關文件以配合調查其可能的利益衝突、以及俄羅斯涉嫌干預兩年前總統大選等敏感問題。特朗普之前回應稱如若調查啓動也將採取對民主黨的報復式調查。該過程無疑將會耗費特朗普不少的政治資源和精力，也會影響兩黨在其他領域的合作。也就是說，特朗普政府出臺政策的效率預計將明顯下降，而調查過程中的發現也將對兩年後的總統選舉產生直接影響。

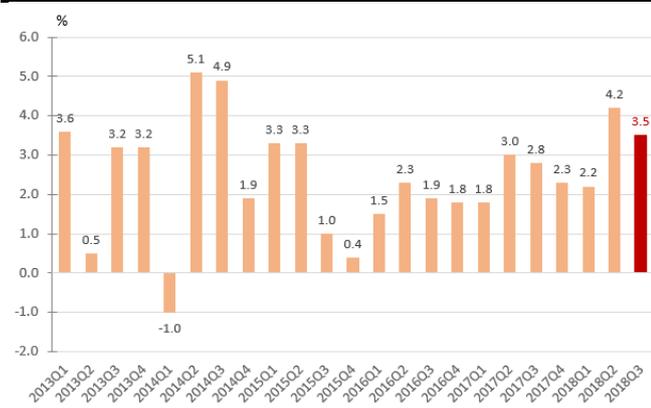
(二) 財政刺激政策將會收斂，再度減稅希望渺茫。2017年底通過的稅改法案和今年的大規模財政刺激政策為美國經濟的強勁發展提供了重要動力，但與此同時美國聯邦預算赤字在2018財年快速上升了17%，達到六年來的最高水平。兩黨分治的國會給特朗普執政的財政方案帶來了重大不確定性，我們預計未來兩年的財政政策將趨于收斂，而進一步的減稅方案幾乎無可能通過。伴隨之前的刺激政策效果減退，未來的財政政策取向將無助延續美國經濟的強勁動能，強化了我們對於美國經濟正在見頂、明年開始逐步降溫的預測。

(三) 中期選舉對美元的影響：美元在2018年大幅走強，強經濟是其背後主要推手，由于分裂國會將給特朗普政府的政策制定造成更大干擾，經濟逐步降溫，將會減弱美元指數在明年的上升勢頭。這對於美國國內也并非壞消息，因為強勢美元提高美國商品在國際市場上的相對價格并降低跨國公司海外利潤的美元價值。在全球範圍內則可稍微緩解新興市場壓力。當然，美國經濟仍將在短期內保持快速增長，美元指數難以深跌。長期來看，美國的經濟增長速度將與歐元區和日本逐漸趨同，屆時美元指數才可呈現穩定回落格局。

(四) 兩黨在推進基建及強硬對華問題上存在大致共識。兩黨分治也并非意味著絕對的政治對立，基建和對華政策等就是兩黨願意嘗試合作的領域，選舉過程中民主黨對特朗普的貿易政策即使有反對意見也僅是集中在具體的方式方法上，在強硬對華的立場上兩黨沒有分歧。這就意味着，特朗普強硬的貿易政策不會在中期選舉之後有重大轉向。與此同時，中美兩國領導人恢復了部分對話，且有後續會談列上日程，這些都是有益的信號。真正可能影響特朗普貿易立場的是美國經濟放緩帶來的壓力。從中期選舉到兩年後總統大選，隨著經濟周期的尾段效應明顯，減稅和大規模政府支出效果的淡化，特朗普可用于宣傳的經濟成績也將越來越少。

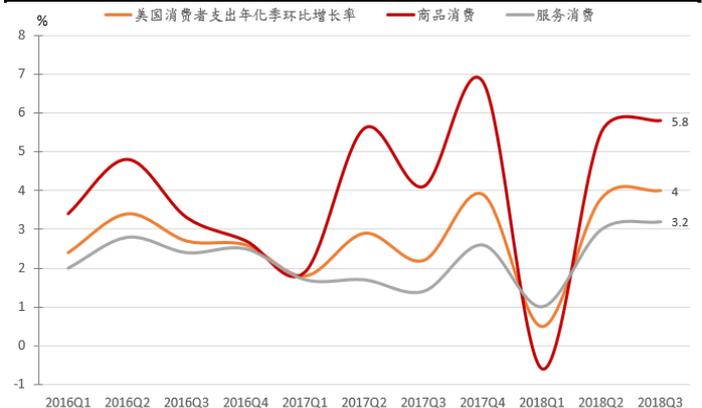
美國第三季度 GDP 增長強勁，延續已長達 9 年的經濟擴張期。美國三季度實際 GDP 年化環比增長 3.5%，相較于二季度的 4.2% 稍有回落。實際 GDP 的增長主要反映了消費者支出和庫存投資的激增，持續收緊的就業市場和激增的消費者信心推動了消費者支出。總體而言，美國經濟仍在穩步增長，然而，投資和淨出口的顯著放緩。我們預計 2018 年全年 GDP 增速約在 3%。

圖 1: 美國實際 GDP 季度年化環比增長率



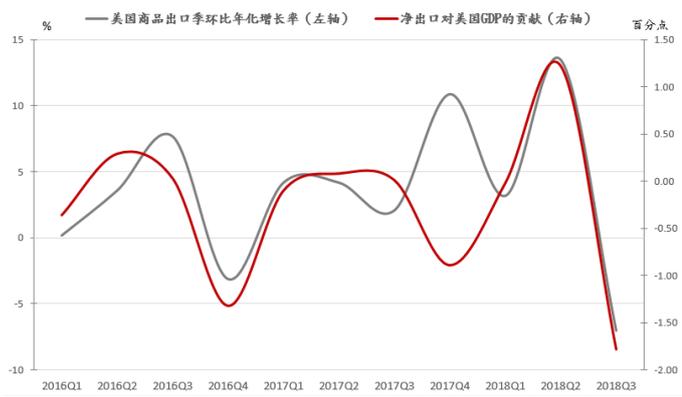
資料來源：美國經濟分析局、招銀國際研究

圖 2: 美國消費支出保持快速增長



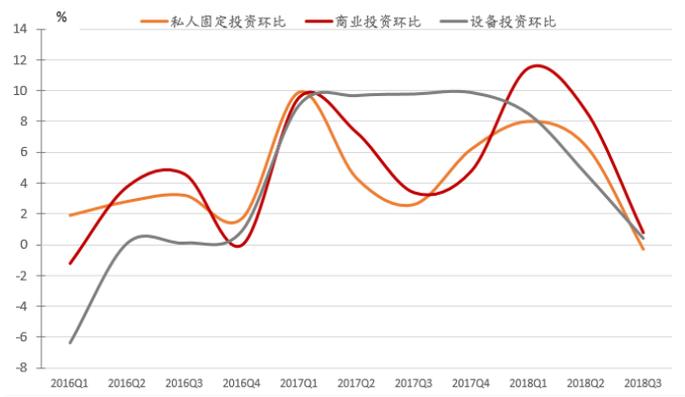
資料來源：美國經濟分析局、招銀國際研究

圖 3: 美國三季度淨出口顯著放緩



資料來源：美國經濟分析局、招銀國際研究

圖 4: 美國三季度私人投資增速下滑



資料來源：美國經濟分析局、招銀國際研究

就業市場趨緊推動工資上漲，企業盈利承壓。從 9 月受颶風災害影響的短期陰霾中迅速走出，10 月非農就業人數新增了 25 萬。10 月失業率與上月持平，維持在 3.7% 的低位，為 49 年來最低，顯示勞動力市場進一步收緊。全民就業狀態對名義工資構成上行壓力，10 月平均時薪同比漲幅為 3.1%，較 9 月 2.8% 的增速有顯著提升，也標志著十年來最大的名義薪資漲幅。

就業情況推升薪資的同時，尚未推高核心通脹。美聯儲關注的核心 PCE 價格指數在 10 月繼續保持在美聯儲合意的 2% 目標水平。

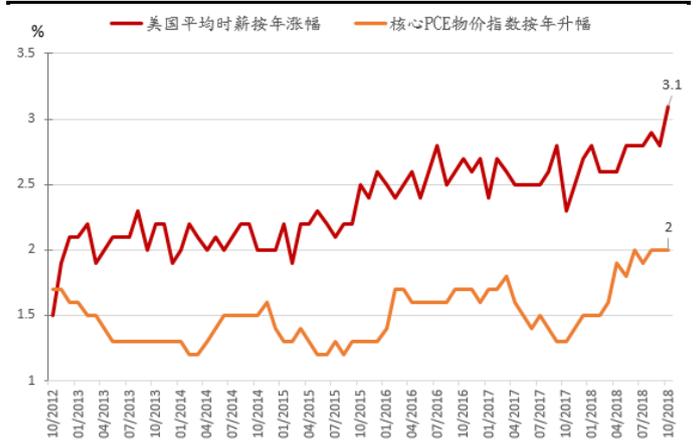
現在值得關注的問題是，就業市場趨緊迫使美國企業雇主支付更多勞工費用，進而對企業盈利施加壓力。根據美國全國商業經濟協會 (National Association for Business Economics) 最近的一項調查，只有 23% 的公司表示能夠找到足夠雇員，而這一比例在一年前是 42%。由於貿易政策導致關稅上升、美聯儲加息導致債務成本上升，許多美國企業需要應對各種侵蝕利潤率的因素。

圖 5: 美國勞動力市場進一步收緊



資料來源：美國勞工統計局、招銀國際研究

圖 6: 美國薪資增長在 10 月加速



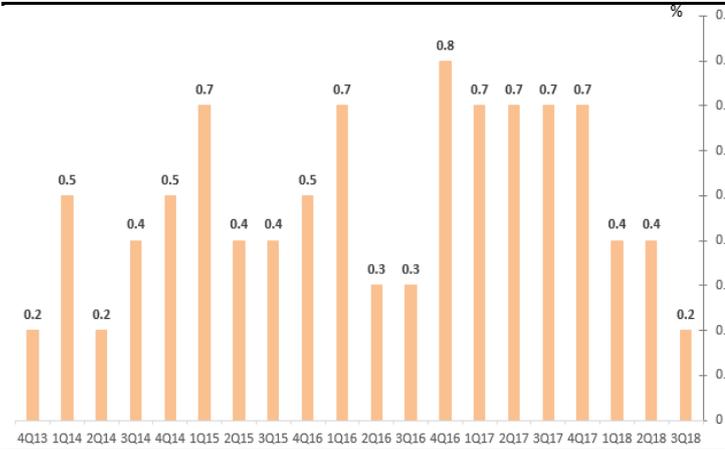
資料來源：美國勞工統計局、招銀國際研究

歐元區：意大利預算危機升溫，三季度經濟放緩

意大利預算糾紛可能升級。在 10 月 23 日歐盟拒絕了意大利民粹政府的預算開支計劃之後，歐盟官員敦促意方儘快回應歐盟委員會的要求，重新提交改進後的預算案。如義大利政府執意無視歐盟的規定，將面臨複雜的懲罰程序和高達 0.2% GDP 的巨額罰款。我們在上份月度報告中詳細分析過，意大利的債務負擔在歐洲排第二，其政府的預算計劃正在給歐元區帶來巨大風險。如果意大利政府不修改其現有的支出計劃，這場預算危機有可能持續升級并引發金融市場的進一步動蕩并影響歐元的價值。由於國內經濟增長疲軟、財政失衡，我們對意大利經濟的前景並不樂觀。

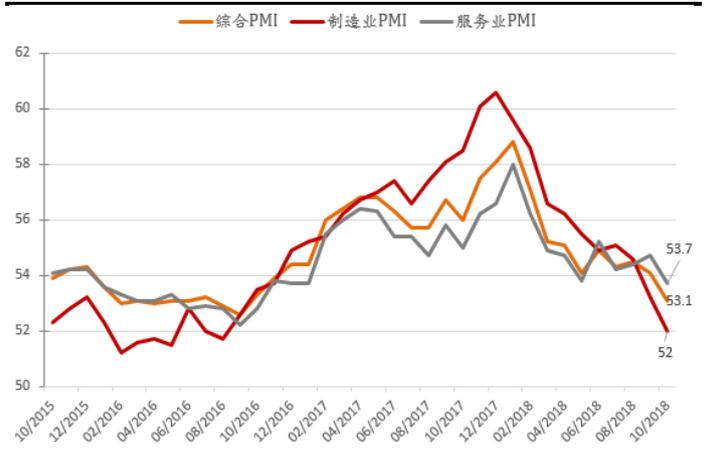
第三季度 GDP 數據證實歐元區的經濟復蘇已失去動力。歐元區第三季度的實際 GDP 增長率降至 0.2%，遠低於預期及上一季度的經濟表現（0.4%）。即使考慮進一些短期因素，我們依舊認為四季度不會出現大幅反彈，主要因為該地區的經濟復蘇勢頭已去。10 月歐元區綜合 PMI 指數從 9 月的 54.1 進一步下滑至 53.1，創 25 個月以來的新低。製造業 PMI 指數從 9 月的 53.2 下降至 52.0，服務業 PMI 也由 54.7 下降至 53.7。近期歐盟執行了更加嚴格的汽車排放標準，也導致了歐元區特別是德國的汽車生產放緩。

圖 7: 歐元區第三季度 GDP 增長僅為 0.2%



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8: 歐元區經濟復蘇已失去動力



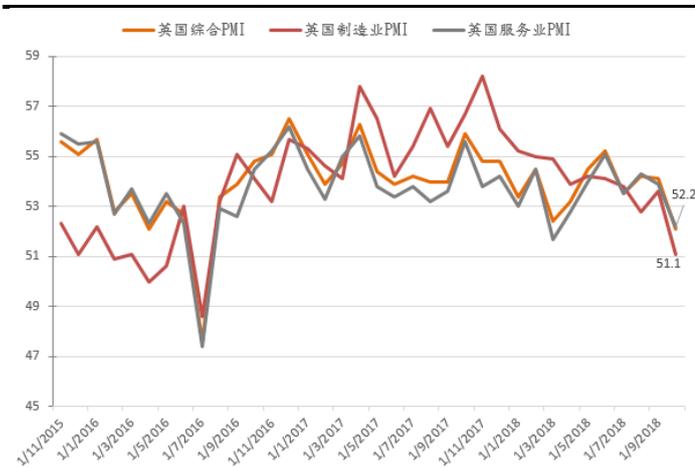
資料來源：彭博、招銀國際研究

英國：脫歐談判決定經濟前景

脫歐協議尚未達成，但幾率加大。英國首相特蕾莎·梅和她的團隊的首要任務就是盡力在月內達成脫歐協議。當前，愛爾蘭邊境問題仍是談判中的最大難點。11 月 26 和 27 日仍有可能召開特別歐盟峰會以敲定脫歐方案。如果最終協議無法在月內達成，12 月是最後的機會，意味著英國議會需要以更短的時間通過所有行政程序。如果能夠及時達成協議，英國首相需要說服她的政黨和議會在關鍵投票中給予支持。

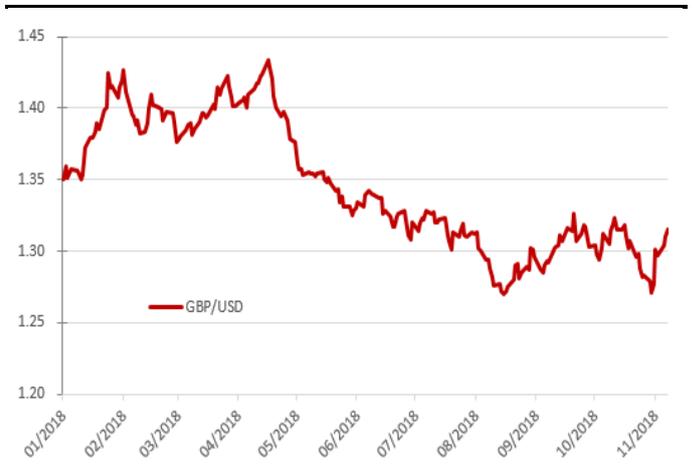
英國經濟隨著盛夏過去而降溫。9 月英國製造業出現了溫和增長，但在 10 月迅速轉向，製造業 PMI 指數從上月的 53.6 降至 51.1。作為英國經濟支柱的服務業，在 10 月也出現了增長放緩。除了貿易保護主義和全球復蘇降溫等各國共同的下行壓力之外，英國經濟的未來在很大程度上還取決於脫歐談判的結果。如果能夠及時達成協議，預計經濟將繼續溫和增長，英國央行將在 2019 年中開始加息。但如果無協議脫歐，英國經濟大概率將遭遇重創，英鎊急劇下跌，同時也將改變英國央行的緊縮時間表。

圖 9: 英國經濟在 10 月降溫



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 10: 今年來英鎊經歷大幅波動



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 11: 脫歐談判關鍵事件及時間

11月	有可能召開的歐盟緊急會議用以確定脫歐協議終稿
12月13-14日	歐盟理事會會議：如10月沒有達成任何協議，這將是後備選擇
2019年1月到3月	如達成協議，歐盟議會將討論批准協議，英國議會將就協議動議進行投票
2019年3月29日 23:00 GMT	英國正式脫歐

資料來源：招銀國際研究

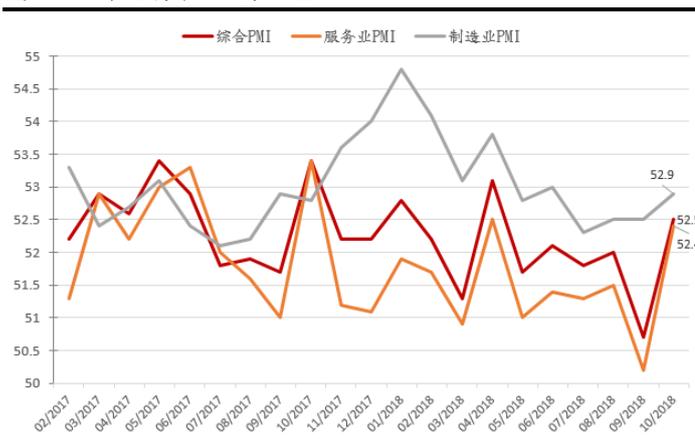
日本：繼續維持超寬鬆貨幣政策

經歷頻繁自然災害後，日本經濟于10月回溫。我們在上月的海外月報中提到的幾項積極因素，包括經濟信心增強和工資增加等，開始發揮提振效果，10月服務業增長強勁，服務業PMI指數由9月50.2迅速拉升至六個月高位的52.4。10月製造業PMI指數由上月的52.5上升至52.9。總體來看，日本的經濟活動穩步發展。

展望未來，全球貿易摩擦仍是最大下行壓力。根據10月的一項全國調查，三分之一的日本公司已經不同程度地受到貿易戰影響，而5月調查時該比例僅為3%。

日本央行將維持其超寬鬆貨幣政策。在10月31日的會議結束後，日本央行維持其貨幣政策不變。由于日本的通脹水平距離央行2%的目標愈發遙遠，日本央行下調了其通脹預期。全球貿易摩擦可能進一步影響日本經濟，迫使日本央行維持更久的超低利率水平。

圖 12: 日本經濟于10月回溫



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 13: 日本的通脹水平距離央行2%的目標愈發遙遠



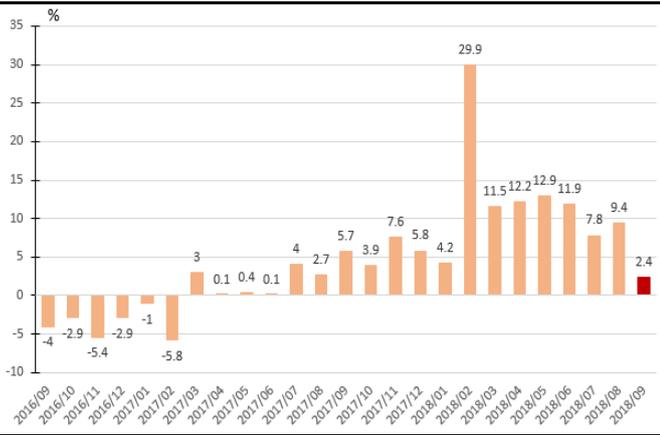
資料來源：彭博、招銀國際研究

香港：面對更大壓力

多重因素拖累零售在9月降溫。9月零售總額初值估計為366億港元，同比增長2.4%，相比上月的9.5%顯著降溫。短期因素是颱風山竹影響旅遊業，同時也需要警惕貿易摩擦、股市調整等因素對香港零售業的衝擊。

9月進出口增速顯著回落，貿戰影響將進一步顯現。8月香港的進口和出口貨值同比增長分別為13.1%和16.4%，而9月進出口增速均出現顯著回調，僅分別錄得4.5%和4.8%的增長。影響9月對外貿易的臨時因素是颱風山竹，而主要原因還在于美中貿易摩擦的不斷升級。預計貿戰對香港的影響將進一步顯現。我們當前預測2018年香港GDP增長3.6%，2019年增速降至2.7%。

圖 14: 香港零售銷貨量增速在 9 月顯著放緩



資料來源：香港政府、招銀國際研究

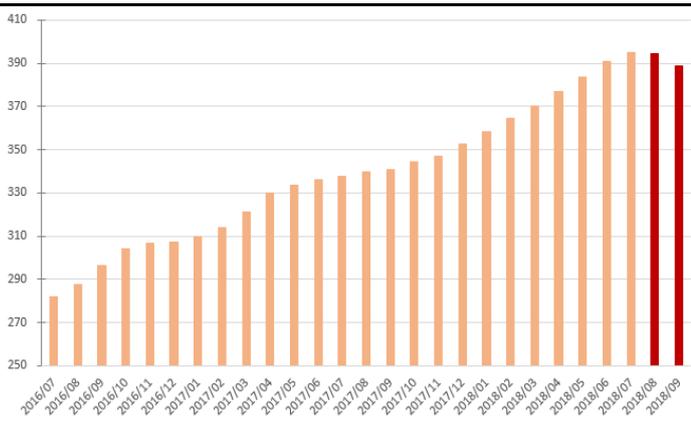
圖 15: 9 月香港進出口增速顯著回落



資料來源：CEIC、招銀國際研究

9 月房價繼續下滑。在連漲 28 個月後，香港的私人住宅價格在 8 月停止漲勢。9 月價格指數進一步從 394.5 下降至 388.8。除了房價指數的回調，其他迹象也顯示出房地產市場面臨的壓力，包括高端住宅交易銳減、房屋貸款申請減少以及多處銷售價格的下調。由於利率上升、經濟前景不明朗以及股市低迷，房地產行業正在放緩其步伐。我們維持之前的觀點，認為香港樓市進入調整期，明年或將面臨更大挑戰。

圖 16: 私人住宅價格指數連續兩個月下降



資料來源：差餉物業估價署、招銀國際研究

圖 17: 香港通脹升溫但壓力不大



資料來源：CEIC、招銀國際研究

9 月通脹升溫，仍處歷史低位。9 月香港綜合 CPI 同比上升 2.7%，較 8 月的升幅 2.3% 加快 0.4pct。剔除所有政府一次性紓困措施的影響的綜合 CPI（基本通脹率）在 9 月上升 3.1%，同樣高于前值（2.6%）。其中，食品（不包括外出用膳）價格升幅較大，按年升 5.1%，耐用物品價格反而按年下跌 1.8%。由於公營房屋租金上漲以及本地勞動力成本的上升，預計通脹上升的壓力將持續，但香港總體的通脹水平仍將處於歷史低位。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。