

6月全球宏观经济报告

增长持续，风险激增

- ❖ **概要。**全球经济增长持续的大势未变，但下行风险正在快速累积，包括美国同中国和欧盟等经济体之间不断发酵的贸易纠纷、剧烈波动的油价、脆弱的新兴市场再现危机、欧元区政治不确定因素增加等。
- ❖ **美国：强经济、强就业、强美元。**5月经济表现强劲，非农就业人口增加22.3万，远高预期。靓丽的就业数据将失业率进一步压低至2000年以来的最低值，并将推高工资涨幅。多项调查指标同时反映5月经济活动更加活跃，且对今后6个月经济发展的信心提升。在动荡的欧洲政局与强劲的美国经济表现共同作用下，美元指数在5月快速攀升。我们对于年末美元指数的预测为96到97。
- ❖ **欧元区：下行风险激增。**受到景气的就业市场和强劲私人消费支撑，欧元区经济增长依然稳定，但增势频现疲软迹象。5月的Markit PMI指数再次下滑并跌至18个月新低，反映经济活动降温。一季度GDP增速由过去三个季度的0.7%回落至0.4%。意大利内部的政治动荡为区域经济以及欧元的前途增添了很大不确定性；而外部风险主要来自于美国，包括针对欧盟提高关税以及影响欧洲企业在伊朗的投资等。
- ❖ **英国：增长疲弱，期待小幅回升。**受到天气等暂时因素拖累，一季度开局欠佳，GDP仅有0.1%增幅，但5月服务业PMI等数据走强，我们预计二季度总体增速会小幅回升，全年经济增长稳定，但难以与脱欧前相比，也不及其他发达国家。
- ❖ **日本：通胀依旧低迷。**如我们上个月的预测，一季度GDP受到国内需求和投资减少拖累而出现了0.6%的负增长，但这更多的是季节因素主导而非经济下行的开始。工资增长迅速，将在二季度提升消费支出。更令人担忧的是通胀，核心CPI在4月仅增长0.1%，距离日本央行的2%通胀目标愈发遥远，这意味着日本央行需要等待更久（我们预计要到2020年）才可以正式退出超级宽松刺激计划。
- ❖ **香港：乐观情景持续。**香港继续受益于稳定的全球经济和活跃的亚洲商业贸易，一季度GDP增速达4.7%，高于上季度的3.4%。零售市场保持两位数增速，录得近五年来最佳表现；进出口贸易继续保持高速增长。同时，通胀压力温和。基于经济指标和风险评估，我们上调了2018年GDP增长预测，由3.5%提升至4.0%。我们预计香港会在美联储本月加息之后跟随提高最优惠利率。

全球经济预测

	GDP			通胀		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
全球	3.6	3.6	3.5	3.1	3.7	3.7
美国	2.3	2.8	2.4	2.1	2.3	2.0
欧元区	2.5	2.3	1.9	1.5	1.4	1.6
英国	1.8	1.5	1.5	2.7	2.3	2.1
日本	1.8	1.3	1.0	0.5	1.0	0.9
中国	6.9	6.7	6.5	1.6	2.3	3.0
香港	3.8	4.0	2.4	1.7	2.4	1.4

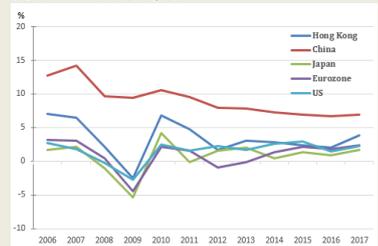
资料来源：彭博、招银国际研究（预测截止5月31日）

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

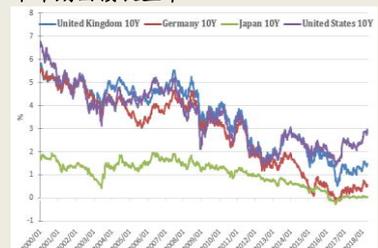
邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

实际 GDP 按年增速



资料来源：彭博

十年期国债收益率



资料来源：彭博

近期全球宏观报告

[18年06月01日-](#)

[港元汇率持续承压，预计六月随美加息](#)

[18年05月11日-](#)

[美国缘何远离多边机制转向双边谈判](#)

[18年05月10日-](#)

[评美国退出伊核协议](#)

[18年05月03日-](#)

[5月全球宏观经济报告](#)

美国：强经济、强就业、强美元

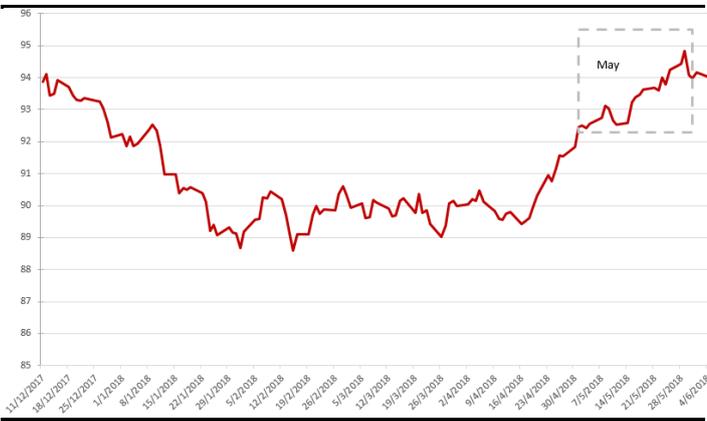
经济稳健增长。过往几个月市场上有不少针对今年美国经济的悲观论调，而上半年的经济数据证明了美国仍然有强劲的增长势头，而且我们预计增长会至少维持至 2019 年。

就业数据靓丽。五月新增 22.3 万个非农就业，远超预期的 19 万个，良好的就业数据将失业率由 4 月的 3.9%进一步压低至 5 月的 3.8%，为 2000 年 4 月以来的最低值。零售、医疗保健和建筑等行业的就业都呈现快速上升态势。今年以来工资有所增长但幅度不大，趋紧的就业市场将有助于工资提升。

经济信心增强。评测经济信心的费城联储指标 (Philly Fed Index) 从 4 月的 23.2 提升至 5 月 34.4，超过 43%的制造商认为整体经济活动增长。另一项指标 Empire States Index 也表明 5 月的商业活动增速快于上月，对未来 6 个月前景的乐观情绪增加。

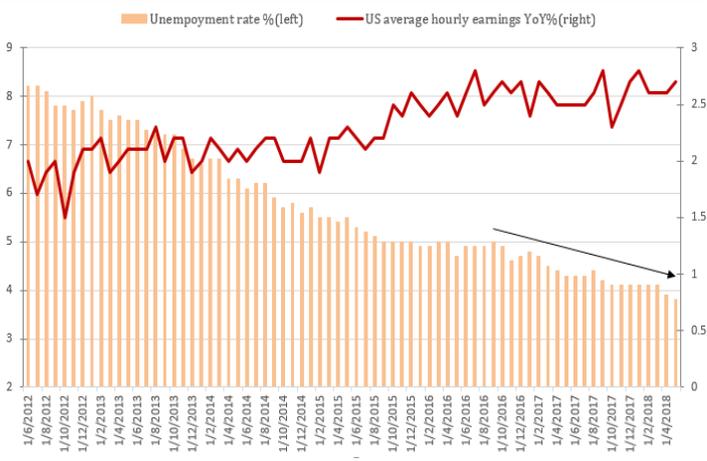
多重因素推动美元走强。欧洲地缘政治担忧和美国好于预期的经济表现推动美元汇率上涨，美元指数从 5 月初的 92.45 升到月底的 93.98。强美元对阿根廷、土耳其等较为脆弱的新兴市场构成威胁。我们认为这些新兴市场有其特殊的脆弱性，尚未观测到迹象表明更大范围的危机即将到来。我们目前对于年底美元指数的预测为 96 至 97。

图 1: 美元指数在五月迅速上升



资料来源: 彭博、招银国际研究

图 2: 强劲就业数据将推升工资涨幅



资料来源: 彭博、招银国际研究

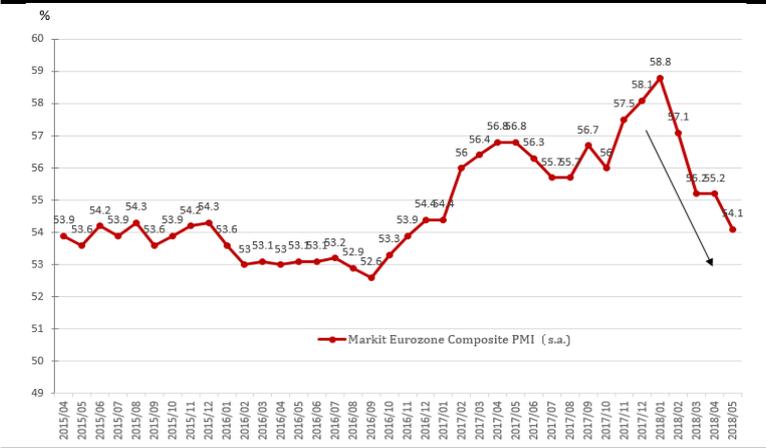
欧元区：下行风险激增

增长动力减弱。受到景气的就业市场和强劲私人消费支撑，欧元区经济增长依然稳定，但增势频现疲软迹象，5月的Markit PMI指数从4月的55.1进一步下滑至54.1，跌至18个月新低，反映经济活动降温。一季度GDP增速由过去三个季度0.7%回落至0.4%。我们认为欧元区经济体系仍然健康运作，但今明两年增速将有所放缓。对未来信心的下滑是主要不利因素。

政治风险升温。意大利内部的政治动荡为欧元区以及欧元的前途增添了很大不确定性。尽管目前大多数意大利人还不想离开欧盟，但欧盟怀疑主义的兴起以及重复的选举将为民粹政党提供更多机会。由于意大利是欧元区第三大经济体，也是全球债务负担最重的国家之一，意大利的政治局势将产生广泛而深远的影响。

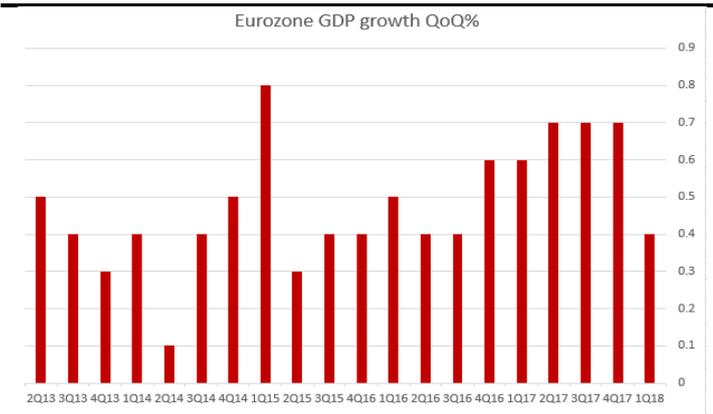
外部风险主要来自于美国。包括针对欧盟提高关税以及退出伊核协议影响欧洲企业在伊朗的投资。

图 3: 欧元区 5 月 PMI 进一步下降至 18 个月新低



资料来源: IHS Markit、招银国际研究

图 4: 欧元区一季度 GDP 增速降至 0.4%



资料来源: 彭博、招银国际研究

图 5: 欧元在五月走弱



资料来源: 彭博、招银国际研究

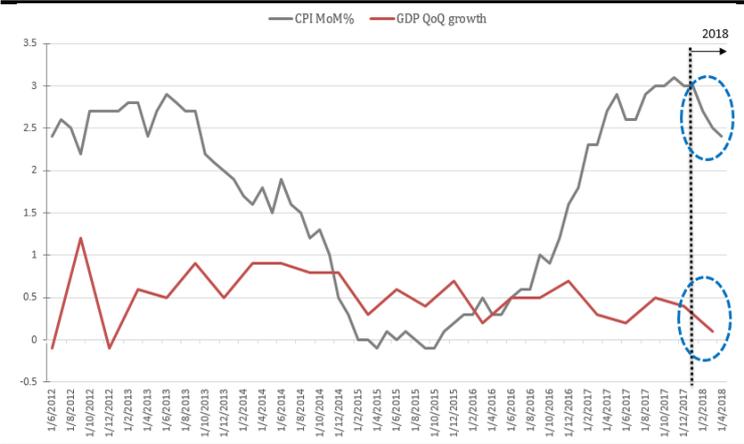
英国：增长疲软

经济增长放缓，但将小幅反弹。受到天气等暂时因素拖累，英国一季度开局欠佳，GDP 仅有 0.1% 增幅，但 5 月的服务业 PMI 等数据走强，我们预计二季度总体增速会小幅回升，全年经济增长稳定，但难以与脱欧前相比，也不及其他发达国家。我们预测全年经济增速为 1.5%。

服务业复苏。服务业占英国经济的 80%，该主导行业的 PMI 在 5 月达到 3 个月的高点，并提振英镑。

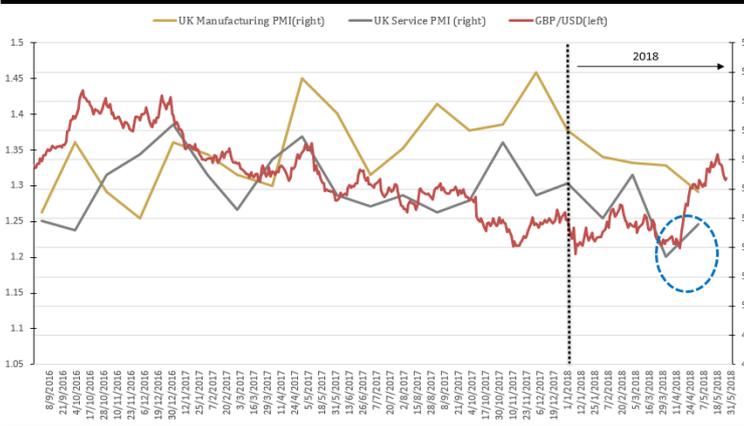
风险因素：（1）脱欧谈判不确定因素；（2）美国贸易保护主义的负面影响。

图 6：一季度 GDP 增速降至 0.1%，CPI 接近目标



资料来源: 彭博、招银国际研究

图 7: 服务业数据提振英镑



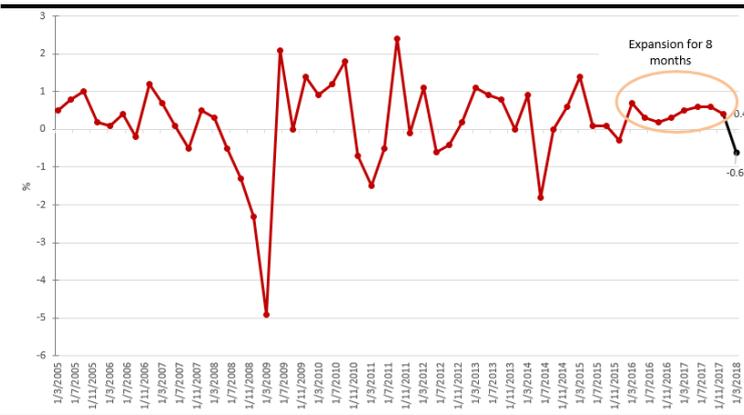
资料来源: 彭博、招银国际研究

日本：通胀依旧低迷

一季度 GDP 下降主要由季节因素主导，二季度展望积极。如我们上个月的预测，自 2015 年四季度以来连续八个季度增长之后，今年一季度 GDP 下降 0.6%（甚至弱于我们预期的 0.4%）。增长短暂回落主要是受到国内需求和投资减少拖累，但不必过于担心，更多的是季节因素主导而非经济下行的开始，前瞻性指标给予市场更多的信心。

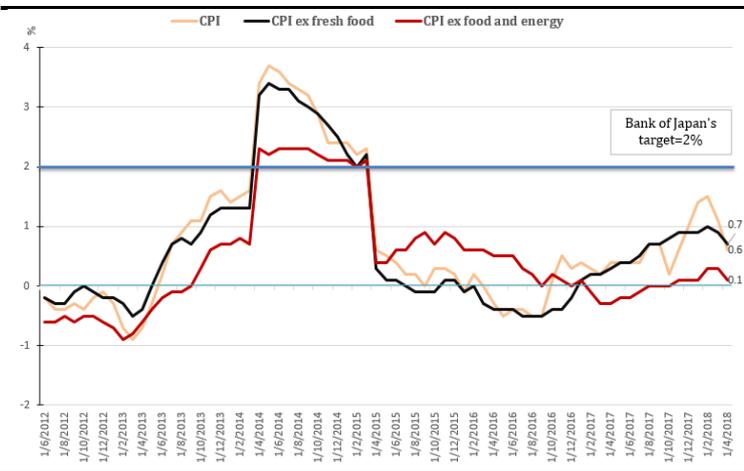
更令人担忧的是通胀。4 月 CPI 上涨 0.6%；剔除新鲜食品的 CPI 上涨 0.7%；剔除食品和能源价格的 CPI 仅增长 0.1%。所有的通胀指数都表明达到日本央行 2% 的通胀目标难度很大。这意味着日本央行需要等待更久（我们预计要到 2020 年中期）才可以正式退出超级宽松刺激计划。

图 8: 日本一季度 GDP 在连增 8 个季度之后首现负增长



资料来源: 彭博、招银国际研究

图 9: 通胀疲软，距离日本央行的目标愈发遥远



资料来源: 彭博、招银国际研究

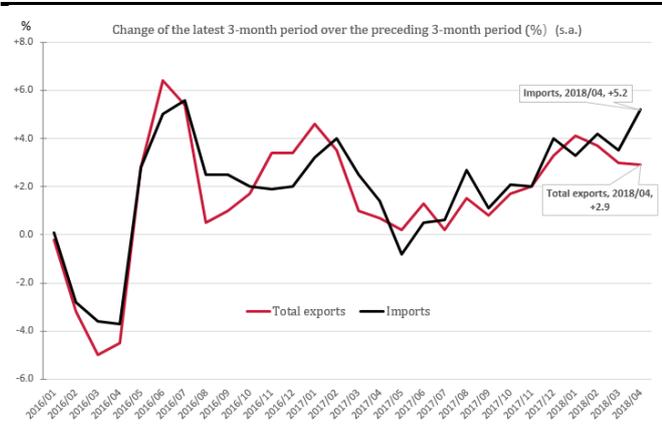
香港：乐观情景持续

上调全年经济增速预测。香港继续受益于稳定的全球经济和活跃的亚洲商业贸易，一季度GDP增速达4.7%，高于上个季度的3.4%。4月零售额增长12.3%，为2013年以来最佳表现。考虑到香港经济基本面和潜在风险，我们决定将2018年全年GDP增长预期从3.5%上调至4.0%

对外商品贸易持续显著增长。4月商品进出口总值同比分别上升8.1%及11.1%（前值8%及10.7%）。2018年前4个月，商品进出口总值同比分别增长9.3%和10.7%，显示对外商品贸易尚未受到全球贸易紧张局势的影响。美国与中国、欧盟等经济体的贸易纠纷充满不确定性，风险依然存在。

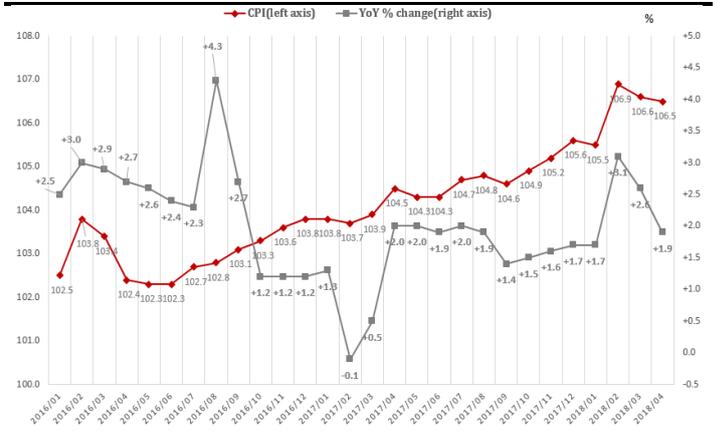
预计从6月开始将跟随美国加息。美国自2015年12月开始本轮加息，香港由于流动性充裕并未紧随。近期香港金管局为了应对港汇走弱不得不入市干预，而这种干预不能长期持续，唯有香港适当加息缩减套利空间。我们预计在6月美联储加息之后，香港将紧随加息，上调商业银行最优惠利率。

图 10:4 月进出口持续快速增长



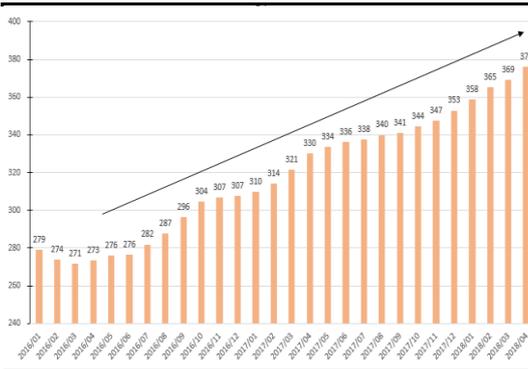
资料来源:香港政府、招银国际研究

图 11:4 月 CPI 上升 1.9%，显示通胀压力温和



资料来源:香港政府、招银国际研究

图 12:楼价连升 25 个月



资料来源:差餉物業估價署价格指数、招银国际研究

图 13:香港经济预测

	2015A	2016A	2017A	CMBIS 2018E
实际 GDP(同比增速, %)	2.4	2.0	3.8	4.0
零售销量按年增长 (%)	-3.7	-8.1	2.2	4.2
来港旅客增长率	-2.5	-4.5	3.2	5.4
出口货值(同比增速, %)	-1.8	-0.6	7.6	5.0
进口货值(同比增速, %)	-4.1	-1.1	8.2	5.3
失业率	3.3	3.4	3.1	2.9
实际工资(同比增速, %)	0.5	1.2	0.6	1.0
通胀率(综合 CPI)	3.0	2.4	1.5	2.3
3 个月 HIBOR(期末值)	0.39	1.02	1.31	1.60
家庭债务(GDP 占比, %)	66.5	67.1	70.2	73.0
USD/HKD 汇率	7.75	7.76	7.81	7.84

资料来源:彭博、香港政府、招银国际研究(预测截止 5 月 31 日)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。