

5月全球宏觀經濟報告

貿易擔憂、港元匯率及美債收益率

- ❖ **概要。**特朗普揮動其貿易保護大旗，在4月向中國發起新一輪攻勢，市場充滿對貿易摩擦的擔憂；中東地緣政治局勢亦趨於複雜。在不確定因素激增氛圍中，全球經濟與去年迅猛增勢相比略有緩和，但支撐經濟發展的要素依然健康穩定，我們對於5月的經濟表現會更為樂觀。
- ❖ **美國：**儘管此輪經濟擴張時間已達歷史第二久，近期的經濟數據依然支持樂觀展望。三月PCE首次觸及2%的聯儲目標，通脹增勢預計會在二季度持續。我們相信稅改法案對經濟的促進作用會在二季度開始逐漸顯現，全年將提升GDP 0.3%。我們預計年內共三次加息，但如果美聯儲主要依據通脹急升而不是經濟增長，則四次的可能性會增大。我們預計六月會議後會加息，而明年加息的步伐將放緩至兩次。
- 四月焦點：美債收益率。**美國10年期國債收益率于4月24日升穿3%，該整數值被認為是投資者的心理防線，意味著開始重新考慮他們的投資布局。本次“破三”的直接原因是大宗商品價格在近期的迅速上漲，良好的經濟和通脹數據也推高了通脹預期。通過歷史數據分析看到，美債收益率上升不一定壓低股市，但一旦出現投資者擔憂情緒則會產生切實的負面影響。過去十年股市收益率總體高于債券，但兩者的差距正在迅速減小。美債收益率上升還將增加企業借貸成本，并推高美元。
- ❖ **歐元區：**區內經濟復蘇預計在今年持續，只是勢頭會較去年減弱。歐洲央行在4月底結束的會議上決定維持貨幣政策不變，而目前看來年底有可能退出量化寬鬆政策。當前風險主要來自退歐進程，全球貿易環境以及中東地緣政治。
- ❖ **英國：**上年經濟增速已放慢至五年最低的1.8%，今年前幾個月經濟表現依然不溫不火。英國留在歐盟的時間已餘不足一年，但製造業和投資均有所萎縮，唯就業市場有更多景氣跡象。由于通脹數據疲軟，我們預計英格蘭銀行在5月加息的可能性非常微小，8月的一次更加可能。
- ❖ **日本：**在連續8個季度的增長之後，我們預計今年第一季度的實際GDP會出現負增長，但對於第二季度的展望正面。在4月底的會議之後，日本央行同樣也決定維持貨幣政策暫時不變。在會後聲明中，央行刪除了關於明年達到2%通脹目標的描述，我們認為這意味著日本需要更多時間才能使通脹提升至目標水平，而年內趨於複雜的內外環境打亂了日本央行早前的加息時間表。
- ❖ **香港：**旅遊業繼續暢旺，就業市場景氣。一季度對外貿易保持了較快增長，暫沒有體現出貿易糾紛的負面影響。而目前最大的風險也是來自于此，由于中美是其前兩大貿易對象，逐步升級發酵的貿易糾紛或企業限制最終都會使香港經濟受創。

四月焦點：昂貴的匯率機制維護。如我們在3月的香港經濟報告中的預測，港元相對美元貶值觸及7.85紅綫，在4月觸發金管局一系列共13次密集入市干預，累計買入513.31億港幣，消耗了約三成銀行間流動性。此次觸綫是港元與美元利差不斷加大的必然結果，會進一步影響到銀行按揭計劃利率的調整。

全球經濟預測

	GDP			通脹		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
全球	3.6	3.6	3.5	3.1	3.7	3.7
美國	2.3	2.8	2.4	2.1	2.3	2.0
歐元區	2.5	2.3	1.9	1.5	1.4	1.6
英國	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
中國	6.9	6.7	6.5	1.6	2.3	3.0
香港	3.8	3.2	2.4	1.7	2.4	1.4

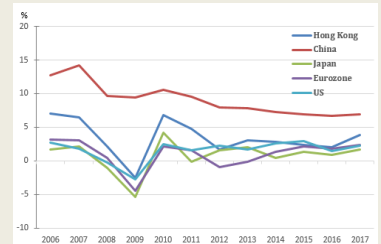
資料來源：彭博、招銀國際研究（預測截止4月30日）

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

實際 GDP 按年增速



資料來源：彭博

十年期國債收益率



資料來源：彭博

股市表現



資料來源：彭博

近期全球宏觀報告

[18年4月17日-](#)

[美國一季度通脹觀察](#)

[18年3月28日-](#)

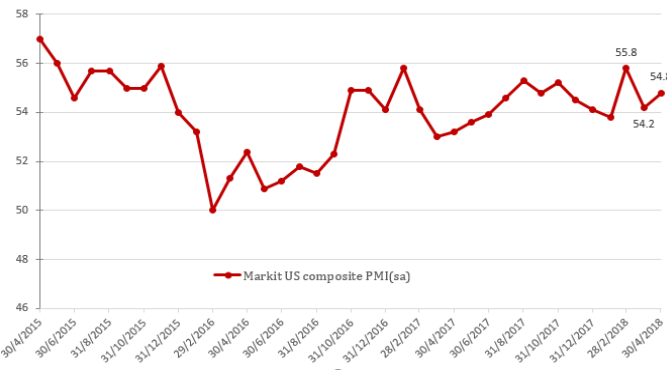
[謹防貿易戰陰影下的戰略誤判](#)

[18年3月5日-](#)

[香港經濟展望：樂觀增勢強勁，提防外部風險](#)

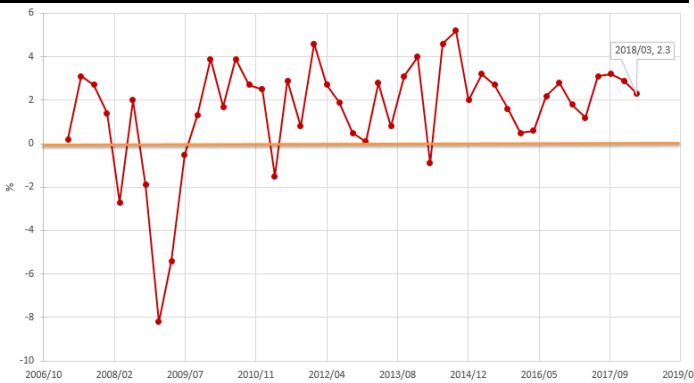
美國

圖 1: 美國 PMI 數據顯示經濟穩步提升



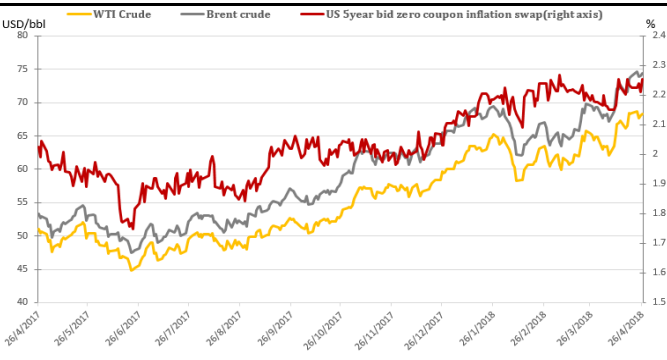
資料來源: 彭博, 招銀國際研究

圖 3: 美國 1Q18 實際 GDP 按季增長 2.3%



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

圖 5: 美國通脹預期對油價非常敏感



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

圖 7: 美國股價與債券收益率關係并非綫性



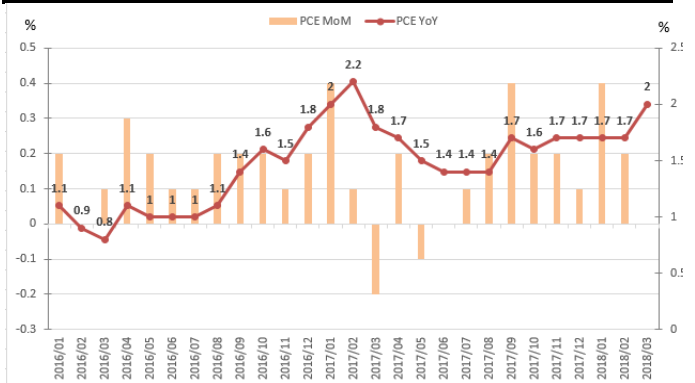
資料來源: 彭博, 招銀國際研究

圖 2: 三月美國零售回升 0.6%



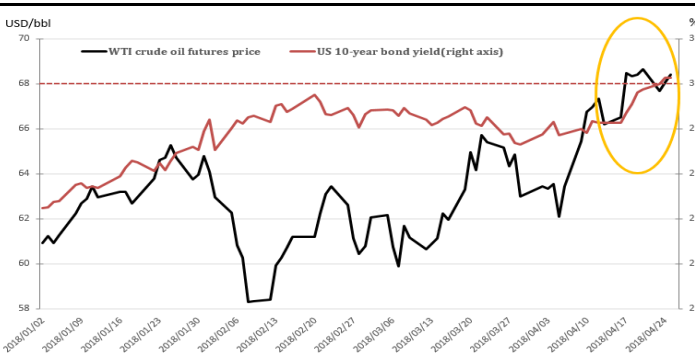
資料來源: 彭博, 招銀國際研究

圖 4: 美國 PCE 物價指數首次觸及 2% 的聯儲目標



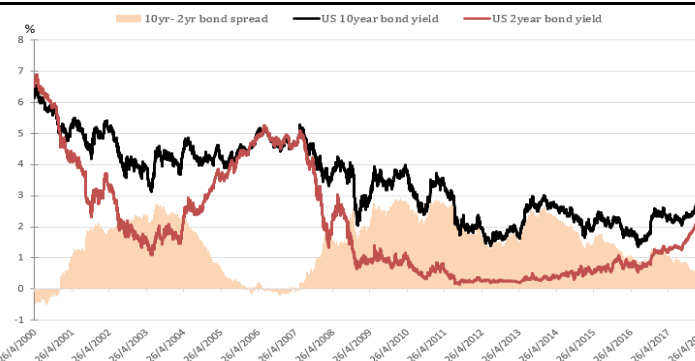
資料來源: 美國政府, 招銀國際研究

圖 6: 近期油價推高美國 10 年期國債利率



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

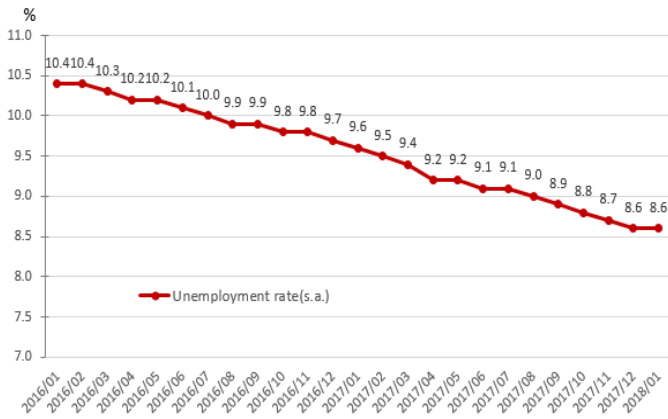
圖 8: 長短期國債利差收窄



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

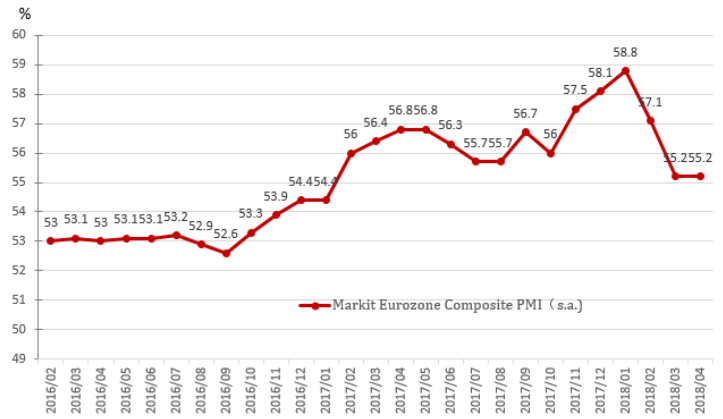
歐元區

圖 9: 歐元區失業率處於 08 年以來最低水平



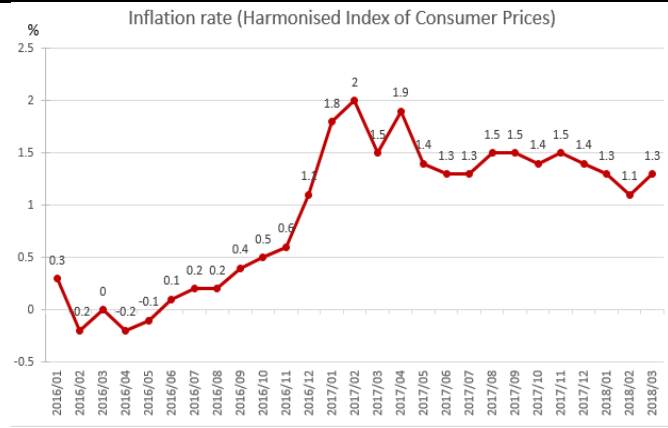
資料來源: 彭博, 招銀國際研究

圖 10: 歐元區 4 月 PMI 暫停下降趨勢



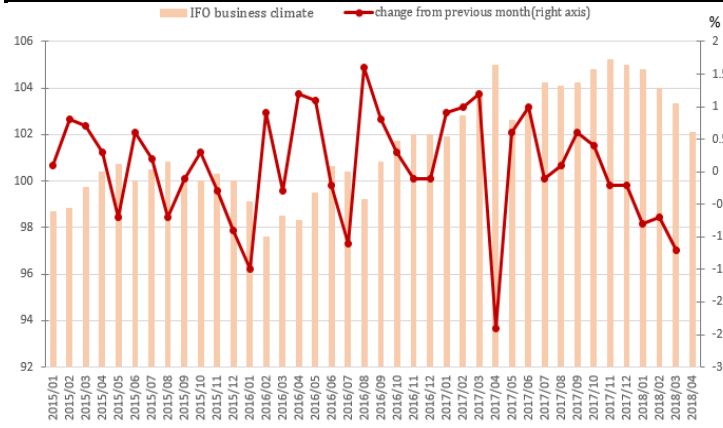
資料來源: 彭博, 招銀國際研究

圖 11: 歐元區通脹未顯現持續上升勢頭



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

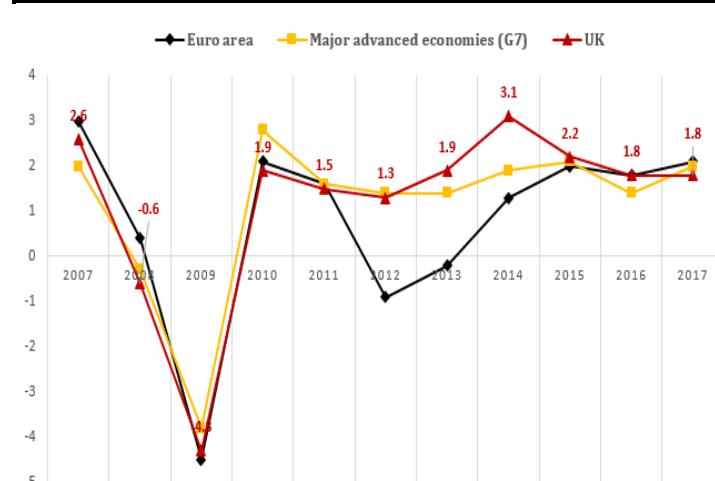
圖 12: 歐元區商業景氣指數轉差



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

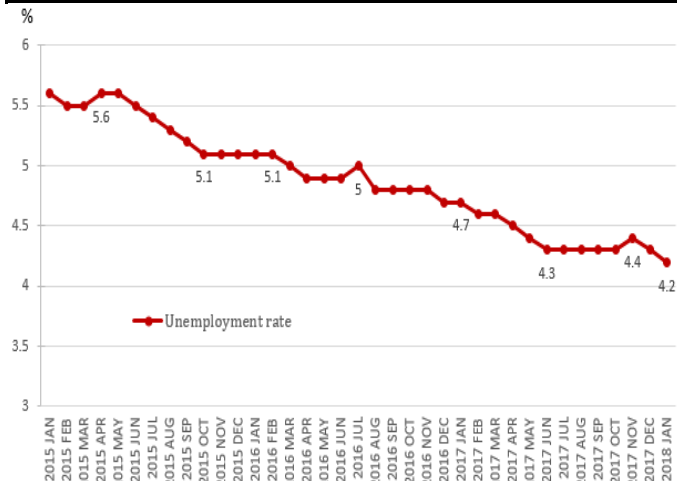
英國

圖 13: 英國經濟與其他發達國家相比: 從領先到落後



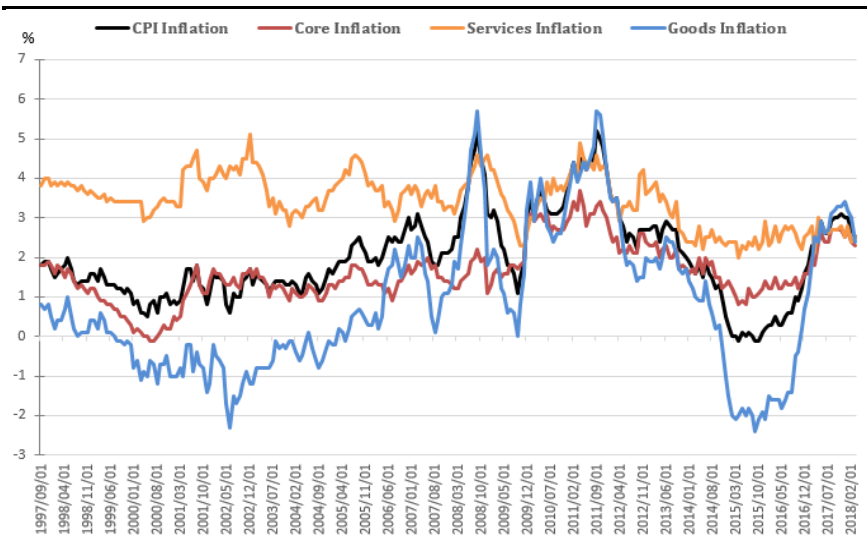
資料來源: IMF, 招銀國際研究

圖 14: 英國失業率在逐漸降低



資料來源: 英國政府, 招銀國際研究

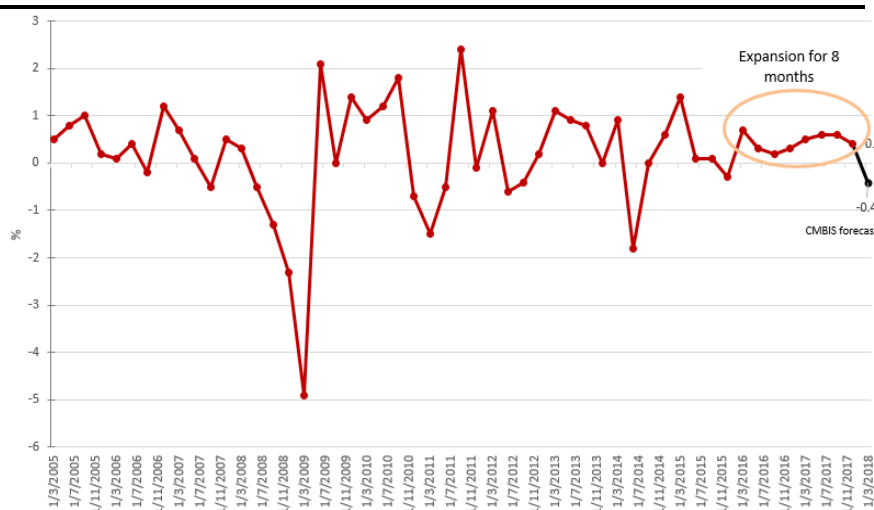
圖 15: 英國通脹逐漸下降接近至央行目標



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

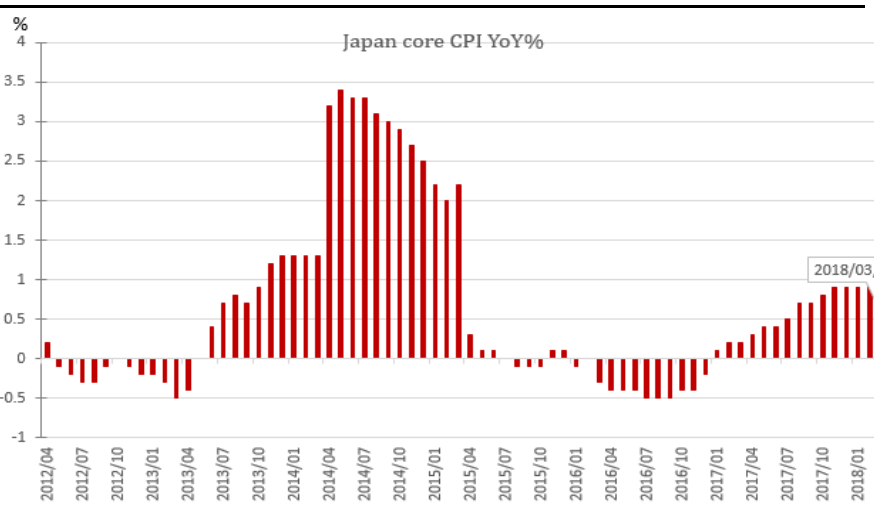
日本

圖 16: 日本 1Q18 實際 GDP 可能下降



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

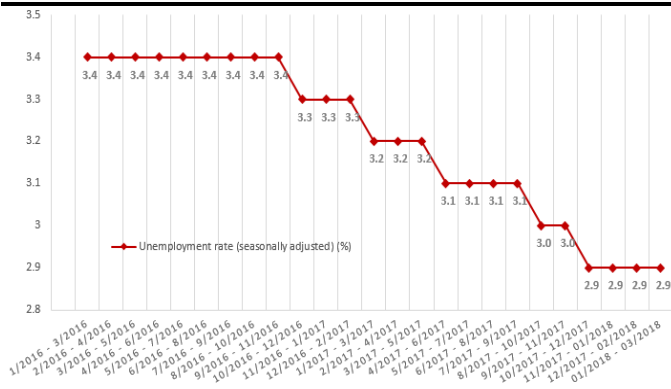
圖 17: 日本核心通脹遠低於 2% 的央行目標



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

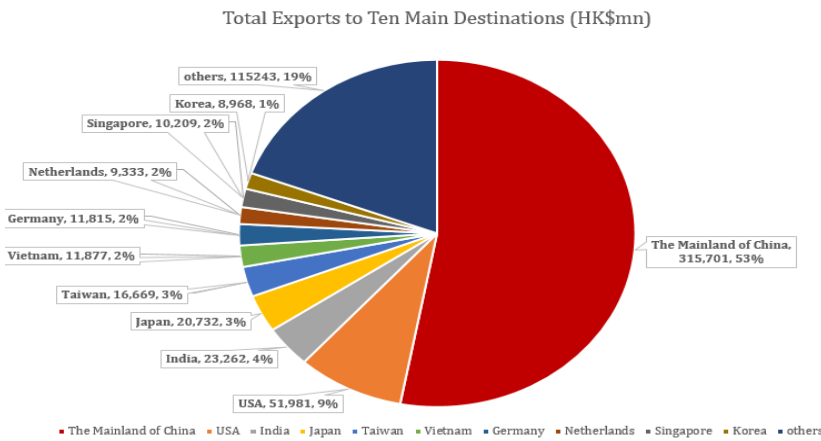
香港

圖 18: 香港接近全面就業



資料來源: 香港政府, 招銀國際研究

圖 20: 美國和中國內地是香港前兩大貿易對象



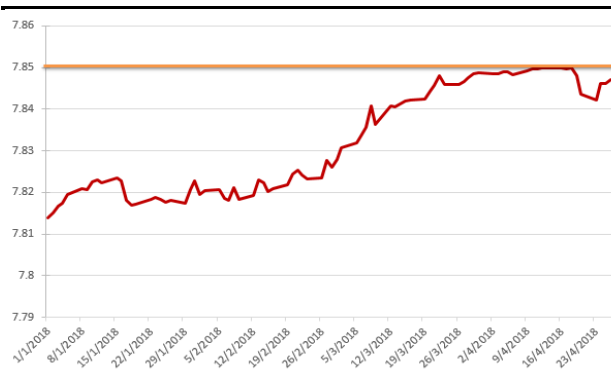
資料來源: 香港政府, 招銀國際研究

圖 21: 香港金管局在 4 月 13 次出手干預匯率機制

日期	04/12	04/13	04/13	04/14	04/16	04/17	04/17	04/17	04/18	04/18	04/18	04/19	04/19	總計
HKD 十億	0.816	2.442	3.038	3.368	3.587	5.77	3.376	6.201	1.57	3.533	4.318	3.14	10.17	51.33

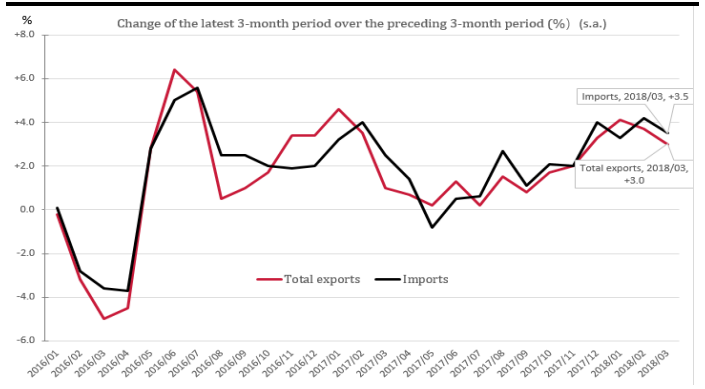
資料來源: 香港金管局, 招銀國際研究

圖 22: 2018 年以來的美元/港元匯率



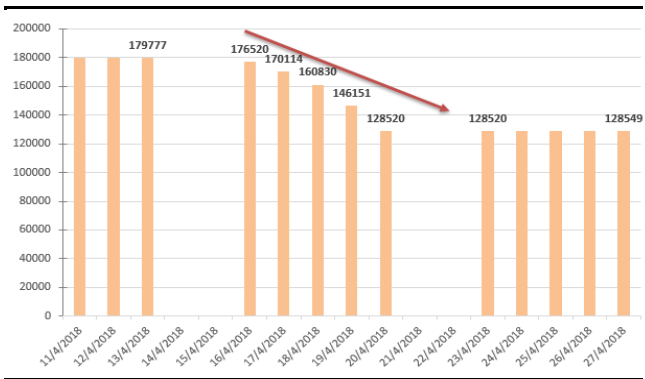
資料來源: 彭博, 招銀國際研究

圖 19: 香港 3 月對外貿易繼續保持增長



資料來源: 香港政府, 招銀國際研究

圖 23: 香港銀行間流動性在 4 月減少三成



資料來源: 彭博, 招銀國際研究

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。而過去表現亦不代表未來的表現，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责任。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。