招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

8 月全球宏觀經濟報告

美歐增速分化加劇

成亞曼，博士
電話：(852) 3900 0868
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

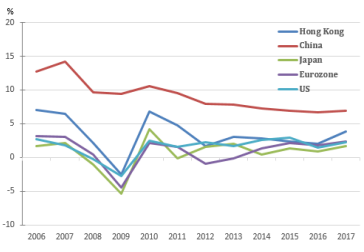
- **概要。**放緩的歐元區增長與依然强勁的美國經濟形成鮮明對比，兩者差距加大意味著美歐同步復蘇已經終結。在脫歐憂慮中英格蘭銀行提升利率，而美聯儲、歐洲央行和日本央行維持利率不變。貿易戰持續影響全球經濟和金融市場。
- **美國：增長已經見頂。**美國 2 季度的 GDP 增速創近四年來新高，經濟正開足馬力全速推進。對特朗普和共和黨而言，2 季度的經濟數據絕對是期盼已久好消息，可作爲競選時"兜售"給選民的重要信息。另一方面，强勁經濟也支撑特朗普在貿易爭端中以更强勢的姿態與別國博弈。但亮眼經濟數據可能掩蓋風險：1）近期經濟高速增長的一個重要支撑來自于石油產業，高油價推動美國原油產量迅速上升，然而油價的波動性和有限的上升空間决定了這種高速的產業擴張缺乏持續性；2）淨出口的高速增長實際是貿易戰副作用的表現，全球的公司都在加快購進、運輸和囤積貨物以應對關稅措施帶來的價格上升，而美國的農民也千方百計趕在關稅生效之前把大豆等受影響產品運往中國；3）當前的經濟增長依然受到减稅措施的刺激，而其作用將逐漸减退；4）貿易保護政策已經開始拖累美國經濟。美聯儲立場更趨鷹派，更加趨向今年再加息兩次。
- **歐元區：動力難複。**歐元區經濟增長保持穩定，連續兩季令人失望的經濟數據證明整個經濟體系的動力正在放緩，且前瞻數據顯示動力似乎很難恢復。經濟前景不明朗叠加貿易戰，企業越發擔心區內的經濟環境。美歐貿易協議雖然缺乏實質內容，但至少在解决問題的道路上邁出了一步，有望帶來些許樂觀情緒，暫時穩定經濟信心。歐洲央行表示計劃今年底結束量化寬鬆，經濟動力不足如果持續更長時間將迫使歐洲央行維持當前低利率至少到明年，而我們預計首次加息大致在 2019 年 9 月。
- **英國：脫歐憂慮中的加息。**在脫歐形勢極不明朗之際，英格蘭銀行提升利率至 0.75%，并預測英國中性利率爲 2-3%。在脫歐順利的情境下，我們預計 19 年下半年會有 1 至 2 次加息。經濟增長有望在 2、3 季度回升，目前脫歐政策團隊出現內訌且缺乏清晰的計劃，進一步增添了脫歐的不確定性，拖累英國經濟、企業計劃及英鎊匯率。
- **日本：低通脹引憂慮。**零售額已經錄得 8 個月增長，2 季度日本經濟有望在 1 季度的低迷之後回升，但近期頻發的自然灾害有可能拖累 3 季度經濟表現。通脹依舊低迷，日本央行調低 CPI 預期。在 7 月的會議上，日本央行維持利率不變，暗示至少在 19 年 10 月之前日本的貨幣政策都將相當寬鬆。
- **香港：增長穩健，提防風險。**當前商業信心依舊强勁，但之後或因貿易戰下滑。本地就業市場趨緊狀況將維持全年。受就業市場和訪港客量的支撑，6 月零售額錄得 12%的漲幅。通脹壓力溫和，私人住宅價格連續攀升超過 27 個月。6 月對外貿易的表現依然强勁，但需要注意貿易戰的影響將很快顯現。雖然前兩輪中美互征關稅僅會影響香港總貿易量的 1-2%，但貿易戰正在拖累整個金融市場和投資氛圍。面對加征關稅帶來的成本上升和市場波動，香港政府和企業都應當做好準備做出迅速調整。

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	2.0	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	4.0	2.4	1.7	2.4	1.4

資料來源：彭博、招銀國際研究（預測截止 7 月 31 日）

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

近期全球宏觀報告

18 年 7 月 6 日-
2018 下半年全球宏觀經濟展望——頭號風險在全球貿易戰

18 年 6 月 27 日
美國何時進入衰退？——基于自然利率的觀點

18 年 6 月 13 日
美朝峰會將重塑地緣風險的市場影響

宏觀研究

美國：增長已經見頂

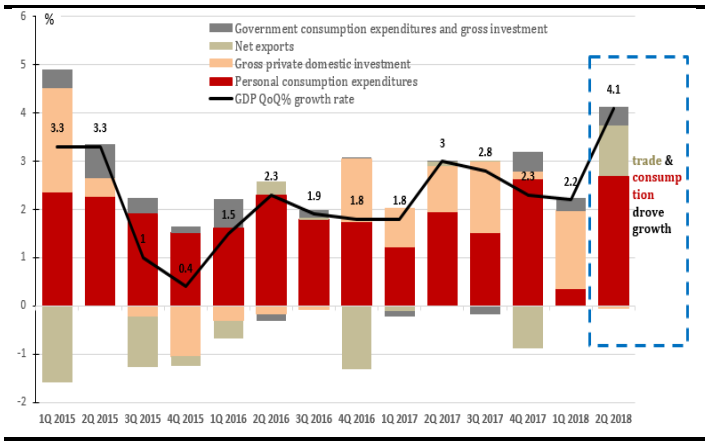
經濟開足馬力全速推進。美國 2 季度的 GDP 增速高達 4.1%，創近四年來新高。强勁的消費支出和淨出口成爲拉動增長的主要引擎，分別貢獻 2.7%和 1.1%。其中，私人消費在經過了年初的疲軟之後于 2 季度迅速反彈，主要是受到景氣的就業和減稅法案提振。此外，强勁的商業投資和政府支出的增加同時助力經濟增長。消費和商業信心指數進一步攀升。儘管 7 月的非農就業數據略遜預期，但總體就業形勢依舊强勁。

亮眼經濟數據可能掩蓋風險。首先，近期經濟高速增長的一個重要支撑來自于石油產業，高油價推動美國原油產量迅速上升，然而油價的波動性和有限的上升空間決定了這種高速的產業擴張缺乏持續性。第二，淨出口的高速增長實際是貿易戰副作用的表現，因爲全球的公司都在儘快購進、運輸和囤積貨物以應對關稅措施帶來的價格上升；而美國的農民也千方百計地趕在關稅生效之前把大豆等受影響產品運往中國。此外，不可忽視當前的經濟增長依然受到減稅措施的刺激，而其作用將逐漸減退。

貿易保護政策已經開始拖累美國經濟。對于特朗普和共和黨而言，2 季度的經濟數據絕對是期盼已久好消息，可作爲競選時"兜售"給選民的重要信息。另一方面，强勁經濟也支撑特朗普在貿易爭端中以更强勢的姿態與別國博弈。實際上，貿易保護政策對美國經濟的拖累已經有所顯現，但特朗普政府給與受波及農民的 120 億美元補貼并不能解決任何長期問題，農民最需要的是市場而非補貼。

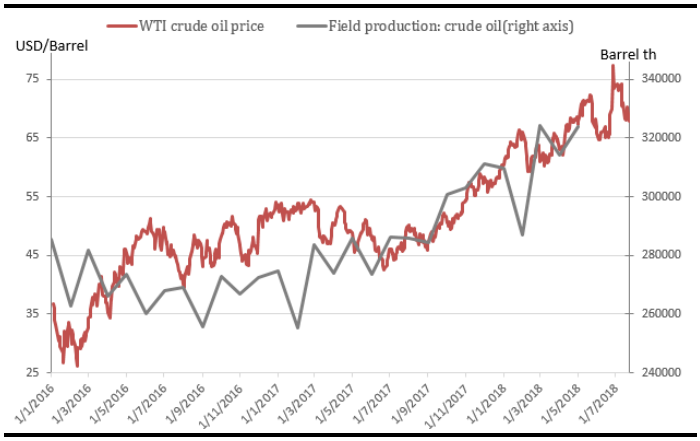
美聯儲將繼續漸進加息。7 月 31 日至 8 月 1 日的會議之後，美聯儲維持政策利率不變，但在聲明中多次使用"强勁"一詞定位當前美國經濟，立場更趨鷹派，透露出美聯儲政策制定者更加傾向于考慮今年再加息兩次。

圖 1:美國 2 季度 GDP 增速達 4.1%



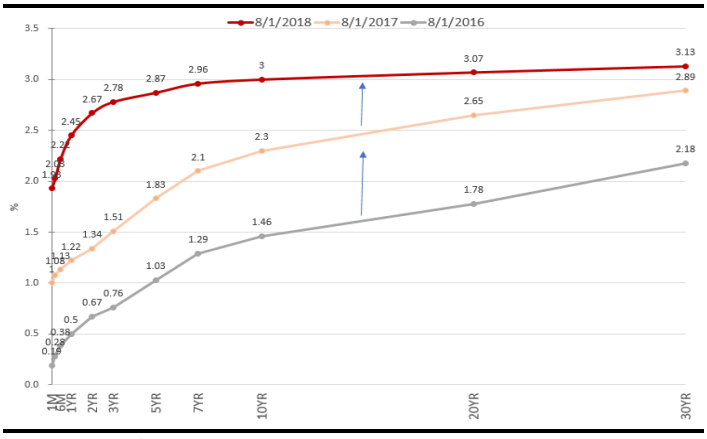
資料來源：彭博、 招銀國際研究

圖 2:油價上漲助推美國原油生產



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 3:美國收益率曲綫進一步平坦化



資料來源：彭博、招銀國際研究

歐元區：動力難複

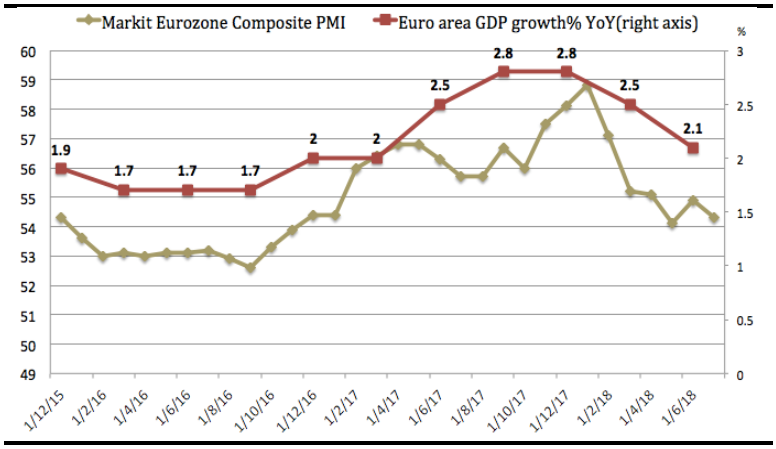
連續兩季令人失望的經濟數據加大美歐增速差距。歐元區 2 季度環比 GDP 增長從上季的 0.4% 進一步下降至 0.3%，同比增長爲 2.1%，不及上季度的 2.5%，爲兩年以來最低。如果說 1 季度經濟表現不及預期還能解釋爲天氣和罷工的拖累，那麼 2 季度的數據可以證明整個經濟體系的動力正在放緩。就業方面，失業率依舊保持金融危機以來的最低位，但年輕人失業率高企依舊是希臘、西班牙和意大利等南方國家的重要問題。總體來看，歐元區經濟增長保持穩定，但一些前瞻數據顯示動力似乎很難恢復。例如，7 月的綜合 PMI 指數下降至 54.3，低于上半年的均值 55.9 以及 2 季度的均值 54.7。我們下調了對今年歐元區經濟增長的預測至 2%。放緩的歐元區增長與依然强勁的美國經濟形成鮮明對比，兩者差距的加大意味著從 2014 年下半年開始的美歐同步復蘇已經終結。

信心指數進一步下滑，美歐貿易協議望暫時穩定預期。多項調查顯示企業越發擔心區內的經濟環境。由于經濟前景不明朗以及油價高企引起成本上升，不少企業都在縮減投資和招聘計劃。7 月 25 日美歐貿易協議雖然缺乏實質內容，但至少是在解決問題的道路上邁出了一步，有望帶來些許樂觀情緒，暫時穩定經濟信心。

通脹依然未見穩定增長。歐元區 7 月通脹升至 2.1%，但主要是由能源價格拉動。如果除去能源和食品價格的影響，核心通脹率僅有 1.1%，說明區內的通脹還未達到穩定上升狀態。

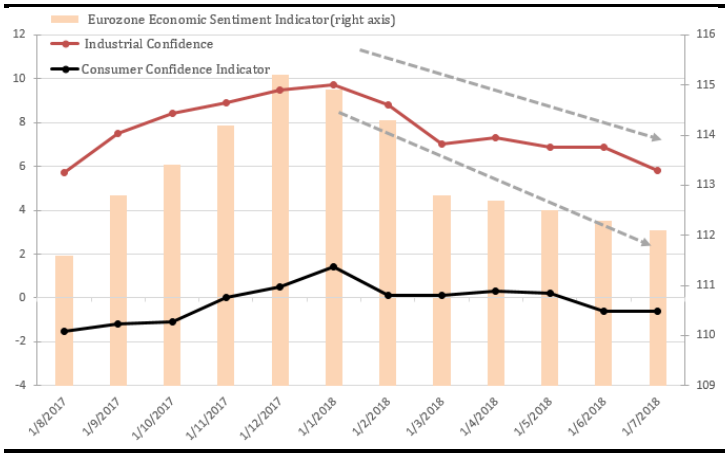
歐洲央行政策：7 月 26 日歐洲央行表示計劃今年底結束量化寬鬆（QE）。歐洲央行對于經濟狀況的描述頗爲樂觀，但我們應當更加謹慎。經濟動力不足如果持續更長時間，將迫使歐洲央行維持當前低利率至少到明年，而我們預計首次加息在 2019 年 9 月。

圖 4:歐元區 GDP 和 PMI 繼續下降



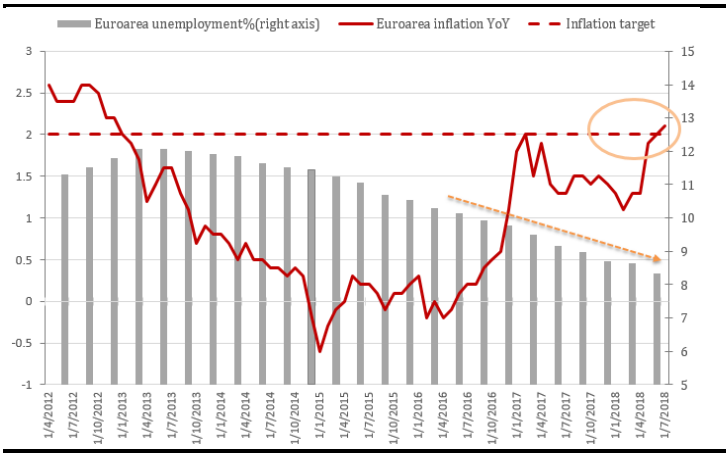
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 5:經濟信心指數下降



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6:失業率保持低位



資料來源：彭博、招銀國際研究

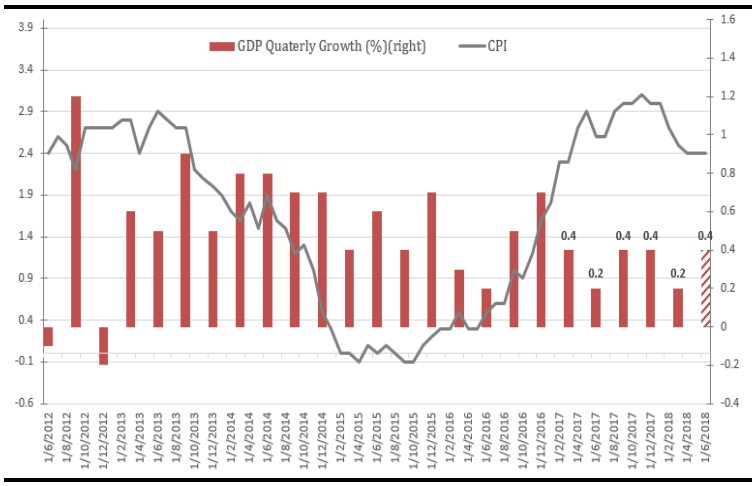
英國：脫歐憂慮中的加息

英格蘭銀行提升利率至 0.75%，并預測英國中性利率爲 2-3%。在脫歐形勢極不明朗之際，英國央行宣布了自 08 年金融危機以來的第二次加息，但在英國正式脫歐之前預計不會再有加息。英格蘭銀行發布的季度通脹報告預計英國的中性利率水平在 2-3%。在脫歐順利的情境下，我們預計 19 年下半年會有 1 至 2 次加息。

經濟增長有望在 2、3 季度回升。經過了 1 季度的低迷增長之後，我們預計 2 季度 GDP 增速將回到 0.4%，且前瞻指數反應這種恢復趨勢將在今年大部分時間內維持。其中，服務業和零售業都有明顯的回暖。

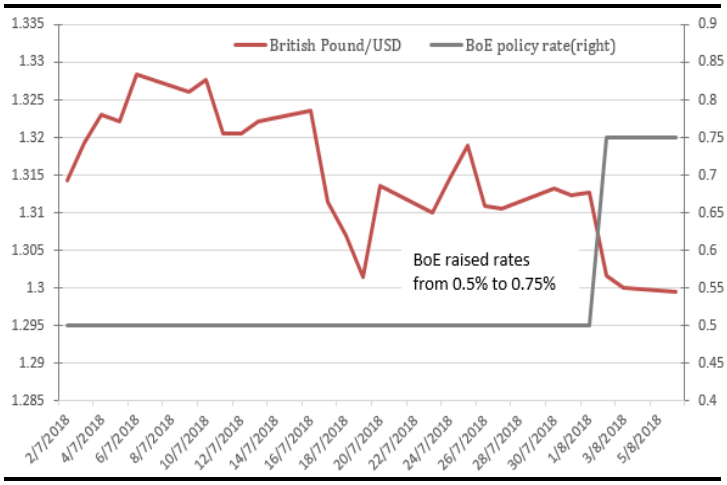
脫歐仍是最大風險。目前脫歐政策團隊出現內訌且缺乏清晰計劃，進一步增添了脫歐的不確定性。脫歐陰雲持續籠罩英國經濟，許多公司都認爲其經營活動將在未來幾年出現下滑。此外，英鎊匯率對于政治不確定性也存在高度敏感。

圖 7:2 季度 GDP 增速有望回升至 0.4%



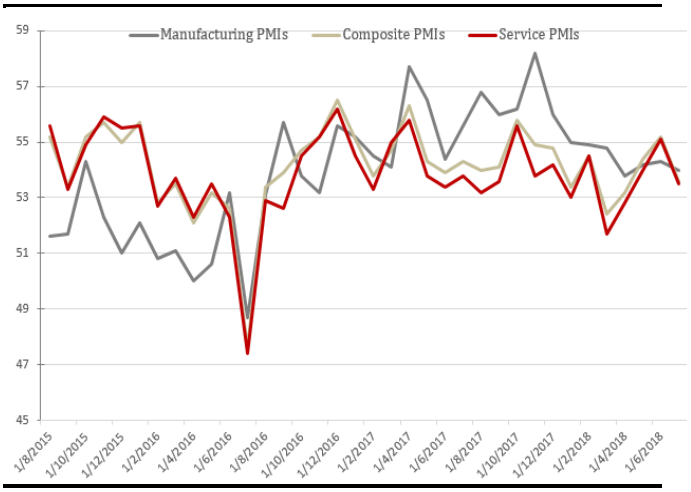
資料來源：彭博、 招銀國際研究

圖 8:英格蘭銀行提升政策利率至 0.75%



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 9:服務業回暖助力英國經濟



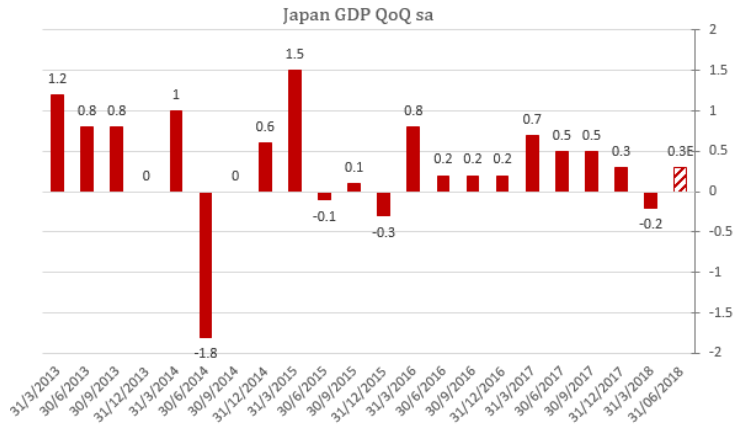
資料來源：彭博、招銀國際研究

日本：低通脹引憂慮

2 季度經濟增長有望回升。就業市場趨緊，截至 6 月零售額已連續 8 個月錄得增長，2 季度日本經濟有望在 1 季度的低迷之後回升，但近期頻發的自然災害有可能拖累 3 季度經濟表現。

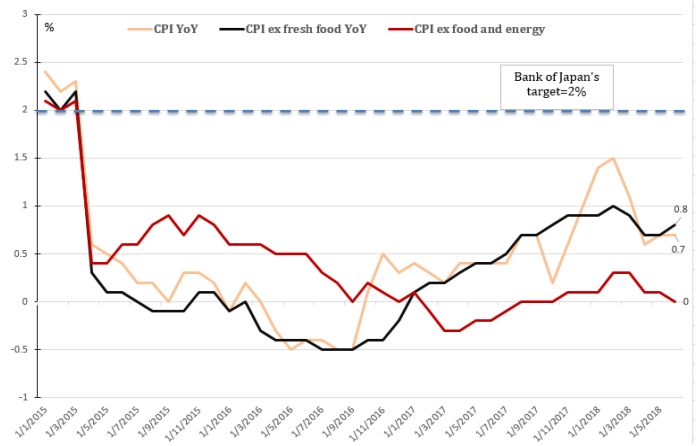
通脹依舊低迷，日本央行調低 CPI 預期。6 月數據反映日本通脹沒有實質提升。CPI 維持在同比增長 0.7%，但除去新鮮食品和能源的核心 CPI 增長爲零。因此，日本央行下調了 2018 年除食品外的核心 CPI 的預測值至 1.1%。在 7 月的會議上，日本央行暗示將維持貨幣政策不變最少至 19 年 10 月，在此之前日本的貨幣政策都將相當寬鬆。

圖 10:日本 2 季度 GDP 有望回升



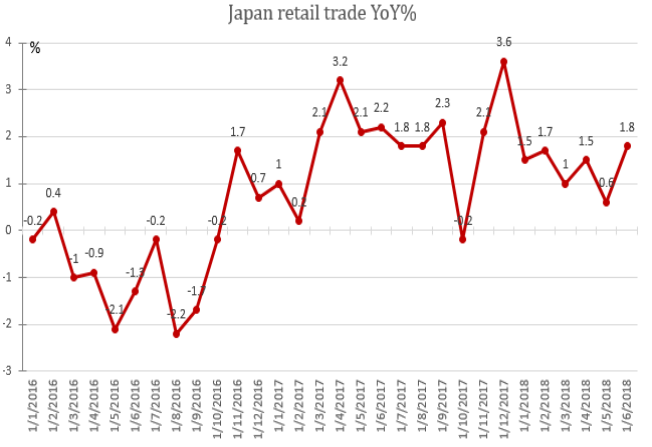
資料來源：彭博、 招銀國際研究

圖 11:日本通脹依舊遠不及目標



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 12:日本零售額已連續 8 個月增長



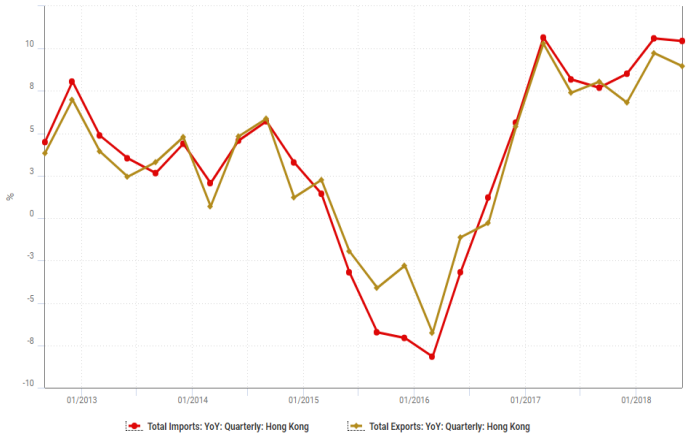
資料來源：彭博、招銀國際研究

香港：增長穩健，提防風險

當前商業信心依舊强勁，但預計之後將因貿易戰下滑。2 季度失業率依舊維持在 2.8%的低位，預計本地就業市場趨緊狀況將維持全年。受景氣就業和訪港客量的支撑，6 月零售額錄得 12%的漲幅。對于 3 季度的商業信心較 2 季度更强，特別是製造業、金融和保險業、以及信息與通訊業。6 月消費價格抬升 2.4%，略高于 5 月 2.1%，顯示通脹壓力溫和。新租房屋租價的抬升預計將推高 3 季度的通脹數據。私人住宅價格連續攀升超過 27 個月。

貿易戰正給香港帶來更多不確定性。截至目前，對外貿易的表現依然强勁：6 月的出口和進口總額分別錄得 3.3%和 4.4%的同比增長。但需要注意貿易戰的影響將很快顯現。雖然前兩波中美互相加征的關稅僅會影響香港總貿易量的 1-2 個百分點，但貿易戰風險明顯拖累了整個金融市場和投資氛圍。面對加征關稅可能帶來的成本上升和市場波動，香港政府和企業都應當做好準備以做出迅速調整。

圖 13:貿易戰陰霾中 2 季度進出口依舊快速增長



資料來源:香港政府、招銀國際研究

圖 14:香港 6 月 CPI 上升 2.4%，通脹壓力溫和

資料來源:香港政府、招銀國際研究

圖 15:香港樓價連升 27 個月

資料來源：差餉物業估價署價格指數、招銀國際研究

圖 16:香港經濟預測

	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
出口貨值(同比增速，%)	-1.8	-0.6	7.6	5.0
进口貨值(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
家庭債务(GDP 占比，%)	66.5	67.1	70.2	73.0
USD/HKD 汇率	7.75	7.76	7.81	7.84

資料來源：彭博、香港政府、招銀國際研究（預測截止 7 月 31 日）

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于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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷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 ：招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道三號冠君大厦 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”）爲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爲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，幷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，幷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，僅爲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爲或被視爲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采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。

本報告基于我們認爲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。招銀證券可能采取與報告中建議及/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幷不時自行及/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。本報告版權僅爲本公司所有，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。

對于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。

對于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。接收本報告之行爲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。