

## 2月海外宏观月报

### 四季度 GDP 增速不及预期，主要央行趋于谨慎

- ❖ **全球：**主要经济体陆续公布 2018 年第四季度 GDP 增速数据，显示经济增长不达预期，制造业放缓、全球贸易增速也仍在下行轨道当中。在此背景下，多个主要央行态度转向，趋于谨慎。
- ❖ **美国：**政府停摆重创消费者信心。此次长达 35 天、史上最久的政府部门停摆，延迟了包括 2018 年四季度 GDP 和最新就业状况在内的许多经济数据的正常发布，这在美联储和金融市场对经济数据都极为敏感的时期影响更为显著，不利于及时评估美国经济的真实状态。政府停摆对美国最重要的影响在于重创了消费者信心，特别是在金融市场波动时期，至少在短期内加剧了消费者信心的下滑。消费者信心低迷、对经济前景看法恶化，对整体商业环境和气氛不利。通胀压力温和给美联储提供了暂时维持利率不变的空间。我们预计美联储 2019 年上半年将暂停加息，或将于下半年择机加息一次。在未来几个月，更多相互矛盾的经济数据将继续加剧金融市场波动。我们认为美国经济增速已经见顶回落。预计上半年经济增长将继续保持相对强势，下半年下行因素将集中显现。
- ❖ **欧元区：**德国与衰退擦肩而过。2018 年欧元区的 GDP 增速为 1.8%，与我们的预期一致。欧元区经济放缓的趋势将在 2019 年持续。欧元区内五大经济体均呈现下行趋势，PMI 持续下滑至荣枯线附近，经济信心进一步减弱。同时，一些积极因素依然存在：欧洲央行的货币政策仍然宽松，有利投资；油价较低，通胀压力减轻。作为欧元区的最大经济体及增长引擎的德国，勉强避免了技术性经济衰退的出现，全年 GDP 增长率为 1.5%。
- ❖ **英国：**四季度增长近乎停滞。由于脱欧的不确定性仍然持续，英国 2018 年四季度环比 GDP 增速进一步放缓至 0.2%。2018 年 12 月的 GDP 甚至环比下降 0.4%，服务、生产、制造和建筑业在该月出现同步下降。2018 全年来看，英国 GDP 增长为 1.4%，略低于我们此前预计的 1.5%。该增速为近六年最低。通胀已回落至英国央行 2% 的目标之下，进一步降低了短期内再次加息的可能性。同时，英国央行将 2019 年英国的经济增速预测由 1.7% 大幅下调至 1.2%。我们预计英国央行至少将维持当前的货币政策至 2019 年底。
- ❖ **日本：**四季度 GDP 增速反弹，出口仍承压。受国内消费和商业投资的提振，日本经济在第三季度遭遇一系列自然灾害的重创后已经有所恢复，但反弹力度较弱。受全球需求疲软和对中国出口量下降的拖累，日本的商品出口在 2018 年 12 月萎缩了 3.9%，跌幅达 2016 年 10 月以来最大。我们预计日本央行在 2019 年将维持其政策立场不变，保持目前的超宽松货币政策。
- ❖ **香港：**零售与贸易前景并不乐观。由于内地经济增速放缓、股市表现不佳及中美贸易纠纷等，消费情绪趋于谨慎。我们预计今年零售销售额将有 3% 至 5% 的同比下降。出口与进口在 12 月均录得同比下降。2019-20 年度财政预算案即将公布，预计将采取扩张性财政政策。粤港澳大湾区发展计划纲要公布在即，香港在金融基础设施建设和与全球市场的联系中将发挥关键作用。

#### 全球经济预测

	实际 GDP (同比%)			通胀 (同比%)		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
全球	3.8	3.4	3.2	3.1	3.7	3.0
美国	2.3	3.0	2.5	2.1	2.3	2.1
欧元区	2.5	1.8*	1.6	1.8	1.6	1.5
英国	1.8	1.4*	1.2	2.7	2.6	2.1
日本	1.8	1.1	0.8	0.5	0.9	0.7
中国	6.9	6.5*	6.3	1.6	2.1	2.2
香港	3.8	3.4	2.5	1.7	2.4	1.4

资料来源：彭博、招银国际证券（预测截至 2 月 14 日，星标\*数据为实际数据）

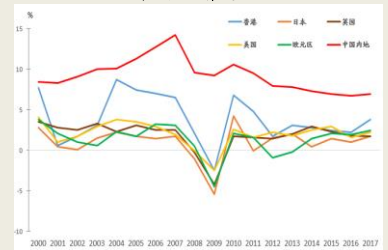


#### 成亚曼, 博士

电话：(852) 3900 0868

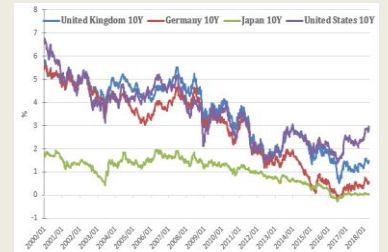
邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

#### 实际 GDP 按年同比增速



资料来源：IMF、招银国际证券

#### 十年期国债收益率



资料来源：彭博、招银国际证券

#### 近期全球宏观报告

[2019年2月4日](#)

[美联储加息周期：近在眼前的告别](#)

[2019年1月31日](#)

[“渐进加息”暂停，“定量缩表”待定——](#)

[2019年1月美联储会议点评](#)

[2019年1月10日](#)

[1月海外宏观月报——解析经济信号的相互背离](#)

[2019年1月4日](#)

[全球贸易观察——领先指标转弱，“金丝雀”预警](#)

[2018年12月12日](#)

[近期经济走势追踪及 2019 年预测](#)

## 美国：政府停摆重创消费者信心

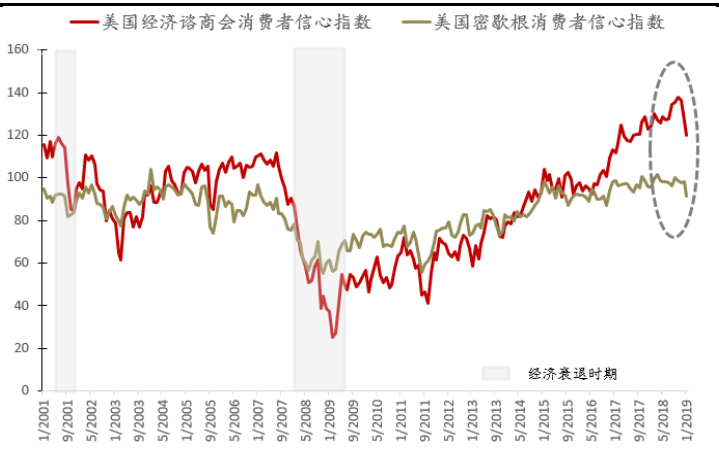
### 本月聚焦：政府停摆的代价

由于共和与民主两党在边境安全问题上存在重大分歧，自2018年12月22日起美国政府部分机构开始停摆。至2019年1月25日，随着总统特朗普和国会领导人达成重开政府的临时协议，停摆暂时停止，政府将重开三周。2月14日白宫宣布特朗普将签署政府拨款法案，避免了政府于2月15日午夜开始再次陷入停摆。特朗普还将宣布美国进入全国紧急状态，计划利用政府其他部门的资金来修建边境屏障。

此次长达35天史上最长政府部门停摆，延迟了包括2018年4季度GDP和最新就业状况在内的许多经济数据的正常发布，这在美联储和金融市场对经济数据都极为敏感的时期影响更为显著，不利于及时评估美国经济的真实状态。

政府停摆对美国最重要的影响在于重创了消费者信心，特别是在金融市场波动期间，至少在短期内加剧了消费者信心的下滑。1月美国经济谘商会消费者信心指数下跌了6.4个百分点，为连续第三个月下滑。而密歇根大学的消费者信心指数也从2018年12月的98.30下降到2019年1月的91.20。消费者信心低迷、对经济未来前景看法呈恶化趋势，对整体商业环境和气氛不利。

图1：政府停摆短期内重创消费者信心

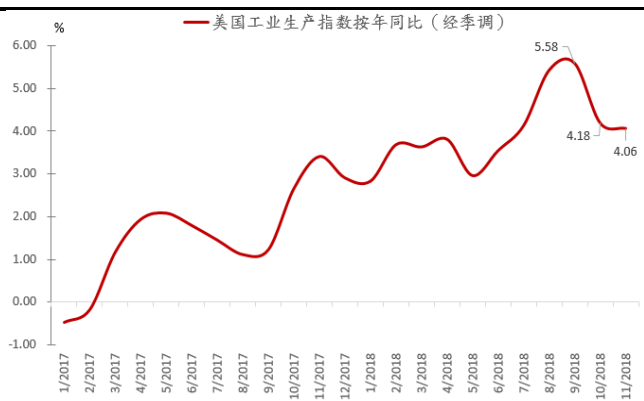


资料来源：CEIC、招银国际证券

### 经济活动：工业生产稳步增长

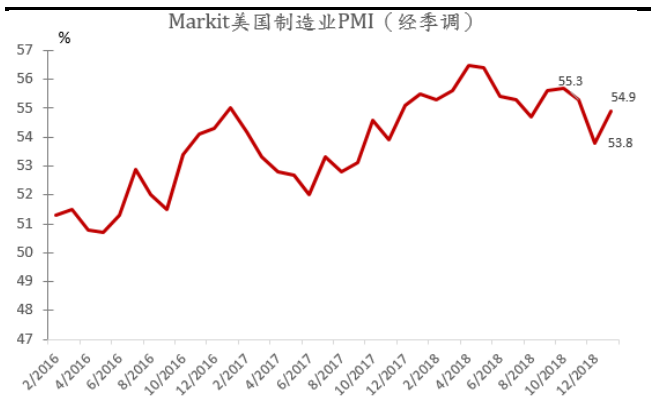
衡量制造业、采矿业、电力和燃气公用事业实际产出的美联储工业生产指数在2018年4季度仍然稳步提升，但其同比增长率自2018年9月以来一直在下降。美国供应链管理协会（ISM）制造业PMI指数在2019年1月增长至56.6%，Markit PMI制造业指数在同期亦由上月的53.8上升至54.9。表明美国制造业仍在快速增长。

图2：美国工业生产同比增速放缓



资料来源：CEIC、招银国际证券

图3：美国制造业PMI仍强劲



资料来源：彭博、招银国际证券

## 通胀和货币政策：通胀增速乏力，联储暂停加息

美国的通胀增速依然温和。1月名义CPI环比增速未变动，增长0.1%。由于能源价格的下降，名义CPI按年同比增速仅为1.6%，为2017年6月以来新低。扣除视频和能源等波动较大的部分后，核心CPI同比增速为2.2%，高于预期的2.1%。

美联储跟踪的通胀指标：核心PCE价格指数于2018年11月的同比增速为1.9%，12月的数据由于联邦政府停摆而延迟至3月1日发布。

通胀压力温和给美联储提供了暂时维持利率不变的空间。1月美联储议息会议在“加息”和“缩表”两大货币政策操作上均释放了强烈的“鸽派”信号，议息会议声明正式确认了美联储的加息周期进入尾声。我们预计美联储2019年上半年将暂停加息，或将于下半年择机加息一次。

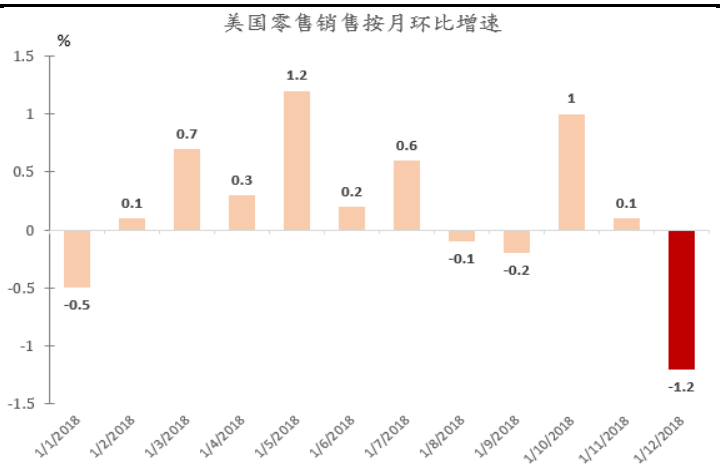
图4: 美国通胀指标增速乏力



资料来源：彭博、招银国际证券

美国经济正在创造更多就业机会，制造业增速强劲，总体经济目前依旧运作良好，但增速在逐渐放缓，12月零售数据不及预期，房地产和金融市场表现欠佳。相信在未来几个月，更多相互矛盾的经济数据将继续加剧金融市场波动。我们认为美国经济增速已经见顶回落。预计2019年上半年，经济增长将继续保持相对强势，下半年下行因素将集中显现。

图5: 美国12月零售环比下滑1.2%



资料来源：彭博、招银国际证券

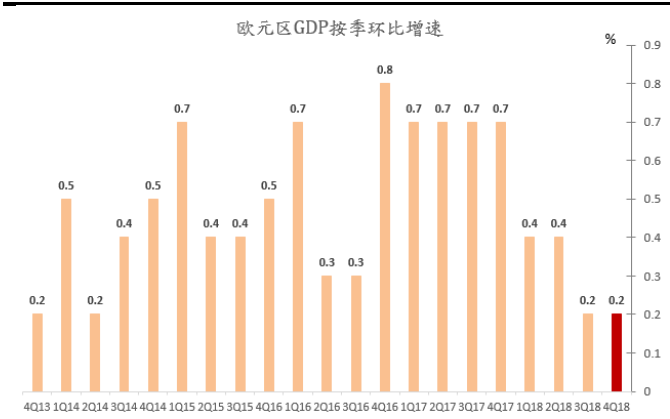
## 欧元区：德国与衰退擦肩而过

### 欧元区 2018 年 GDP 增速：符合预期

根据欧盟统计局 14 日公布的数据，欧元区 2018 年 4 季度的 GDP 环比增速为 0.2%，为近四年来最低；同比增速为 1.2%。2018 年全年欧元区的 GDP 增速为 1.8%，与我们的预期一致。

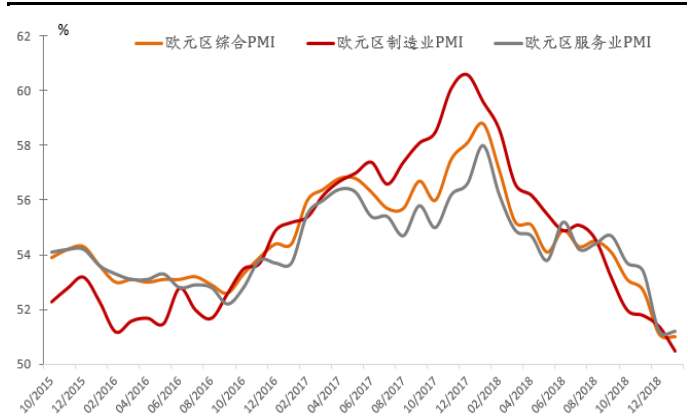
欧元区经济放缓的趋势将在 2019 年持续。区域内五大经济体均呈现下行风险，PMI 持续下滑至荣枯线附近，经济信心进一步减弱。同时我们看到，一些积极因素依然存在：欧洲央行的货币政策仍然宽松，有利投资；油价较低，通胀压力减轻。到今年下半年待一些不确定因素减弱或消除之后，欧元区经济快速放缓的趋势预计会有所好转；欧洲央行至少在今年年底之前都不会调整其货币政策。

图 6: 欧元区 GDP 于 4Q18 环比增速降至 0.2%



资料来源：彭博、招银国际证券

图 7: 欧元区 PMI 继续下滑



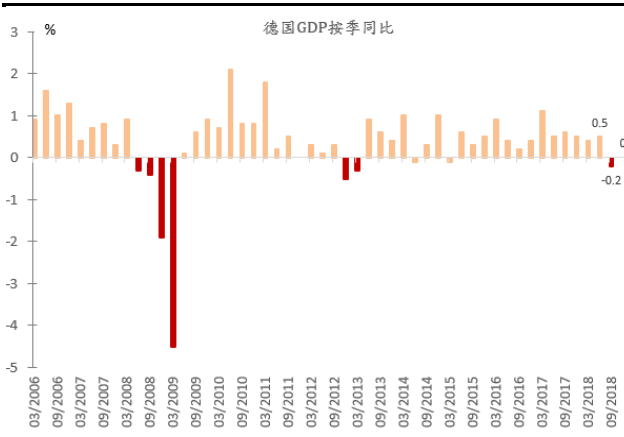
资料来源：彭博、招银国际证券

### 德国：徘徊在技术性衰退边缘

作为欧元区的最大经济体及增长引擎的德国，在去年三季度 GDP 同比下降 0.2% 后，四季度的 GDP 同比增长为零，意味着德国勉强避免了技术性经济衰退的出现。2018 年全年，德国的 GDP 增长率为 1.5%。由于汽车产量的下降、英国脱欧不确定性、以及全球经济增长放缓，德国经济自 2018 年下半年开始逐渐失去动力。

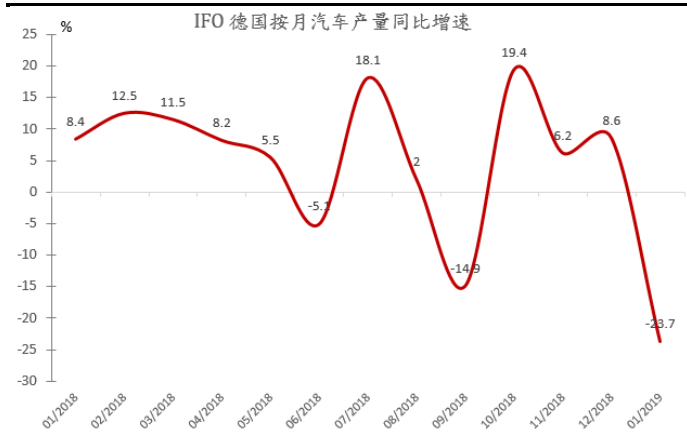
积极因素包括：国内需求、私人消费和政府消费依旧强劲。展望未来，中美贸易谈判以及中国的经济提振计划一旦带来任何实质进展，也将有利于德国经济暂时企稳。

图 8: 德国 4Q18 GDP 同比增长为零



资料来源：彭博、招银国际证券

图 9: 德国汽车产量增速骤降



资料来源：彭博、招银国际证券

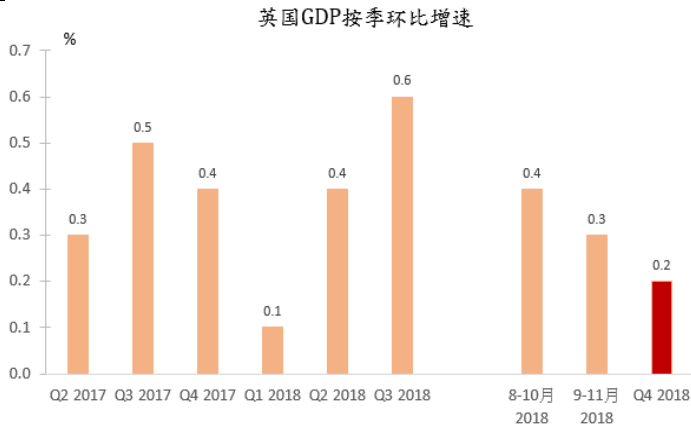


## 英国：四季度增长近乎停滞

### GDP：年增速达六年新低

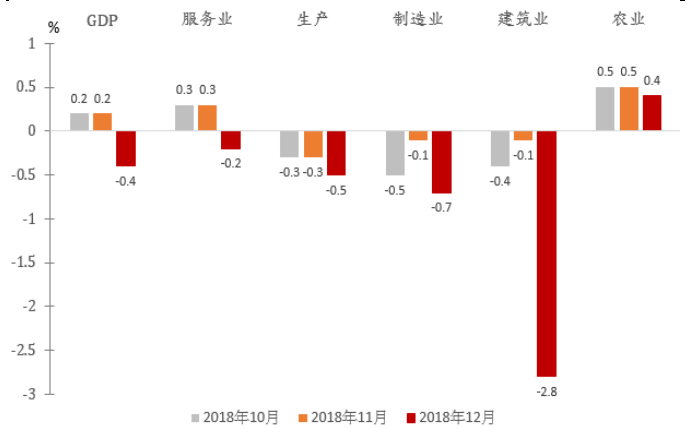
由于脱欧的不确定性仍然持续，英国 2018 年四季度 GDP 增速进一步放缓至 0.2%，低于三季度 0.6% 的增速。服务业表现相对稳定，但汽车和钢铁产品制造业增速大幅下滑。除了就业和薪资涨幅外，其他的主要经济指标均在下降，包括 PMI 指数、经济信心和房屋销售数据等。2018 年 12 月的 GDP 甚至环比下降 0.4%，服务、生产、制造和建筑业在该月出现同步下降。

图 10: 英国 GDP 于 4Q18 降至 0.2%



资料来源：英国政府、招银国际证券

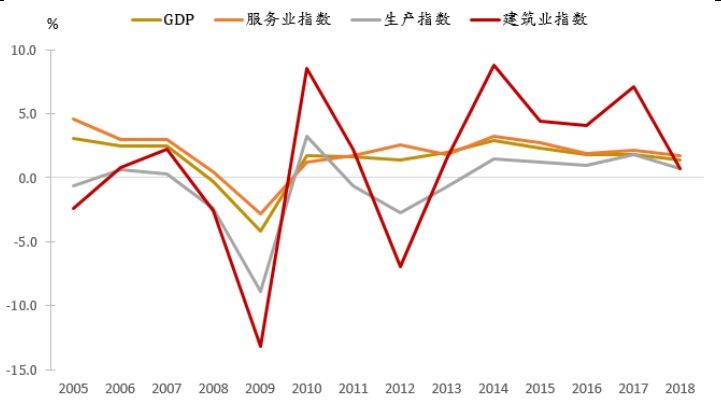
图 11: 英国 12 月 GDP 分项数据：除农业外均下降



资料来源：英国政府、招银国际证券

2018 全年来看，英国 GDP 增长为 1.4%，略低于我们此前预计的 1.5%。该增速为近六年最低。服务业年增长 1.7%，为 2011 年以来最低水平；生产年增长 0.7%，为 2013 年以来最低；建筑业年增长 0.6%，为 2012 年以来最低。

图 12: 英国 2018 年全年 GDP、服务、生产和建筑业增速同步放缓



资料来源：英国政府、招银国际证券

### 通胀和货币政策：通胀已降至目标之下

英国 CPI 指数在 2019 年 1 月同比增长 1.8%，前值为 2.0%。CPI 指数不及预期主要反映了油价的下跌，意味着通胀已经回落至英国央行 2% 的目标之下，进一步降低了短期内再次加息的可能性。同时，英国央行将 2019 年英国的经济增长预测值由 1.7% 大幅下调至 1.2%。我们预计英国央行至少将维持当前的货币政策至 2019 年底。

## 日本：四季度 GDP 增速反弹，出口仍承压

### GDP：增速由负转正，增长势头放缓

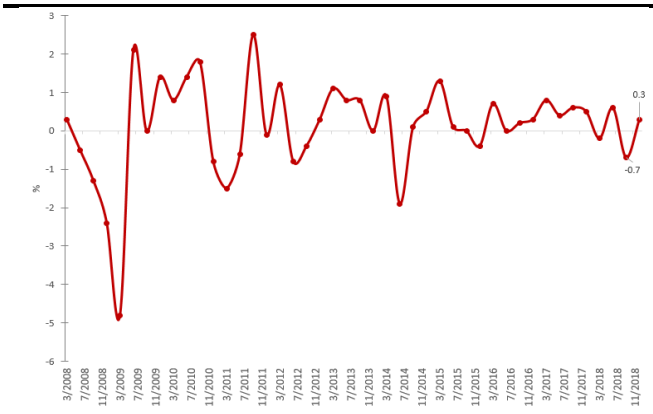
日本 2018 年第四季度的 GDP 初值为环比增长 0.3%，同比增长 1.4%，符合我们此前的预期。受国内消费和商业投资的提振，日本经济在第三季度遭遇一系列自然灾害的重创后已经有所恢复。但相对于三季度 2.6% 的 GDP 萎缩，四季度的反弹力度较弱。排除自然灾害影响等临时因素来看，日本的整体经济势头也在放缓。

### 对外贸易：受全球需求疲软拖累

受全球需求疲软和对中国出口量下降的拖累，日本的商品出口在 2018 年 12 月萎缩了 3.9%，跌幅达 2016 年 10 月以来最大。作为日本最大的贸易伙伴，中国制造商通常从日本进口设备和产品用以生产半导体产品、手机和其他产品，但近期来自中国的需求已经降温。

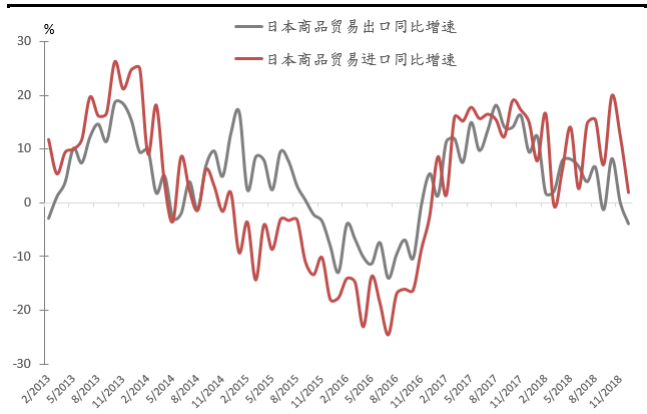
亚洲是受到中美贸易紧张局势影响最大的地区（详见《全球贸易观察——领先指标转弱，“金丝雀”预警》）。2018 年 12 月，日本向其他亚洲国家的出口（占其出口总额的一半以上）下降了 6.9%。

图 13: 日本 GDP 与 2018 年第四季度环比增长 0.3%



资料来源：彭博、招银国际证券

图 14: 日本进出口增速下降



资料来源：彭博、招银国际证券

### 通胀和货币政策：将维持超宽松货币政策

日本央行在其 1 月货币政策会议之后维持现行货币政策不变。根据日本央行最新发布的经济活动与价格前景展望，随着原油价格的下降，核心 CPI 的同比增长率将继续疲软且不稳定。

由于日本将需要更长的时间才能实现 2% 的预期通胀目标，我们预计日本央行在 2019 年将维持其政策立场不变，保持目前的超宽松货币政策。

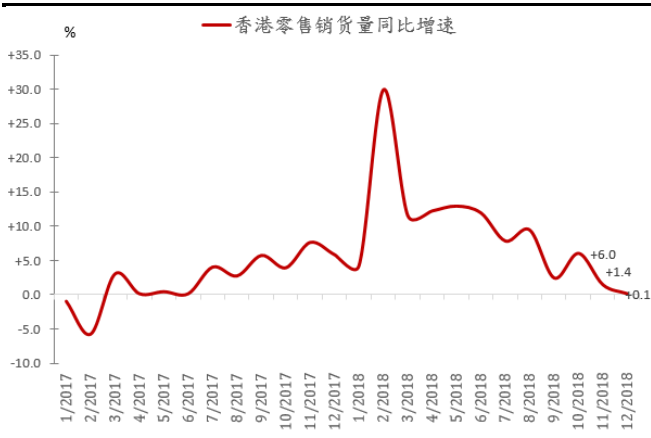
## 香港：零售与贸易前景并不乐观

### 零售销售：谨慎的消费情绪主导

2018年12月的零售总额初步估计为449亿港元，较2017年同期增长仅0.1%。由于广深港高速铁路和港珠澳大桥的开通，入港大陆游客增加，但人均消费不足，未能有效提升香港的零售消费。珠宝、钟表和贵重礼品的销售同比下降4.9%；服装、电器和其他耐用消费品的销售亦分别下跌0.3%和15.2%。

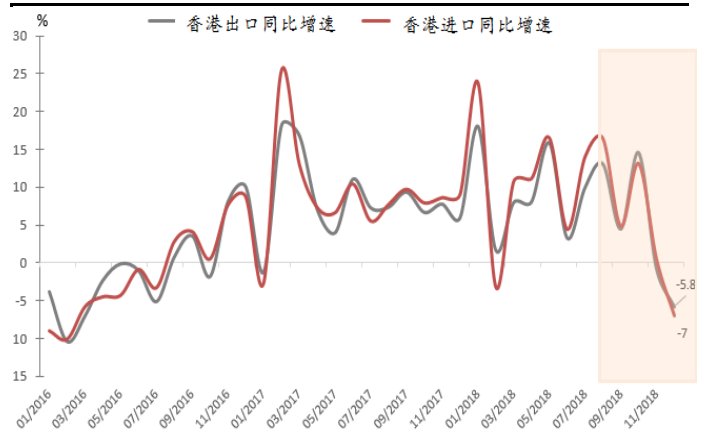
由于内地经济增速放缓、股市表现不佳以及中美贸易纠纷等，消费情绪趋于谨慎。虽然劳动力市场强劲、入境旅客增长等有利因素仍将支撑零售业，但风险因素将持续影响2019年的零售市场。我们预计今年零售销售额将有3%至5%的同比下降。

图 15: 香港零售销售量增速在 2018 年 12 月继续下滑



资料来源：香港政府、招银国际证券

图 16: 2018 年 12 月香港进出口同时下降



资料来源：彭博、招银国际证券

### 对外贸易：出口与进口在 12 月均录得同比下降

2018年11月商品整体出口货值同比下跌0.8%之后，12月继续下跌了5.8%至3399亿港元。相较于11月进口货值0.5%的增长，12月进口增速由正转负，同比下降7.0%至3912亿港元。2018年12月的香港贸易数据证实了我们此前的判断，香港贸易将在外部风险影响下面临重大挑战。

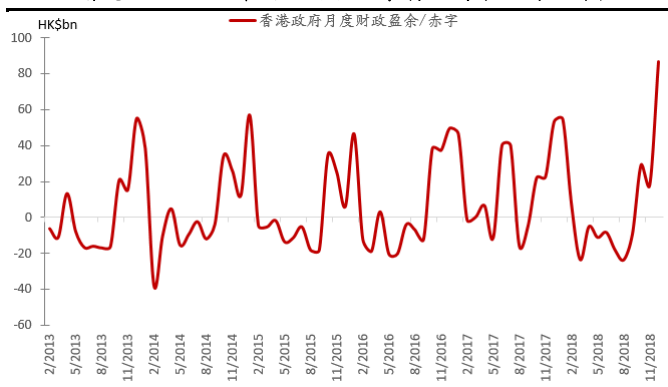
具体来看，对多个目的地的出口总额都在下降：对亚洲的出口总额同比下降7.8%，其中对印度、越南、中国内地、韩国和日本分别下降了35.9%，15.7%，8.7%，4.5%和3.6%。除亚洲外，对德国、英国和美国的出口货值均有所下降。在出口货物类型角度看，“非金属矿产制品”同比下降41%，“电机、器具、电器和电器零件”同比下降5.7%。

贸易忧虑和经济放缓将继续拖累香港贸易前景。我们预计一季度香港对外贸易将进一步下滑。许多不确定因素和风险将影响贸易增长，包括中美贸易谈判，中国经济增长放缓，全球需求疲软。

### 2019-20 年度财政预算案即将公布：预计将采取扩张性财政政策

香港政府将与2月27日公布其2019-20财年预算计划案。由于土地销售收入超过预期，预计2018-19年度的综合盈余将远高于政府此前的估计，很可能超过500亿港元。从1999年至2017年，香港的政府财政预算平均占GDP的1.34%。我们预计政府在经济下行风险加剧的情况下将推出一份以扩张性占主导的财政预算案。

图 17: 香港 2018-19 年财政综合盈余将远高于此前估计值



资料来源：彭博、招银国际证券

### 粤港澳大湾区发展规划纲要即将公布

粤港澳大湾区发展规划纲要将于下周中公布。该计划旨在利用三地的多元化优势，通过国际创新和技术中心建立一个开放和充满活力的海湾经济。香港在金融基础设施建设和与全球市场的联系中将发挥关键作用。在成熟的市场机制和自由的法律和资本环境的支持下，我们认为香港经济将从该计划中受益。



## 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为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商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。