

2月海外宏觀月報

四季度 GDP 增速不及預期，主要央行趨於謹慎

- ❖ **全球：**主要經濟體陸續公佈 2018 年第四季度 GDP 增速資料，顯示經濟增長不達預期，製造業放緩、全球貿易增速也仍在下行軌道當中。在此背景下，多個主要央行態度轉向，趨於謹慎。
- ❖ **美國：**政府停擺重創消費者信心。此次長達 35 天、史上最久的政府部門停擺，延遲了包括 2018 年四季度 GDP 和最新就業狀況在內的許多經濟資料的正常發佈，這在美聯儲和金融市場對經濟資料都極為敏感的時期影響更為顯著，不利於及時評估美國經濟的真實狀態。政府停擺對美國經濟最重要的影響在於重創了消費者信心，特別是在金融市場波動時期，至少在短期內加劇了消費者信心的下滑。消費者信心低迷、對經濟前景看法惡化，對整體商業環境和氣氛不利。通脹壓力溫和給美聯儲提供了暫時維持利率不變的空間。我們預計美聯儲 2019 年上半年將暫停加息，或將於下半年擇機加息一次。在未來幾個月，更多相互矛盾的經濟資料將繼續加劇金融市場波動。我們認為美國經濟增速已經見頂回落。預計上半年經濟增長將繼續保持相對強勢，下半年下行因素將集中顯現。
- ❖ **歐元區：**德國與衰退擦肩而過。2018 年歐元區的 GDP 增速為 1.8%，與我們的預期一致。歐元區經濟放緩的趨勢將在 2019 年持續。歐元區內五大經濟體均呈現下行趨勢，PMI 持續下滑至榮枯線附近，經濟信心進一步減弱。同時，一些積極因素依然存在：歐洲央行的貨幣政策仍然寬鬆，有利投資；油價較低，通脹壓力減輕。作為歐元區的最大經濟體及增長引擎的德國，勉強避免了技術性經濟衰退的出現，全年 GDP 增長率為 1.5%。
- ❖ **英國：**四季度增長近乎停滯。由於退歐的不確定性仍然持續，英國 2018 年四季度環比 GDP 增速進一步放緩至 0.2%。2018 年 12 月的 GDP 甚至環比下降 0.4%，服務、生產、製造和建築業在該月出現同步下降。2018 全年來看，英國 GDP 增長為 1.4%，略低於我們此前預計的 1.5%。該增速為近六年最低。通脹已回落至英國央行 2% 的目標之下，進一步降低了短期內再次加息的可能性。同時，英國央行將 2019 年英國的經濟增速預測由 1.7% 大幅下調至 1.2%。我們預計英國央行至少將維持當前的貨幣政策至 2019 年底。
- ❖ **日本：**四季度 GDP 增速反彈，出口仍承壓。受國內消費和商業投資的提振，日本經濟在第三季度遭遇一系列自然災害的重創後已經有所恢復，但反彈力度較弱。受全球需求疲軟和對中國出口量下降的拖累，日本的商品出口在 2018 年 12 月萎縮了 3.9%，跌幅達 2016 年 10 月以來最大。我們預計日本央行在 2019 年將維持其政策立場不變，保持目前的超寬鬆貨幣政策。
- ❖ **香港：**零售與貿易前景並不樂觀。由於內地經濟增速放緩、股市表現不佳及中美貿易糾紛等，消費情緒趨於謹慎。我們預計今年零售銷售額將有 3% 至 5% 的同比下降。出口與進口在 12 月均錄得同比下降。2019-20 年度財政預算案即將公佈，預計將採取擴張性財政政策。粵港澳大灣區發展計畫綱要公佈在即，香港在金融基礎設施建設和與全球市場的聯繫中將發揮關鍵作用。

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	2.5	2.1	2.3	2.1
歐元區	2.5	1.8*	1.6	1.8	1.6	1.5
英國	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
中國	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

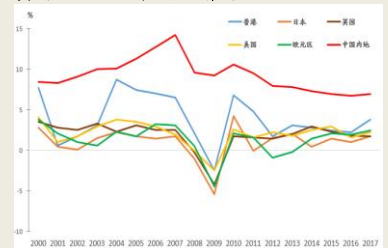
資料來源：彭博、招銀國際證券（預測截至 2 月 14 日，星標*資料為實際資料）

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

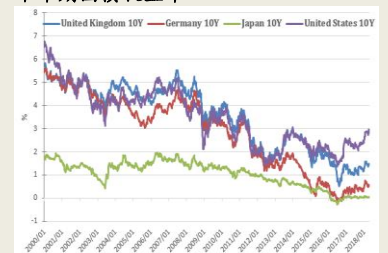
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

實際 GDP 按年同比增速



資料來源：IMF、招銀國際證券

十年期國債收益率



資料來源：彭博、招銀國際證券

近期全球宏觀報告

[2019年2月4日](#)

[美聯儲加息週期：近在眼前的告別](#)

[2019年1月31日](#)

[“漸進加息”暫停，“定量縮表”待定——2019年1月美聯儲會議點評](#)

[2019年1月10日](#)

[1月海外宏觀月報——解析經濟信號的相互背離](#)

[2019年1月4日](#)

[全球貿易觀察——領先指標轉弱，“金絲雀”預警](#)

[2018年12月12日](#)

[近期經濟走勢追蹤及 2019 年預測](#)

美國：政府停擺重創消費者信心

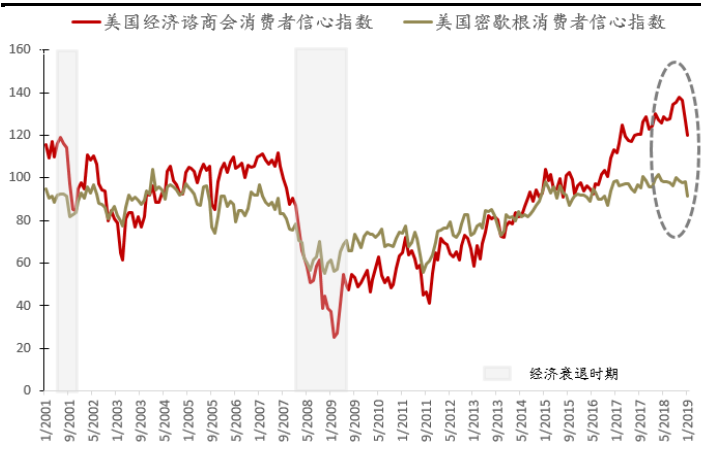
本月聚焦：政府停擺的代價

由於共和與民主兩黨在邊境安全問題上存在重大分歧，自2018年12月22日起美國政府部分機構開始停擺。至2019年1月25日，隨著總統特朗普和國會領導人達成重開政府的臨時協議，停擺暫時停止，政府將重開三周。2月14日白宮宣佈特朗普將簽署政府撥款法案，避免了政府於2月15日午夜開始再次陷入停擺。特朗普還將宣佈美國進入全國緊急狀態，計畫利用政府其他部門的資金來修建邊境屏障。

此次長達35天史上最長政府部門停擺，延遲了包括2018年4季度GDP和最新就業狀況在內的許多經濟資料的正常發佈，這在美聯儲和金融市場對經濟資料都極為敏感的時期影響更為顯著，不利於及時評估美國經濟的真實狀態。

政府停擺對美國經濟最重要的影響在於重創了消費者信心，特別是在金融市場波動期間，至少在短期內加劇了消費者信心的下滑。1月美國經濟諮商局消費者信心指數下跌了6.4個百分點，為連續第三個月下滑。而密西根大學的消費者信心指數也從2018年12月的98.30下降到2019年1月的91.20。消費者信心低迷、對經濟未來前景看法呈惡化趨勢，對整體商業環境和氣氛不利。

圖 1: 政府停擺短期內重創消費者信心

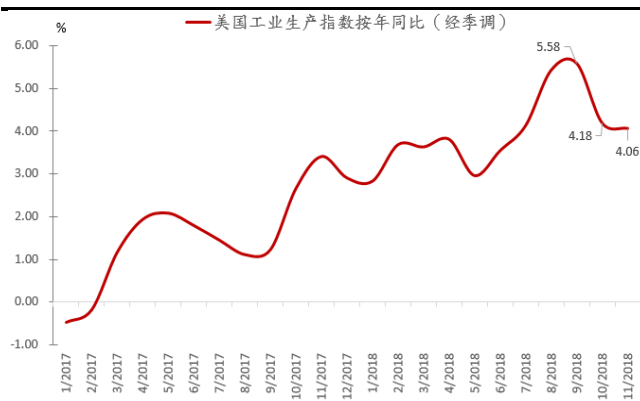


資料來源：CEIC、招銀國際證券

經濟活動：工業生產穩步增長

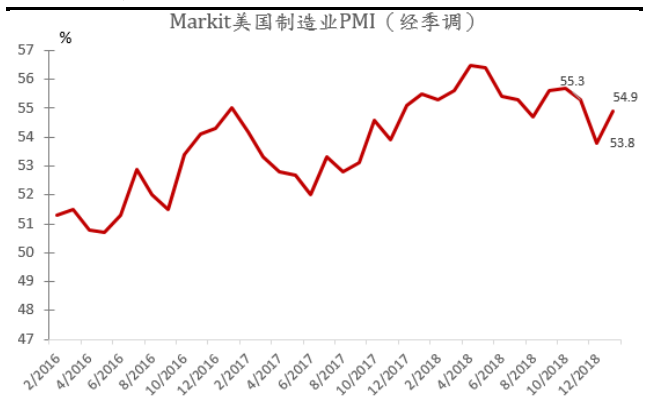
衡量製造業、採礦業、電力和燃氣公用事業實際產出的美聯儲工業生產指數在 2018 年 4 季度仍然穩步提升，但其同比增長率自 2018 年 9 月以來一直在下降。美國供應管理協會（ISM）製造業 PMI 指數在 2019 年 1 月增長至 56.6%，Markit PMI 製造業指數在同期亦由上月的 53.8 上升至 54.9。表明美國製造業仍在快速增長。

圖 2: 美國工業生產同比增速放緩



資料來源：CEIC、招銀國際證券

圖 3: 美國製造業 PMI 仍強勁



資料來源：彭博、招銀國際證券

通脹和貨幣政策：通脹增速乏力，聯儲暫停加息

美國的通脹增速依然溫和。1月名義CPI環比增速未變動，增長0.1%。由於能源價格的下降，名義CPI按年同比增速僅為1.6%，為2017年6月以來新低。扣除視頻和能源等波動較大的部分後，核心CPI同比增速為2.2%，高於預期的2.1%。

美聯儲跟蹤的通脹指標：核心PCE價格指數於2018年11月的同比增速為1.9%，12月的資料由於聯邦政府停擺而延遲至3月1日發佈。

通脹壓力溫和給美聯儲提供了暫時維持利率不變的空間。1月美聯儲議息會議在“加息”和“縮表”兩大貨幣政策操作上均釋放了強烈的“鴿派”信號，議息會議聲明正式確認了美聯儲的加息週期進入尾聲。我們預計美聯儲2019年上半年將暫停加息，或將於下半年擇機加息一次。

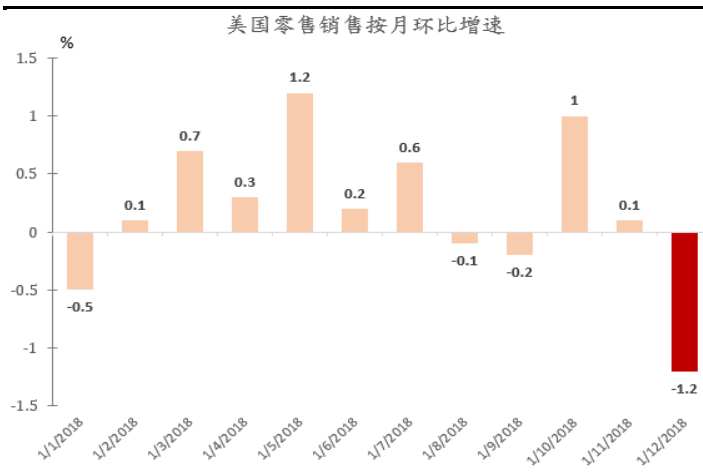
圖4：美國通脹指標增速乏力



資料來源：彭博、招銀國際證券

美國經濟正在創造更多就業機會，製造業增速強勁，總體經濟目前依舊運作良好，但增速在逐漸放緩，12月零售資料不及預期，房地產和金融市場表現欠佳。相信在未来幾個月，更多相互矛盾的經濟資料將繼續加劇金融市場波動。我們認為美國經濟增速已經見頂回落。預計2019年上半年，經濟增長將繼續保持相對強勢，下半年下行因素將集中顯現。

圖5：美國12月零售環比下滑1.2%



資料來源：彭博、招銀國際證券

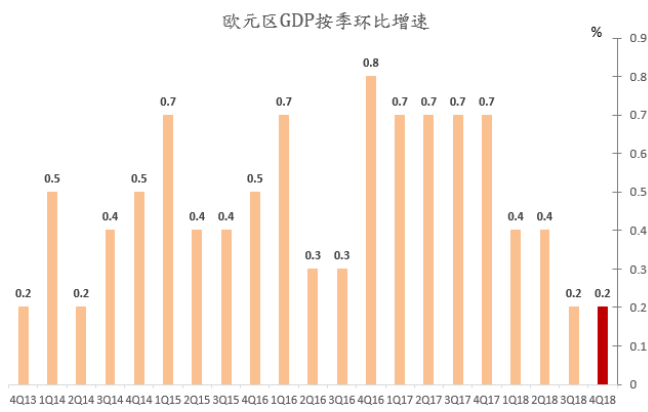
歐元區：德國與衰退擦肩而過

歐元區 2018 年 GDP 增速：符合預期

根據歐盟統計局 14 日公佈的資料，歐元區 2018 年 4 季度的 GDP 環比增速為 0.2%，為近四年來最低；同比增速為 1.2%。2018 年全年歐元區的 GDP 增速為 1.8%，與我們的預期一致。

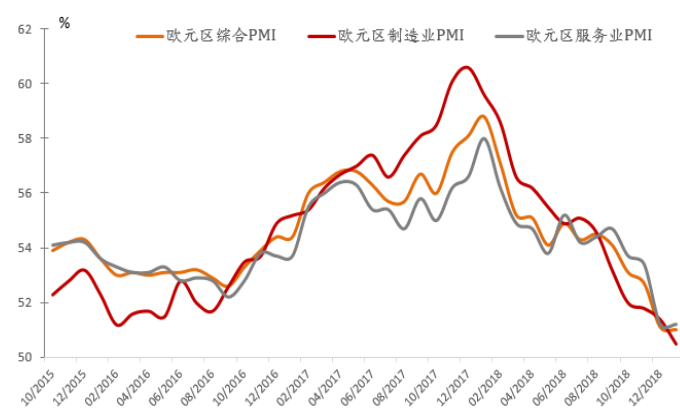
歐元區經濟放緩的趨勢將在 2019 年持續。區域內五大經濟體均呈現下行風險，PMI 持續下滑至榮枯線附近，經濟信心進一步減弱。同時我們看到，一些積極因素依然存在：歐洲央行的貨幣政策仍然寬鬆，有利投資；油價較低，通脹壓力減輕。到今年下半年待一些不確定因素減弱或消除之後，歐元區經濟快速放緩的趨勢預計會有所好轉；歐洲央行至少在今年年底之前都不會調整其貨幣政策。

圖 6: 歐元區 GDP 於 4Q18 環比增速降至 0.2%



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 7: 歐元區 PMI 繼續下滑



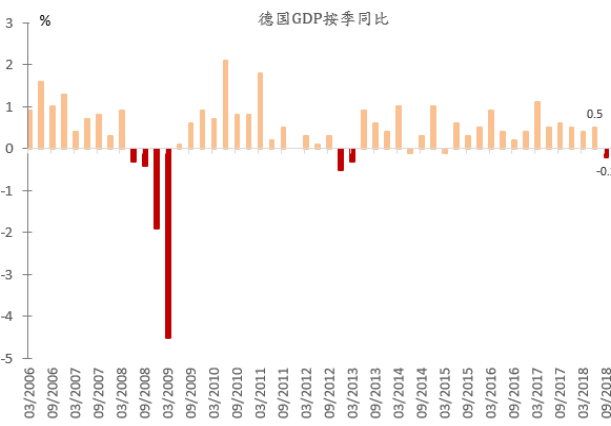
資料來源：彭博、招銀國際證券

德國：徘徊在技術性衰退邊緣

作為歐元區的最大經濟體及增長引擎的德國，在去年三季度 GDP 同比下降 0.2% 後，四季度的 GDP 同比增長為零，意味著德國勉強避免了技術性經濟衰退的出現。2018 年全年，德國的 GDP 增長率為 1.5%。由於汽車產量的下降、英國退歐不確定性、以及全球經濟增長放緩，德國經濟自 2018 年下半年開始逐漸失去動力。

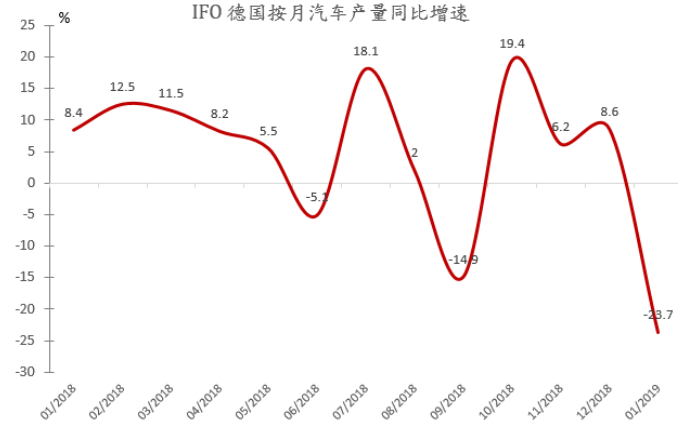
積極因素包括：國內需求、私人消費和政府消費依舊強勁。展望未來，美中貿易談判以及中國的經濟提振計畫一旦帶來任何實質進展，也將有利於德國經濟暫時企穩。

圖 8: 德國 4Q18 GDP 同比增長為零



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 9: 德國汽車產量增速驟降



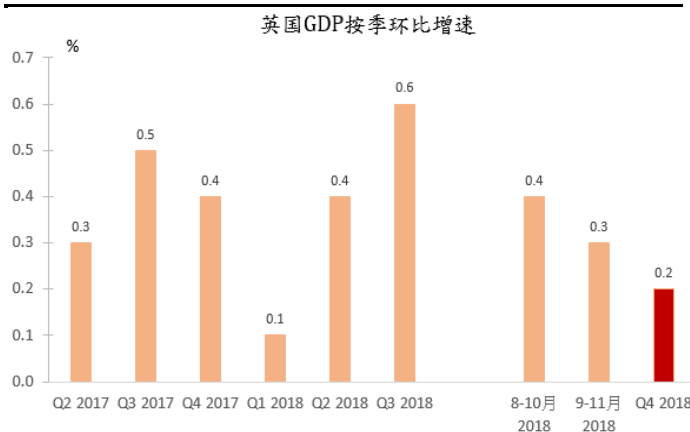
資料來源：彭博、招銀國際證券

英國：四季度增長近乎停滯

GDP：年增速達六年新低

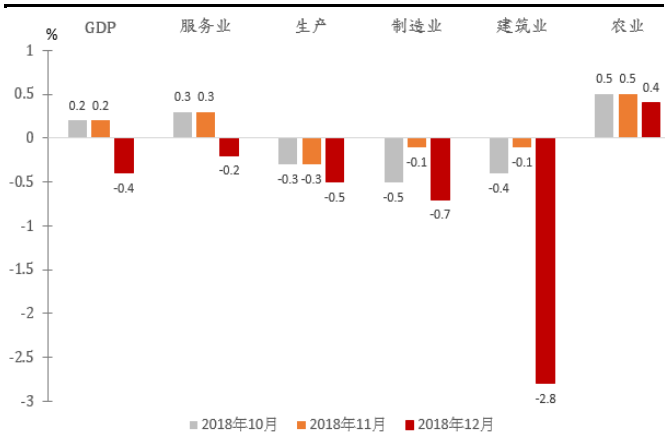
由於退歐的不確定性仍然持續，英國 2018 年四季度 GDP 增速進一步放緩至 0.2%，低於三季度 0.6% 的增速。服務業表現相對穩定，但汽車和鋼鐵產品製造業增速大幅下滑。除了就業和薪資漲幅外，其他的主要經濟指標均在下降，包括 PMI 指數、經濟信心和房屋銷售資料等。2018 年 12 月的 GDP 甚至環比下降 0.4%，服務、生產、製造和建築業在該月出現同步下降。

圖 10: 英國 GDP 於 4Q18 降至 0.2%



資料來源：英國政府、招銀國際證券

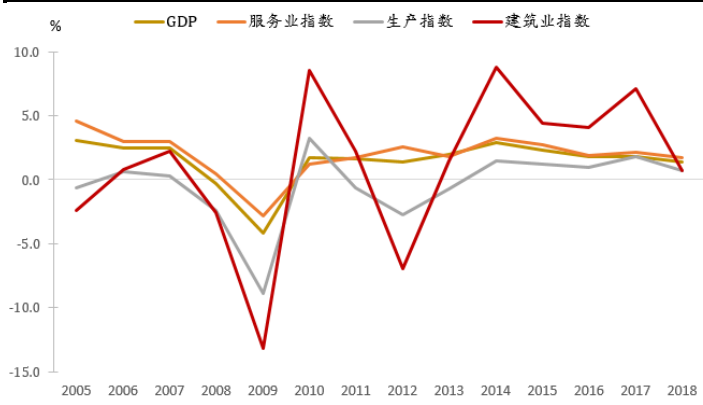
圖 11: 英國 12 月 GDP 分項數據：除農業外均下降



資料來源：英國政府、招銀國際證券

2018 全年來看，英國 GDP 增長為 1.4%，略低於我們此前預計的 1.5%。該增速為近六年最低。服務業年增長 1.7%，為 2011 年以來最低水準；生產年增長 0.7%，為 2013 年以來最低；建築業年增長 0.6%，為 2012 年以來最低。

圖 12: 英國 2018 年全年 GDP、服務、生產和建築業增速同步放緩



資料來源：英國政府、招銀國際證券

通脹和貨幣政策：通脹已降至目標之下

英國 CPI 指數在 2019 年 1 月同比增長 1.8%，前值為 2.0%。CPI 指數不及預期主要反映了油價的下跌，意味著通脹已經回落至英國央行 2% 的目標之下，進一步降低了短期內再次加息的可能性。同時，英國央行將 2019 年英國的經濟增長預測值由 1.7% 大幅下調至 1.2%。我們預計英國央行至少將維持當前的貨幣政策至 2019 年底。

日本：四季度 GDP 增速反彈，出口仍承壓

GDP：增速由負轉正，增長勢頭放緩

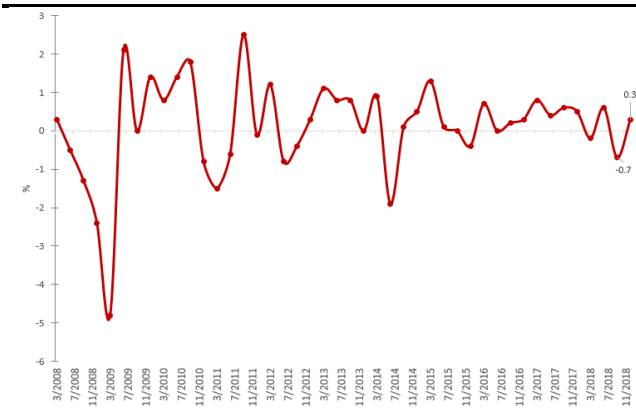
日本 2018 年第四季度的 GDP 初值為環比增長 0.3%，同比增長 1.4%，符合我們此前的預期。受國內消費和商業投資的提振，日本經濟在第三季度遭遇一系列自然災害的重創後已經有所恢復。但相對於三季度 2.6% 的 GDP 萎縮，四季度的反彈力度較弱。排除自然災害影響等臨時因素來看，日本的整體經濟勢頭也在放緩。

對外貿易：受全球需求疲軟拖累

受全球需求疲軟和對中國出口量下降的拖累，日本的商品出口在 2018 年 12 月萎縮了 3.9%，跌幅達 2016 年 10 月以來最大。作為日本最大的交易夥伴，中國製造商通常從日本進口設備和產品用以生產半導體產品、手機和其他產品，但近期來自中國的需求已經降溫。

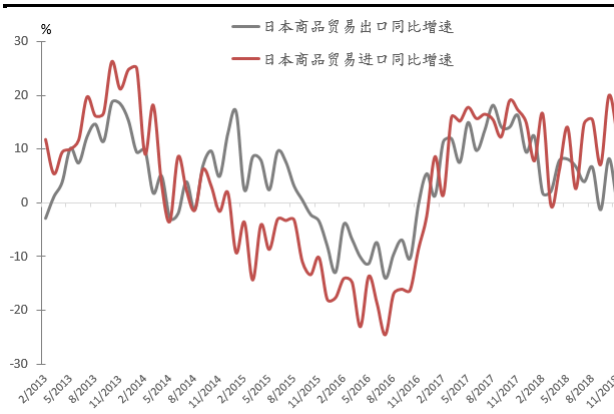
亞洲是受到中美貿易緊張局勢影響最大的地區（詳見《全球貿易觀察——領先指標轉弱，“金絲雀”預警》）。2018 年 12 月，日本向其他亞洲國家的出口（占其出口總額的一半以上）下降了 6.9%。

圖 13: 日本 GDP 與 2018 年第四季度環比增長 0.3%



資料來源：彭博、招銀國際證券

圖 14: 日本進出口增速下降



資料來源：彭博、招銀國際證券

通脹和貨幣政策：將維持超寬鬆貨幣政策

日本央行在其 1 月貨幣政策會議之後維持現行貨幣政策不變。根據日本央行最新發佈的經濟活動與價格前景展望，隨著原油價格的下降，核心 CPI 的同比增長率將繼續疲軟且不穩定。

由於日本將需要更長的時間才能實現 2% 的預期通脹目標，我們預計日本央行在 2019 年將維持其政策立場不變，保持目前的超寬鬆貨幣政策。

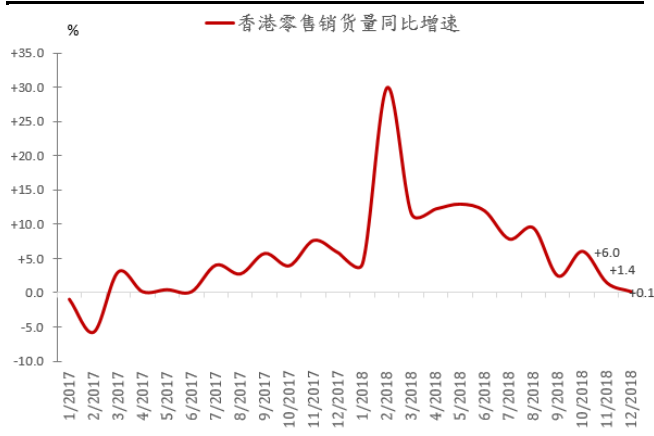
香港：零售與貿易前景並不樂觀

零售銷售：謹慎的消費情緒主導

2018年12月的零售總額初步估計為449億港元，較2017年同期增長僅0.1%。由於廣深港高速鐵路和港珠澳大橋的開通，入港大陸遊客增加，但人均消費不足，未能有效提升香港的零售消費。珠寶、鐘錶和貴重禮品的銷售同比下降4.9%；服裝、電器和其他耐用消費品的銷售亦分別下跌0.3%和15.2%。

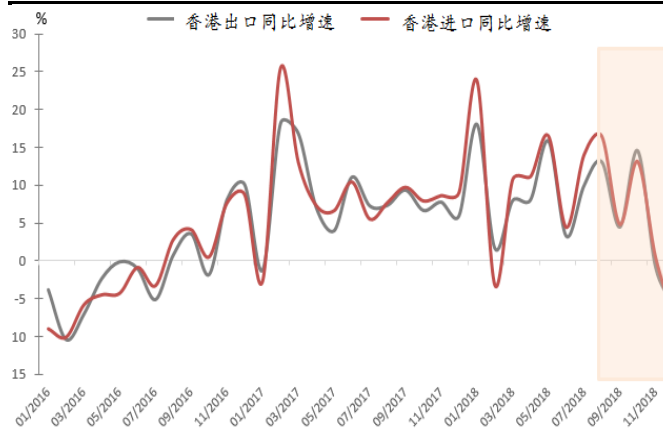
由於內地經濟增速放緩、股市表現不佳以及中美貿易糾紛等，消費情緒趨於謹慎。雖然勞動力市場強勁、入境旅客增長等有利因素仍將支撐零售業，但風險因素仍將持續影響2019年的零售市場。我們預計今年零售銷售額將有3%至5%的同比下降。

圖 15: 香港零售銷貨量增速在 2018 年 12 月繼續下滑



資料來源：香港政府、招銀國際證券

圖 16: 2018 年 12 月香港進出口同時下降



資料來源：彭博、招銀國際證券

對外貿易：出口與進口在 12 月均錄得同比下降

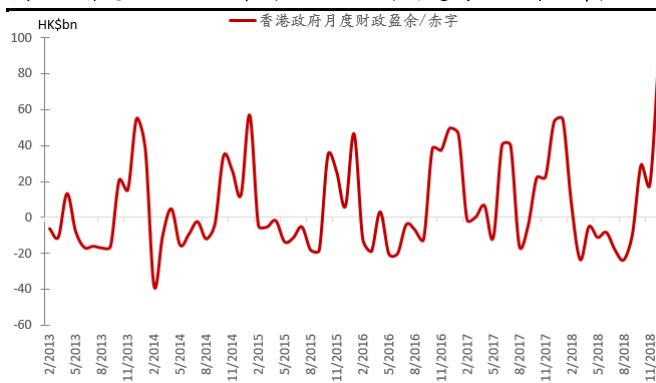
2018年11月商品整體出口貨值同比下跌0.8%之後，12月繼續下跌了5.8%至3399億港元。相較於11月進口貨值0.5%的增長，12月進口增速由正轉負，同比下降7.0%至3912億港元。2018年12月的香港貿易資料證實了我們此前的判斷，香港貿易將在外部風險影響下面臨重大挑戰。

具體來看，對多個目的地的出口總額都在下降：對亞洲的出口總額同比下降7.8%，其中對印度、越南、中國內地、韓國和日本分別下降了35.9%，15.7%，8.7%，4.5%和3.6%。除亞洲外，對德國、英國和美國的出口貨值均有所下降。在出口貨物類型角度看，“非金屬礦產製品”同比下降41%，“電機、器具、電器和電器零件”同比下降5.7%。

貿易憂慮和經濟放緩將繼續拖累香港貿易前景。我們預計一季度香港對外貿易將進一步下滑。許多不確定因素和風險將影響貿易增長，包括美中貿易談判，中國經濟增長放緩，全球需求疲軟。

2019-20 年度財政預算案即將公佈：預計將採取擴張性財政政策

香港政府將與2月27日公佈其2019-20財年預算計畫案。由於土地銷售收入超過預期，預計2018-19年度的綜合盈餘將遠高於政府此前的估計，很可能超過500億港元。從1999年至2017年，香港的政府財政預算平均占GDP的1.34%。我們預計政府在經濟下行風險加劇的情況下將推出一份以擴張性占主導的財政預算案。

圖 17: 香港 2018-19 年財政綜合盈餘將遠高於此前估計值

資料來源：彭博、招銀國際證券

粵港澳大灣區發展計畫綱要即將公佈

粵港澳大灣區發展規劃綱要將於下周中公佈。該計畫旨在利用三地的多元化優勢，通過國際創新和技術中心建立一個開放和充滿活力的海灣經濟。香港在金融基礎設施建設和與全球市場的聯繫中將發揮關鍵作用。在成熟的市場機制和自由的法律和資本環境的支持下，我們認為香港經濟將從該計畫中受益。

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）發表於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並無直接或間接關係。

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

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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。