

12 月海外宏观月报

近期经济走势追踪及 2019 年预测

- ❖ **概要：**2018 年全球经济增势趋缓且分化加剧，贸易摩擦叠加周期因素拖累全球贸易放缓，多重风险大幅增加市场波动。明年主要经济体将大概率进入“同步放缓”阶段，全球流动性将继续收紧。美国经济和美元有望先强后弱，有助减轻新兴市场压力（更多展望内容请参见[招银国际 2019 年策略报告](#)）。
- ❖ **美国：G20 停火背后的经济逻辑。**促成中美在 G20 峰会上“休战”的重要因素，在于持久贸易战对金融市场和实体经济日益显著的损害。随着美国经济见顶，特朗普对中国的关税政策将在美国国内遭遇更强烈的反对声音，这一点恰是中美双方谈判的关键背景。美国经济仍在稳步增长，但就业增长出现放缓迹象，房地产市场见顶回落，窒息曲线趋平并首现倒挂。预计 2019 年上半年，经济增长和美元都将继续保持相对强势，主要支柱在消费，但下半年开始下行因素将集中显现，渐失增长动力。
- ❖ **欧元区：经济已明显转差。**欧盟拒绝意大利提出的占 GDP 2.4% 的预算计划后，意大利政府目前正在考虑 2.2% 或 2.1% 的可能，仍高于欧盟能够接受的 1.9% 或 1.95%。我们认为预算案对意大利经济和欧元区金融稳定仍旧构成威胁。法国动荡是欧盟经济的又一个拖累，“黄背心”运动很可能严重拖累法国在第四季度的经济增长。欧元区经济的疲态尽显，特别是连区内最大经济体也是增长引擎的德国也逐渐失去动力。我们预计 2019 年欧元区将出现出口拖累的全面增长放缓，预计明年 GDP 增长约 1.6-1.8%。
- ❖ **英国：脱欧的国内博弈加剧。**议会投票推迟后，脱欧前景更加不明朗，而我们列出了可能的主要情景。对无协议脱欧的忧虑正在对英国经济产生负面影响，消费者信心大幅下降。2019 年英国经济的走势取决于脱欧谈判的结果。如果按计划脱欧，预计经济将温和增长 1.2%-1.4%；如果无协议脱欧，我们将不得不面对英国经济的衰退和英镑的急剧下跌。
- ❖ **日本：经济在第三季度萎缩。**主要原因在于频繁的自然灾害影响了资本支出和旅游收入。我们预计日本经济增长将在第四季度反弹，增速由负转正。而日本的出口和整体经济的放缓料将持续。我们对 2019 年 GDP 增长的预测为 0.8%-1.0%。展望未来，贸易摩擦仍然是最大的下行风险。由于日本的核心通胀目标仍未实现，预计日本央行将在 2019 年维持其超宽松的货币政策。
- ❖ **香港：料将在 2019 年面临更多下行风险。**零售业销售额和出口贸易在 10 月均出现反弹，但外围环境对香港的影响将在 2019 年更显著地表现。全球经济前景转淡且中美贸易关系不明朗，将进一步影响香港离岸贸易活动和投资气氛，拖累 2019 年香港的经济增长，预计全年经济增长较 2018 年回落近一个百分点至 2.6% 左右。失业率仍将维持低位。随着全球金融环境收紧，香港将继续其货币政策正常化过程，主要银行也将较为保守地上调最优惠利率。由于香港金融体系稳健成熟，银行体系应对风险的能力依然较强。

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	2.0	1.6	1.8	1.6	1.5
英国	1.8	1.5	1.4	2.7	2.6	2.1
日本	1.8	1.1	1.0	0.5	0.9	0.7
中国	6.9	6.6	6.3	1.6	2.1	2.2
香港	3.8	3.6	2.6	1.7	2.4	1.4

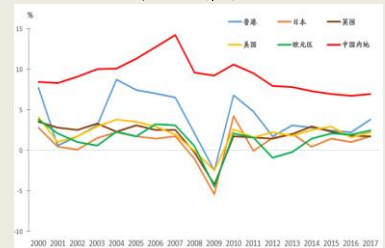
资料来源：彭博、招银国际研究（预测截至 12 月 11 日）

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

十年期国债收益率



资料来源：彭博

近期全球宏观报告

[18 年 12 月 6 日](#)[美国窒息曲线首现倒挂——衰退还有多远](#)[18 年 12 月 3 日](#)[招银国际年度策略报告](#)[18 年 11 月 9 日](#)[全球经济前景转淡，分裂国会难止贸易战](#)[18 年 10 月 30 日](#)[三季度美国 GDP 数据点评](#)[18 年 9 月 28 日](#)[9 月美联储会议解析](#)

美国：G20 休战背后的经济逻辑

贸易战代价高昂，对美国亦然。我们认为，促成中美在 G20 峰会上“休战”的重要因素，在于持久贸易战对金融市场和实体经济日益显著的损害：

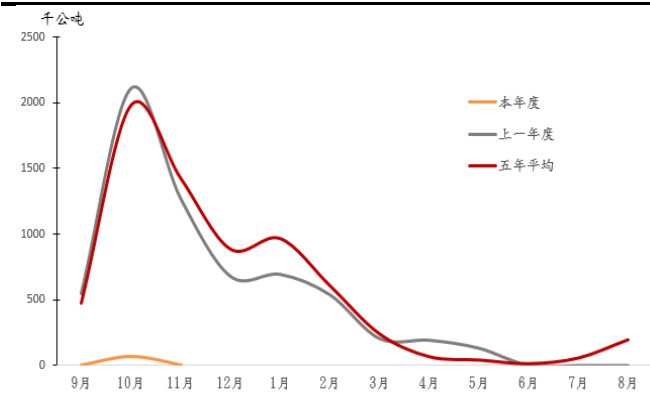
（一）美国国内反对声音不断：对美国而言，向中国这样贸易体量的经济体征收巨额关税却想不伤及自身，几乎是不可能的。今年 8 月特朗普提出向价值 2,000 亿美元的中国进口货品征收关税时，已有超过 80 家美国行业协会组成联盟，支持自由贸易，反对加征关税。与前几轮主要针对原材料和半成品的关税不同，如果特朗普政府继续对 2000 亿甚至 2760 亿美元的中国进口商品加征关税，将会直接针对消费品，必会引发更多美国国内的反对声音。

（二）重创农业出口：出口对美国 GDP 增长的贡献在第三季度已经下降至-1.78%，为过去 33 年以来最低。我们预计第四季度美国出口贸易的表现将比第三季度更差。农产品，特别是大豆，是受中美贸易紧张局势影响最严重的板块之一。根据美国农业部 11 月 29 日发布的美国农业贸易展望，19 财年美国农产品出口将显著下降，主要原因就在于贸易摩擦导致出口至中国的大豆呈断崖式锐减。在 2018-2019 销售年度的前七周，从美国出口至中国的大豆出货量比上一个销售年度大幅减少 97%，预料中国将转从南美进口大豆。该报告对美国出口至中国的农产品总额的预测下调 30 亿美元至 90 亿美元，为 07 财年以来最低。

（三）资本支出及企业盈利承压：贸易政策的不明朗是企业资本支出低迷的重要原因。非居民固定投资于第三季度仅贡献了 0.12% 的 GDP 增幅，是近两年以来最低。包括特斯拉和 3M 在内的许多大型企业都估计，美国征收关税将为公司增加数千万美元成本。

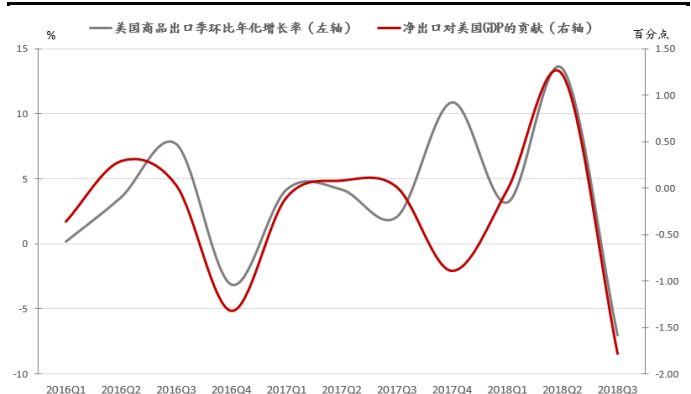
虽然美国政府针对中国“不公平”贸易行为的目标并未改变，但已有更多美国人意识到报复式互征关税可能并不是一个好策略。尽管美国的贸易保护主义政策很可能在 2019 年继续主导全球贸易和经济的走向，但可以确定的是，随着美国经济见顶，特朗普对中国的关税政策将在美国国内遭遇更强烈的反对声音，这一点恰是中美双方谈判的关键背景。

图 1: 美国出口中国的大豆出货量同比锐减 97%



资料来源：美国农业部、招银国际研究

图 2: 美国三季度净出口显著放缓

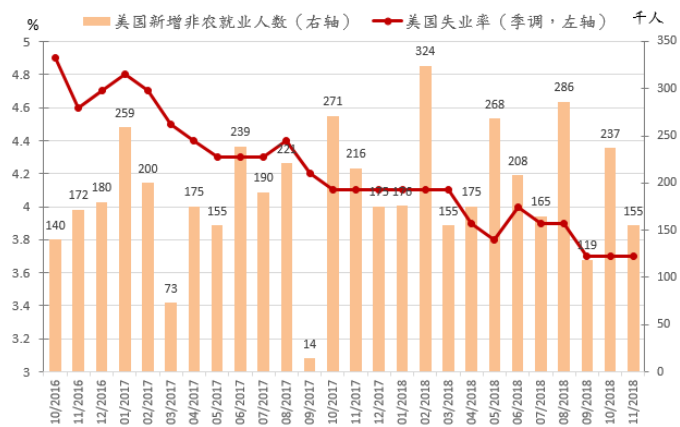


资料来源：美国经济分析局、招银国际研究

美国经济增长仍然稳健，但就业增长出现放缓迹象。至 11 月，美国失业率已连续三个月稳定在 3.7% 的低位。11 月份新增就业数量为 15.5 万个，低于 10 月份的 23.7 万个，显示就业增长出现放缓迹象。劳工市场紧缩继续推高名义薪资涨幅：10 月份平均时薪同比上升 3.1%，为 2009 年以来最高涨幅。占美国经济比重超过三分之二的消费者支出，在 10 月实现 0.6% 的环比增长，为过去七个月以来最快增速。薪资和消费的提升预计将在明年上半年继续支撑美国经济相对稳健地增长。

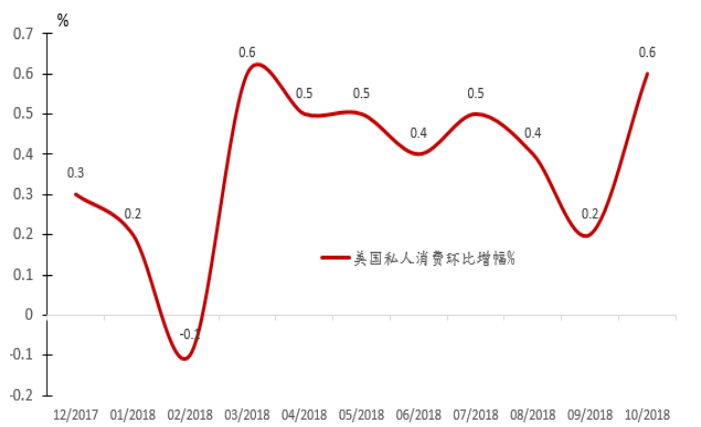
今年税改法案和财政开支政策估计共推动 0.6% 左右的 GDP 增长，但 2019 年刺激作用将消退至 0.3% 以下。民主党主持众议院之后，财政政策的力度将相对收敛，进一步的减税希望渺茫。预计 2019 年上半年，经济增长和美元都将继续保持相对强势，主要支柱在消费，但下半年下行因素将集中显现，渐失增长动力。由于贸易政策导致进口原料价格上升、美元走强降低产品在国际市场上的价格竞争力、以及美联储加息导致借贷成本上升，许多美国企业需要应对各种侵蚀利润率的因素。

图 3: 美国新增就业显示趋缓迹象



资料来源：彭博、招银国际研究

图 4: 美国私人消费增速提升



资料来源：彭博、招银国际研究

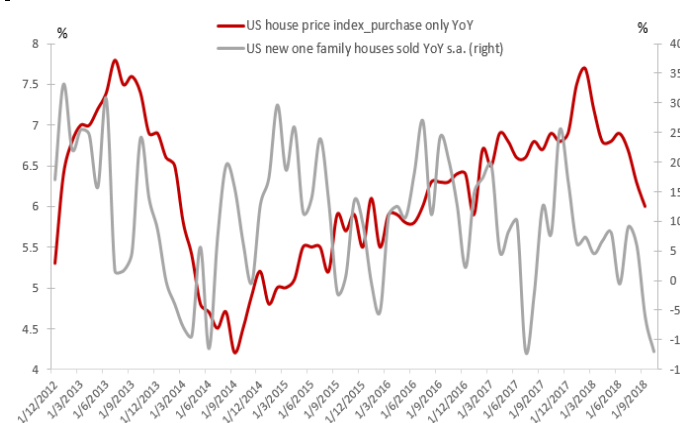
美联储新措辞并不意味着加息很快停止。美联储主席鲍威尔近日表示，当下利率“刚好低于”中性水平，该措辞增加了市场对美联储或将结束加息的期望，促使美股飙升。不过，市场不应过分解读这一措辞。回想 10 月份，鲍威尔还曾表示利率距离中性还有“很长一段路”。我们相信美联储还是会更多地依据经济数据来调整加息节奏。

美联储仍有望在 12 月份提高基准利率。截至 9 月份，美联储对中性利率的估计为 2.5% 至 3.5% 之间。我们对 2019 年美国 CPI 的预测为 2.3%，核心 PCE 为 2.1%。我们预计美联储将在 2019 年两度加息，共 50 个基点，低于美联储官员的预测。关税为目前的不明朗因素：对消费品加征关税将导致通胀恶化或加速经济下滑，两者皆会令美联储的紧缩政策变得更难预测。

美国房价升幅已见顶。随着美联储加息推高抵押贷款利率，美国房地产市场见顶回落。此外，税制改革和房价升势趋缓的预期也抑制了购房需求。现有房屋销售同比下降 5.4%，是四年多来最大的年度跌幅。我们预计美国房价升幅将继续放缓至 3.5% 左右。

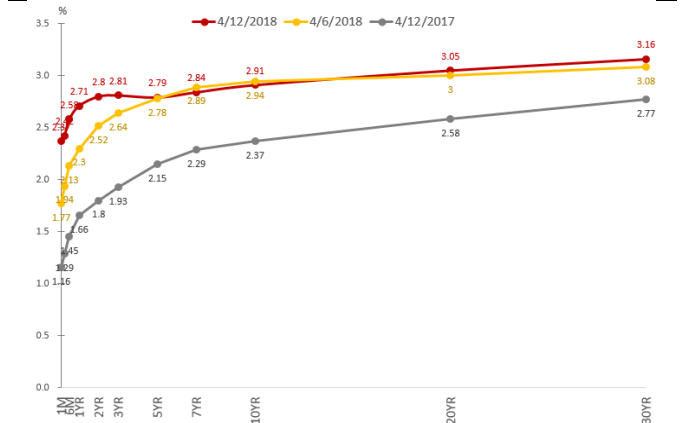
孪息曲线趋平并首现倒挂。3 年期和 5 年期国债孪息率差距自 2007 年以来首次倒挂出现负值。2 年期收益率亦超越 5 年期，差距为 0.5 个基点。孪息曲线趋平并出现部分倒挂增加了经济衰退的概率，但不会来得太快。我们估计未来 12 个月美国经济衰退的概率仍仅为 20% 左右，但经济放缓的可能性已经很大。至 2020 年美国经济将面临较大衰退风险。需要警惕市场通常会提前反应（[参见 12 月 6 日研究报告](#)）。

图 5: 美国房屋销售减少，房价涨幅回落



资料来源：彭博、招银国际研究

图 6: 美国国债收益率曲线于过去一年加速平坦化



资料来源：彭博、招银国际研究

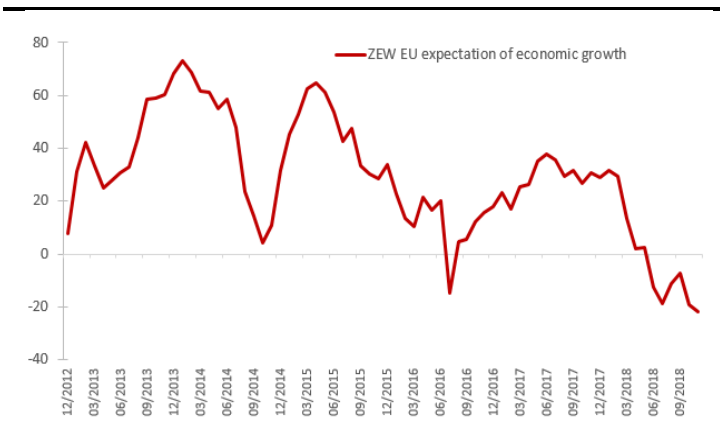
欧元区：经济已明显转差

意大利政府表达了尽力避免危机升级的意愿。若继续深陷与欧盟的预算斗争，意大利经济将面临更大的衰退风险。在此背景下，意大利政府表示愿意寻求解决方案，但它是否能找到平衡欧盟财政要求和兑现国内福利和减税等政策承诺的方法，犹未可知。欧盟拒绝其占 GDP 2.4% 的预算计划后，意大利政府目前正在考虑 2.2% 或 2.1% 的可能，仍然高于欧盟能够接受的 1.9% 或 1.95%。如果意大利政府最终无法满足欧盟的财政要求，就必须面临复杂的惩罚程序和高达 0.2% GDP 的巨额罚款。我们认为预算案对意大利经济和欧盟的金融稳定仍旧构成威胁。

法国动荡是欧盟经济的又一个拖累。欧元区的风险一波未平、一波又起。法国已连续四个周末举行反对燃油税上涨、高生活成本和其他问题的示威游行。由于对商业的损害将十分严重，“黄背心”运动很可能严重拖累法国在第四季度的经济增长。

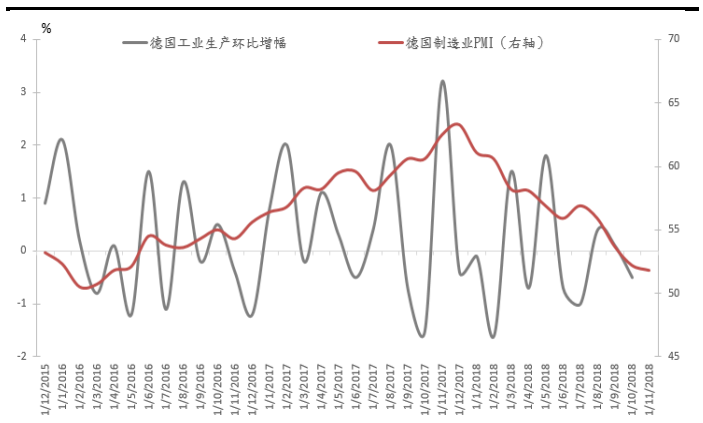
欧元区的经济状况明显恶化。欧元区经济的疲态尽显，特别是区内最大经济体也是增长引擎的德国也逐渐失去动力。10 月德国工业生产环比下降 0.5%，加之制造业采购经理人（PMI）指数持续下降，确认了德国经济的下滑趋势以及欧元区的疲弱势头。

图 7: 欧元区经济信心持续转差



资料来源：彭博、招银国际研究

图 8: 德国工业生产放缓



资料来源：彭博、招银国际研究

欧洲央行的态度转鸽：尽管近期欧元区经济数据疲软，但欧洲央行仍有可能决定在 12 月 13 日的会议上结束其量化宽松计划。我们对欧元区 2019 年总体通胀的预测为 1.5%，由于油价下跌因而较此前的预测下调了 0.1%。我们预计欧洲央行将在未来几个月继续转鸽，并在 2019 年维持基础利率不变。

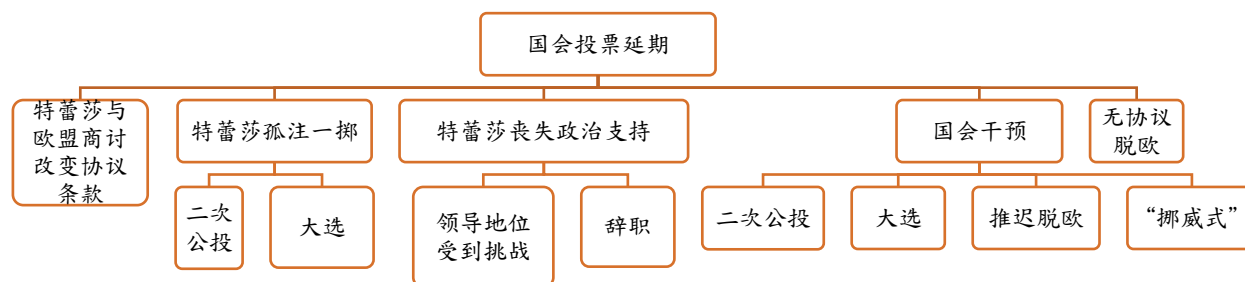
2019 年欧盟经济前景：欧元区第三季度的 GDP 增长率下降至 0.2%。即使考虑进一些短期因素，我们仍然预计第四季度增长不会出现大幅反弹，因为欧元区已明显失去增长势头。我们预计 2019 年欧元区将出现出口下降引发的全面增长放缓，而我们对明年 GDP 增长的预测为 1.6-1.8%。英国脱欧、意大利预算和全球贸易紧张局势仍是欧盟未来面临的最大下行风险。

英国：脱欧的国内博弈加剧

议会投票推迟后，脱欧的可能路径：经过一年半马拉松式的谈判，英国首相特蕾莎·梅的脱欧方案终于得到了欧盟的支持，但在国内仍面对巨大的障碍。12 月 4 日，英国议会投票认定政府藐视议会，意味着一旦脱欧协议被议会否决，下议院将有权投票决定其他选择。尽管首相尽全力争取议会对其方案的支持，但她还是在原定投票日期 12 月 11 日前决定推迟议会投票，因为此时的投票就意味着一场惨败。根据 BMG 的民意调查，大多数英国民众并不接受特蕾莎·梅的脱欧方案，并希望他们的议员投票反对方案的通过。

按计划，英国将于 2019 年 3 月 29 日离开欧盟，过渡期至 2020 年 12 月。我们认为，除了明年 3 月底是唯一有约束力的截止时间，现在为脱欧起草任何其他时间表都十分困难。首相梅将会见欧盟官员，并试图通过谈判获得更好的协议。但是欧盟可能没有太多余地让步。与此同时，特蕾莎·梅在国内失去领导地位的风险也在增加。如果她失去领导地位，则还需要两个月的时间才能完成权力重组，这使得 2019 年 3 月的最后期限近在咫尺，无协议脱欧的风险增加。现在，脱欧前景仍不明朗，二次公投和大选也都成为了可能的情景。

图 9: 脱欧的可能情景

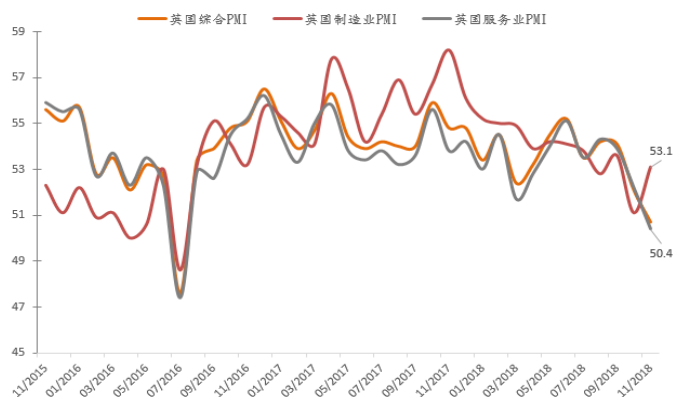


资料来源：新闻、招银国际研究

根据英国财政部的预测，如果英国顺利脱欧，15 年内 GDP 的累计损失大约是 3.9%。如果最后是无协议下的硬脱欧，那么损失将高达 GDP 的 9.3%。最近，对无协议脱欧的忧虑正在对英国经济产生负面影响。消费者信心大幅下降，很可能拖累第四季度的经济增长。11 月服务业 PMI 已经跌至 50.4。

2019 年英国经济展望：除了贸易紧张局势和全球经济放缓等共同的下行因素之外，英国经济的走势在很大程度上取决于脱欧谈判的结果。如果协议通过、按计划脱欧，预计经济将温和增长 1.2%-1.4%，而英国央行可能会从 19 年上半年开始加息。然而，如果谈判最终没有达成协议，我们将不得不面对英国经济的衰退和英镑的急剧下跌，这也将改变央行的紧缩政策时间表。

图 10: 英国 11 月服务业 PMI 跌至 50.4



资料来源：彭博、招银国际研究

图 11: 英镑受脱欧问题影响大幅波动



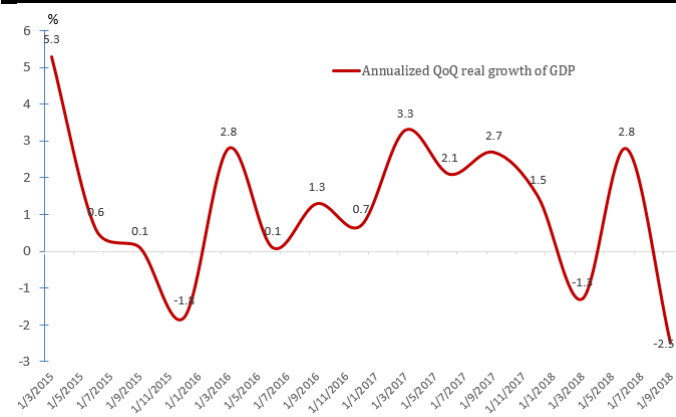
资料来源：彭博、招银国际研究

日本：经济在第三季度萎缩

第三季度实际 GDP 出现负增长，主要原因在于频繁的自然灾害。日本第三季度的实际 GDP 同比下降 2.5%，是四年多以来最严重的萎缩。正如我们在之前的报告中指出的那样，一系列自然灾害是最直接的原因，在第三季度影响了资本支出和旅游收入。

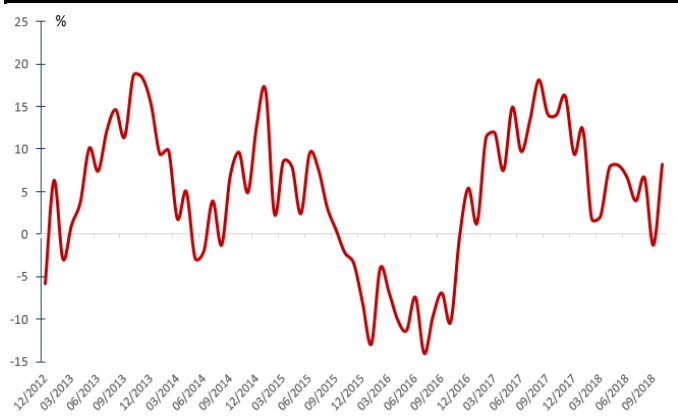
2019 年日本经济展望：我们预计日本经济增长将在第四季度反弹，增速由负转正。而日本的出口和整体经济的放缓料将持续。我们对 2019 年 GDP 增长的预测为 0.8%-1.0%。展望未来，贸易摩擦仍然是最大的下行风险。由于日本的核心通胀目标仍未实现，预计日本央行将在 2019 年维持其超宽松的货币政策。

图 12: 日本经济在第三季度萎缩



资料来源：彭博、招银国际研究

图 13: 日本出口同比增速

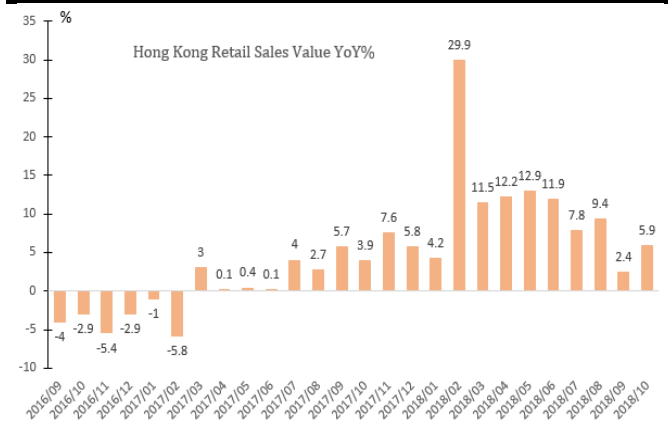


资料来源：彭博、招银国际研究

香港：料将在 2019 年面临更多下行风险

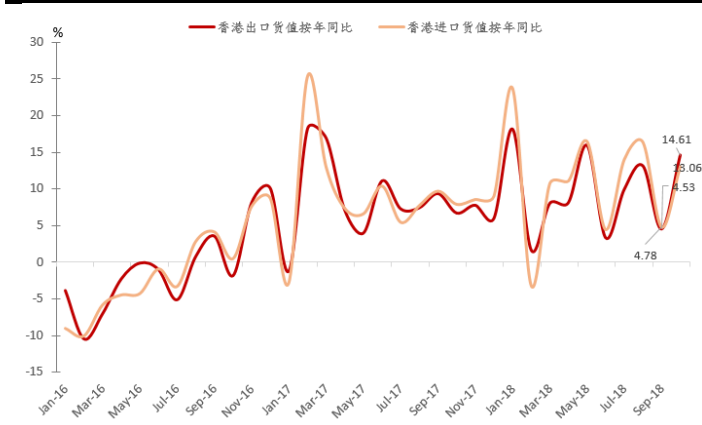
零售业销售额和出口贸易在 10 月均出现反弹。10 月份零售总额（初步估计为 397 亿港元）较 2017 年同期增长 5.9%，符合我们预期，但超出市场预期。零售销售额在 9 月经历了 15 个月以来最低增长后，其 10 月份的反弹显得更为难得。我们仍对 4Q18 和 2019 年的香港零售业感到乐观。香港商品进出口总值于 10 月份同样录得同比增长，增速分别为 14.6% 和 13.1%。预计贸易战和全球贸易活动放缓对香港的影响，将在 2019 年进一步显现。我们目前对香港 2018 及 2019 年 GDP 的增长预测为 3.5% 和 2.6%。

图 14: 香港零售销售量增速在 10 月小幅反弹



资料来源：香港政府、招银国际研究

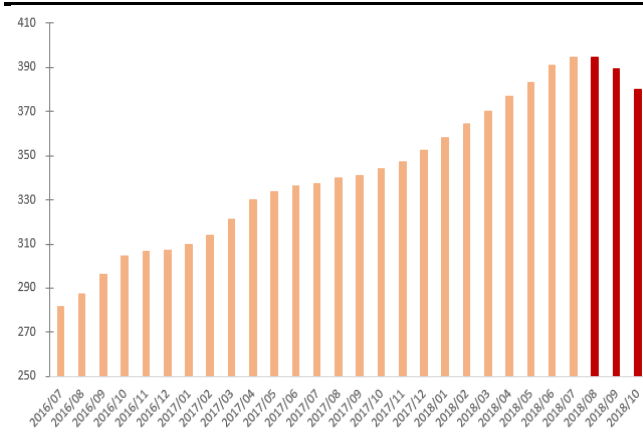
图 15: 10 月香港进出口增速回升



资料来源：CEIC、招银国际研究

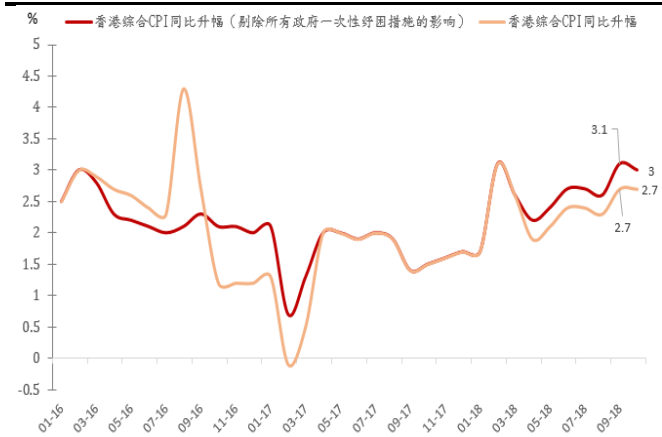
房价继续下调。由于抵押贷款利率上升，经济前景黯淡以及股市低迷，房价指数于 10 月进一步下跌 2.36%。由于房价从 2017 年开始至今年 8 月开始下滑之前，已经上涨超过 21%，当前平均价格的下跌幅度并不算大。我们认为香港房地产市场目前正进入价格调整期，并将在明年面临更大挑战，估计明年房价仍有一成左右的下调空间。

图 16: 私人住宅价格指数连续三个月下降



资料来源：差饷物业估价署、招银国际研究

图 17: 10 月香港通胀企稳



资料来源：CEIC、招银国际研究

通胀持续温和。10 月香港综合消费物价指数按年上升 2.7%，与 9 月持平。扣除所有政府一次性纾困措施影响的综合 PMI 同比增长率 3.0%。

2019 年展望：外围环境对香港的影响将在 2019 年更显著地表现。全球经济前景转淡且中美贸易关系不明朗，将进一步影响香港离岸贸易活动和投资气氛，拖累 2019 年香港的经济增长，预计全年经济增长较 2018 年回落近一个百分点至 2.6% 左右。失业率仍将维持在 2.9% 左右的低位。随着全球金融环境收紧，香港将继续其货币政策正常化过程，主要银行也将较为保守地上调最优惠利率。由于香港金融体系稳健成熟，银行体系应对风险的能力依然较强。

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責任。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，请与我们联络。

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。