



10月海外宏觀經濟月報

聚焦海外不確定因素

- ❖ **概要：**美國經濟增長繼續保持強勁勢頭的同時，全球經濟面臨中美貿易戰升級、脫歐談判僵持、意大利預算危機、美債收益率高企、強勢美元和新興市場危機等多重壓力，不明朗因素增多，更需要從宏觀角度分析其中的機遇和風險。
- ❖ **美國：北美貿易協議支撐對華強硬立場。**市場關注新的北美三邊貿易協議將如何影響中美貿易戰走向及雙方談判。我們認為，美加墨新協定形成了更一致的對華戰線。為了與美國達成協議，墨西哥和加拿大在許多方面做出了更多的讓步，說明在獲得足夠利益之前美國不會輕易停止與中國的貿易爭端。同時也看到美國在達成有利于自身的交易方面具有靈活性。北美貿易協議談判的核心議題并非關稅，而是貿易規則，這意味著中美貿易會談將比預期困難得多。美國現在正試圖在這場貿易戰中緩釋與所有盟友的關係，同時對中國採取更強硬立場。我們預計中期選舉對美貿易政策影響有限，主要原因在于：1) 強勁的美國經濟及同盟友的貿易協議將繼續作為美對華強硬姿態的有力支撐；2) 歷史上民主黨更有保護主義的傳統，即便選舉取得優勢也很可能支持特朗普對中國的一些政策；3) 鑒于總統有制定貿易政策的權利和否決權，國會不太可能介入并阻止總統的貿易決定。就業數據顯示美國經濟仍然強勁，工資增長滯後暫緩通脹擔憂。強經濟使投資者更願意押注在持續的盈利增長上，導致美國國債收益率飆升。美聯儲正在以比其他主要央行更快的速度加息，支持強勢美元，使新興市場貨幣承壓，這種狀況預計將一直持續到2019年。
- ❖ **歐元區：意大利預算計劃令歐盟高度警惕。**大幅提升的赤字預算引發了對意大利出現債務危機的普遍擔憂。我們預計意大利政府的政策將進一步引發金融市場動蕩，并下壓歐元價格。歐元區製造業增長進一步放緩，動力不足。
- ❖ **英國：脫歐談判進入最艱難階段。**英國經濟仍然穩固，但一旦無協議脫歐將嚴重打擊其經濟。我們建議對英鎊的短期前景保持謹慎，因為市場尚未充分定價無協議脫歐的可能性，即使當前談判沒有實質進展且倒計時臨近，市場依舊預測雙方會最終達成協議。
- ❖ **日本：經濟基礎依舊穩固。**3 季度增長疲軟，但我們看到不少積極因素，包括經濟信心增強和工資增加，這將有利推動服務業和整體經濟，在 4 季度有望實現反彈。
- ❖ **香港：前方的波動和挑戰。**零售和對外貿易在 8 月實現了穩健增長，但風險正在迅速增加。由于美中貿易關係不斷升級，香港預計將從 10 月份開始感受到負面影響。因此，我們將 2018 年 GDP 增長預測從 4% 下調至 3.6%，2019 年的 3% 下調至 2.7%。我們預計 12 月將再次加息 12.5 個基點。超低成本的借貸環境不再，借款人在貸款或投資房地產市場時會更為謹慎。在價格連漲 28 個月後，香港的私人房地產價格在 8 月終止漲勢。由于貸款利率上升，經濟前景不明朗等因素，香港房地產行業正在放緩其步伐。未來幾個月價格可能變化不大，該行業將已進入一段調整期。銀行間流動性的縮減將使得港元面臨更大波動。

全球經濟預測

	GDP			通脹		
	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	2.6	2.1	2.3	2.0
歐元區	2.5	2.2	1.6	1.8	1.6	1.6
英國	1.8	1.5	1.4	2.7	2.6	2.1
日本	1.8	1.3	1.0	0.5	1.0	0.9
中國	6.9	6.6	6.4	1.6	2.3	3.0
香港	3.8	3.6	2.7	1.7	2.4	1.4

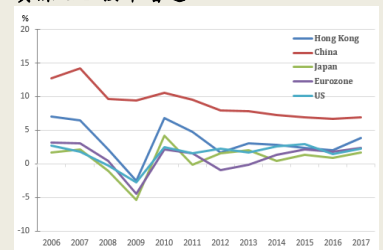
資料來源：彭博、招銀國際研究（預測截至10月8日）

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

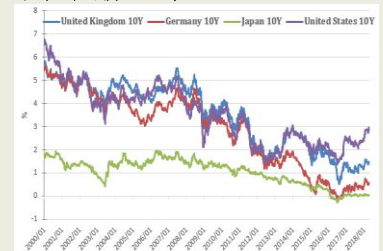
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

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

近期全球宏觀報告

[18年9月28日](#)[9月美聯儲會議解析](#)[18年9月10日](#)[9月海外宏觀經濟月報——](#)[多重陰雲盤踞，前景變數增多](#)[18年8月20日](#)[新興市場進入危機多發期](#)[18年8月7日](#)[8月全球宏觀經濟報告——](#)[美歐增速分化加劇](#)[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](#)

美國：北美貿易協議支撐對華強硬立場

美加墨新協定形成了更一致的對華戰線。正如我們上期月報的預測，加拿大和美國在最後時刻達成了協議，北美新的三邊貿易協議《美加墨貿易協議》（USMCA）將取代《北美自由貿易協議》（NAFTA）。在 NAFTA 重談期間暫停或是取消的投資項目和商業計劃將會因對不確定性擔憂的消除而有望重新啟動，無疑有利于美加墨實現共贏。當前市場更為關注的是美加墨新協議如何影響中美貿易戰走向及雙方談判。在我們看來：

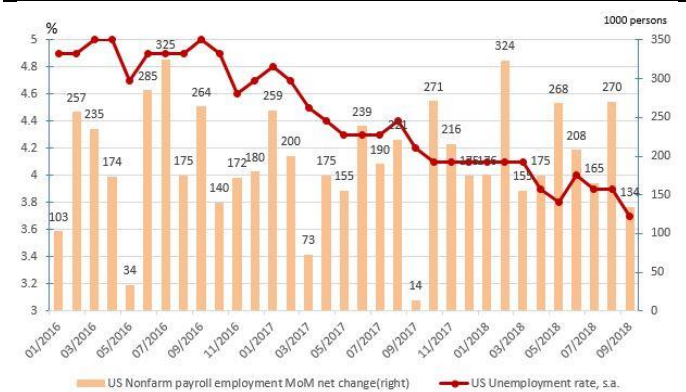
- 1) 與加拿大和墨西哥相比，美國更可能從北美新協議中受益。為了與美國達成協議，墨西哥和加拿大在許多方面做出了更多的讓步，包括爭端解決機制，汽車出口限制和乳製品市場准入等。可以看出，在獲得足夠利益之前，美國是不會輕易停止與中國的貿易爭端。
- 2) USMCA 證明華盛頓在達成有利于美國的交易方面具有靈活性。特朗普以前常稱北美自由貿易協定是有史以來最糟糕的貿易協議，現在他却稱之為一個好協議。至于中美貿易談判，特朗普的態度也可以很快轉變，只是中美間達成共識的困難會更大。
- 3) 北美貿易協定談判的核心議題并非關稅，而是貿易規則，是知識產權、公民社會和反腐敗等法規。這意味著中美貿易會談將比預期困難得多。
- 4) 美國現在正試圖在這場貿易戰中緩釋與所有盟友的關係（包括加拿大、歐盟、日本和韓國），同時正在對中國採取更強硬的立場。由于嚴格監管的風險上升，更多的跨國公司將會把部分生產線轉移出中國。毫無疑問，USMCA 協議正在加速這一進程。

中期選舉對美貿易政策影響有限。特朗普將新版北美貿易協議的達成視為其一項重要競選承諾的兌現，這在政治上很有用，特別是在 11 月 6 日即將舉行的中期選舉之前。眾議院所有的 435 個席位和 1/3 的參議院席位將重新選舉，讓選民有機會重塑未來兩年的政治態勢。我們當前的基本預測是共和黨人在參議院繼續占據優勢，而民主黨將贏得眾議院的多數席位（儘管最近的趨勢正在轉向支持共和黨人），這是目前可能性最大的情景。然而，不論中期選舉結果如何，我們都不認為會改變美國對中國的強硬貿易政策，主要原因在于：

- 1) 強勁的美國經濟及同盟友的貿易協議將繼續作為美國對華強硬姿態的有力支撐；
- 2) 歷史上民主黨人更有保護主義的傳統，即便此次選舉取得優勢也很可能支持特朗普對中國的一些政策；
- 3) 鑒于總統有制定貿易政策的權利和否決權，國會不太可能介入并阻止總統的貿易決定。

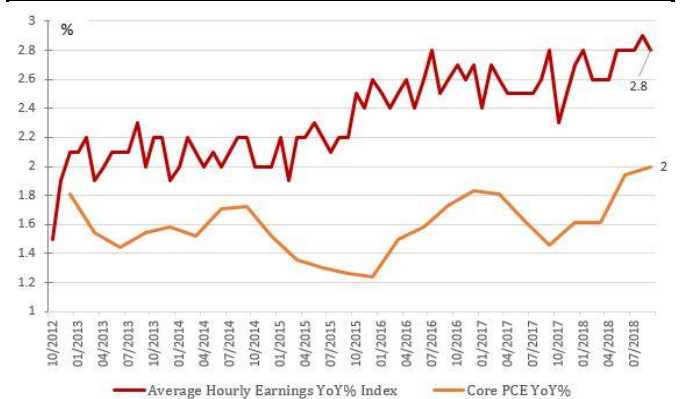
就業數據顯示美國經濟仍然強勁。9 月非農就業人數增加了 13.4 萬個，從 8 月的 20.1 萬個大幅減速，主要是反映了颶風災害的影響。隨著近年來就業人數穩步增長，9 月份失業率進一步下降 0.2% 至 3.7%，為 49 年來最低，顯示勞動力市場進一步收緊。

圖 1：美國失業率顯示勞動力市場進一步收緊



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 2：美國工資增長滯後暫緩通脹擔憂



資料來源：彭博、招銀國際研究

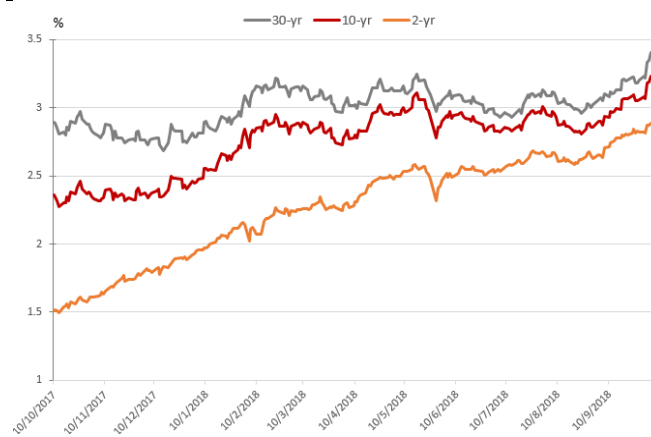
工資增長滯後暫緩通脹擔憂。隨著美國就業市場繼續收緊，工資上漲和通脹回升成為主要擔憂。從平均時薪來看，9 月同比上升 2.8%，不及 8 月的 2.9%。美聯儲常用的衡量通脹指標——核心個人消費支出價格指數（核心 PCE）維持在美聯儲目標水平 2% 不變，意味著從就業市場到薪資漲幅、再到整體通脹，依然需要一段時間。至于何時會出現工資大幅加速還有待觀察。目前來看，美聯儲的穩定加息路徑并未受到通脹數據的影響，但我們預計從 1Q19 開始會有較明顯的通脹壓力作為強經濟的結果出現。

美聯儲將密切監測經濟數據以調整加息節奏。美國聯邦公開市場委員會（FOMC）于 9 月 26 日將其基準利率的目標區間上調 25 個基點至 2% 至 2.25% 的範圍。強勁經濟和就業市場使得美聯儲對經濟前景十分樂觀。美聯儲也對當前的通脹水平感到滿意，正如美聯儲主席鮑威爾 10 月 2 日所說，通脹水平目前接近美聯儲 2% 的目標。他還表示將更多地受到實際數據的指導，而非不可觀察的估計值，如非加速通貨膨脹失業（non-accelerating growth rate Inflation Rate of Unemployment）或中性利率。在加息後段美聯儲的政策越來越依賴經濟數據，我們預期美聯儲將在 12 月加息一次并在 2019 年加息三次。

美國國債收益率飆升。強經濟使投資者更願意押注在持續的盈利增長上，導致美國國債收益率飆升，價格下挫。基準 10 年期國債收益率近期觸及多年高點約 3.2%。30 年期國債的收益率也升至四年來的最高點。我們目前對未來 12 個月美國 10 年期國債收益率的預測為 3.2% 至 3.6%。

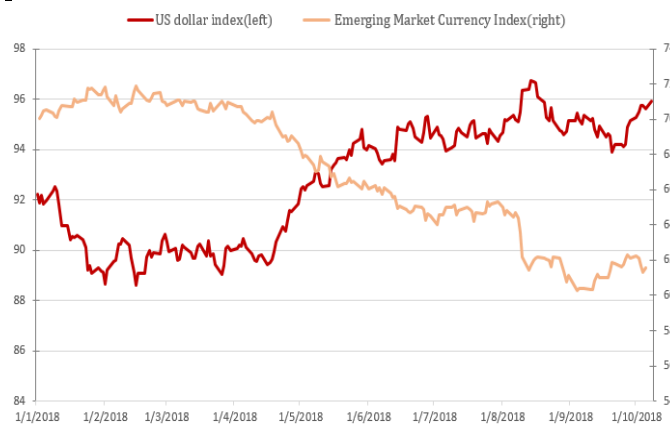
強勢美元使其他貨幣受損。美聯儲正在以比其他主要央行更快的速度加息，支持強勢美元。飆升的美元使新興市場貨幣承壓，這種狀況預計將一直持續到 2019 年。我們對 4Q18 美元指數高位的預測為 98。

圖 3: 美國國債收益率飆升



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 4: 強勢美元使新興市場貨幣受損



資料來源：彭博、招銀國際研究

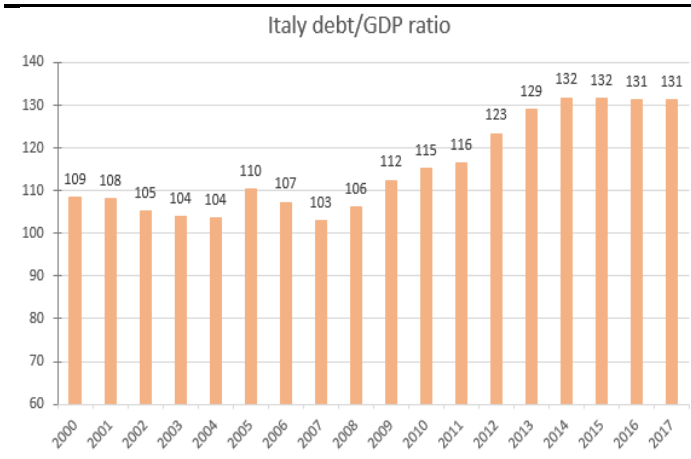
歐元區：意大利預算計劃令歐盟高度警惕

意大利牽動歐盟神經。最近歐盟非常關注意大利未來三年的預算赤字計劃。在意大利的預算計劃中，民粹聯合政府將 2019-21 年的預算赤字設定為遠超預期的 2.4%，與之前的政府相比增長了兩倍。民粹聯合政府增加預算是為了增加開支用于為低收入階層提供基礎設施、社會福利和減稅，以兌現選舉承諾。該赤字目標明顯高于歐盟國家之前商定的水平，而且意大利的累計債務占 GDP 總量已經超過 60% 的警戒線兩倍以上，因而該預算計劃引發了對意大利出現債務危機的普遍擔憂。

我們預計意大利政府的政策將進一步引發金融市場動蕩，并下壓歐元的價格。應該注意的是，意大利將在 10 月 15 日之前向委員會提交其預算草案，以確定其是否符合歐盟規則。如果委員會對草案不滿意，可以送回意大利進行修訂。如果意大利政府不遵守，它依然有權執行預算，其代價是複雜的程序和高達 0.2% GDP 的罰款。介于經濟增長疲弱和財政失衡，我們對意大利經濟的前景並不樂觀。

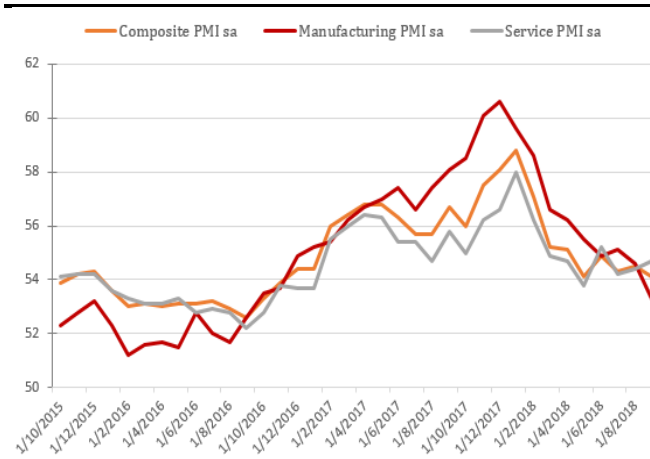
歐元區製造業增長進一步放緩。在 8 月小幅回升之後，歐元區國家的綜合 PMI 指數在 9 月降至 52.7 的兩年低點，而 8 月為 54.7。歐元區製造業採購經理人指數從 8 月的 54.6 進一步下跌至 9 月的 53.2，為 2016 年 12 月以來的最低水平。新訂單增長也放緩至兩年來的低點，表明 4 季度及之後的生產將動力不足。

圖 5: 意大利債務占 GDP 比重遠超歐盟 60% 的警戒線



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6: 歐元區製造業增長進一步放緩



資料來源：彭博、招銀國際研究

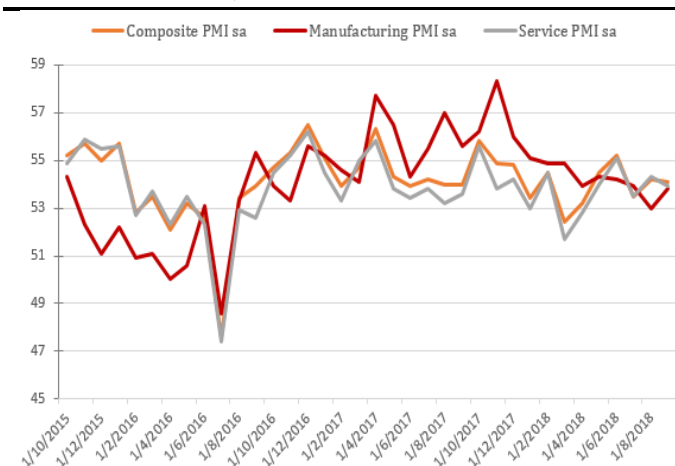
英國：脫歐談判進入最艱難階段

英國經濟繼續穩步增長。英國製造業採購經理人指數從 8 月的 52.8 微升至 9 月的 53.8，顯示產出略有加速。服務業採購經理人指數從 8 月的 54.3 小幅下滑至 9 月的 53.9。總體而言，英國經濟仍然穩固，但一旦無協議脫歐將嚴重打擊其經濟。

英國脫歐陷入僵局正在影響投資計劃和商業信心。英國脫歐已進入最關鍵的幾個月，目前，談判需要解決幾個重大問題，包括愛爾蘭邊境和英國與歐盟之間的未來貿易關係。下周在峰會上達成協議的可能性不大，很可能會推遲到 11 月份的緊急峰會。圍繞談判的不確定性仍然是英國經濟的陰影，許多公司預測未來幾年的業務將下滑。

對英鎊近期前景持謹慎態度。近期英鎊極易受到政治不確定因素的影響，如果雙方在截止日期前達成協議，根據我們的預測，英鎊將有 5% 的上行空間，否則將貶值約 10%。我們建議投資者應對英鎊的短期前景保持謹慎，因為市場尚未充分定價無協議脫歐的可能性，即使當前談判沒有實質進展且倒計時臨近，市場依舊預測雙方會最終達成協議。

圖 7: 英國經濟繼續穩步增長



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8: 對英鎊近期前景持謹慎態度



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 9: 脫歐談判關鍵事件及時間

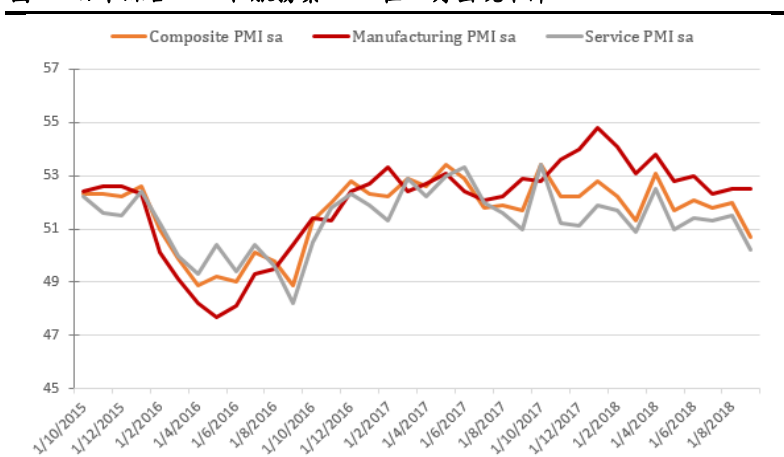
10 月 17-18 日	歐盟峰會：脫歐協議概要的第一個截止日期，預計將確定脫歐後歐盟與英國的政治關係
10 月 31 日	會談完成原定截止日期
11 月 1 日	英國央行會議
11 月	有可能召開的歐盟緊急會議用以確定脫歐協議終稿
12 月 13-14 日	歐盟理事會會議：如 10 月沒有達成任何協議，這將是後備選擇
2019 年 1 月到 3 月	如達成協議，歐盟議會將討論批准協議，英國議會將就協議動議進行投票
2019 年 3 月 29 日 23:00 GMT	英國正式脫歐

資料來源：招銀國際研究

日本：經濟基礎依舊穩固

3 季度增長疲軟，但整體經濟依舊穩固。綜合 PMI 從 8 月的 52.0 降至 9 月的 50.7，部分原因是惡劣天氣。服務業 PMI 指數在 9 月觸及兩年來的最低點，從 8 月份的 51.5 降至 9 月份的 50.2。儘管 3 季度數據不佳，但我們看到不少積極因素，包括經濟信心增強和工資增加，這將有利推動服務業和整體經濟，在 4 季度有望實現反彈。

圖 10: 日本綜合 PMI 和服務業 PMI 在 9 月出現下降



資料來源：彭博、招銀國際研究

香港：前方的波動和挑戰

零售和對外貿易在 8 月實現了穩健增長，但風險正在迅速增加。8 月零售總額初值估計為 382 億港元，較 2017 年同月增長 9.5%，高於 7 月份的 7.8%。需求仍然穩健，零售銷售增長回升反應入境旅遊人數持續增長帶來的提振效果。我們預計零售銷售將在 9 月和 10 月穩步增長。8 月香港的貨物進出口總額同比增長分別為 13.1% 和 16.4%。由於美中貿易關係不斷升級，香港預計將從 10 月開始感受到負面影響。因此，我們將 2018 年 GDP 增長預測從 4% 下調至 3.6%，2019 年的 3% 下調至 2.7%。

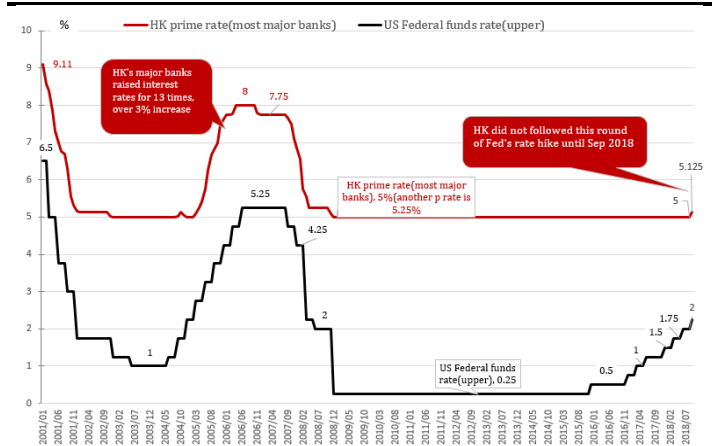
主要銀行提高了最優惠利率。香港主要銀行已于 9 月 28 日上調最優惠利率，為 12 年來首次。大多數銀行將利率適度上調 12.5 個基點而非 25 個基點，這表明銀行不希望過快地增加當地經濟的負擔。我們預計 12 月將再次加息 12.5 個基點。超低成本的借貸環境不再，借款人在貸款或投資房地產市場時會更為謹慎。

圖 11: 香港零售銷貨量在 8 月實現了穩健增長



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 12: 三個月 LIBOR-HIBOR 息差變化

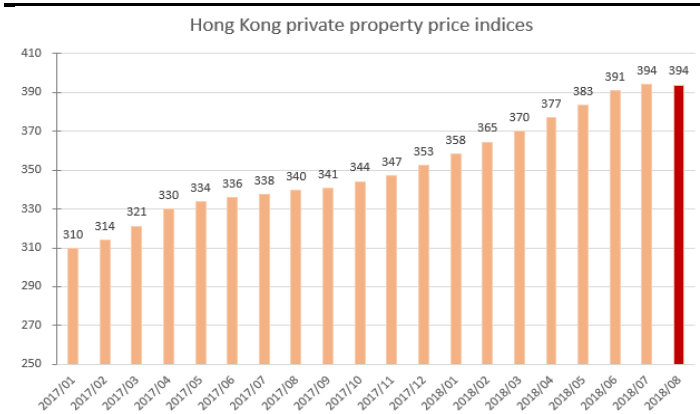


資料來源：彭博、招銀國際研究

港元面臨更大波動。過去 3 個月，港元匯率維持在 7.85 附近，而 9 月 21 日港元兌美元匯率攀升 0.63% 至 7.793，創下自 2003 年以來的最大漲幅，超出其與美元交易區間的均值。主要原因包括港元流動性趨緊，市場當時預期香港將很快加息。當前，香港銀行間總結餘達到 2008 年底以來的最低水平，而銀行間流動性的縮減將導致更大的貨幣波動。預計港元的拋售壓力仍將持續，我們對近期美元兌港元匯率的大致預測範圍為 7.80-7.83。

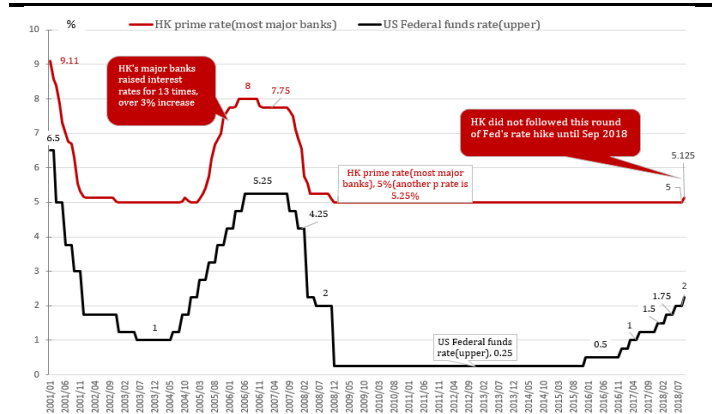
房價首次下跌並進入調整期。在價格連漲 28 個月後，香港的私人房地產價格在 8 月停止上漲。價格指數從 394.2 下降至 393.9。數據變化雖小，但它顯示的趨勢卻引人注目。由於貸款利率上升，經濟前景不明朗等因素，香港房地產行業正在放緩其步伐。未來幾個月價格可能變化不大，該行業將已進入一段調整期。

圖 13: 私人住宅價格在長期連升後首次微降



資料來源：差餉物業估價署、招銀國際研究

圖 14: 香港首次跟隨本輪美聯儲加息



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士。