

# 全球经济

## 路演反馈

上周我们在香港与一些机构投资者交流了全球及中国宏观最新观点。不少投资者预期美国与非美经济分化和美元高利率强汇率状态将持续一段时期，中国近期政策显示稳定地产和提振经济变得更加优先，但仍需更多政策出台以提振家庭部门和消费需求，房地产企稳、消费复苏和通缩改善的时间仍不确定。投资者当前主要关注高股息、结构性涨价和防御性板块。

### ■ 全球经济分化是否收敛

**我们的观点：**今年上半年，美国经济大超预期，欧元区经济增速低位持平，日本经济意外收缩，中国经济小超预期；美国通胀反弹，欧元区和日本去通胀延续，中国通缩微幅改善；美元与其他货币利差扩大，美元指数反弹，其他货币走弱。下半年，美国经济放缓，欧元区、日本和中国经济改善；美国通胀回落，欧日通胀小幅放缓，中国通缩改善；美元与其他货币利差可能小幅收窄，美元指数或小幅回落。中国名义 GDP 增速 1Q22 开始低于美欧，2Q23 开始低于日本，我们预计今年 1Q、2Q 和 4Q 将分别再次超过日本、欧元区和美国，人民币走弱压力可能显著缓解。

**投资者反馈：**部分投资者认为下半年非美地区经济增速是否回升仍有不确定性，美国经济和通胀可能仍强于非美地区，欧元和人民币降息压力或比美元更大，美元与欧元利差不一定收窄，美元指数也未必走弱；如果特朗普上台，那么短期内可能进一步推升美元。有投资者认为当前全球经济处于类战时经济模式，不能用和平时经济模式分析。参照两次世界大战经验，美国因被视为全球避险港，吸引大量资金、人才和技术流入，催化出新一轮技术革命和产业发展。有投资者关注日本经济收缩可能持续的时间以及对日本央行政策、日元汇率和日本股票的可能影响。

### ■ 美国去通胀前景

**我们的观点：**下半年美国通胀温和下降：一是 CPI 房租通胀 5% 以上，相比市场房租通胀 3.7% 仍有回落空间，市场房租领先于 CPI 房租。二是大量移民流入降低劳工供求不平衡和薪资涨幅，推动除房租和能源外服务通胀下行。但短期内通胀有持续超预期风险，今年以来大宗商品价格和美国房价涨幅均显著反弹，移民流入可能加剧美国二手房供应短缺。

**投资者反馈：**部分投资者认为美国通胀未来三个季度很难降至 3% 以下，美股强势显示金融条件宽松和财富效应延续，总需求可能持续偏强，而住房供应短缺短期内很难解决，全球供应链断裂将会持续。有投资者认为美国通胀前景主要取决于劳工供求决定的服务通胀，大宗商品价格波动较大，对美国通胀只是短期扰动。

### ■ 美联储政策前景

**我们的观点：**预计美联储可能在 9 月首次降息，今年降息 50 个基点左右，明年降息 100 个基点左右。

**投资者反馈：**有投资者认为就业前瞻数据显示通胀大趋势仍是放缓，美联储维持通胀反弹暂时论和加息到顶论，并开始放缓 QT 速度，主要为了避免利率进一步走高引发金融市场动荡和财政体系压力。有投资者认为美联储不愿

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

加息主要是等待紧缩政策作用的时滞，由于私人部门长债以固定利率合约为主和公共部门赤字居高不下，此轮货币政策紧缩的作用时滞变得更长。有投资者认为美联储决策是在中美战略竞争和美元全球地位等更加宏大背景下的权衡，美国希望重建本土制造业和巩固经济总量压倒性优势，同时不希望美元利率过高可能引发国际市场融资货币去美元化风险，一个鸽派的央行将是重要支柱。

## ■ 美国大选

**我们的观点：**目前各种民调加权平均结果显示，特朗普以 1.5% 的小幅优势领先拜登，拜登在关键摇摆州民调落后于特朗普，但由于民调误差和选民投票仍会受大选前一些事件影响，大选结果仍存在很大不确定性。市场已经历两大候选人第一任期，政策预期均有史可寻，政策对市场影响相比第一任期将显著下降。如果特朗普再次当选，那么短期内可能利好美元与美股（对外加征关税和对内大规模减税），利空美债（大规模减税+减少移民推升服务通胀）、油价（鼓励原油生产与出口）、新能源行业（取消新能源补贴）和人民币（大幅提升对华关税）。

**投资者反馈：**有投资者认为大选对美股中长期的影响可以忽略，不改变全球股市运行趋势；在目前各国政治形势下，美国大选对中美关系的影响较小。有投资者认为特朗普当选短期内可能更加不利于中国（大幅提高关税和加快资本流出），但中长期内似乎更加有利于中国（削弱美国领导力和同盟体系）。

## ■ 大宗商品

**我们的观点：**全球货币信贷周期领先于大宗商品周期，供给冲击对大宗商品具有重要影响，中国经济和政策对金属和工业品价格具有重要影响。今年以来大宗商品价格上涨与美欧日中四大经济体总信贷增速下滑相背离，且金属价格表现显著强于中国股市，说明供给因素、市场投机因素和非中国因素在此轮大宗商品上涨中发挥了重要作用。

**投资者反馈：**不少投资者认同此轮金属价格反弹受到更多供给因素和非中国因素的支撑，例如全球铜矿供应、能源转型、供应链重构背景下制造业投资和 AI 浪潮下电力投资等因素。有投资者关注中国开启新一轮去产能政策的可能性以及对大宗商品价格、相关板块股票和美国通胀的潜在影响。

## ■ 中国经济周期

**我们的观点：**2022-2023 年经济处于收缩周期，房市和股市表现较弱，通缩出现，企业盈利大幅下滑。经济收缩周期并非完全由于长期结构性因素，也有很多短期周期性因素。2023 年以来很多周期性因素逆转，各类政策从紧缩转向宽松，2024-2025 年经济进入温和复苏周期，可能见到房市跌幅收窄、股市修复、通缩缓解和企业盈利改善。

**投资者反馈：**不少投资者对房市企稳和走出通缩仍缺乏信心，担心经济超调后是否落入中期陷阱。部分投资者认为当前政策缺乏对家庭部门和消费需求的支持，可能不足以稳定房市和提振消费。

## ■ 中国房地产

**我们的观点：**房地产从量价齐跌进入以价换量（量升价跌）和供求再平衡阶段。城镇住房需求温和反弹（城镇新增人口从 2019 年的 2,000 万骤降至 2022 年的 650 万后，2023 年恢复至近 1,200 万，首套刚需逐渐回升；政策

宽松刺激改善型需求释放)，二手房销量在去年以来已率先改善，新房销量降幅或从 2Q 开始逐步收窄；但由于住房供大于求、库存居高和租售比很低，房价在下跌近 25%后，仍有 10%-20%的下跌空间；住房投资和土地市场改善也比销量更晚，且存在不确定性。

**投资者反馈：**不少投资者提到香港房市的例子，认为政策刺激后内地房价可能难以止跌，住房销量改善后或再度回落。有投资者认为内地家庭部门就业、收入和信心的恢复是住房市场可持续性复苏的前提，目前尚未看到家庭就业和收入的改善趋势。有投资者认为不同经济体租金回报率不能简单类比，因为持有成本和供应条件存在很大差异，更看重房价收入比指标。

## ■ 中国通缩压力

**我们的观点：**通缩将逐步缓解。PPI 降幅从 2Q 开始逐步收窄，下半年环比可能首先转正，PPI 同比降幅从去年的 3%收窄至今年接近 1%，明年转为增长 1.2%。CPI 下半年明显回升，全年增速从去年的 0.2%升至今年的 0.6%和明年的 1.3%。经济重启后服务价格延续小幅回升，今年以来大宗商品价格大幅上涨，近期食品价格跌幅收窄，这些可能是中国通缩逐步缓解的先行指标，但目前中期国债收益率尚未企稳回升，显示再通胀预期依然较弱。通缩对企业盈利伤害较大，企业盈利增速周期与物价变化周期基本同步。

**投资者反馈：**部分投资者认为目前处于价格结构性恢复阶段，但由于消费需求疲弱和许多行业供大于求，短期内缺乏全面再通胀的基础。经济重启后，客运、酒店、旅游等经历涨价后又再度回落，相关板块股票也是类似走势；今年以来，部分大宗商品价格大幅回升，后面也可能会有回落；近期猪肉等食品价格有回升迹象，但对生猪去产能状态仍有分歧。

## ■ 人民币汇率

**我们的观点：**美元/人民币汇率走势与两国利差高度相关，反映两国经济相对强弱和国际市场风险偏好变化。2022 年以来，美国经济过热和高通胀，美元利率大幅上升，中国经济偏冷，面临通缩压力，人民币利率下降，美中利差不断扩大，人民币走弱。我们预计今年下半年至明年，美国经济和通胀逐步放缓，中国经济和通缩温和改善，美中利差可能从走平到缩小，人民币走弱压力显著缓解，可能小幅反弹。

**投资者反馈：**部分投资者认为下半年美国经济和通胀可能仍强于中国，人民币降息压力或大于美元，美中利差没有太大下降空间，加上美国大选和全球地缘风险影响，人民币对美元很难显著走强。

## ■ 中国股市

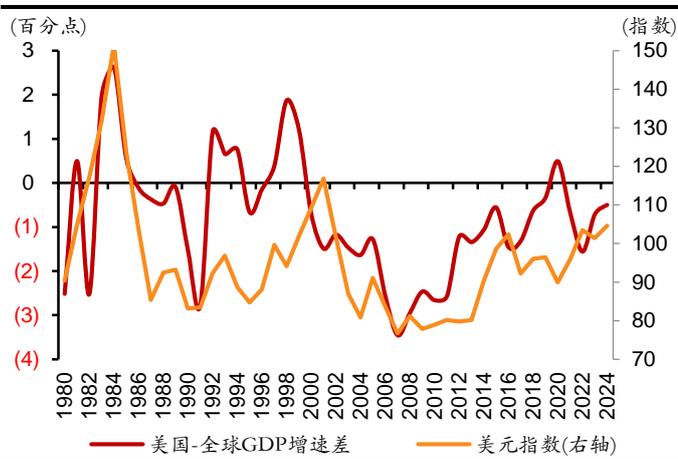
**投资者反馈：**部分投资者认为在内地经济复苏不明和美元利率居高条件下，仍看好高股息策略的相对表现。有投资者看好资源行业的国企，因为全球大宗商品涨价效应、中国政策性涨价（缓解广义财政压力）和中国政策鼓励加大分红。有投资者看好啤酒、软饮料板块和消费降级标的，认为在内地企业降本增效和消费降级趋势中具有防御性。

图 1: 全球宏观趋势 (彭博一致预测)

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
GDP 增速 (%)	美国	2.5	3.0	2.5	(2.2)	5.8	1.9	2.5	2.4	1.7	3.0	3.0	2.1	1.6
	欧元区	2.6	1.8	1.6	(6.1)	5.9	3.4	0.4	0.7	1.4	0.4	0.4	0.8	1.2
	日本	1.7	0.6	(0.4)	(4.1)	2.6	1.0	1.9	0.6	1.1	(0.2)	(0.3)	1.0	1.1
	中国	6.9	6.7	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.9	4.5	5.3	5.3	4.7	4.7
	中国(CMBI预测)								5.0	4.6	5.3	5.4	4.8	4.9
CPI 增速 (%)	美国	2.1	2.4	1.8	1.2	4.7	8.0	4.1	3.1	2.4	3.3	3.4	3.1	2.9
	欧元区	1.5	1.7	1.2	0.2	2.6	8.4	5.5	2.4	2.1	2.6	2.5	2.2	2.3
	日本	0.5	1.0	0.5	0.0	(0.2)	2.5	3.2	2.3	1.9	2.6	2.4	2.1	1.8
	中国	1.6	2.1	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.5	1.5	0.0	0.3	0.6	1.2
	中国(CMBI预测)								0.6	1.3	0.0	0.4	0.7	1.3
名义 GDP 增速 (%)	美国	4.3	5.3	4.2	(0.9)	10.7	9.1	6.3	4.9	3.9	5.5	5.6	4.6	4.0
	欧元区	3.8	3.4	3.3	(4.4)	8.3	8.3	6.4	3.6	3.7	4.2	3.3	3.3	3.8
	日本	1.6	0.6	0.2	(3.2)	2.4	1.3	5.7	3.2	3.3	3.2	2.7	3.5	3.4
	中国	11.5	10.5	7.3	2.7	13.4	4.8	4.6	4.7	5.3	4.2	4.7	4.8	5.3
	中国(CMBI预测)								4.9	5.2	4.2	4.8	5.0	5.5
政策利率 (%)	美国	1.50	2.50	1.75	0.25	0.25	4.50	5.50	5.0	3.9	5.5	5.5	5.3	5.0
	欧元区	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50	4.50	3.25	2.58	4.50	4.25	3.65	3.25
	日本	(0.10)	(0.10)	(0.10)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2
	中国1年LPR	4.30	4.31	4.15	3.85	3.80	3.65	3.45	3.45	3.20	3.45	3.45	3.45	3.45
	中国(CMBI预测)								3.45	3.20	3.45	3.45	3.45	3.45
汇率	美元指数	92.3	96.1	96.4	90.0	96.0	103.5	101.4	104.4	100.3	104.5	105.6	105.3	104.4
	欧元/美元	1.20	1.15	1.12	1.22	1.14	1.07	1.10	1.08	1.12	1.08	1.07	1.07	1.08
	美元/日元	112.7	109.6	108.7	103.3	115.1	131.1	141.0	149.5	141.0	151.4	153.0	152.0	149.5
	美元/人民币	6.51	6.87	6.97	6.54	6.37	6.95	7.09	7.20	7.08	7.22	7.25	7.24	7.20
	美元/人民币(CMBI预测)								7.18	7.10	7.22	7.23	7.20	7.18

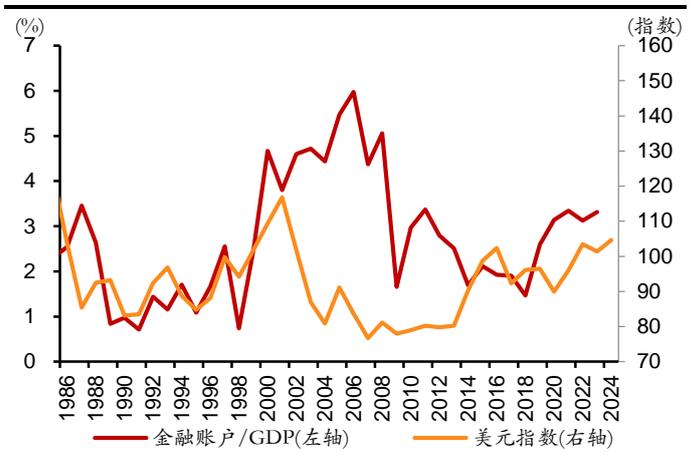
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市场

图 2: 美国经济相对强弱与美元指数



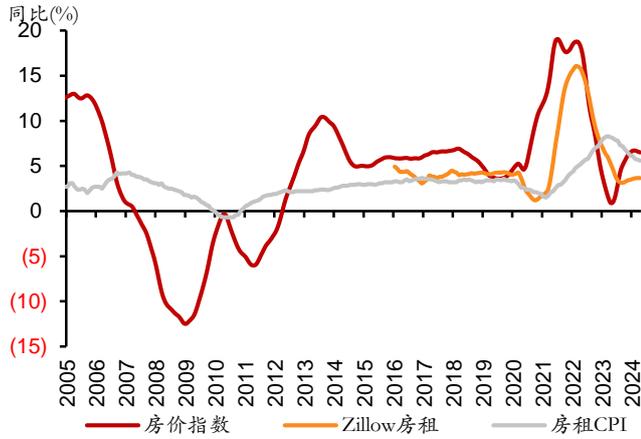
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 美国金融账户差额与美元指数



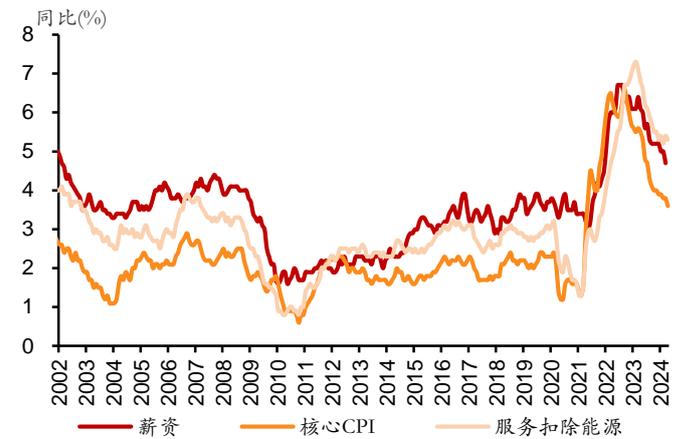
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 美国房价、市场租金与房租 CPI 增速



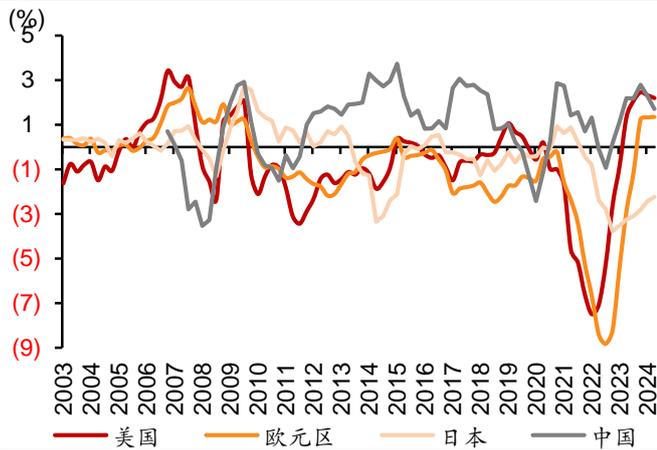
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 美国薪资增速与核心通胀



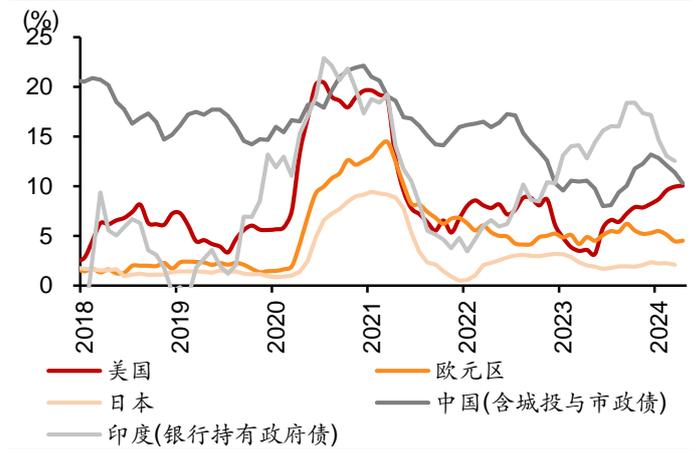
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 主要经济体实际利率



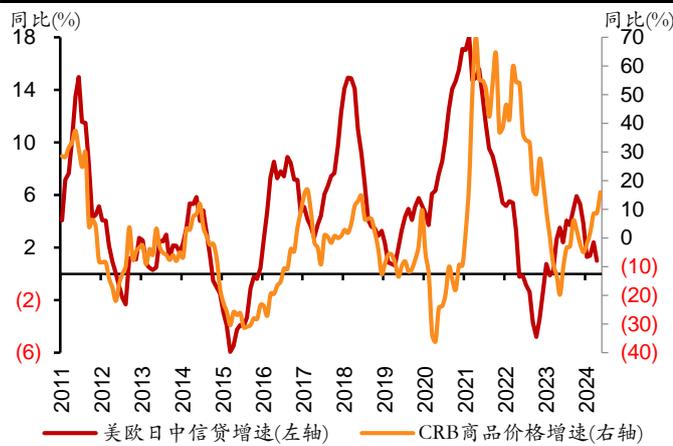
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 主要经济体政府债务增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 全球信贷供应与大宗商品价格增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 中国股指与全球金属价格



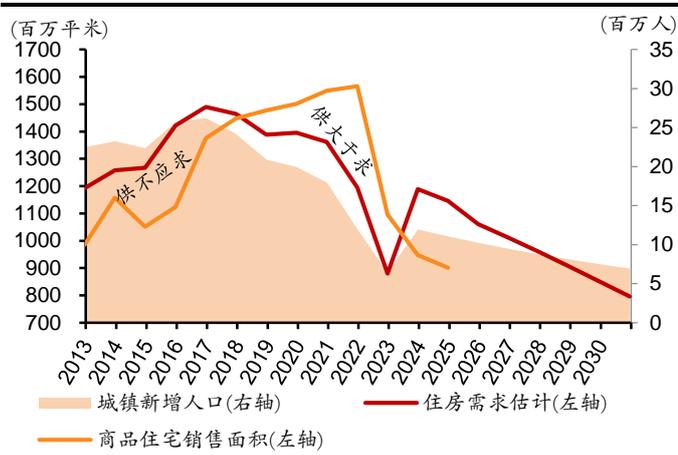
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 中国经济周期

同比增速(%)	实际GDP	城镇就业	非农就业	货运量	客运量	商品房销量	地方土地收入	GDP平减指数	名义GDP	企业所得税	制造业利润
2017-2019平均	6.5	2.5	0.9	7.3	(2.5)	2.9	25.1	3.0	9.7	8.9	6.8
2020-2021平均	5.3	1.7	0.7	5.8	(31.3)	2.2	9.5	2.5	7.9	6.1	19.0
2022-2023平均	4.1	0.3	(0.7)	2.4	5.8	(16.8)	(18.4)	0.6	4.7	(1.1)	(7.9)
2024-2025平均	4.8	1.4	0.6	4.5	11.5	(4.5)	(5.5)	0.5	5.4	5.0	7.7
2022	3.0	(1.8)	(3.3)	(3.1)	(32.7)	(24.3)	(23.3)	1.8	4.8	3.9	(13.4)
2023	5.2	2.4	2.0	8.2	66.5	(8.5)	(13.2)	(0.5)	4.6	(5.9)	(2.0)
2024F	5.0	1.6	0.8	4.7	13.0	(7.5)	(8.0)	(0.1)	4.9	4.0	9.0
2025F	4.6	1.3	0.5	4.3	10.0	(1.5)	(3.0)	1.2	5.9	6.0	6.5

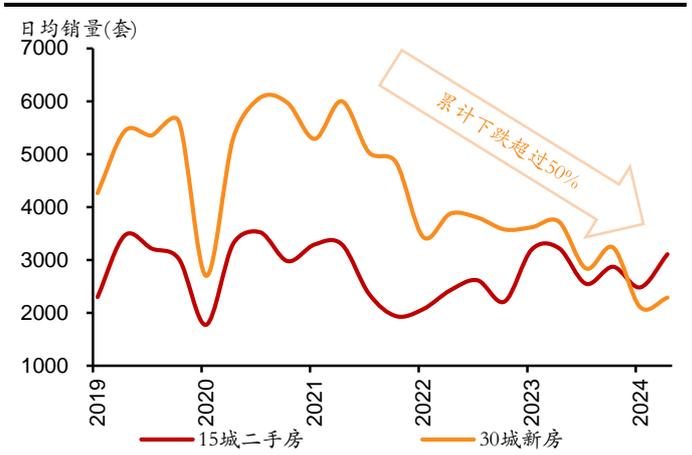
资料来源: 彭博, Wind, 招银国际环球市

图 11: 城镇新增人口与住房需求



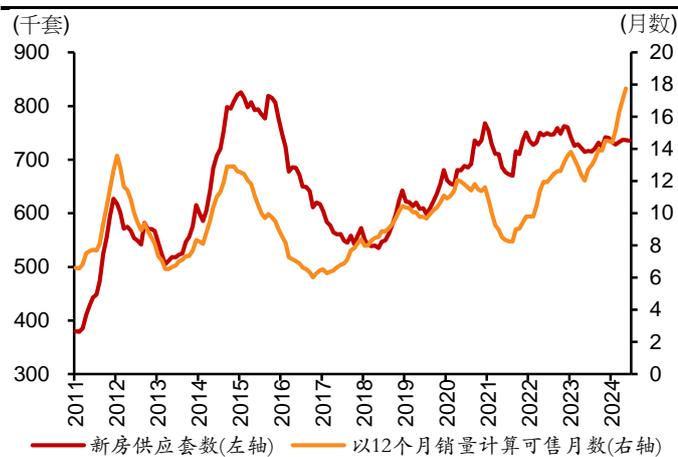
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 代表性城市二手房与新房日均销量



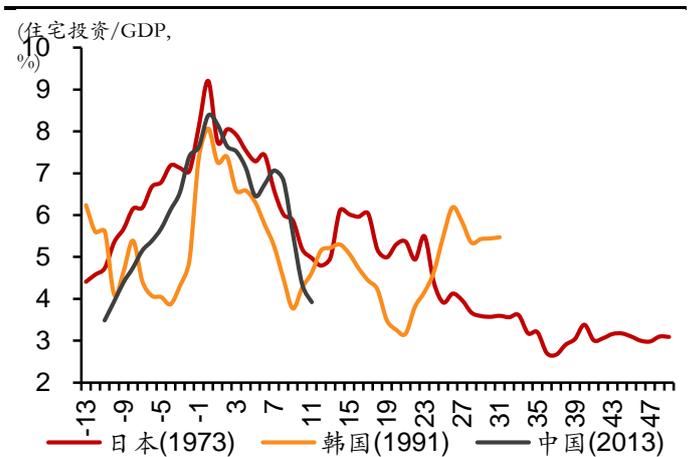
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 十大城市新房库存



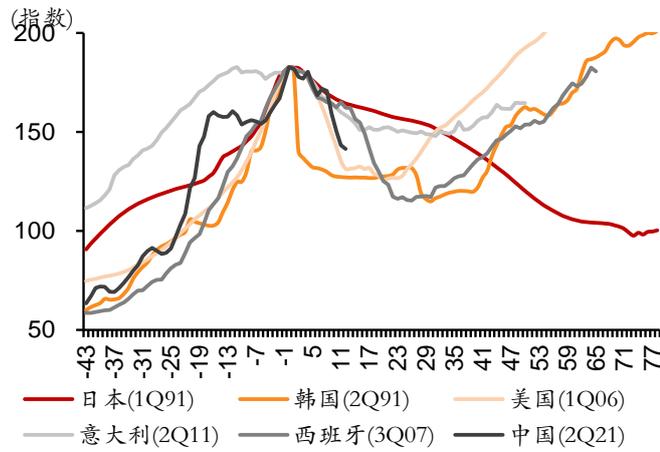
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 住宅投资/GDP 见顶前后走势



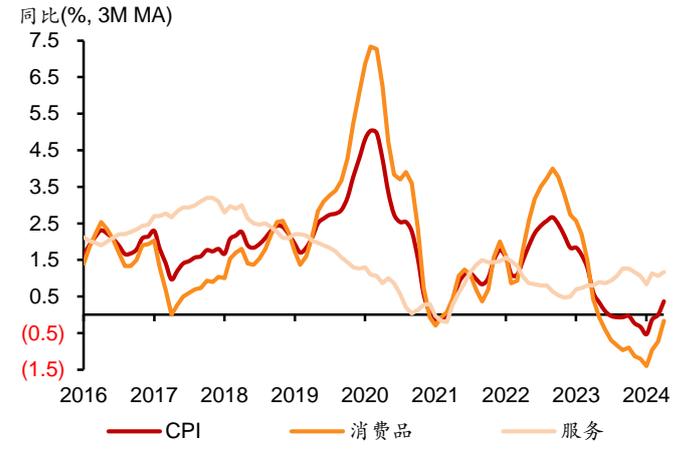
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 可比国家下行周期中房价见顶前后走势



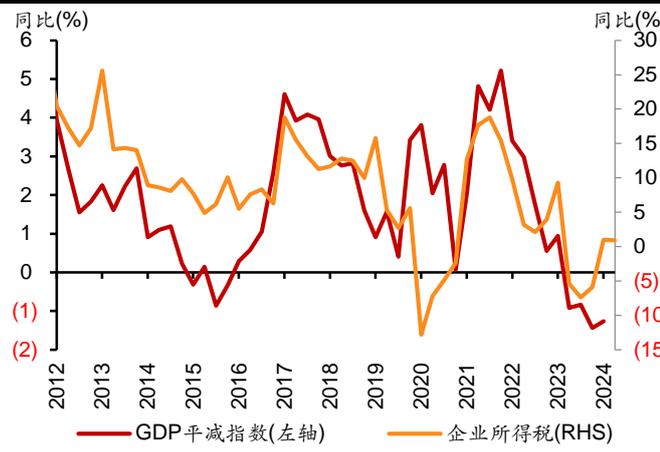
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 中国 CPI 增速



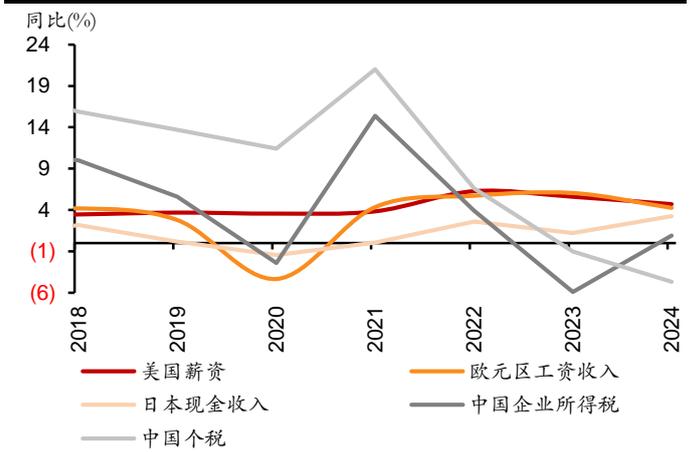
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 中国通胀与企业所得税增速



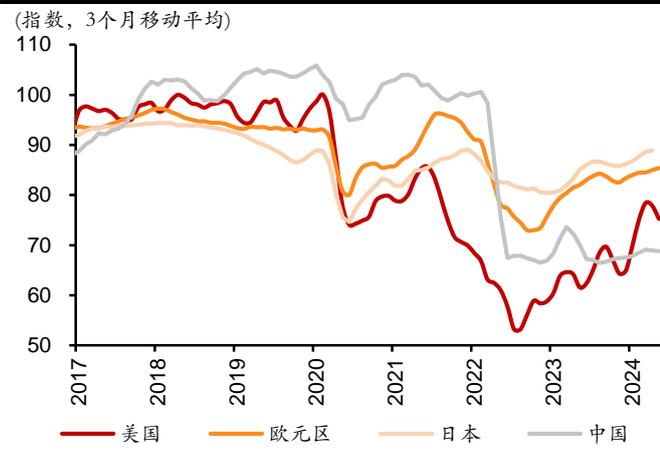
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 家庭收入增速



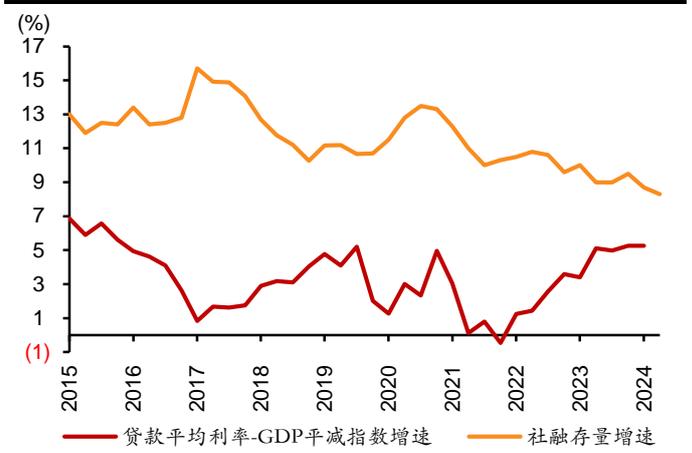
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 消费者信心指数



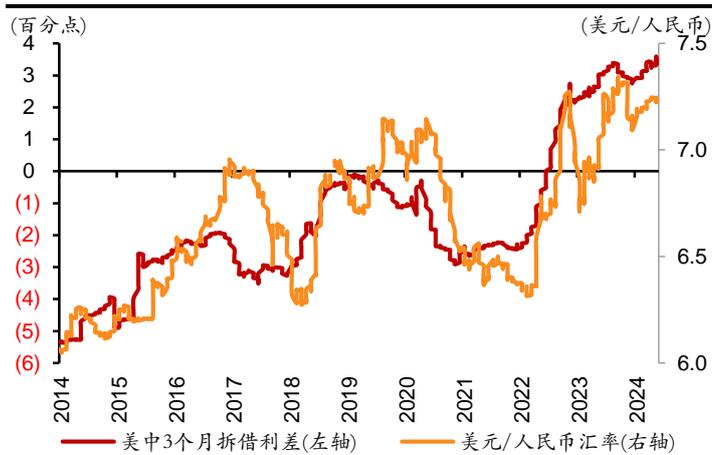
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 中国实际利率与社融存量增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 美元/人民币利差与汇率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

## 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。

### 招银国际环球市场投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)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。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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国际环球市场编写，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、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策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。招银国际环球市场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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国 2000 年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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。