

5月全球宏观经济报告

贸易担忧、港元汇率及美债收益率

❖ **概要。**特朗普挥动其贸易保护大旗，在4月向中国发起新一轮攻势，市场充满对贸易摩擦的担忧；中东地缘政治局势亦趋于复杂。在不确定因素激增氛围中，全球经济与去年迅猛增势相比略有缓和，但支撑经济发展的要素依然健康稳定，我们对于5月的经济表现会更为乐观。

❖ **美国：**尽管本轮经济扩张时间已达历史第二久，近期的经济数据依然支持乐观展望。三月PCE首次触及2%的联储目标，通胀增势预计会在二季度持续。我们相信税改法案对经济的促进作用会在二季度开始逐渐显现，全年将提升GDP 0.3%。我们预计年内共三次加息，但如果美联储主要依据通胀急升而不是经济增长，则四次的可能性会增大。我们预计六月会议后会加息，而明年加息的步伐将放缓至两次。

四月焦点：美债收益率。美国10年期国债收益率于4月24日升穿3%，该整数数值被认为是投资者的心理防线，意味着开始重新考虑他们的投资布局。本次“破三”的直接原因是大宗商品价格在近期的迅速上涨，良好的经济和通胀数据也推高了通胀预期。通过历史数据分析看到，美债收益率上升不一定压低股市，但一旦出现投资者担忧情绪则会产生切实的负面影响。过去十年股市收益率总体高于债券，但两者的差距正在迅速减小。美债收益率上升还将增加企业借贷成本，并推高美元。

❖ **欧元区：**区内经济复苏预计在今年持续，只是势头会较去年减弱。欧洲央行在4月底结束的会议上决定维持货币政策不变，而目前看来年底有可能退出量化宽松政策。当前风险主要来自退欧进程，全球贸易环境以及中东地缘政治。

❖ **英国：**上年经济增速已放慢至五年最低的1.8%，今年前几个月经济表现依然不温不火。英国留在欧盟的时间已余不足一年，但制造业和投资均有所萎缩，唯就业市场有更多景气迹象。由于通胀数据疲软，我们预计英格兰银行在5月加息的可能性非常微小，8月的一次更加可能。

❖ **日本：**在连续8个季度的增长之后，我们预计今年第一季度的实际GDP会出现负增长，但对于第二季度的展望正面。在4月底的会议之后，日本央行同样也决定维持货币政策暂时不变。在会后声明中，央行删除了关于明年达到2%通胀目标的描述，我们认为这意味着日本需要更多时间才能使通胀提升至目标水平，而年内趋于复杂的内外环境打乱了日本央行早前的加息时间表。

❖ **香港：**旅游业继续畅旺，就业市场景气。一季度对外贸易保持了较快增长，暂没有体现出贸易纠纷的负面影响。而目前最大的风险也是来自于此，由于中美是其前两大贸易对象，逐步升级发酵的贸易纠纷或企业限制最终都会使香港经济受创。

四月焦点：昂贵的汇率机制维护。如我们在3月的香港经济报告中的预测，港元相对美元贬值触及7.85红线，在4月触发金管局一系列共13次密集入市干预，累计买入513.31亿港元，消耗了约三成银行间流动性。此次触线是港元与美元利差不断加大的必然结果，会进一步影响到银行按揭计划利率的调整。

全球经济预测

	GDP			通胀		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
全球	3.6	3.6	3.5	3.1	3.7	3.7
美国	2.3	2.8	2.4	2.1	2.3	2.0
欧元区	2.5	2.3	1.9	1.5	1.4	1.6
英国	1.8	1.5	1.5	2.7	2.3	2.1
日本	1.8	1.3	1.0	0.5	1.0	0.9
中国	6.9	6.7	6.5	1.6	2.3	3.0
香港	3.8	3.2	2.4	1.7	2.4	1.4

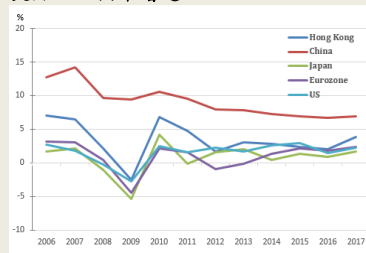
资料来源：彭博、招银国际研究（预测截止4月30日）

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

实际GDP按年增速



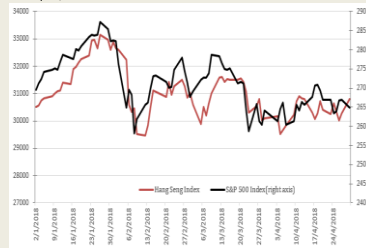
资料来源：彭博

十年期国债收益率



资料来源：彭博

股市表现



资料来源：彭博

近期全球宏观报告

[18年4月17日-](#)

[美国一季度通胀观察](#)

[18年3月28日-](#)

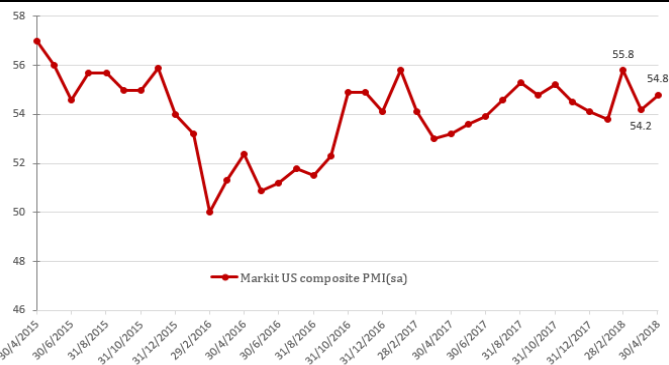
[谨防贸易战阴影下的战略误判](#)

[18年3月5日-](#)

[香港经济展望：乐观增势强劲，提防外部风险](#)

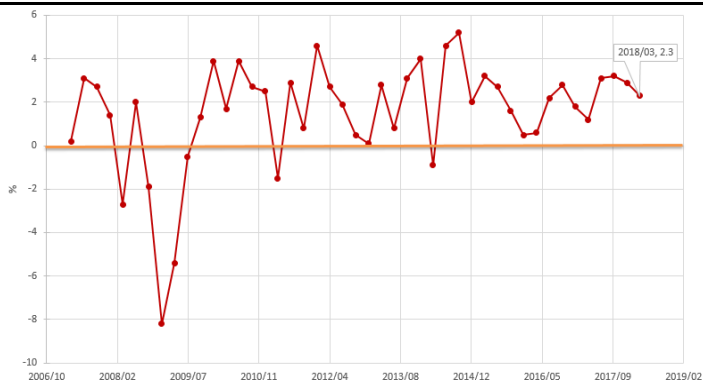
美国

图 1: 美国 PMI 数据显示经济稳步提升



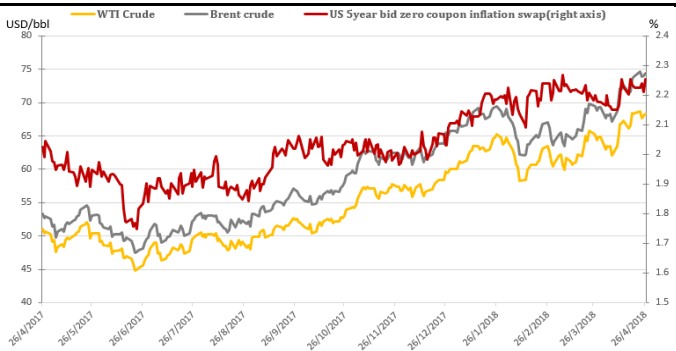
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 3: 美国 1Q18 实际 GDP 按季增长 2.3%



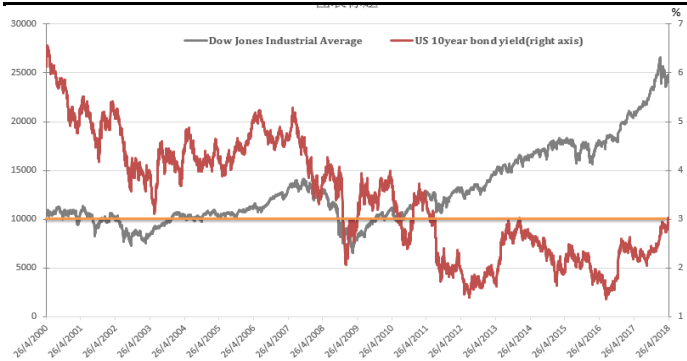
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 5: 美国通胀预期对油价非常敏感



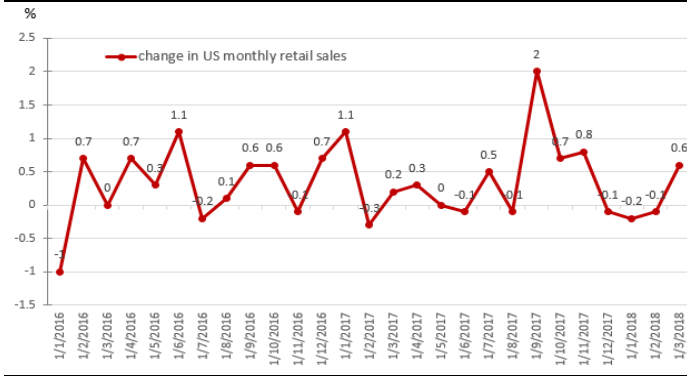
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 7: 美国股价与债券收益率关系并非线性



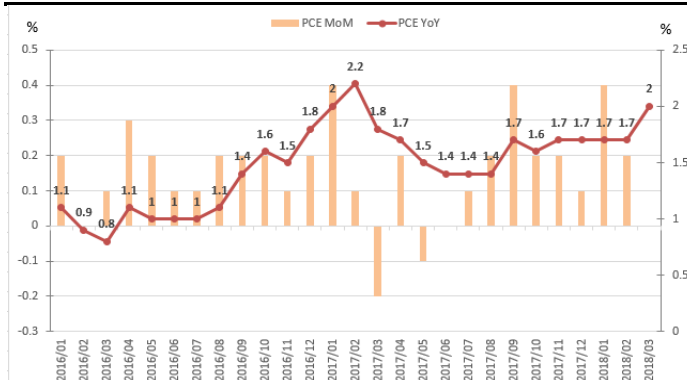
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 2: 三月美国零售回升 0.6%



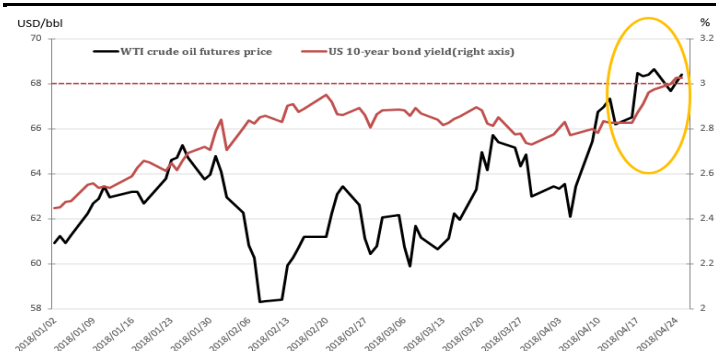
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 4: 美国 PCE 物价指数首次触及 2% 的联储目标



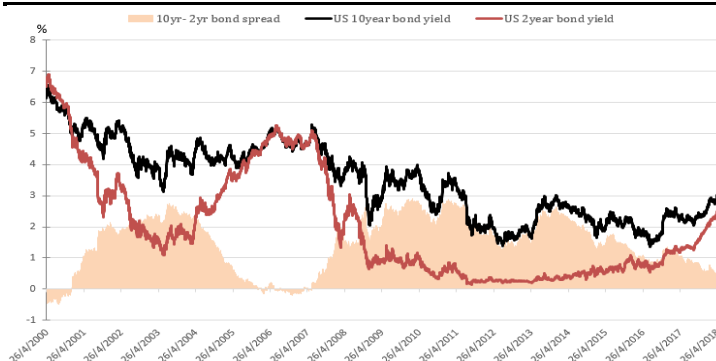
资料来源: 美国政府, 招银国际研究

图 6: 近期油价推高美国 10 年期国债利率



资料来源: 彭博, 招银国际研究

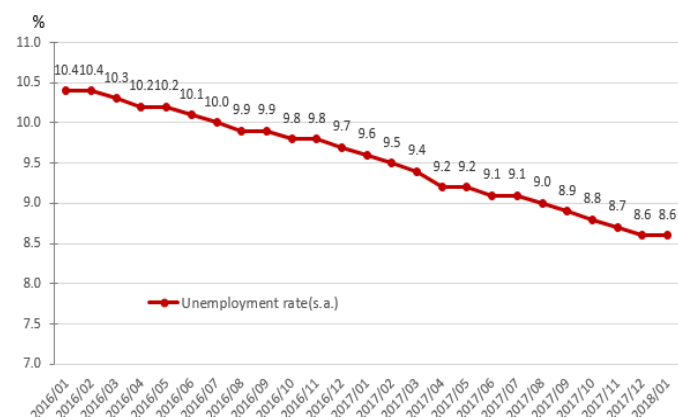
图 8: 长短期国债利差收窄



资料来源: 彭博, 招银国际研究

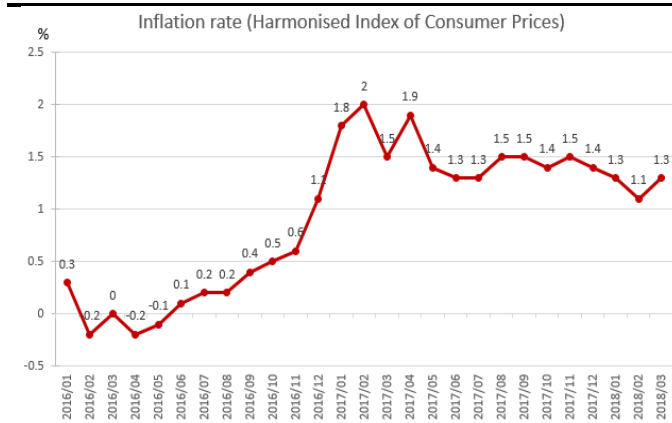
欧元区

图 9: 欧元区失业率处于 08 年以来最低水平



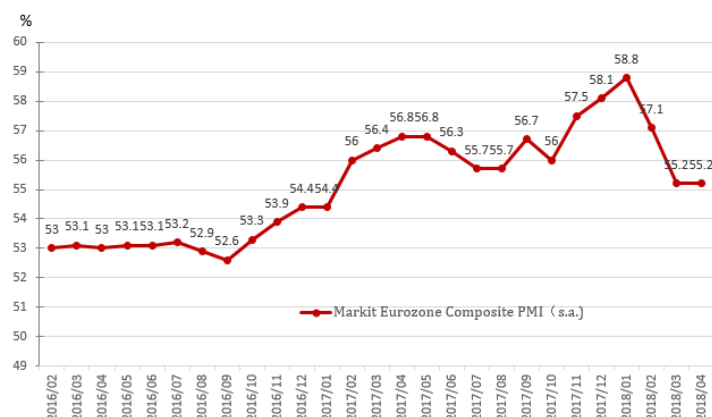
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 11: 欧元区通胀未显现持续上升趋势



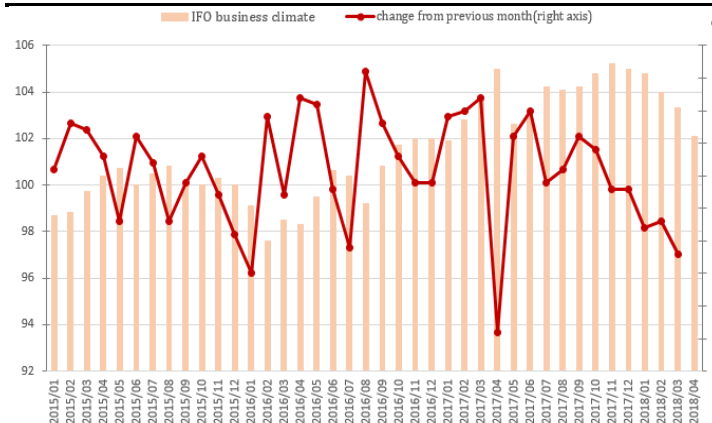
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 10: 欧元区 4 月 PMI 暂停下降趋势



资料来源: 彭博, 招银国际研究

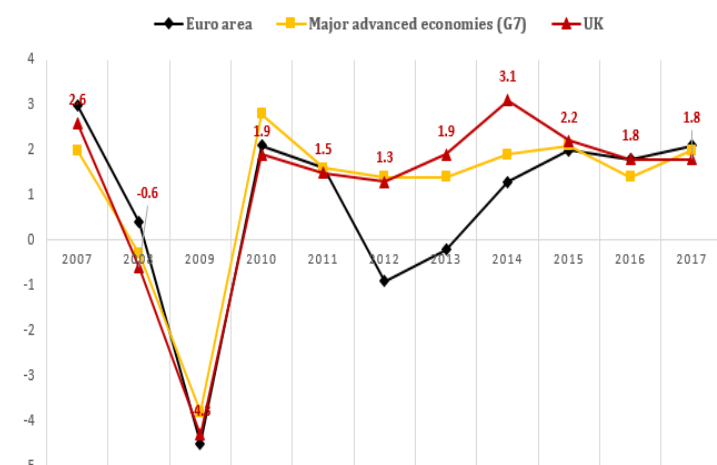
图 12: 欧元区商业景气指数转差



资料来源: 彭博, 招银国际研究

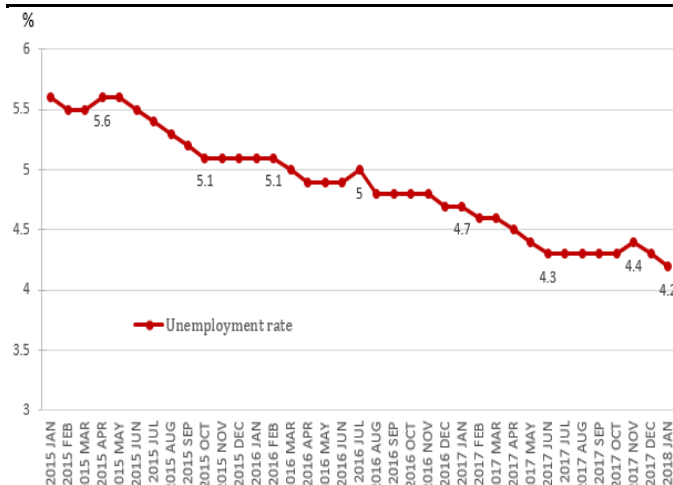
英国

图 13: 英国经济与其他发达国家相比: 从领先到落后



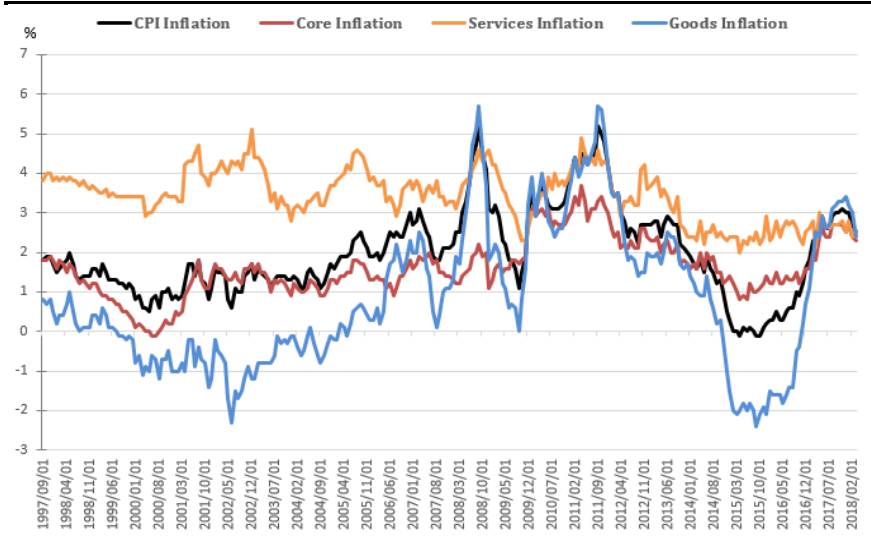
资料来源: IMF, 招银国际研究

图 14: 英国失业率在逐渐降低



资料来源: 英国政府, 招银国际研究

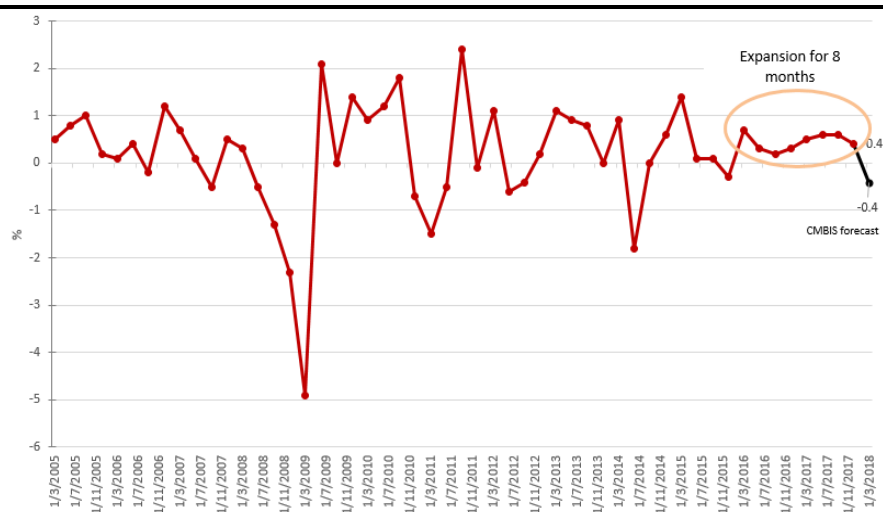
图 15: 英国通胀逐渐下降接近至央行目标



资料来源: 彭博, 招银国际研究

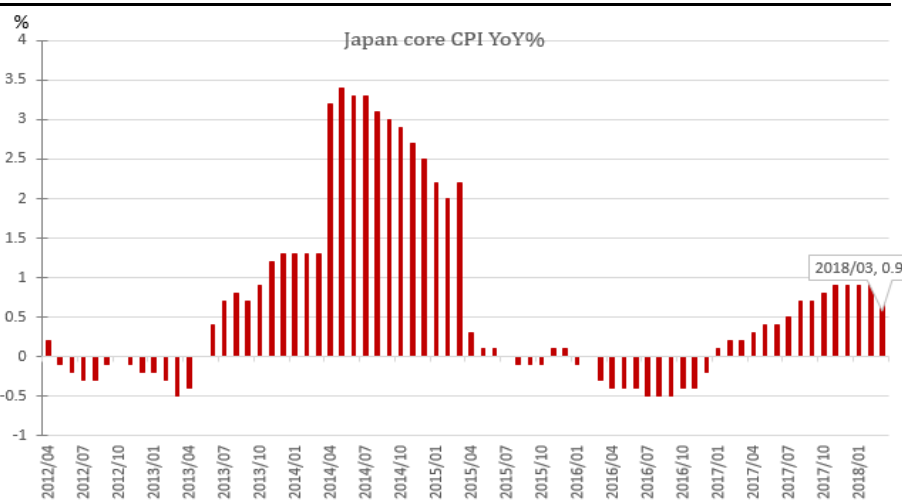
日本

图 16: 日本 1Q18 实际 GDP 可能下降



资料来源: 彭博, 招银国际研究

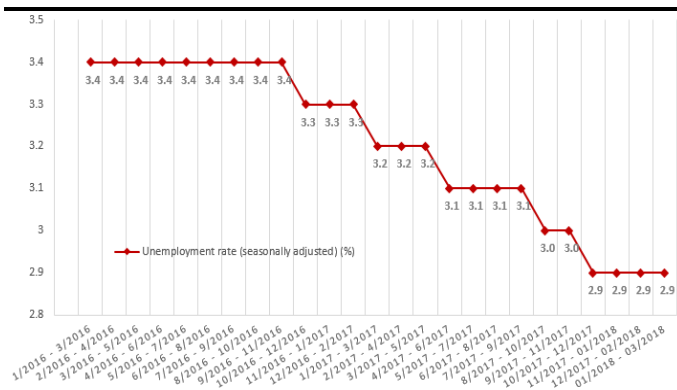
图 17: 日本核心通胀远低于 2% 的央行目标



资料来源: 彭博, 招银国际研究

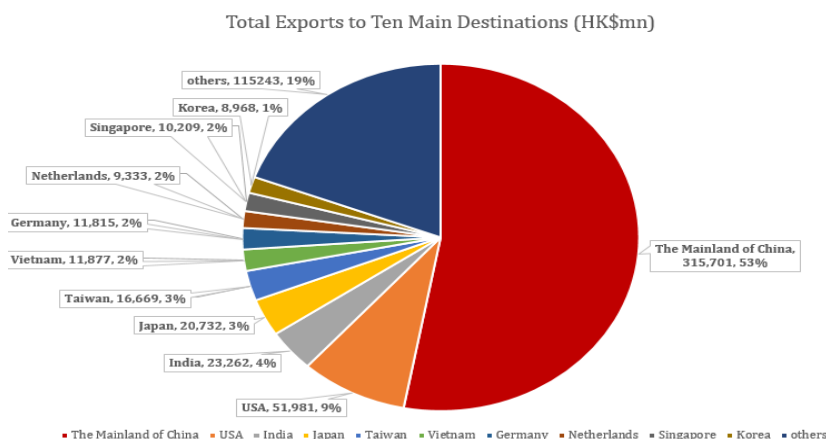
香港

图 18: 香港接近全面就业



资料来源: 香港政府, 招银国际研究

图 20: 美国和中国内地是香港前两大贸易对象



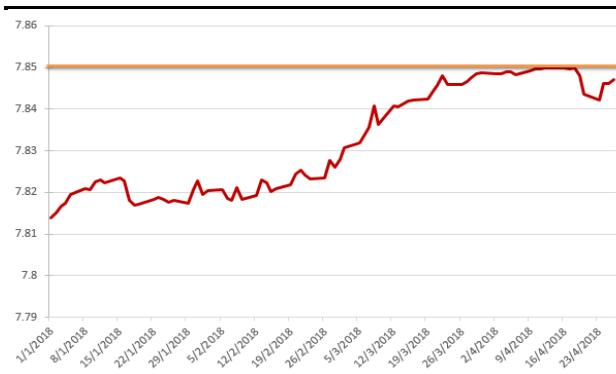
资料来源: 香港政府, 招银国际研究

图 21: 香港金管局在 4 月 13 次出手干预维护汇率机制

日期	04/12	04/13	04/13	04/14	04/16	04/17	04/17	04/17	04/18	04/18	04/18	04/19	04/19	总计
HKD 十亿	0.816	2.442	3.038	3.368	3.587	5.77	3.376	6.201	1.57	3.533	4.318	3.14	10.17	51.33

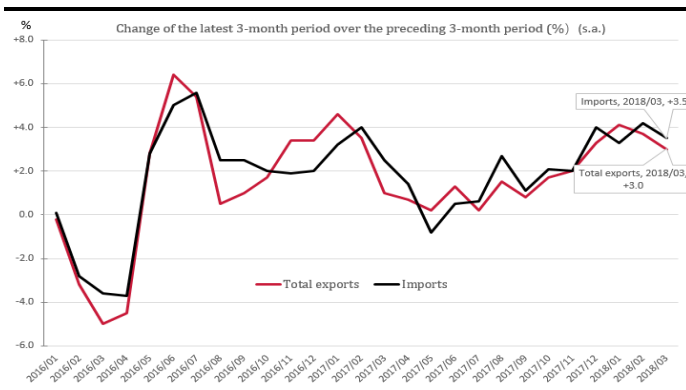
资料来源: 香港金管局, 招银国际研究

图 22: 2018 年以来的美元/港元汇率



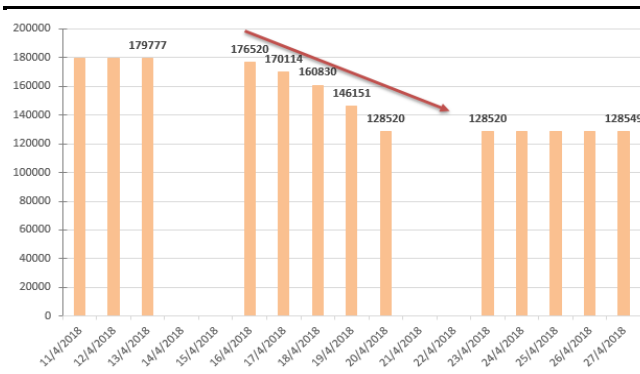
资料来源: 彭博, 招银国际研究

图 19: 香港 3 月对外贸易继续保持增长



资料来源: 香港政府, 招银国际研究

图 23: 香港银行间流动性在 4 月减少三成



资料来源: 彭博, 招银国际研究

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 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士。