

2018 下半年全球宏觀經濟展望

頭號風險在全球貿易戰

- 經濟增長：**與 2017 年主要經濟體同步復蘇相比，今年上半年的全球經濟逐漸顯現出兩大趨勢，一是動能放緩，二是出現分化。貿易摩擦主導全球經濟和金融市場，使得去年勢頭正健、并大幅提振經濟的全球貿易注定只是曇花一現。加上日本和英國開局不佳，歐元區增勢回落，大宗商品出口增速放緩影響新興市場，多因素拖累全球增長動力。相較而言美國經濟強勁，并對全球經濟增長貢獻提升，失業率維持低位，稅改和財政計劃的提振作用料將持續至 2019 年末。大部分新興市場的經濟基本面依然有足夠支撐、且通脹可控，防風險能力較以往更強，仍存大量投資機會。全球經濟依然穩健，考慮到風險來源增加，我們對本年度全球經濟增長的預測由 3.6% 下調至 3.4%。
- 國際貿易：**貿易緊張局勢將是全球經濟的頭號風險，G20 國家在過去半年新增的貿易限制措施已經較上期翻倍，美國關稅措施落地之後，反制和回應也會接踵而至。雖然今年貿易量的邊際減少對增長的直接影響有限，但有三大更嚴重後果：一是給市場增加了大量不確定性和不安情緒，為全球投資和製造蒙上陰影，全球新增出口訂單指數已經明顯回落；二是損害國家之間的互信關係，進而波及到其他領域的合作，對全球經濟產生廣泛深遠影響；更重要的是，當前的貿易保護主義對戰後建立起來的全球自由貿易體系的衝擊是前所未有的，這種破壞性、體系層面的震動將對全球經濟產生何種級別的影響以及如何修補都是全新的問題。
- 通脹及貨幣政策：**介于財政計劃刺激以及就業市場趨緊，美國通脹料繼續攀升，美聯儲將持續漸進平穩加息和縮表，并合理引導市場預期，目前市場已經較為充分地反應了今年的加息預期。我們預計美國本輪加息進程還將持續四至五次，之後于 2020 年左右結束，到時也是美國經濟擴張周期及強勢美元的轉折點，在此之前美國經濟仍將受到寬鬆貨幣政策提振。歐洲央行計劃于下半年退出量化寬鬆，將從 9 月開始逐步減少購買資產直到 12 月完全退出，但加息則要等到明年中才有可能開始。由于日本離通脹目標依然遙遠，下半年日本央行無法找到退出寬鬆政策的合宜時機。
- 貨幣匯率：**貿易戰當前，避險情緒高企。美元指數預計在下半年特別是第四季度持續回暖，指向 96 至 97。脫歐的不確定性將繼續影響英鎊估值。由于市場的加息預期隨政策指引有所變化、政治風險拖累、加之美元走強趨勢明顯，歐元可能在下半年承壓。在美歐利率正常化背景下，日本持續的寬鬆政策將給日元帶來不小壓力。人民幣對美元匯率的箱體中軸線預計將在 6.6。
- 風險來源：**下行風險加大，除持續升級的貿易戰外，還需留意地緣政治、油價走勢以及新興市場的局部危機。美國于上半年退出伊核協議之後，委內瑞拉政局、美國葉岩油產量、OPEC 減產等將持續影響原油價格。介于美元在下半年仍有走強空間且美國長端利率仍會提升，新興市場的資本外流將持續、但出現危機擴散蔓延的幾率較小。

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	3.7
美國	2.3	2.8	2.4	2.1	2.3	2.0
歐元區	2.5	2.2	1.9	1.5	1.4	1.6
英國	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
中國	6.9	6.7	6.5	1.6	2.3	3.0
香港	3.8	4.0	3.0	1.7	2.4	1.4

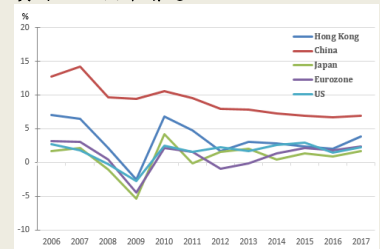
資料來源：彭博、招銀國際研究預測（截止 7 月 5 日）

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06月27日](#)

[美國何時進入衰退？](#)

[18年06月13日](#)

[美朝峰會將重塑地緣風險的市場影響](#)

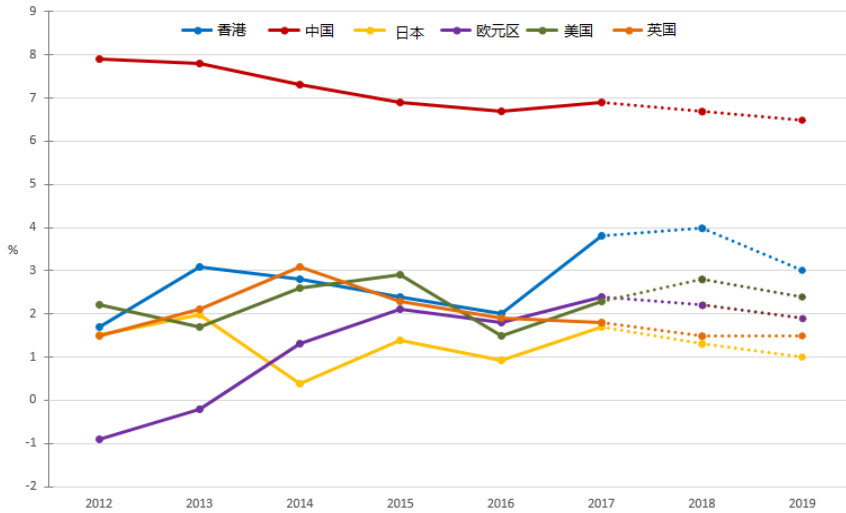
[18年06月07日](#)

[6月全球宏觀經濟報告——增長持續，風險激增](#)

經濟增長

與 2017 年主要經濟體同步復蘇相比，今年上半年的全球經濟逐漸顯現出兩大趨勢，一是動能放緩，二是出現分化。貿易摩擦主導全球經濟和金融市場，使得 2017 年看到的勢頭正健的全球貿易對經濟的大幅提振注定只是曇花一現。加上日本和英國開局不佳，歐元區增勢回落，大宗商品出口增速放緩影響新興市場，多因素拖累全球增長動力。當前全球經濟依然穩健，考慮到風險來源增加，我們對本年度全球經濟增長的預測由 3.6% 下調至 3.4%。

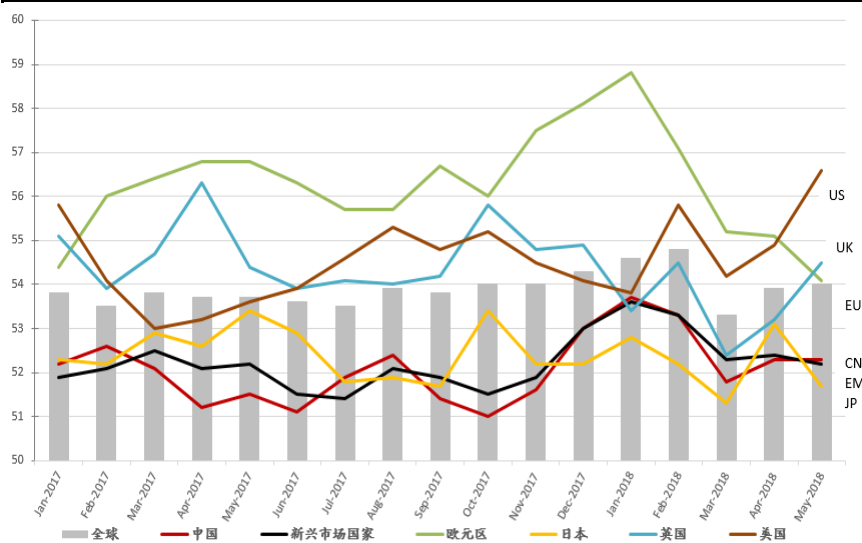
圖 1: 主要經濟體 GDP 增速及預測



資料來源：IMF、招銀國際研究預測(截止 7 月 5 日)

本輪全球復蘇持續時間長主要在於增速溫和。進入到上次危機過後的第十年，主要經濟體由上年的同步復蘇逐漸顯現分化：美國經濟強勁，并對全球經濟增長貢獻提升，失業率維持低位，稅改和財政計劃的提振作用料將持續至 2019 年末，貿易戰及報復措施對美國經濟的影響暫不會在下半年顯現，預計全年增速可達 2.8%。歐元區表現不够平穩，經濟增速略有放緩，綜合 PMI 指數連續下滑至 19 個月新低，英國脫歐進程及意大利等國的國內政治給整個歐元區增添較多風險和波動因素，預計全年增速由去年的 2.5% 降至 2.2%；英國和日本經濟經過年初的短暫低迷之後會在下半年有所回升，但英國總體增速料繼續趨于乏力，預計全年 GDP 增速 1.5%；大宗商品的出口增速將放緩，但大部分新興市場的經濟基本面依然有足夠支撐、且通脹可控，在儘量避開美元外債的前提下仍存大量投資機會。香港經濟強勁走勢料將持續全年，預計增長可達 4%。

圖 2: 主要經濟體綜合 PMI 指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 3: 製造業 PMI

	May-2018	Apr-2018	Mar-2018	Feb-2018	Jan-2018	Dec-2017	Nov-2017	Oct-2017	Sep-2017	Aug-2017	Jul-2017	Jun-2017
全球	53.1	53.5	53.3	54.1	54.4	54.5	54	53.4	53.2	53.1	52.7	52.6
中國	51.1	51.1	51.0	51.6	51.5	51.5	50.8	51.0	51.0	51.6	51.1	50.4
歐元區	55.5	56.2	56.6	58.6	59.6	60.6	60.1	58.5	58.1	57.4	56.6	57.4
日本	52.8	53.8	53.1	54.1	54.8	54.0	53.6	52.8	52.9	52.2	52.1	52.4
英國	54.3	53.9	54.9	54.9	55.0	56.0	58.2	56.2	56.0	56.8	55.4	54.5
美國	56.4	56.5	55.6	55.3	55.5	55.1	53.9	54.6	53.1	52.8	53.3	52.0

資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 4: 服務業 PMI

	May-2018	Apr-2018	Mar-2018	Feb-2018	Jan-2018	Dec-2017	Nov-2017	Oct-2017	Sep-2017	Aug-2017	Jul-2017	Jun-2017
全球	54.3	53.8	53.2	54.8	54.1	53.8	53.7	54.1	53.8	54	53.7	53.8
中國	52.9	52.9	52.3	54.2	54.7	53.9	51.9	51.2	50.6	52.7	51.5	51.6
歐元區	53.8	54.7	54.9	56.2	58.0	56.6	56.2	55.0	55.8	54.7	55.4	55.4
日本	51.0	52.5	50.9	51.7	51.9	51.1	51.2	53.4	51.0	51.6	52.0	53.3
英國	54.0	52.8	51.7	54.5	53.0	54.2	53.8	55.6	53.6	53.2	53.8	53.4
美國	56.8	54.6	54.0	55.9	53.3	53.7	54.5	55.3	55.3	56.0	54.7	54.2

資料來源：彭博、招銀國際研究

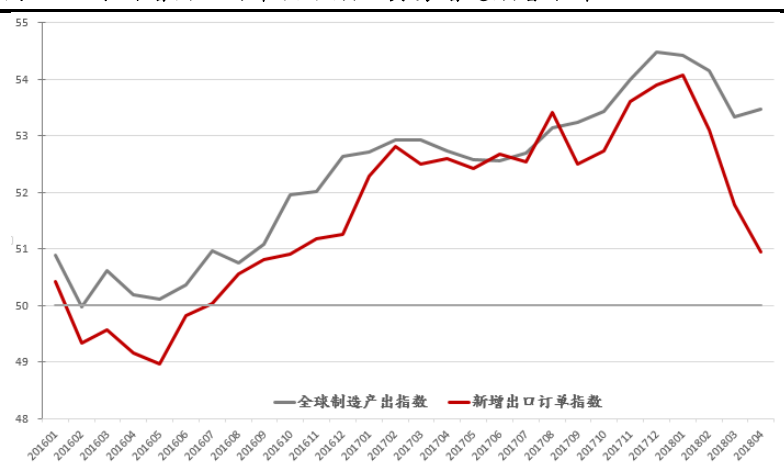
國際貿易

2017 年全球貿易表現超出預期且惠及全球經濟，特別是航運繁榮有利支撐亞太經濟增長。這種勢頭本可在今年持續，却遭遇美國貿易保護政策這一重大不利因素。

貿易緊張局勢將是全球經濟的頭號風險，其負面影響將滲透到經濟的各個層面。G20 國家在過去半年新增的貿易限制措施已經較上期翻倍，中國、歐盟、俄羅斯等主要貿易體都已經捲入當前貿易戰，美國關稅措施落地之後，反制和回應也會接踵而至。

雖然今年貿易量的邊際減少對經濟的直接影響有限，但有三大更嚴重後果：一是給市場增加了大量不確定性和不安情緒，為全球投資和製造蒙上陰影，全球新增出口訂單指數已經明顯回落；二是損害國家之間的互信關係，進而波及其他領域的合作，對全球經濟產生廣泛深遠影響；更重要的是，當前的貿易保護主義對戰後建立起來的全球自由貿易體系的衝擊是前所未有的，這種破壞性、體系層面的震動將對全球經濟產生何種級別的影響以及如何修補都是全新的問題。

圖 5: 全球新增出口訂單指數顯示貿易增速顯著下降

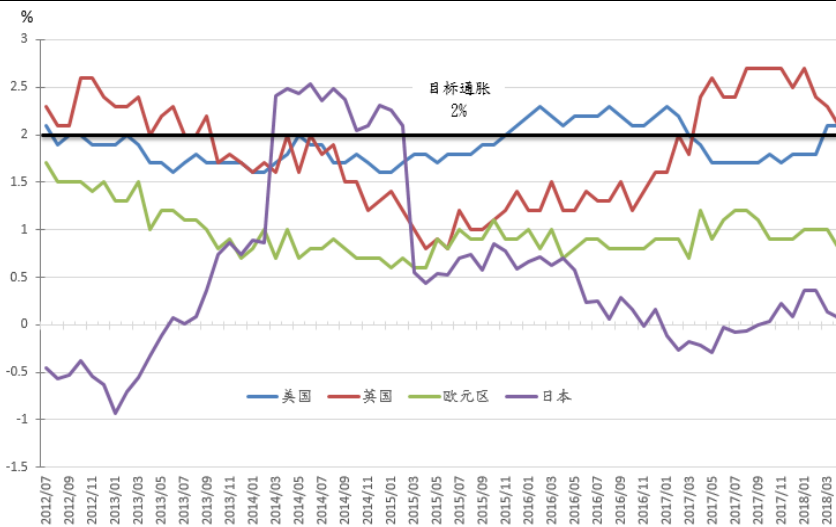


資料來源：彭博、招銀國際研究

通脹及貨幣政策

全球主要央行收緊貨幣政策的步伐將同時帶來機遇和風險。美聯儲方面，介于財政計劃刺激以及就業市場趨緊，美國通脹料繼續攀升，美聯儲將持續漸進平穩加息和縮表，并合理引導市場預期，目前市場已經較為充分地反應了今年的加息預期。我們預計美國本輪加息進程還將持續四至五次，之後于2020年左右結束，到時也是美國經濟擴張周期及強勢美元的轉折點，在此之前美國經濟仍將受到寬鬆貨幣政策提振。歐洲央行計劃于下半年退出量化寬鬆，將從9月開始逐步減少購買資產直到12月完全退出，但加息則要等到明年中才有可能開始。由于日本離通脹目標依然遙遠，下半年日本央行無法找到退出寬鬆政策的合宜時機。香港預計將在下半年上調最優惠利率。

圖 6: 主要國家核心通脹率

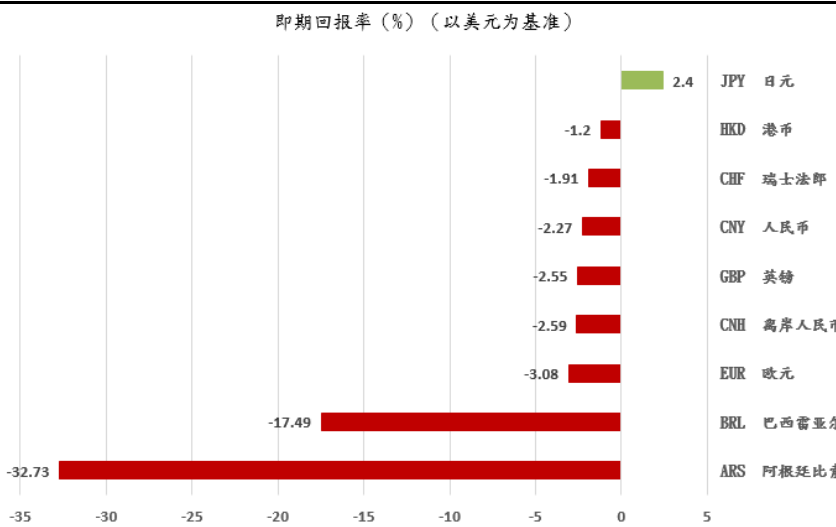


資料來源：彭博、招銀國際研究

匯率

貿易戰當前，避險情緒高企。美元指數預計在下半年特別是第四季度持續回暖，指向96至97。脫歐的不確定性將繼續影響英鎊估值。由于市場的加息預期隨政策指引有所變化、政治風險拖累、加之美元走強趨勢明顯，歐元可能在下半年承壓。在美歐利率正常化背景下，日本持續的寬鬆政策將給日元帶來不小壓力。人民幣對美元匯率的箱體中軸線預計將在6.6。

圖 7: 上半年主要貨幣相對美元的表現



資料來源：彭博、招銀國際研究 (2018年初至7月4日)

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责任。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士。