

2018 下半年全球宏观经济展望

头号风险在全球贸易战

- 经济增长:**与 2017 年主要经济体同步复苏相比,今年上半年的全球经济逐渐显现出两大趋势,一是动能放缓,二是出现分化。贸易摩擦主导全球经济和金融市场,使得去年势头正健、并大幅提振经济的全球贸易注定只是昙花一现。加上日本和英国开局不佳,欧元区增势回落,大宗商品出口增速放缓影响新兴市场,多因素拖累全球增长动力。相较而言美国经济强劲,并对全球经济增长贡献提升,失业率维持低位,税改和财政计划的提振作用料将持续至 2019 年末。大部分新兴市场的经济基本面依然有足够支撑,且通胀可控,防风险能力较以往更强,仍存大量投资机会。全球经济依然稳健,考虑到风险来源增加,我们对本年度全球经济增长的预测由 3.6% 下调至 3.4%。
- 国际贸易:**贸易紧张局势将是全球经济的头号风险,G20 国家在过去半年新增的贸易限制措施已经较上期翻倍,美国关税措施落地之后,反制和回应也会接踵而至。虽然今年贸易量的边际减少对增长直接影响有限,但有三大更严重后果:一是给市场增加了大量不确定性和不安情绪,为全球投资和制造蒙上阴影,全球新增出口订单指数已经明显回落;二是损害国家之间的互信关系,进而波及到其他领域的合作,对全球经济产生广泛深远影响;更重要的是,当前的贸易保护主义对战后建立起来的全球自由贸易体系的冲击是前所未有的,这种破坏性、体系层面的震动将对全球经济产生何种级别的影响以及如何修补都是全新的问题。
- 通胀及货币政策:**介于财政计划刺激以及就业市场趋紧,美国通胀料继续攀升,美联储将持续渐进平稳加息和缩表,并合理引导市场预期,目前市场已经较为充分地反应了今年的加息预期。我们预计美国本轮加息进程还将持续四至五次,之后于 2020 年左右结束,到时也是美国经济扩张周期及强势美元的转折点,在此之前美国经济仍将受到宽松货币政策提振。欧洲央行计划于下半年退出量化宽松,将从 9 月开始逐步减少购买资产直到 12 月完全退出,但加息则要等到明年中才有可能开始。由于日本离通胀目标依然遥远,下半年日本央行无法找到退出宽松政策的合宜时机。
- 货币汇率:**贸易战当前,避险情绪高企。美元指数预计在下半年特别是第四季度持续回暖,指向 96 至 97。脱欧的不确定性将继续影响英镑估值。由于市场的加息预期随政策指引有所变化、政治风险拖累、加之美元走强趋势明显,欧元可能在下半年承压。在美欧利率正常化背景下,日本持续的宽松政策将给日元带来不小压力。人民币对美元汇率的箱体中轴线预计将在 6.6。
- 风险来源:**下行风险加大,除持续升级的贸易战外,还需留意地缘政治、油价走势以及新兴市场的局部危机。美国于上半年退出伊核协议之后,委内瑞拉政局、美国页岩油产量、OPEC 减产等将持续影响原油价格。介于美元在下半年仍有走强空间且美国长端利率仍会提升,新兴市场的资本外流将持续,但出现危机扩散蔓延的几率较小。

全球经济预测

	GDP			通胀		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
全球	3.8	3.4	3.2	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	2.2	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	4.0	3.0	1.7	2.4	1.4

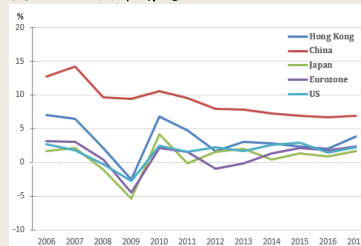
资料来源:彭博、招银国际研究预测(截止7月5日)

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

近期全球宏观报告

[18年06月27日](#)

[美国何时进入衰退?](#)

[18年06月13日](#)

[美朝峰会将重塑地缘风险的市场影响](#)

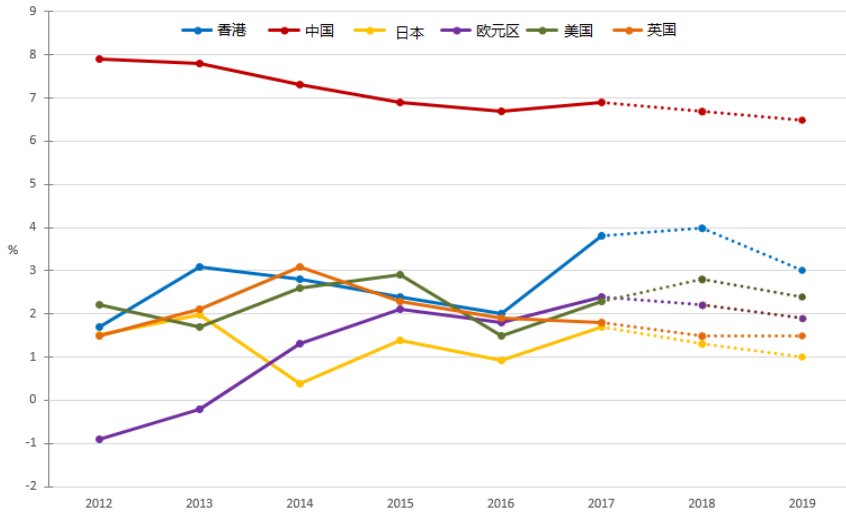
[18年06月07日](#)

[6月全球宏观经济报告——增长持续, 风险激增](#)

经济增长

与2017年主要经济体同步复苏相比，今年上半年的全球经济逐渐显现出两大趋势，一是动能放缓，二是出现分化。贸易摩擦主导全球经济和金融市场，使得2017年看到的势头正健的全球贸易对经济的大幅提振注定只是昙花一现。加上日本和英国开局不佳，欧元区增势回落，大宗商品出口增速放缓影响新兴市场，多因素拖累全球增长动力。当前全球经济依然稳健，考虑到风险来源增加，我们对本年度全球经济增长的预测由3.6%下调至3.4%。

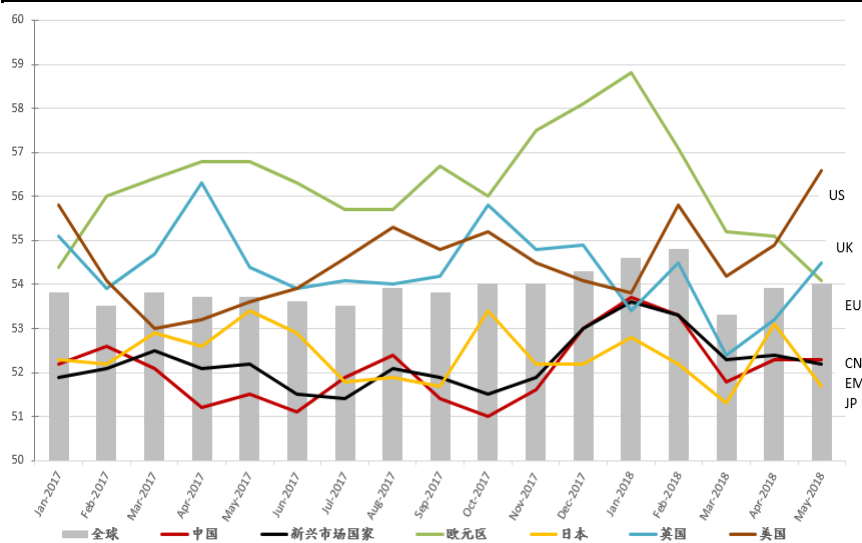
图 1: 主要经济体 GDP 增速及预测



资料来源：IMF、招银国际研究预测(截止7月5日)

本轮全球复苏持续时间长主要在于增速温和。进入到上次危机过后的第十年，主要经济体由上年的同步复苏逐渐显现分化：美国经济强劲，并对全球经济增长贡献提升，失业率维持低位，税改和财政计划的提振作用料将持续至2019年末，贸易战及报复措施对美国的影响暂不会在下半年显现，预计全年增速可达2.8%。欧元区表现不够平稳，经济增速略有放缓，综合PMI指数连续下滑至19个月新低，英国脱欧进程及意大利等国的国内政治给整个欧元区增添较多风险和波动因素，预计全年增速由去年的2.5%降至2.2%；英国和日本经济经过年初的短暂低迷之后会在下半年有所回升，但英国总体增速料继续趋于乏力，预计全年GDP增速1.5%；大宗商品的出口增速将放缓，但大部分新兴市场的经济基本面依然有足够支撑、且通胀可控，在尽量避开美元外债的前提下仍存大量投资机会。香港经济强劲走势料将持续全年，预计增长可达4%。

图 2: 主要经济体综合 PMI 指数



资料来源：彭博、招银国际研究

图 3: 制造业 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
中国	51.1	51.1	51.0	51.6	51.5	51.5	50.8	51.0	51.0	51.6	51.1	50.4
欧元区	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
英国	54.3	53.9	54.9	54.9	55.0	56.0	58.2	56.2	56.0	56.8	55.4	54.5
美国	56.4	56.5	55.6	55.3	55.5	55.1	53.9	54.6	53.1	52.8	53.3	52.0

资料来源：彭博、招银国际研究

图 4: 服务业 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
中国	52.9	52.9	52.3	54.2	54.7	53.9	51.9	51.2	50.6	52.7	51.5	51.6
欧元区	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
英国	54.0	52.8	51.7	54.5	53.0	54.2	53.8	55.6	53.6	53.2	53.8	53.4
美国	56.8	54.6	54.0	55.9	53.3	53.7	54.5	55.3	55.3	56.0	54.7	54.2

资料来源：彭博、招银国际研究

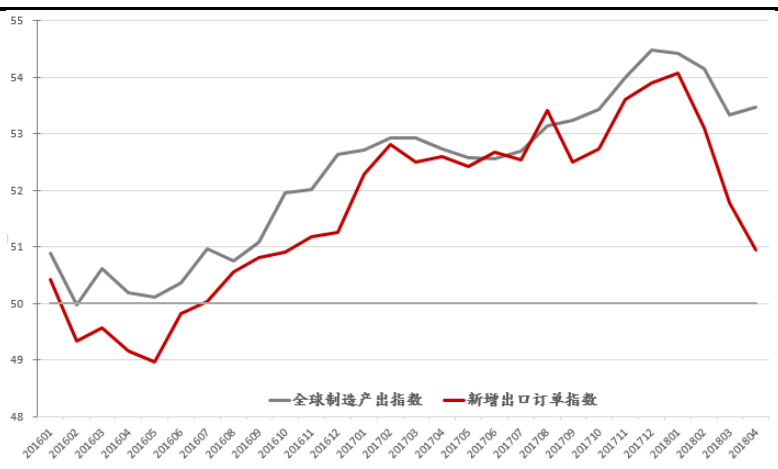
国际贸易

2017 年全球贸易表现超出预期且惠及全球经济，特别是航运繁荣有利支撑亚太经济增长。这种势头本可在今年持续，却遭遇美国贸易保护政策这一重大不利因素。

贸易紧张局势将是全球经济的头号风险，其负面影响将渗透到经济的各个层面。G20 国家在过去半年新增的贸易限制措施已经较上期翻倍，中国、欧盟、俄罗斯等主要贸易体都已经卷入当前贸易战，美国关税措施落地之后，反制和回应也会接踵而至。

虽然今年贸易量的边际减少对经济的直接影响有限，但有三大更严重后果：一是给市场增加了大量不确定性和不安情绪，为全球投资和制造蒙上阴影，全球新增出口订单指数已经明显回落；二是损害国家之间的互信关系，进而波及其他领域的合作，对全球经济产生广泛深远影响；更重要的是，当前的贸易保护主义对战后建立起来的全球自由贸易体系的冲击是前所未有的，这种破坏性、体系层面的震动将对全球经济产生何种级别的影响以及如何修补都是全新的问题。

图 5: 全球新增出口订单指数显示贸易增速显著下降

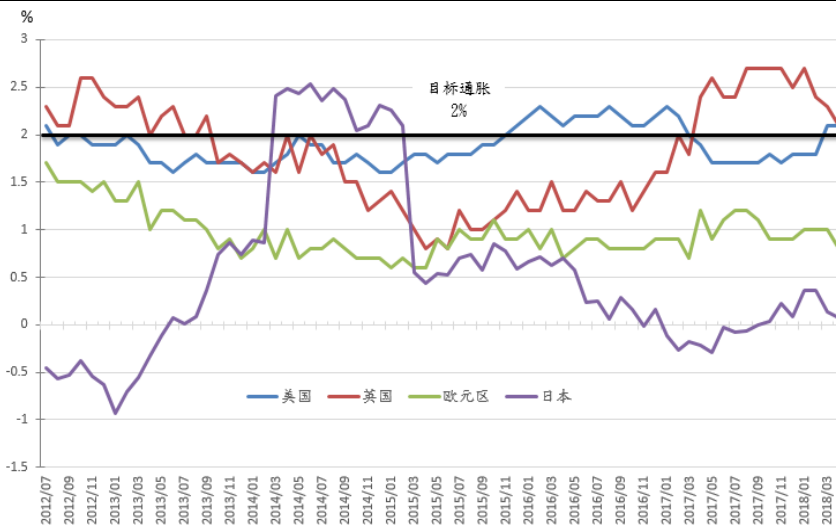


资料来源：彭博、招银国际研究

通胀及货币政策

全球主要央行收紧货币政策的步伐将同时带来机遇和风险。美联储方面，介于财政计划刺激以及就业市场趋紧，美国通胀料继续攀升，美联储将持续渐进平稳加息和缩表，并合理引导市场预期，目前市场已经较为充分地反应了今年的加息预期。我们预计美国本轮加息进程还将持续四至五次，之后于2020年左右结束，到时也是美国经济扩张周期及强势美元的转折点，在此之前美国经济仍将受到宽松货币政策提振。欧洲央行计划于下半年退出量化宽松，将从9月开始逐步减少购买资产直到12月完全退出，但加息则要等到明年中才有可能开始。由于日本离通胀目标依然遥远，下半年日本央行无法找到退出宽松政策的合宜时机。香港预计将在下半年上调最优惠利率。

图 6: 主要国家核心通胀率

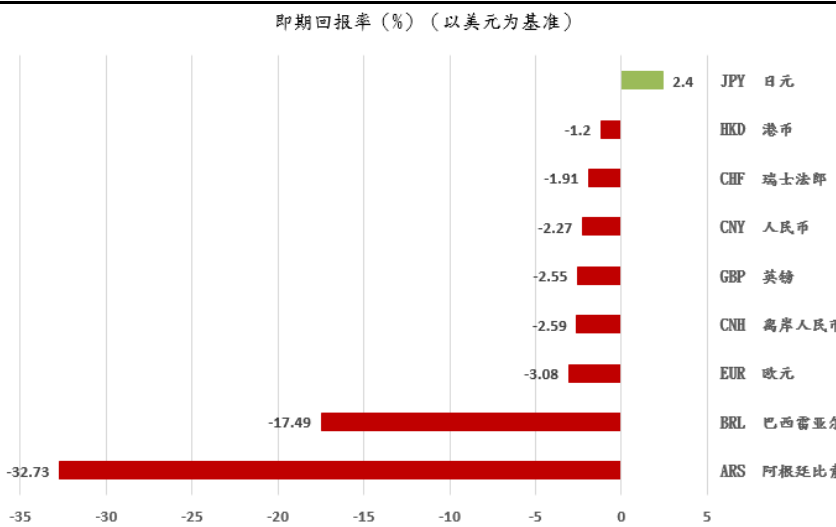


资料来源：彭博、招银国际研究

汇率

贸易战当前，避险情绪高企。美元指数预计在下半年特别是第四季度持续回暖，指向96至97。脱欧的不确定性将继续影响英镑估值。由于市场的加息预期随政策指引有所变化、政治风险拖累、加之美元走强趋势明显，欧元可能在下半年承压。在美欧利率正常化背景下，日本持续的宽松政策将给日元带来不小压力。人民币对美元汇率的箱体中轴线预计将在6.6。

图 7: 上半年主要货币相对美元的表现



资料来源：彭博、招银国际研究 (2018年初至7月4日)

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于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上责任。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)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。