

8月全球宏观经济报告

美欧增速分化加剧

- ❖ **概要。**放缓的欧元区增长与依然强劲的美国经济形成鲜明对比，两者差距加大意味着美欧同步复苏已经终结。在脱欧忧虑中英格兰银行提升利率，而美联储、欧洲央行和日本央行维持利率不变。贸易战持续影响全球经济和金融市场。
- ❖ **美国：增长已经见顶。**美国2季度的GDP增速创近四年来新高，经济正开足马力全速推进。对特朗普和共和党而言，2季度的经济数据绝对是期盼已久好消息，可作为竞选时“兜售”给选民的重要信息。另一方面，强劲经济也支撑特朗普在贸易争端中以更强硬的姿态与别国博弈。但亮眼经济数据可能掩盖风险：1) 近期经济高速增长的一个重要支撑来自于石油产业，高油价推动美国原油产量迅速上升，然而油价的波动性和有限的上升空间决定了这种高速的产业扩张缺乏持续性；2) 净出口的高速增长实际是贸易战副作用的表现，全球的公司都在加快购进、运输和囤积货物以应对关税措施带来的价格上升，而美国的农民也千方百计赶在关税生效之前把大豆等受影响产品运往中国；3) 当前的经济增长依然受到减税措施的刺激，而其作用将逐渐减退；4) 贸易保护政策已经开始拖累美国经济。美联储立场更趋鹰派，更加趋向今年再加息两次。
- ❖ **欧元区：动力难复。**欧元区经济增长保持稳定，连续两季令人失望的经济数据证明整个经济体系的动力正在放缓，且前瞻数据显示动力似乎很难恢复。经济前景不明朗叠加贸易战，企业越发担心区内的经济环境。美欧贸易协议虽然缺乏实质内容，但至少在解决问题的道路上迈出了一步，有望带来些许乐观情绪，暂时稳定经济信心。欧洲央行表示计划今年年底结束量化宽松，经济动力不足如果持续更长时间将迫使欧洲央行维持当前低利率至少到明年，而我们预计首次加息大致在2019年9月。
- ❖ **英国：脱欧忧虑中的加息。**在脱欧形势极不明朗之际，英格兰银行提升利率至0.75%，并预测英国中性利率为2-3%。在脱欧顺利的情境下，我们预计19年下半年会有1至2次加息。经济增长有望在2、3季度回升，目前脱欧政策团队出现内讧且缺乏清晰的计划，进一步增添了脱欧的不确定性，拖累英国经济、企业计划及英镑汇率。
- ❖ **日本：低通胀引忧虑。**零售额已经录得8个月增长，2季度日本经济有望在1季度的低迷之后回升，但近期频发的自然灾害有可能拖累3季度经济表现。通胀依旧低迷，日本央行调低CPI预期。在7月的会议上，日本央行维持利率不变，暗示至少在19年10月之前日本的货币政策都将相当宽松。
- ❖ **香港：增长稳健，提防风险。**当前商业信心依旧强劲，但之后或因贸易战下滑。本地就业市场趋紧状况将维持全年。受就业市场和访港容量的支撑，6月零售额录得12%的涨幅。通胀压力温和，私人住宅价格连续攀升超过27个月。6月对外贸易的表现依然强劲，但需要注意贸易战的影响将很快显现。虽然前两轮中美互征关税仅会影响香港总贸易量的1-2%，但贸易战正在拖累整个金融市场和投资氛围。面对加征关税带来的成本上升和市场波动，香港政府和企业都应当做好准备做出迅速调整。

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	2.0	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	2.4	1.7	2.4	1.4

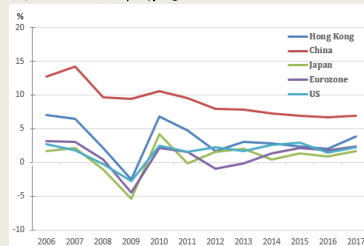
资料来源：彭博、招银国际研究（预测截止7月31日）

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7月6日-](#)

[2018下半年全球宏观经济展望——](#)

[头号风险在全球贸易战](#)

[18年6月27日](#)

[美国何时进入衰退？——基于自然利率的观点](#)

[18年6月13日](#)

[美朝峰会将重塑地缘风险的市场影响](#)

美国：增长已经见顶

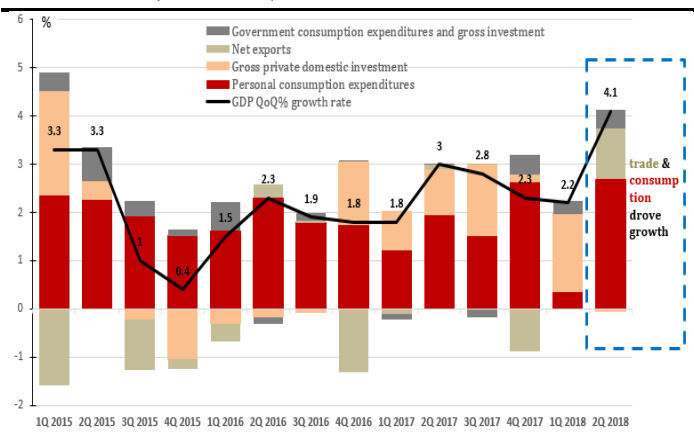
经济开足马力全速推进。美国 2 季度的 GDP 增速高达 4.1%，创近四年来新高。强劲的消费支出和净出口成为拉动增长的主要引擎，分别贡献 2.7%和 1.1%。其中，私人消费在经过了年初的疲软之后于 2 季度迅速反弹，主要是受到景气的就业和减税法案提振。此外，强劲的商业投资和政府支出的增加同时助力经济增长。消费和商业信心指数进一步攀升。尽管 7 月的非农就业数据略逊预期，但总体就业形势依旧强劲。

亮眼经济数据可能掩盖风险。首先，近期经济高速增长的一个重要支撑来自于石油产业，高油价推动美国原油产量迅速上升，然而油价的波动性和有限的上升空间决定了这种高速的产业扩张缺乏持续性。第二，净出口的高速增长实际是贸易战副作用的表现，因为全球的公司都在尽快购进、运输和囤积货物以应对关税措施带来的价格上升；而美国的农民也千方百计地赶在关税生效之前把大豆等受影响产品运往中国。此外，不可忽视当前的经济增长依然受到减税措施的刺激，而其作用将逐渐减退。

贸易保护政策已经开始拖累美国经济。对于特朗普和共和党而言，2 季度的经济数据绝对是期盼已久好消息，可作为竞选时“兜售”给选民的重要信息。另一方面，强劲经济也支撑特朗普在贸易争端中以更强势的姿态与别国博弈。实际上，贸易保护政策对美国经济的拖累已经有所显现，但特朗普政府给与受波及农民的 120 亿美元补贴并不能解决任何长期问题，农民最需要的是市场而非补贴。

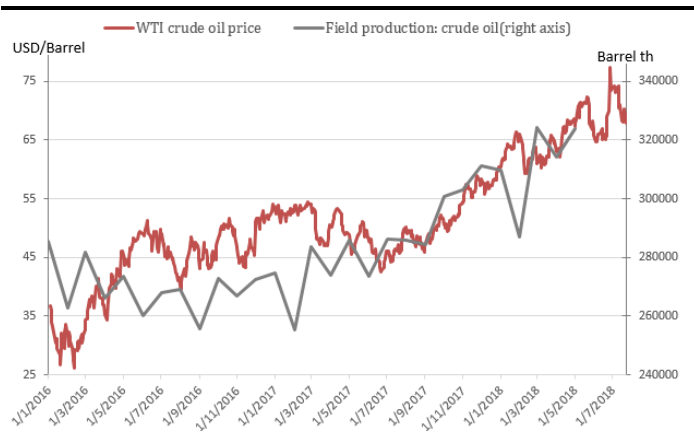
美联储将继续渐进加息。7 月 31 日至 8 月 1 日的会议之后，美联储维持政策利率不变，但在声明中多次使用“强劲”一词定位当前美国经济，立场更趋鹰派，透露出美联储政策制定者更加倾向于考虑今年再加息两次。

图 1:美国 2 季度 GDP 增速达 4.1%



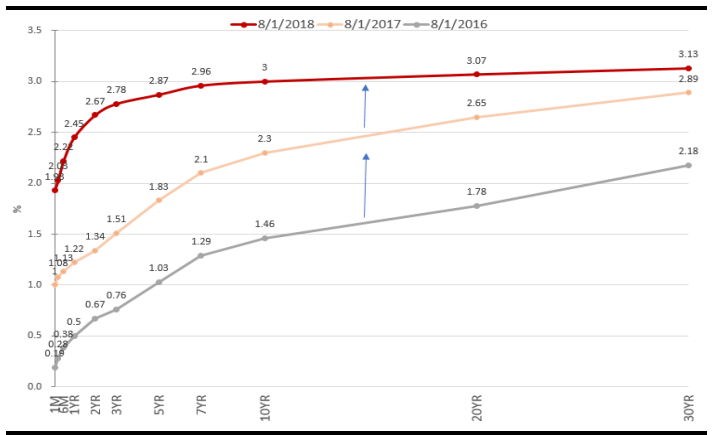
资料来源：彭博、招银国际研究

图 2:油价上涨助推美国原油生产



资料来源：彭博、招银国际研究

图 3:美国收益率曲线进一步平坦化



资料来源：彭博、招银国际研究

欧元区：动力难复

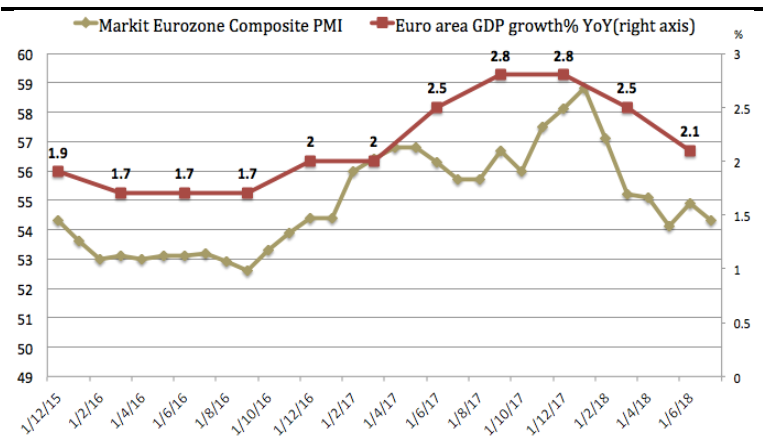
连续两季令人失望的经济数据加大美欧增速差距。欧元区2季度环比GDP增长从上季的0.4%进一步下降至0.3%，同比增长为2.1%，不及上季度的2.5%，为两年以来最低。如果说1季度经济表现不及预期还能解释为天气和罢工的拖累，那么2季度的数据可以证明整个经济体系的动力正在放缓。就业方面，失业率依旧保持金融危机以来的最低位，但年轻人失业率高企依旧是希腊、西班牙和意大利等南方国家的重要问题。总体来看，欧元区经济增长保持稳定，但一些前瞻数据显示动力似乎很难恢复。例如，7月的综合PMI指数下降至54.3，低于上半年的均值55.9以及2季度的均值54.7。我们下调了对今年欧元区经济增长的预测至2%。放缓的欧元区增长与依然强劲的美国经济形成鲜明对比，两者差距的加大意味着从2014年下半年开始的美欧同步复苏已经终结。

信心指数进一步下滑，美欧贸易协议望暂时稳定预期。多项调查显示企业越发担心区内的经济环境。由于经济前景不明朗以及油价高企引起成本上升，不少企业都在缩减投资和招聘计划。7月25日美欧贸易协议虽然缺乏实质内容，但至少是在解决问题的道路上迈出了一步，有望带来些许乐观情绪，暂时稳定经济信心。

通胀依然未见稳定增长。欧元区7月通胀升至2.1%，但主要是由能源价格拉动。如果除去能源和食品价格的影响，核心通胀率仅有1.1%，说明区内的通胀还未达到稳定上升状态。

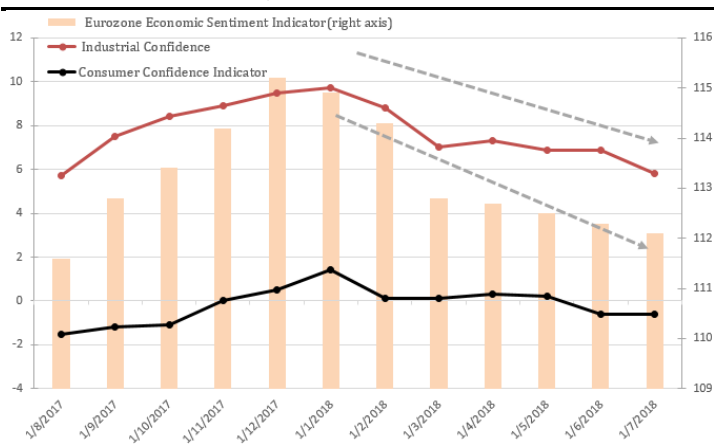
欧洲央行政策：7月26日欧洲央行表示计划今年底结束量化宽松(QE)。欧洲央行对于经济状况的描述颇为乐观，但我们应当更加谨慎。经济动力不足如果持续更长时间，将迫使欧洲央行维持当前低利率至少到明年，而我们预计首次加息在2019年9月。

图4:欧元区GDP和PMI继续下降



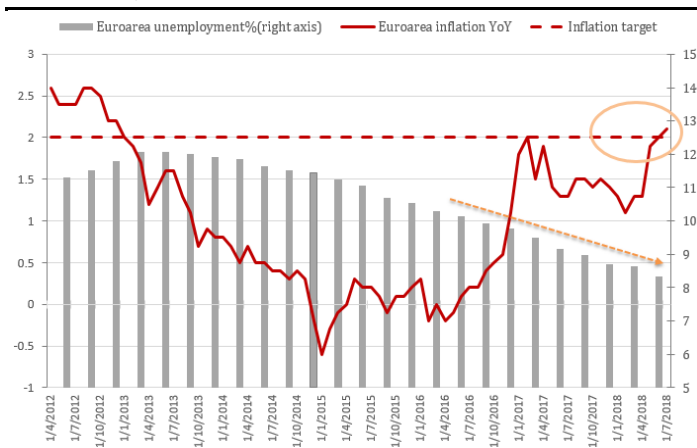
资料来源：彭博、招银国际研究

图5:经济信心指数下降



资料来源：彭博、招银国际研究

图6:失业率保持低位



资料来源：彭博、招银国际研究

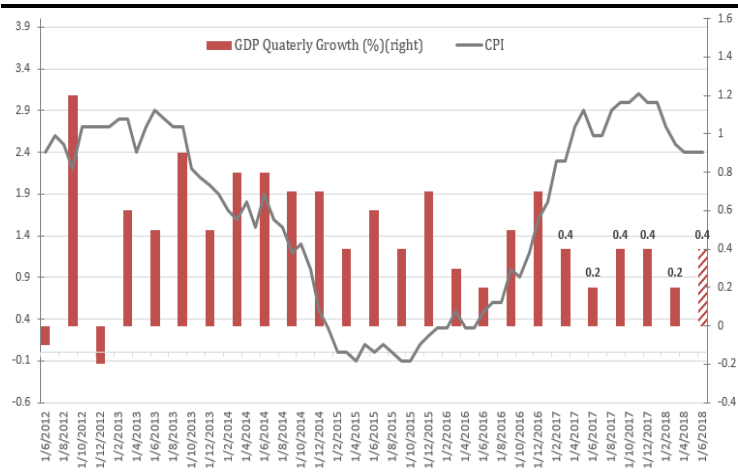
英国：脱欧忧虑中的加息

英格兰银行提升利率至 0.75%，并预测英国中性利率为 2-3%。在脱欧形势极不明朗之际，英国央行宣布了自 08 年金融危机以来的第二次加息，但在英国正式脱欧之前预计不会再有加息。英格兰银行发布的季度通胀报告预计英国的中性利率水平在 2-3%。在脱欧顺利的情境下，我们预计 19 年下半年会有 1 至 2 次加息。

经济增长有望在 2、3 季度回升。经过了 1 季度的低迷增长之后，我们预计 2 季度 GDP 增速将回到 0.4%，且前瞻指数反应这种恢复趋势将在今年大部分时间内维持。其中，服务业和零售业都有明显的回暖。

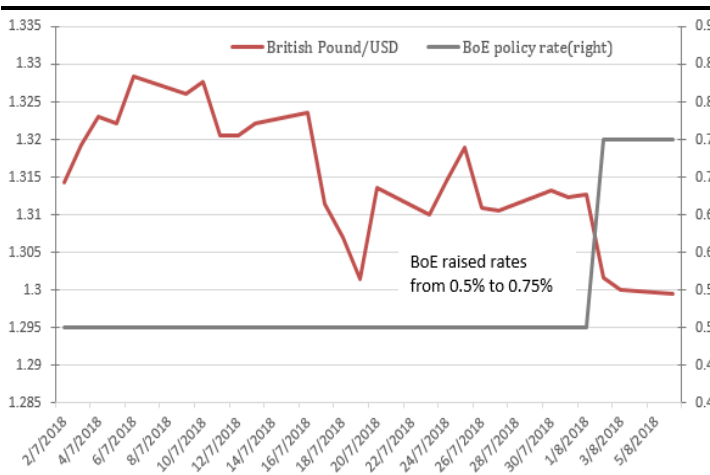
脱欧仍是最大风险。目前脱欧政策团队出现内江且缺乏清晰计划，进一步增添了脱欧的不确定性。脱欧阴云持续笼罩英国经济，许多公司都认为其经营活动将在未来几年出现下滑。此外，英镑汇率对于政治不确定性也存在高度敏感。

图 7:2 季度 GDP 增速有望回升至 0.4%



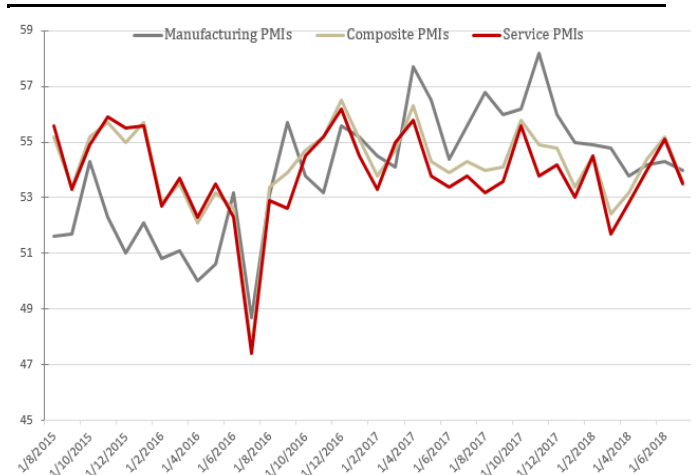
资料来源：彭博、招银国际研究

图 8: 英格兰银行提升政策利率至 0.75%



资料来源：彭博、招银国际研究

图 9: 服务业回暖助力英国经济



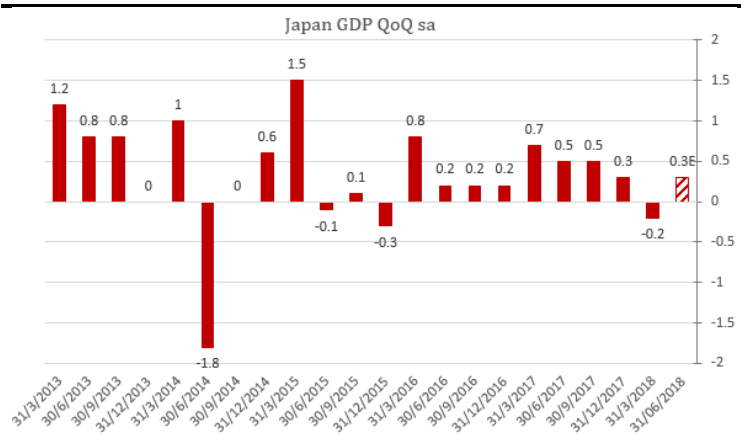
资料来源：彭博、招银国际研究

日本：低通胀引忧虑

2 季度经济增长有望回升。就业市场趋紧，截至 6 月零售额已连续 8 个月录得增长，2 季度日本经济有望在 1 季度的低迷之后回升，但近期频发的自然灾害有可能拖累 3 季度经济表现。

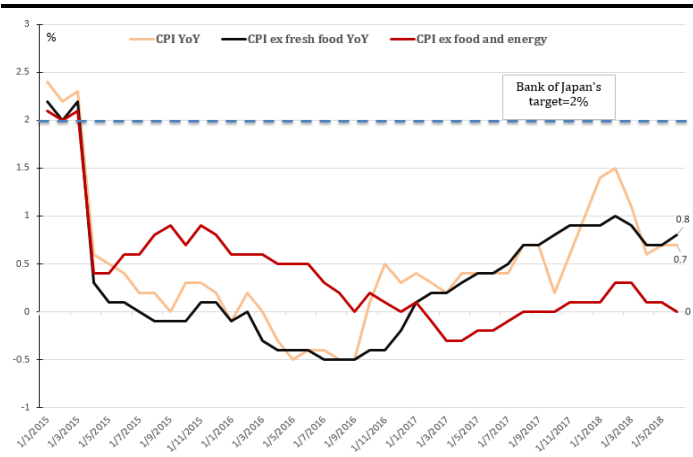
通胀依旧低迷，日本央行调低 CPI 预期。6 月数据反映日本通胀没有实质提升。CPI 维持在同比增长 0.7%，但除去新鲜食品和能源的核心 CPI 增长为零。因此，日本央行下调了 2018 年除食品外的核心 CPI 的预测值至 1.1%。在 7 月的会议上，日本央行暗示将维持货币政策不变最少至 19 年 10 月，在此之前日本的货币政策都将相当宽松。

图 10: 日本 2 季度 GDP 有望回升



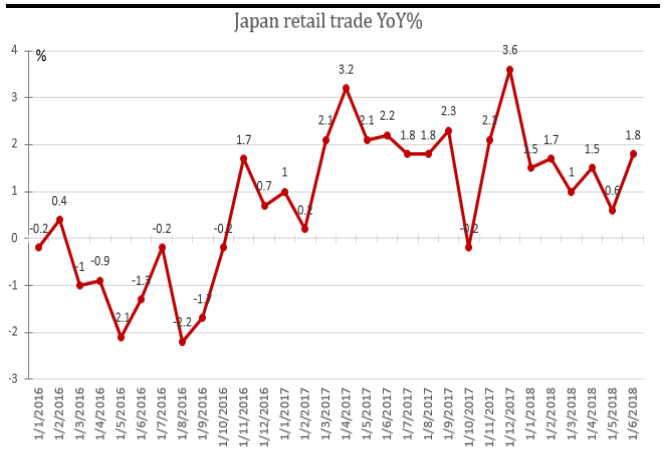
资料来源：彭博、招银国际研究

图 11: 日本通胀依旧远不及目标



资料来源：彭博、招银国际研究

图 12: 日本零售额已连续 8 个月增长



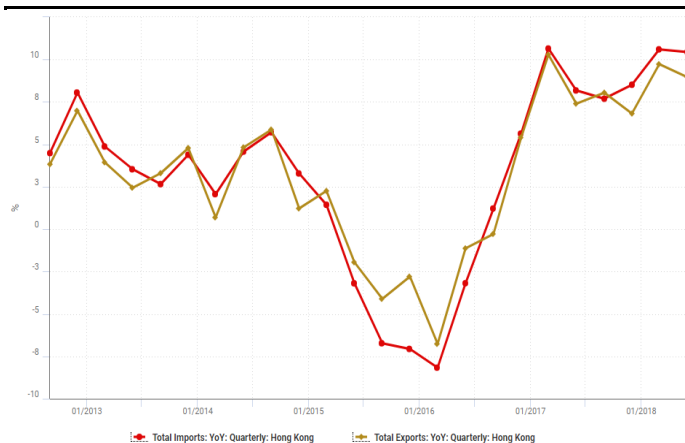
资料来源：彭博、招银国际研究

香港：增长稳健，提防风险

当前商业信心依旧强劲，但预计之后将因贸易战下滑。2 季度失业率依旧维持在 2.8% 的低位，预计本地就业市场趋紧状况将维持全年。受景气就业和访港容量的支撑，6 月零售额录得 12% 的涨幅。对于 3 季度的商业信心较 2 季度更强，特别是制造业、金融和保险业、以及信息与通讯业。6 月消费价格抬升 2.4%，略高于 5 月 2.1%，显示通胀压力温和。新租房屋租金的抬升预计将推高 3 季度的通胀数据。私人住宅价格连续攀升超过 27 个月。

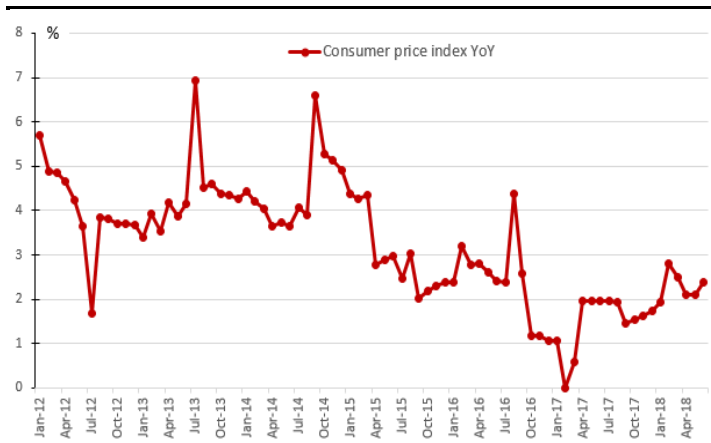
贸易战正给香港带来更多不确定性。截至目前，对外贸易的表现依然强劲：6 月的出口和进口总额分别录得 3.3% 和 4.4% 的同比增长。但需要注意贸易战的影响将很快显现。虽然前两波中美互相加征的关税仅会影响香港总贸易量的 1-2 个百分点，但贸易战风险明显拖累了整个金融市场和投资氛围。面对加征关税可能带来的成本上升和市场波动，香港政府和企业都应当做好准备以做出迅速调整。

图 13: 贸易战阴霾中 2 季度进出口依旧快速增长



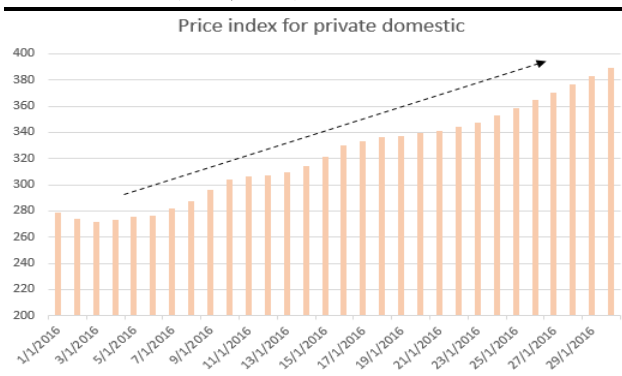
资料来源: 香港政府、招银国际研究

图 14: 香港 6 月 CPI 上升 2.4%，通胀压力温和



资料来源: 香港政府、招银国际研究

图 15: 香港楼价连升 27 个月



资料来源: 差餉物業估價署价格指数、招银国际研究

图 16: 香港经济预测

	2015A	2016A	2017A	CMBIS 2018E
实际 GDP(同比增速, %)	2.4	2.0	3.8	4.0
零售销量按年增长 (%)	-3.7	-8.1	2.2	4.2
来港旅客增长率	-2.5	-4.5	3.2	5.4
出口货值(同比增速, %)	-1.8	-0.6	7.6	5.0
进口货值(同比增速, %)	-4.1	-1.1	8.2	5.3
失业率	3.3	3.4	3.1	2.9
实际工资(同比增速, %)	0.5	1.2	0.6	1.0
通胀率(综合 CPI)	3.0	2.4	1.5	2.3
3 个月 HIBOR(期末值)	0.39	1.02	1.31	1.60
家庭债务(GDP 占比, %)	66.5	67.1	70.2	73.0
USD/HKD 汇率	7.75	7.76	7.81	7.84

资料来源: 彭博、香港政府、招银国际研究(预测截止 7 月 31 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

本报告期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作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 年证券交易法规则 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。