

9月海外宏观经济月报

多重阴云盘踞，前景变数增多

- ❖ **概要：**全球经济面临贸易战、脱欧、新兴市场危机等多重挑战，除美国一枝独秀外，其他主要经济体增长动力略有放缓。9月为这些重要事件的关键演绎阶段，主要央行货币政策会议也将在本月召开。
- ❖ **美国：贸易战伤人伤己。**美墨达成协议待加拿大加入，尽管特朗普威胁将加拿大排除在 NAFTA 之外，但国内反对声音不断对其施压，因北美三国已形成集成化供应链。NAFTA 谈判不仅影响特朗普的贸易战重心，而且可显示其对于盟友的贸易立场，特别是在美欧贸易关系出现反复的时候。7月美欧间暂达成的“停战协议”曾暂缓市场担忧，实质却极为脆弱。美中贸易战正在不断升级，并无缓和迹象，9月6日咨询期结束意味着美国可随时宣布对中国2000亿美元进口商品加征关税。考虑到：1)特朗普并未达成其发动贸易战的主要目的；2)双方8月谈判未果，且并无其他高级别会谈列入日程；3)美国经济强劲，增速超预期，股市畅旺；4)中国经济增速出现放缓迹象；5)缓释同墨西哥等国贸易纷争助力特朗普采取更强势姿态针对中国，恐怕短期内特朗普不会轻易改变其强硬立场，即使贸易战对于美国国内经济的负面影响已经出现。美国税改及财政方案带来的经济利好掩盖了贸易战带给美国经济的真实负面影响，弱化了特朗普在美国国内的政治阻力。新增非农超预期，核心通胀达联储目标。
- ❖ **欧元区：贸易战和脱欧阴云笼罩。**区内经济增速小幅回暖，放缓趋势维持。多重忧虑环绕，不确定性激增。随着贸易战升级，焦虑情绪影响投资信心和商业计划；除此以外，欧元区还有多重风险盘踞，包括脱欧谈判，意大利和西班牙的财政困境及资本市场的巨大波动等。核心通胀率似乎已困在1%上下的范围内难以突破，意味着欧元区相对宽松的货币政策还需持续一段时间。9月13日欧洲央行将召开议息会议，预计将宣布将每月购债规模由300亿欧元降至150亿欧元。
- ❖ **英国：无协议“硬脱欧”风险升温。**脱欧谈判已进入最关键阶段，因为脱欧分歧，英国正在经历严重的国内政治动荡，带给英国经济、英镑及金融市场更显著的风险。当前，脱欧谈判依然有一些重大问题尚未解决，包括脱欧过渡期和爱尔兰边界问题，特别需要关注谈判过程中的关键时点。
- ❖ **日本：贸易战影响或超天灾。**薪资增速提升给予日本央行更大信心提升通胀。自然灾害对日本全国总体宏观经济的影响预计是短期且有限的。贸易战或蔓延至日本，将进一步影响市场情绪：特朗普近日表示日本很可能成为贸易战下一个目标，推测其重要动机是盯住对日本的巨大贸易逆差而意欲改变现状。我们预计日元和亚洲金融市场将面对更大的波动性。
- ❖ **香港：增长持续，动力趋缓。**香港零售和对外贸易持续增长但增速趋缓。受外围因素拖累，近期营商信心快速转差，短期难以看到重要有利因素支撑。楼价连升28个月但由于楼宇按揭利率上升、经济前景转差以及内地更加严格的跨境资本管制等因素，增速料将企稳。9月资本流出速度料将加快，美联储也将加息，金管局的干预并非长久之计，预计上调最优惠利率业已临近。

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	1.4	2.7	2.6	2.1
日本	1.8	1.3	1.0	0.5	1.0	0.9
中国	6.9	6.6	6.5	1.6	2.3	3.0
香港	3.8	4.0	3.0	1.7	2.4	1.4

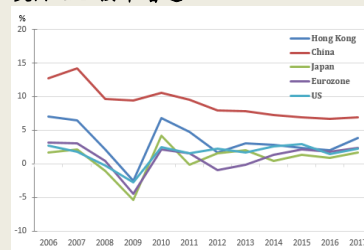
资料来源：彭博、招银国际研究（预测截至9月7日）

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8月20日](#)

[新兴市场进入危机多发期](#)

[18年8月7日](#)

[8月全球宏观经济报告——](#)

[美欧增速分化加剧](#)

[18年7月6日](#)

[2018年下半年全球宏观经济展望——](#)

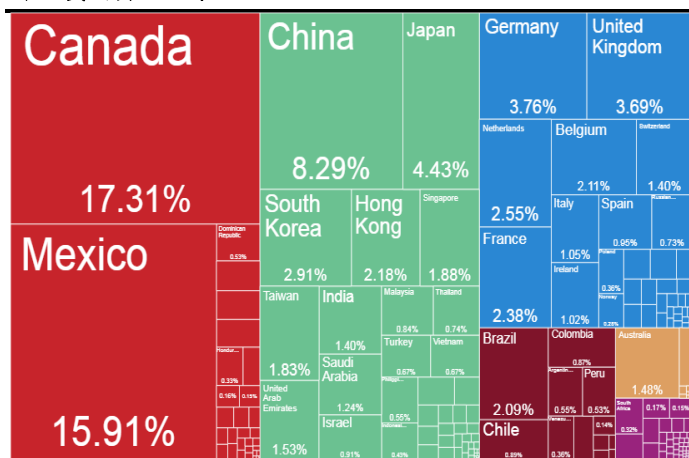
[头号风险在全球贸易战](#)

美国：贸易战伤人伤己

美墨达成协议待加拿大加入，NAFTA 谈判或反映美贸易立场。首先关注美国的贸易战动向，北美自由贸易协定（NAFTA）谈判取得重大进展，美国已与墨西哥达成协议，下一步关注加拿大是否同意加入更新后的 2.0 版 NAFTA。当前美加仍在部分议题上存在分歧，但双方愿意继续推进谈判。尽管特朗普威胁将加拿大排除在 NAFTA 之外，但国内反对声音正在不断对其施加压力，因为北美三国已经形成集成化供应链：加拿大和墨西哥是美国两个最大的出口目的地，共占美国出口货物总量的约三分之一，若 NAFTA 贸易谈判破裂预计将损耗美国年均 0.6% 的 GDP 并影响超过两百万个就业岗位。对加墨两国而言，NAFTA 谈判若破裂则意味着对经济的巨大冲击。因此美加两国最终谈判成功、NAFTA 继续成为三国间协议的机会大于谈判失败。

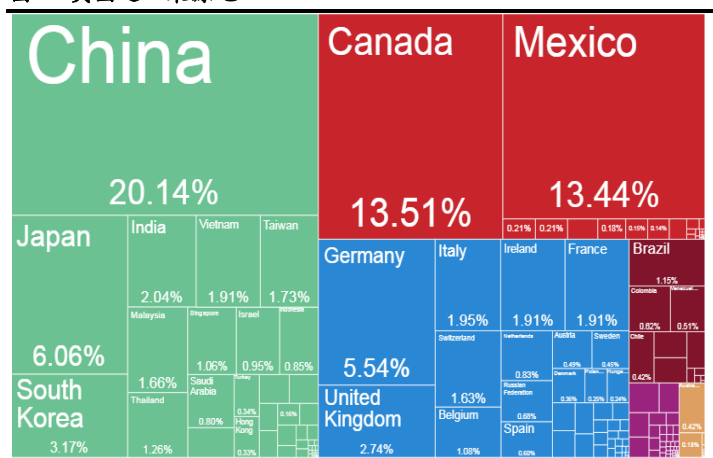
NAFTA 谈判不仅影响特朗普的贸易战重心，而且可显示出其对于盟友的贸易立场，特别是在美欧贸易关系出现反复的时候更是备受关注。7 月美欧之间暂时达成的“停战协议”曾暂缓市场担忧，实质却极为脆弱。

图 1: 美国出口目的地



资料来源：The Atlas of Economic Complexity (2016)、招银国际研究

图 2: 美国进口来源地



资料来源：The Atlas of Economic Complexity (2016)、招银国际研究

2000 亿美元商品关税箭在弦上，对中国态度更加强硬。中美贸易战正在不断升级，并无缓和迹象。9 月 6 日咨询期结束意味着美国可随时宣布对来自中国的 2000 亿美元进口商品加征关税。新关税落地的可能性较高，主要原因有：

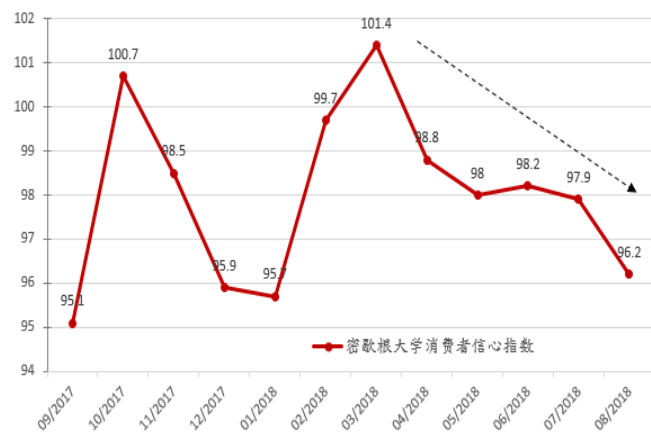
- 1) 截至目前，特朗普并未达成其发动贸易战的主要目的；
- 2) 双方 8 月的谈判未果，且并无其他高级别会谈列入日程；
- 3) 美国经济强劲，增速超预期，股市畅旺；
- 4) 中国经济增速出现放缓迹象；
- 5) 缓释同墨西哥等国贸易纷争助力特朗普采取更强势的姿态针对中国。

若新一轮关税生效且中国反击，预计将分别降低 2018 至 2020 年全球贸易增速 1.3、0.4 和 0.1 个百分点至 4.7%、0.3% 和 -0.4%。美国的 GDP 将因此在今年损失 0.4%，并在 2020 年达到 1% 的负面影响。

目前我们只能看到结束贸易战的两种情形：一是特朗普的贸易政策遭到其选民的强烈反对；二是中国按照美国所提要求表示出妥协的意愿。介于在当前情况下两种情景都难出现，恐怕短期内特朗普不会轻易改变其强硬立场，即使贸易战对于美国国内经济的负面影响已经出现。

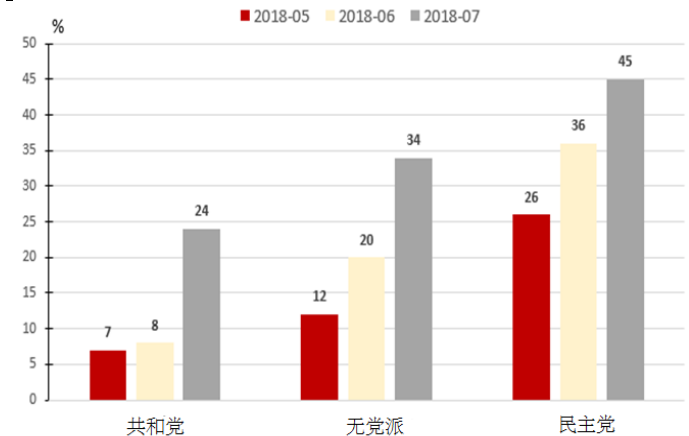
贸易战正抵消税改及财政刺激利好。7、8 月间美国针对中国 340 亿及 160 亿美元商品加征关税，已经引起了美国建筑与港口公司、设备制造商以及消费者的普遍忧虑。密歇根消费者信心指数自 3 月特朗普发起贸易战开始持续下降，反映了美国国内对于贸易战负面影响的担忧与日俱增。值得忧虑的是，美国税改及财政方案带来的经济利好掩盖了贸易战带给美国经济的真实负面影响，弱化了特朗普在美国国内的政治阻力。

图 3: 贸易战拖累美国消费者信心指数持续下降



资料来源：彭博、招银国际研究

图 4: 美国各党派在调查中担忧贸易战负面影响的比例均快速上升



资料来源：密歇根大学、招银国际研究

新增非农超预期，核心通胀达联储目标。8 月美国新增非农就业人数 20.1 万人，超过预期，显示强劲美国经济依旧支撑就业市场，三季度 GDP 增长有望保持在 3% 以上。受强劲就业推动，平均时薪按年增长 2.9%，为 9 年来最快。美联储主要关注的通胀指标：核心 PCE 物价指标，在 7 月触及 2% 的联储目标，为 2012 年以来最快按年增速。

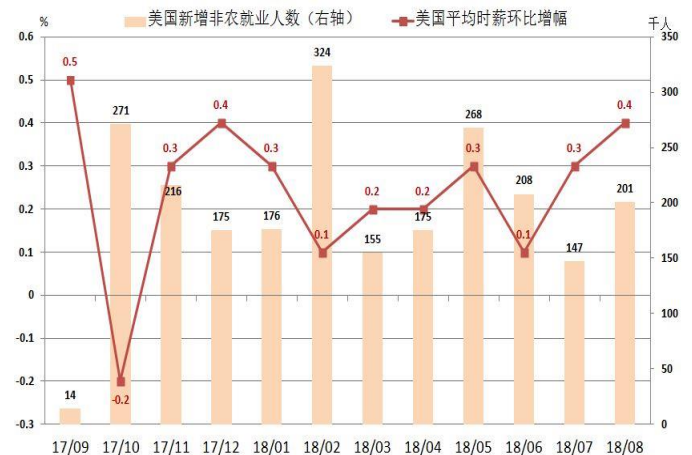
按照加息点阵图，美联储计划在今年 9 月和 12 月再加息两次，2019 年加三次，2020 年再加两次。然而市场已反应的加息预期是 2019 年只加两次，而 2020 年不再加息。我们预测美联储将在 2019 年开始逐步降低鹰派姿态，到 2020 年达到中性利率之后若美联储继续加息，将会损及宏观经济和企业盈利。

图 5: 美国核心 PCE 触及美联储目标



资料来源：彭博、招银国际研究

图 6: 美国新增非农就业人数和平均时薪涨幅提升



资料来源：美国政府、招银国际研究

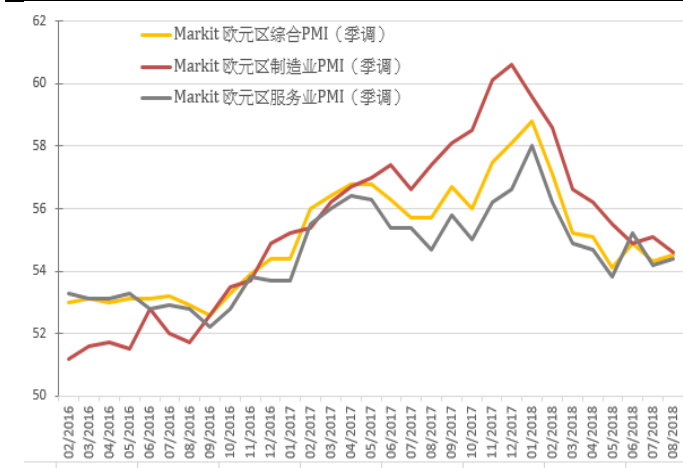
欧元区：贸易战和脱欧阴云笼罩

区内经济增速小幅回暖，放缓趋势维持。8 月综合 PMI 显示欧元区经济增速小幅回暖，但 2017 年底开始的增速大幅下降的趋势未变：欧元区综合 PMI 已从 1 月的 58.8 降至 54.5。其中，制造业 PMI 从 7 月 55.1 降至 8 月的 54.5，创 2016 年 12 月以来新低。

多重忧虑环绕，不确定性激增。随着贸易战升级，焦虑情绪影响投资信心和商业计划。除此以外，欧元区还有多重风险盘踞，包括脱欧谈判中的不确定性，意大利和西班牙的财政困境，以及资本市场的巨大波动等。

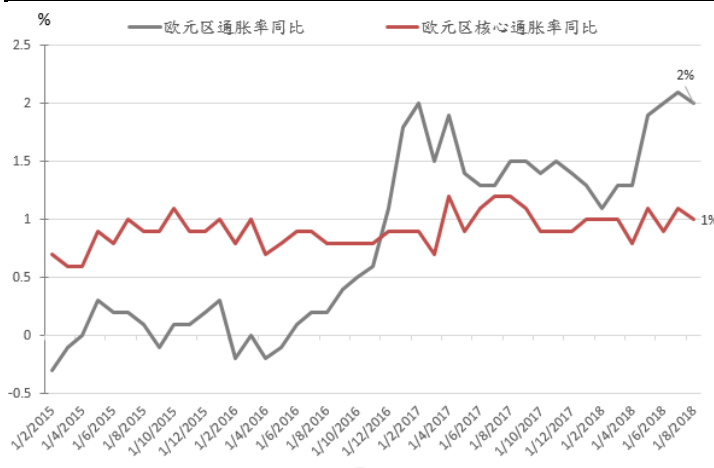
核心通胀放缓，刺激仍需持续。欧元区核心通胀率（除去食品、能源和烟酒）在 8 月小幅回落至 1%（前值 1.1%），似乎已困在 1% 上下范围内难以突破，同 2% 的央行目标相距甚远。预计欧元区整体的核心通胀增长速度在 2018 年剩下几个月将持续缓慢增长态势，欧元区相对宽松的货币政策还需维持一段时间。9 月 13 日欧洲央行将召开议息会议，预计将宣布将每月购债规模由 300 亿欧元降至 150 亿欧元，会议纪要或可用于洞悉欧洲央行在多重风险压力下对于货币政策的态度有无显著改变。

图 7: 8 月欧元区综合 PMI 略有提升，制造业 PMI 下降



资料来源：彭博、招银国际研究

图 8: 欧元区核心通胀率难有起色



资料来源：彭博、招银国际研究

英国：无协议“硬脱欧”风险升温

脱欧谈判已进入最关键阶段。因为脱欧分歧，英国正在经历严重的国内政治动荡，带给英国经济、英镑及金融市场更显著的风险（甚至远高于市场已反应的风险）。当前，脱欧谈判依然有一些重大问题尚未解决，包括脱欧过渡期和爱尔兰边界问题。

巨大的不确定性使得大量的商业决定搁置或受到影响，脱欧阴云持续笼罩英国经济，英镑也随着谈判取得进展或遇到困难而频繁波动，特别需要关注谈判过程中的关键时点：

图 9: 脱欧谈判关键事件及时间

9 月 20 日	欧盟非正式领导人会议商议脱欧问题
9 月 30 日	保守党会议
10 月 17-18 日	欧盟峰会：脱欧协议概要的第一个截止日期，预计将确定脱欧后欧盟与英国的政治关系
10 月 31 日	会谈完成原定截止日期
11 月 1 日	英国央行会议
11 月	有可能召开的欧盟紧急会议用以确定脱欧协议终稿
12 月 13-14 日	欧盟理事会会议：如 10 月没有达成任何协议，这将是后备选择
2019 年 1 月到 3 月	如达成协议，欧盟议会将讨论批准协议，英国议会将就协议动议进行投票
2019 年 3 月 29 日 23:00 GMT	英国正式脱欧

资料来源：招银国际研究

日本：贸易战影响或超天灾

薪资增速提升给予日本央行更大信心提升通胀。经过多年宽松货币政策刺激，日本薪资增速终现起色，在 7 月录得 1.1% 的按年增长，然而日本的核心通胀依然远低于央行目标 2%。

自然灾害对总体经济的冲击预计有限。近期频发的洪水、泥石流和地震等自然灾害预计将影响日本三季度的经济增速，特别是对于旅游业的影响已经在 7 月显现出来。但预计对于日本全国总体宏观经济的影响是短期且有限的。

贸易战或蔓延至日本，将进一步影响市场情绪。特朗普近日表示日本很可能成为贸易战下一个目标，推测其重要动机是盯住对日本的巨大贸易逆差而意欲改变现状。我们预计日元和亚洲金融市场将面临更大的波动性，而具体的冲击还取决于特朗普针对日本的政策。

图 10: 日本工资增速终见起色但核心通胀依旧低迷



资料来源：CEIC、招银国际研究

图 11: 美国与日本的贸易关系



资料来源：美国政府、招银国际研究

香港：增长持续，动力趋缓

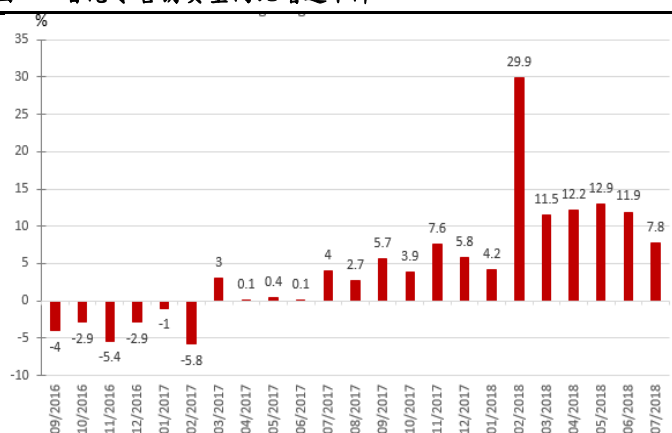
香港零售和对外贸易持续增长但增速趋缓。7 月香港零售总销货价值初步估计值为 389 亿港元，同比增长 7.8%。本地消费者与游客的需求持续增长，但零售销量增速已经显示放缓迹象。7 月香港货物出口与进口分别录得 10% 和 14% 的同比增长，而随着中美贸易关系恶化，香港将在 2018 年最后几个月开始显现对外贸易承受的负面影响。

投资意愿快速转差。如果美国决定对中国 2000 亿美元甚至更多商品加征关税，将影响到香港超过一半的中国转口美国商品。加之新兴市场等其他外围因素拖累，香港近期营商信心快速转差，短期难以看到重要有利因素支撑。

楼价连升但增速料将企稳。7 月香港私人住宅平均售价继续上升，创 28 个月连升记录，按年升 16.6%。2018 年以来房价已平均上涨 11.6%，但预计楼价升速将趋缓，主要影响因素包括楼宇按揭利率上升、经济前景转差以及内地更加严格的跨境资本管制等。房价预计将在接下来几个月企稳，而本地房地产市场或将在明年面临更大挑战。

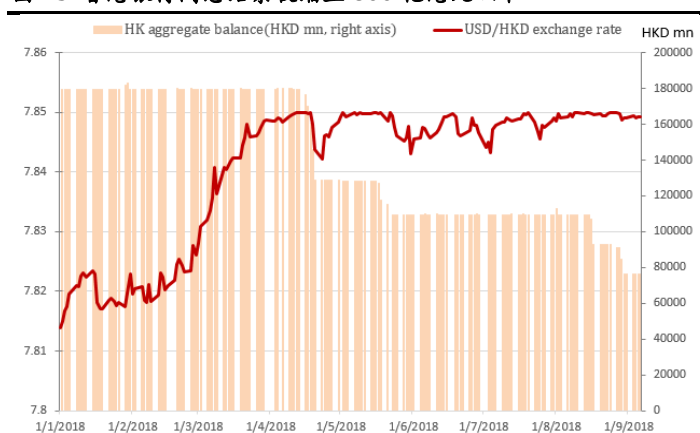
月内加 P 息机会大。8 月香港金管局频频出手，共消耗 331 亿港元保卫汇率，使得银行体系结余跌破 800 亿港元。随着资本外流和港美息差扩阔，香港银行终于已迈出提升资金成本第一步，即提高新增按揭贷款利率和存款利率。9 月资本流出速度料将加快，美联储也将加息，金管局的干预并非长久之计，预计上调最优惠利率 (p) 已逐步临近。

图 12: 香港零售销量同比增速下降



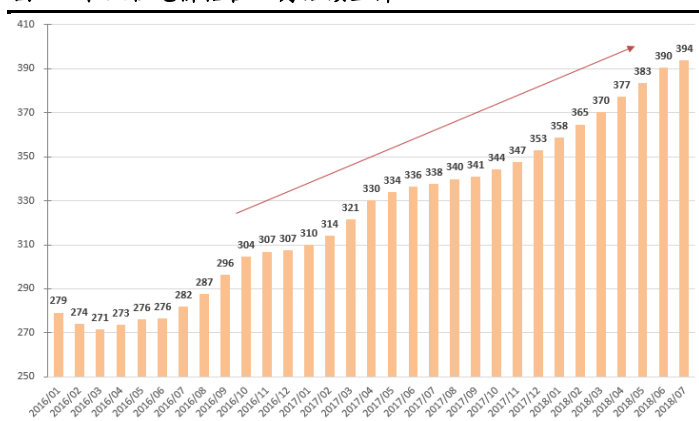
资料来源：彭博、招银国际研究

图 13: 香港银行间总结余收缩至 800 亿港元以下



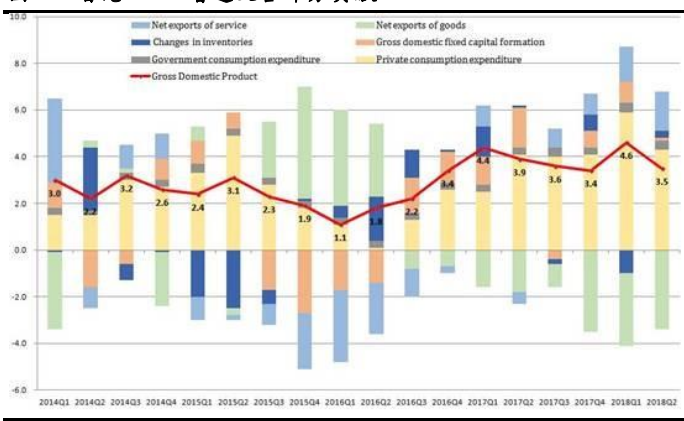
资料来源：彭博、招银国际研究

图 14: 私人住宅价格在 7 月继续上升



资料来源：差饷物业估价署、招银国际研究

图 15: 香港 GDP 增速及各部分贡献



资料来源：香港政府、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責任。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。