

9月海外宏觀經濟月報

多重陰雲盤踞，前景變數增多

- ❖ **概要：**全球經濟面臨貿易戰、脫歐、新興市場危機等多重挑戰，除美國一枝獨秀外，其他主要經濟體增長動力略有放緩。9月為這些重要事件的關鍵演繹階段，主要央行貨幣政策會議也將在本月召開。
- ❖ **美國：**貿戰傷人傷己。美墨達成協議待加拿大加入，儘管特朗普威脅將加拿大排除在 NAFTA 之外，但國內反對聲音不斷對其施壓，因北美三國已形成集成化供應鏈。NAFTA 談判不僅影響特朗普的貿易戰重心，而且可顯示其對於盟友的貿易立場，特別是在美歐貿易關係出現反復的時候。7月美歐間暫達成的“停戰協議”曾暫緩市場擔憂，實質却極為脆弱。美中貿易戰正在不斷升級，并無緩和迹象，9月6日諮詢期結束意味著美國可隨時宣布對中國2000億美元進口商品加征關稅。考慮到：1) 特朗普并未達成其發動貿易戰的主要目的；2) 雙方8月談判未果，且并無其他高級別會談列上日程；3) 美國經濟強勁，增速超預期，股市暢旺；4) 中國經濟增速出現放緩迹象；5) 緩釋同墨西哥等國貿易紛爭助力特朗普採取更強硬姿態針對中國，恐怕短期內特朗普不會輕易改變其強硬立場，即使貿易戰對於美國國內經濟的負面影響已經出現。美國稅改及財政方案帶來的經濟利好掩蓋了貿易戰帶給美國經濟的真實負面影響，弱化了特朗普在美國國內的政治阻力。新增非農超預期，核心通脹連降目標。
- ❖ **歐元區：**貿戰和脫歐陰雲籠罩。區內經濟增速小幅回暖，放緩趨勢維持。多重憂慮環繞，不確定性激增。隨著貿易戰升級，焦慮情緒影響投資信心和商業計劃；除此以外，歐元區還有多重風險盤踞，包括脫歐談判，意大利和西班牙的財政困境及資本市場的巨大波動等。核心通脹率似乎已困在1%上下的範圍內難以突破，意味著歐元區相對寬鬆的貨幣政策還需持續一段時間。9月13日歐洲央行將召開議息會議，預計將宣布將每月購債規模由300億歐元降至150億歐元。
- ❖ **英國：**無協議“硬脫歐”風險升溫。脫歐談判已進入最關鍵階段，因為脫歐分歧，英國正在經歷嚴重的國內政治動蕩，帶給英國經濟、英鎊及金融市場更顯著的風險。當前，脫歐談判依然有一些重大問題尚未解決，包括脫歐過渡期和愛爾蘭邊界問題，特別需要關注談判過程中的關鍵時點。
- ❖ **日本：**貿戰影響或超天災。薪資增速提升給予日本央行更大信心提升通脹。自然災害對日本全國總體宏觀經濟的影響預計是短期且有限的。貿易戰或蔓延至日本，將進一步影響市場情緒：特朗普近日表示日本很可能成為貿易戰下一個目標，推測其重要動機是盯住對日本的巨大貿易逆差而意欲改變現狀。我們預計日元和亞洲金融市場將面對更大的波動性。
- ❖ **香港：**增長持續，動力趨緩。香港零售和對外貿易持續增長但增速趨緩。受外圍因素拖累，近期營商信心快速轉差，短期難以看到重要有利因素支撐。樓價連升28個月但由於樓宇按揭利率上升、經濟前景轉差以及內地更加嚴格的跨境資本管制等因素，增速料將企穩。9月資本流出速度料將加快，美聯儲也將加息，金管局的干預并非長久之計，預計上調最優惠利率業已臨近。

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	1.4	2.7	2.6	2.1
日本	1.8	1.3	1.0	0.5	1.0	0.9
中國	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

資料來源：彭博、招銀國際研究（預測截至9月7日）

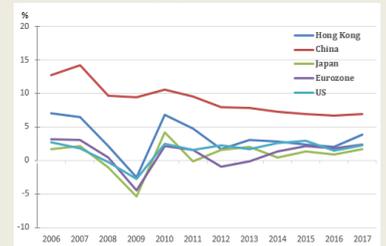


成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

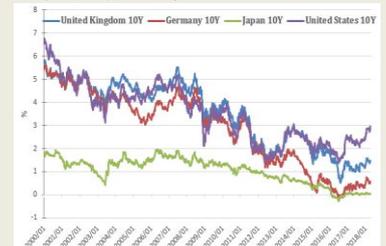
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

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8月20日](#)

[新興市場進入危機多發期](#)

[18年8月7日](#)

[8月全球宏觀經濟報告——](#)

[美歐增速分化加劇](#)

[18年7月6日](#)

[2018下半年全球宏觀經濟展望——](#)

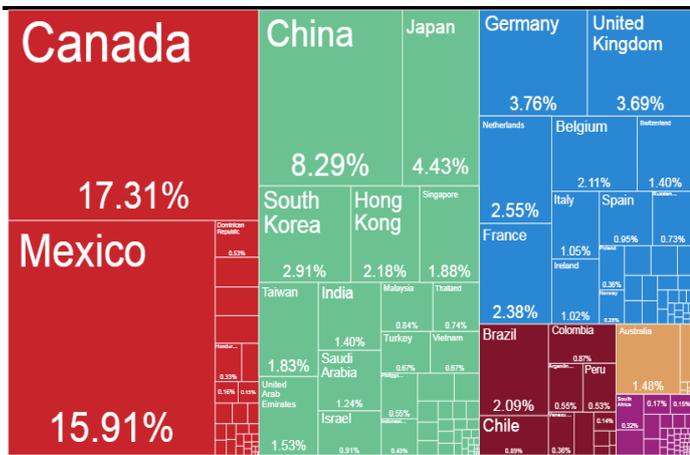
[頭號風險在全球貿易戰](#)

美國：貿戰傷人傷己

美墨達成協議待加拿大加入，NAFTA 談判或反映美貿易立場。首先關注美國的貿易戰動向，北美自由貿易協定 (NAFTA) 談判取得重大進展，美國已與墨西哥達成協議，下一步關注加拿大是否同意加入更新後的 2.0 版 NAFTA。當前美加仍在部分議題上存在分歧，但雙方願意繼續推進談判。儘管特朗普威脅將加拿大排除在 NAFTA 之外，但國內反對聲音正在不斷對其施加壓力，因為北美三國已經形成集成化供應鏈：加拿大和墨西哥是美國兩個最大的出口目的地，共占美國出口貨物總量的約三分之一，若 NAFTA 貿易談判破裂預計將損耗美國年均 0.6% 的 GDP 并影響超過兩百萬個就業崗位。對加墨兩國而言，NAFTA 談判若破裂則意味著對經濟的巨大衝擊。因此美加兩國最終談判成功、NAFTA 繼續成為三國間協議的機會大于談判失敗。

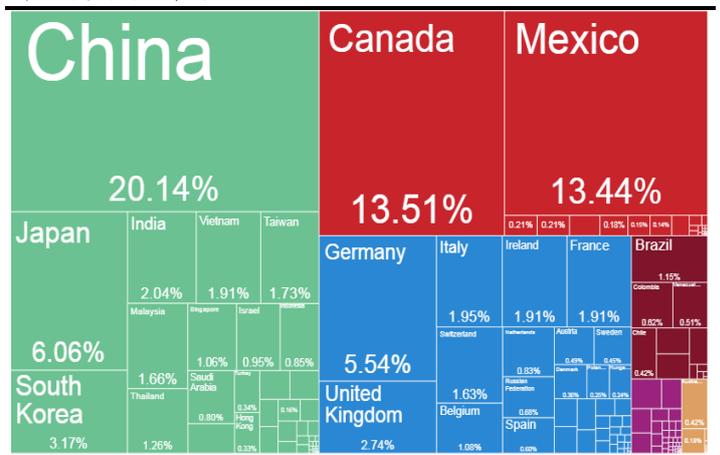
NAFTA 談判不僅影響特朗普的貿易戰重心，而且可顯示出其對於盟友的貿易立場，特別是在美歐貿易關係出現反復的時候更是備受關注。7 月美歐之間暫時達成的“停戰協議”曾暫緩市場擔憂，實質却極為脆弱。

圖 1: 美國出口目的地



資料來源：The Atlas of Economic Complexity (2016)、招銀國際研究

圖 2: 美國進口來源地



資料來源：The Atlas of Economic Complexity (2016)、招銀國際研究

2000 億美元商品關稅箭在弦上，對中國態度更加强硬。美中貿易戰正在不斷升級，并無緩和和迹象。9 月 6 日諮詢期結束意味著美國可隨時宣布對來自中國的 2000 億美元進口商品加征關稅。新關稅落地的可能性較高，主要原因有：

- 1) 截至目前，特朗普并未達成其發動貿易戰的主要目的；
- 2) 雙方 8 月的談判未果，且并無其他高級別會談列上日程；
- 3) 美國經濟強勁，增速超預期，股市暢旺；
- 4) 中國經濟增速出現放緩迹象；
- 5) 緩釋同墨西哥等國貿易紛爭助力特朗普採取更強勢的姿態針對中國。

若新一輪關稅生效且中國反擊，預計將分別降低 2018 至 2020 年全球貿易增速 1.3, 0.4 和 0.1 個百分點至 4.7%，0.3%和-0.4%。美國的 GDP 將因此在今年損失 0.4%，并在 2020 年達到 1%的負面影響。

目前我們只能看到結束貿易戰的兩種情形：一是特朗普的貿易政策遭到其選民的強烈反對；二是中國按照美國所提要求表示出妥協的意願。介于在當前情況下兩種情景都實難出現，恐怕短期內特朗普不會輕易改變其強硬立場，即使貿易戰對於美國國內經濟的負面影響已經出現。

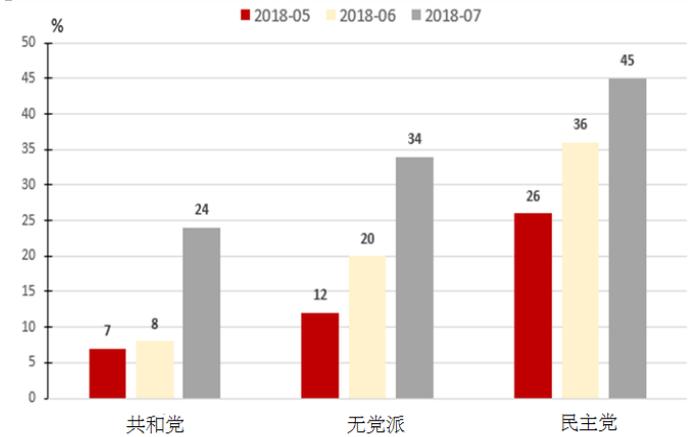
貿易戰正抵消稅改及財政刺激利好。7、8 月間美國針對中國 340 億及 160 億美元商品加征關稅，已經引起了美國建築與港口公司、設備製造商以及消費者的普遍憂慮。密歇根消費者信心指數自 3 月特朗普發起貿易戰開始持續下降，反映了美國國內對於貿戰負面影響的擔憂與日俱增。值得憂慮的是，美國稅改及財政方案帶來的經濟利好掩蓋了貿易戰帶給美國經濟的真實負面影響，弱化了特朗普在美國國內的政治阻力。

圖 3: 貿易戰拖累美國消費者信心指數持續下降



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 4: 美國各黨派在調查中擔憂貿易戰負面影響的比例均快速上升



資料來源：密歇根大學、招銀國際研究

新增非農超預期，核心通脹達聯儲目標。8月美國新增非農就業人數20.1萬人，超過預期，顯示強勁美國經濟依舊支撐就業市場，三季度GDP增長有望保持在3%以上。受強勁就業推動，平均時薪按年增長2.9%，為9年來最快。美聯儲主要關注的通脹指標：核心PCE物價指標，在7月觸及2%的聯儲目標，為2012年以來最快按年增速。

按照加息點陣圖，美聯儲計劃在今年9月和12月再加息兩次，2019年加三次，2020年再加兩次。然而市場已反應的加息預期是2019年只加兩次，而2020年不再加息。我們預測美聯儲將在2019年開始逐步降低鷹派姿態，到2020年達到中性利率之後若美聯儲繼續加息，將會損及宏觀經濟和企業盈利。

圖 5: 美國核心 PCE 觸及美聯儲目標



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6: 美國新增非農就業人數和平均時薪漲幅提升



資料來源：美國政府、招銀國際研究

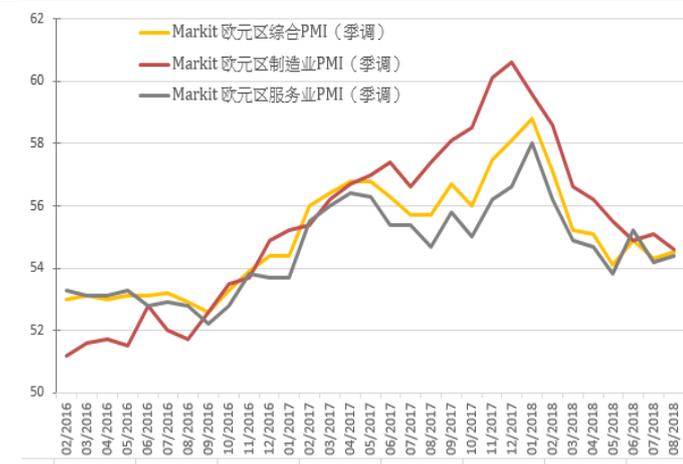
歐元區：貿易戰和脫歐陰雲籠罩

區內經濟增速小幅回暖，放緩趨勢維持。8月綜合PMI顯示歐元區經濟增速小幅回暖，但2017年底開始的增速大幅下降的趨勢未變：歐元區綜合PMI已從1月的58.8降至54.5。其中，製造業PMI從7月55.1降至8月的54.5，創2016年12月以來新低。

多重憂慮環繞，不確定性激增。隨著貿易戰升級，焦慮情緒影響投資信心和商業計劃。除此以外，歐元區還有多重風險盤踞，包括脫歐談判中的不確定性，意大利和西班牙的財政困境，以及資本市場的巨大波動等。

核心通脹放緩，刺激仍需持續。歐元區核心通脹率（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%上下的範圍內難以突破，同2%的央行目標相距甚遠。預計歐元區整體的核心通脹增長速度在2018年剩下幾個月將持續緩慢增長態勢，歐元區相對寬鬆的貨幣政策還需維持一段時間。9月13日歐洲央行將召開議息會議，預計將宣布將每月購債規模由300億歐元降至150億歐元，會議紀要或可用于洞悉歐洲央行在多重風險壓力下對於貨幣政策的態度有無顯著改變。

圖 7: 8月歐元區綜合 PMI 略有提升，製造業 PMI 下降



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8: 歐元區核心通脹率難有起色



資料來源：彭博、招銀國際研究

英國：無協議“硬脫歐”風險升溫

脫歐談判已進入最關鍵階段。因為脫歐分歧，英國正在經歷嚴重的國內政治動蕩，帶給英國經濟、英鎊及金融市場更顯著的風險（甚至遠高于市場已反應的風險）。當前，脫歐談判依然有一些重大問題尚未解決，包括脫歐過渡期和愛爾蘭邊界問題。

巨大的不確定性使得大量的商業決定擱置或受到影響，脫歐陰雲持續籠罩英國經濟，英鎊也隨著談判取得進展或遇到困難而頻繁波動，特別需要關注談判過程中的關鍵時點：

圖 9: 脫歐談判關鍵事件及時間

9月20日	歐盟非正式領導人會議商議脫歐問題
9月30日	保守黨會議
10月17-18日	歐盟峰會：脫歐協議概要的第一個截止日期，預計將確定脫歐後歐盟與英國的政治關係
10月31日	會談完成原定截止日期
11月1日	英國央行會議
11月	有可能召開的歐盟緊急會議用以確定脫歐協議終稿
12月13-14日	歐盟理事會會議：如10月沒有達成任何協議，這將是後備選擇
2019年1月到3月	如達成協議，歐盟議會將討論批准協議，英國議會將就協議動議進行投票
2019年3月29日 23:00 GMT	英國正式脫歐

資料來源：招銀國際研究

日本：貿戰影響或超天災

薪資增速提升給予日本央行更大信心提升通脹。經過多年寬鬆貨幣政策刺激，日本薪資增速終現起色，在7月錄得1.1%的按年增長，然而日本的核心通脹依然遠低于央行目標2%。

自然災害對總體經濟的衝擊預計有限。近期頻發的洪水、泥石流和地震等自然災害預計將影響日本三季度的經濟增速，特別是對於旅遊業的影響已經在7月顯現出來。但預計對於日本全國總體宏觀經濟的影響是短期且有限的。

貿易戰或蔓延至日本，將進一步影響市場情緒。特朗普近日表示日本很可能成為貿易戰下一個目標，推測其重要動機是盯住對日本的巨大貿易逆差而意欲改變現狀。我們預計日元和亞洲金融市場將面臨更大的波動性，而具體的衝擊還取決於特朗普針對日本的政策。

圖 10: 日本工資增速終見起色但核心通脹依舊低迷



資料來源：CEIC、招銀國際研究

圖 11: 美國與日本的貿易關係



資料來源：美國政府、招銀國際研究

香港：增長持續，動力趨緩

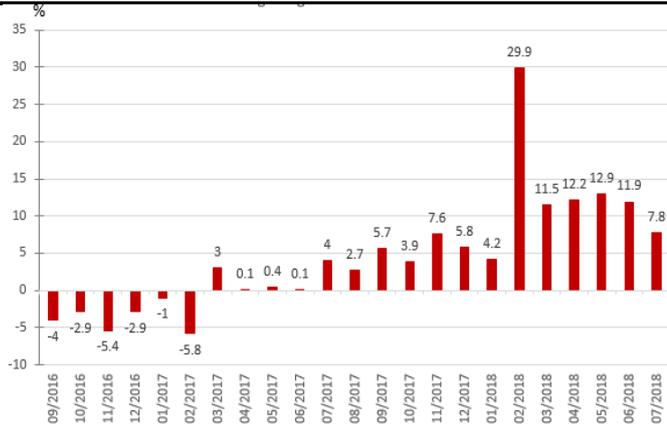
香港零售和對外貿易持續增長但增速趨緩。7月香港零售總銷貨價值初步估計值為389億港元，同比增長7.8%。本地消費者與游客的需求持續增長，但零售銷量增速已經顯示放緩迹象。7月香港貨物出口與進口分別錄得10%和14%的同比增長，而隨著中美貿易關係惡化，香港將在2018年最後幾個月開始顯現對外貿易承受的負面影響。

投資意願快速轉差。如果美國決定對中國2000億美元甚至更多商品加征關稅，將影響到香港超過一半的中國轉口美國商品。加之新興市場等其他外圍因素拖累，香港近期營商信心快速轉差，短期難以看到重要有利因素支撐。

樓價連升但增速料將企穩。7月香港私人住宅平均售價繼續上升，創28個月連升記錄，按年升16.6%。2018年以來房價已平均上漲11.6%，但預計樓價升速將趨緩，主要影響因素包括樓宇按揭利率上升、經濟前景轉差以及內地更加嚴格的跨境資本管制等。房價預計將在接下來幾個月企穩，而本地房地產市場或將在明年面臨更大挑戰。

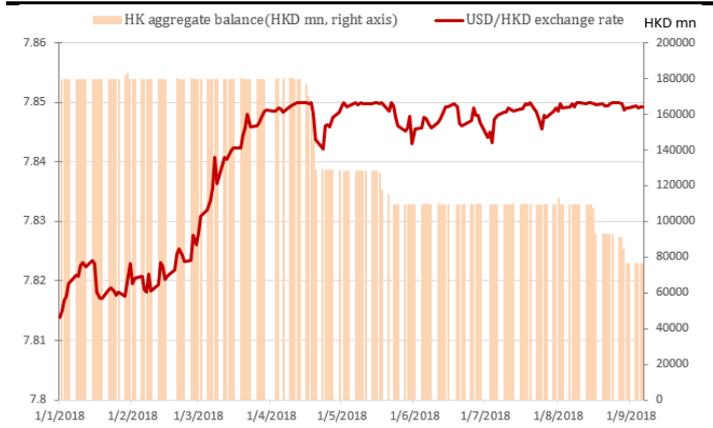
月內加P息機會大。8月香港金管局頻頻出手，共消耗331億港元保衛匯率，使得銀行體系結餘跌破800億港元。隨著資本外流和港美息差擴闊，香港銀行終于已邁出提升資金成本第一步，即提高新增按揭貸款利率和存款利率。9月資本流出速度料將加快，美聯儲也將加息，金管局的干預并非長久之計，預計上調最優惠利率(p)已逐步臨近。

圖 12: 香港零售銷貨量同比增速下降



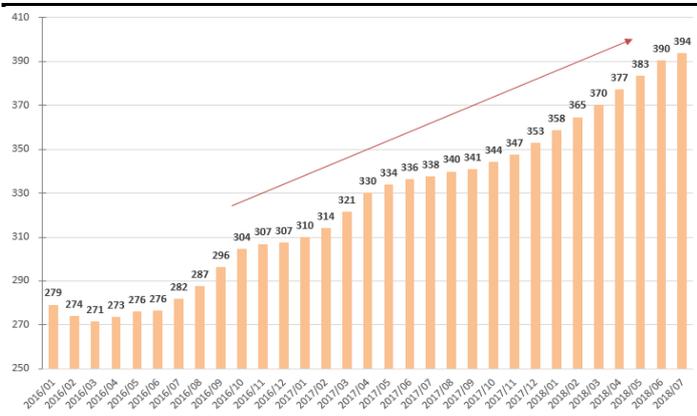
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 13: 香港銀行間總結餘收縮至 800 億港元以下



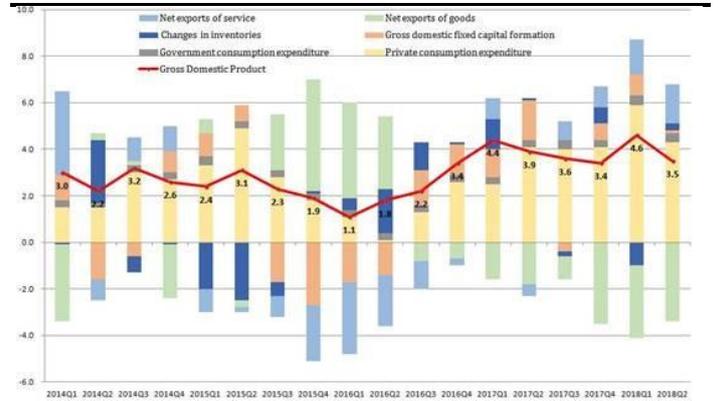
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 14: 私人住宅價格在 7 月繼續上升



資料來源：差餉物業估價署、招銀國際研究

圖 15: 香港 GDP 增速及各部分貢獻



資料來源：香港政府、招銀國際研究

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。