

# 10月海外宏观经济月报

## 聚焦海外不确定因素

- ❖ **概要：**美国经济增长继续保持强劲势头的同时，全球经济面临中美贸易战升级、脱欧谈判僵持、意大利预算危机、美债收益率高企、强势美元和新兴市场危机等多重压力，不明朗因素增多，更需要从宏观角度分析其中的机遇和风险。
- ❖ **美国：北美贸易协议支撑对华强硬立场。**市场关注新的北美三边贸易协议将如何影响中美贸易战走向及双方谈判。我们认为，美加墨新协定形成了更一致的对华战线。为了与美国达成协议，墨西哥和加拿大在许多方面做出了更多的让步，说明在获得足够利益之前美国不会轻易停止与中国的贸易争端。同时也看到美国在达成有利于自身的交易方面具有灵活性。北美贸易协定谈判的核心议题并非关税，而是贸易规则，这意味着中美贸易会谈将比预期困难得多。美国现在正试图在这场贸易战中缓释与所有盟友的关系，同时对中国采取更强硬立场。我们预计中期选举对美贸易政策影响有限，主要原因在于：1) 强劲的美国经济及同盟友的贸易协议将继续作为美对华强硬姿态的有力支撑；2) 历史上民主党更有保护主义的传统，即便选举取得优势也很可能支持特朗普对中国的一些政策；3) 鉴于总统有制定贸易政策的权利和否决权，国会不太可能介入并阻止总统的贸易决定。就业数据显示美国经济仍然强劲，工资增长滞后暂缓通胀担忧。强经济使投资者更愿意押注在持续的盈利增长上，导致美国国债收益率飙升。美联储正在以比其他主要央行更快的速度加息，支持强势美元，使新兴市场货币承压，这种状况预计将一直持续到2019年。
- ❖ **欧元区：意大利预算计划令欧盟高度警惕。**大幅提升的赤字预算引发了对意大利出现债务危机的普遍担忧。我们预计意大利政府的政策将进一步引发金融市场动荡，并下压欧元价格。欧元区制造业增长进一步放缓，动力不足。
- ❖ **英国：脱欧谈判进入最艰难阶段。**英国经济仍然稳固，但一旦无协议脱欧将严重打击其经济。我们建议对英镑的短期前景保持谨慎，因为市场尚未充分定价无协议脱欧的可能性，即使当前谈判没有实质进展且倒计时临近，市场依旧预测双方会最终达成协议。
- ❖ **日本：经济基础依旧稳固。**3季度增长疲软，但我们看到不少积极因素，包括经济信心增强和工资增加，这将有利推动服务业和整体经济，在4季度有望实现反弹。
- ❖ **香港：前方的波动和挑战。**零售和对外贸易在8月实现了稳健增长，但风险正在迅速增加。由于美中贸易关系不断升级，香港预计将从10月份开始感受到负面影响。因此，我们将2018年GDP增长预测从4%下调至3.6%，2019年的3%下调至2.7%。我们预计12月将再次加息12.5个基点。超低成本借贷环境不再，借款人在贷款或投资房地产市场时会更为谨慎。在价格连涨28个月，香港的私人房地产价格在8月终止涨势。由于贷款利率上升，经济前景不明朗等因素，香港房地产行业正在放缓其步伐。未来几个月价格可能变化不大，该行业将已进入一段调整期。银行间流动性的缩减将使得港元面临更大波动。

### 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	3.0
美国	2.3	3.0	2.6	2.1	2.3	2.0
欧元区	2.5	2.2	1.6	1.8	1.6	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	6.4	1.6	2.3	3.0
香港	3.8	3.6	2.7	1.7	2.4	1.4

资料来源：彭博、招银国际研究（预测截至10月8日）

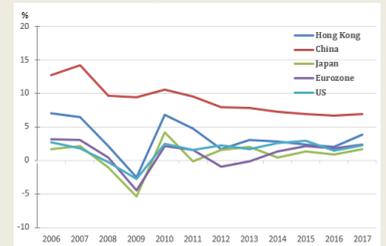


### 成亚曼, 博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：[angelacheng@cmbi.com.hk](mailto: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9月28日](#)

[9月美联储会议解析](#)

[18年9月10日](#)

[9月海外宏观经济月报——](#)

[多重乌云盘踞，前景变数增多](#)

[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：北美贸易协议支撑对华强硬立场

**美加墨新协定形成了更一致的对华战线。**正如我们上期月报的预测，加拿大和美国在最后时刻达成了协议，北美新的三边贸易协议《美加墨贸易协议》（USMCA）将取代《北美自由贸易协议》（NAFTA）。在NAFTA重谈期间暂停或是取消的投资项目和商业计划将会因对不确定性担忧的消除而有望重新启动，无疑有利于美加墨实现共赢。当前市场更为关注的是美加墨新协议如何影响中美贸易战走向及双方谈判。在我们看来：

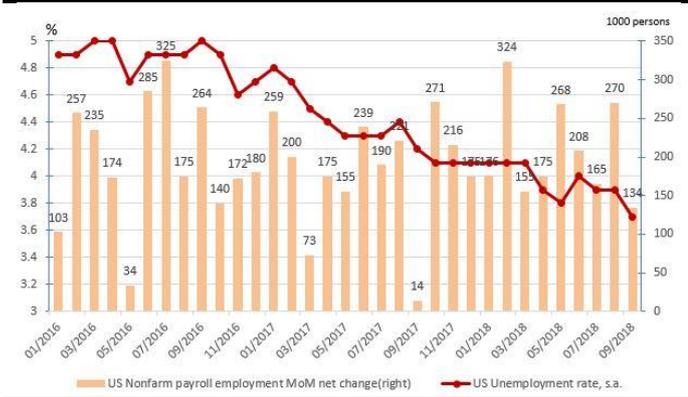
- 1) 与加拿大和墨西哥相比，美国更可能从北美新协议中受益。为了与美国达成协议，墨西哥和加拿大在许多方面做出了更多的让步，包括争端解决机制，汽车出口限制和乳制品市场准入等。可以看出，在获得足够利益之前，美国是不会轻易停止与中国的贸易争端。
- 2) USMCA 证明华盛顿在达成有利于美国的交易方面具有灵活性。特朗普以前常称北美自由贸易协定是有史以来最糟糕的贸易协议，现在他却称之为一个好协议。至于中美贸易谈判，特朗普的态度也可以很快转变，只是中美间达成共识的困难会更大。
- 3) 北美贸易协定谈判的核心议题并非关税，而是贸易规则，是知识产权、公民社会和反腐败等法规。这意味着中美贸易会谈将比预期困难得多。
- 4) 美国现在正试图在这场贸易战中缓释与所有盟友的关系（包括加拿大、欧盟、日本和韩国），同时正在对中国采取更强硬的立场。由于严格监管的风险上升，更多的跨国公司将会把部分生产线移出中国。毫无疑问，USMCA 协议正在加速这一进程。

**中期选举对美贸易政策影响有限。**特朗普将新版北美贸易协议的达成视为其一项重要竞选承诺的兑现，这在政治上很有用，特别是在 11 月 6 日即将举行的中期选举之前。众议院所有的 435 个席位和 1/3 的参议院席位将重新选举，让选民有机会重塑未来两年的政治态势。我们当前的基本预测是共和党人在参议院继续占据优势，而民主党将赢得众议院的多数席位（尽管最近的趋势正在转向支持共和党人），这是目前可能性最大的情景。然而，不论中期选举结果如何，我们都不认为会改变美国对中国的强硬贸易政策，主要原因在于：

- 1) 强劲的美国经济及同盟友的贸易协议将继续作为美国对华强硬姿态的有力支撑；
- 2) 历史上民主党人更有保护主义的传统，即便此次选举取得优势也很可能支持特朗普对中国的一些政策；
- 3) 鉴于总统有制定贸易政策的权利和否决权，国会不太可能介入并阻止总统的贸易决定。

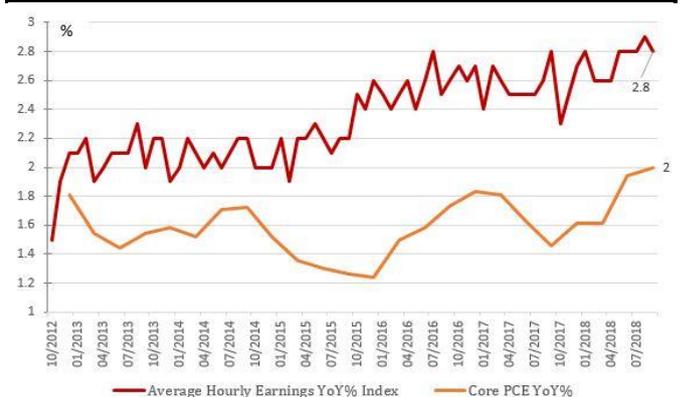
**就业数据显示美国经济仍然强劲。**9 月非农就业人数增加了 13.4 万个，从 8 月的 20.1 万个大幅减速，主要是反映了飓风灾害的影响。随着近年来就业人数稳步增长，9 月份失业率进一步下降 0.2% 至 3.7%，为 49 年来最低，显示劳动力市场进一步收紧。

图 1: 美国失业率显示劳动力市场进一步收紧



资料来源：彭博、招银国际研究

图 2: 美国工资增长滞后暂缓通胀担忧



资料来源：彭博、招银国际研究

**工资增长滞后暂缓通胀担忧。**随着美国就业市场继续收紧，工资上涨和通胀回升成为主要担忧。从平均时薪来看，9 月同比上升 2.8%，不及 8 月的 2.9%。美联储常用的衡量通胀指标——核心个人消费支出价格指数（核心 PCE）维持在美国联储目标水平 2% 不变，意味着从就业市场到薪资涨幅、再到整体通胀，依然需要一段时间。至于何时会出现工资大幅加速还有待观察。目前来看，美联储的稳定加息路径并未受到通胀数据的影响，但我们预计从 1Q19 开始会有较明显的通胀压力作为强经济的结果出现。

**美联储将密切监测经济数据以调整加息节奏。**美国联邦公开市场委员会（FOMC）于9月26日将其基准利率的目标区间上调25个基点至2%至2.25%的范围。强劲经济和就业市场使得美联储对经济前景十分乐观。美联储也对当前的通胀水平感到满意，正如美联储主席鲍威尔10月2日所说，通胀水平目前接近美联储2%的目标。他还表示将更多地受到实际数据的指导，而非不可观察的估计值，如非加速通货膨胀失业（non-accelerating growth rate Inflation Rate of Unemployment）或中性利率。在加息后段美联储的政策越来越依赖经济数据，我们预期美联储将在12月加息一次并在2019年加息三次。

**美国国债收益率飙升。**强经济使投资者更愿意押注在持续的盈利增长上，导致美国国债收益率飙升，价格下挫。基准10年期国债收益率近期触及多年高点约3.2%。30年期国债的收益率也升至四年来的最高点。我们目前对未来12个月美国10年期国债收益率的预测为3.2%至3.6%。

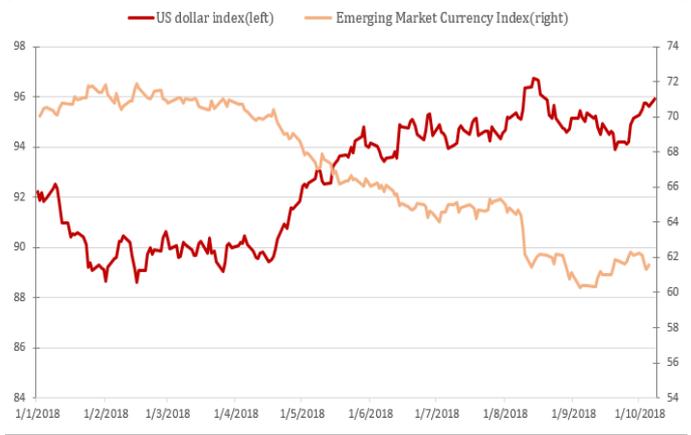
**强势美元使其他货币受损。**美联储正在以比其他主要央行更快的速度加息，支持强势美元。飙升的美元使新兴市场货币承压，这种状况预计将一直持续到2019年。我们对4Q18美元指数高位的预测为98。

图3: 美国国债收益率飙升



资料来源：彭博、招银国际研究

图4: 强势美元使新兴市场货币受损



资料来源：彭博、招银国际研究

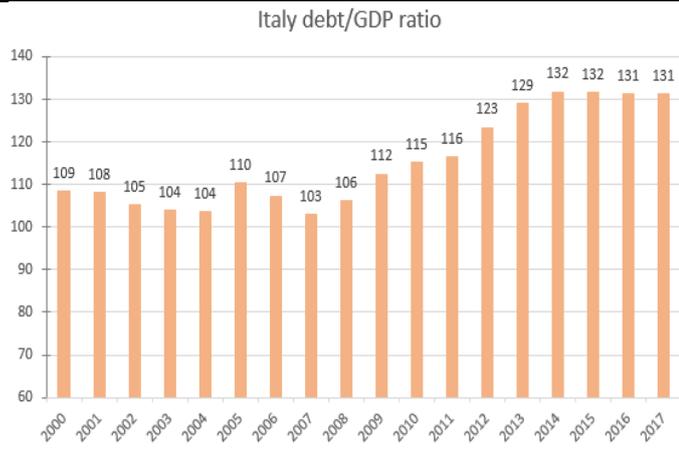
## 欧元区：意大利预算计划令欧盟高度警惕

**意大利牵动欧盟神经。**最近欧盟非常关注意大利未来三年的预算赤字计划。在意大利的预算计划中，民粹联合政府将2019-21年的预算赤字设定为远超预期的2.4%，与之前的政府相比增长了两倍。民粹联合政府增加预算是为了增加开支用于为低收入阶层提供基础设施、社会福利和减税，以兑现选举承诺。该赤字目标明显高于欧盟国家之前商定的水平，而且意大利的累计债务占GDP总量已经超过60%的警戒线两倍以上，因而该预算计划引发了对意大利出现债务危机的普遍担忧。

**我们预计意大利政府的政策将进一步引发金融市场动荡，并下压欧元的价格。**应该注意的是，意大利将在10月15日之前向委员会提交其预算草案，以确定其是否符合欧盟规则。如果委员会对草案不满意，可以送回意大利进行修订。如果意大利政府不遵守，它依然有权执行预算，其代价是复杂的程序和高达0.2%GDP的罚款。介于经济增长疲弱和财政失衡，我们对意大利经济的前景并不乐观。

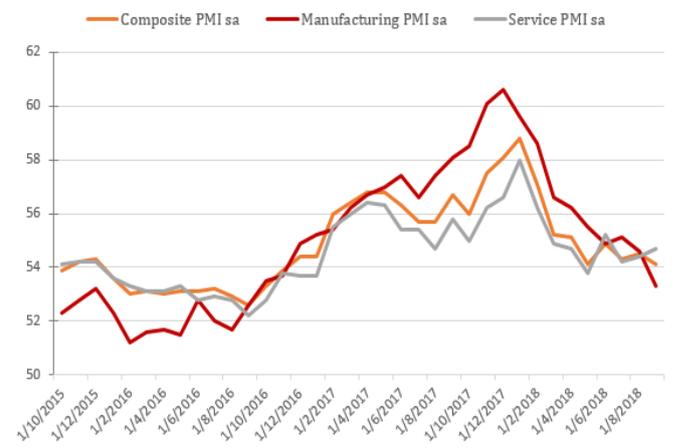
**欧元区制造业增长进一步放缓。**在8月小幅回升之后，欧元区国家的综合PMI指数在9月降至52.7的两年低点，而8月为54.7。欧元区制造业采购经理人指数从8月的54.6进一步下跌至9月的53.2，为2016年12月以来的最低水平。新订单增长也放缓至两年来的低点，表明4季度及之后的生产将动力不足。

图 5:意大利债务占 GDP 比重远超欧盟 60%的警戒线



资料来源：彭博、招银国际研究

图 6:欧元区制造业增长进一步放缓



资料来源：彭博、招银国际研究

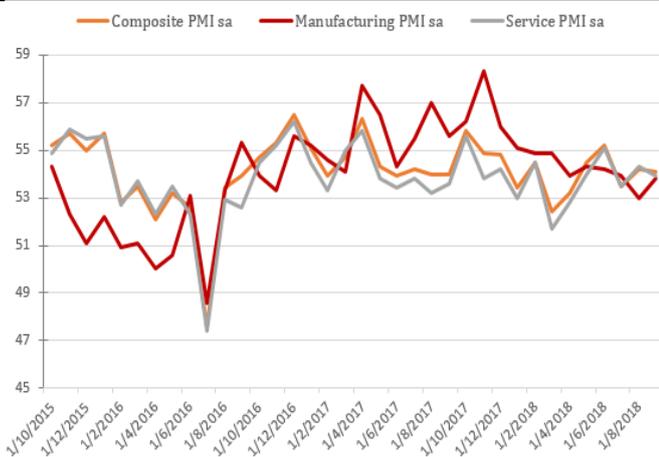
## 英国：脱欧谈判进入最艰难阶段

**英国经济继续稳步增长。**英国制造业采购经理人指数从 8 月的 52.8 微升至 9 月的 53.8，显示产出略有加速。服务业采购经理人指数从 8 月的 54.3 小幅下滑至 9 月的 53.9。总体而言，英国经济仍然稳固，但一旦无协议脱欧将严重打击其经济。

**英国脱欧陷入僵局正在影响投资计划和商业信心。**英国脱欧已进入最关键的几个月，目前，谈判需要解决几个重大问题，包括爱尔兰边境和英国与欧盟之间的未来贸易关系。下周在峰会上达成协议的可能性不大，很可能会推迟到 11 月份的紧急峰会。围绕谈判的不确定性仍然是英国经济的阴影，许多公司预测未来几年的业务将下滑。

**对英镑近期前景持谨慎态度。**近期英镑极易受到政治不确定因素的影响，如果双方在截止日期前达成协议，根据我们的预测，英镑将有 5% 的上行空间，否则将贬值约 10%。我们建议投资者应对英镑的短期前景保持谨慎，因为市场尚未充分定价无协议脱欧的可能性，即使当前谈判没有实质进展且倒计时临近，市场依旧预测双方会最终达成协议。

图 7: 英国经济继续稳步增长



资料来源：彭博、招银国际研究

图 8: 对英镑近期前景持谨慎态度



资料来源：彭博、招银国际研究

图 9: 脱欧谈判关键事件及时间

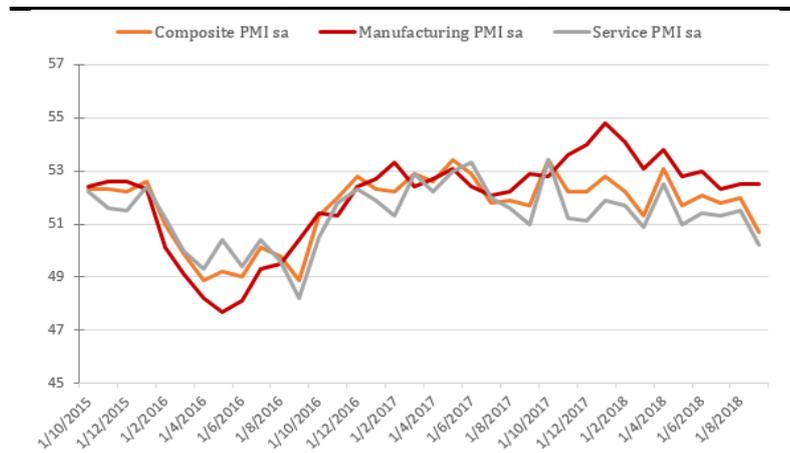
10月17-18日	欧盟峰会：脱欧协议概要的第一个截止日期，预计将确定脱欧后欧盟与英国的政治关系
10月31日	会谈完成原定截止日期
11月1日	英国央行会议
11月	有可能召开的欧盟紧急会议用以确定脱欧协议终稿
12月13-14日	欧盟理事会会议：如10月没有达成任何协议，这将是后备选择
2019年1月到3月	如达成协议，欧盟议会将讨论批准协议，英国议会将就协议动议进行投票
2019年3月29日 23:00 GMT	英国正式脱欧

资料来源：招银国际研究

## 日本：经济基础依旧稳固

**3季度增长疲软，但整体经济依旧稳固。**综合PMI从8月的52.0降至9月的50.7，部分原因是恶劣天气。服务业PMI指数在9月触及两年来的最低点，从8月份的51.5降至9月份的50.2。尽管3季度数据不佳，但我们看到不少积极因素，包括经济信心增强和工资增加，这将有利推动服务业和整体经济，在4季度有望实现反弹。

图 10: 日本综合 PMI 和服务业 PMI 在 9 月出现下降



资料来源：彭博、招银国际研究

## 香港：前方的波动和挑战

**零售和对外贸易在8月实现了稳健增长，但风险正在迅速增加。**8月零售总额初值估计为382亿港元，较2017年同月增长9.5%，高于7月份的7.8%。需求仍然稳健，零售销售增长回升反应入境旅游人数持续增长带来的提振效果。我们预计零售销售将在9月和10月稳步增长。8月香港的货物进出口总额同比增长分别为13.1%和16.4%。由于中美贸易关系不断升级，香港预计将从10月开始感受到负面影响。因此，我们将2018年GDP增长预测从4%下调至3.6%，2019年的3%下调至2.7%。

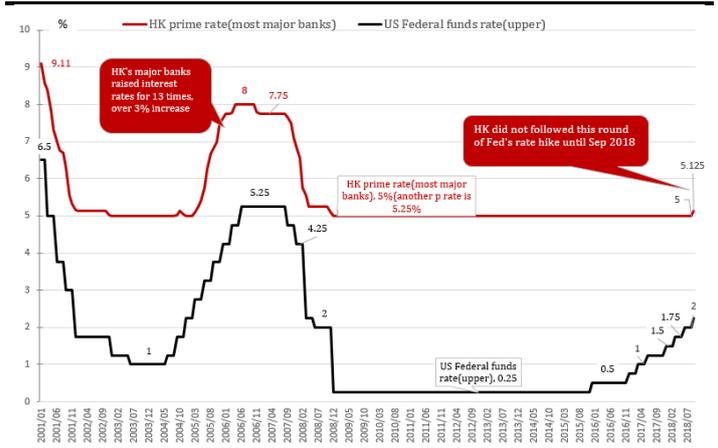
**主要银行提高了最优惠利率。**香港主要银行已于9月28日上调最优惠利率，为12年来首次。大多数银行将利率适度上调12.5个基点而非25个基点，这表明银行不希望过快地增加当地经济的负担。我们预计12月将再次加息12.5个基点。超低成本的借贷环境不再，借款人在贷款或投资房地产市场时会更为谨慎。

图 11: 香港零售销售量在 8 月实现了稳健增长



资料来源：彭博、招银国际研究

图 12: 三个月 LIBOR-HIBOR 息差变化

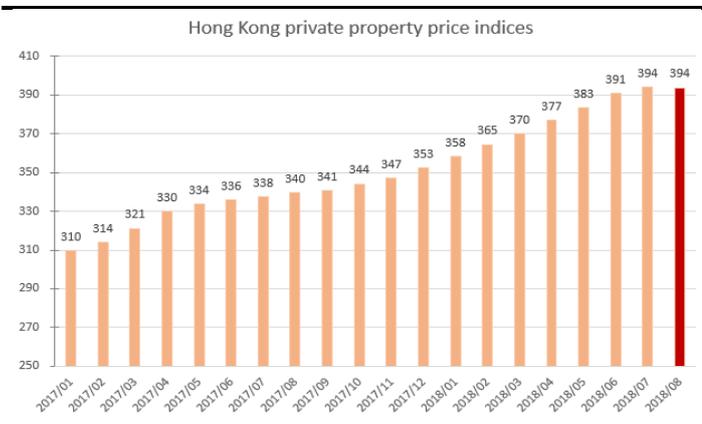


资料来源：彭博、招银国际研究

**港元面临更大波动。**过去 3 个月，港元汇率维持在 7.85 附近，而 9 月 21 日港元兑美元汇率攀升 0.63% 至 7.793，创下自 2003 年以来的最大涨幅，超出其与美元交易区间的均值。主要原因包括港元流动性趋紧，市场当时预期香港将很快加息。当前，香港银行间总结余达到 2008 年底以来的最低水平，而银行间流动性的缩减将导致更大的货币波动。预计港元的抛售压力仍将持续，我们对近期美元兑港元汇率的大致预测范围为 7.80-7.83。

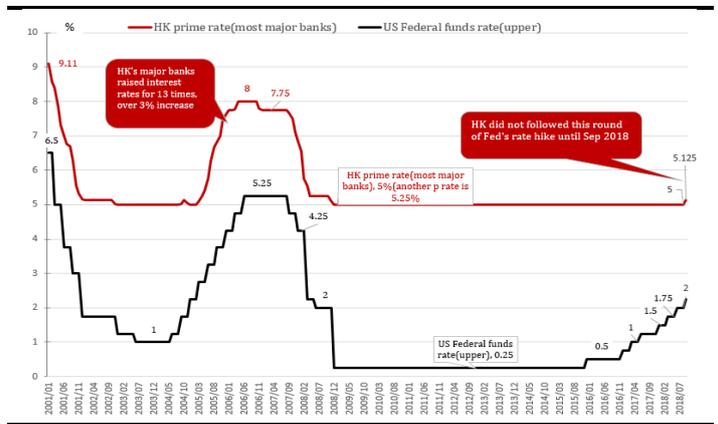
**房价首次下跌并进入调整期。**在价格连涨 28 个月后，香港的私人房地产价格在 8 月停止上涨。价格指数从 394.2 下降至 393.9。数据变化虽小，但它显示的趋势却引人注目。由于贷款利率上升，经济前景不明朗等因素，香港房地产行业正在放缓其步伐。未来几个月价格可能变化不大，该行业将已进入一段调整期。

图 13: 私人住宅价格在长期连升后首次微降



资料来源：差餉物业估价署、招银国际研究

图 14: 香港首次跟随本轮美联储加息



资料来源：彭博、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商投资者

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。