

11月海外宏观经济月报

全球经济前景转淡，分裂国会难止贸易战

- ❖ **概要：**全球经济增速趋缓，IMF再次下调了对全球增长的预测。贸易纠纷、英国脱欧和意大利预算案等多重风险因素继续拖累全球经济前景。美国中期选举后民主党重夺众院，两党分治将增加总统施政难度，财政刺激政策亦会收敛，再度减税希望渺茫，在推进基建及强硬对华问题上两党存在大致共识。
- ❖ **美国：中期选举重塑政局，经济结构隐忧显现。**两党分治国会意味着特朗普在本届任期的后半程将面临比之前更加复杂的政治环境，民主党预计将展开一系列针对总统的调查，大幅增加其施政难度。2017年底通过的税改法案和今年的大规模财政刺激政策为美国经济的强劲发展提供了重要动力，但与此同时美国联邦预算赤字高企，预计未来两年的财政政策将趋于收敛，而进一步的减税方案几乎无可能通过。美元在2018年大幅走强，民主党重夺众院将会减弱美元指数在明年的上升势头。当然，美国经济仍将在短期内保持快速增长，美元指数难以深跌。长期来看，美国的经济增长将与欧元区和日本逐渐趋同，届时美元指数才可呈现稳定回落格局。基建和对华政策等是两党愿意尝试合作的领域，选举过程中民主党对特朗普的贸易政策即使有反对意见也仅是集中在具体的方式方法上，在强势对华的立场上两党没有分歧。这意味着特朗普强硬的贸易政策不会在中期选举之后有重大转向。真正可能影响特朗普贸易立场的是美国经济增长放缓带来的压力。三季度经济增长依旧强劲但投资和净出口显著放缓，就业市场趋紧推动工资上涨，企业盈利承压。由于关税上升、美联储加息导致债务成本上升，许多美国企业需要应对各种侵蚀利润率的因素。
- ❖ **欧元区：意大利预算危机升温，三季度经济放缓。**如果意大利政府不修改其现有的支出计划，这场预算危机有可能持续升级并引发金融市场的进一步动荡，并影响欧元的价值。欧元区第三季度的实际GDP增长率降至0.2%，证实欧元区的经济复苏已失去动力。
- ❖ **英国：脱欧谈判决定经济前景。**脱欧协议尚未达成，但几率加大。当前，爱尔兰边境问题仍是谈判中的最大难点。10月英国经济随着盛夏过去而降温。除了贸易保护主义和全球复苏降温等各国共同的下行压力之外，英国经济的未来在很大程度上还取决于脱欧谈判的结果。如能够及时达成协议，预计经济将继续温和增长，英国央行将在2019年中开始加息。但如果无协议脱欧，英国经济大概率将遭遇重创，英镑急剧下跌，也将改变英国央行的紧缩时间表。
- ❖ **日本：继续维持超宽松货币政策。**经历频繁自然灾害后，日本经济于10月回温。展望未来，全球贸易摩擦仍是最大下行压力。贸易摩擦可能进一步影响日本经济，迫使日本央行维持更久的超低利率水平。
- ❖ **香港：面对更大压力。**多重因素拖累零售和进出口增速在9月降温。房价指数继续下滑，其他迹象也显示出房地产市场面临的压力，包括高端住宅交易锐减、房屋贷款申请减少等。由于利率上升、经济前景不明朗以及股市低迷，房地产行业正在放缓其步伐。9月通胀升温，预计通胀上升将持续，但香港总体的通胀水平仍将处于历史低位。

全球经济预测

	实际 GDP (同比%)			通胀 (同比%)		
	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	2.4	2.1	2.3	2.0
欧元区	2.5	2.0	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	1.1	1.0	0.5	0.9	0.7
中国	6.9	6.6	6.4	1.6	2.3	2.3
香港	3.8	3.6	2.7	1.7	2.4	1.4

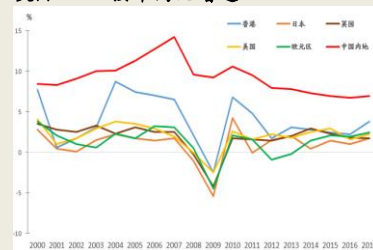
资料来源：彭博、招银国际研究（预测截至11月8日）

成亚曼, 博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

实际 GDP 按年同比增速



资料来源：IMF

十年期国债收益率



资料来源：彭博

近期全球宏观报告

[18年10月30日](#)[三季度美国GDP数据点评——](#)[增长依旧强劲，投资和出口现隐忧](#)[18年10月9日](#)[10月海外宏观经济月报——](#)[聚焦海外不确定因素](#)[18年9月28日](#)[9月美联储会议解析——](#)[紧缩周期、政策分化与经济衰退](#)[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](#)

美国：中期选举重塑政局，经济结构隐忧显现

关注中期选举结果对经济的可能影响。与两年前特朗普意外赢得总统选举不同，11月6日举行的美国中期选举的结果大致符合市场和我们之前的预期，民主党夺回众议院而共和党人成功守住其在参议院的优势。两党分治国会意味着特朗普在本届任期的后半程将面临比之前更加复杂的政治环境，大幅增加其施政难度。从市场的角度分析，中期选举也将影响未来美国的政策制定、经济增长和美元走势。具体来看：

（一）总统施政难度加大，民主党预计将展开一系列针对总统的调查。由于法理上总统应当接受国会的监督，民主党将会通过其在众议院的控制权对总统展开调查。在2019年1月新一届国会正式就职之后，民主党人便有权要求特朗普披露相关文件以配合调查其可能的利益冲突、以及俄罗斯涉嫌干预两年前总统大选等敏感问题。特朗普之前回应称如若调查启动也将采取对民主党的报复式调查。该过程无疑将会耗费特朗普不少的政治资源和精力，也会影响两党在其他领域的合作。也就是说，特朗普政府出台政策的效率预计将明显下降，而调查过程中的发现也将对两年后的总统选举产生直接影响。

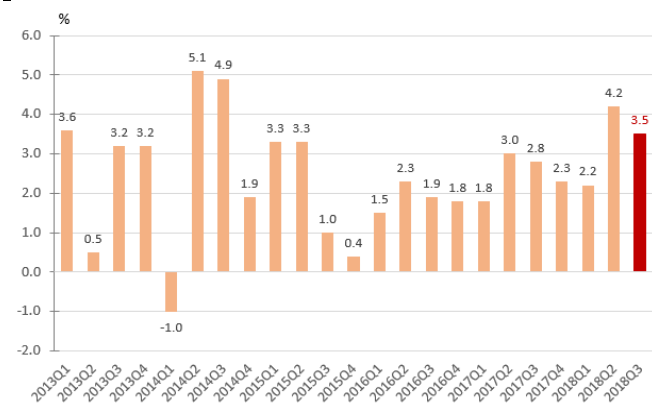
（二）财政刺激政策将会收敛，再度减税希望渺茫。2017年底通过的税改法案和今年的大规模财政刺激政策为美国经济的强劲发展提供了重要动力，但与此同时美国联邦预算赤字在2018财年快速上升了17%，达到六年来的最高水平。两党分治的国会给特朗普执政的财政方案带来了重大不确定性，我们预计未来两年的财政政策将趋于收敛，而进一步的减税方案几乎无可能通过。伴随之前的刺激政策效果减退，未来的财政政策取向将无助延续美国经济的强劲动能，强化了我们对于美国经济正在见顶、明年开始逐步降温的预测。

（三）中期选举对美元的影响：美元在2018年大幅走强，强经济是其背后主要推手，由于分裂国会将会给特朗普政府的政策制定造成更大干扰，经济逐步降温，将会减弱美元指数在明年的上升势头。这对于美国国内也并非坏消息，因为强势美元提高美国商品在国际市场上的相对价格并降低跨国公司海外利润的美元价值。在全球范围内则可稍微缓解新兴市场压力。当然，美国经济仍将在短期内保持快速增长，美元指数难以深跌。长期来看，美国的经济增长速度将与欧元区和日本逐渐趋同，届时美元指数才可呈现稳定回落格局。

（四）两党在推进基建及强硬对华问题上存在大致共识。两党分治也并非意味着绝对的政治对立，基建和对华政策等就是两党愿意尝试合作的领域，选举过程中民主党对特朗普的贸易政策即使有反对意见也仅是集中在具体的方式方法上，在强势对华的立场上两党没有分歧。这就意味着，特朗普强硬的贸易政策不会在中期选举之后有重大转向。与此同时，中美两国领导人恢复了部分对话，且有后续会谈列上日程，这些都是有益的信号。真正可能影响特朗普贸易立场的是美国经济放缓带来的压力。从中期选举到两年后总统大选，随着经济周期的尾段效应明显，减税和大规模政府支出效果的淡化，特朗普可用于宣传的经济成绩也将越来越少。

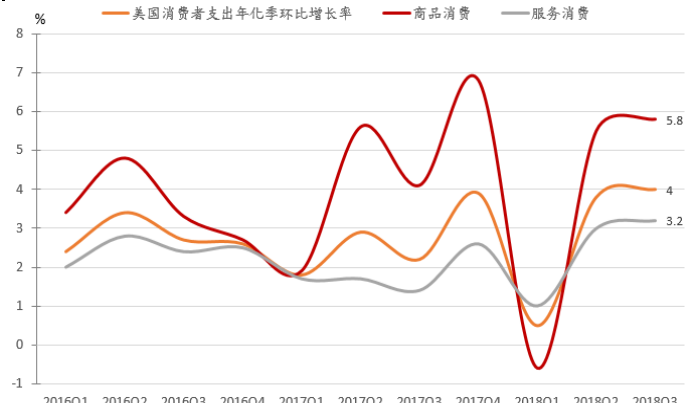
美国第三季度 GDP 增长强劲，延续已长达 9 年的经济扩张期。美国三季度实际 GDP 年化环比增长 3.5%，相较于二季度的 4.2% 稍有回落。实际 GDP 的增长主要反映了消费者支出和库存投资的激增，持续收紧的就业市场和激增的消费者信心推动了消费者支出。总体而言，美国经济仍在稳步增长，然而，投资和净出口的显著放缓。我们预计 2018 年全年 GDP 增速约在 3%。

图 1: 美国实际 GDP 季度年化环比增长率



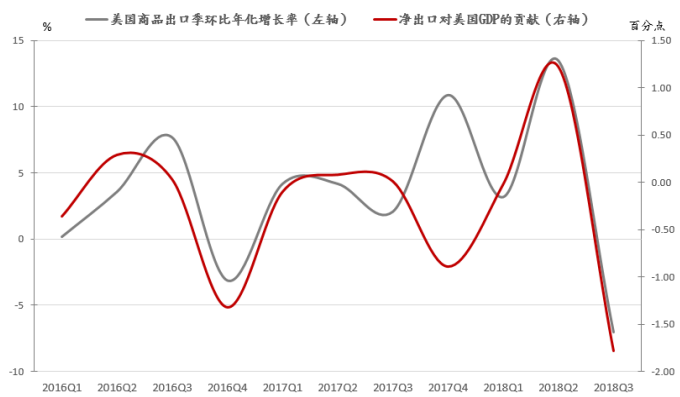
资料来源：美国经济分析局、招银国际研究

图 2: 美国消费支出保持快速增长



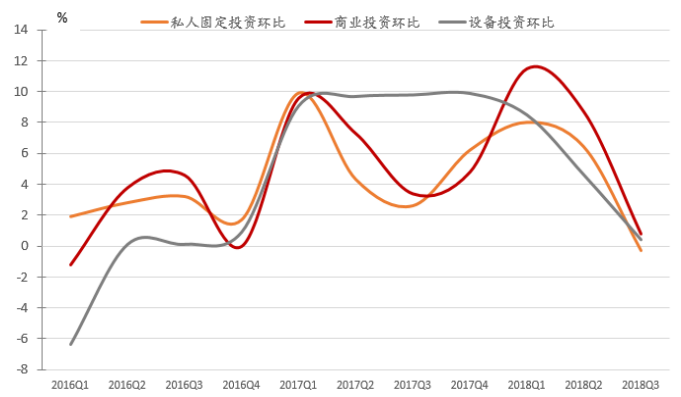
资料来源：美国经济分析局、招银国际研究

图 3: 美国三季度净出口显著放缓



资料来源：美国经济分析局、招银国际研究

图 4: 美国三季度私人投资增速下滑



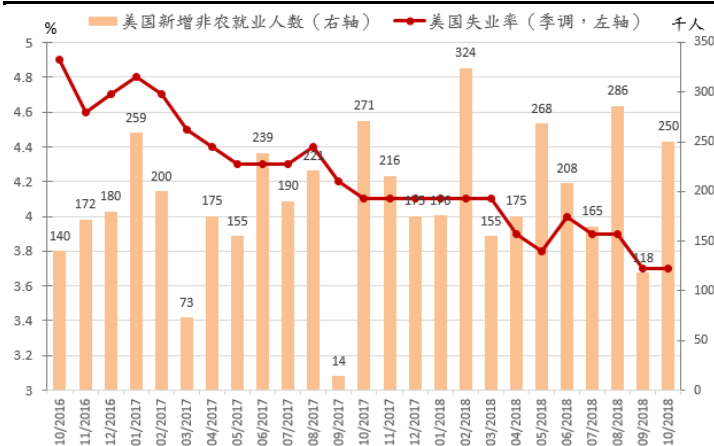
资料来源：美国经济分析局、招银国际研究

就业市场趋紧推动工资上涨，企业盈利承压。从 9 月受飓风灾害影响的短期阴霾中迅速走出，10 月非农就业人数新增了 25 万。10 月失业率与上月持平，维持在 3.7% 的低位，为 49 年来最低，显示劳动力市场进一步收紧。全民就业状态对名义工资构成上行压力，10 月平均时薪同比涨幅为 3.1%，较 9 月 2.8% 的增速有显著提升，也标志着十年来最大的名义薪资涨幅。

就业情况推升薪资的同时，尚未推高核心通胀。美联储关注的核心 PCE 价格指数在 10 月继续保持在美联储合意的 2% 目标水平。

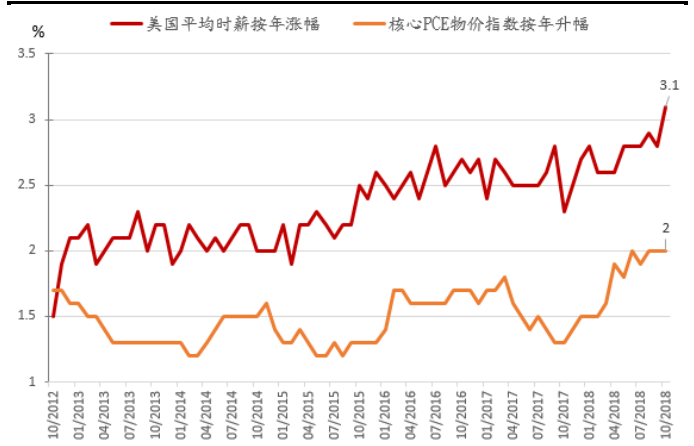
现在值得关注的问题是，就业市场趋紧迫使美国企业雇主支付更多劳工费用，进而对企业盈利施加压力。根据美国全国商业经济协会（National Association for Business Economics）最近的一项调查，只有 23% 的公司表示能够找到足够雇员，而这一比例在一年前是 42%。由于贸易政策导致关税上升、美联储加息导致债务成本上升，许多美国企业需要应对各种侵蚀利润率的因素。

图 5: 美国劳动力市场进一步收紧



资料来源：美国劳工统计局、招银国际研究

图 6: 美国薪资增长在 10 月加速



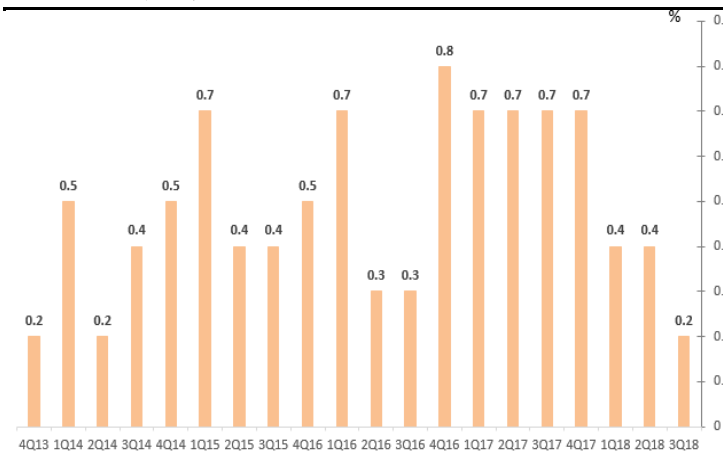
资料来源：美国劳工统计局、招银国际研究

欧元区：意大利预算危机升温，三季度经济放缓

意大利预算纠纷可能升级。在 10 月 23 日欧盟拒绝了意大利民粹政府的预算开支计划之后，欧盟官员敦促意方尽快回应欧盟委员会的要求，重新提交改进后的预算案。如意大利政府执意无视欧盟的规定，将面临复杂的惩罚程序和高达 0.2% GDP 的巨额罚款。我们在上份月度报告中详细分析过，意大利的债务负担在欧洲排第二，其政府的预算计划正在给欧元区带来巨大风险。如果意大利政府不修改其现有的支出计划，这场预算危机有可能持续升级并引发金融市场的进一步动荡并影响欧元的价值。由于国内经济增长疲软、财政失衡，我们对意大利经济的前景并不乐观。

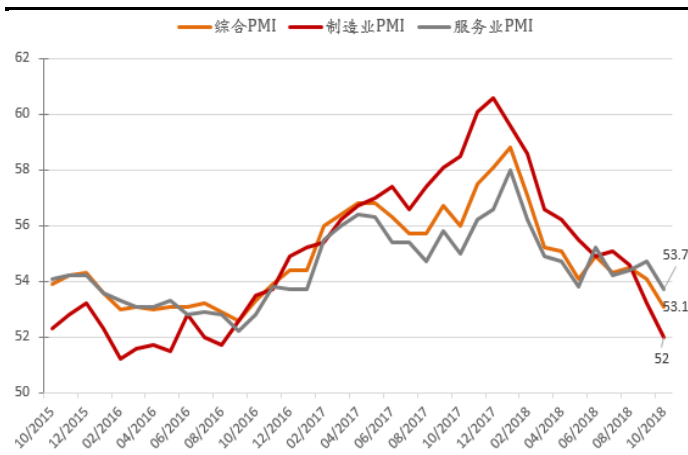
第三季度 GDP 数据证实欧元区的经济复苏已失去动力。欧元区第三季度的实际 GDP 增长率降至 0.2%，远低于预期及上一季度的经济表现（0.4%）。即使考虑进一些短期因素，我们依旧认为四季度不会出现大幅反弹，主要因为该地区的经济复苏势头已去。10 月欧元区综合 PMI 指数从 9 月的 54.1 进一步下滑至 53.1，创 25 个月以来的新低。制造业 PMI 指数从 9 月的 53.2 下降至 52.0，服务业 PMI 也由 54.7 下降至 53.7。近期欧盟执行了更加严格的汽车排放标准，也导致了欧元区特别是德国的汽车生产放缓。

图 7: 欧元区第三季度 GDP 增长仅为 0.2%



资料来源：彭博、招银国际研究

图 8: 欧元区经济复苏已失去动力



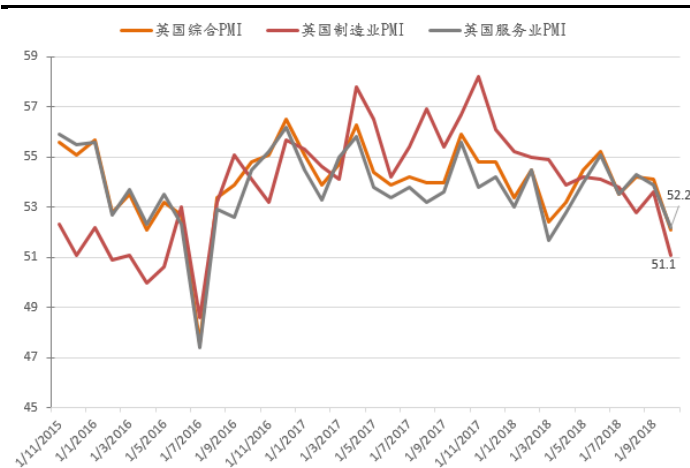
资料来源：彭博、招银国际研究

英国：脱欧谈判决定经济前景

脱欧协议尚未达成，但几率加大。英国首相特蕾莎·梅和她的团队的首要任务就是尽力在月内达成脱欧协议。当前，爱尔兰边境问题仍是谈判中的最大难点。11 月 26 和 27 日仍有可能召开特别欧盟峰会以敲定脱欧方案。如果最终协议无法在月内达成，12 月是最后的机会，意味着英国议会需要以更短的时间通过所有行政程序。如果能够及时达成协议，英国首相需要说服她的政党和议会在关键投票中给予支持。

英国经济随着盛夏过去而降温。9 月英国制造业出现了温和增长，但在 10 月迅速转向，制造业 PMI 指数从上月的 53.6 降至 51.1。作为英国经济支柱的服务业，在 10 月也出现了增长放缓。除了贸易保护主义和全球复苏降温等各国共同的下行压力之外，英国经济的未来在很大程度上还取决于脱欧谈判的结果。如果能够及时达成协议，预计经济将继续温和增长，英国央行将在 2019 年中开始加息。但如果无协议脱欧，英国经济大概率将遭遇重创，英镑急剧下跌，同时也将改变英国央行的紧缩时间表。

图 9: 英国经济在 10 月降温



资料来源：彭博、招银国际研究

图 10: 今年来英镑经历大幅波动



资料来源：彭博、招银国际研究

图 11: 脱欧谈判关键事件及时间

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，欧盟议会将会讨论批准协议，英国议会将会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

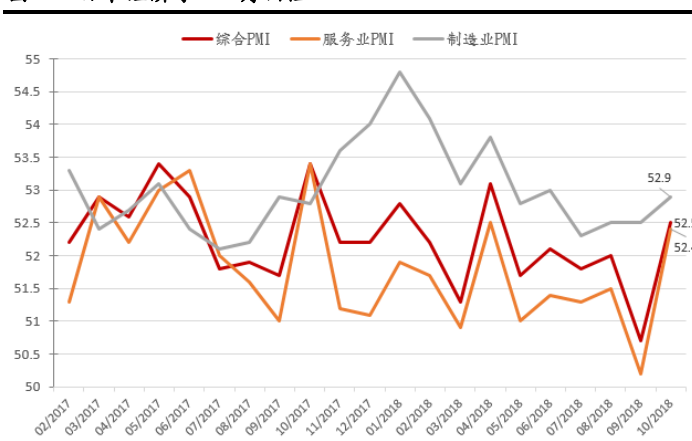
日本：继续维持超宽松货币政策

经历频繁自然灾害后，日本经济于 10 月回温。我们在上月的海外月报中提到的几项积极因素，包括经济信心增强和工资增加等，开始发挥提振效果，10 月服务业增长强劲，服务业 PMI 指数由 9 月 50.2 迅速拉升至六个月高位的 52.4。10 月制造业 PMI 指数由上月的 52.5 上升至 52.9。总体来看，日本的经济活动稳步发展。

展望未来，全球贸易摩擦仍是最大下行压力。根据 10 月的一项全国调查，三分之一的日本公司已经不同程度地受到贸易战影响，而 5 月调查时该比例仅为 3%。

日本央行将维持其超宽松货币政策。在 10 月 31 日的会议结束后，日本央行维持其货币政策不变。由于日本的通胀水平距离央行 2% 的目标愈发遥远，日本央行下调了其通胀预期。全球贸易摩擦可能进一步影响日本经济，迫使日本央行维持更久的超低利率水平。

图 12: 日本经济于 10 月回温



资料来源：彭博、招银国际研究

图 13: 日本的通胀水平距离央行 2% 的目标愈发遥远



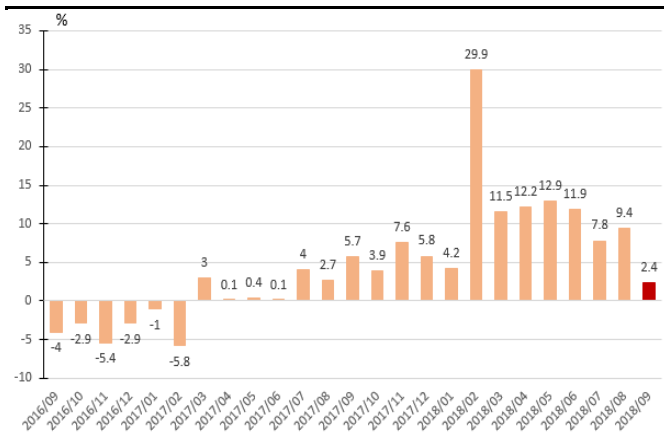
资料来源：彭博、招银国际研究

香港：面对更大压力

多重因素拖累零售在 9 月降温。9 月零售总额初值估计为 366 亿港元，同比增长 2.4%，相比上月的 9.5% 显著降温。短期因素是台风山竹影响旅游业，同时也需要警惕贸易摩擦、股市调整等因素对香港零售业的冲击。

9 月进出口增速显著回落，贸易战影响将进一步显现。8 月香港的进口和出口货值同比增长分别为 13.1% 和 16.4%，而 9 月进出口增速均出现显著回调，仅分别录得 4.5% 和 4.8% 的增长。影响 9 月对外贸易的临时因素是台风山竹，而主要原因还在于美中贸易摩擦的不断升级。预计贸易战对香港的影响将进一步显现。我们当前预测 2018 年香港 GDP 增长 3.6%，2019 年增速降至 2.7%。

图 14: 香港零售销量增速在 9 月显著放缓



资料来源：香港政府、招银国际研究

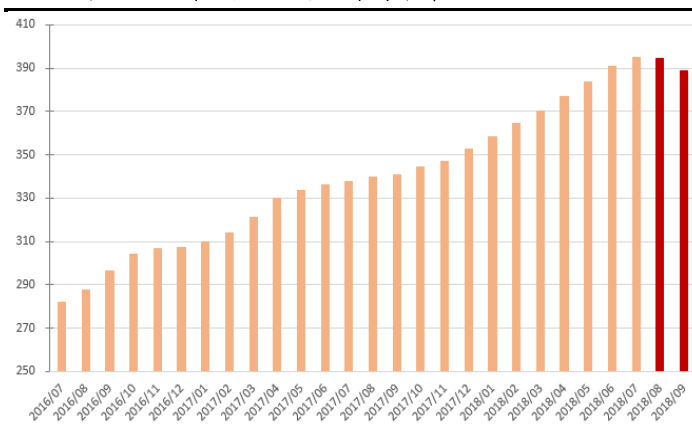
图 15: 9 月香港进出口增速显著回落



资料来源：CEIC、招银国际研究

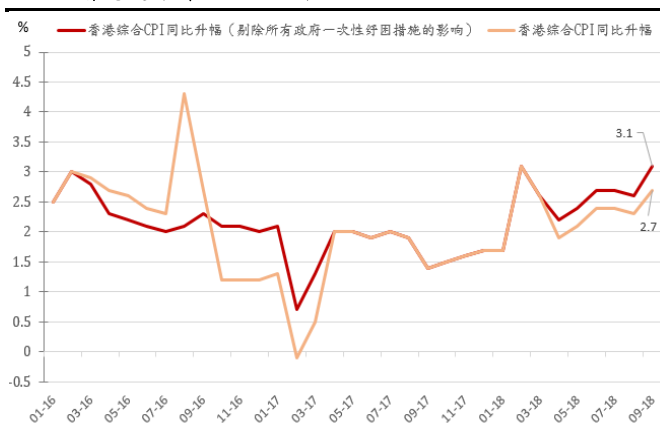
9 月房价继续下滑。在连涨 28 个月后，香港的私人住宅价格在 8 月停止涨势。9 月价格指数进一步从 394.5 下降至 388.8。除了房价指数的回调，其他迹象也显示出房地产市场面临的压力，包括高端住宅交易锐减、房屋贷款申请减少以及多处销售价格的下调。由于利率上升、经济前景不明朗以及股市低迷，房地产行业正在放缓其步伐。我们维持之前的观点，认为香港楼市进入调整期，明年或将面临更大挑战。

图 16: 私人住宅价格指数连续两个月下降



资料来源：差饷物业估价署、招银国际研究

图 17: 香港通胀升温但压力不大



资料来源：CEIC、招银国际研究

9 月通胀升温，仍处历史低位。9 月香港综合 CPI 同比上升 2.7%，较 8 月的升幅 2.3% 加快 0.4pct。剔除所有政府一次性纾困措施的影响的综合 CPI（基本通胀率）在 9 月上升 3.1%，同样高于前值（2.6%）。其中，食品（不包括外出用膳）价格升幅较大，按年升 5.1%，耐用物品价格反而按年下跌 1.8%。由于公营房屋租金上涨以及本地劳动力成本的上升，预计通胀上升的压力将持续，但香港总体的通胀水平仍将处于历史低位。

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。