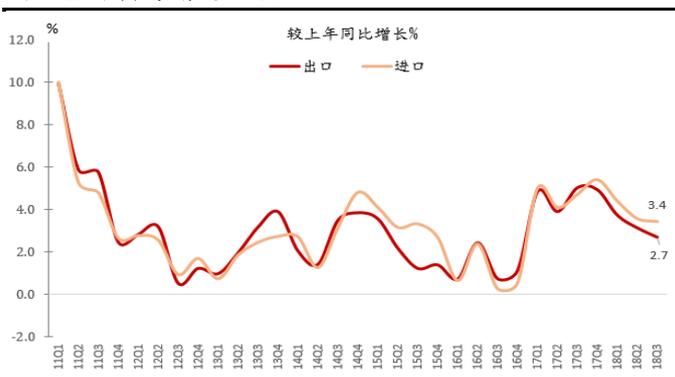


## 全球貿易觀察

### —— 領先指標轉弱，“金絲雀”預警

- ❖ **梗概：**由于需求萎縮，全球貿易增速放緩，多項領先指標顯示增長動能減弱。南韓貿易數據作為對全球經濟高度敏感的“金絲雀”，已經出現預警徵兆。在中美貿易談判、中國增長放緩和英國脫歐等多重不確定因素當中，全球貿易增長勢頭將進一步疲軟，對世界經濟增長和金融市場的表現構成日益嚴重的威脅。
- ❖ **全球需求降溫，貿易增速放緩。**儘管快速增長的電子商務和較強的全球投資仍在支撐全球貿易繼續增長，但隨着全球需求的降溫，全球貿易不斷確認增長放緩趨勢。新出口訂單減少，亞洲與歐洲的供應商交貨時間變長。全球貿易指數（WTI）在2018年11月僅錄得0.3%的環比增長，與2017年11月3.1%的增長率形成鮮明對比。
- ❖ **多項領先指標顯示增長動能減弱。**全球貿易展望指數（WTOI）是對世界貿易發展趨勢的可靠領先指標。該指標最新值為98.6，跌至2016年10月以來的最低水平。貿易展望指數跌破基準值100也表明未來幾個月的全球貿易增長將低于趨勢水平。從全球PMI新出口訂單數據看到，世界主要地區的製造業公司都在面臨出口訂單的下降，意味着全球需求的減少已經開始拖累全球商品貿易。
- ❖ **全球航空運輸和航海運輸增長皆放緩。**2018年全球航空貨運量（貨物噸公里FTK）增長率已遠低于過去五年的均值，部分反映了補貨周期的結束，因為2017年全球公司從其他運輸方式轉向航空運輸，以更快地補充庫存。更令人擔憂的是，航空貨運增長的放緩還反映了亞太貿易的放緩。航海運輸方面，作為對原材料運輸成本可靠而及時的觀測指標，波羅的海散貨運價指數的攀升從2018年開始停滯，反映全球對大宗商品和原材料的需求增長失去動力。
- ❖ **亞洲：“金絲雀”開始預警。**亞太地區是受貿易緊張局勢影響最大的地區，中國、日本、泰國、印度、印度尼西亞和菲律賓等主要出口導向型經濟體的貿易增速都出現了溫和放緩趨勢。特別是南韓、香港、新加坡和台灣的貿易數據常被視為全球經濟的晴雨錶，主要因為它們處于全球供應鏈的關鍵環節。南韓的貿易數據通常是最早公布的經濟指標，因此也是最受關注的前瞻指標之一，即所謂的“煤礦裏的金絲雀”，能夠最先感知危險。南韓出口在2018年12月同比下降1.2%，遠低于市場預期2.5%的增幅，對其最大貿易夥伴中國的出口下降了13.9%，半導體出口亦下降8.3%，為全球貿易和世界經濟發出預警。
- ❖ **主要風險：**我們預計今年全球貿易將溫和增長，唯增長勢頭將顯著放緩。除WTO改革難題和貿易壁壘的增加之外，還有一些重大不確定因素和風險有可能會影響貿易增長和全球經濟，包括中美貿易談判、中國經濟增速放緩以及英國脫歐的不確定性等。

圖 1:全球貿易增速放緩



資料來源：聯合國貿易會議、招銀國際研究

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：[angelacheng@cmbi.com.hk](mailto:angelacheng@cmbi.com.hk)

## 全球需求降溫，貿易增速放緩

儘管快速增長的電子商務和較強的全球投資仍在支撐全球貿易繼續增長，但本輪全球貿易周期在2017年末達到峰值後，隨着全球需求的降溫而不斷確認增長放緩趨勢。新出口訂單減少，亞洲與歐洲的供應商交貨時間變長。

全球貿易量在2018年9月環比下降了1.1%，在10月由負轉正，環比上升1.1%。由於該數據波動較大，通過觀察全球貿易增長的三個月移動平均值，可以明顯看到全球貿易正在持續轉弱。

圖 2: 全球出口貨量與工業產量



資料來源：CPB、招銀國際研究

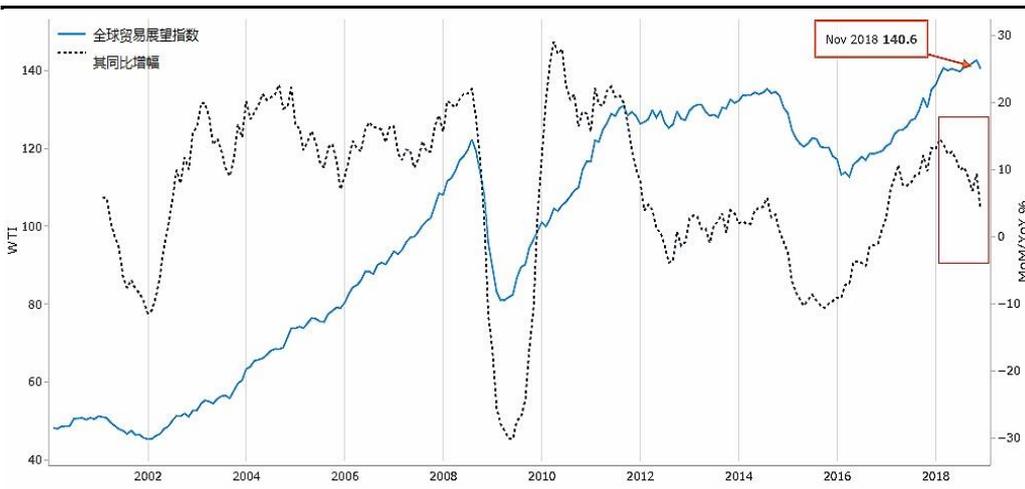
圖 3: 全球貿易指數 (WTI) 環比增長放緩



資料來源：德迅、招銀國際研究

由全球貨運巨頭德迅公司 (Kuehne+Nagel) 發布的全球貿易指數 (WTI) 在2018年11月僅錄得0.3%的環比增長，與2017年11月3.1%的環比增長率形成鮮明對比。如果觀察WTI的同比增幅，其上升趨勢也從2018年初開始扭轉。

圖 4: 全球貿易指數 (WTI) 的同比增長率在2018年下降

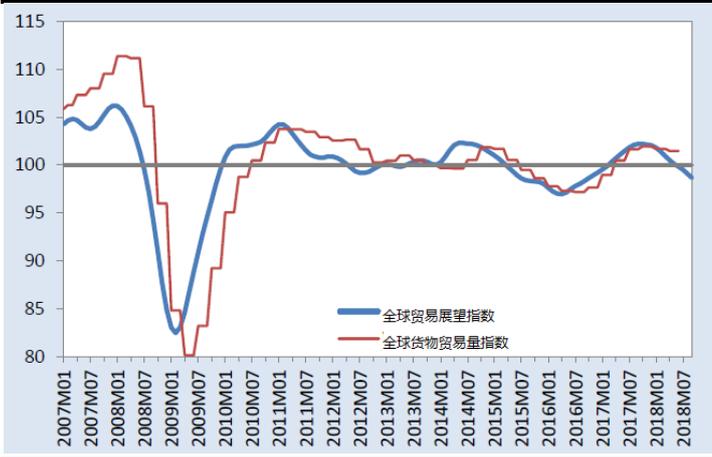


資料來源：德迅、招銀國際研究

## 多項領先指標顯示增長動能減弱

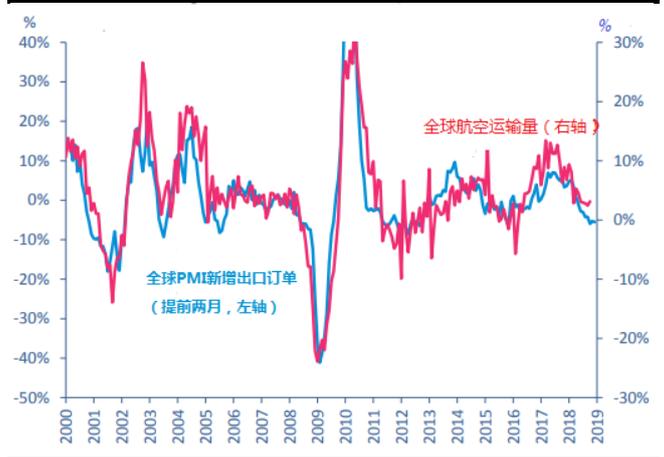
世貿組織發布的全球貿易展望指標（WTOI）是對世界貿易發展趨勢的可靠領先指標。該指標最新值為 98.6，低於上期的 100.3，也是自 2016 年 10 月以來的最低值。貿易展望指標跌破基準值 100 也表明未來幾個月的全球貿易增長將低於趨勢水平。

圖 5: 全球貿易展望指標有較強的預測能力



資料來源：WTO、招銀國際研究（趨勢=100）

圖 6: 全球新增出口訂單指數是空運量的有效領先指標



資料來源：國際航空運輸協會、招銀國際研究

從全球 PMI 新出口訂單數據看到，世界主要地區的製造業公司都在面臨出口訂單的下降，意味着全球需求的減少已經開始拖累全球商品貿易。同時，新出口訂單也是全球航空貨運量的可靠領先指標。根據國際航空運輸協會（IATA）的數據，2018 年全球航空貨運量（貨物噸公里 FTK）的增長率已遠低於過去五年的均值。

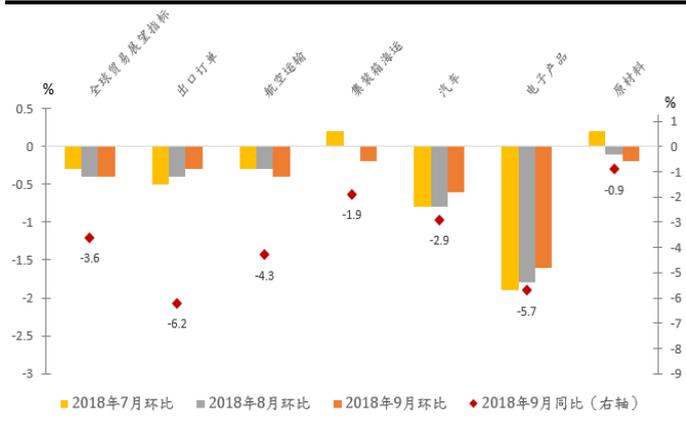
航空貨運增長的放緩部分反映了補貨周期的結束。2017 年全球公司從其他運輸方式轉向航空運輸，以更快地補充庫存，但該補貨周期在 2017 年見頂。更令人擔憂的是，航空貨運增長的放緩還反映了亞太貿易的放緩，畢竟亞太地區的國際航空貨運量占到總量的三分之一，而貿易緊張局勢對該地區的影響已經開始顯現。

圖 7: 國際航海運輸指標之一的波羅的海幹散貨運價指數



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8: 全球貿易的多項指標均出現頹勢



資料來源：WTO、招銀國際研究

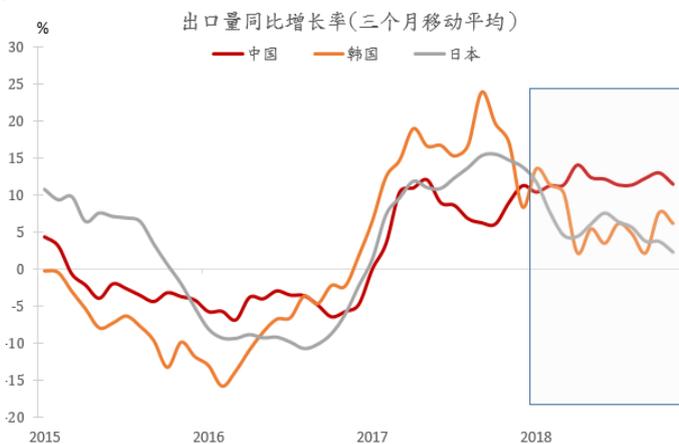
比起空運，占全球九成貿易量的海上運輸並沒有呈現出更快的增長。2018 年 7 至 9 月，全球集裝箱運輸的增長率分別為 0.2%，0%和 -0.2%，呈現轉弱趨勢。作為對原材料運輸成本可靠、及時的觀測指標，波羅的海幹散貨運價指數的攀升從 2018 年開始停滯，表明全球對大宗商品和原材料的需求增長失去動力。

與空運和海運數據顯示的趨勢相似，汽車和電子產品的貿易量等指標都指向全球貿易減弱的勢頭。

## 亞洲：“金絲雀”開始預警

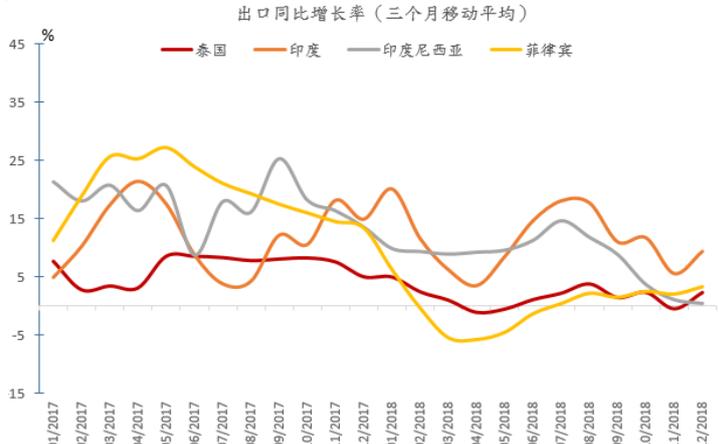
亞太地區是受貿易緊張局勢影響最大的地區。泰國在2018年11月的出口已經收縮0.9%，增長失去動力。包括中國、日本、南韓、印度、印度尼西亞和菲律賓在內的其他主要出口導向型經濟體的貿易增速也出現了同樣的溫和放緩趨勢。

圖 9: 中日韓的出口增速



資料來源：CEIC、招銀國際研究

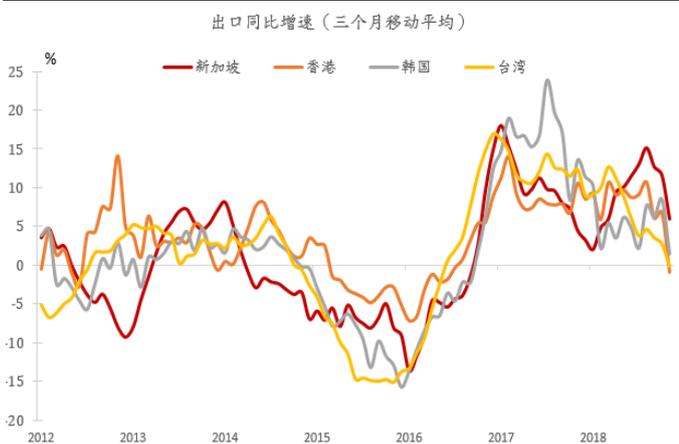
圖 10: 泰國、印度、印尼和菲律賓的出口增速



資料來源：CEIC、招銀國際研究

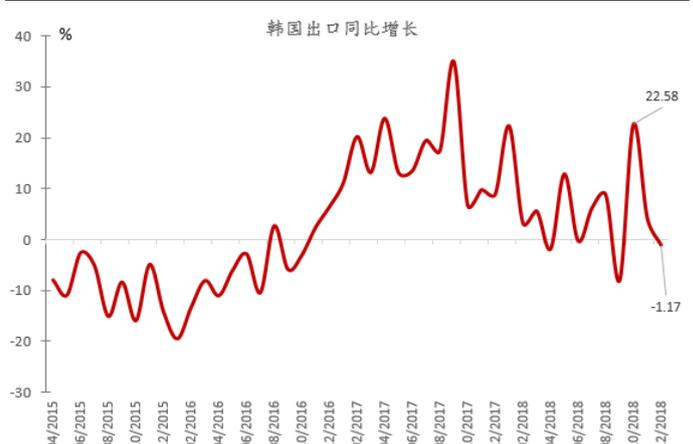
南韓、香港、新加坡和台灣的貿易數據常被視為全球貿易乃至全球經濟的晴雨錶，主要是因為它們處於全球供應鏈的關鍵環節。特別是南韓的貿易數據通常是最早公布的經濟指標，因此也是最受關注的前瞻指標之一，即所謂的“煤礦裏的金絲雀”（bellwethers），能夠最先感知危險。南韓出口在2018年12月出現下降，出貨量同比下降1.2%，遠低於市場預期2.5%的增幅，對其最大貿易夥伴中國的出口貨量下降了13.9%，半導體出口亦下降8.3%。南韓出口增長的下降開始為全球貿易和世界經濟發出預警。

圖 11: 全球貿易的晴雨錶



資料來源：CEIC、招銀國際研究

圖 12: 南韓出口在上年 12 月出現下降



資料來源：CEIC、招銀國際研究

## 主要的挑戰和風險

介于貿易緊張局勢持續及主要市場的信貸收縮，世貿組織于2018年9月下調了對全球貿易的預測。經修訂的預測估計2018年貿易增長將從2017年的4.7%放緩至2018年3.9%和2019年3.7%。我們預測今年全球貿易將溫和增長，唯增長勢頭將顯著放緩。除了WTO改革難題和貿易壁壘的增加之外，還有一些重大不確定因素和風險有可能會損害貿易增長并打擊全球經濟：

- ❖ **中美貿易談判：**目前雙方正在進行進一步的談判，形勢尚未明朗。由于中美貿易關係乃至經濟關係缺乏方向，自 2018 年最後幾個月以來，中美的零售商和製造商都已經開始提前下訂單，包括 2019 年春季的部分商品貿易量也已被“搶跑”。
- ❖ **中國經濟增速放緩：**2019 年中國經濟增長的放緩將對其貿易夥伴國的出口產生跨境溢出效應。根據 IMF 最新的研究，對不同貿易夥伴的溢出效應將取決于他們與中國的產業之間的聯繫。從區域角度來看，與中國貿易聯繫最密切的國家，特別是亞洲國家，受到的影響將最顯著。
- ❖ **英國脫歐的不確定性：**英國脫歐談判已經影響到英國與歐盟之間的貿易，而歐洲貿易的未來也取決于英國脫歐的方式及未來歐盟與英國之間的貿易關係。最容易受到英國脫歐不確定性影響的國家是愛爾蘭、比利時、荷蘭和德國等與英國有着緊密經濟聯繫的國家，而汽車、電子設備等是最容易受到打擊的行業。

## 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責任。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。