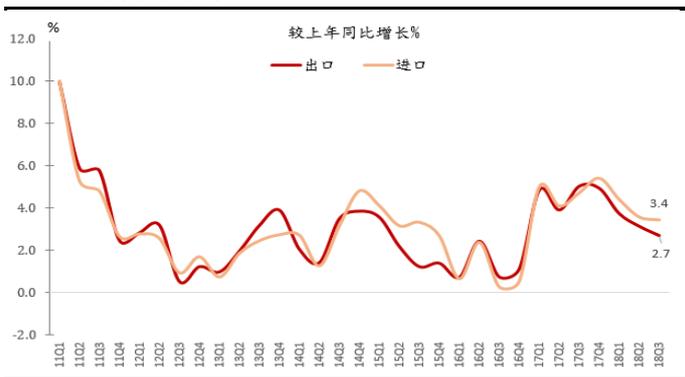


## 全球贸易观察

### —— 领先指标转弱，“金丝雀”预警

- ❖ **梗概：**由于需求萎缩，全球贸易增速放缓，多项领先指标显示增长动能减弱。韩国贸易数据作为对全球经济高度敏感的“金丝雀”，已经出现预警征兆。在中美贸易谈判、中国增长放缓和英国脱欧等多重不确定因素当中，全球贸易增长势头将进一步疲软，对世界经济增长和金融市场的表现构成日益严重的威胁。
- ❖ **全球需求降温，贸易增速放缓。**尽管快速增长的电子商务和较强的全球投资仍在支撑全球贸易继续增长，但随着全球需求的降温，全球贸易不断确认增长放缓趋势。新出口订单减少，亚洲与欧洲的供应商交货时间变长。全球贸易指数（WTI）在2018年11月仅录得0.3%的环比增长，与2017年11月3.1%的增长率形成鲜明对比。
- ❖ **多项领先指标显示增长动能减弱。**全球贸易展望指数（WTOI）是对世界贸易发展趋势的可靠领先指标。该指标最新值为98.6，跌至2016年10月以来的最低水平。贸易展望指数跌破基准值100也表明未来几个月的全球贸易增长将低于趋势水平。从全球PMI新出口订单数据看到，世界主要地区的制造业公司都在面临出口订单的下降，意味着全球需求的减少已经开始拖累全球商品贸易。
- ❖ **全球航空运输和航海运输增长皆放缓。**2018年全球航空货运量（货物吨公里FTK）增长率已远低于过去五年的均值，部分反映了补货周期的结束，因为2017年全球公司从其他运输方式转向航空运输，以更快地补充库存。更令人担忧的是，航空货运增长的放缓还反映了亚太贸易的放缓。航海运输方面，作为对原材料运输成本可靠而及时的观测指标，波罗的海干散货运价指数的攀升从2018年开始停滞，反映全球对大宗商品和原材料的需求增长失去动力。
- ❖ **亚洲：“金丝雀”开始预警。**亚太地区是受贸易紧张局势影响最大的地区，中国、日本、泰国、印度、印度尼西亚和菲律宾等主要出口导向型经济体的贸易增速都出现了温和放缓趋势。特别是韩国、香港、新加坡和台湾的贸易数据常被视为全球经济的晴雨表，主要因为它们处于全球供应链的关键环节。韩国的贸易数据通常是最早公布的经济指标，因此也是最受关注的前瞻指标之一，即所谓的“煤矿里的金丝雀”，能够最先感知危险。韩国出口在2018年12月同比下降1.2%，远低于市场预期2.5%的增幅，对其最大贸易伙伴中国的出口下降了13.9%，半导体出口亦下降8.3%，为全球贸易和世界经济发出预警。
- ❖ **主要风险：**我们预计今年全球贸易将温和增长，唯增长势头将显著放缓。除WTO改革难题和贸易壁垒的增加之外，还有一些重大不确定因素和风险有可能会影响贸易增长和全球经济，包括中美贸易谈判、中国经济增速放缓以及英国脱欧的不确定性等。

图 1:全球贸易增速放缓



资料来源：联合国贸发会议、招银国际研究

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

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

## 全球需求降温，贸易增速放缓

尽管快速增长的电子商务和较强的全球投资仍在支撑全球贸易继续增长，但本轮全球贸易周期在 2017 年末达到峰值后，随着全球需求的降温而不断确认增长放缓趋势。新出口订单减少，亚洲与欧洲的供应商交货时间变长。

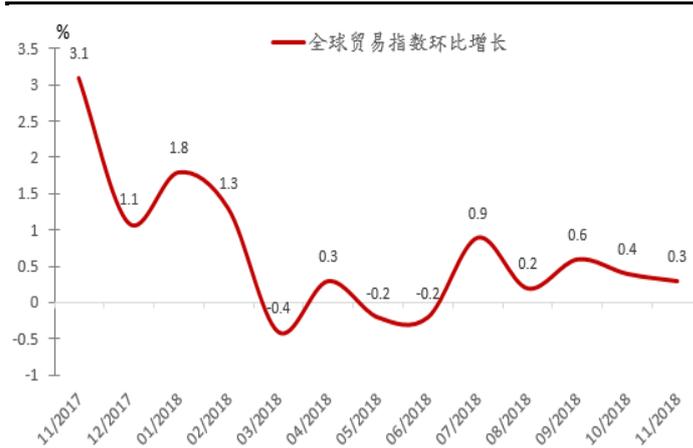
全球贸易量在 2018 年 9 月环比下降了 1.1%，在 10 月由负转正，环比上升 1.1%。由于该数据波动较大，通过观察全球贸易增长的三个月移动平均值，可以明显看到全球贸易正在持续转弱。

图 2: 全球出口货量与工业产量



资料来源：CPB、招银国际研究

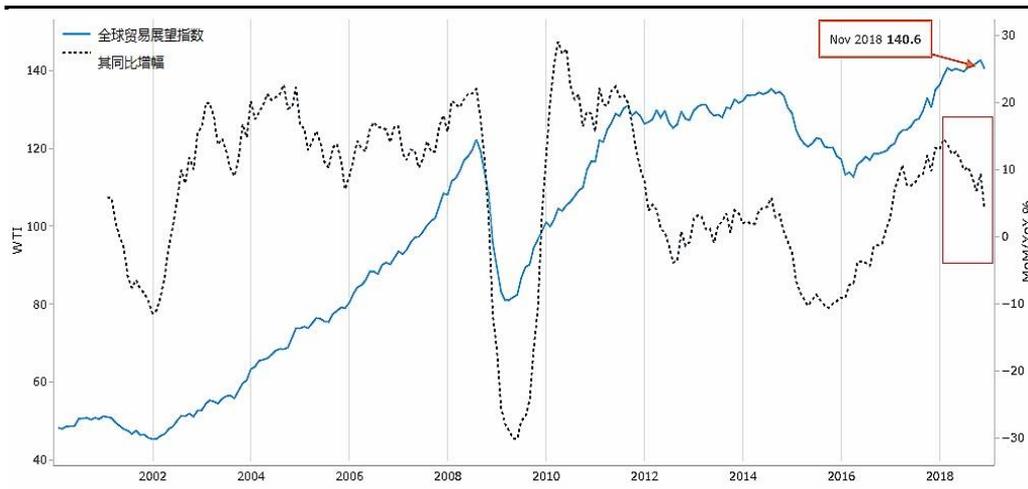
图 3: 全球贸易指数 (WTI) 环比增长放缓



资料来源：德迅、招银国际研究

由全球货运巨头德迅公司 (Kuehne+Nagel) 发布的全球贸易指数 (WTI) 在 2018 年 11 月仅录得 0.3% 的环比增长，与 2017 年 11 月 3.1% 的环比增长率形成鲜明对比。如果观察 WTI 的同比增幅，其上升趋势也从 2018 年初开始扭转。

图 4: 全球贸易指数 (WTI) 的同比增长率在 2018 年下降

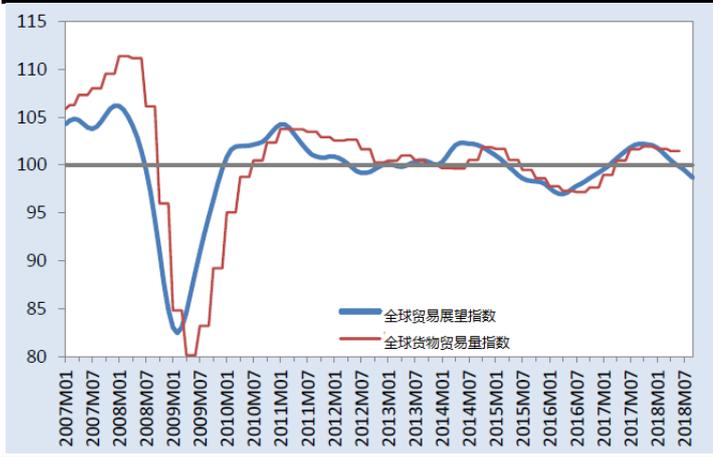


资料来源：德迅、招银国际研究

## 多项领先指标显示增长动能减弱

世贸组织发布的全球贸易展望指标（WTOI）是对世界贸易发展趋势的可靠领先指标。该指标最新值为 98.6，低于上期的 100.3，也是自 2016 年 10 月以来的最低值。贸易展望指标跌破基准值 100 也表明未来几个月的全球贸易增长将低于趋势水平。

图 5: 全球贸易展望指标有较强的预测能力



资料来源：WTO、招银国际研究（趋势=100）

图 6: 全球新增出口订单指数是空运量的有效领先指标



资料来源：国际航空运输协会、招银国际研究

从全球 PMI 新出口订单数据看到，世界主要地区的制造业公司都在面临出口订单的下降，意味着全球需求的减少已经开始拖累全球商品贸易。同时，新出口订单也是全球航空货运量的可靠领先指标。根据国际航空运输协会（IATA）的数据，2018 年全球航空货运量（货物吨公里 FTK）的增长率已远低于过去五年的均值。

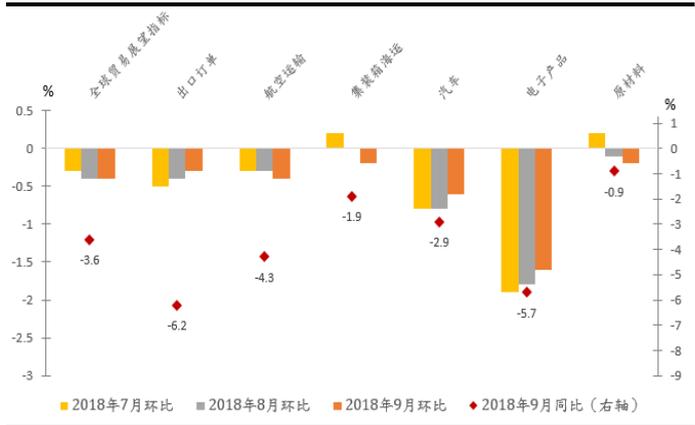
航空货运增长的放缓部分反映了补货周期的结束。2017 年全球公司从其他运输方式转向航空运输，以更快地补充库存，但该补货周期在 2017 年见顶。更令人担忧的是，航空货运增长的放缓还反映了亚太贸易的放缓，毕竟亚太地区的国际航空货运量占到总量的三分之一，而贸易紧张局势对该地区的影响已经开始显现。

图 7: 国际航海运输指标之一的波罗的海干散货运价指数



资料来源：彭博、招银国际研究

图 8: 全球贸易的多项指标均出现颓势



资料来源：WTO、招银国际研究

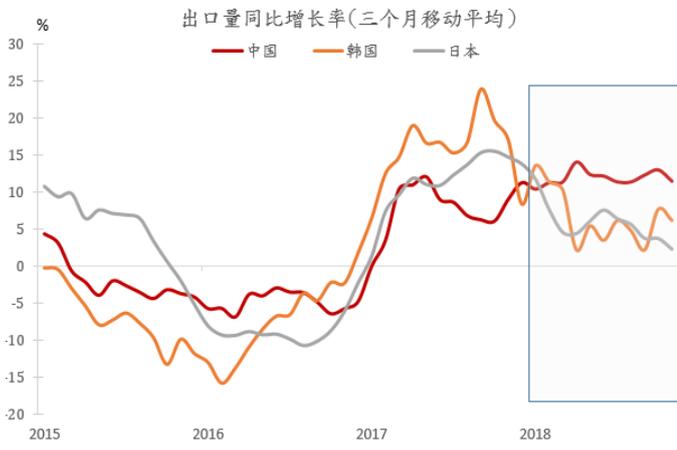
比起空运，占全球九成贸易量的海上运输并没有呈现出更快的增长。2018 年 7 至 9 月，全球集装箱运输的增长率分别为 0.2%，0%和 -0.2%，呈现转弱趋势。作为对原材料运输成本可靠、及时的观测指标，波罗的海干散货运价指数的攀升从 2018 年开始停滞，表明全球对大宗商品和原材料的需求增长失去动力。

与空运和海运数据显示的趋势相似，汽车和电子产品的贸易量等指标都指向全球贸易减弱的势头。

## 亚洲：“金丝雀”开始预警

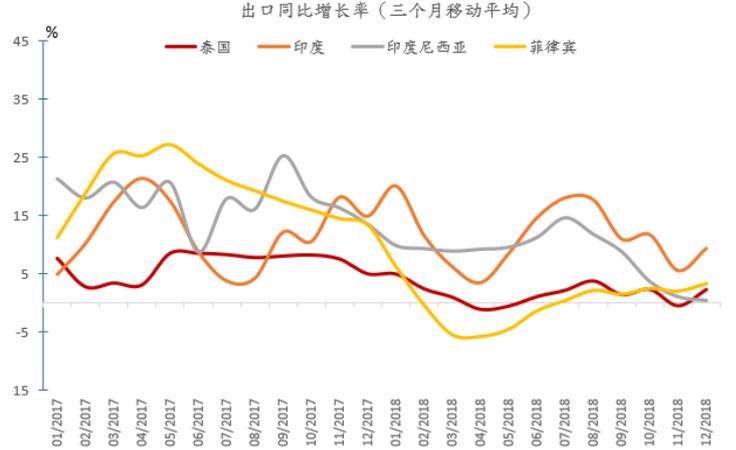
亚太地区是受贸易紧张局势影响最大的地区。泰国在2018年11月的出口已经收缩0.9%，增长失去动力。包括中国、日本、韩国、印度、印度尼西亚和菲律宾在内的其他主要出口导向型经济体的贸易增速也出现了同样的温和放缓趋势。

图9: 中日韩的出口增速



资料来源：CEIC、招银国际研究

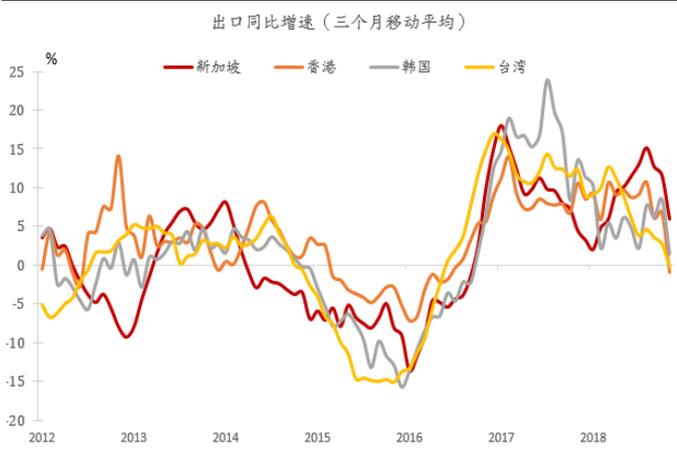
图10: 泰国、印度、印尼和菲律宾的出口增速



资料来源：CEIC、招银国际研究

韩国、香港、新加坡和台湾的贸易数据常被视为全球贸易乃至全球经济的晴雨表，主要是因为它们处于全球供应链的关键环节。特别是韩国的贸易数据通常是最早公布的经济指标，因此也是最受关注的前瞻指标之一，即所谓的“煤矿里的金丝雀”（bellwethers），能够最先感知危险。韩国出口在2018年12月出现下降，出货量同比下降1.2%，远低于市场预期2.5%的增幅，对其最大贸易伙伴中国的出口货量下降了13.9%，半导体出口亦下降8.3%。韩国出口增长的下降开始为全球贸易和世界经济发出预警。

图11: 全球贸易的晴雨表



资料来源：CEIC、招银国际研究

图12: 韩国出口在上年12月出现下降



资料来源：CEIC、招银国际研究

## 主要的挑战和风险

介于贸易紧张局势持续及主要市场的信贷收缩，世贸组织于2018年9月下调了对全球贸易的预测。经修订的预测估计2018年贸易增长将从2017年的4.7%放缓至2018年3.9%和2019年3.7%。我们预测今年全球贸易将温和增长，唯增长势头将显著放缓。除了WTO改革难题和贸易壁垒的增加之外，还有一些重大不确定因素和风险有可能会损害贸易增长并打击全球经济：

- ❖ **中美贸易谈判：**目前双方正在进行进一步的谈判，形势尚未明朗。由于中美贸易关系乃至经济关系缺乏方向，自 2018 年最后几个月以来，中美的零售商和制造商都已经开始提前下订单，包括 2019 年春季的部分商品贸易量也已被“抢跑”。
- ❖ **中国经济增速放缓：**2019 年中国经济增长的放缓将对其贸易伙伴国的出口产生跨境溢出效应。根据 IMF 最新的研究，对不同贸易伙伴的溢出效应将取决于他们与中国的产业之间的联系。从区域角度来看，与中国贸易联系最密切的国家，特别是亚洲国家，受到的影响将最显著。
- ❖ **英国脱欧的不确定性：**英国脱欧谈判已经影响到英国与欧盟之间的贸易，而欧洲贸易的未来也取决于英国脱欧的方式及未来欧盟与英国之间的贸易关系。最容易受到英国脱欧不确定性影响的国家是爱尔兰、比利时、荷兰和德国等与英国有着紧密经济联系的国家，而汽车、电子设备等是最容易受到打击的行业。

## 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 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。