

1月海外宏觀月報

解析經濟信號的相互背離

- ❖ **全球**：世界銀行下調了對全球經濟增長的預測，貿易和投資增長放緩、部分新興市場匯率承壓是其下調經濟預期的主因。世行對2019年全球、美國、中國和歐元區的增長率預測分別為2.9%，2.5%，6.2%和1.6%，并小幅提高對日本經濟的預測至0.9%。
- ❖ **美國**：經濟數據傳遞相互背離信號。近期公布的幾組美國經濟數據呈現出不同的宏觀圖景，致使金融市場出現較大的策略分歧，市場情緒受到數據的影響加大。就業和薪資錄得強勁增長，而美國供應管理協會（ISM）和IHS Markit統計的相關指數都顯示美國生產活動的增長在明顯放緩。作為金融市場尤其是權益市場最關注的經濟指標，就業數據和PMI指數總體上保持着較強的相關性，短期的數據背離情況很快能得以修正。在非農就業數據和Markit PMI趨勢衝突的情況下，PMI往往能夠給出更多關於增長趨勢的信號，就業數據則能較準確地反映當下經濟的狀況。
綜合分析可以看到，美國經濟仍在穩步增長、本年內經濟衰退的概率依舊很低，但增長動力正在顯著減緩，特別是製造業的下降趨勢更加明顯。美國的職位空缺已經超過了失業人數，就業市場持續趨緊狀況反映出經濟增長活力，且能夠支撐消費增長，但技能勞動力的短缺已成為經濟進一步擴張的瓶頸。勞動力市場趨緊最終將導致薪資和通脹上升，意味着美聯儲需要面對的通脹壓力依然存在。因此，儘管近期美聯儲的表態轉鴿，但加息不會戛然而止。相信在接下來幾個月，相互矛盾的經濟數據仍可能繼續加劇市場波動。
- ❖ **歐元區**：經濟引擎的衰退風險上升。圍繞本財年意大利預算案的爭議已告一段落，為歐元區去除了一項重大風險。壞消息是目前的財政措施將導致未來幾年的政府成本增加，意大利赤字問題只會延遲，而并非完全消除。歐元區經濟增長疲弱勢頭呈現跨行業、跨國家趨勢。且作為歐元區的最大經濟體及增長引擎的德國，陷入技術性經濟衰退的風險在快速上升。
- ❖ **英國**：為脫歐做準備。英國議會將於1月15日對首相的脫歐協議進行重要表決，而該投票對脫歐的最終方式至關重要。如果該協議無法通過，則挪威式、二次公投和硬脫歐就都仍是可能的結果。如果最終無協議脫歐，投資將急劇下降，經濟將陷入衰退，英國向其主要歐洲貿易夥伴的商品出口將遭受重大打擊。11月PMI的回升主要是由於製造商大量儲備原料和成品以備英國退歐，并非反映經濟前景的變化。
- ❖ **日本**：10年期日債收益率轉負。計劃於2018年10月開始的消費稅上調將對經濟構成壓力。由於對全球經濟放緩的擔憂，避險情緒升溫，全球債券市場反彈，日本10年期國債債券收益率跌破零值。
- ❖ **香港**：外部影響開始顯現。11月零售業銷售額增速放緩，反映出消費意願的下降。出口貨值出現負增長，本地出口商憂慮中美貿易摩擦會影響業務，因此對短期出口表現欠缺信心。

全球經濟預測

	實際GDP（同比%）			通脹（同比%）		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
全球	3.8	3.4	3.2	3.1	3.7	3.0
美國	2.3	3.0	2.5	2.1	2.3	2.1
歐元區	2.5	2.0	1.6	1.8	1.6	1.5
英國	1.8	1.5	1.2	2.7	2.6	2.1
日本	1.8	1.1	0.8	0.5	0.9	0.7
中國	6.9	6.5	6.3	1.6	2.1	2.2
香港	3.8	3.4	2.5	1.7	2.4	1.4

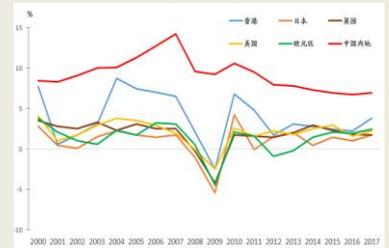
資料來源：彭博、招銀國際研究（預測截至1月9日）

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

實際GDP 按年同比增速



十年期國債收益率



近期全球宏觀報告

[19年1月4日](#)

[全球貿易觀察——領先指標轉弱，“金絲雀”預警](#)

[18年12月12日](#)

[近期經濟走勢追蹤及2019年預測](#)

[18年12月6日](#)

[美國孛息曲綫首現倒挂——衰退還有多遠](#)

[18年12月3日](#)

[招銀國際年度策略報告](#)

[18年11月9日](#)

[全球經濟前景轉淡，分裂國會難止貿戰](#)

美國：經濟數據傳遞相互背離信號

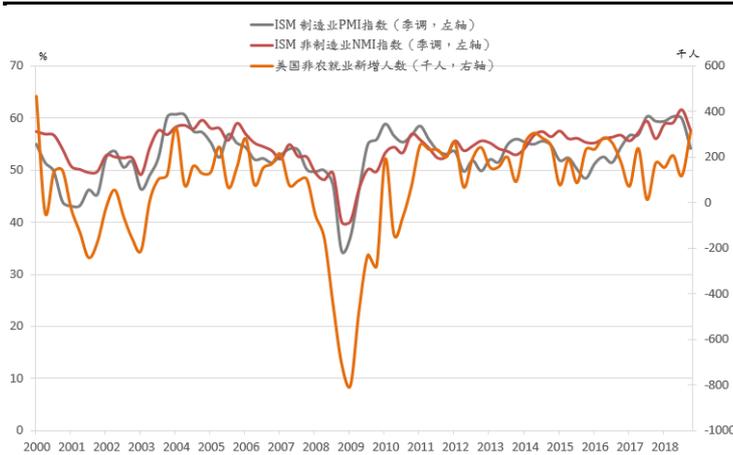
近期公布的幾組美國經濟數據呈現出不同的宏觀圖景，致使金融市場出現較大的策略分歧，市場情緒受到數據的影響更加明顯。就業和薪資錄得強勁增長，而美國供應管理協會（ISM）和 IHS Markit 統計的相關指數都顯示美國生產活動的增長在明顯放緩。在看似相互矛盾的經濟數據中，把握現時美國經濟的動力和趨勢顯得尤為重要。

（一）強勁就業數據釋放積極信號：美國勞工部於1月4日公布了上年12月的就業形勢報告。報告顯示，12月美國非農就業人數新增加31.2萬，遠超預期。隨着越來越多美國人開始尋找工作，失業率上升0.2個百分點至3.9%。平均時薪按年提高3.2%，年度薪資增幅創下2008年以來的最高水平。

（二）ISM 非製造業指數偏正面：上年12月的ISM非製造業指數跌幅超過預期，從前月的60.7降至57.6，但主要是因為供給約束的放鬆。指數的子項目有積極信號出現，例如新訂單指數錄得小幅提升。幾乎所有非製造業行業都在12月錄得了增長，企業表現出對經濟的信心。根據調查，企業面對的最大挑戰在於招聘足夠符合要求的雇員以及應對上升的成本。

（三）ISM 製造業指數大幅下滑：美國12月ISM製造業指數為54.1，大幅低於前值59.3。由於對經濟放緩和關稅影響的擔憂加劇，製造業需求持續下降，新訂單指數從11月的62.1驟降至12月的51.1。已有行業報告了關稅對其業務前景和利潤的負面影響，包括計算機和電子產品、運輸設備、食品飲料、機械等。

圖 1: 美國 ISM 指數（製造業和非製造業）與非農就業數據

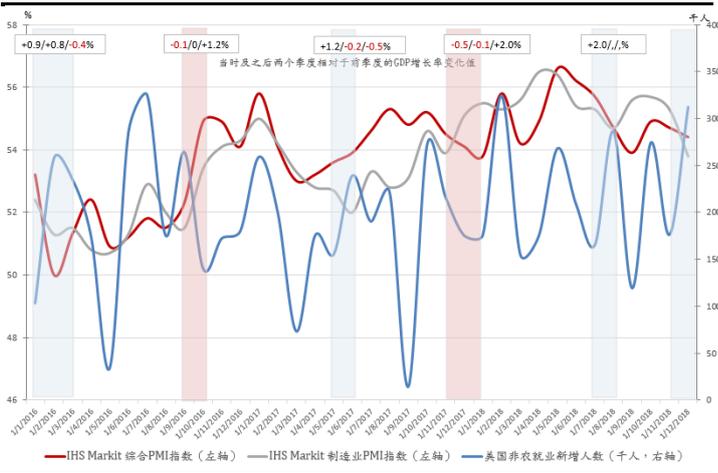


資料來源：彭博、招銀國際研究

如何解讀這些相互背離的經濟信號呢？通常來講，就業形勢報告和 ISM 採購經理人指數是金融市場、尤其是權益市場最關注的兩大經濟指標，因其能較好地反映消費和企業支出方面的變化趨勢，從而影響到未來的企業利潤和股價。從圖 1 看到，非農就業數據和 ISM 指數儘管有時會出現背離，但總體上保持着較強的相關性，短期的數據背離情況很快能得以修正。當然，相較而言就業數據波動更大。因此在出現短暫背離的情況下更需要相互結合來判斷經濟情況。基於當前指標可以看到，美國經濟仍在穩步增長、本年內經濟衰退的概率依舊很低，但增長動力正在顯著減緩，特別是製造業面臨的下降趨勢更明顯。

有時 IHS Markit 的 PMI 指數也會顯示出與非農就業數據不同的趨勢（見圖 2）。當就業數據在改善、但 Markit PMI 却在下降時（圖中淡藍色區域），經濟通常正在快速增長，但在接下來約兩個季度會有所放緩。當就業數據令人失望、但 PMI 却在爬升時（圖中淡紅色區域），經濟通常在以較慢的速度擴張，但很快就會重新獲得更強動力。因此，在非農就業數據和 PMI 衝突的情況下，PMI 往往能夠給出更多關於增長趨勢的信號，就業數據則能較準確地反映短期內經濟的狀況。

圖 2: 美國 IHS Markit PMI 和非農就業數據的背離



資料來源：彭博、招銀國際研究

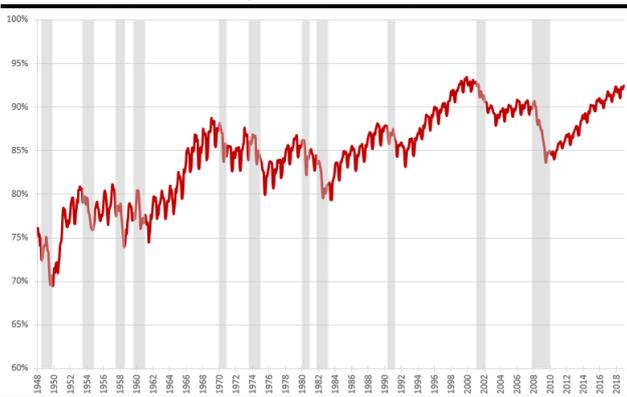
美國持續趨緊的就業市場意味着什麼？ 就業市場持續趨緊狀況，反映出經濟增長活力，且能够支撐消費增長，但同時也是潛在的風險和約束。2018 年的就業市場狀況為四年來最佳，但勞動力短缺、特別是技能勞動力的短缺，已經成為經濟進一步擴張的瓶頸。

非農就業數據的缺點之一在於未考慮勞動力總數的變化。將非農就業人數除以勞動人口總數做以調整後，可以更好地看到就業市場的變化趨勢（見圖 3）。當前的就業水平已經超過 90%，正接近 2001 年經濟衰退前的歷史高位，處於相當高的水平。

另一方面，職位空缺正在增加，而失業人數正在下降（見圖 4）。2018 年美國的職位空缺已經超過了失業人數。許多企業無法招聘到足夠的合要求雇員，就業市場緊張增加雇主薪酬開支，為企業成本施加壓力。

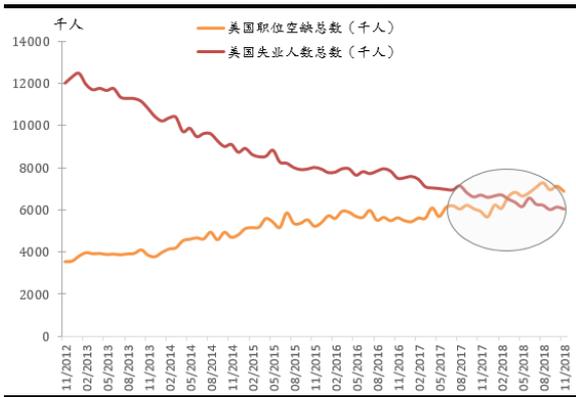
作為利率決策過程的一部分，美聯儲也在密切關注非農就業數據。備受關注的平均每小時收入（AHE）在 12 月錄得 3.2% 的同比升幅，漲幅仍舊較為溫和。勞動力市場趨緊最終將導致薪資和通脹上升，意味着美聯儲需要面對的通脹壓力依然存在。因此，儘管近期美聯儲的表態轉鴿，但加息不會戛然而止，我們目前仍然預計美聯儲將在 2019 年兩次加息（共 50 個基點）。

圖 3: 非農就業人數與勞動力總數的比值



資料來源：彭博、招銀國際研究（灰色為衰退期）

圖 4: 美國的職位空缺數量超過了失業人數



資料來源：彭博、招銀國際研究

總之，美國經濟正在創造更多就業機會，表明總體經濟目前依舊運作良好。生產繼續增長，儘管速度將進一步放緩，這也符合我們對於美國經濟正在見頂的判斷。上半年，經濟增長將繼續保持相對強勢，主要支柱在消費，下半年下行因素將集中顯現。相信在接下來幾個月，更多相互矛盾的經濟數據還有可能繼續加劇市場波動。

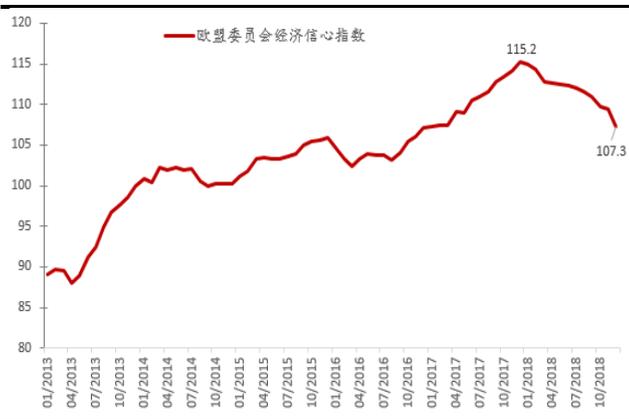
歐元區：經濟引擎的衰退風險上升

本財年意大利預算危機以和解落幕。意大利和歐盟在最後時刻前相互妥協，就2019財年財政政策草案達成協議，規定意大利在本財年的預算赤字目標為GDP的2.04%，比意大利政府早先提出的2.4%的目標有所下降。計劃中被削減的政府支出主要來自延遲實施新預算的兩個主要政策，即增加收入和退休養老金改革。至此，圍繞本財年意大利預算案的爭議已告一段落，為2019年歐元區去除了一項重大風險。壞消息是，目前的財政措施將導致未來幾年的政府成本增加，意大利赤字問題只會延遲，而并非完全消除。

經濟增長疲弱勢頭呈現跨行業、跨國家趨勢。歐元區五大經濟體的增長勢頭在2018年都有所減弱。經濟信心在12月進一步走弱，經濟景氣指數跌至兩年來的最低水平。增長的疲弱勢頭呈現跨行業、跨國家趨勢，反映出對於貿易放緩和德國經濟衰退風險的普遍擔憂。

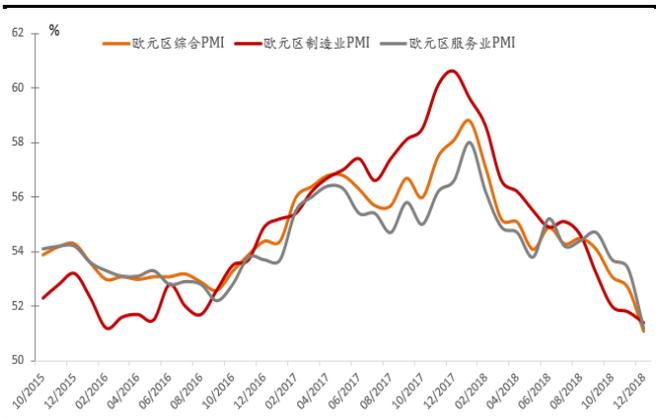
製造業活動在2018年底幾乎沒有增長。IHS製造業PMI指數從11月的51.8進一步下降至51.4，連續第五個月錄得下降。服務業PMI從12月的53.4下滑至51.2，將綜合PMI從52.7拖累至51.1。

圖 5: 歐元區經濟信心持續轉差



資料來源：彭博、招銀國際研究

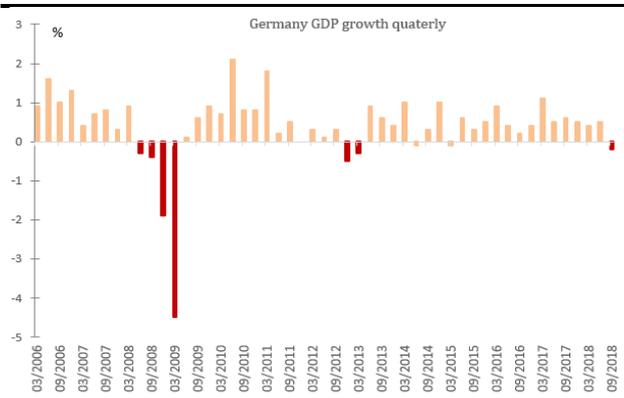
圖 6: 歐元區經濟增長全面放緩



資料來源：彭博、招銀國際研究

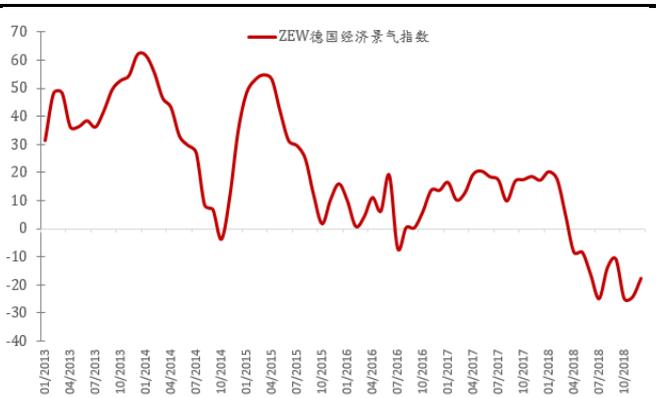
德國面臨技術性衰退風險：作為歐元區的最大經濟體及增長引擎的德國，許多關鍵經濟指標大幅下挫。儘管私人消費仍有可能抵消部分經濟下行壓力，但無法扭轉總體放緩趨勢。由於出口訂單和工業生產迅速下降、信心轉差，德國陷入技術性經濟衰退的風險在快速上升。有利因素在於歐洲央行的貨幣政策仍然有利投資，而美中貿易談判和中國的經濟刺激計劃一旦帶來任何實質進展，也將有利於德國經濟暫時企穩。

圖 7: 德國 GDP 增長錄得負值



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8: 德國經濟景氣指數大幅下降



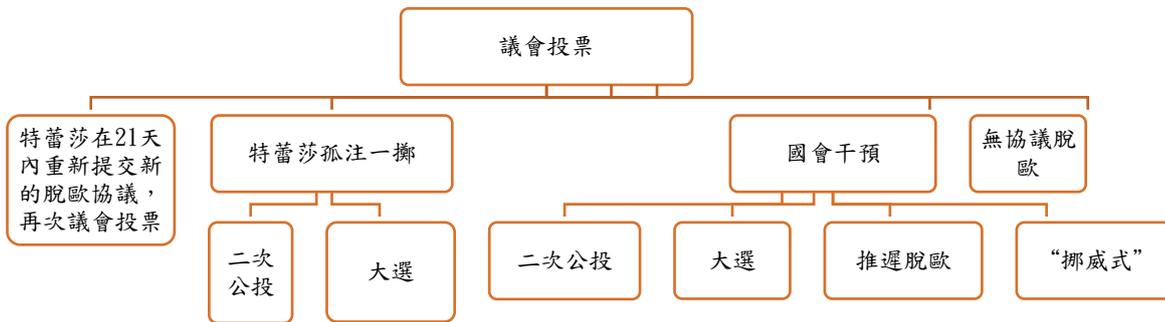
資料來源：彭博、招銀國際研究

英國：為脫歐做準備

即將迎來的重要投票表決：議會投票在12月被推遲後，英國議會將於1月15日對首相的脫歐協議進行重要表決，而該投票對脫歐的最終方式至關重要。若協議通過，則英國基本上可以順利脫歐。如果該協議無法通過，則挪威式、第二次公投和硬脫歐就都仍是可能的結果。

如果3月29日的英國脫歐建立在達成協議的基礎上，屆時將看到投資和商業情緒的顯著反彈；但如果最終無協議脫歐，投資將急劇下降，經濟將陷入衰退，英國向其主要歐洲貿易夥伴（包括德國、法國、愛爾蘭和比利時等）的商品出口將遭受重大打擊，而汽車和電子設備是受影響最大的產品門類。

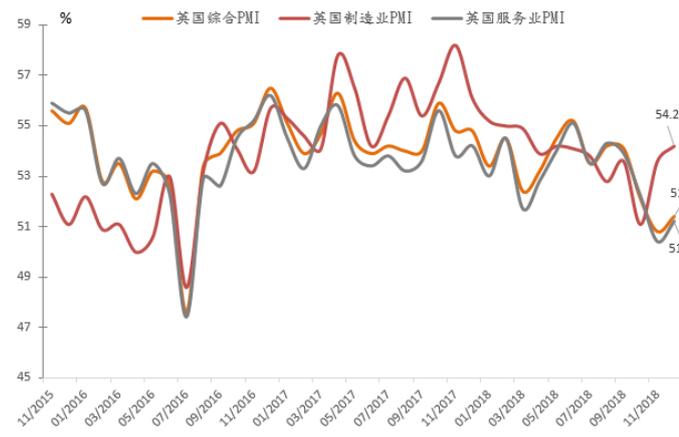
圖 9: 脫歐的情景分析



資料來源：招銀國際研究

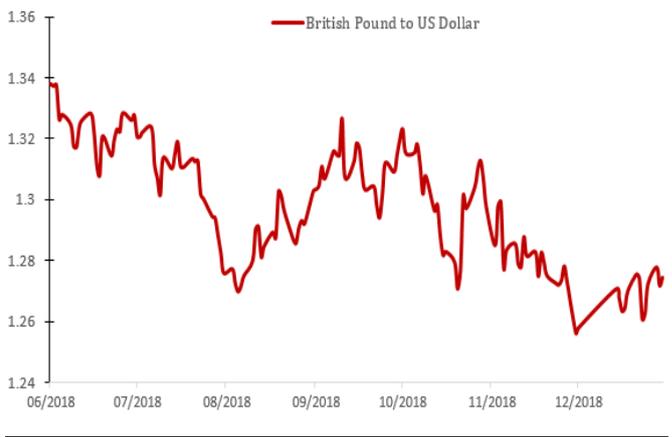
為脫歐做準備，企業正在加大庫存。IHS Markit 採購經理人指數從11月的53.6升至12月的54.2，超出預期並達半年高位。但該指數的回升主要是由於製造商大量儲備原料和成品以備英國退歐，並非反映了經濟前景的變化。

圖 10: 英國 PMI 反彈主要由於企業囤貨以備脫歐



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 11: 英鎊受脫歐問題影響大幅波動



資料來源：彭博、招銀國際研究

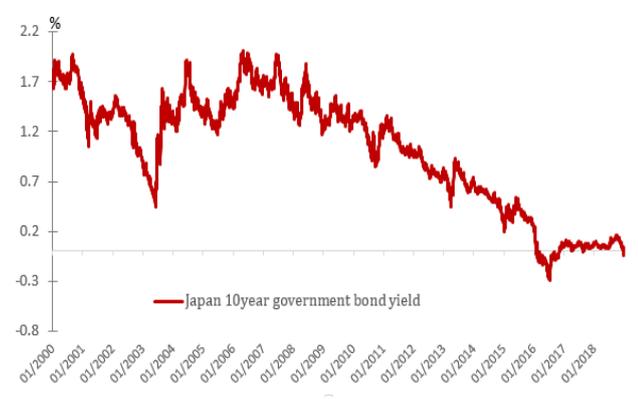
日本：10年期日債收益率轉負

消費稅上調將對經濟構成壓力。日本政府計劃從今年10月起上調消費稅，由目前的8%上升到10%。雖然日本經濟在上年4季度將略有復蘇，但日本經濟進一步疲軟的跡象可能會加劇市場對於政府將推遲徵收消費稅的猜測。至少目前，政府仍然堅持按計劃加消費稅，除非日本受到雷曼兄弟破產規模的衝擊。消費稅上調是今年日本經濟面臨的一大已知風險。

貨幣政策：在經濟和物價走勢存在很大不確定性的情況下，日本央行在12月19日和20日的貨幣政策會議上決定維持當前的寬鬆貨幣政策。日本央行的政策委員會目前預計日本2019年GDP增長0.8%，與我們的預測相同，低於國際貨幣基金組織預測的0.9%。

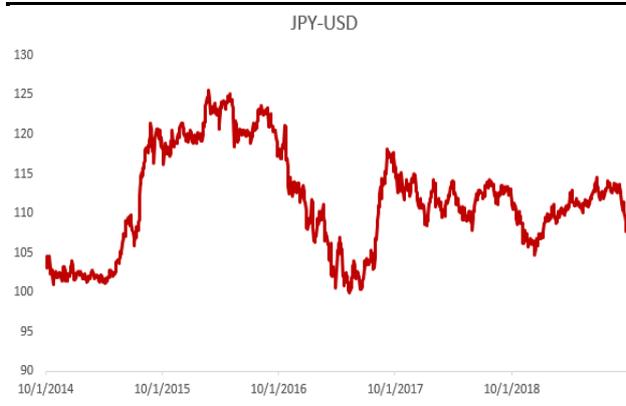
10年期日債收益率轉負。由於對全球經濟放緩的擔憂，避險情緒升溫，全球債券市場反彈。日本10年期國債債券收益率自2017年9月以來首次跌破零值，意味着企業借貸成本降低，日元相對美元升值壓力減輕，有利於日本出口和整體經濟增長。日本央行對於10年期國債收益率跌至負值區域持接受態度。

圖 12: 日本 10 年期國債收益率



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 13: 日元兌美元匯率



資料來源：彭博、招銀國際研究

香港：外部影響開始顯現

零售業銷售額增速放緩。11月份零售總額（初步估計為392億港元），較2017年同期增長1.9%，遠低於2018年前11個月9.7%的平均同比增速，反映出消費意願的下降。儘管高就業率和來港遊客的穩步增加將繼續提振消費，但資本市場轉弱以及外部風險的發酵將持續影響今年的消費意願。

整體出口貨值於11月出現下跌。香港商品進出口總值於11月同比下降0.8%，進口貨值小幅上升0.5%，而10月進出口的增速分別為14.6%和13.1%。預計全球貿易活動放緩和中國內地經濟增速的下降對香港的影響將在2019年進一步顯現，我們目前對香港2018及2019年GDP的增長預測分別為3.4%和2.5%。

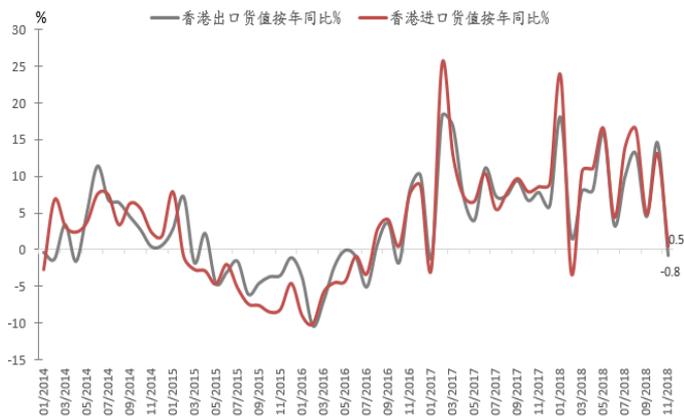
香港貿發局於12月預計，2018年香港出口價值及出口數量分別按年上升9%及6.4%；2019年預測增長分別降至5%及3%。此外，本地出口商憂慮中美貿易摩擦會影響業務，因此對短期出口表現欠缺信心。

圖 14: 香港零售銷貨量增速在 2018 年 11 月顯著下滑



資料來源：香港政府、招銀國際研究

圖 15: 11 月香港進口同比下降 0.8%

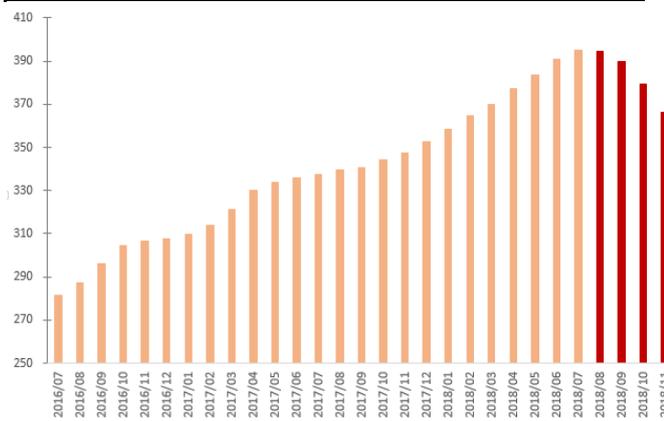


資料來源：彭博、招銀國際研究

房價繼續下調。由於抵押貸款利率上升，經濟前景轉差以及股市低迷，房價指數於 11 月進一步下跌 3.5%。我們認為香港房地產市場目前正在價格調整期，並將在面臨更大挑戰，估計房價仍有一成左右的下調空間。政府的房屋政策將更加靈活，但撤出“辣招”的可能性不大。

通脹輕微下降。11 月香港綜合消費物價指數按年上升 2.6%，較 10 月的 2.7% 稍有回調。扣除所有政府一次性紓困措施影響的綜合 PMI 同比增長率 2.9%。由於物價在新一年的調整，通脹將有溫和和上升趨勢，但整體通脹壓力仍舊十分溫和。

圖 16: 私人住宅價格指數連續四個月下降



資料來源：差餉物業估價署、招銀國際研究

圖 17: 11 月香港通脹輕微下降



資料來源：彭博、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）發表於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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。

本報告基於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，任何機構或個人於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。