

1月海外宏观月报

解析经济信号的相互背离

- ❖ **全球**：世界银行下调了对全球经济增长的预测，贸易和投资增长放缓、部分新兴市场汇率承压是其下调经济预期的主因。世行对2019年全球、美国、中国和欧元区的增长率预测分别为2.9%，2.5%，6.2%和1.6%，并小幅提高对日本经济的预测至0.9%。
- ❖ **美国**：经济数据传递相互背离信号。近期公布的几组美国经济数据呈现出不同的宏观图景，致使金融市场出现较大的策略分歧，市场情绪受到数据的影响加大。就业和薪资录得强劲增长，而美国供应管理协会（ISM）和IHS Markit统计的相关指数都显示美国生产活动的增长在明显放缓。作为金融市场尤其是权益市场最关注的经济指标，就业数据和PMI指数总体上保持着较强的相关性，短期的数据背离情况很快能得以修正。在非农就业数据和Markit PMI趋势冲突的情况下，PMI往往能够给出更多关于增长趋势的信号，就业数据则能较准确地反映当下经济的状况。
 综合分析可以看到，美国经济仍在稳步增长、本年内经济衰退的概率依旧很低，但增长动力正在显著减缓，特别是制造业的下降趋势更加明显。美国的职位空缺已经超过了失业人数，就业市场持续趋紧状况反映出经济增长活力，且能够支撑消费增长，但技能劳动力的短缺已成为经济进一步扩张的瓶颈。劳动力市场趋紧最终将导致薪资和通胀上升，意味着美联储需要面对的通胀压力依然存在。因此，尽管近期美联储的表态转鸽，但加息不会戛然而止。相信在接下来几个月，相互矛盾的经济数据仍可能继续加剧市场波动。
- ❖ **欧元区**：经济引擎的衰退风险上升。围绕本财年意大利预算案的争议已告一段落，为欧元区去除了一项重大风险。坏消息是目前的财政措施将导致未来几年的政府成本增加，意大利赤字问题只会延迟，而并非完全消除。欧元区经济增长疲弱势头呈现跨行业、跨国家趋势。且作为欧元区的最大经济体及增长引擎的德国，陷入技术性经济衰退的风险在快速上升。
- ❖ **英国**：为脱欧做准备。英国议会将于1月15日对首相的脱欧协议进行重要表决，而该投票对脱欧的最终方式至关重要。如果该协议无法通过，则挪威式、二次公投和硬脱欧就都仍是可能的结果。如果最终无协议脱欧，投资将急剧下降，经济将陷入衰退，英国向其主要欧洲贸易伙伴的商品出口将遭受重大打击。11月PMI的回升主要是由于制造商大量储备原料和成品以备英国脱欧，并非反映经济前景的变化。
- ❖ **日本**：10年期日债收益率转负。计划于2018年10月开始的消费税上调将对经济构成压力。由于对全球经济放缓的担忧，避险情绪升温，全球债券市场反弹，日本10年期国债债券收益率跌破零值。
- ❖ **香港**：外部影响开始显现。11月零售业销售额增速放缓，反映出消费意愿的下降。出口货值出现负增长，本地出口商忧虑中美贸易摩擦会影响业务，因此对短期出口表现欠缺信心。

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	2.5	2.1	2.3	2.1
欧元区	2.5	2.0	1.6	1.8	1.6	1.5
英国	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
中国	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

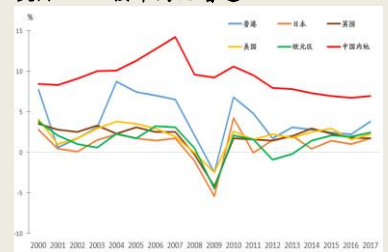
资料来源：彭博、招银国际研究（预测截至1月9日）

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

[19年1月4日](#)

[全球贸易观察——领先指标转弱，“金丝雀”预警](#)

[18年12月12日](#)

[近期经济走势追踪及2019年预测](#)

[18年12月6日](#)

[美国加息曲线首现倒挂——衰退还有多远](#)

[18年12月3日](#)

[招银国际年度策略报告](#)

[18年11月9日](#)

[全球经济前景转淡，分裂国会难止贸易战](#)

美国：经济数据传递相互背离信号

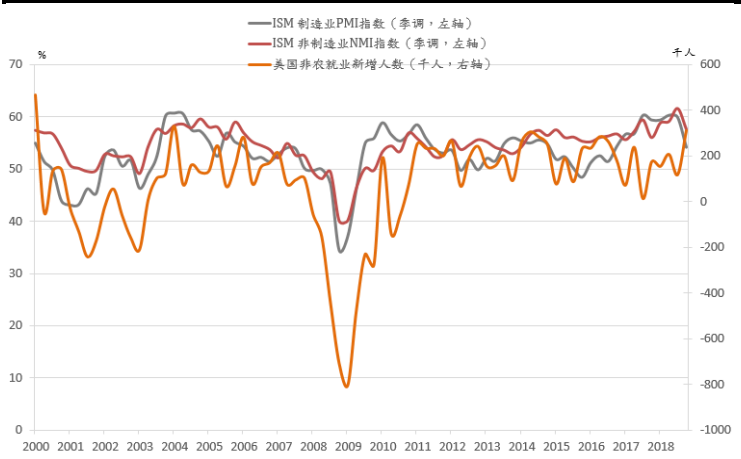
近期公布的几组美国经济数据呈现出不同的宏观图景，致使金融市场出现较大的策略分歧，市场情绪受到数据的影响更加明显。就业和薪资录得强劲增长，而美国供应管理协会（ISM）和 IHS Markit 统计的相关指数都显示美国生产活动的增长在明显放缓。在看似相互矛盾的经济数据中，把握现时美国经济的动力和趋势显得尤为重要。

（一）强劲就业数据释放积极信号：美国劳工部于1月4日公布了上年12月的就业形势报告。报告显示，12月美国非农就业人数新增加31.2万，远超预期。随着越来越多美国人开始寻找工作，失业率上升0.2个百分点至3.9%。平均时薪按年提高3.2%，年度薪资增幅创下2008年以来的最高水平。

（二）ISM 非制造业指数偏正面：上年12月的ISM非制造业指数跌幅超过预期，从前月的60.7降至57.6，但主要是因为供给约束的放松。指数的子项目有积极信号出现，例如新订单指数录得小幅提升。几乎所有非制造业行业都在12月录得了增长，企业表现出对经济的信心。根据调查，企业面对的最大挑战在于招聘足够符合要求的雇员以及应对上升的成本。

（三）ISM 制造业指数大幅下滑：美国12月ISM制造业指数为54.1，大幅低于前值59.3。由于对经济放缓和关税影响的担忧加剧，制造业需求持续下降，新订单指数从11月的62.1骤降至12月的51.1。已有行业报告了关税对其业务前景和利润的负面影响，包括计算机和电子产品、运输设备、食品饮料、机械等。

图1: 美国 ISM 指数（制造业和非制造业）与非农就业数据

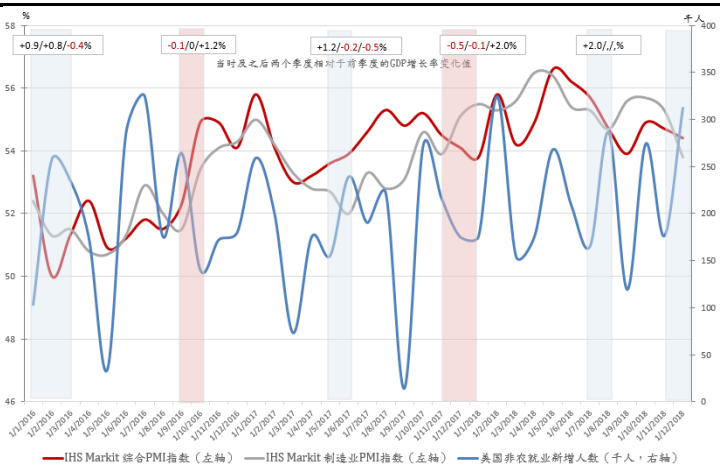


资料来源：彭博、招银国际研究

如何解读这些相互背离的经济信号呢？通常来讲，就业形势报告和 ISM 采购经理人指数是金融市场、尤其是权益市场最关注的两大经济指标，因其能较好地反映消费和企业支出方面的变化趋势，从而影响到未来的企业利润和股价。从图1看到，非农就业数据和 ISM 指数尽管有时会出现背离，但总体上保持着较强的相关性，短期的数据背离情况很快能得以修正。当然，相较而言就业数据波动更大。因此在出现短暂背离的情况下更需要相互结合起来判断经济情况。基于当前指标可以看到，美国经济仍在稳步增长、本年内经济衰退的概率依旧很低，但增长动力正在显著减缓，特别是制造业面临的下降趋势更明显。

有时 IHS Markit 的 PMI 指数也会显示出与非农就业数据不同的趋势（见图2）。当就业数据在改善、但 Markit PMI 却在下降时（图中淡蓝色区域），经济通常正在快速增长，但在接下来约两个季度会有所放缓。当就业数据令人失望、但 PMI 却在爬升时（图中淡红色区域），经济通常在以较慢的速度扩张，但很快就会重新获得更强动力。因此，在非农就业数据和 PMI 冲突的情况下，PMI 往往能够给出更多关于增长趋势的信号，就业数据则能准确地反映短期内经济的状况。

图 2: 美国 IHS Markit PMI 和非农就业数据的背离



资料来源：彭博、招银国际研究

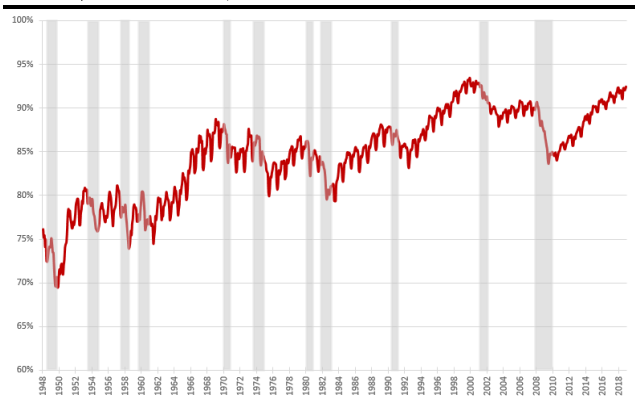
美国持续趋紧的就业市场意味着什么？ 就业市场持续趋紧状况，反映出经济增长活力，且能够支撑消费增长，但同时也是潜在的风险和约束。2018 年的就业市场状况为四年来最佳，但劳动力短缺、特别是技能劳动力的短缺，已经成为经济进一步扩张的瓶颈。

非农就业数据的缺点之一在于未考虑劳动力总数的变化。将非农就业人数除以劳动人口总数做以调整后，可以更好地看到就业市场的变化趋势（见图 3）。当前的就业水平已经超过 90%，正接近 2001 年经济衰退前的历史高位，处于相当高的水平。

另一方面，职位空缺正在增加，而失业人数正在下降（见图 4）。2018 年美国的职位空缺已经超过了失业人数。许多企业无法招聘到足够的合要求雇员，就业市场紧张增加雇主薪酬开支，为企业成本施加压力。

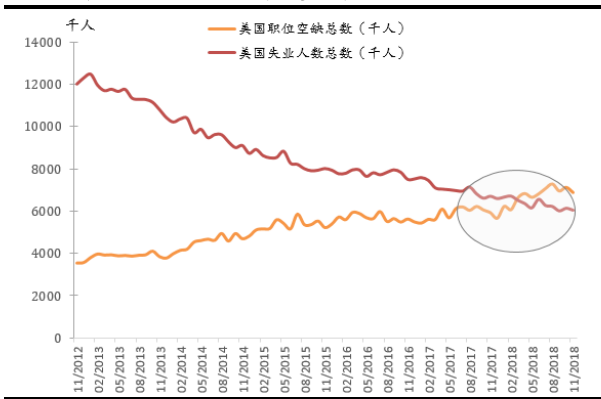
作为利率决策过程的一部分，美联储也在密切关注非农就业数据。备受关注的平均每小时收入（AHE）在 12 月录得 3.2% 的同比升幅，涨幅仍旧较为温和。劳动力市场趋紧最终将导致薪资和通胀上升，意味着美联储需要面对的通胀压力依然存在。因此，尽管近期美联储的表态转鸽，但加息不会戛然而止，我们目前仍然预计美联储将在 2019 年两次加息（共 50 个基点）。

图 3: 非农就业人数与劳动力总数的比值



资料来源：彭博、招银国际研究（灰色为衰退期）

图 4: 美国的职位空缺数量超过了失业人数



资料来源：彭博、招银国际研究

总之，美国经济正在创造更多就业机会，表明总体经济目前依旧运作良好。生产继续增长，尽管速度将进一步放缓，这也符合我们对于美国经济正在见顶的判断。上半年，经济增长将继续保持相对强势，主要支柱在消费，下半年下行因素将集中显现。相信在接下来几个月，更多相互矛盾的经济数据还有可能继续加剧市场波动。

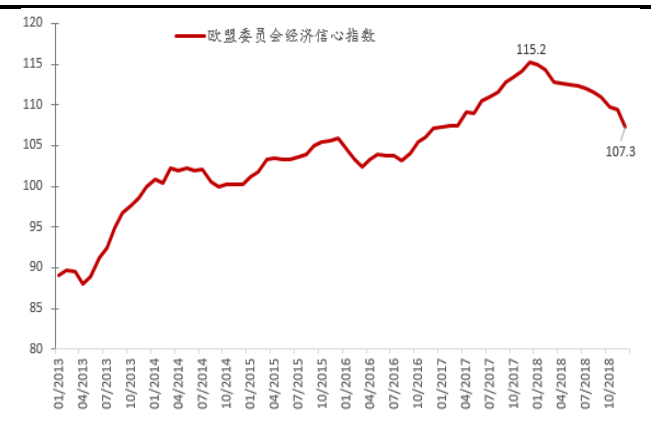
欧元区：经济引擎的衰退风险上升

本财年意大利预算危机以和解落幕。意大利和欧盟在最后时刻前相互妥协，就 2019 财年财政案草案达成协议，规定意大利在本财年的预算赤字目标为 GDP 的 2.04%，比意大利政府早先提出的 2.4% 的目标有所下降。计划中被削减的政府支出主要来自延迟实施新预算的两个主要政策，即增加收入和退休养老金改革。至此，围绕本财年意大利预算案的争议已告一段落，为 2019 年欧元区去除了一项重大风险。坏消息是，目前的财政措施将导致未来几年的政府成本增加，意大利赤字问题只会延迟，而并非完全消除。

经济增长疲弱勢头呈现跨行业、跨国家趋势。欧元区五大经济体的增长势头在 2018 年都有所减弱。经济信心在 12 月进一步走弱，经济景气指数跌至两年来的最低水平。增长的疲弱勢头呈现跨行业、跨国家趋势，反映出对于贸易放缓和德国经济衰退风险的普遍担忧。

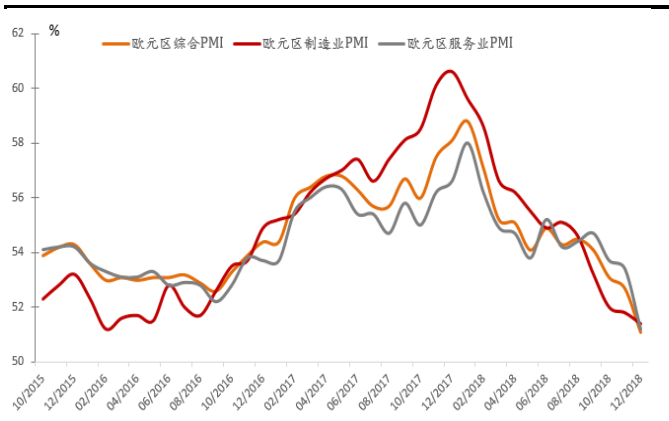
制造业活动在 2018 年底几乎没有增长。IHS 制造业 PMI 指数从 11 月的 51.8 进一步下降至 51.4，连续第五个月录得下降。服务业 PMI 从 12 月的 53.4 下滑至 51.2，将综合 PMI 从 52.7 拖累至 51.1。

图 5: 欧元区经济信心持续转差



资料来源：彭博、招银国际研究

图 6: 欧元区经济增长全面放缓



资料来源：彭博、招银国际研究

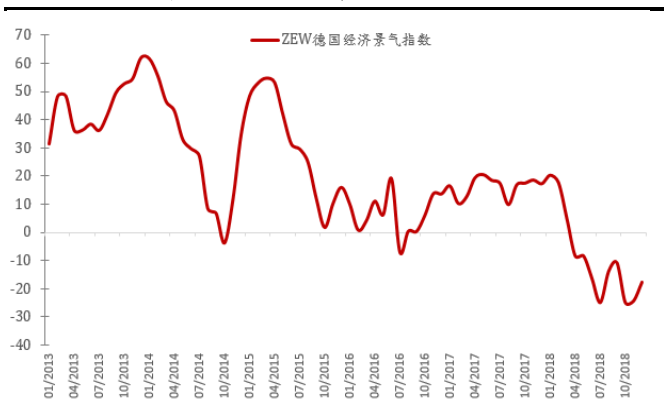
德国面临技术性衰退风险：作为欧元区的最大经济体及增长引擎的德国，许多关键经济指标大幅下挫。尽管私人消费仍有可能抵消部分经济下行压力，但无法扭转总体放缓趋势。由于出口订单和工业生产迅速下降、信心转差，德国陷入技术性经济衰退的风险在快速上升。有利因素在于欧洲央行的货币政策仍然有利投资，而中美贸易谈判和中国的经济刺激计划一旦带来任何实质进展，也将有利于德国经济暂时企稳。

图 7: 德国 GDP 增长录得负值



资料来源：彭博、招银国际研究

图 8: 德国经济景气指数大幅下降



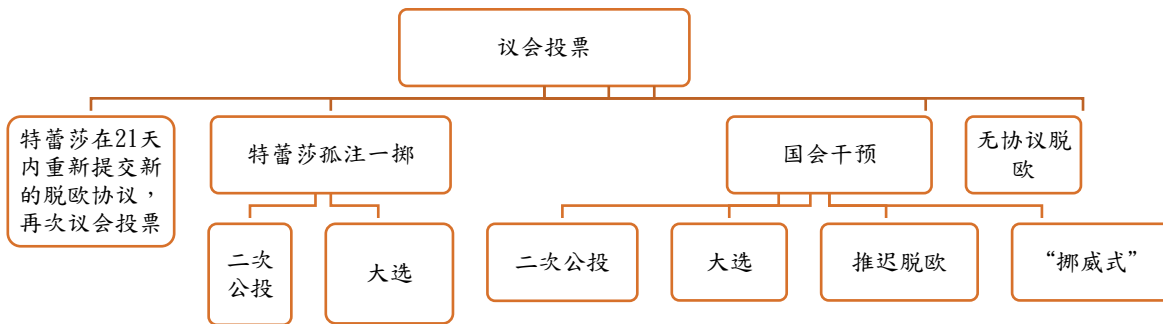
资料来源：彭博、招银国际研究

英国：为脱欧做准备

即将迎来的重要投票表决：议会投票在12月被推迟后，英国议会将于1月15日对首相的脱欧协议进行重要表决，而该投票对脱欧的最终方式至关重要。若协议通过，则英国基本上可以顺利脱欧。如果该协议无法通过，则挪威式、第二次公投和硬脱欧就都仍是可能的结果。

如果3月29日的英国脱欧建立在达成协议的基础上，届时将看到投资和商业情绪的显著反弹；但如果最终无协议脱欧，投资将急剧下降，经济将陷入衰退，英国向其主要欧洲贸易伙伴（包括德国、法国、爱尔兰和比利时等）的商品出口将遭受重大打击，而汽车和电子设备是受影响最大的产品门类。

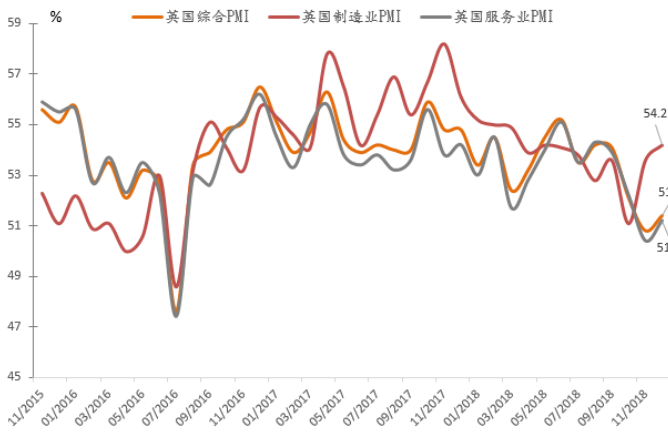
图9: 脱欧的情景分析



资料来源：招银国际研究

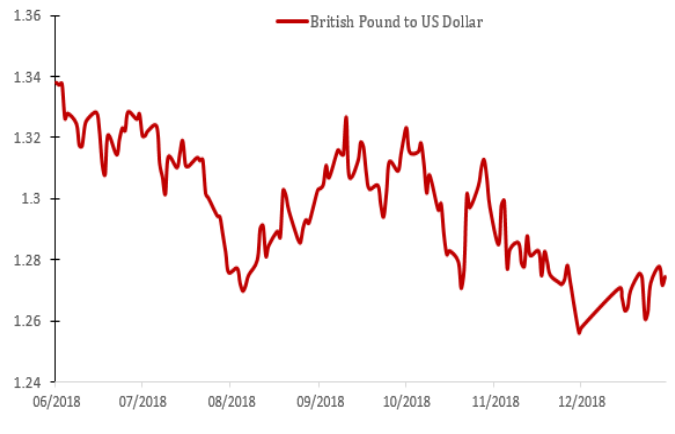
为脱欧做准备，企业正在加大库存。IHS Markit 采购经理人指数从11月的53.6升至12月的54.2，超出预期并达半年高位。但该指数的回升主要是由于制造商大量储备原料和成品以备英国脱欧，并非反映了经济前景的变化。

图10: 英国PMI反弹主要由于企业囤货以备脱欧



资料来源：彭博、招银国际研究

图11: 英镑受脱欧问题影响大幅波动



资料来源：彭博、招银国际研究

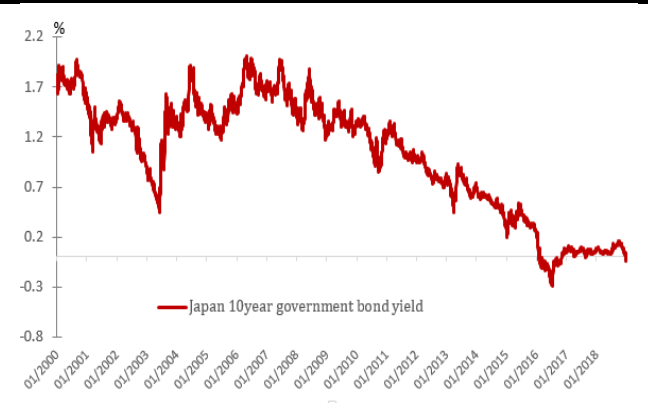
日本：10年期日债收益率转负

消费税上调将对经济构成压力。日本政府计划从今年10月起上调消费税，由目前的8%上升到10%。虽然日本经济在上年4季度将略有复苏，但日本经济进一步疲软的迹象可能会加剧市场对于政府将推迟征收消费税的猜测。至少目前，政府仍然坚持按计划加消费税，除非日本受到雷曼兄弟破产规模的冲击。消费税上调是今年日本经济面临的一大已知风险。

货币政策：在经济和物价走势存在很大不确定性的情况下，日本央行在12月19日和20日的货币政策会议上决定维持当前的宽松货币政策。日本央行的政策委员会目前预计日本2019年GDP增长0.8%，与我们的预测相同，低于国际货币基金组织预测的0.9%。

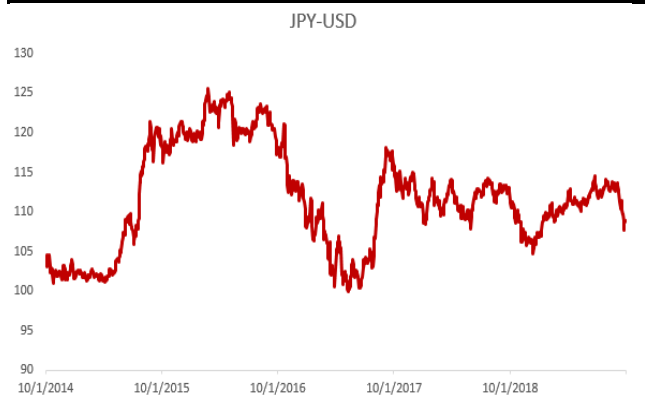
10年期日债收益率转负。由于对全球经济放缓的担忧，避险情绪升温，全球债券市场反弹。日本10年期国债债券收益率自2017年9月以来首次跌破零值，意味着企业借贷成本降低，日元相对美元升值压力减轻，有利于日本出口和整体经济增长。日本央行对于10年期国债收益率跌至负值区域持接受态度。

图 12: 日本 10 年期国债收益率



资料来源：彭博、招银国际研究

图 13: 日元兑美元汇率



资料来源：彭博、招银国际研究

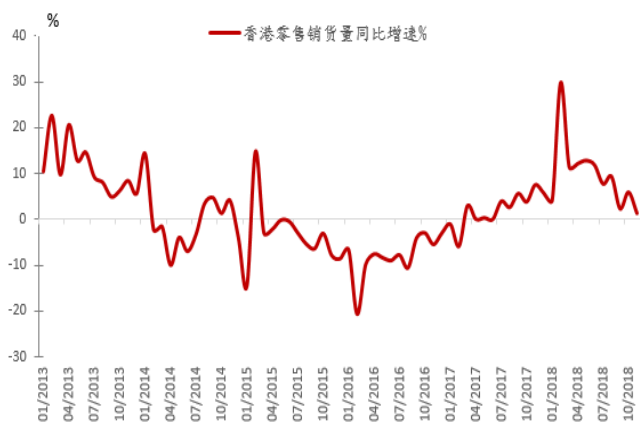
香港：外部影响开始显现

零售业销售额增速放缓。11月份零售总额（初步估计为392亿港元），较2017年同期增长1.9%，远低于2018年前11个月9.7%的平均同比增速，反映出消费意愿的下降。尽管高就业率和来港游客的稳步增加将继续提振消费，但资本市场转弱以及外部风险的发酵将持续影响今年的消费意愿。

整体出口货值于11月出现下跌。香港商品进出口总值于11月同比下降0.8%，进口货值小幅上升0.5%，而10月进出口的增速分别为14.6%和13.1%。预计全球贸易活动放缓和中国内地经济增速的下降对香港的影响将在2019年进一步显现，我们目前对香港2018及2019年GDP的增长预测分别为3.4%和2.5%。

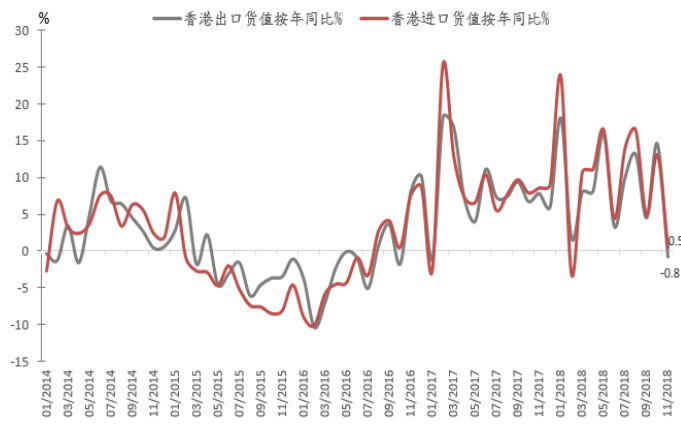
香港贸发局于12月预计，2018年香港出口价值及出口数量分别按年上升9%及6.4%；2019年预测增长分别降至5%及3%。此外，本地出口商忧虑中美贸易摩擦会影响业务，因此对短期出口表现欠缺信心。

图 14: 香港零售销量增速在 2018 年 11 月显著下滑



资料来源：香港政府、招银国际研究

图 15: 11 月香港进口同比下降 0.8%

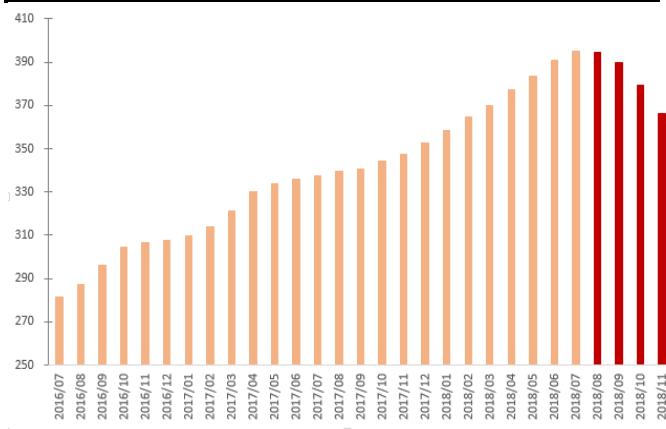


资料来源：彭博、招银国际研究

房价继续下调。由于抵押贷款利率上升，经济前景转差以及股市低迷，房价指数于 11 月进一步下跌 3.5%。我们认为香港房地产市场目前正在价格调整期，并将在面临更大挑战，估计房价仍有一成左右的下调空间。政府的房屋政策将更加灵活，但撤出“辣招”的可能性不大。

通胀轻微下降。11 月香港综合消费物价指数按年上升 2.6%，较 10 月的 2.7% 稍有回调。扣除所有政府一次性纾困措施影响的综合 PMI 同比增长率 2.9%。由于物价在新年的调整，通胀将有温和上升趋势，但整体通胀压力仍旧十分温和。

图 16: 私人住宅价格指数连续四个月下降



资料来源：差饷物业估价署、招银国际研究

图 17: 11 月香港通胀轻微下降



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。