



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

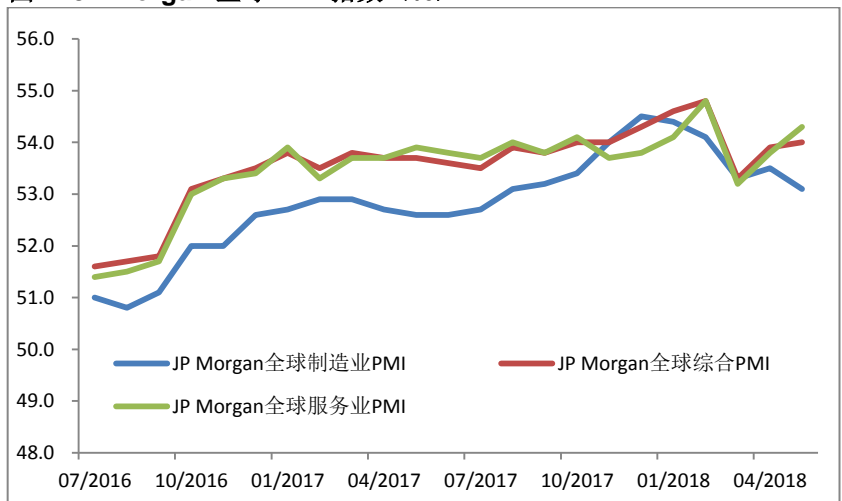
今年下半年及明年全球经济增长或逐步放慢

- 受累于全球主要央行收紧货币政策及贸易摩擦预期升温, 年初以来全球经济增长有放缓迹象, 全球主要经济体中仅美国的经济增速出现加快的趋势
- 年初至今全球通胀水平因大宗商品价格反弹而有所上升, 特别是国际油价总体呈上涨态势。主要发达国家的通胀水平总体显示上升趋势, 特别是美国及欧元区
- 展望未来, 有见于全球贸易摩擦或升温, 全球主要央行受制于通胀上行或难于迅速转变货币政策正常化步伐, 以及经济和政治政策的高度不确定性, 我们预期今年下半年及明年全球经济增长或逐步放慢
- 我们预期 2018 年美国、中国、欧元区及日本的经济分别增长 2.7%、6.6%、2.1% 及 1.0%, 2019 年则分别增长 2.5%、6.4%、1.7% 及 0.8%, 相比而言, 上述国家在 2017 年经济分别增长 2.3%、6.9%、2.4% 及 1.7%

全球经济增长动力减弱

受累于全球主要央行收紧货币政策及贸易摩擦预期升温, 年初以来全球经济复苏步伐有所停滞。如图 1 所示, JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2018 年前五个月略有回落, 显示全球经济增长有放缓迹象。全球贸易活动亦有放缓的迹象。WTO 公布的世界贸易展望指标在 5 月份回落至 102.2, 特别是分项指标出口订单指数大幅下跌至 98.1 的收缩水平, 显示第 2 季全球贸易或失去增长动力。全球资本市场对经济增长动能减弱已有反应, 投资者减少风险资本持有比例, 年初至今全球主要股票市场除美国外均有回落。

图 1: JP Morgan 全球 PMI 指数 (%)



来源: 彭博, 农银国际证券

年初至今全球主要经济体经济增速呈现出分化的走势, 仅美国的经济增速出现加快的趋势。受益于川普政府减税及加快基建投资等刺激政策支持, 今年首季美国经济按年增长 2.8%¹, 快过去年第 4 季 2.6% 的增速 (图 2)。同期欧元区、英国以及日本的经济分别增长 2.5%、1.2% 及 1.1%, 而去年第 4 季则分别增长 2.7%、1.4% 及 1.9%。近期的数

农银国际研究部

2018 年 7 月 6 日

¹除另有指明外, 本报告列示的变动比率均为按年变化



据显示中国的经济增长在首季保持平稳。

图 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2017 年	2017 年第 4 季	2018 年首季
美国	2.3	2.6	2.8
中国	6.9	6.8	6.8
欧元区	2.4	2.7	2.5
日本	1.7	1.9	1.1
英国	1.7	1.4	1.2

来源: 彭博, 农银国际证券

年初至今全球通胀水平因大宗商品价格反弹而有所上升, 特别是在 OPEC 联合减产、全球需求增长以及中东地缘政治风险不断上升等诸多因素推动下, 国际油价总体呈上涨态势。主要发达国家的通胀水平总体显示上升趋势, 特别是美国及欧元区。美国 CPI 按年增速从 1 月的 2.1% 上涨至 5 月的 2.8%, 同期欧元区从 1.3% 上涨至 1.9%。

由于全球主要经济体经济增速出现分化, 全球主要央行的货币政策亦出现分化。有见于美国经济增速加快及通胀加速升温, 美联储于今年上半年加息两次, 并预期未来加快加息步伐。欧洲央行及日本央行继续维持其宽松货币政策立场, 而中国人民银行的货币政策从之前的中性偏紧转为中性偏松。此外, 由于全球流动性收紧、美元指数飙升以及国际资本回流美国引发某些新兴市场国家发生金融动荡。今年 4 月以来阿根廷、土耳其、巴西、印尼等国货币汇率出现大幅贬值。

今年下半年及明年全球经济增长或逐步放慢

展望未来, 有见于全球贸易摩擦或升温, 全球主要央行受制于通胀上行或难于迅速转变货币政策正常化步伐, 以及经济和政治政策的高度不确定性, 我们预期今年下半年及明年全球经济增长或逐步放慢。WTO 预测 2018 年及 2019 年全球货物贸易量增速将由 2017 年的 4.7% 分别降至 4.4% 及 4.0%。根据世界银行 2018 年 6 月发布的《全球经济展望》预计, 2019 年全球经济增长将由 2017 年及 2018 年估计的 3.1% 略微放慢至 3.0% (图 3)。

我们预期美国经济 2018 年及 2019 年分别增长 2.7% 及 2.5%, 较 2017 年 2.3% 的增速为快。内需仍将成为美国经济增长主要的推动力, 其料得到川普政府减税及加快基建投资等刺激政策支持。货币政策方面, 有见于美国核心通胀前景及经济增速走强, 我们预期美联储在今年余下时间加息两次, 并在 2018 年加息三次, 加息频率与美联储官员的预期相若。此外, 美联储将在 2018 年及 2019 年分别缩减资产负债表 4200 亿美元及 6000 亿美元。

随着中美贸易摩擦增多、房地产融资成本上升以及基建投资增速继续承压, 我们维持中国经济 2018 年及 2019 年分别增长 6.6% 及 6.4% 的预测不变。我们预期 2018 年及 2019 年人民银行将维持基准利率稳定, 但有见于通胀压力较温和以及经济下行压力增加, 人民银行在今年下半年及明年或再分别宣布定向下调 RRR 两次以及三次。

受欧美贸易摩擦、外需回落等因素影响, 我们预计欧元区的经济增长 2018 年及 2019 年或由 2017 年的 2.4% 分别减慢至 2.1% 及 1.7%。根



据欧洲央行的 6 月份货币政策会议，我们预期欧洲央行将于 2018 年 12 月底结束 QE。有见于欧元区疲弱的经济增长前景，我们预期欧洲央行在 2018 年余下时间和 2019 年上半年将维持利率不变，2019 年下半年加息一次。

受累于外需回落及全球贸易保护主义升温，以及高油价拖低消费增长，我们预计日本经济增长 2018 年及 2019 年或由 2017 年的 1.7% 分别回落至 1.0% 及 0.8%。有见于通胀前景仍疲弱及当前通胀水平远低于日本央行 2% 的目标，我们预期 2018 年和 2019 年日本的超宽松货币政策或维持不变。

图 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2017 年	2018 年预测	2019 年预测
美国	2.3	2.7	2.5
中国	6.9	6.6	6.4
欧元区	2.4	2.1	1.7
日本	1.7	1.0	0.8
世界	3.1*	3.1*	3.0*

来源: 世界银行, 彭博, 农银国际证券估计

注释: *代表世界银行的估计及预测



	2017												2018		
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---	---	
以美元计出口增长 (同比%)	8.7	11.3	7.2	5.5	8.1	6.9	12.3	10.9	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	---	
以美元计进口增长 (同比%)	14.8	17.2	11.0	13.3	18.7	17.2	17.7	4.5	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	---	
贸易余额 (美元/十亿)	40.8	42.8	46.7	42.0	28.5	38.2	40.2	54.7	20.3	33.7	-5.0	28.8	24.9	---	
售额 (同比%)	10.7	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2	9.4	9.7	9.7	10.1	9.4	8.5	---	
工业增加值 (同比%)	6.5	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	7.2	7.2	6.0	7.0	6.8	---	
制造业 PMI (%)	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	
非制造业 PMI (%)	54.5	54.9	54.5	53.4	55.4	54.3	54.8	55.0	55.3	54.4	54.6	54.8	54.9	55.0	
固定资产投资 (累计同比%)	8.6	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2	7.9	7.9	7.5	7.0	6.1	---	
消费物价指数 (同比%)	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	---	
生产者物价指数 (同比%)	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	---	
广义货币供应量 (同比%)	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	---	
新增贷款 (人民币/十亿)	1110	1540	826	1090	1270	663	1120	584	2900	839	1120	1180	1150	---	
总社会融资 (人民币/十亿)	1060	1780	1220	1480	1820	1040	1600	1140	3060	1170	1330	1560	761	---	

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率											
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)											
美国			能源					美国联邦基金目标利率											
道琼斯工业平均指数	24,356.74	0.35	18.16	纽约商品交易所轻质低硫原油期货合约	美元/桶	72.79	(1.83)	693,219	2.00	0.00									
标准普尔 500 指数	2,736.61	0.67	20.85	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	77.12	(2.92)	181,446	5.00	0.00									
纳斯达克综合指数	7,586.43	1.01	25.84	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.83	(3.18)	136,099	2.50	0.00									
MSCI 美国指数	2,611.50	0.68	21.29	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	1.8402	9.68									
欧洲			普通金属					美国 1 年期国债											
富时 100 指数	7,603.22	(0.44)	13.59	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	2,102.00	(2.39)	15,036	2.7312	(0.66)									
德国 DAX30 指数	12,464.29	1.29	13.88	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	2,080.00	(2.48)	41,391	2.8364	(2.37)									
法国 CAC 40 指数	5,366.32	0.80	16.91	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,349.50	(4.35)	14,372	2.0030	(0.30)									
西班牙 IBEX 35 指数	9,866.20	2.53	14.07	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,345.00	(4.24)	45,243	0.0330	(0.30)									
意大利 FTSE MIB 指数	21,914.29	1.33	12.09	贵金属					中国 10 年期国债										
Stoxx 600 指数	381.59	0.44	16.10	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,254.80	0.02	280,941	3.5100	3.10									
MSCI 英国指数	2,196.84	(0.44)	13.67	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	16.01	(1.19)	84,389	0.00	0.00									
MSCI 法国指数	155.22	0.77	17.12	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	842.40	(1.78)	26,447	2.0873	(0.30)									
MSCI 德国指数	150.82	1.20	14.70	农产品					美国 1 年期银行同业拆借固定利率										
MSCI 意大利指数	59.96	1.37	11.60	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	363.00	(2.22)	157,939	2.3373	0.16									
亚洲			外汇					隔夜上海同业拆借利率											
日经 225 指数	21,748.05	(2.49)	16.65	欧元/美元	1.1683	英镑/美元	1.3208	澳元/美元	0.7379	美元/日元	110.68	美元/瑞郎	0.9941	美元/人民币	6.6583	美元/港币	7.8488	美元/人民币-12 个月无本金交割远期	6.7375
澳大利亚 S&P/ASX 指数	6,239.30	0.72	18.46	小麦期货合约	美元/蒲式耳	506.00	0.95	78,730	2.1320	(49.6)									
恒生指数	28,076.02	(3.04)	11.23	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	11.48	(6.29)	76,238	3.5710	(46.0)									
恒生中国企业指数	10,550.85	(4.72)	8.09	2 号平价黄大豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	856.00	(2.73)	83,398	2.0889	(0.75)									
沪深 300 指数	3,343.21	(4.78)	12.69	附注:					1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)										
上证综合指数	2,731.92	(4.06)	13.21						2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格										
深证综合指数	1,533.25	(4.63)	25.02																
MSCI 中国指数	84.65	(3.09)	14.27																
MSCI 香港指数	15,073.10	(1.64)	10.21																
MSCI 日本指数	996.30	(2.82)	13.52																

1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)

2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格



权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数於 2005-17 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2018 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183