



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

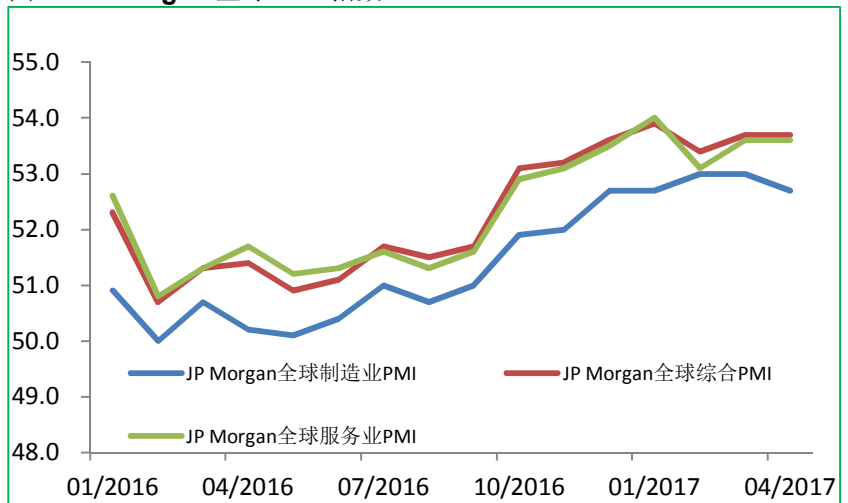
今年下半年及明年全球经济增长或略微加快

- 受益于制造业和服务业商务活动反弹以及贸易回暖, 年初以来全球经济复苏步伐有所加快, 全球主要经济体亦呈现出稳定的增长。
- 年初至今, 全球通胀水平因大宗商品价格反弹而有所上升, 生产价格通胀回升尤为显著。
- 展望未来, 有见于制造业及贸易活动升温, 消费者信心增强, 货币政策仍宽松, 以及大宗商品价格稳定, 我们预期今年下半年及明年全球经济增长或略微加快。
- 但贸易保护主义升温以及经济和政治政策的高度不确定性或为全球经济带来挑战。
- 我们预期 2017 年美国、欧元区、日本及中国的经济分别增长 2.0%、1.9%、1.5% 及 6.7%, 2018 年则分别增长 2.2%、2.0%、1.2% 及 6.4%, 相比而言, 上述国家在 2016 年经济分别增长 1.6%、1.8%、1.0% 及 6.7%。

全球经济增长动力增强

受益于制造业和服务业商务活动反弹以及贸易回暖, 年初以来全球经济复苏步伐有所加快。如图 1 所示, JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2017 年前五个月均录得显著回升, 显示全球经济活动稳健增长。

图 1: JP Morgan 全球 PMI 指数 (%)



来源: 彭博, 农银国际证券

今年首季全球贸易活动亦在经济复苏带动下升温。根据 WTO 的统计数据, 今年首季全球商品贸易按年增长 10.7%¹, 为近 7 年来最快水平。WTO 公布的世界贸易展望指标在 3 月份达到 102.2, 为 2011 年 5 月份来最高, 显示第 2 季全球贸易或继续温和扩张态势。

受益于宽松的货币政策环境以及大宗商品价格反弹, 年初至今全球主要经济体呈现出稳定的增长步伐。今年首季美国经济按年增长 2.0%, 快过去年同期 1.6% 的增速 (图 2)。同期欧元区、英国以及日本的经济

农银国际研究部

2017 年 6 月 7 日

¹除另有指明外, 本报告列示的变动比率均为按年变化



分别增长 1.7%、2.1%及 1.6%，而去年首季则分别增长 1.7%、1.6% 及 0.5%。近期的数据亦显示中国的经济增长在首季加快。

图 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2016 年	2016 年首季	2017 年首季
美国	1.6	1.6	1.9
欧元区	1.8	1.7	1.7
英国	1.8	1.6	2.1
日本	1.0	0.5	1.6
中国	6.7	6.7	6.9

来源: 彭博, 农银国际证券

全球主要央行采取了适度宽松的货币政策来应对经济和金融风险。举例来说, 欧洲央行重申将在未来相当长一段时间内维持低利率水平, 并承诺每月购买 600 亿欧元的资产直至今年年底, 主要再融资利率、隔夜贷款利率及隔夜存款利率分别维持在 0.00%、0.25%及-0.40%水平不变。此外, 日本央行亦维持宽松货币政策并采用收益率曲线控制来实现 2.0%的通胀目标。

年初至今全球通胀水平因大宗商品价格反弹而有所上升。相比消费价格通胀, 全球生产价格通胀回升尤为显著。特别值得指出的是, 受益于大宗商品和原材料价格反弹, 去产能的推进以及房地产投资加速, 中国的生产价格通胀在今年首几个月大幅反弹。

今年下半年及明年全球经济增长或略微加快

展望未来, 有见于制造业及贸易活动升温, 消费者信心增强, 货币政策仍宽松, 以及大宗商品价格稳定, 我们预期今年下半年及明年全球经济增长或略微加快。根据世界银行 2017 年 6 月期《全球经济展望》预计, 全球经济增长 2017 年及 2018 年将由 2016 年的 2.4%分别加快至 2.7%及 2.9% (图 3)。然而, 贸易保护主义升温以及经济和政治政策的高度不确定性或为全球经济带来挑战。

我们预期美国经济 2017 年及 2018 年分别增长 2.0%及 2.2%, 较 2016 年 1.6%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走弱, 我们预期美联储在今年余下时间加息一次, 并在 2018 年加息两次, 加息频率较美联储官员的预期为少。此外, 美联储或在明年年初开始缩减其资产负债表。

我们预计欧元区的经济增长 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.8%分别加快至 1.9%及 2.0%。制造业及出口料成为经济增长的主要推动力。根据欧洲央行的前瞻性指引, 我们预期欧洲央行在今年余下时间将维持利率及每月资产购买规模不变。然而, 有见于欧元区经济不断增强, 尽管明年利率水平或维持不变, 但欧洲央行在 2018 年或将其每月资产购买规模逐步削减至零。

受益于外需回暖及商业投资复苏, 我们预计日本经济增长 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.0%分别反弹至 1.5%及 1.2%。宽松的货币政策和财政政策亦将支持经济增长。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 2017 年和 2018 年日本的



货币政策或维持不变。

随着去杠杆持续推进、PPI 通胀放缓以及房地产调控措施收紧，我们维持中国经济 2017 年及 2018 年分别增长 6.7%及 6.4%的预测不变。我们重申 2017 年及 2018 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外汇占款减少，人民银行每年或下调 RRR 两次，每次 50 个基点。

图 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2016 年	2017 年预测	2018 年预测
美国	1.6	2.0	2.2
欧元区	1.8	1.9	2.0
日本	1.0	1.5	1.2
中国	6.7	6.7	6.4
世界	2.4*	2.7*	2.9*

来源: 世界遗憾, 彭博, 农银国际证券

注释: *代表世界银行的估计及预测



中国经济数据

	2016										2017				
	4月	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	
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---	---	
以美元计出口增长 (同比%)	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	16.4	8.0	---	
以美元计进口增长 (同比%)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	11.9	---	
贸易余额 (美元/十亿)	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	23.9	38.0	---	
零售额 (同比%)	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	10.7	---	
工业增加值 (同比%)	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	7.6	6.5	---	
制造业 PMI (%)	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	
非制造业 PMI (%)	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	54.0	54.5	
固定资产投资 (累计同比%)	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9	---	
消费物价指数 (同比%)	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2	---	
生产者物价指数 (同比%)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4	---	
广义货币供应量 (同比%)	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5	---	
新增贷款 (人民币/十亿)	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100	---	
总社会融资 (人民币/十亿)	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390	---	

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	21,136.23	(0.33)	18.59	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	48.04	0.80	771,732	1.00	0.00	
标准普尔 500 指数	2,429.33	(0.40)	21.58	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	49.97	0.04	326,835	4.00	0.00	
纳斯达克综合指数	6,275.06	(0.49)	33.22	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	3.07	2.33	174,682	1.50	0.00	
MSCI 美国指数	2,314.55	(0.43)	22.03	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	美国 1 年期国债	0.8269	3.06
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债	1.7171	(0.17)	
富时 100 指数	7,524.95	(0.30)	32.69	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,898.25	(1.61)	15,147	美国 10 年期国债	2.1503	(0.88)
德国 DAX30 指数	12,690.12	(1.04)	19.88	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,901.00	(1.55)	35,442	日本 10 年期国债	0.0430	(1.20)
法国 CAC 40 指数	5,269.22	(1.39)	19.49	COMEX 铜期货合约	美元/磅	5,594.25	(0.95)	13,870	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00
西班牙 IBEX 35 指数	10,879.70	(0.24)	19.25	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	5,616.00	(0.86)	37,970	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	1.0842	(0.20)
意大利 FTSE MIB 指数	20,760.01	(0.80)	N/A	贵金属					美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.2196	(0.29)
Stoxx 600 指数	389.40	(0.80)	25.27	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,294.80	1.14	208,492	隔夜上海同业拆借利率	2.8419	4.66
MSCI 英国指数	2,187.32	(0.31)	33.69	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	17.67	0.80	77,889	1 月期上海同业拆借利率	4.3633	17.41
MSCI 法国指数	150.9	(1.36)	19.27	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	961.30	0.83	18,244	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.7534	(0.84)
MSCI 德国指数	156.84	(1.03)	20.44	农产品					公司债券 (穆迪)		
MSCI 意大利指数	57.74	(0.65)	N/A	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	379.50	1.81	201,296	Aaa	3.72	2.00
亚洲			外汇					Baa	4.42	3.00	
日经 225 指数	19,932.07	(1.22)	19.10	小 麦 期 货 合 约	美元/蒲式耳	439.00	2.21	74,747			
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,652.20	(2.35)	19.25	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	13.98	1.75	74,483			
恒生指数	26,025.21	0.39	14.39	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	928.75	0.81	101,320			
恒生中国企业指数	10,611.34	(0.52)	8.78	附注:							
沪深 300 指数	3,492.88	0.18	15.37	1. 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)							
上证综合指数	3,102.13	(0.11)	16.62	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格							
深证综合指数	1,810.80	1.24	26.47								
MSCI 中国指数	72.73	0.34	15.65								
MSCI 香港指数	14,532.90	0.61	14.92								
MSCI 日本指数	951.30	(1.04)	16.65								

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)
- 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12个月无本金交割远期
汇率	1.1269	1.2902	0.7502	109.56	0.9628	6.7952	7.7943	6.9530
周变化 (%)	(0.09)	0.11	0.79	0.77	0.03	0.22	(0.07)	0.26



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
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

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 2017 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