



经济透视

分析员:姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

2020 年全球经济展望

农银国际研究部

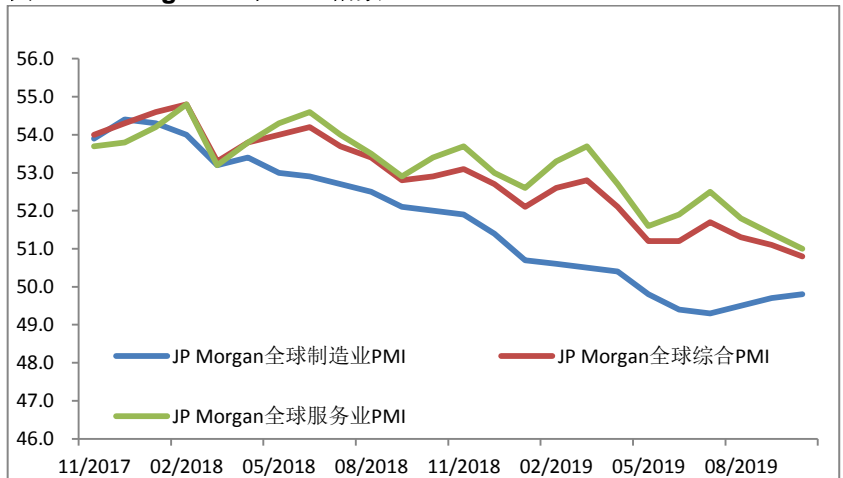
2019 年 11 月 25 日

- 尽管全球主要央行的货币政策趋向宽松,但受累于全球贸易摩擦升温以及地缘政治的高度不确定性,2019 年年初以来全球经济增长持续放缓
- 2019 年年初至今全球通胀水平因经济增长疲弱和能源价格回落保持温和水平。由于工资增长疲弱,撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势
- 展望未来,有见于全球贸易摩擦持续,经济和政治政策的高度不确定性或进一步削弱全球供应链,打击商业和消费者信心以及投资增长,我们预期 2020 年全球经济增长或保持疲弱态势
- 我们预期 2019 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.3%、6.1%、1.2%、0.9%及 1.4%,2020 年则分别增长 1.9%、5.9%、1.0%、0.6%及 1.2%,相比而言,上述国家在 2018 年经济分别增长 2.9%、6.6%、1.9%、0.8%及 1.4%

全球经济增长动力持续减弱

尽管全球主要央行的货币政策趋向宽松,但受累于全球贸易摩擦升温以及地缘政治的高度不确定性,2019 年年初以来全球经济增长持续放缓。全球贸易、制造业活动、投资以及商业及消费者信心均被削弱。如图 1 所示,JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2019 年前十个月明显回落,显示全球经济增长放缓。

图 1: JP Morgan 全球 PMI 指数 (%)



来源: 彭博, 农银国际证券

全球贸易活动亦有放缓的迹象,主要因为全球制造业增速回落。根据 WTO 公布的全球季度贸易量统计数据,2019 年第 2 季全球商品贸易量仅增长 0.2%¹,而 2018 年同期增长 3.5%。WTO 公布的世界贸易展望指标在 11 月维持疲弱水平,仅为 96.6,远低于该指数 100 的分界线,显示低于平均增长率。特别是分项指标出口订单指数位于 97.5 的收缩水平,显示 2020 年全球贸易增长或进一步放缓。

2019 年年初至今全球主要经济体经济增长动力整体上呈现疲弱趋势。受累于减税刺激政策效果消退,2019 年首 3 季美国经济按年增长 2.3%。

¹除另有指明外,本报告列示的变动比率均为按年变化



大幅低于 2018 年全年 2.9% 的增速（图 2）。同期中国、欧元区、日本以及英国的经济分别增长 6.2%、1.2%、1.0% 及 1.5%，而 2018 年全年则分别增长 6.6%、1.9%、0.8% 及 1.4%。许多新兴市场经济体的经济增长亦低于预期，包括印度、墨西哥、俄罗斯和众多商品出口经济体。

图 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

| 实质 GDP 按年增长 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年首 3 季 |
|-------------|--------|--------|-------------|
| 美国 | 2.4 | 2.9 | 2.3 |
| 中国 | 6.9 | 6.6 | 6.2 |
| 欧元区 | 2.5 | 1.9 | 1.2 |
| 日本 | 2.0 | 0.8 | 1.0 |
| 英国 | 1.9 | 1.4 | 1.5 |

来源: 彭博, 农银国际证券

2019 年年初至今全球通胀水平因经济增长疲弱和能源价格回落保持温和水平。由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心通胀整体上亦维持温和态势。虽然失业率大幅改善，但大多数发达经济体的核心通胀未达到央行目标。在新兴经济体中，大多数因经济增速放缓导致核心通胀低于 2% 水平。然而，少数新兴经济体因货币贬值部分抵消了能源价格回落所引致的通胀下行压力。尽管由于猪肉价格攀升，中国整体 CPI 从 2018 年的 2.1% 上涨至 2019 年首 10 月的 2.6%，但同期核心通胀率仍温和，仅为 1.7%，而 2018 年为 1.9%。

由于全球通胀低迷及经济增长放缓，全球主要央行的货币政策基本采取宽松态势。美联储在 2019 年首 10 月将联邦基金目标利率下调 3 次至 1.50%-1.75% 区间，美联储亦结束资产负债表的缩减，并转为资产负债表的扩张。在 9 月份货币政策会议上，欧洲央行决定将存款利率下调 10 个基点，进一步加深负利率，并宣布重启量化宽松政策。英伦银行及日本央行继续维持其宽松货币政策立场，并保持利率水平不变。中国人民银行亦放松了货币政策，降低了 OMO、MLF 和 LPR 的利率。在新兴市场和发展中经济体中，一些国家的央行自 4 月以来亦下调了政策利率。

2020 年全球经济增速或保持疲弱

展望未来，有见于全球贸易摩擦持续，经济和政治政策的高度不确定性或进一步削弱全球供应链，打击商业和消费者信心以及投资增长，我们预期 2020 年全球经济增长或保持疲弱态势。考虑到全球经济增速放缓以及贸易摩擦持续，WTO 预测 2019 年及 2020 年全球货物贸易量增速将由 2018 年的 3.0% 分别降至 1.2% 及 2.7%。根据国际货币基金组织 2019 年 10 月发表的最新《世界经济展望》，2019 年及 2020 年全球经济预计分别增长 3.0% 及 3.4%，比 4 月发表的《世界经济展望》分别下调 0.3 个百分点及 0.2 个百分点（图 3）。由于我们预期全球主要经济体在 2020 年经济增速放缓，我们相信 IMF 或在下一期《世界经济展望》进一步下调 2020 年全球经济增长预测。经济合作与发展组织在 11 月发表的《经济展望》里亦将 2019 年及 2020 年全球经济增长预测从 5 月预计的 3.2% 及 3.4% 下调至 2.9% 及 3.0%。

有见于美国财政刺激效果减退，中美贸易纠纷持续以及全球经济放缓，我们预期 2020 年美国经济增长由 2019 年我们估计的 2.3% 回落至



1.9%。虽然家庭支出或以较快的速度增长，但企业固定资产投资和出口仍将保持疲软，料拖累经济增长。货币政策方面，随着中美贸易冲突持续导致经济前景转弱，如果美国维持对中国进口商品的关税水平不变，我们预期美联储在 2020 年减息 1 次。然而，如果美国决定对中国进口的商品提高关税，我们预期美联储将在 2020 年减息 2 次。如果美国削减对中国的关税规模或税率，美联储或在 2020 年维持利率不变。同时，我们估计美联储至少在 2020 年 2 季度或之前持续扩张其资产负债表。

随着中美贸易摩擦持续、工业产出增速疲弱以及房地产限制措施难于放松，中国经济料维持放缓态势。我们维持中国经济 2019 年及 2020 年分别增长 6.1%及 5.9%的预测不变。货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。人民银行预计将保持流动性充裕以支持对民营企业及中小企业的信贷供给。随着经济下行压力加大，我们预期人民银行或在 2020 年继续宣布下调 RRR 及降低 OMO、MLF 及 LPR 利率。我们预期中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策。

我们预计 2020 年欧元区的经济增速或由 2019 年估计的 1.2%略微减慢至 1.0%，主要因为外需回落、全球贸易摩擦持续、以及内部政局不稳等因素影响出口及商业投资意欲。欧元区政治风险仍高企，包括与英国潜在的无协议脱欧，以及意大利及西班牙政局动荡。根据欧洲央行的 10 月份货币政策会议，欧洲央行于今年 11 月 1 日重启每月 200 亿欧元的资产购买计划，并根据需要持续量化宽松措施。欧洲央行将再为商业银行提供大量的低成本资金来支持经济增长。有见于欧元区疲弱的经济增长前景以及持续的低通胀水平，我们预计欧洲央行将维持其主要再融资利率在 0.00%的纪录低位。此外，由于英国无序脱欧的可能性仍存在，我们预期 2020 年英国经济增速或由 2019 年估计的 1.4%减慢至 1.2%。

受累于消费税上调拖累私人消费、全球贸易保护主义升温、以及企业投资增长疲弱，我们预计日本 2020 年的经济增长或由 2019 年估计的 0.9%回落至 0.6%。2019 年 10 月开始的消费税由 8.0%上调至 10.0%将拖累经济增长。有见于通胀前景仍疲弱及当前通胀水平远低于日本央行 2.0%的目标，我们预期 2020 年日本的超宽松货币政策或维持不变，日本央行短期政策利率料维持在-0.10%的负利率水平不变。

图 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

| 实质 GDP 按年增长 | 2018 年 | 2019 年预测 | 2020 年预测 |
|----------------|--------|----------|----------|
| 美国 | 2.9 | 2.3 | 1.9 |
| 中国 | 6.6 | 6.1 | 5.9 |
| 欧元区 | 1.9 | 1.2 | 1.0 |
| 日本 | 0.8 | 0.9 | 0.6 |
| 英国 | 1.4 | 1.4 | 1.2 |
| 世界 (国际货币基金组织) | 3.6* | 3.0* | 3.4* |
| 世界 (经济合作与发展组织) | 3.5# | 2.9# | 3.0# |

来源: 国际货币基金组织, 经济合作与发展组织, 彭博, 农银国际证券估计

注释: *代表国际货币基金组织的估计及预测

#代表经济合作与发展组织的估计及预测



| | 2018 | | | | 2019 | | | | | | | | | |
|----------------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 |
| 实际国民生产总值 (同比%) | 6.5 | --- | --- | 6.4 | --- | --- | 6.4 | --- | --- | 6.2 | --- | --- | 6.0 | --- |
| 以美元计出口增长 (同比%) | 14.5 | 15.6 | 5.4 | -4.4 | 9.1 | -20.7 | 14.2 | -2.7 | 1.1 | -1.3 | 3.3 | -1.0 | -3.2 | -0.9 |
| 以美元计进口增长 (同比%) | 14.3 | 21.4 | 3.0 | -7.6 | -1.5 | -5.2 | -7.6 | 4.0 | -8.5 | -7.3 | -5.3 | -5.6 | -8.5 | -6.4 |
| 贸易余额 (美元/十亿) | 31.7 | 34.0 | 44.8 | 57.1 | 39.2 | 4.1 | 32.7 | 13.8 | 41.7 | 51.0 | 45.1 | 34.8 | 39.7 | 42.8 |
| 零售额 (同比%) | 9.2 | 8.6 | 8.1 | 8.2 | 8.2 | 8.2 | 8.7 | 7.2 | 8.6 | 9.8 | 7.6 | 7.5 | 7.8 | 7.2 |
| 工业增加值 (同比%) | 5.8 | 5.9 | 5.4 | 5.7 | 5.3 | 5.3 | 8.5 | 5.4 | 5.0 | 6.3 | 4.8 | 4.4 | 5.8 | 4.7 |
| 制造业 PMI (%) | 50.8 | 50.2 | 50.0 | 49.4 | 49.5 | 49.2 | 50.5 | 50.1 | 49.4 | 49.4 | 49.7 | 49.5 | 49.8 | 49.3 |
| 非制造业 PMI (%) | 54.9 | 53.9 | 53.4 | 53.8 | 54.7 | 54.3 | 54.8 | 54.3 | 54.3 | 54.2 | 53.7 | 53.8 | 53.7 | 52.8 |
| 固定资产投资 (累计同比%) | 5.4 | 5.7 | 5.9 | 5.9 | 6.1 | 6.1 | 6.3 | 6.1 | 5.6 | 5.8 | 5.7 | 5.5 | 5.4 | 5.2 |
| 消费物价指数 (同比%) | 2.5 | 2.5 | 2.2 | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 2.3 | 2.5 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 3.0 | 3.8 |
| 生产者物价指数 (同比%) | 3.6 | 3.3 | 2.7 | 0.9 | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 0.9 | 0.6 | 0.0 | -0.3 | -0.8 | -1.2 | -1.6 |
| 广义货币供应量 (同比%) | 8.3 | 8.0 | 8.0 | 8.1 | 8.4 | 8.0 | 8.6 | 8.5 | 8.5 | 8.5 | 8.1 | 8.2 | 8.4 | 8.4 |
| 新增贷款 (人民币/十亿) | 1380 | 697 | 1250 | 1080 | 3230 | 886 | 1690 | 1020 | 1180 | 1660 | 1060 | 1210 | 1690 | 661 |
| 总社会融资 (人民币/十亿) | 2170 | 743 | 1519 | 1590 | 4640 | 703 | 2860 | 1360 | 1400 | 2267 | 1010 | 1980 | 2270 | 619 |

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 | | | | | | | | | |
| 道琼斯工业平均指数 | 27,875.62 | 0.00 | 19.19 | 纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约 | 美元/桶 | 57.84 | 0.12 | 282,847 | 美国联邦基金目标利率 | 1.75 | 0.00 | |
| 标准普尔 500 指数 | 3,110.29 | 0.00 | 20.67 | ICE 布伦特原油现金结算期货合约 | 美元/桶 | 63.52 | 0.21 | 283,118 | 美国基准借贷利率 | 4.75 | 0.00 | |
| 纳斯达克综合指数 | 8,519.89 | 0.00 | 31.40 | 纽约商品交易所天然气期货合约 | 美元/百万英热单位 | 2.65 | (0.41) | 150,891 | 美国联邦储备银行贴现窗口借款率 | 2.25 | 0.00 | |
| MSCI 美国指数 | 2,963.98 | 0.00 | 21.21 | 中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ² | 美元/公吨 | 61.80 | N/A | | 美国 1 年期国债 | 1.5472 | (1.28) | |
| 欧洲 | | | 普通金属 | | | | | | | | | |
| 富时 100 指数 | 7,326.81 | 0.00 | 17.69 | 伦敦金属交易所铝期货合约 | 美元/公吨 | 1,751.00 | 0.00 | 45,603 | 美国 5 年期国债 | 1.6240 | 0.00 | |
| 德国 DAX30 指数 | 13,163.88 | 0.00 | 24.38 | 伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约 | 美元/公吨 | 1,739.00 | 0.00 | 34,564 | 美国 10 年期国债 | 1.7706 | 0.00 | |
| 法国 CAC 40 指数 | 5,893.13 | 0.00 | 21.11 | COMEX 铜期货合约 | 美元/磅 | 5,850.50 | 0.00 | 13,720 | 日本 10 年期国债 | (0.086) | (1.20) | |
| 西班牙 IBEX 35 指数 | 9,254.70 | 0.00 | 15.07 | 伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约 | 美元/公吨 | 5,855.00 | 0.00 | 27,775 | 中国 10 年期国债 | 3.1900 | 1.80 | |
| 意大利 FTSE MIB 指数 | 23,259.80 | 0.00 | 14.02 | COMEX 黄金期货合约 | 美元/金衡盎司 | 1,468.40 | (0.14) | 56,866 | 欧洲央行基准利率 (再融资利率) | 0.00 | 0.00 | |
| Stoxx 600 指数 | 403.98 | 0.00 | 20.03 | COMEX 白银期货合约 | 美元/金衡盎司 | 17.08 | (0.42) | 23,610 | 美国 1 月期银行同业拆借固定利率 | 1.7028 | (3.05) | |
| MSCI 英国指数 | 2,098.03 | 0.00 | 17.80 | 纽约商品交易所钯金期货合约 | 美元/金衡盎司 | 899.00 | 0.72 | 19,051 | 美国 3 月期银行同业拆借固定利率 | 1.9173 | 1.46 | |
| MSCI 法国指数 | 169.24 | 0.00 | 21.13 | 贵金属 | | | | | 隔夜上海同业拆借利率 | 2.2340 | 28.60 | |
| MSCI 德国指数 | 152.29 | 0.00 | 21.44 | | | | | | 1 月期上海同业拆借利率 | 2.7875 | (0.50) | |
| MSCI 意大利指数 | 62.91 | 0.00 | 14.08 | | | | | | 香港 3 月期银行同业拆借固定利率 | 2.3455 | (1.18) | |
| 亚洲 | | | 农产品 | | | | | | | | | |
| 日经 225 指数 | 23,258.65 | 0.63 | 18.52 | 2 号平价黄玉米及其替代品期货合约 | 美元/蒲式耳 | 379.00 | 0.13 | 176,928 | 公司债券 (穆迪) | Aaa | 3.04 | -6.00 |
| 澳大利亚 S&P/ASX 指数 | 6,731.40 | 0.32 | 19.85 | 小麦期货合约 | 美元/蒲式耳 | 521.25 | 0.48 | 59,653 | Baa | 3.92 | -5.00 | |
| 恒生指数 | 26,595.08 | 1.54 | 10.39 | 11 号糖期货合约 | 美元/蒲式耳 | 12.83 | 0.00 | 51,555 | 附注: | | | |
| 恒生中国企业指数 | 10,506.17 | 1.22 | 8.28 | 2 号平价黄豆及其替代品期货合约 | 美元/蒲式耳 | 898.50 | 0.17 | 94,767 | 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) | | | |
| 沪深 300 指数 | 3,849.99 | 0.38 | 13.49 | | | | | | 2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格 | | | |
| 上证综合指数 | 2,885.29 | 0.44 | 13.90 | | | | | | | | | |
| 深证综合指数 | 1,595.21 | (0.77) | 33.15 | | | | | | | | | |
| MSCI 中国指数 | 79.16 | 0.00 | 14.59 | | | | | | | | | |
| MSCI 香港指数 | 14,698.20 | 0.00 | 13.35 | | | | | | | | | |
| MSCI 日本指数 | 1,020.00 | 0.00 | 15.47 | | | | | | | | | |

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 | 1.1023 | 1.2850 | 0.6795 | 108.76 | 0.9968 | 7.0362 | 7.8255 | 7.1065 |
| 周变化 (%) | 0.02 | 0.12 | 0.13 | -0.09 | 0.08 | 0.04 | 0.00 | 0.11 |



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 2019 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