



# 经济透视

分析员:姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

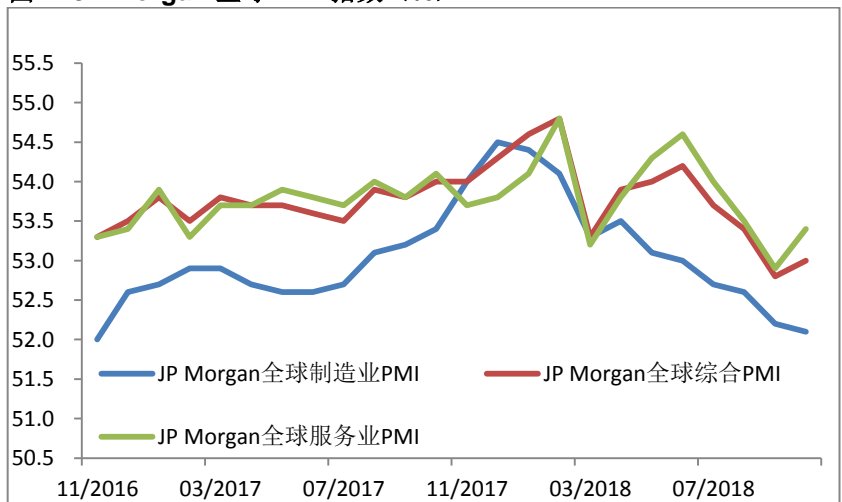
## 2019 年全球经济展望

- 受累于全球主要央行收紧货币政策及贸易摩擦升温，2018 年年初以来全球经济复苏有放缓迹象，全球主要经济体中仅美国的经济增速出现加快的趋势
- 2018 年年初至今全球通胀水平因能源价格反弹而有所上升。然而，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维持温和态势
- 展望未来，有见于全球贸易摩擦或升温，新兴市场国家资本大量外流，以及经济和政治政策的高度不确定性，我们预期 2019 年全球经济增长或放缓
- 我们预期 2018 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 2.9%、6.6%、2.0%、0.9%及 1.3%，2019 年则分别增长 2.4%、6.3%、1.7%、0.8%及 1.3%，相比而言，上述国家在 2017 年经济分别增长 2.2%、6.9%、2.4%、1.7%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升温，2018 年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 年前十个月明显回落，显示全球经济增长放缓。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

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。WTO 公布的世界贸易展望指标在 2018 年 8 月份回落至 100.3，仅略高于 100 的分界线。特别是分项指标出口订单指数大幅下跌至 97.2 的收缩水平，显示 2019 年全球贸易或失去增长动力。

2018 年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等财政刺激政策支持，2018 年首 3 季美国经济按年增长 2.8%<sup>1</sup>，快过 2017 年全年 2.2%

<sup>1</sup>除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

农银国际研究部

2018 年 11 月 30 日



的增速（图 2）。同期欧元区、英国以及日本的经济分别增长 2.1%、1.3%及 0.9%，而 2017 年全年则分别增长 2.4%、1.7%及 1.7%。近期的数据显示中国的经济在 2018 年前 3 季增长 6.7%，较 2017 年全年 6.9%的增速放慢。

图 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

| 实质 GDP 按年增长 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年首 3 季 |
|-------------|--------|--------|-------------|
| 美国          | 1.6    | 2.2    | 2.8         |
| 中国          | 6.7    | 6.9    | 6.7         |
| 欧元区         | 1.9    | 2.4    | 2.1         |
| 日本          | 1.0    | 1.7    | 0.9         |
| 英国          | 1.8    | 1.7    | 1.3         |

来源: 彭博, 农银国际证券

2018 年年初至今全球通胀水平因能源价格反弹而有所上升，特别是在 OPEC 联合减产以及中东地缘政治风险不断上升等诸多因素推动下。尽管 10 月初国际油价明显回落，但前 3 季总体呈上涨态势。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 10 月的 2.5%，同期欧元区 CPI 从 1.3% 上涨至 2.2%。中国 CPI 亦从 1 月的 1.5% 升至 10 月的 2.5%。然而，由于工资增长疲弱，撇除食品及能源价格外的核心 CPI 通胀整体上维持温和态势。即使失业率已实质改善，但除美国外的主要发达国家的核心 CPI 均未达到中央银行的目标水平。

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升温，美联储于 2018 年前 10 个月加息 3 次，并预期 12 月再加息 1 次及 2019 年加息 3 次。英伦银行在其 8 月份议息会议上将其政策利率从 0.50% 提高到 0.75%。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。2018 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。上述国家央行被迫大幅加息来稳定本国货币及阻止资本外流。

### 2019 年全球经济增速或放缓

展望未来，有见于全球贸易摩擦或升温，新兴市场国家资本大量外流，以及经济和政治政策的高度不确定性，我们预期 2019 年全球经济增长或放缓，特别是美国及某些新兴市场及发展中国家的央行正在紧缩货币政策。考虑到全球贸易纠纷升温及某些重要市场信贷条件紧缩，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 3.9% 及 3.7%。根据国际货币基金组织 2018 年 10 月发表的最新《世界经济展望》，2018 年及 2019 年全球经济预计均增长 3.7%，比 4 月发表的《世界经济展望》下调 0.2 个百分点（图 3）。由于我们预期全球主要经济体在 2019 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 2019 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》里将 2019 年全球经济增长预测从 5 月预计的 3.7% 下调至 3.5%。

有见于美国财政刺激效果减退，中美贸易纠纷升温以及金融条件收紧，



我们预期 2019 年美国经济的 2.9% 回落至 2.4%。随着 2019 年美国民主党掌控众议院，川普政府第二阶段减税及加快基建投资等财政刺激政策料将面临挑战。货币政策方面，我们预期美联储在 2019 年加息两次，加息频率较美联储官员预期的 3 次为低，主要因为美国国债的长短息差已显著收窄，同时通胀在国际油价回落、房地产价格放缓以及经济增长放慢下保持温和水平。如果美联储频繁加息，美国长短期国债利率或出现倒挂，美国经济势必陷入衰退。此外，我们预计美联储将在 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、房地产限制措施难于放松以及消费增长疲弱，中国经济料维持放缓态势。我们维持中国经济 2018 年及 2019 年分别增长 6.6% 及 6.3% 的预测不变。中国将维持中性偏松的货币政策及积极的财政政策来支持经济增长。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 2018 年 12 月及 2019 年或再分别宣布定向下调 RRR 一次以及三次。

受欧美贸易摩擦、外需回落以及内部政局不稳等因素影响，我们预计 2019 年欧元区的经济增速或由 2018 年估计的 2.0% 减慢至 1.7%。欧元区内部政治风险仍高企，包括与英国或无法达成脱欧协议，意大利政府的民粹主义升温以及德国领导力的削弱。根据欧洲央行的 10 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。此外，我们预期英国经济在 2018 年和 2019 年均增长 1.3%，较 2017 年 1.7% 的增速回落。

受累于外需回落及全球贸易保护主义升温，以及企业投资增长疲弱，我们预计 2018 年及 2019 年日本经济增速或由 2017 年的 1.7% 分别回落至 0.9% 及 0.8%。2019 年 10 月开始上调的消费税亦将拖累经济增长。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% 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             | 2.2    | 2.9      | 2.4      |
| 中国             | 6.9    | 6.6      | 6.3      |
| 欧元区            | 2.4    | 2.0      | 1.7      |
| 日本             | 1.7    | 0.9      | 0.8      |
| 英国             | 1.7    | 1.3      | 1.3      |
| 世界 (国际货币基金组织)  | 3.7*   | 3.7*     | 3.7*     |
| 世界 (经济合作与发展组织) | 3.6#   | 3.7#     | 3.5#     |

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



|                | 2017 |      |      |      |      | 2018 |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                | 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  | 11月  |
| 实际国民生产总值 (同比%) | ---  | ---  | 6.8  | ---  | ---  | 6.8  | ---  | ---  | 6.7  | ---  | ---  | 6.5  | ---  | ---  |
| 以美元计出口增长 (同比%) | 6.9  | 12.3 | 10.9 | 11.1 | 44.5 | -2.7 | 12.9 | 12.6 | 11.3 | 12.2 | 9.8  | 14.5 | 15.6 | ---  |
| 以美元计进口增长 (同比%) | 17.2 | 17.7 | 4.5  | 36.9 | 6.3  | 14.4 | 21.5 | 26.0 | 14.1 | 27.3 | 27.0 | 14.3 | 21.4 | ---  |
| 贸易余额 (美元/十亿)   | 38.2 | 40.2 | 54.7 | 20.3 | 33.7 | -5.0 | 28.8 | 24.9 | 41.6 | 28.1 | 27.9 | 31.7 | 34.0 | ---  |
| 零售额 (同比%)      | 10.0 | 10.2 | 9.4  | 9.7  | 9.7  | 10.1 | 9.4  | 8.5  | 9.0  | 8.8  | 9.0  | 9.2  | 8.6  | ---  |
| 工业增加值 (同比%)    | 6.2  | 6.1  | 6.2  | 7.2  | 7.2  | 6.0  | 7.0  | 6.8  | 6.0  | 6.0  | 6.1  | 5.8  | 5.9  | ---  |
| 制造业 PMI (%)    | 51.6 | 51.8 | 51.6 | 51.3 | 50.3 | 51.5 | 51.4 | 51.9 | 51.5 | 51.2 | 51.3 | 50.8 | 50.2 | 50.0 |
| 非制造业 PMI (%)   | 54.3 | 54.8 | 55.0 | 55.3 | 54.4 | 54.6 | 54.8 | 54.9 | 55.0 | 54.0 | 54.2 | 54.9 | 53.9 | 53.4 |
| 固定资产投资 (累计同比%) | 7.3  | 7.2  | 7.2  | 7.9  | 7.9  | 7.5  | 7.0  | 6.1  | 6.0  | 5.5  | 5.3  | 5.4  | 5.7  | ---  |
| 消费物价指数 (同比%)   | 1.9  | 1.7  | 1.8  | 1.5  | 2.9  | 2.1  | 1.8  | 1.8  | 1.9  | 2.1  | 2.3  | 2.5  | 2.5  | ---  |
| 生产者物价指数 (同比%)  | 6.9  | 5.8  | 4.9  | 4.3  | 3.7  | 3.1  | 3.4  | 4.1  | 4.7  | 4.6  | 4.1  | 3.6  | 3.3  | ---  |
| 广义货币供应量 (同比%)  | 8.8  | 9.1  | 8.2  | 8.6  | 8.8  | 8.2  | 8.3  | 8.3  | 8.0  | 8.5  | 8.2  | 8.3  | 8.0  | ---  |
| 新增贷款 (人民币/十亿)  | 663  | 1120 | 584  | 2900 | 839  | 1120 | 1180 | 1150 | 1840 | 1450 | 1280 | 1380 | 697  | ---  |
| 总社会融资 (人民币/十亿) | 1040 | 1600 | 1140 | 3060 | 1170 | 1330 | 1560 | 761  | 1180 | 1040 | 1520 | 2210 | 729  | ---  |

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)     |                  |        |        |        |
| <b>美国</b>       |           |        | <b>能源</b>   |                              |           |          |         | 美国联邦基金目标利率   |                  |        |        |        |
| 道琼斯工业平均指数       | 25,338.84 | 4.34   | 16.90       | 美元/桶                         | 52.03     | 1.65     | 817,239 | 2.25         | 0.00             |        |        |        |
| 标准普尔 500 指数     | 2,737.76  | 4.00   | 18.75       | ICE 布伦特原油现金结算期货合约            | 美元/桶      | 59.49    | 1.17    | 212,720      | 5.25             | 0.00   |        |        |
| 纳斯达克综合指数        | 7,273.08  | 4.81   | 40.71       | 纽约商品交易所天然气期货合约               | 美元/百万英热单位 | 4.58     | 6.38    | 92,306       | 2.75             | 0.00   |        |        |
| MSCI 美国指数       | 2,602.49  | 3.98   | 18.89       | 中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup> | 美元/公吨     | 61.80    | N/A     | N/A          | 2.2947           | 8.15   |        |        |
| <b>欧洲</b>       |           |        | <b>普通金属</b> |                              |           |          |         | 美国 1 年期国债    |                  |        |        |        |
| 富时 100 指数       | 7,016.85  | 0.74   | 15.90       | 伦敦金属交易所铝期货合约                 | 美元/公吨     | 1,936.75 | (0.08)  | 16,951       | 2.8395           | (2.67) |        |        |
| 德国 DAX30 指数     | 11,309.11 | 0.59   | 12.36       | 伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约        | 美元/公吨     | 1,940.00 | (0.46)  | 30,220       | 3.0572           | (2.02) |        |        |
| 法国 CAC 40 指数    | 4,983.15  | 0.92   | 15.40       | COMEX 铜期货合约                  | 美元/磅      | 6,241.50 | 0.23    | 10,924       | 0.0920           | (0.80) |        |        |
| 西班牙 IBEX 35 指数  | 9,084.80  | 1.89   | 13.08       | 伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约        | 美元/公吨     | 6,212.00 | 0.08    | 33,722       | 3.4110           | (3.60) |        |        |
| 意大利 FTSE MIB 指数 | 19,122.33 | 2.18   | 10.90       | <b>贵金属</b>                   |           |          |         |              | 欧洲央行基准利率 (再融资利率) |        |        |        |
| Stoxx 600 指数    | 357.04    | 0.86   | 15.97       | COMEX 黄金期货合约                 | 美元/金衡盎司   | 1,229.50 | 0.03    | 159,091      | 0.00             | 0.00   |        |        |
| MSCI 英国指数       | 2,038.83  | 1.23   | 16.24       | COMEX 银期货合约                  | 美元/金衡盎司   | 14.37    | (0.01)  | 51,870       | 2.3446           | 2.28   |        |        |
| MSCI 法国指数       | 145.27    | 1.27   | 15.64       | 纽约商品交易所钯金期货合约                | 美元/金衡盎司   | 813.10   | (3.78)  | 16,980       | 2.7066           | 1.54   |        |        |
| MSCI 德国指数       | 137.81    | 1.12   | 13.04       | <b>农产品</b>                   |           |          |         |              | 隔夜上海同业拆借利率       |        |        |        |
| MSCI 意大利指数      | 52.73     | 2.13   | 11.04       | 2 号平价黄玉米及其替代品期货合约            | 美元/蒲式耳    | 373.75   | 0.88    | 255,565      | 2.6420           | 28.60  |        |        |
| <b>亚洲</b>       |           |        | <b>外汇</b>   |                              |           |          |         | 1 月期上海同业拆借利率 |                  |        |        |        |
| 日经 225 指数       | 22,351.06 | 3.25   | 15.45       | 欧元/美元                        | 1.1380    | 1.2782   | 0.7314  | 113.42       | 0.9961           | 6.9437 | 7.8214 | 7.0049 |
| 澳大利亚 S&P/ASX 指数 | 5,667.16  | (0.86) | 15.60       | 英镑/美元                        | 1.2782    | 0.7314   | 113.42  | 0.9961       | 6.9437           | 7.8214 | 7.0049 |        |
| 恒生指数            | 26,451.03 | 2.23   | 10.02       | 澳元/美元                        | 0.7314    | 1.1380   | 1.2782  | 113.42       | 0.9961           | 6.9437 | 7.8214 | 7.0049 |
| 恒生中国企业指数        | 10,584.93 | 2.24   | 7.93        | 美元/日元                        | 113.42    | 0.9961   | 6.9437  | 7.8214       | 7.0049           | 0.04   |        |        |
| 沪深 300 指数       | 3,137.65  | 0.93   | 11.58       | 美元/瑞郎                        | 0.9961    | 6.9437   | 7.8214  | 7.0049       | 0.04             |        |        |        |
| 上证综合指数          | 2,567.44  | 0.34   | 11.93       | 美元/人民币                       | 6.9437    | 7.8214   | 7.0049  | 0.04         |                  |        |        |        |
| 深证综合指数          | 1,337.74  | 0.19   | 21.60       | 美元/港币                        | 7.8214    | 7.0049   | 0.04    |              |                  |        |        |        |
| MSCI 中国指数       | 74.99     | 2.73   | 11.89       | 美元/人民币-12 个月无本金交割远期          | 7.0049    | 0.04     |         |              |                  |        |        |        |
| MSCI 香港指数       | 14,330.01 | 1.58   | 9.86        |                              |           |          |         |              |                  |        |        |        |
| MSCI 日本指数       | 990.02    | 1.79   | 12.60       |                              |           |          |         |              |                  |        |        |        |

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)  
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