



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

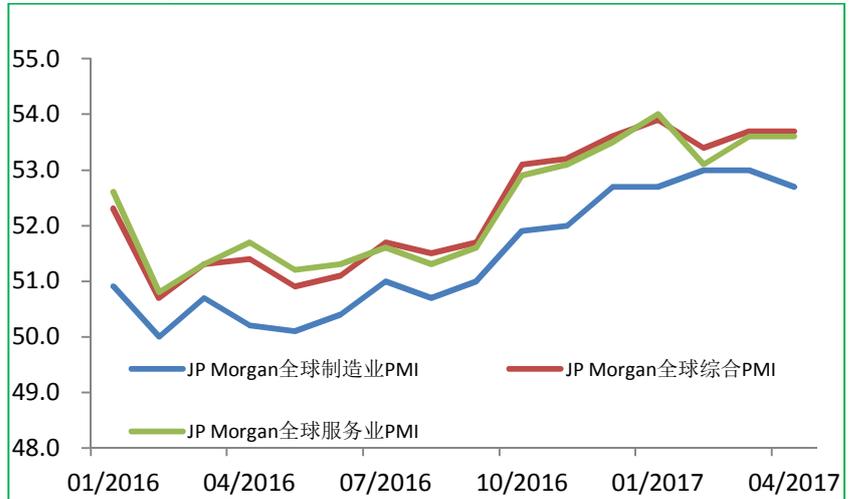
今年下半年及明年全球經濟增長或略微加快

- 受益于製造業和服務業商務活動反彈以及貿易回暖，年初以來全球經濟復蘇步伐有所加快，全球主要經濟體亦呈現出穩定的增長。
- 年初至今，全球通脹水平因大宗商品價格反彈而有所上升，生產價格通脹回升尤為顯著。
- 展望未來，有見于製造業及貿易活動升溫，消費者信心增強，貨幣政策仍寬鬆，以及大宗商品價格穩定，我們預期今年下半年及明年全球經濟增長或略微加快。
- 但貿易保護主義升溫以及經濟和政治政策的高度不確定性或為全球經濟帶來挑戰。
- 我們預期 2017 年美國、歐元區、日本及中國的經濟分別增長 2.0%、1.9%、1.5% 及 6.7%，2018 年則分別增長 2.2%、2.0%、1.2% 及 6.4%，相比而言，上述國家在 2016 年經濟分別增長 1.6%、1.8%、1.0% 及 6.7%。

全球經濟增長動力增強

受益于製造業和服務業商務活動反彈以及貿易回暖，年初以來全球經濟復蘇步伐有所加快。如圖 1 所示，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 2017 年前五個月均錄得顯著回升，顯示全球經濟活動穩健增長。

圖 1: JP Morgan 全球 PMI 指數 (%)



來源: 彭博, 農銀國際證券

今年首季全球貿易活動亦在經濟復蘇帶動下升溫。根據 WTO 的統計數據，今年首季全球商品貿易按年增長 10.7%¹，為近 7 年來最快水平。WTO 公布的世界貿易展望指標在 3 月份達到 102.2，為 2011 年 5 月份來最高，顯示第 2 季全球貿易或繼續溫和擴張態勢。

受益于寬鬆的貨幣政策環境以及大宗商品價格反彈，年初至今全球主要經濟體呈現出穩定的增長步伐。今年首季美國經濟按年增長 2.0%，快過去年同期 1.6% 的增速（圖 2）。同期歐元區、英國以及日本的經濟

農銀國際研究部

2017 年 6 月 7 日

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



分別增長 1.7%、2.1%及 1.6%，而去年首季則分別增長 1.7%、1.6%及 0.5%。近期的數據亦顯示中國的經濟增長在首季加快。

圖 2: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

實質 GDP 按年增長	2016 年	2016 年首季	2017 年首季
美國	1.6	1.6	1.9
歐元區	1.8	1.7	1.7
英國	1.8	1.6	2.1
日本	1.0	0.5	1.6
中國	6.7	6.7	6.9

來源: 彭博, 農銀國際證券

全球主要央行采取了適度寬鬆的貨幣政策來應對經濟和金融風險。舉例來說, 歐洲央行重申將在未來相當長一段時間內維持低利率水平, 并承諾每月購買 600 億歐元的資產直至今年年底, 主要再融資利率、隔夜貸款利率及隔夜存款利率分別維持在 0.00%、0.25%及-0.40%水平不變。此外, 日本央行亦維持寬鬆貨幣政策并采用收益率曲綫控制來實現 2.0%的通脹目標。

年初至今全球通脹水平因大宗商品價格反彈而有所上升。相比消費價格通脹, 全球生產價格通脹回升尤為顯著。特別值得指出的是, 受益于大宗商品和原材料價格反彈, 去產能的推進以及房地產投資加速, 中國的生產價格通脹在今年首幾個月大幅反彈。

今年下半年及明年全球經濟增長或略微加快

展望未來, 有見于製造業及貿易活動升溫, 消費者信心增強, 貨幣政策仍寬鬆, 以及大宗商品價格穩定, 我們預期今年下半年及明年全球經濟增長或略微加快。根據世界銀行 2017 年 6 月期《全球經濟展望》預計, 全球經濟增長 2017 年及 2018 年將由 2016 年的 2.4%分別加快至 2.7%及 2.9% (圖 3)。然而, 貿易保護主義升溫以及經濟和政治政策的高度不確定性或為全球經濟帶來挑戰。

我們預期美國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 2.0%及 2.2%, 較 2016 年 1.6%的增速為快。內需仍將成為美國經濟增長主要的推動力, 其料得到川普政府減稅及加快基建投資等刺激政策支持。貨幣政策方面, 有見于美國核心通脹前景走弱, 我們預期美聯儲在今年餘下時間加息一次, 并在 2018 年加息兩次, 加息頻率較美聯儲官員的預期為少。此外, 美聯儲或在明年年初開始縮減其資產負債表。

我們預計歐元區的經濟增長 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.8%分別加快至 1.9%及 2.0%。製造業及出口料成為經濟增長的主要推動力。根據歐洲央行的前瞻性指引, 我們預期歐洲央行在今年餘下時間將維持利率及每月資產購買規模不變。然而, 有見于歐元區經濟不斷增強, 儘管明年利率水平或維持不變, 但歐洲央行在 2018 年或將其每月資產購買規模逐步削減至零。

受益于外需回暖及商業投資復蘇, 我們預計日本經濟增長 2017 年及 2018 年或由 2016 年的 1.0%分別反彈至 1.5%及 1.2%。寬鬆的貨幣政策和財政政策亦將支持經濟增長。有見于通脹前景仍疲弱及當前通脹水平遠低于日本央行 2%的目標, 我們預期 2017 年和 2018 年日本的



貨幣政策或維持不變。

隨著去杠杆持續推進、PPI 通脹放緩以及房地產調控措施收緊，我們維持中國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 6.7% 及 6.4% 的預測不變。我們重申 2017 年及 2018 年人民銀行將維持基準利率穩定，但有見于通脹壓力較溫和以及外匯占款減少，人民銀行每年或下調 RRR 兩次，每次 50 個基點。

圖 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2016 年	2017 年預測	2018 年預測
美國	1.6	2.0	2.2
歐元區	1.8	1.9	2.0
日本	1.0	1.5	1.2
中國	6.7	6.7	6.4
世界	2.4*	2.7*	2.9*

來源: 世界遺憾, 彭博, 農銀國際證券

注釋: *代表世界銀行的估計及預測



中國經濟數據

	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	
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---	---	
以美元計出口增長 (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	---	
以美元計進口增長 (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	---	
貿易餘額 (美元/十億)	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	---	
零售額 (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	---	
工業增加值 (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	---	
製造業 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	
非製造業 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	
固定資產投資 (累計同比%)	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	---	
消費物價指數 (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	---	
生產者物價指數 (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	---	
廣義貨幣供應量 (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	---	
新增貸款 (人民幣/十億)	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100	---	
總社會融資 (人民幣/十億)	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390	---	

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率				
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)				
美國			能源					美國聯邦基金目標利率				
道瓊斯工業平均指數	21,136.23	(0.33)	18.59	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	48.04	0.80	771,732	1.00	0.00		
標準普爾 500 指數	2,429.33	(0.40)	21.58	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	49.97	0.04	326,835	4.00	0.00		
納斯達克綜合指數	6,275.06	(0.49)	33.22	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.07	2.33	174,682	1.50	0.00		
MSCI 美國指數	2,314.55	(0.43)	22.03	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 1 年期國債	0.8269	3.06	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債				
富時 100 指數	7,524.95	(0.30)	32.69	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,898.25	(1.61)	15,147	1.7171	(0.17)		
德國 DAX30 指數	12,690.12	(1.04)	19.88	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,901.00	(1.55)	35,442	2.1503	(0.88)		
法國 CAC 40 指數	5,269.22	(1.39)	19.49	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,594.25	(0.95)	13,870	美國 10 年期國債	0.0430	(1.20)	
西班牙 IBEX 35 指數	10,879.70	(0.24)	19.25	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,616.00	(0.86)	37,970	日本 10 年期國債	0.0430	(1.20)	
意大利 FTSE MIB 指數	20,760.01	(0.80)	N/A	貴金屬					中國 10 年期國債	3.6480	1.10	
Stoxx 600 指數	389.40	(0.80)	25.27	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,294.80	1.14	208,492	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,187.32	(0.31)	33.69	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.67	0.80	77,889	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	1.0842	(0.20)	
MSCI 法國指數	150.9	(1.36)	19.27	紐約商品交易所鈾金期貨合約	美元/金衡盎司	961.30	0.83	18,244	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.2196	(0.29)	
MSCI 德國指數	156.84	(1.03)	20.44	農產品					隔夜上海同業拆借利率	2.8419	4.66	
MSCI 意大利指數	57.74	(0.65)	N/A	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	379.50	1.81	201,296	1 月期上海同業拆借利率	4.3633	17.41	
亞洲			農產品					香港 3 年期銀行同業拆借固定利率				
日經 225 指數	19,932.07	(1.22)	19.10	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	439.00	2.21	74,747	公司債券 (穆迪)	Aaa	3.72	2.00
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,652.20	(2.35)	19.25	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	13.98	1.75	74,483	Baa	4.42	3.00	
恒生指數	26,025.21	0.39	14.39	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	928.75	0.81	101,320	附注:			
恒生中國企業指數	10,611.34	(0.52)	8.78	1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新于報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,492.88	0.18	15.37	2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格								
上證綜合指數	3,102.13	(0.11)	16.62									
深證綜合指數	1,810.80	1.24	26.47									
MSCI 中國指數	72.73	0.34	15.65									
MSCI 香港指數	14,532.90	0.61	14.92									
MSCI 日本指數	951.30	(1.04)	16.65									

外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣 - 12 個月無本金交割遠期
匯率	1.1269	1.2902	0.7502	109.56	0.9628	6.7952	7.7943	6.9530
周變化 (%)	(0.09)	0.11	0.79	0.77	0.03	0.22	(0.07)	0.26



權益披露

分析員，姚少華，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等于最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2017 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183