



## 經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

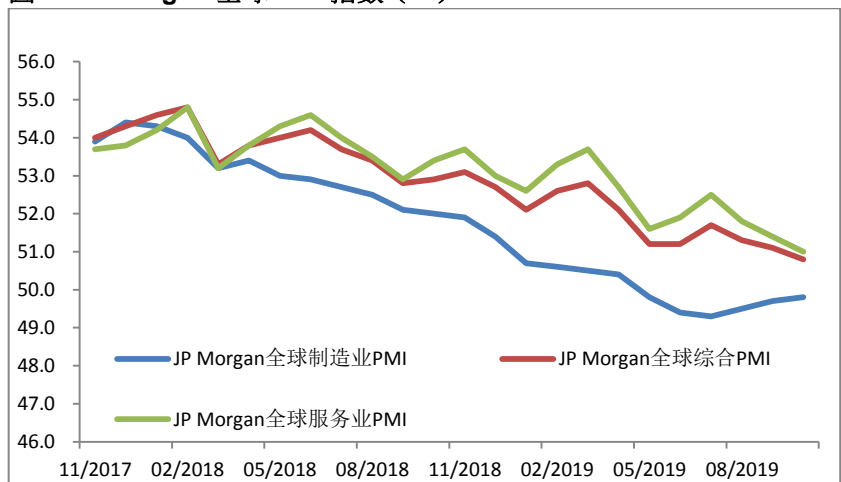
## 2020 年全球經濟展望

- 儘管全球主要央行的貨幣政策趨向寬鬆，但受累于全球貿易摩擦升溫以及地緣政治的高度不確定性，2019 年年初以來全球經濟增長持續放緩
- 2019 年年初至今全球通脹水平因經濟增長疲弱和能源價格回落保持溫和水平。由于工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢
- 展望未來，有見于全球貿易摩擦持續，經濟和政治政策的高度不確定性或進一步削弱全球供應鏈，打擊商業和消費者信心以及投資增長，我們預期 2020 年全球經濟增長或保持疲弱態勢
- 我們預期 2019 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 2.3%、6.1%、1.2%、0.9%及 1.4%，2020 年則分別增長 1.9%、5.9%、1.0%、0.6%及 1.2%，相比而言，上述國家在 2018 年經濟分別增長 2.9%、6.6%、1.9%、0.8%及 1.4%

### 全球經濟增長動力持續減弱

儘管全球主要央行的貨幣政策趨向寬鬆，但受累于全球貿易摩擦升溫以及地緣政治的高度不確定性，2019 年年初以來全球經濟增長持續放緩。全球貿易、製造業活動、投資以及商業及消費者信心均被削弱。如圖 1 所示，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 2019 年前十個月明顯回落，顯示全球經濟增長放緩。

圖 1: JP Morgan 全球 PMI 指數 (%)



來源: 彭博, 農銀國際證券

全球貿易活動亦有放緩的跡象，主要因為全球製造業增速回落。根據 WTO 公布的全球季度貿易量統計數據，2019 年第 2 季全球商品貿易量僅增長 0.2%<sup>1</sup>，而 2018 年同期增長 3.5%。WTO 公布的世界貿易展望指標在 11 月維持疲弱水平，僅為 96.6，遠低于該指數 100 的分界綫，顯示低于平均增長率。特別是分項指標出口訂單指數位于 97.5 的收縮水平，顯示 2020 年全球貿易增長或進一步放緩。

2019 年年初至今全球主要經濟體經濟增長動力整體上呈現疲弱趨勢。受累于減稅刺激政策效果消退，2019 年首 3 季美國經濟按年增長 2.3%，

<sup>1</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

農銀國際研究部

2019 年 11 月 25 日



大幅低于 2018 年全年 2.9% 的增速（圖 2）。同期中國、歐元區、日本以及英國的經濟分別增長 6.2%、1.2%、1.0% 及 1.5%，而 2018 年全年則分別增長 6.6%、1.9%、0.8% 及 1.4%。許多新興市場經濟體的經濟增長亦低于預期，包括印度、墨西哥、俄羅斯和眾多商品出口經濟體。

圖 2: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)

實質 GDP 按年增長	2017 年	2018 年	2019 年首 3 季
美國	2.4	2.9	2.3
中國	6.9	6.6	6.2
歐元區	2.5	1.9	1.2
日本	2.0	0.8	1.0
英國	1.9	1.4	1.5

來源: 彭博, 農銀國際證券

2019 年年初至今全球通脹水平因經濟增長疲弱和能源價格回落保持溫和水平。由于工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心通脹整體上亦維持溫和態勢。雖然失業率大幅改善，但大多數發達經濟體的核心通脹未達到央行目標。在新興經濟體中，大多數因經濟增速放緩導致核心通脹低于 2% 水平。然而，少數新興經濟體因貨幣貶值部分抵消了能源價格回落所引致的通脹下行壓力。儘管由于豬肉價格攀升，中國整體 CPI 從 2018 年的 2.1% 上漲至 2019 年首 10 月的 2.6%，但同期核心通脹率仍溫和，僅為 1.7%，而 2018 年為 1.9%。

由于全球通脹低迷及經濟增長放緩，全球主要央行的貨幣政策基本采取寬鬆態勢。美聯儲在 2019 年首 10 月將聯邦基金目標利率下調 3 次至 1.50%-1.75% 區間，美聯儲亦結束資產負債表的縮減，并轉為資產負債表的擴張。在 9 月份貨幣政策會議上，歐洲央行決定將存款利率下調 10 個基點，進一步加深負利率，并宣布重啓量化寬鬆政策。英倫銀行及日本央行繼續維持其寬鬆貨幣政策立場，并保持利率水平不變。中國人民銀行亦放鬆了貨幣政策，降低了 OMO、MLF 和 LPR 的利率。在新興市場和發展中經濟體中，一些國家的央行自 4 月以來亦下調了政策利率。

## 2020 年全球經濟增速或保持疲弱

展望未來，有見于全球貿易摩擦持續，經濟和政治政策的高度不確定性或進一步削弱全球供應鏈，打擊商業和消費者信心以及投資增長，我們預期 2020 年全球經濟增長或保持疲弱態勢。考慮到全球經濟增速放緩以及貿易摩擦持續，WTO 預測 2019 年及 2020 年全球貨物貿易量增速將由 2018 年的 3.0% 分別降至 1.2% 及 2.7%。根據國際貨幣基金組織 2019 年 10 月發表的最新《世界經濟展望》，2019 年及 2020 年全球經濟預計分別增長 3.0% 及 3.4%，比 4 月發表的《世界經濟展望》分別下調 0.3 個百分點及 0.2 個百分點（圖 3）。由于我們預期全球主要經濟體在 2020 年經濟增速放緩，我們相信 IMF 或在下一期《世界經濟展望》進一步下調 2020 年全球經濟增長預測。經濟合作與發展組織在 11 月發表的《經濟展望》裏亦將 2019 年及 2020 年全球經濟增長預測從 5 月預計的 3.2% 及 3.4% 下調至 2.9% 及 3.0%。

有見于美國財政刺激效果減退，中美貿易糾紛持續以及全球經濟放緩，我們預期 2020 年美國經濟增速由 2019 年我們估計的 2.3% 回落至



1.9%。雖然家庭支出或以較快的速度增長，但企業固定資產投資和出口仍將保持疲軟，料拖累經濟增長。貨幣政策方面，隨著中美貿易衝突持續導致經濟前景轉弱，如果美國維持對中國進口商品的關稅水平不變，我們預期美聯儲在 2020 年減息 1 次。然而，如果美國決定對中國進口的商品提高關稅，我們預期美聯儲將在 2020 年減息 2 次。如果美國削減對中國的關稅規模或稅率，美聯儲或在 2020 年維持利率不變。同時，我們估計美聯儲至少在 2020 年 2 季度或之前持續擴張其資產負債表。

隨著中美貿易摩擦持續、工業產出增速疲弱以及房地產限制措施難于放鬆，中國經濟料維持放緩態勢。我們維持中國經濟 2019 年及 2020 年分別增長 6.1%及 5.9%的預測不變。貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策以穩定經濟增長。人民銀行預計將保持流動性充裕以支持對民營企業及中小企業的信貸供給。隨著經濟下行壓力加大，我們預期人民銀行或在 2020 年繼續宣布下調 RRR 及降低 OMO、MLF 及 LPR 利率。我們預期中央政府將采用更為積極的財政政策來穩定增長，政策措施主要集中于減稅降費、加速基建投資以及出臺鼓勵消費的政策。

我們預計 2020 年歐元區的經濟增速或由 2019 年估計的 1.2%略微減慢至 1.0%，主要因為外需回落、全球貿易摩擦持續、以及內部政局不穩等因素影響出口及商業投資意欲。歐元區政治風險仍高企，包括與英國潛在的無協議脫歐，以及意大利及西班牙政局動蕩。根據歐洲央行的 10 月份貨幣政策會議，歐洲央行于今年 11 月 1 日重啟每月 200 億歐元的資產購買計劃，并根據需要持續量化寬鬆措施。歐洲央行將再為商業銀行提供大量的低成本資金來支持經濟增長。有見于歐元區疲弱的經濟增長前景以及持續的低通脹水平，我們預計歐洲央行將維持其主要再融資利率在 0.00%的紀錄低位。此外，由于英國無序脫歐的可能性仍存在，我們預期 2020 年英國經濟增速或由 2019 年估計的 1.4%減慢至 1.2%。

受累于消費稅上調拖累私人消費、全球貿易保護主義升溫、以及企業投資增長疲弱，我們預計日本 2020 年的經濟增長或由 2019 年估計的 0.9%回落至 0.6%。2019 年 10 月開始的消費稅由 8.0%上調至 10.0%將拖累經濟增長。有見于通脹前景仍疲弱及當前通脹水平遠低于日本央行 2.0%的目標，我們預期 2020 年日本的超寬鬆貨幣政策或維持不變，日本央行短期政策利率料維持在-0.10%的負利率水平不變。

**圖 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)**

實質 GDP 按年增長	2018 年	2019 年預測	2020 年預測
美國	2.9	2.3	1.9
中國	6.6	6.1	5.9
歐元區	1.9	1.2	1.0
日本	0.8	0.9	0.6
英國	1.4	1.4	1.2
世界 (國際貨幣基金組織)	3.6*	3.0*	3.4*
世界 (經濟合作與發展組織)	3.5 <sup>#</sup>	2.9 <sup>#</sup>	3.0 <sup>#</sup>

來源: 國際貨幣基金組織, 經濟合作與發展組織, 彭博, 農銀國際證券估計

注釋: \*代表國際貨幣基金組織的估計及預測

<sup>#</sup>代表經濟合作與發展組織的估計及預測



	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
實際國民生產總值 (同比%)	6.5	---	---	6.4	---	---	6.4	---	---	6.2	---	---	6.0	---
以美元計出口增長 (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
以美元計進口增長 (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
貿易餘額 (美元/十億)	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
零售額 (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
工業增加值 (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
製造業 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
非製造業 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
固定資產投資 (累計同比%)	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
消費物價指數 (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
生產者物價指數 (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
廣義貨幣供應量 (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
新增貸款 (人民幣/十億)	1380	697	1250	1080	3230	886	1690	1020	1180	1660	1060	1210	1690	661
總社會融資 (人民幣/十億)	2170	743	1519	1590	4640	703	2860	1360	1400	2267	1010	1980	2270	619

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)						
<b>美國</b>			<b>能源</b>					美國聯邦基金目標利率						
道瓊斯工業平均指數	27,875.62	0.00	19.19	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	57.84	0.12	282,847	1.75	0.00				
標準普爾 500 指數	3,110.29	0.00	20.67	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	63.52	0.21	283,118	4.75	0.00				
納斯達克綜合指數	8,519.89	0.00	31.40	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.65	(0.41)	150,891	2.25	0.00				
MSCI 美國指數	2,963.98	0.00	21.21	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 <sup>2</sup>	美元/公噸	61.80	N/A		1.5472	(1.28)				
<b>歐洲</b>			<b>普通金屬</b>					美國 1 年期國債						
富時 100 指數	7,326.81	0.00	17.69	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,751.00	0.00	45,603	1.6240	0.00				
德國 DAX30 指數	13,163.88	0.00	24.38	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,739.00	0.00	34,564	1.7706	0.00				
法國 CAC 40 指數	5,893.13	0.00	21.11	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,850.50	0.00	13,720	1.7706	0.00				
西班牙 IBEX 35 指數	9,254.70	0.00	15.07	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,855.00	0.00	27,775	1.5472	(1.20)				
意大利 FTSE MIB 指數	23,259.80	0.00	14.02	<b>貴金屬</b>					中國 10 年期國債					
Stoxx 600 指數	403.98	0.00	20.03	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,468.40	(0.14)	56,866	3.1900	1.80				
MSCI 英國指數	2,098.03	0.00	17.80	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.08	(0.42)	23,610	0.00	0.00				
MSCI 法國指數	169.24	0.00	21.13	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	899.00	0.72	19,051	0.00	0.00				
MSCI 德國指數	152.29	0.00	21.44	<b>農產品</b>					美國 1 年期銀行同業拆借固定利率					
MSCI 意大利指數	62.91	0.00	14.08	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	379.00	0.13	176,928	1.7028	(3.05)				
<b>亞洲</b>			<b>外匯</b>					美國 3 年期銀行同業拆借固定利率						
日經 225 指數	23,258.65	0.63	18.52	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	521.25	0.48	59,653	1.9173	1.46				
澳大利亞 S&P/ASX 指數	6,731.40	0.32	19.85	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	12.83	0.00	51,555	2.2340	28.60				
恒生指數	26,595.08	1.54	10.39	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	898.50	0.17	94,767	2.2340	28.60				
恒生中國企業指數	10,506.17	1.22	8.28	匯率					1 月期上海同業拆借利率					
滬深 300 指數	3,849.99	0.38	13.49	歐元/美元	1.1023	英鎊/美元	1.2850	澳元/美元	0.6795	2.7875	(0.50)			
上證綜合指數	2,885.29	0.44	13.90	美元/日元	108.76	美元/瑞郎	0.9968	美元/人民幣	7.0362	2.3455	(1.18)			
深證綜合指數	1,595.21	(0.77)	33.15	美元/港幣	7.8255	美元/人民幣 - 12 個月無本金交割遠期	7.1065	公司債券 (穆迪)	Aaa	3.04	-6.00			
MSCI 中國指數	79.16	0.00	14.59						Baa			3.92	-5.00	
MSCI 香港指數	14,698.20	0.00	13.35											
MSCI 日本指數	1,020.00	0.00	15.47											

附注:

- 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)
- 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

周變化 (%)	0.02	0.12	0.13	-0.09	0.08	0.04	0.00	0.11
------------	------	------	------	-------	------	------	------	------

## 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 ≥ 市場回報(10%)
持有	負市場回報 (-10%) ≤ 股票投資回報 < 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 < 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2005 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數于 2005-17 年間的年複合增長率為 10%）

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限于：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司于相應行業的競爭優勢等。

## 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 2019 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