



## 經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

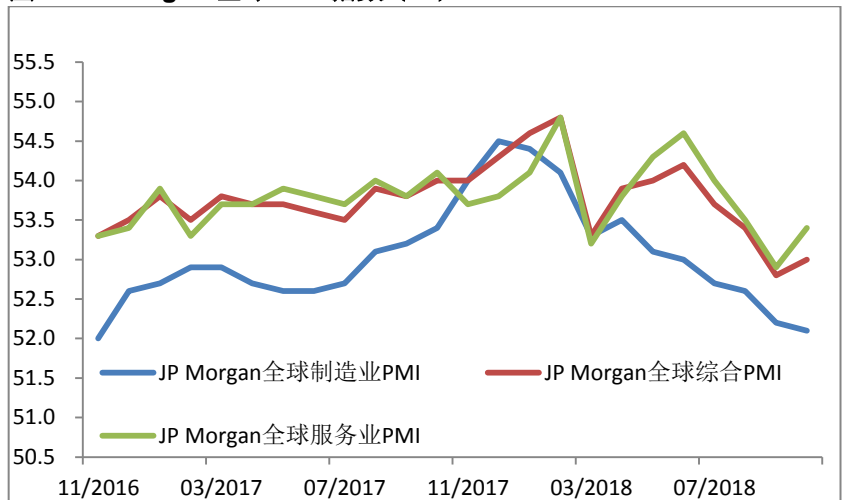
## 2019 年全球經濟展望

- 受累于全球主要央行收緊貨幣政策及貿易摩擦升溫，2018 年年初以來全球經濟復蘇有放緩迹象，全球主要經濟體中僅美國的經濟增速出現加快的趨勢
- 2018 年年初至今全球通脹水平因能源價格反彈而有所上升。然而，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維持溫和態勢
- 展望未來，有見于全球貿易摩擦或升溫，新興市場國家資本大量外流，以及經濟和政治政策的高度不確定性，我們預期 2019 年全球經濟增長或放緩
- 我們預期 2018 年美國、中國、歐元區、日本及英國的經濟分別增長 2.9%、6.6%、2.0%、0.9%及 1.3%，2019 年則分別增長 2.4%、6.3%、1.7%、0.8%及 1.3%，相比而言，上述國家在 2017 年經濟分別增長 2.2%、6.9%、2.4%、1.7%及 1.7%

### 全球經濟增長動力減弱

受累于全球主要央行收緊貨幣政策及貿易摩擦升溫，2018 年年初以來全球經濟復蘇步伐有所停滯。如圖 1 所示，JP Morgan 全球製造業 PMI 和服務業 PMI 指數在 2018 年前十個月明顯回落，顯示全球經濟增長放緩。全球資本市場對經濟增長動能減弱已有反應，投資者減少風險資本持有比例，年初至今全球主要股票市場除美國外均有回落。

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迹象，主要因為全球製造業增速回落。WTO 公布的世界貿易展望指標在 2018 年 8 月份回落至 100.3，僅略高于 100 的分界綫。特別是分項指標出口訂單指數大幅下跌至 97.2 的收縮水平，顯示 2019 年全球貿易或失去增長動力。

2018 年年初至今全球主要經濟體經濟增速呈現出分化的走勢，僅美國的經濟增速出現加快的趨勢。受益于川普政府減稅等財政刺激政策支持，2018 年首 3 季美國經濟按年增長 2.8%<sup>1</sup>，快過 2017 年全年 2.2%

<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

2018 年 11 月 30 日



的增速（圖 2）。同期歐元區、英國以及日本的經濟分別增長 2.1%、1.3%及 0.9%，而 2017 年全年則分別增長 2.4%、1.7%及 1.7%。近期的數據顯示中國的經濟在 2018 年前 3 季增長 6.7%，較 2017 年全年 6.9%的增速放慢。

**圖 2: 全球主要經濟體 GDP 增長 (%)**

實質 GDP 按年增長	2016 年	2017 年	2018 年首 3 季
美國	1.6	2.2	2.8
中國	6.7	6.9	6.7
歐元區	1.9	2.4	2.1
日本	1.0	1.7	0.9
英國	1.8	1.7	1.3

來源: 彭博, 農銀國際證券

2018 年年初至今全球通脹水平因能源價格反彈而有所上升，特別是在 OPEC 聯合減產以及中東地緣政治風險不斷上升等諸多因素推動下。儘管 10 月初國際油價明顯回落，但前 3 季總體呈上漲態勢。主要發達國家的通脹水平總體顯示上升趨勢，特別是美國及歐元區。美國 CPI 按年增速從 1 月的 2.1%上漲至 10 月的 2.5%，同期歐元區 CPI 從 1.3%上漲至 2.2%。中國 CPI 亦從 1 月的 1.5%升至 10 月的 2.5%。然而，由于工資增長疲弱，撇除食品及能源價格外的核心 CPI 通脹整體上維持溫和態勢。即使失業率已實質改善，但除美國外的主要發達國家的核心 CPI 均未達到中央銀行的目標水平。

由于全球主要經濟體經濟增速出現分化，全球主要央行的貨幣政策亦出現分化。有見于美國經濟增速加快及通脹升溫，美聯儲于 2018 年前 10 個月加息 3 次，并預期 12 月再加息 1 次及 2019 年加息 3 次。英倫銀行在其 8 月份議息會議上將其政策利率從 0.50%提高到 0.75%。歐洲央行及日本央行繼續維持其寬鬆貨幣政策立場，而中國人民銀行的貨幣政策從之前的中性偏緊轉為中性偏松。此外，由于全球流動性收緊、美元指數飆升以及國際資本回流美國引發某些新興市場國家發生金融動蕩。2018 年 4 月以來阿根廷、土耳其、巴西、印尼等國貨幣匯率出現大幅貶值。上述國家央行被迫大幅加息來穩定本國貨幣及阻止資本外流。

### 2019 年全球經濟增速或放緩

展望未來，有見于全球貿易摩擦或升溫，新興市場國家資本大量外流，以及經濟和政治政策的高度不確定性，我們預期 2019 年全球經濟增長或放緩，特別是美國及某些新興市場及發展中國家的央行正在緊縮貨幣政策。考慮到全球貿易糾紛升溫及某些重要市場信貸條件緊縮，WTO 預測 2018 年及 2019 年全球貨物貿易量增速將由 2017 年的 4.7%分別降至 3.9%及 3.7%。根據國際貨幣基金組織 2018 年 10 月發表的最新《世界經濟展望》，2018 年及 2019 年全球經濟預計均增長 3.7%，比 4 月發表的《世界經濟展望》下調 0.2 個百分點（圖 3）。由于我們預期全球主要經濟體在 2019 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 2019 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》裏將 2019 年全球經濟增長預測從 5 月預計的 3.7%下調至 3.5%。

有見于美國財政刺激效果減退，中美貿易糾紛升溫以及金融條件收緊，



我們預期 2019 年美國經濟由 2018 年我們估計的 2.9% 回落至 2.4%。隨著 2019 年美國民主黨掌控眾議院，川普政府第二階段減稅及加快基建投資等財政刺激政策料將面臨挑戰。貨幣政策方面，我們預期美聯儲在 2019 年加息兩次，加息頻率較美聯儲官員預期的 3 次為低，主要因為美國國債的長短息差已顯著收窄，同時通脹在國際油價回落、房地產價格放緩以及經濟增長放慢下保持溫和水平。如果美聯儲頻繁加息，美國長短期國債利率或出現倒掛，美國經濟勢必陷入衰退。此外，我們預計美聯儲將在 2018 年及 2019 年分別縮減資產負債表 4200 億美元及 6000 億美元。

隨著中美貿易摩擦增多、房地產限制措施難于放鬆以及消費增長疲弱，中國經濟料維持放緩態勢。我們維持中國經濟 2018 年及 2019 年分別增長 6.6% 及 6.3% 的預測不變。中國將維持中性偏松的貨幣政策及積極的財政政策來支持經濟增長。我們預期 2018 年及 2019 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經濟下行壓力增加，人民銀行在 2018 年 12 月及 2019 年或再分別宣布定向下調 RRR 一次以及三次。

受歐美貿易摩擦、外需回落以及內部政局不穩等因素影響，我們預計 2019 年歐元區的經濟增速或由 2018 年估計的 2.0% 減慢至 1.7%。歐元區內部政治風險仍高企，包括與英國或無法達成脫歐協議，意大利政府的民粹主義升溫以及德國領導力的削弱。根據歐洲央行的 10 月份貨幣政策會議，我們預期歐洲央行將於 2018 年 12 月底結束 QE。有見于歐元區疲弱的經濟增長前景，我們預期歐洲央行在 2018 年餘下時間和 2019 年上半年將維持利率不變，2019 年下半年加息一次。此外，我們預期英國經濟在 2018 年和 2019 年均增長 1.3%，較 2017 年 1.7% 的增速回落。

受累于外需回落及全球貿易保護主義升溫，以及企業投資增長疲弱，我們預計 2018 年及 2019 年日本經濟增速或由 2017 年的 1.7% 分別回落至 0.9% 及 0.8%。2019 年 10 月開始上調的消費稅亦將拖累經濟增長。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% 的目標，我們預期 2018 年和 2019 年日本的超寬鬆貨幣政策或維持不變。

圖 3: 全球主要經濟體 GDP 增長預測 (%)

實質 GDP 按年增長	2017 年	2018 年預測	2019 年預測
美國	2.2	2.9	2.4
中國	6.9	6.6	6.3
歐元區	2.4	2.0	1.7
日本	1.7	0.9	0.8
英國	1.7	1.3	1.3
世界 (國際貨幣基金組織)	3.7*	3.7*	3.7*
世界 (經濟合作與發展組織)	3.6#	3.7#	3.5#

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

#代表經濟合作與發展組織的估計及預測



	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
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.5	---	---
以美元計出口增長 (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	---
以美元計進口增長 (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	---
貿易餘額 (美元/十億)	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	---
零售額 (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	---
工業增加值 (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	---
製造業 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
非製造業 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
固定資產投資 (累計同比%)	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	---
消費物價指數 (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	---
生產者物價指數 (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	---
廣義貨幣供應量 (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	---
新增貸款 (人民幣/十億)	663	1120	584	2900	839	1120	1180	1150	1840	1450	1280	1380	697	---
總社會融資 (人民幣/十億)	1040	1600	1140	3060	1170	1330	1560	761	1180	1040	1520	2210	729	---

### 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>								
道瓊斯工業平均指數	25,338.84	4.34	16.90	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	52.03	1.65	817,239	美國聯邦基金目標利率	2.25	0.00	
標準普爾 500 指數	2,737.76	4.00	18.75	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	59.49	1.17	212,720	美國基準借貸利率	5.25	0.00	
納斯達克綜合指數	7,273.08	4.81	40.71	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	4.58	6.38	92,306	美國聯邦儲備銀行貼現窗口借款率	2.75	0.00	
MSCI 美國指數	2,602.49	3.98	18.89	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	N/A	美國 1 年期國債	2.2947	8.15	
<b>歐洲</b>				<b>普通金屬</b>								
富時 100 指數	7,016.85	0.74	15.90	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,936.75	(0.08)	16,951	美國 5 年期國債	2.8395	(2.67)	
德國 DAX30 指數	11,309.11	0.59	12.36	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,940.00	(0.46)	30,220	美國 10 年期國債	3.0572	(2.02)	
法國 CAC 40 指數	4,983.15	0.92	15.40	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	6,241.50	0.23	10,924	日本 10 年期國債	0.0920	(0.80)	
西班牙 IBEX 35 指數	9,084.80	1.89	13.08	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	6,212.00	0.08	33,722	中國 10 年期國債	3.4110	(3.60)	
意大利 FTSE MIB 指數	19,122.33	2.18	10.90	<b>貴金屬</b>				歐洲央行基準利率 (再融資利率)				
Stoxx 600 指數	357.04	0.86	15.97	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,229.50	0.03	159,091	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	2.3446	2.28	
MSCI 英國指數	2,038.83	1.23	16.24	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	14.37	(0.01)	51,870	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	2.7066	1.54	
MSCI 法國指數	145.27	1.27	15.64	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	813.10	(3.78)	16,980	隔夜上海同業拆借利率	2.6420	28.60	
MSCI 德國指數	137.81	1.12	13.04	<b>農產品</b>				1 月期上海同業拆借利率				
MSCI 意大利指數	52.73	2.13	11.04	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	373.75	0.88	255,565	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	2.0379	6.20	
<b>亞洲</b>				小麥期貨合約	美元/蒲式耳	509.50	0.44	65,439	公司債券 (穆迪)			
日經 225 指數	22,351.06	3.25	15.45	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	12.88	3.29	55,377	Aaa	4.23	5.00	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,667.16	(0.86)	15.60	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	888.75	0.88	93,544	Baa	5.28	5.00	
恒生指數	26,451.03	2.23	10.02									
恒生中國企業指數	10,584.93	2.24	7.93									
滬深 300 指數	3,137.65	0.93	11.58									
上證綜合指數	2,567.44	0.34	11.93									
深證綜合指數	1,337.74	0.19	21.60									
MSCI 中國指數	74.99	2.73	11.89									
MSCI 香港指數	14,330.01	1.58	9.86									
MSCI 日本指數	990.02	1.79	12.60									

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

### 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	1.1380	1.2782	0.7314	113.42	0.9961	6.9437	7.8214	7.0049
周變化 (%)	0.38	(0.25)	1.12	(0.41)	0.13	0.07	0.06	0.04





## 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，分析員并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并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并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(10%)
持有	負市場回報 (-10%) $\leq$ 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，為市場信息採集、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 2018 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