

Macro Report

October 3, 2016 Monday

China Merchants Securities (Hong Kong) Co., Ltd.
Hong Kong Equity Research

Global Macro Weekly Digest (Issue 57)

Eurozone: Time to Consider the Merits of Fiscal Policy?

As we repeatedly discussed in several previous reports, political risks among European countries will significantly increase in 4Q, as the region enters a crowded election / referendum cycle. The first referendum, the Hungarian migrant quota referendum, was already held on October 2nd, where the result was 98% in favor of rejecting EU migrant plan, but only 43% of the electorate voted (below 50% threshold). As the validity of the referendum results are questionable due to the low voter turnout, there is some uncertainty ahead. Furthermore, Italy decided to hold its constitutional reform referendum on December 4th, setting up more downside risks at the end of the year. Such potential unrests would put more headwinds on the already lackluster growth outlook of the Eurozone.

The Eurozone growth remained stable so far; but the momentum lost traction in the second quarter, with GDP growth halved to 0.3% QoQ compared to the 0.6% QoQ growth in 1Q. Data for the third quarter suggested that the economy's momentum has not picked up. Specifically, industrial production fell -1.1% MoM in July, reflecting contractions in all major industrial groups. Besides, the composite PMI flash data dropped to a 20-month low in September, raising concerns on the gloomy assessment of the service sector. More importantly, the inflation still remained muted. Although the headline HICP flash data picked up in September, which increased to 0.4% YoY from 0.2% YoY in the previous month, the core inflation remained unchanged at 0.8% YoY, and inflation expectations kept fading.

The moderated growth outlook together with the upsurge of risks in 4Q inevitably puts more pressures on the ECB. However, as we have repeatedly mentioned, the ECB's monetary policies are reaching their limits. As the ECB's eligible asset pool available for purchase continues to shrink, the liquidity issue showed up again in August: the total QE purchase was only around EUR 60 billion, failed to reach EUR 80 billion target. Also, the Italian banking crisis and the current Deutsche Bank crisis both blame the negative interest rate policy to have hampered European banks' profitability.

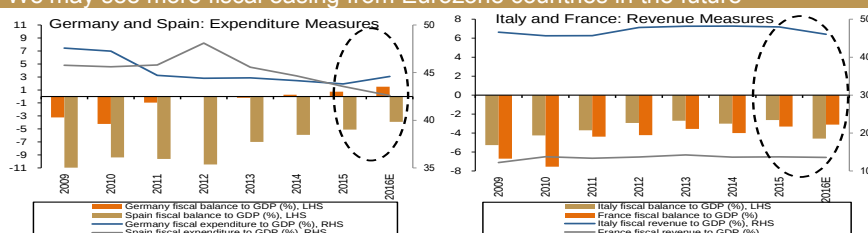
Thus, fiscal policies are receiving more attention as a tool to lift growth in the region. At the September ECB press conference, President Draghi emphasized the scope for governments to exploit the fiscal space to support the Eurozone economic recovery. Indeed, central banks have taken on so much responsibility since the financial crisis, but currently each new twist on the ultra-loose monetary policy has less power and more drawbacks. Rather than blaming central bankers for the low-rate world, it is time for governments to help them. When the next downturn comes, fiscal ammunition will be desperately needed; and we expect to see at least some coordination from the governments in the near to medium term. We can see some moderately easier fiscal stance in major Eurozone countries this year; and expect to see such easing stance to continue for the next year. Specifically, we expect easing in Germany and Spain to skew towards increases in fiscal expenditure, while easing in French and Italy to more focus on revenue measures (e.g. tax cut).

In the context of elevated risks, moderated growth momentum, and with limited space for further monetary policy easing, we believe it is time to move beyond the sole reliance on central banks and to bring in the aids of fiscal policy and we expect moderately positive fiscal growth impulse among major Eurozone countries for the next year. In October, member countries will submit budgets to the EU Commission, which will give more updates on their fiscal stances.

Key data publications this week:

	Date	Prior	Consensus
US September ISM Manufacturing PMI	October 3	49.4	50.2
EMU September Monetary Meeting Minutes	October 6	-	-
US September Nonfarm Payroll (thousand people)	October 7	15.1	16.8

We may see more fiscal easing from Eurozone countries in the future



Sources: Bloomberg, CMS (HK)

Lynn SONG
+852 3189 6122
lynnson@cmschina.com.hk

Dr. Cliff ZHAO, CFA
+852 3189 6126
wenlizhao@cmschina.com.hk

Dr. David XIE
+86 755 8329 5524
xieyx@cmschina.com.cn

Key Forecast		
U.S.		
%	15	16E
GDP	2.6	1.7
CPI	0.1	1.3
Unemployment	5.3	4.7
Current Account /GDP	-2.7	-2.8
Fiscal balance /GDP	-2.6	-2.9
Policy rate	0.50	0.75
Dollar index	98.7	100.7
Eurozone		
%	15	16E
GDP	1.6	1.4
CPI	0.0	0.5
Unemployment	10.9	10.4
Current Account /GDP	3.2	2.7
Fiscal balance /GDP	-2.1	-1.8
Policy rate	0.05	0.00
EUR/USD	1.09	1.05
Japan		
%	15	16E
GDP	0.5	0.4
CPI	0.8	0.3
Unemployment	3.4	3.4
Current Account /GDP	3.3	2.4
Fiscal balance /GDP	-6.7	-7.2
Policy rate	0.1	0.0
USD/JPY	120.2	110.0

Sources: Bloomberg, CMS (HK)

宏观报告

2016年10月3日(星期一)

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

全球宏观经济每周观察(第57期)

欧洲四季度政治风险加剧,或将增加财政刺激

正如我们在之前几份报告中所提到的,从四季度开始,欧洲将进入选举/公投期,欧元区国家所面临的**政治风险**和**不稳定因素**将有所上升。而鉴于近期疑欧主义和民粹主义在欧洲的盛行,我们认为,欧元区所面临的**政治风险**不容忽视。第一个举行公投的国家是匈牙利:上周日(10月2日),匈牙利针对欧盟难民配额计划进行全民公投,最终的结果是98%否决了欧盟难民配额计划,但投票率只达到43%(低于50%的门槛)。由于本次公投的投票率太低,本次公投的合法性受到质疑,增加了未来的不确定性。此外,意大利上周订了12月4日举行宪法改革公投,加强年底的下行风险。而这些潜在的动荡因素将为原本已经乏善可陈的欧元区经济增长前景再蒙上一层阴影。

虽然到目前为止,欧元区的经济增长依然延续了较为稳定的态势,然而二季度的增长势头已经显现出放缓的迹象,GDP增速仅相当于一季度的一半。而三季度的数据也没有表现出欧元区经济重拾动能的迹象。7月份工业生产环比下降1.1%,而9月份PMI综合指数初值更是跌至20个月的最低水平,尤其是服务业PMI指数的显著下跌引致市场对于服务业前景的悲观和担忧。而更重要的是,欧元区的通货膨胀依然没有显著改善,尽管9月份总体通货膨胀率有所提升,从8月份的0.2%提升到0.4%,但是核心通货膨胀率依然维持在0.8%没有改善,同时通胀预期也持续减弱。

目前来看,未来或将放缓的经济增长势头加上高涨的区域性风险将不可避免地给欧洲央行带来更多压力。然而,正如我们反复讨论的,欧洲央行的货币政策面临越来越多的局限,政策空间已经非常有限。随着近期国债收益率再次下探,欧洲央行可以购买的资产也持续缩水,流动性问题再次出现:8月份央行QE购买的规模仅为600亿欧元左右,低于目标。同时,意大利银行和德意志银行接连出现危机,波及整个欧洲银行业,而对于引发银行业种种危机的矛头之一一直指向欧洲央行的负利率政策,认为负利率政策严重影响了欧洲银行的盈利能力。

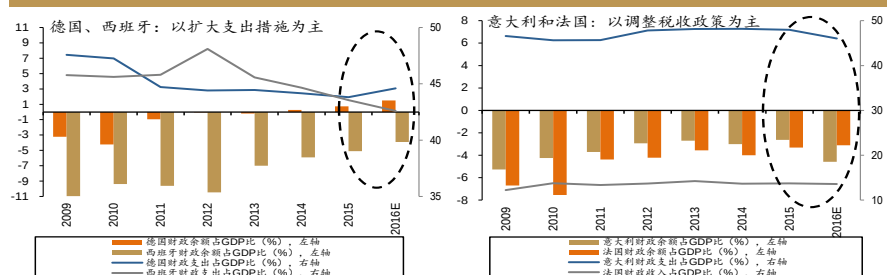
基于上述种种现状,财政政策作为货币政策以外的另一个刺激经济的手段开始受到越来越多的关注。9月份的欧洲央行货币政策会议上,行长Draghi就已经提议政府可以利用财政政策来支援欧元区的经济复苏。的确,自金融危机以来,全球央行承担了绝大部分的刺激经济的责任,并导致了目前的超宽松货币政策环境,而货币政策空间也接近极限。因此,在目前状态下,任何继续挑战货币政策极限的举措都只会带来更少的效果和更多的弊端。与其不断责备央行的低利率政策,不如更多地放眼于财政政策。如果将来经济再次陷入低迷,财政手段或将成为刺激经济的主要力量。因此,我们预计在今年以及2017年将看到主要欧元区国家的财政政策出现适度宽松的迹象。目前来看,我们预计德国和西班牙的宽松政策将以增加财政支出为主,而法国和意大利则将以调整财政收入为主(例如,调整和减免税收)。

综上所述,在欧元区风险日益提升,增长动能放缓,以及货币政策空间有限的背景下,我们认为,应该改变对央行货币政策刺激的过度依赖,转而增加财政刺激,预计明年主要的欧元区国家会实施适度积极的财政政策。另外,10月份欧盟成员国将会陆续提交2017年财政预算,这也将向我们提供更多的关于成员国财政政策的重要信息。

本周重点关注:

	日期	前值	市场预期
美国9月份ISM制造业PMI	10月3日	49.4	50.2
欧元区9月份货币政策会议纪要	10月6日	-	-
美国9月份新增非农就业(千人)	10月7日	15.1	16.8

欧元区主要经济体的财政立场或将转向宽松



资料来源:彭博、招商证券(香港)

宋林
+852 3189 6122
lynnson@cmschina.com.hk赵文利博士, CFA
+852 3189 6126
wenlizhao@cmschina.com.hk谢亚轩博士
+86 755 8329 5524
xieyx@cmschina.com.cn

主要预测

美国			
%	15	16E	
GDP	2.6	1.7	
CPI	0.1	1.3	
失业率	5.3	4.7	
外贸顺差/GDP	-2.7	-2.8	
财政赤字/GDP	-2.6	-2.9	
央行基准利率	0.50	0.75	
美元指数	98.7	100.7	
欧元区			
%	15	16E	
GDP	1.6	1.4	
CPI	0.0	0.5	
失业率	10.9	10.4	
外贸顺差/GDP	3.2	2.7	
财政赤字/GDP	-2.1	-1.8	
央行基准利率	0.05	0.00	
欧元/美元	1.09	1.05	
日本			
%	15	16E	
GDP	0.5	0.4	
CPI	0.8	0.3	
失业率	3.4	3.4	
外贸顺差/GDP	3.3	2.4	
财政赤字/GDP	-6.7	-7.2	
央行基准利率	0.1	0.0	
美元/日元	120.2	110.0	

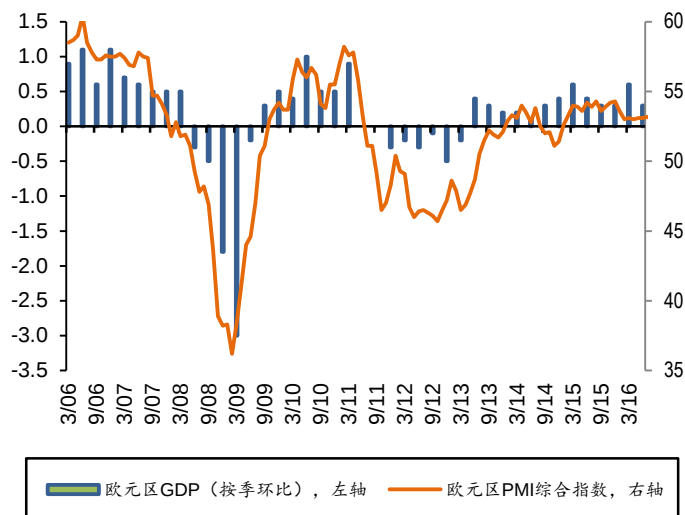
资料来源:彭博、招商证券(香港)

1. 招商本周观点

正如我们在之前几份报告中所提到的，从四季度开始，欧洲将进入选举/公投期，欧元区国家所面临的政治风险和不稳定因素将有所上升。而鉴于近期疑欧主义和民粹主义在欧洲的盛行，我们认为，欧元区所面临的政治风险不容忽视。第一个举行公投的国家是匈牙利：上周日（10月2日），匈牙利针对欧盟难民配额计划进行全民公投，最终的结果是98%否决了欧盟难民配额计划，但投票率只达到43%（低于50%的门槛）。由于本次公投的投票率太低，本次公投的合法性受到质疑，增加了未来的不确定性。此外，意大利上周订了12月4日举行宪法改革公投，加强年底的下行风险。另外，英国首相 Theresa May 也于10月2日宣布，英国政府将于2017年3月之前启动脱欧程序。这些潜在的动荡因素将为原本已经乏善可陈的欧元区经济增长前景再蒙上一层阴影。

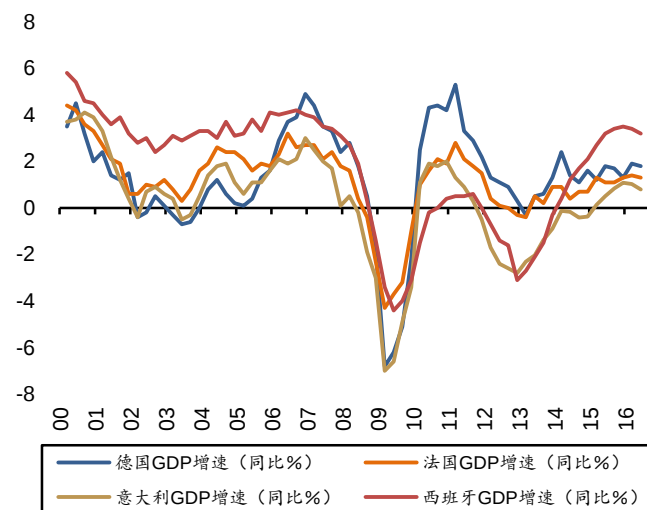
虽然到目前为止，欧元区的经济增长依然延续了较为稳定的态势，然而二季度的增长势头已经显现出放缓的迹象，二季度的GDP环比增涨0.3%，虽然数字差强人意，但与一季度相比，增速仅相当于一季度的一半。而目前第三季度的数据也没有表现出欧元区经济重拾动能的迹象。具体来看，7月份工业生产环比下降1.1%，而各主要工业产品的生产都出现下滑。另外，9月份PMI综合指数的初值跌至20个月的最低水平，尤其是服务业PMI指数的显著下跌引发了市场对于服务业前景的悲观和担忧。而更重要的是，欧元区的通货膨胀依然没有显著改善，尽管9月份总体通货膨胀率有所提升，从8月份的0.2%提升到0.4%，但是核心通货膨胀率依然维持在0.8%没有改善，同时通胀预期也持续减弱。

图1：欧元区二季度经济增长势头出现放缓迹象



资料来源：彭博、招商证券（香港）

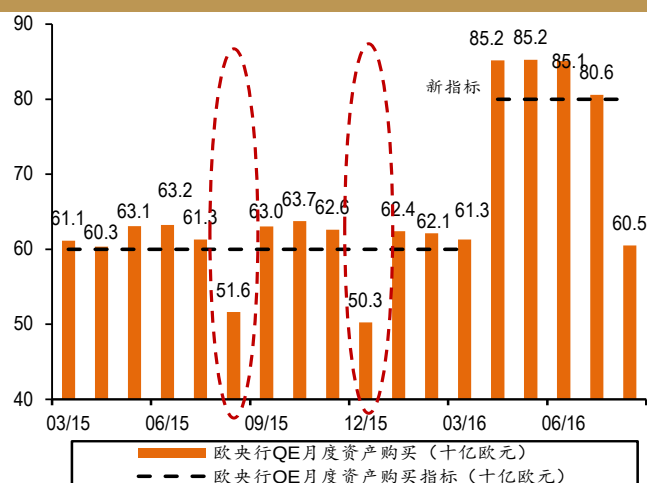
图2：主要欧元区国家GDP同比增速也都出现不同程度的放缓



资料来源：彭博、招商证券（香港）

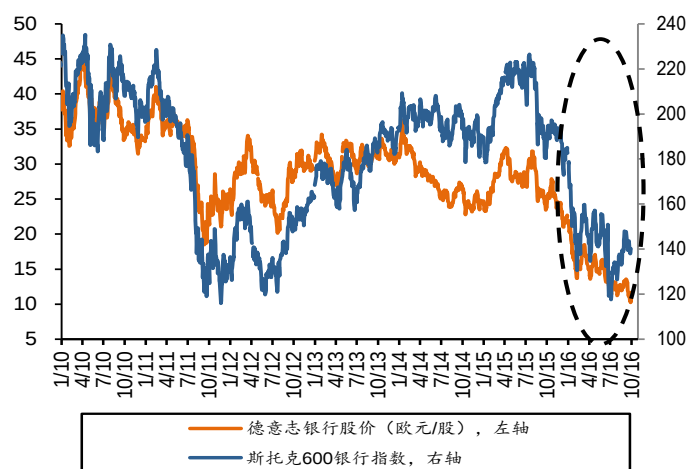
目前来看，未来或将放缓的经济增长势头加上高涨的区域性风险将不可避免地给欧洲央行带来更多压力。然而，正如我们反复讨论的，欧洲央行的货币政策面临越来越多的局限，政策空间已经非常有限。随着近期国债收益率再次下探，欧洲央行可以购买的资产也持续缩水，流动性问题再次出现：8月份央行QE购买的规模仅为600亿欧元左右，远不及800亿欧元的目标。同时，意大利银行和德意志银行接连出现危机，波及整个欧洲银行业，而对于引发银行业种种危机的矛头之一一直指向欧洲央行的负利率政策，认为负利率政策严重影响了欧洲银行的盈利能力。

图 3: 8 月份欧洲债券市场流动性问题重现, 欧洲央行QE购买规模远低于800亿欧元的目标



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

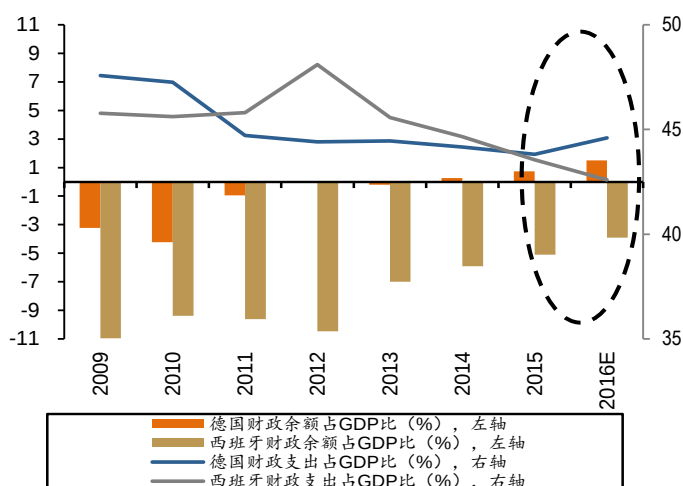
图 4: 受到负利率的影响, 欧洲银行问题显现: 意大利银行危机以及德银危机牵连欧洲银行指数今年已经下跌逾 20%



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

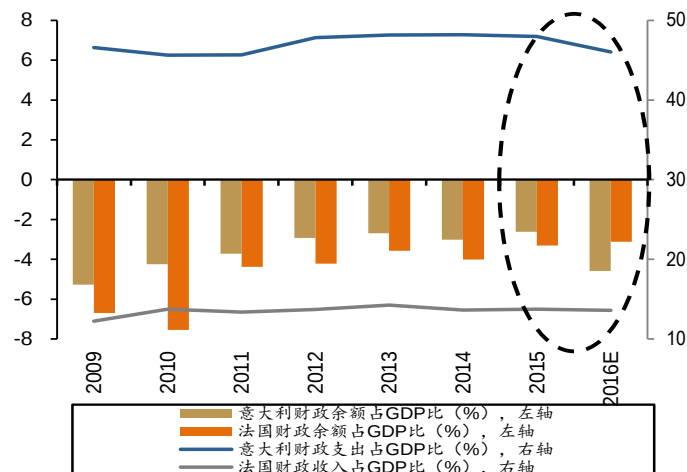
基于上述种种现状, 财政政策作为货币政策以外的另一个刺激经济的手段开始受到越来越多的关注。9 月份的欧洲央行货币政策会议上, 行长 Draghi 就已经提议政府可以利用财政政策来支援欧元区的经济复苏。的确, 自金融危机以来, 全球央行承担了绝大部分的刺激经济的重担, 并导致了目前的超宽松货币政策环境, 而货币政策空间也接近极限。因此, 在目前的状态下, 任何继续挑战货币政策极限的举措都只会带来更少的效果和更多的弊端。与其不断指责央行的低利率政策, 不如更多地放眼于财政政策。如果将来经济再次陷入低迷, 财政手段或将成为刺激经济的主要力量。因此, 我们预计在今年以及 2017 年将看到主要欧元区国家的财政政策出现适度宽松的迹象。目前来看, 我们预计德国和西班牙的宽松政策将以增加财政支出为主, 而法国和意大利则将以调整财政收入为主(例如, 调整和减免税收)。

图 5: 德国、西班牙财政支持: 或主要以扩大支出为主



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图 6: 法国、意大利财政支出: 或主要以调整税收为主



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

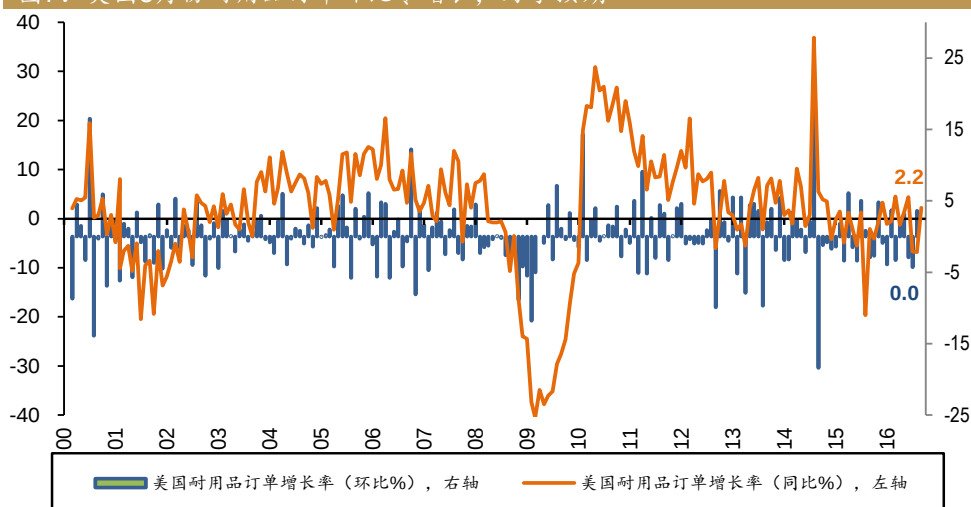
综上所述, 在欧元区风险日益提升, 增长动能放缓, 以及货币政策空间有限的背景下, 我们认为, 应该改变对央行货币政策刺激的过度依赖, 转而增加财政刺激, 并预计明年主要的欧元区国家会实施适度积极的财政政策。另外, 10 月份欧盟成员国将会陆续提交 2017 年财政预算, 这也将向我们提供更多的关于成员国财政政策的重要信息。

2. 美国一周数据观察

美国8月份耐用品订单环比零增长，好于预期

美国8月份耐用品订单环比增长0%，低于前值3.6%，但好于预期的下滑1.5%；同比下滑1.3%，好于前值。其中，核心耐用品（扣除飞机后的非国防资本）订单环比增加0.6%，好于预期的下降0.1%，且连续三个月录得上升，虽然其中车辆、机械等耐用品订单表现平淡，但整体录得上涨，这意味着企业开始增加投资支出，是美国商业投资向好的一大积极迹象。

图7：美国8月份耐用品订单环比零增长，好于预期

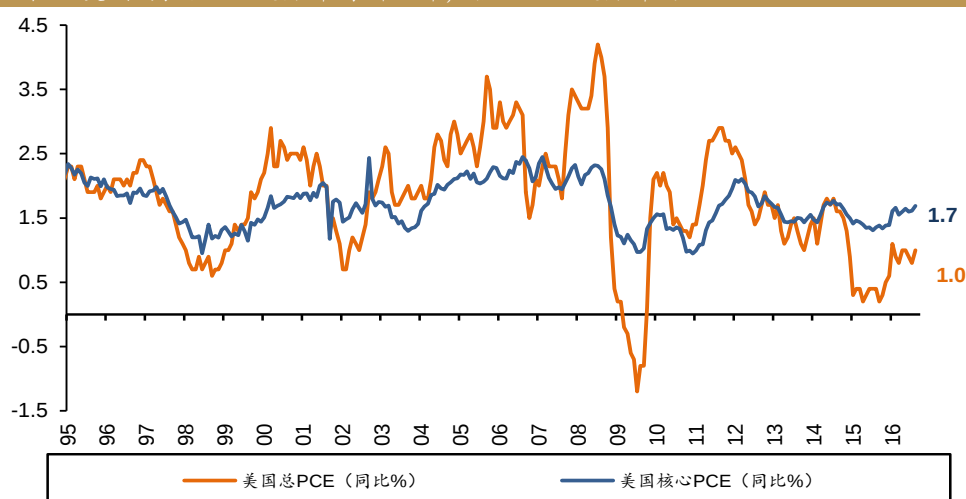


资料来源：彭博、招商证券（香港）

美国8月份PCE通胀有所上升，同比上涨1%，核心通胀率同比上涨1.7%

美国8月份PCE通胀同比增长1.0%，高于预期0.9%和前值0.8%。而除去食品和能源的核心PCE通胀率录得1.7%，高于前值1.6%。结合美国8月份的CPI以及PCE数据，可以判断通胀显现回升的势头。不过8月份的个人收入与支出数据却表现向淡，个人支出意外持平，不及预期和前值。尽管通胀取得改善，但是消费支出数据的疲弱仍令人担忧。

图8：美国8月份PCE通胀率有所上升，核心PCE通胀率为1.7%



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图9: 美国主要经济数据概览

美国经济指标	09/15	10/15	11/15	12/15	01/16	02/16	03/16	04/16	05/16	06/16	07/16	08/16	09/16
工业生产													
工业产出环比增长(%)	-0.2	0.2	-0.3	0.0	0.4	-0.1	-0.4	0.1	-0.2	0.2	0.4	-0.4	-
制造业产出同比增长(%)	0.5	0.8	-0.4	-0.3	0.4	0.8	0.2	0.1	-0.2	0.2	-0.1	-0.4	-
ISM制造业指数	50.0	49.4	48.4	48.0	48.2	49.5	51.8	50.8	51.3	53.2	52.6	49.4	-
消费													
零售销售同比增长(%)	2.1	1.6	1.6	2.8	2.8	3.6	1.7	3.0	2.2	2.8	2.4	1.9	-
个人收入环比增长(%)	0.2	0.4	0.2	0.3	0.0	-0.1	0.3	0.5	0.3	0.3	0.4	0.2	-
个人收入同比增长(%)	4.0	3.9	3.7	4.0	3.9	3.5	3.6	3.4	3.1	3.1	3.2	3.1	-
个人消费支出环比增长(%)	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.0	1.1	0.3	0.5	0.4	0.0	-
个人消费支出同比增长(%)	3.4	2.9	2.9	3.2	3.5	3.4	2.9	3.8	3.5	3.8	3.8	3.6	-
密歇根大学消费者信心指数	87.2	90.0	91.3	92.6	92.0	91.7	91.0	89.0	94.7	93.5	90.0	89.8	91.2
投资													
耐用品订单环比增长(%)	-2.7	4.8	-0.9	-3.9	3.7	-3.3	2.0	3.2	-2.9	-4.3	3.6	0.0	-
外贸													
出口同比增长(%)	-5.3	-7.3	-7.5	-7.3	-6.7	-4.7	-6.1	-5.3	-4.7	-3.9	-2.0	-	-
进口同比增长(%)	-4.6	-5.8	-5.7	-6.9	-5.1	0.1	-9.6	-5.3	-3.1	-2.5	-1.8	-	-
贸易余额(十亿美元)	-41.1	-41.6	-41.1	-41.5	-43.0	-45.3	-36.9	-38.6	-42.0	-44.7	-39.5	-	-
通货膨胀(同比增长%)													
CPI	0.0	0.2	0.5	0.7	1.4	1.0	0.9	1.1	1.0	1.0	0.8	1.1	-
核心CPI	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.2	2.3	2.2	2.3	-
PCE	0.2	0.3	0.5	0.6	1.1	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8	1.0	-
核心PCE	1.4	1.3	1.4	1.4	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	-
PPI	-4.1	-4.0	-3.3	-2.7	-1.2	-2.0	-2.3	-1.5	-2.3	-2.0	-2.2	-2.1	-
核心PPI	2.1	1.8	1.7	1.8	1.7	1.5	1.5	1.6	1.6	1.2	1.0	1.2	-
房屋市场													
新屋开工(千栋)	1,189	1,073	1,171	1,160	1,128	1,213	1,113	1,155	1,128	1,195	1,212	1,142	-
新屋销售(千栋)	457	478	508	538	526	525	537	570	566	579	659	609	-
现屋销售(百万栋)	5.4	5.3	4.9	5.5	5.5	5.1	5.4	5.4	5.5	5.6	5.4	5.3	-
NAHB房价指数	61	65	62	60	61	58	58	58	58	60	58	59	65
劳动力市场													
失业率(%)	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	4.7	4.9	4.9	4.9	-
非农就业人数(千人)	149	295	280	271	168	233	186	144	24	271	275	151	-
实际工资同比增长(%)	2.4	2.6	2.4	2.6	2.5	2.4	2.3	2.5	2.5	2.6	2.7	2.4	-
金融市场(期末值)													
联邦基金利率(%)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
M2同比增长(%)	5.9	5.6	6.0	5.7	6.2	5.8	6.2	6.4	6.8	7.0	7.1	7.5	-

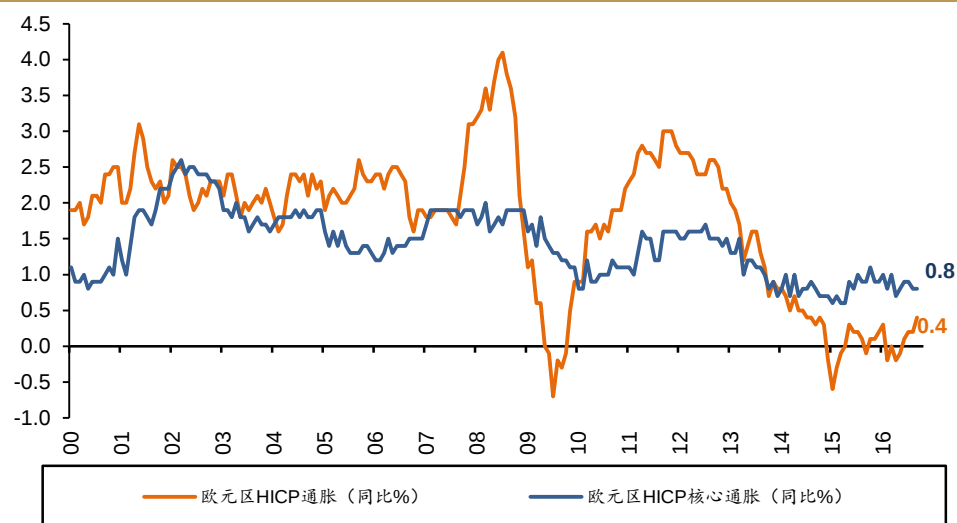
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

3. 欧元区一周数据观察

欧元区9月份HICP通胀同比上涨0.4%有所好转，但核心HICP通胀率仍与前值持平

欧元区9月份HICP通胀同比上涨0.4%，录得自2014年7月以来的最高水平。然而，扣除食品和能源后的核心HICP通胀率并未见起色，仍与上月持平，录得0.8%。数据显示，9月份的总体HICP通胀率的上升主要源于能源价格的反弹。9月份能源价格同比下滑3%，比前值上涨2.6个百分点。服务价格也起到了小幅支撑作用，同比上涨1.2%，比前值增加0.1个百分点。除能源外的工业品价格则维持在0.3%不变。

图10：欧元区9月份HICP通胀率有所好转，但核心HICP通胀率仍持平



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图11: 欧元区主要经济数据概览

欧元区经济指标	09/15	10/15	11/15	12/15	01/16	02/16	03/16	04/16	05/16	06/16	07/16	08/16	09/16
工业生产													
工业产出同比增长(%)	2.1	2.6	2.2	0.5	3.5	0.6	-0.2	1.9	0.4	0.7	-0.5	-	-
德国	0.6	0.4	0.0	-1.1	2.7	1.2	0.3	0.9	-0.3	1.0	-1.6	-	-
法国	1.7	3.4	3.6	-1.0	2.0	0.7	-0.5	2.1	0.6	-1.1	-0.2	-	-
意大利	1.6	3.1	1.3	-0.9	3.6	1.1	0.5	1.8	-0.6	-0.9	-0.3	-	-
PMI综合指数	53.6	53.9	54.2	54.3	53.6	53.0	53.1	53.0	53.1	53.1	53.2	52.9	52.6
PMI制造业指数	52.0	52.3	52.8	53.2	52.3	51.2	51.6	51.7	51.5	52.8	52.0	51.7	52.6
消费													
零售额同比增长(%)	3.4	2.5	2.0	2.8	2.1	2.6	1.6	1.3	1.5	1.7	2.9	-	-
经济景气指数	105.6	106.0	106.0	106.6	105.1	103.9	103.0	104.0	104.6	104.4	104.5	103.5	-
消费者信心指数	-7.0	-7.5	-5.9	-5.7	-6.3	-8.8	-9.7	-9.3	-7.0	-7.2	-7.9	-8.5	-8.2
ZEW经济景气指数	33.3	30.1	28.3	33.9	22.7	13.6	10.6	21.5	16.8	20.2	-14.7	4.6	5.4
外贸													
出口同比增长(%)	0.8	0.5	6.3	4.1	-2.2	1.2	-2.1	-0.9	2.0	-1.7	-	-	-
进口同比增长(%)	-0.6	-0.6	4.3	3.3	-1.2	1.8	-8.3	-5.3	-2.1	-5.0	-	-	-
贸易余额(十亿欧元)	18.5	20.2	22.0	23.5	20.5	19.9	24.6	25.0	24.1	23.8	-	-	-
通货膨胀(同比增长%)													
HICP	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4
德国	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	-0.2	0.1	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.3	-
法国	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	-
意大利	0.2	0.3	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1	-
西班牙	-1.1	-0.9	-0.4	-0.1	-0.4	-1.0	-1.0	-1.2	-1.1	-0.9	-0.7	-0.3	-
核心HICP	0.9	1.1	0.9	0.9	1.0	0.8	1.0	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PPI	-3.2	-3.2	-3.2	-3.0	-3.0	-4.1	-4.1	-4.4	-3.8	-3.1	-2.8	-	-
房屋市场													
房价指数(1996=100)	99.8	99.8	99.8	99.5	98.9	98.7	98.9	98.4	98.7	99.0	99.0	98.9	-
房屋价格同比增长(%)	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8	-1.2	-1.6	-1.4	-1.7	-1.5	-1.2	-1.1	-0.9	-
劳动力市场													
失业率(%)	10.6	10.6	10.5	10.4	10.4	10.3	10.2	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	-
德国	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1	6.1	6.1	6.1	-
法国	10.4	10.3	10.2	10.2	10.2	10.3	10.1	9.9	9.9	10.1	10.3	10.5	-
意大利	11.5	11.6	11.5	11.7	11.7	11.7	11.4	11.5	11.4	11.5	11.4	11.4	-
西班牙	21.4	21.2	20.9	20.7	20.6	20.5	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6	19.5	-
希腊	21.4	21.2	20.9	20.7	20.6	20.5	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6	19.5	-
金融市场(期末值)													
基准利率(%)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
M3同比增长(%)	4.7	5.0	4.8	4.5	5.1	5.0	5.1	4.6	4.9	5.0	4.9	5.1	-
贷款同比增长(%)	-0.4	-0.2	0.2	-0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3	1.1	-

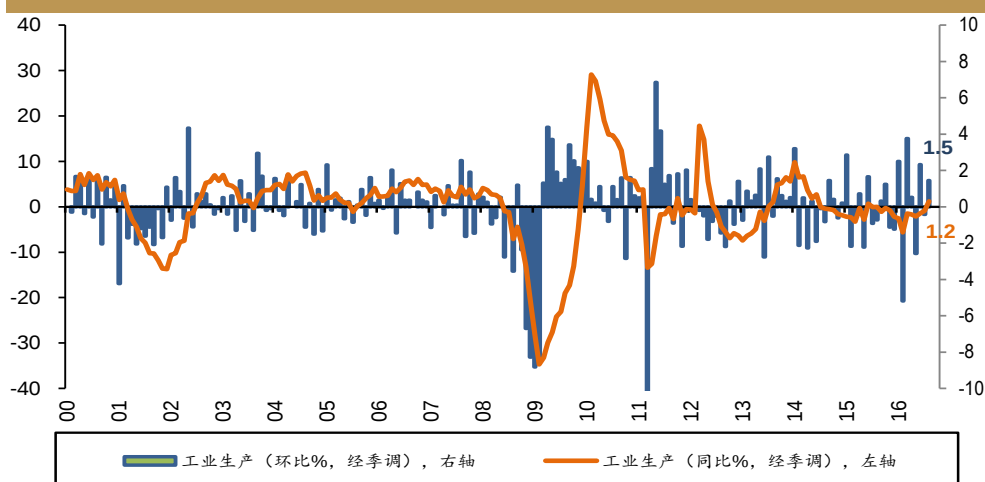
资料来源: 彭博、CEIC、招商证券(香港)

4. 日本一周数据观察

日本8月份工业生产环比增长1.5%，增速超预期

日本8月工业生产环比增长1.5%，优于市场预期的环比上涨0.5%以及前值环比下滑0.4%。数据显示出制造业活动回温的初步迹象。分类别看，主要出现环比上涨的产品为：电子零件和设备（6.3%），信息和通信电子设备（14.0%）和化学制剂（除药物以外）（3.6%）。而交通运输设备（下降1.7%），石油及煤制品（下降1.6%）和金属制品（下降0.7%）均出现环比下跌。

图12：日本8月份工业生产环比增长1.5%，增速大幅超预期

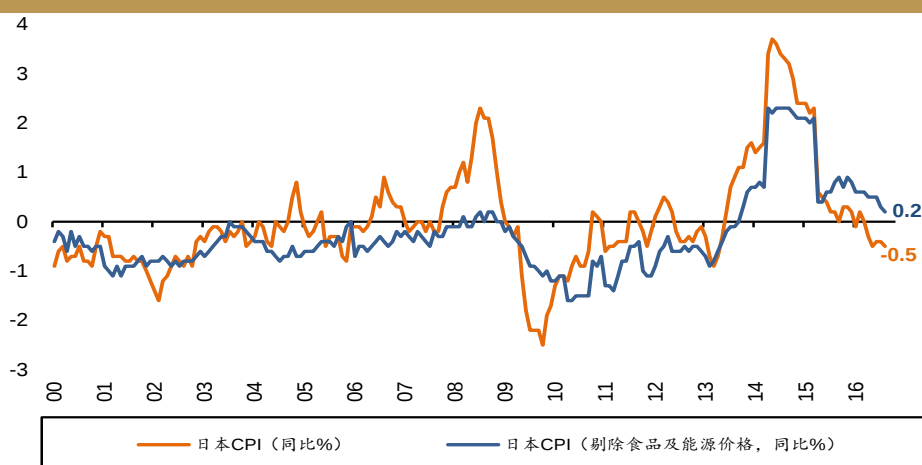


资料来源：彭博、招商证券（香港）

日本央行8月份CPI同比下降0.5%，仍停留在通缩区间

日本8月份CPI同比下滑0.5%，低于前值同比下滑0.4%，并且已经连续第5个月停留在通缩区间。核心通胀率同比上涨0.2%，亦低于前值0.3%。其中，能源价格下跌10.2%，电子制品价格下跌2.4%，而食品价格随上涨1.1%但也低于前值。数据显示通胀势头进一步下跌，通胀仍是日本经济一大硬伤。

图13：日本8月份CPI连续5个月负增长，通缩压力较大



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图14：日本主要经济数据概览

日本经济指标	08/15	09/15	10/15	11/15	12/15	01/16	02/16	03/16	04/16	05/16	06/16	07/16	08/16	09/16
工业生产														
工业产出同比增长(%)	0.0	-1.1	-0.3	-0.8	-2.2	-2.6	-5.6	-1.5	-1.7	-2.1	-1.4	-0.9	1.2	-
PMI综合指数	52.9	51.2	52.3	52.3	52.2	52.6	51.0	49.9	48.9	49.2	49.0	50.1	-	-
PMI制造业指数	51.7	51.0	52.4	52.6	52.6	52.3	50.1	49.1	48.2	47.7	48.1	49.3	-	-
消费														
零售销售同比增长(%)	0.8	-0.1	1.8	-1.1	-1.1	-0.2	0.4	-1.0	-0.9	-2.1	-1.3	-0.2	-2.1	-
零售销售环比增长(%)	-0.1	0.4	1.2	-2.2	-0.2	-0.4	-2.3	1.5	-0.1	-0.1	0.3	1.5	-1.1	-
家庭收入同比增长(%)	2.2	-1.6	-0.9	-1.8	-2.9	-1.2	-2.3	0.3	1.0	-0.3	0.1	-1.8	1.5	-
外贸														
出口同比增长(%)	3.1	0.5	-2.2	-3.4	-8.0	-12.9	-4.0	-6.8	-10.1	-11.3	-7.4	-14.0	-9.6	-
进口同比增长(%)	-3.2	-11.0	-13.4	-10.2	-18.0	-17.8	-14.2	-14.9	-23.3	-13.7	-18.7	-24.6	-17.2	-
贸易余额(十亿日元)	-567.5	-121.3	104.8	-387.5	138.9	-647.7	239.9	749.1	820.7	-42.9	690.7	510.4	-19.2	-
通货膨胀(同比增长%)														
CPI	0.2	0.0	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.2	0.0	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-
核心CPI	0.8	0.9	0.7	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	-
PPI	-3.7	-4.0	-3.8	-3.7	-3.5	-3.2	-3.4	-3.8	-4.2	-4.3	-4.2	-3.9	-3.6	-
劳动力市场														
失业率(%)	3.4	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0	3.1	-
金融市场(期末值)														
基准利率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
10年期国债收益率(%)	0.38	0.35	0.30	0.30	0.27	0.10	-0.07	-0.05	-0.09	-0.12	-0.23	-0.20	-0.07	-0.09
美元兑日元	121.3	119.7	120.6	123.2	120.2	121.1	112.9	112.5	106.5	110.7	103.2	102.1	103.3	101.4

资料来源：彭博、招商证券(香港)

5. 全球市场表现：

	最新价	一周涨跌幅	年初至今涨跌幅
香港恒生指数	23297.15	-1.6%	6.3%
标普500指数	2168.27	0.17%	6.1%
欧洲斯托克50指数	3002.24	-1.0%	-8.1%
英国富时100指数	6899.33	-0.1%	10.5%
日经225指数	16449.84	-1.8%	-13.6%
美国10年期国债收益率	1.59%	-0.02 百分点	-0.68 百分点
英国10年期国债收益率	0.75%	0.02 百分点	-1.21 百分点
德国10年期国债收益率	-0.12%	-0.04 百分点	-0.75 百分点
希腊10年期国债收益率	8.28%	-0.11 百分点	-0.01 百分点
日本10年期国债收益率	-0.09%	-0.04 百分点	-0.35 百分点
中国10年期国债收益率	2.74%	-0.01 百分点	-0.12 百分点
美元指数	95.46	0.0%	-3.2%
欧元兑美元	1.12	0.1%	3.4%
美元兑日元	101.35	0.3%	-15.7%
美元兑人民币	6.67	0.0%	2.7%
布伦特原油(美元/桶)	49.06	6.9%	31.6%
黄金(美元/盎司)	1315.87	-1.6%	24.0%

资料来源：彭博、招商证券(香港)

图15: 美国经济数据向好, 加息预期增强, 美元指数有所上升

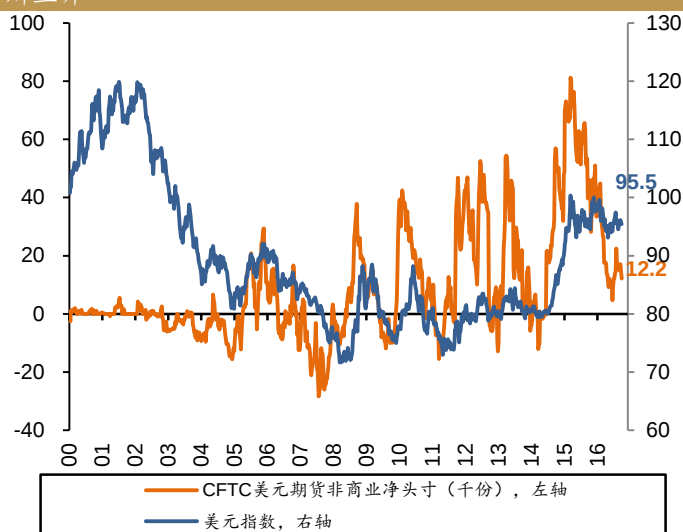


图16: 美国国债收益率曲线变陡, 市场对于美国经济强势的预期有所回升

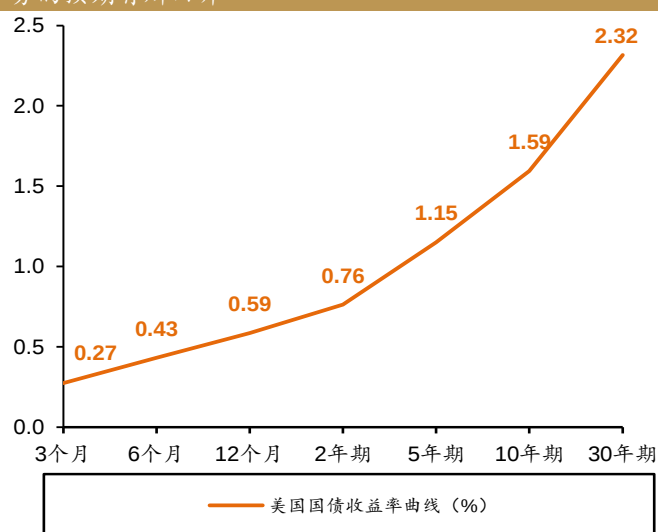


图17: 日本央行的货币政策调整不及预期, 日元升值

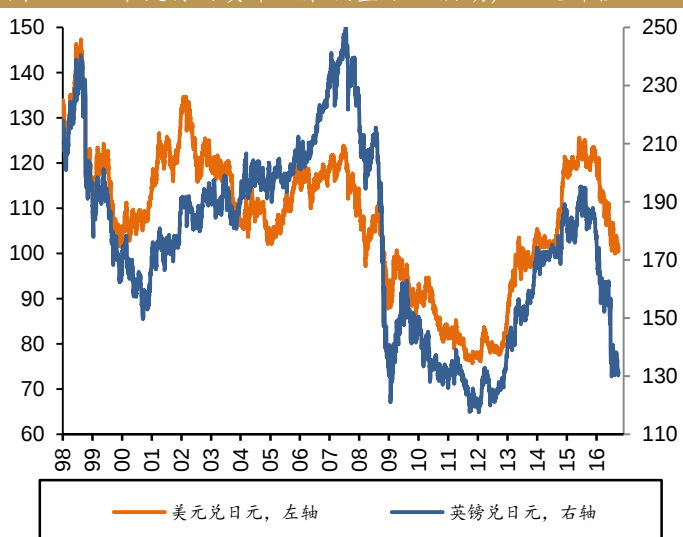


图18: 日本央行的货币政策调整不及预期, 日元升值

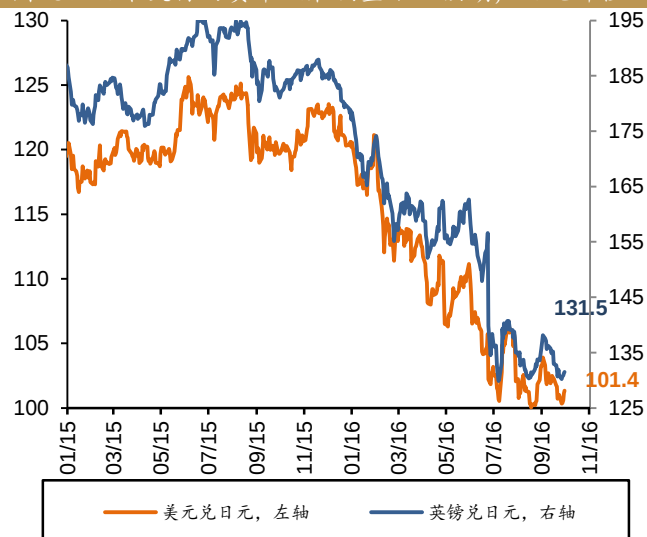
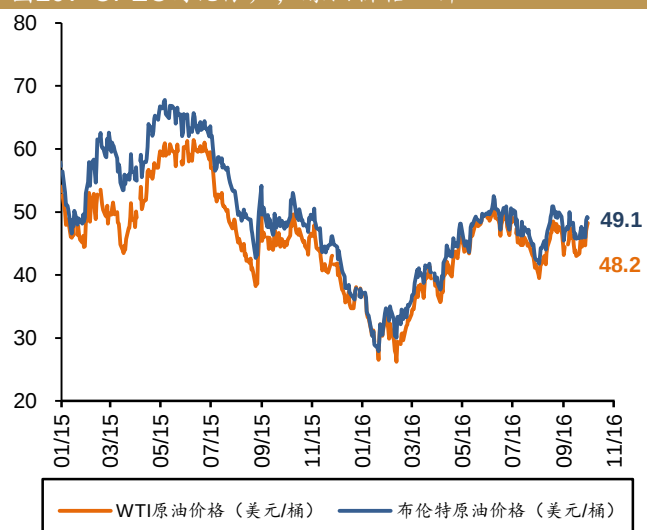


图19: OPEC讨论限产, 原油价格回升



图20: OPEC讨论限产, 原油价格回升



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图21: 英国脱欧影响减退, 欧元企稳

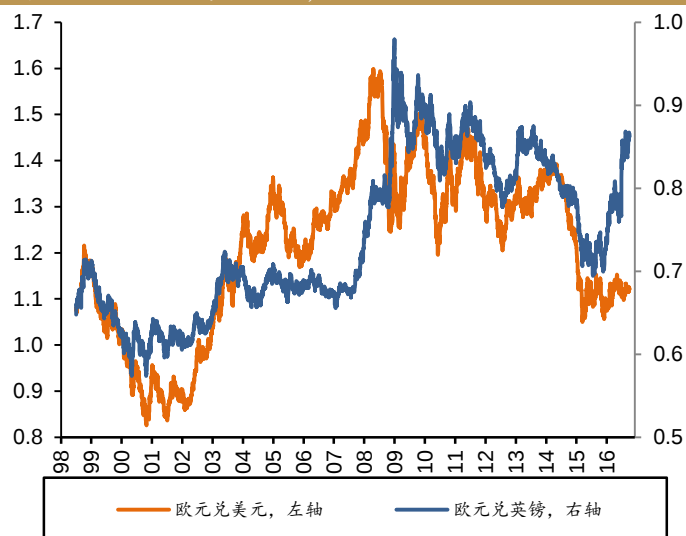


图22: 英国脱欧影响减退, 欧元企稳

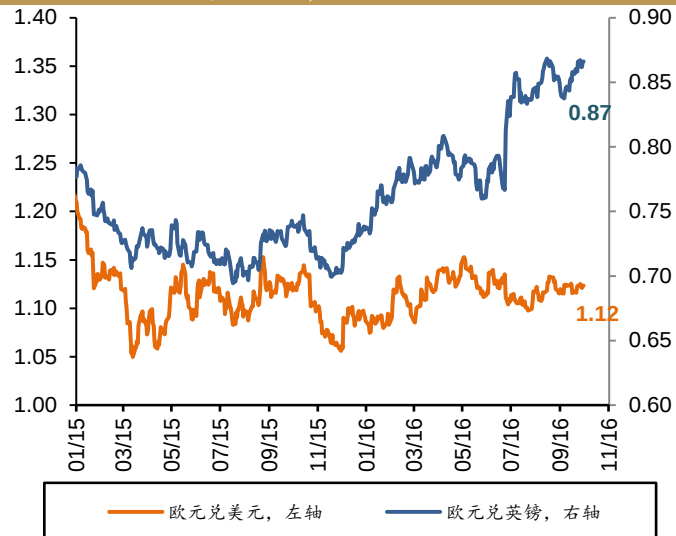


图23: 德法国债收益率近期下跌

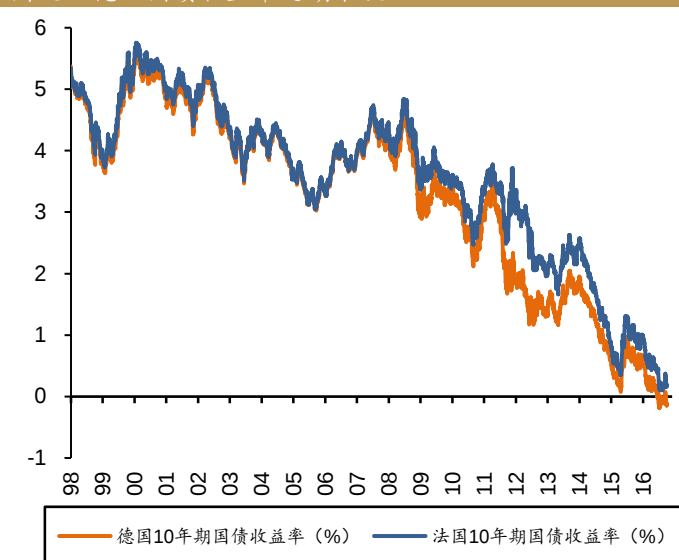


图24: 德法国债收益率近期下跌

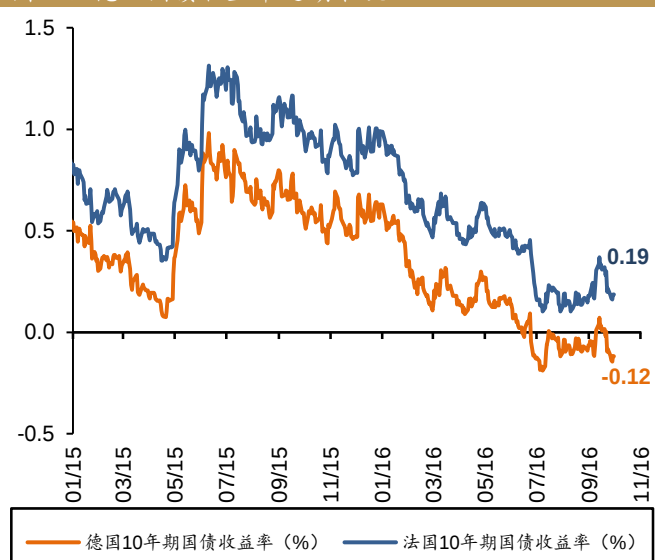


图25: 虽然有下降趋势, 希腊与其他边缘国家10年期国债收益率差距仍明显

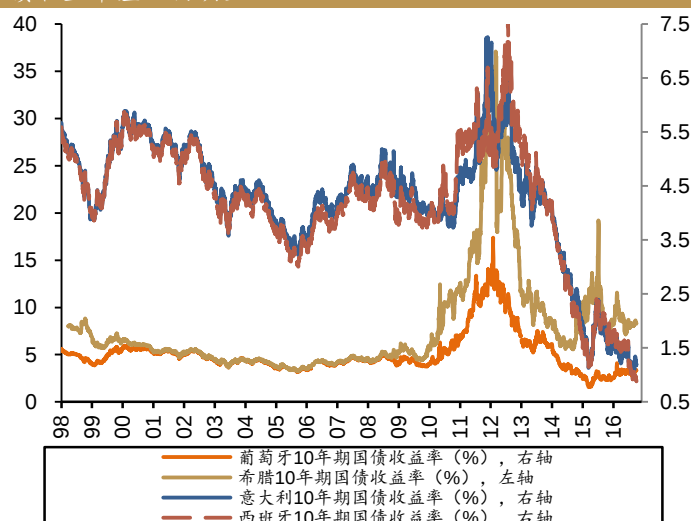
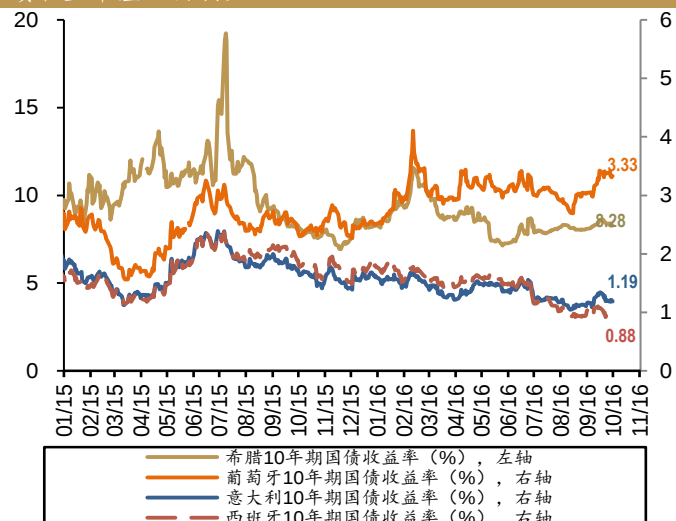


图26: 虽然有下降趋势, 希腊与其他边缘国家10年期国债收益率差距仍明显



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

资料来源: 彭博、招商证券(香港)

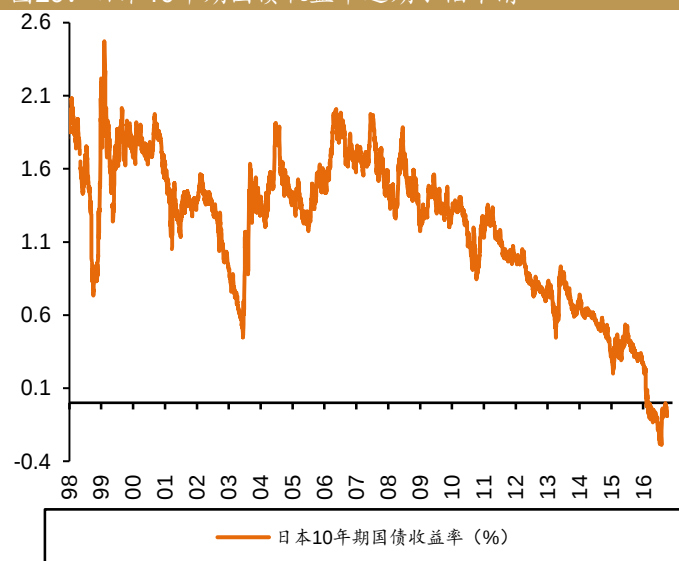
图27: 人民币对美元震荡走弱



图28: 人民币对美元震荡走弱

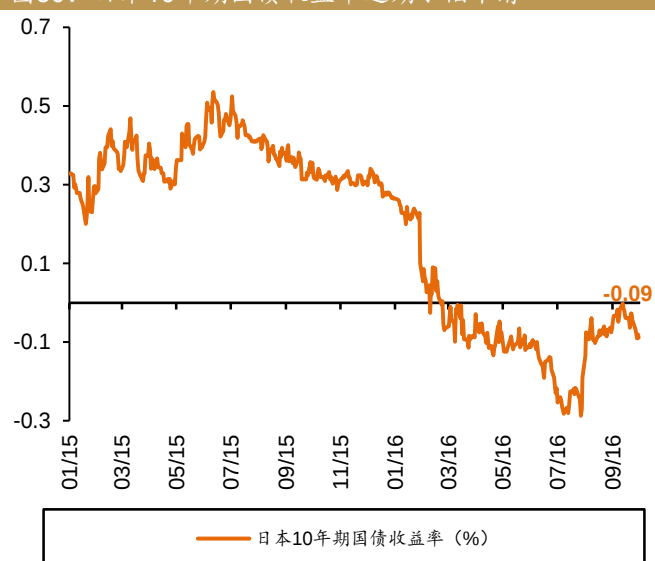


图29: 日本10年期国债收益率近期小幅下滑



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图30: 日本10年期国债收益率近期小幅下滑



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

全球重大经济数据公布时点一览

日期	时间	国家	事件	前值
2016年10月3日, 星期一	7:50	日本	日本短观大型所有产业指数 (Q2)	6.20%
	7:50	日本	日本短观报告非制造业景气判断指数 (Q2)	19
	7:50	日本	日本短观报告大型制造业前景指数 (Q2)	6
	7:50	日本	日本短观报告大型制造业景气判断指数 (Q2)	6
	7:50	日本	日本短观报告非制造业前景指数 (Q2)	17
	16:00	欧元区	欧元区制造业采购经理人指数 (9月)	52.6
	21:45	美国	美国Markit制造业采购经理人指数 (9月)	51.4
	22:00	美国	ISM物价指数支付指数 (9月)	53
	22:00	美国	美国ISM制造业指数 (9月)	49.4
	22:00	美国	美国营建支出月率 (8月)	0.00%
2016年10月4日, 星期二	17:00	欧元区	欧元区生产者物价指数月率 (8月)	0.10%
	17:00	欧元区	欧元区生产者物价指数年率 (8月)	-2.80%
2016年10月5日, 星期三	16:00	欧元区	欧元区服务业采购经理人指数 (9月)	52.1
	20:15	美国	美国ADP就业人数变化 (9月)	177K
	20:30	美国	美国贸易帐 (8月)	\$-39.47B
	21:45	美国	美国Markit服务业采购经理人指数 (9月)	51.9
	21:45	美国	Markit综合采购经理人指数 (9月)	52
	22:00	美国	美国ISM非制造业指数 (9月)	51.4
	22:00	美国	美国工厂订单月率 (8月)	1.90%
2016年10月6日, 星期四	7:50	日本	日本买进外国债券 (9月 23)	
	7:50	日本	日本外资买进日股 (9月 23)	
	19:30	欧元区	欧洲央行会议纪要	
	20:30	美国	初请失业救济金人数 (9月 30)	
2016年10月7日, 星期五	20:30	美国	美国平均时薪月率 (9月)	0.10%
	20:30	美国	美国就业参与率 (9月)	62.80%
	20:30	美国	美国失业率 (9月)	4.90%
	20:30	美国	美国非农就业人数变化 (9月)	151K
	20:30	美国	美国平均时薪年率 (9月)	2.40%

资料来源: FXStreet、招商证券(香港)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期48楼

电话: +852 3189 6888

传真: +852 3101 0828