全球經濟趨勢追蹤與預測

2017.12.06

川普稅改順利通過，聯準會升息在即

美東時間 12 月 2 日凌晨，美國眾議院以 51 票對 49 票通過，川普稅改案將進入參議院、眾議院協商階段。美國總統川普即將推出美國史上最大稅改計畫，再度吸引全球目光，也為選舉政見之實現，將往前再邁進一步。道瓊指數受稅改通過激勵，在 12 月 4 日再度創下 24534 點歷史新高，美股迭創新高，避險需求將油然而生，美股近期震盪頻率漸高也是意料中的事。稅改對美國企業獲利有提振效果，將提升 2018 年標普 500 企業 EPS 約 9%-12%。潛在受惠者包括：一、有效稅率較高及內需導向企業，包含中小型股及金融類股；二、受惠資本支出提升的工業類股。另一方面，近來科技股雜音充斥，一項原因來自科技、醫療產業有效稅率較低，受惠減稅程度有限，不過，科技、醫療產業海外現金持有比重高，若稅改案通過，科技公司等匯回海外獲利獲得稅負優惠，可望進一步帶動股票回購及併購動能。

IHS Markit 公布美國 11 月 PMI 採購經理人指數初值，從 10 月終值 55.2 跌至 54.6，為近 4 個月新低。製造業 PMI 由 10 月終值 54.6，意外滑落到 53.8，來到 2 個月低點，遜於分析師預期的升至 55.6。服務業 PMI 自 10 月終值 55.3 降到 54.7，也寫下 4 個月低點。雖然 PMI 指數意外滑落，但仍在榮枯線以上，反映美國製造業景氣仍穩定成長。指數在 50 臨界點以上即顯示製造業活動擴張。美國製造業景氣才剛踏進第 4 季即呈現明顯成長，為年底的工廠生產上升以支持經濟穩固成長帶來一個好兆頭。尤其製造業增聘人手即顯示製造業對前景感到樂觀。ADP 公布 10 月民間就業人數大增 23.5 萬人，高於市場預估的增加 19 萬人，營建業又恢復增聘人手，顯示災後重建已全面展開，美國經濟持續成長和颶風後重建讓民間企業增加人力需求。其中，大企業增聘 9 萬人，中型企業增聘 6.6 萬人，小企業增聘 7.9 萬人。10 月就業報告非農業就業人數從 9 月的減少 3.3 萬人轉為增加 31.5 萬人。商務部公布 9 月營建支出年率，經季調後月增 0.3%至 1.22 兆美元，優於市場預期的月跌 0.1%。主要是政府的公共項目支出月增 2.6%所帶動，完全抵銷民間部門支出月跌 0.4%的影響。

歐元區經濟復甦增溫，寬鬆貨政漸漸收手

近期 ECB 歐洲央行將漸縮寬鬆貨幣政策，新一輪的購債計畫延長至明年九月底，但從十二月以後將月購買規模從六百億歐元降至三百億歐元。歐洲央行新一輪的舉措反映兩大意義：一是歐洲央行承諾維持購債計畫，凸顯出歐洲央行的謹慎態度，歐元區仍需要充足的寬鬆刺激措施，只要歐元區通膨率依然疲軟，未來仍需謹慎行事。二是歐央期許未來歐元區經濟對於歐央相關政策的倚重程度，亦可望逐步降低，希望寬鬆貨幣政策在退場的過程中，影響到歐洲經濟復甦。受惠歐洲央行繼

續維持寬鬆政策，帶動歐美主要股市上漲，反映出歐央新一輪購債計畫，符合先市場的預期；歐元區經濟成長和失業率下滑是影響歐央縮減購債規模的關鍵因素。展望後市，歐洲央行將 2018、2019 年通膨預測下修至 1.2%-1.5%，通膨展望溫和。全球經濟復甦強勁，市場預估歐元區今、明兩年經濟成長率 2.1%、1.8%，民間投資持續增長。利率方面，歐洲銀行放款恢復正常且經濟復甦大環境下，歐洲央行明年或許有機會縮減負利率幅度，但預估速度將較美國慢。

IHS Markit 公布歐元區 11 月 PMI 製造業採購經理人指數升至 60.1，為 34 個月來最強，高於 10 月的 58.5 與 9 月的 58.1，指數高於 50 意味景氣擴張。10 月各項次指標中，生產次指標從 53.8 攀至 54.6，為 2014 年 4 月來最高，新訂單次指標也以兩年半來最快速度成長。產出價格次指標從 49.9 升至 50.8，攀至 16 個月來新高，自去年 8 月以來首度突破 50 大關。歐元區製造業景氣在今年最後一季迎來好的開始，PMI 數據顯示成長基礎普遍增速，由於跡象顯示歐元區通膨將開始朝歐洲央行設定的目標邁進，企業也自去年 8 月來首度調漲物價，將商品價格攀升的成本移轉到消費者身上。

日本欲達成通膨目標尚遠，拚經濟優先日央行持續寬鬆

雖然某些 G10 國家央行的貨幣政策傾向已轉為鷹派，但在目前預期日本央行收縮寬鬆計畫為時尚早，主因是日本仍遠未達到 2%的通膨目標。很可能發生的情況是即使到央行行長黑田東彥任期於 2018 年 4 月份結束時仍遠低於 2%。日本央行在 9 月份發佈維持利率不變的政策決定後，預期在接下來的 3-6 個月期間內仍維持現狀，但仍將日本央行政策寬鬆政策納入考慮，當通膨前景發生重大惡化的情況下尤其如此。

日本首相安倍晉三領導的自民黨與公明黨組成的執政聯盟，在 10 月 22 日的眾議院改選中大勝，取得 465 個席次中的 313 席。安倍晉三宣布，11 月 1 日第四屆內閣啟動後，黨內四大要職全部留任，閣僚也將繼續任職。安倍呼籲要團結：「不辜負國民的託付，一項一項切實兌現選舉承諾十分重要。」安倍提出三支箭經濟政策，以貨幣、財政及行政寬綁，帶動日本從 2012 年 12 月起進入景氣擴張期，到今年 9 月為止，已成就了日本戰後第二長的經濟繁榮期。五年來，安倍主導下的國會選舉也因而戰無不勝，在野的民主黨就算改名為民進黨，仍拿不出具有說服力的經濟政策，以致在此次改選慘敗，證明日本民眾對於拚經濟的殷切。選舉結果出來之後，外資對日本股市充滿信心，大舉買進金融與鋼鐵等景氣敏感股票，日經指數近期收在 22,532 點，創下 21 年來的新高。

Nikkei/Markit 公告日本 11 月 PMI 製造業採購經理人指數終值為 53.6，略低於初值 53.8，但高於 10 月終值 52.8，並創下 2014 年 3 月來新高。該指數已連續第 15 個月保持在 50 榮枯線之上。11 月新出口訂單分項指數創下 2 月來新高，而新訂單分項指數創下 2014 年 3 月來新高。產出分項指數終值升至 54.3，優於初值 54.2 和 10 月終值 53.3。日本製造業 11 月的成長動能增強。

儘管日本近期 PMI 指數增速保持在適當水平，報告顯示訂單顧客普遍持觀望態度，而且最近原

材料生產擴張，都加劇庫存過剩狀況。但部分專家對日本出口依舊保持樂觀態度，認為隨著海外經濟恢復，日本出口將持續增長。不過由於增速減緩，一些經濟學家表示減少對日本經濟增長的樂觀預期。2017 年下半年日本經濟的下行風險，端視美國是否轉向保護主義。若美國川普政府在貿易方面對中國採取強硬立場，將嚴重衝擊亞洲供應鏈與日本經濟。連帶受害的還有日本的財政信譽，因為政府將被迫擴大支出，並且推遲預計 2019 年稍後實施的調漲銷售稅，促進長期成長所需的結構性改革也將寸步難行。雖然日本 BOJ 仍有寬鬆空間，但因全球市場波動加劇，日圓走高將沖淡貨幣刺激效果。

英國脫歐進入實質談判，英鎊持續走弱

英國首相梅伊近期與歐盟委員會主席戎克的協商沒有正面發展，市場認為梅伊將繼續與戎克會面，希望在 12 月 14、15 日的歐盟領導人峰會之前解決部份重要問題，讓英國脫歐協商進入第二階段。英國央行 11 月 2 日突然決議調高基準利率一碼至 0.5%，為自 2007 年 7 月以來首度升息，符合市場預期。英國央行貨幣政策委員會投票以 7 比 2 決議升息，理由是英國國內通貨膨脹已達 3%，經濟成長已有減緩趨勢，因而採取了升息行動。英國央行聲明，英國經濟展望依舊具有重大風險，包括家庭，企業與金融市場對有關退出歐盟過程發展的反應，英國央行決議維持購買資產計畫不變，包括公債 4350 億英鎊，公司債 100 億英鎊。隨著英國 2019 年硬脫歐的風險日漸切實，目前多數預測機構都預計 2017 年英國經濟將出現顯著疲弱放緩。英國歷經生活水平相繼兩個相對較好的年後，嗣後也可能下降，原因之一就是 GDP 成長放緩，這將意味著英國就業市場也將成長放緩，甚至可能出現明顯下滑。此外，英鎊疲軟、通膨加劇將使實際工資縮水。英國 2017 年下半年實際收入成長將在零上下，可能為負。高通膨還將加劇福利金名義價值的凍結。儘管英國決定脫歐，引發國人擔憂，但英國央行對英國未來經濟成長充滿信心，渠等認為今後三年，英國央行預測今後三年，英國經濟都將持續成長，2017 年成長 2%，2018 年成長 1.6%，2019 年成長 1.7%，這項預測高出 2016 年 11 月的預測。

IHS Markit/CIPS 英國 10 月 PMI 製造業採購經理人指數升至 56.3，高於 9 月份的 56，甚至高於長期平均值，代表景氣擴張步調加快。英國製造業在今年最末季初始表現強勁，原因是新業務湧入，帶動業者再度提高生產。國內市場依然穩健，新出口訂單以稍緩的步調成長，跡象顯示英鎊近來升值影響出口訂單。PMI 三個月平均值攀抵今年來最高。PMI 數據報喜帶動英鎊兌歐元盤中升值約 0.4%，報 1.1453 歐元，為 6 月中來最高。兌美元升至 1 英鎊兌 1.3352 美元，升值 0.5%，為兩周來高點。英國央行決策者也可能關注 PMI 數據中呈現通膨壓力轉強的跡象，原物料漲價幅度為 3 月來最大，因此製造業者以六個月來最快步伐調漲售價。官方數據另顯示，9 月消費者物價通膨率達 3%，為五年高點。

中國力保經濟穩增，十九大宣示建設繁榮富強新中國

綜觀中國總體經濟，今年 GDP 年增力保 6.5~7%，中國經濟十九大後仍在轉型，GDP 增速或會放緩，但不是觀察重點，而政策改革與產業發展則更具參考性，從國家主席習近平安排幕僚班底及政策方向來看，「脫虛向實」是核心目標，去槓桿、打影子銀行、防金融泡沫都是主軸，同時也將強化實體經濟，據此畫出「經濟均富」、「美麗中國」、「科技強國」三大產業輪廓。對應在未來投資方向，應聚焦中共十九大後所釋出的政策訊息。MSCI 已納入上證 A 股，上證 A 股歷經長時間籌碼沉澱，境內法人比重在政策引導下走升，加上外資投資比重逐步拉高，場內資金不虞匱乏，正展開結構性轉變。惟場內資金受監管政策壓抑，成交量與指數欲大不易，今年窄幅震盪格局仍將延續，但無礙 A 股由「牛短熊長」轉向慢牛、長牛，且個股發揮空間大，提供更有利主動式基金的操作機會。

中國大陸的 13 億人口中，在 2012 年，仍有近 1 億的貧困人口，至今已減少到 4 千多萬。中共於 2012 十八大首度喊出 2020「全面建成小康社會」後，總書記習近平也跟進納入「四個全面」的首要施政目標中，即透過偏遠地區的「扶貧攻堅」，到了 2020 年，要實現全中國民眾都能脫離貧困標準的目標。在中共十九大再度對外中外媒體宣示，「到 2020 年，實現現行標準下，農村貧困人口全部脫貧，是必須完成的硬任務」，且堅決反對「數字脫貧」與「虛假脫貧」。「全面建成小康社會一個都不能少，一個都不能掉隊，小康不小康，關鍵看老鄉，關鍵在貧困的老鄉能不能脫貧」。黨的十八大以來，為了打贏「脫貧攻堅」戰，國務院出台一系列重大措施，推動脫貧攻堅。對於相關努力與成效，習近平 17 次主持召開扶貧會議，25 次開展扶貧調研，從 2012 底到 2016 年底，全國貧困人口從 9899 萬人，減少到 4335 萬人，年均減少 1391 萬人，農村貧困發生率由 10.2%下降至 4.5%，已有顯著成就。

中國國家統計局發佈 11 月 PMI 採購經理指數 PMI 為 51.8，比上月上升 0.2 個百分點，製造業繼續保持穩中有升的發展態勢。分企業規模看，大型企業 PMI 為 52.9%，比上月微落 0.2 個百分點，繼續在擴張區間內平穩運行；中型企業 PMI 為 50.5%，比上月上升 0.7 個百分點，重回臨界點之上；小型企業 PMI 為 49.8%，比上月回升 0.8 個百分點，抵近臨界點。

從分類指數看，在構成製造業 PMI 的 5 個分類指數中，生產指數、新訂單指數高於臨界點，原材料庫存指數、從業人員指數和供應商配送時間指數低於臨界點。生產指數為 54.3%，比上月上升 0.9 個百分點，持續位於臨界點之上，表明製造業生產擴張步伐加快。新訂單指數為 53.6%，比上月上升 0.7 個百分點，位於臨界點之上，表明製造業市場需求持續增長。原材料庫存指數為 48.4%，比上月下降 0.2 個百分點，低於臨界點，表明製造業主要原材料庫存量下降。從業人員指數為 48.8%，比上月下降 0.2 個百分點，仍位於臨界點以下，表明製造業企業用工量有所減少。供應商配送時間指數為 49.5%，雖比上月回升 0.8 個百分點，但位於臨界點以下，表明製造業原材料供應商交貨時間放緩。

全球農產品期貨價格已漸反映實際需求

CBOT 玉米與黃豆期貨 12 月 5 日上漲，小麥則是下跌。3 月玉米期貨收盤上漲 0.1%成為每英斗 3.5375 美元，3 月小麥下跌 0.6%成為每英斗 4.3275 美元，1 月黃豆上漲 1%成為每英斗 10.0850 美元，盤中創下四個月新高，因第三大黃豆出口國阿根廷天氣乾旱引發憂慮的影響。ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 12 月 5 日下跌 0.1%成為每磅 72.51 美分，3 月粗糖期貨下跌 1.1%成為每磅 14.90 美分。

俄羅斯農業部公佈，自 7 月起的 2017/18 年度至今，俄羅斯小麥出口量累計年增 28.2%至 1,693 萬噸。玉米出口量 174 萬噸，較去年同期減少 4.4%；大麥出口量則年增 80.7%至 300 萬噸。俄羅斯

小麥收成已經完成了 97.5%，收成量達到創新高的 8,880 萬噸，是帶動出口增長的主要原因。本年度至今，俄羅斯穀物收成量年增 1,500 萬噸至 1.393 億噸，已經高於上年度全年 1.2 億噸的創新高水平。中國統計局公布的數據顯示，2017 年 1-10 月，大陸小麥進口 403.7 萬噸，較去年同期增長 28.1%；出口 11.6 萬噸，增長 25.6%。玉米進口 235.1 萬噸，較去年同期減少 21.5%；出口 7.8 萬噸，增長 37.1 倍。1-10 月，棉花進口 116.5 萬噸，較去年同期增長 18.2%；進口額 20.1 億美元，增長 46.0%。1-10 月，食糖進口 200.0 萬噸，較去年同期減少 26.3%；進口額 9.5 億美元，減少 4.3%。

美國農業部公佈的每週出口檢定報告顯示，美國黃豆截至 11 月 30 日為止的一週出口檢定量為 1,800,819 公噸，較前週增加 4%，較上年同期減少 6%；最大出口市場為中國大陸，出口量 1,136,034 公噸，佔比 63%。自 9 月起的 2017/18 年度，美國黃豆出口檢定量累計為 22,854,351 公噸，較上年同期減少 12%。截至 11 月 23 日，美國玉米一週出口檢定量為 586,213 公噸，較前週減少 9%，較上年同期減少 50%；最大出口市場為墨西哥，出口量 201,946 公噸。自 9 月起的 2017/18 年度，美國玉米出口檢定量累計為 7,859,059 公噸，較上年同期減少 43%。美國農業部上週數據顯示，本年度以來，美國玉米出口簽約銷售量累計達 2,200 萬噸，此較去年同期下滑 27%，但較過去五年的同期平均值高出 4%。美國農業部預估本年度的玉米出口量為 4,890 萬噸，當前的出口銷售進度已達美國農業部預估目標的 45%。本年度至今，美國玉米的主要出口市場為墨西哥（877.4 萬噸）、日本（365.1 萬噸）、哥倫比亞（137.4 萬噸）與秘魯（127.8 萬噸）。美國小麥一週出口檢定量為 409,569 公噸，較前週增加 18%，較上年同期減少 25%；最大出口市場為中國大陸，出口量 79,76599,095。自 6 月起的 2017/18 年度小麥出口檢定量累計為 12,754,992 公噸，較上年同期減少 7%。

IGC 最新報告表示，2018 年全球小麥種植面積預估將小幅增加，主要受到小麥價格上漲的激勵，最大產區歐盟的小麥種植面積則基本維持不變。小麥價格今年以來上漲 10%，但第三季價格則是下跌近 15%，呈現較為波動的走勢。雖然指標小麥價格今年來上漲，但由於匯率波動的影響，很多地區的小麥價格仍未能夠對農民造成足夠的吸引力，這導致全球的小麥種植面積將只會有小幅的增加。

OPEC 主導原油減產有成效，原油價格盤堅震盪向上

OPEC 所主導的減產協議延長將至 2018 年底，可望為明年的油價帶來提振。OPEC 及其盟友承諾對產量將採取「靈活且有反應」的態度，並將在明年 6 月的下一次 OPEC 會議上覆議其在減少石油庫存方面的進展，這表明石油供應的意外增加以及庫存過剩的風險都會降低。此外，新的協議也因為將奈及利亞和利比亞納入其中而得到加強，兩國原先並不受減產協議限制。

2018 年油價會面臨較大的上漲風險，包括供應面出現新的干擾，或是需求增長超出預期等都可能令庫存加速下滑而提振油價；不過，長期來看，美國頁岩油以及其他產油國將因應高油價而提高

產量，預期將會令油價再度下滑。在美國頁岩油以及其他產油國產量增長的壓力下，OPEC 以及俄羅斯有可能會削減其當前較高的產能。

美國能源部最新數據顯示，截至 11 月 24 日當週，美國原油日均產量由前週的 965.8 萬桶增至 968.2 萬桶，連續第四週刷新 1983 年開始發布週度預測數據以來的新高。美國上週原油日均出口量由前週的 159.1 萬桶降至 141.2 萬桶，10 月最後一週曾創新高達到 213.3 萬桶。原油淨進口量由前週的日均 628.2 萬桶降至 591.7 萬桶，油品淨出口量為日均 414.5 萬桶，合計原油與油品的石油淨進口量由前週的 278.3 萬桶/日降至 177.2 萬桶/日，再度創下新低。

黃金避險買盤縮手，金價技術支撐跌破疲軟

COMEX 2 月黃金期 12 月 4 日收盤下跌 4.6 美元或 0.4%成為每盎司 1,277.7 美元，全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares 4 日黃金持有量減少 1.18 公噸至 846.93 公噸。美國鑄幣局的數據顯示，2017 年 11 月，美國鷹揚金幣的銷售量為 12,000 盎司，較前月的 15,500 盎司減少 22.6%，較去年同期的 147,500 盎司更是大減 92%。1-11 月，美國鷹揚金幣的銷量年減 73%至 956,000 盎司。

因市場已經普遍預期本(12)月中美國聯準會將會再次升息，同時美國稅改法案的通過也將會提振股市並且壓抑金價。12 月 13 日的 FOMC 會議以前，金價很難找到上漲的理由，除非有較大的地緣政治事件出現。CME Group 根據聯邦基金期貨價格計算的市場預期監測工具 FedWatch 顯示，聯準會本月升息的機率達到 100%。

就技術面觀察，金價未能夠站上每盎司 1,300 美元關卡已經透露出多頭的敗象，部分多單已經退場觀望，黃金期貨的未平倉合約過去十天已經減少超過 6 萬口或 13%，金價也下跌超過 20 美元，金價可能很快將失守 1,270 美元價位。

美國的總體財政政策和地緣政治不穩定性等因素，有利黃金避險買盤增溫，黃金 ETF 投資者傾向於持有黃金而不是獲利了結，金市的市場情緒謹慎樂觀。黃金在當前的價格區間為一好的避險資產，尤其是大多數風險資產有泡沫傾向以及 VIX 波動率極低的情況預期將難以持續。地緣政治風險因素正支持黃金市場，黃金未來方向將取決於美元，美國貨幣政策和長期利率的變化。

(撰稿人: CSIA/ CFP/淡江大學財金所博士 李全順)