

全球經濟趨勢追蹤與預測

2018 年美國企業持續增長，經濟成長火炬續燃

2017 年終，川普政府順利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。美股道瓊指數受激勵，延續 12 月份漲勢，2018 年元月牛市奔騰，8 日再度創下 25295 點歷史新高。美國稅改刺激企業獲利加溫，2018 年上半年產業基本面將在稅改政策助燃下，獲利增長將在意料之中。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，稅改案通過後，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。美股迭創新高，避險需求將油然而生，美股近期震盪頻率也會漸強。

IHS Markit 公布 12 月 PMI 製造業採購經理指數初值為 55.0，預期為 54.0，11 月終值為 53.9，為 1 月以來新高。美國 12 月 Markit 製造業 PMI 產出分項指數初值為 55.7，11 月終值為 54.7；就業分項指數初值為 55.7，為 2014 年 9 月以來最高，11 月終值為 54.7。12 月 Markit 服務業 PMI 初值為 52.4，為去年 9 月以來新低，市場預期為 55.0，11 月終值為 54.5；服務業 PMI 就業分項指數初值為 52.6，為 5 月以來新低，11 月終值為 53.8。美國 12 月 Markit 綜合 PMI 初值為 53.0，11 月終值為 54.5；綜合 PMI 就業分項指數初值為 53.1，上月終值為 53.9。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 公告 12 月民間就業人數大增 25 萬人，優於市場預期。而美國勞工部公布上周初領失業救濟人數雖意外增至 25 萬人，但仍為連續 147 周低於 30 萬人水準，顯示美國就業市場持續穩健擴張。在 2017 年底購物旺季的帶動下，各大企業增聘人手，使得 12 月美國民間就業人口大增 25 萬人，遠優於華爾街分析師預期的 19 萬人，創下自 3 月以來最佳表現。ADP 另將 11 月民間就業人口新增數目下修 5 千人至 18.5 萬人。2017 年民間就業人口總計增加 254 萬人，每個月平均新增 21.2 萬人。



歐元區經濟復甦增溫，寬鬆貨政漸漸收手

歐洲央行 2018 年初購債規模將砍半至每月 300 億歐元，年底購債方案就會完全退場，但最快 2019 年才會升息。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 2018 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 12 月 PMI 製造業採購經理人指數初值由前月的 57.5 攀升至 58，創下 2011 年 2 月以來最佳表現，主因是製造業強勁擴張，預估歐元區 2017 年第 4 季經濟成長率可望達到驚人的 0.8%。而歐元區 12 月製造業 PMI 初值則由前月的 60.1 升至 60.6，創下歷史新高。歐元區 12 月服務業 PMI 初值由前月的 56.2 升至 56.5，創下 80 個月新高。

歐元區最大經濟體德國 12 月綜合 PMI 由前月的 57.3 升至 58.7，觸及 80 個月新高。12 月製造業 PMI 初值攀抵 63.3，改寫歷史新高。而服務業 PMI 初值則為 55.8，創下 24 個月新高。法國 12 月綜合 PMI 初值為 60，雖創下 2 個月新低，但仍處於歷年高點。12 月製造業 PMI 初值從前月的 57.7 躍升至 59.3，創下 207 個月新高。12 月服務業 PMI 初值則為 59.4，雖低於前月的 60.4，但成長仍相當強勁。歐元區製造業景氣在 2017 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 2017 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漸轉為緊縮，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日本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 2017 年 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 2017 年 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 2017 年 9 月為止，已成就了日本戰後第二長的經濟繁榮期。最近五年來，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 23715 點，創下 26 年來的新高。

Nikkei/Markit 公告日本 12 月 PMI 製造業採購經理人指數終值略下修，由 11 月 53.6，續升至 54，仍為 2014 年 2 月以來最高，且已連續 16 個月呈擴張。新訂單增速續加快至 2014 年 1 月以來最高，新出口訂單指數增速也由 11 月所創 9 個月高位進一步加快；但產出增速創 46 個月高，就業增速則由 11 月所創半年高位放緩；產出價格連升 12 個月，為 2008 年 11 月以來最長通脹期，營運開支急劇上升。企業對未來展望樂觀情緒回落至逾一年低。

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。2018 年上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。



600 億英鎊分手費談妥，英國脫歐進入實質談判

歐盟執行委員會主席 Jean-Claude Juncker 表示，英國在歐盟在三項「脫歐議題」已達成協議，包括「財政義務」與「確保歐盟公民權」，將支付 400 至 600 億歐元「分手費」，雙方於 2018 年將進行貿易談判。英國首相 Theresa May 和歐洲聯盟執行委員會主席 Jean-Claude Juncker 在比利時首都布魯塞爾會面，簽署長 15 頁的「進展報告」，讓脫歐談判邁向下一步，即未來的英國與歐盟關係。執委會建議歐洲理事會認定脫歐第一階段談判有足夠的進展，如果認定已有進展，就可進行第二階段談判。英國央行 2017 年 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 2 年，英國經濟都將持續成長，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 12 月 PMI 製造業採購經理人指數為 56.3 較 11 月的 58.2 略降，接近市場預估區間的底部；儘管 12 月新業務、產出、出口訂單和就業分項指數放緩，但製造業 PMI 總體來說仍高於 2017 年均值。這項調查強化英國製造業 2018 年將繁榮的跡象，而隨著英國臨近 2019 年 3 月退出歐盟的日子，整體經濟放緩料將加深。英國製造業在 2017 年第四季表現強勁，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。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，

2017 年 9 月消費者物價通膨率達 3%，為 6 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 2018 年已納入上證 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 年底到 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 12 月 PMI 採購經理指數為 51.6，雖比上月回落 0.2 個百分點，但仍達到年均值水準，製造業保持穩步增長的發展態勢。分企業規模看，大型企業 PMI 為 53.0%，比上月微升 0.1 個百分點，保持較快增長；中型企業 PMI 為 50.4%，比上月微落 0.1 個百分點，繼續處於擴張狀態；小型企業 PMI 為 48.7%，比上月下降 1.1 個百分點，位於臨界點以下。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 54.0%，比上月回落 0.3 個百分點，仍位於臨界點之上，表明製造業生產穩步增長，增幅略有收窄。新訂單指數為 53.4%，比上月回落 0.2 個百分點，繼續位於臨界點之上，表明製造業市場需求持續釋放，增速略有放緩。原材料庫存指數為 48.0%，比上月下降 0.4 個百分點，低於臨界點，表明製造業主要原材料庫存量繼續減少。從業人員

指數為 48.5%，比上月下降 0.3 個百分點，位於臨界點以下，表明製造業企業用工量下降。供應商配送時間指數為 49.3%，比上月下降 0.2 個百分點，位於臨界點以下，表明製造業原材料供應商交貨時間放慢。

全球農產品期貨價格近期狹幅盤整

CBOT 三大農產品期貨 2018 年 1 月 4 日全面下跌，3 月玉米期貨收盤下跌 0.6% 成為每英斗 3.51 美元，因上週美國乙醇產量下滑而庫存攀高；3 月小麥下跌 0.5% 成為每英斗 4.34 美元，3 月黃豆下跌 0.1% 成為每英斗 9.6775 美元。ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 1 月 4 日上漲 1.5% 成為每磅 79.25 美分，3 月粗糖期貨下跌 0.4% 成為每磅 15.25 美分。ICAC 上調棉花價格預估，但稱今年棉花價格可能無法重複 2017 年的漲勢。棉花是 2017 年表現最好的農產品，標普高盛商品指數（S&P GSCI）2017 年上漲 11%，但 GSCI 農產品價格指數則是下跌 3%，主要受到糖價大跌 22.3% 的拖累，可可與咖啡也分別下跌 11% 與 7.9%，反觀棉花全年則是上漲 11.3%。ICAC 預估，自去年 8 月起的 2017/18 年度，Cotlook A 棉花價格指數平均將為每磅 74 美分，高於前月報告所預估的 72 美分，因本月 ICAC 對全球棉花產量以及期末庫存量的預估分別較前月下調了 31 萬噸與 25 萬噸，消費量的預估則是維持不變。不過，ICAC 對棉花價格的預估仍較為保守，因本週 Cotlook A 棉花價格指數已經來到每磅 89.35 美分，2017/18 年度至今的平均價格也達到每磅 83 美分。Societe Generale 報告表示，今年棉花價格可能會遭遇修正，因該行認為棉花市場已經超買。該行警告稱，一旦美國的棉花出口放緩，以及美國以外的棉花供應量增加，棉花價格可能就會遭遇壓力。不過，鑑於棉價去年表現良好，避險基金仍傾向於作多棉花，避險基金持有棉花期權的投機淨多單也增至 10 萬口以上，創下七個月來新高。

ICAC 月報表示，2017/18 年度，全球棉花產量預估將年增 11% 至 2,540 萬噸，這將是全球棉花產量連續第二年增長；在 2015/16 年度全球棉花產量大幅下滑至 2,150 萬噸之後，2016/17 年度全球棉花產量年增 7% 至 2,300 萬噸。2017/18 年度，最大出口國美國棉花產量預估將年增 25% 或 93 萬噸至 470 萬噸，最大產國印度棉花產量預估年增 8.7% 至 620 萬噸，第二大產國中國大陸棉花產量預估年增 7.1% 至 520 萬噸。2017/18 年度，全球棉花消費量預估將年增 3% 至 2,520 萬噸，其中大陸棉花消費量預估較上年度持平為 810 萬噸，印度以及巴基斯坦的棉花消費量也預估將分別增長 3% 與 4%，越南棉花消費量則預估將年增 12% 至 130 萬噸。其他主要的棉花消費國如孟加拉、土耳其以及美國等，本年度的棉花消費增長預估將介於 2%~3% 之間。

原油價格持續盤堅向上，價格下行風險加劇

OPEC 所主導的減產協議延長將至 2018 年底，可望為油價帶來提振效果。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 2018 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。

EIA 1 月 4 日公佈的數據顯示，截至 2017 年 12 月 29 日，美國商業原油庫存較前週減少 740 萬桶至 4.245 億桶，創下 2015 年 9 月以來的新低；根據路透社的調查，分析師原先預估原油庫存將減少 510 萬桶，前一天美國石油協會公佈的數據為減少 500 萬桶。伊拉克石油部公佈的最新統計數據顯示，2017 年 12 月，伊拉克從南部波斯灣終端出口的原油數量再創歷史新高，平均每日出口 353.5

萬桶原油，比 11 月份增加 3.3 萬桶。伊拉克國有石油市場營銷組織（SOMO）在 12 月份總共出口了 109,573,817 桶原油。石油部表示，12 月份創歷史新高的原油出口量為該國貢獻了 64.96 億美元的出口收入，平均油價為每桶 59.286 美元。美國對中國的原油出口的急劇增加，2017 年 1-9 月的平均日出口量為 18 萬桶，膨脹至上年同期的 14 倍，這一規模相當於同樣從美國增加進口原油的日本的 6 倍。美國頁岩油商 Continental Resources 生產 2017 年 11 月對大陸的原油銷量達到 33,500 桶/日。

原油期貨的投機淨多單創下歷史新高是近期內油價的最大風險，因所有想做多的人都已經出手，接下來只能賣出，帶來下行風險，上次空單降至這種極端水位時，油市隨後重挫 20%。



黃金避險買盤增溫，金價重回 1300 美元

COMEX 2 月黃金期貨 1 月 4 日收盤上漲 3.1 美元或 0.2% 成為每盎司 1,321.6 美元，SPDR Gold Shares 4 日黃金持有量減少 0.28 公噸至 836.04 公噸，為連續第二天減少。德意志交易所報告表示，德國最大的實物黃金債券 Xetra-Gold，截至 2017 年底的黃金持有量達到創新高的 175.04 公噸，較 2016 年底的 117.59 公噸增加了 57.45 公噸或 49%，其管理資產規模也因此達到了 61 億歐元。負責發行 Xetra-Gold 的德意志交易所商品有限公司執行董事 Michael König 指出，Xetra-Gold 去年的規模暴增，主要是來自於機構投資人的龐大買盤，但零售投資人對黃金投資的興趣攀升也佔了很大的比重，這也令 Xetra-Gold 成為歐洲最大的實物黃金支持證券。

Xetra-Gold 也是德意志交易所商品交易平台交易量最大的商品，2017 年的交易量達到 28.6 億歐元。該債券自 2007 年底發行以來即允許交割實物黃金，自成立以來實物黃金的交割已經被執行超過 970 次，累計的交割量達到 4.9 公噸。2015 年 9 月，德國聯邦財政法院宣布，在一年的最低持有期過後，投資者對 Xetra-Gold 進行的任何獲利出售或贖回均免繳資本利得稅。因此，從財政的角度來看，購買、贖回或出售 Xetra-Gold 債券等同於直接購買或出售實物黃金，比如金條或金幣。這也成為 Xetra-Gold 持續吸引投資人的原因之一。



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)