

全球經濟趨勢追蹤與預測

2018.10.05

FED 持續升息基調，美元匯價再創高

Fed 理事主席 Jerome Powell 10 月 2 日聲稱美國經濟前景超樂觀之後，隔天又直言美國距離中性利率(neutral rate)，即不會刺激或壓抑經濟成長的利率水位，還有很長的路要走、利率或許會超過中性水位，暗示央行升息腳步還不會停。Jerome Powell 10 月 3 日表示，極度寬鬆的低利率、是在經濟相當脆弱時才會出現，如此寬鬆的貨幣政策，對美國已不再適當。當前的利率依舊寬鬆，但已開始朝中性緩步邁進，未來或許會超過中性水位。不過，他強調，美國現在距離中性利率還很遠。FOMC 9 月 26 日釋出的最新預測顯示，2019 年 Fed 將升三次息，2020 年還會再升一次。這會讓利率中值拉升至 3.4%，並一路保持到 2021 年，長期而言利率則會略減至 3%，高於 6 月當時預測的 2.9%。FOMC 9 月 26 日將聯邦基金利率調升一碼至 2.20-2.25%。

中美貿易戰目前尚未對美國經濟數據造成影響，即便有不少企業人士對原物料成本上揚、供應鏈遭打亂以及市佔率受創等問題抱怨連天。假使最終各國關稅能下降、全球貿易秩序獲遵守，對美國與全世界都有利。然而，倘若各國因此實施更為嚴厲的貿易保護主義，這不但利美國的經濟與勞工，其他國家也會遭殃。Jerome Powell 並說，下一次危機應該跟 2008 年的全球金融海嘯不同，也許會因網路攻擊、或某種全球性的事件引爆。

美元在 Jerome Powell 發表評論時衝高、歐元下挫，美國公債殖利率也往上飆，歐元兌美元 3 日最低一度貶值 0.44% 至 1.1498，創 8 月 21 日盤中低。美元指數 3 日尾盤勁揚 0.56%、報 95.99 點；盤中最高一度上揚至 96.11 點、創 8 月 20 日盤中高。紐約債市 10 月 3 日尾盤時，對 Fed 利率決策較敏感的美國 2 年期公債殖利率勁揚 4.5 個基點至 2.860%；10 年期公債殖利率飆漲 10.3 個基點至 3.159%、創 2011 年 7 月高，為 2017 年 3 月以來最大單日漲點；30 年期公債殖利率同步跳漲 10.9 個基點至 3.315%，創 2014 年 9 月高、為 2016 年 11 月 6 日以來最大單日漲點。Jeffrey Gundlach 曾在 9 月 18 日透過 Twitter 指出，美國 10 年期公債殖利率再度站上 3%，這次卻沒有財經媒體關切。他要大家觀察 30 年債殖利率的 3.25% 關卡。假如這兩種殖利率收盤都站上，趨勢將有大變 (game changer)。

ISM 美國供應管理協會公佈美國 9 月 ISM 非製造業指數為 61.6，顯著高於預期的 58 和 8 月前值 58.5。這一指數曾在 7 月意外創下 11 個月新低 55.7，隨後觸底反彈。四個分項指標(商業活動、新訂單、就業、以及供應商交貨)悉數上

升。其中，9月用於衡量商業活動的指數上升至65.2%，創2004年1月份以來新高，前值60.7；9月就業分項指數上升至歷史最高位62.4，前值56.7。

不過另一項資料顯示，美國9月Markit服務業PMI終值53.5，創今年1月以來新低，但高於預期53和初值52.9，低於8月終值54.8。美國9月Markit綜合PMI終值53.9，高於初值53.4，同樣低於8月終值54.7。在Markit服務業PMI分項指數中，就業指數終值55.5，創2015年5月以來終值新高，初值55.3，8月終值53.5。Markit綜合PMI就業分項指數終值55.2，同樣高於初值55.0和8月終值53.6。

美國ADP就業資料超預期。美國9月份私人職位勁升23萬個，分別高過8月及市場預期的16.8萬及18.4萬個，反映當地就業市場持續強勁。美國經濟讓人感到非常高興；美國失業率處於最近20年最低位；美國通脹恰好處於美FED 2%的目標；美國經濟形勢顯然偏正面，FED正致力於讓經濟保持擴張，預計經濟擴展銀行還將持續相當一段時間；利率需要逐漸走向正常水準；距離中性利率水準還有很長一段距離。E-Trade投資策略副主席Mike Loewengart表示，從最新經濟資料、市場動向，以至聯儲局的決策，均顯示美國經濟非常穩健。美國克利夫蘭聯邦儲備銀行總裁Loretta Mester表示，相信FED將繼續漸進地升息仍然適宜，至於加息速度則取決於通脹，估計美國通脹增長會處於2%附近，通脹急速上漲的風險不高。



歐元區綜合經濟正受到中美貿易戰影響

隨著歐洲央行準備縮減資產購買規模，歐洲信用風險最低的企業面臨著兩年來最為高昂的債券融資成本。投資級歐元公司債的平均收益率攀升至了1.08%，創2016年5月以來的新高，自年初以來上漲了33個基點。夏季過後，供應量顯著增加，加上歐洲央行計畫於下月令資產購買淨額減半，並於年底完全結束這

一計畫。央行購買操作將令“9月份迎來‘最後的狂歡’”，因為在夏季放緩之後，供應量的增加會促使歐洲央行買入。歐洲央行的退出可能意味著，每年有多達1000億歐元的新公司債需要尋找買家。此種供應的過剩和市場的波動性已經推高了借貸成本，令今年投資級歐元利差擴大34個基點，至121個基點。

歐盟執委會上修2018、2019兩年歐元區經濟成長率預測，但預料通膨率仍可能受抑制。執委會表示，2018年歐元區GDP成長率可達2.3%，高於2017年11月預估的2.1%，且接近2017年升抵的近年高點。2019年預估成長率也調升至2%，展望大致ECB和IMF最近的預期相符。上述樂觀展望反映歐元區景氣上升循環動能增強，以及全球貿易情況好轉。上修2018、2019年預估成長率前，官方數據顯示歐元區去年經濟成長2.4%。執委會也調高英國除外的歐盟經濟預測，今年和明年成長率預估分別可達2.5%和2.1%；正談判脫離歐盟的英國，今年經濟成長率估為1.4%，略高於先前的預測，但仍低於歐盟全區的平均值。執委會預估今年歐元區通膨率為1.5%，比先前預估略加速，但明年預估通膨率維持在1.6%不變，仍未達ECB略低於2%的目標。

歐洲央行可能會在新的預測中對GDP增長保持樂觀，儘管第三季度資料的風險偏向下行。預期通脹預測不會有任何重大變化，預計歐洲央行的遠期指引將基本保持不變，理事會仍有望在2019年9月加息。自歐洲央行上次會議以來最大的進展是發佈了第二季度GDP增長資料，比央行的預期慢0.1個百分點。從四月到六月，經濟增長了0.3%，儘管預期是0.4%。最新結果與我們對趨勢增長的估計一致，幾乎沒有吸收經濟中剩餘的疲軟。然而，隨著失業率持續下降，經濟似乎保持著一定的增長勢頭，在第二季度末達到8.3%。歐元區的週期性恢復已經走過了漫長的道路。該地區的第二季度經濟將僅略低於其潛在GDP的0.5%。如果未來幾個季度經濟增長率略高於這一水準，那麼明年初閒置產能將幾乎耗盡。

義大利將明年的赤字目標定為占GDP產出的2.4%，並承諾在2020年和2021年降低赤字目標，從而對歐盟進行了部分讓步。歐盟此前向該國財政部長Giovanni Tria施壓以降低其執政聯盟的支出要求。義大利副總理Luigi Di Maio在羅馬與其他部長舉行的聯合記者招待會上表示，“我們將在不犧牲我們關鍵議程(和向義大利民眾承諾)的情況下降低2020年和2021年的赤字目標”。本屆民粹主義政府設定的明年赤字目標與前一屆政府在4月份制定的0.8%的目標形成鮮明對比。Tria一再表示，之前的目標已不再能夠實現。總理孔特領導的政府還將2020年和2021年的赤字目標定為2.1%和1.8%。Tria當天早些時候在羅馬舉行的一次活動上發表講話時表示，經濟放緩以及避免根據現行法規增加銷售稅已經將明年的赤字占GDP比例推高至2%。Tria表示，額外赤字計畫包括投資、提前實施減稅以及對貧困家庭的收入補助。政府還承諾將債務/GDP之比降

至 130%以下。

從 8 月份的預算談判開始，Tria 就一直在歐盟的預算限制與執政聯盟中五星運動和聯盟黨的兩位黨首 Luigi Di Maio 和 Matteo Salvini 的要求之間騰挪。新赤字目標將使投資者對義大利巨額公共債務的擔憂產生影響，也無法避免與歐盟委員會發生衝突。歐盟委員會表示，義大利必須繼續以足夠的速度減少赤字，以削減占 GDP 比例 130%上方的債務。受該國政府最初預算赤字計畫的影響，義大利債券收益率在夏季初飆升。9 月份再次攀升，因有消息稱，該國執政聯盟要求將赤字目標設定為接近甚至高於歐盟的 3%上限。債券收益率本月再創新高，因政府表示 2020 年和 2021 年的赤字目標也將定在 2.4%。

IHS Markit 的歐元區 9 月份 PMI 製造業採購經理指數從 8 月份的 54.6 下降至 53.2，也低於先前的預估初值 53.3。出口需求疲軟拖累該指數下跌。製造業公司表示，對全球保護主義的擔憂是導致他們喪失信心的關鍵因素。這些資料表明，美國和其他國家之間因關稅而出現的貿易摩擦在開始影響經濟。就在非常規貨幣刺激措施開始縮減之際，貿易風險以及英國退歐引發了對歐元區增長可能顯著降溫的擔憂。非常規貨幣政策降低了借貸成本，提高了公司的雇傭能力。此次放緩可能與需求低迷以及客戶的避險情緒上升相關，這通常與對貿易摩擦和關稅的擔憂有關，也可歸因於政治不確定性上升和價格上漲，“前瞻調查指標顯示，最糟的局面即將到來。”

日本恐為有經濟下行風險，日圓近期持續疲弱走勢

IMF 國際貨幣基金會公開警告日本面臨的風險平衡已經偏向下檔，因計畫中的消費稅上調會造成什麼影響存在不確定性，並且全球貿易緊張局勢帶來壓力。計畫于明年實施的消費稅上調舉措導致民間消費的波動超過預期，可能遏制經濟成長動能；與此同時，全球需求疲弱和貿易爭端不確定性可能引發日元跳漲，從而衝擊股市並再度觸發通縮風險。



IMF 在與日本政策制定者就經濟政策進行“第 4 條”年度磋商後發表聲明稱，日本應保持寬鬆的貨幣政策。但 IMF 指出，持續的貨幣寬鬆政策可能會鼓勵金融機構過度承擔風險。“財政可持續性問題和相關的債券市場壓力，可能對金融體系和實質經濟產生負面回饋效應。”。IMF 總裁拉加德也表示，日本的財政及貨幣政策捉襟見肘，能夠應對突如其來經濟衝擊的空間不多，日本仍然尚未使公共債務處於可持續軌道。

日本央行週一公佈的短觀調查季報顯示，9 月當季日本大型製造業者的信心觸及逾一年以來最低水準，原因是原材料成本上漲以及一系列自然災害影響生產，讓企業感受到了壓力。不斷升級的全球貿易摩擦打擊了大型製造業者的信心。但爆發全面貿易戰的風險打擊了企業的業務前景，可能威脅企業資本支出。活躍的資本支出是日本經濟中的一個亮點。該調查讓人質疑日本央行關於穩健的經濟擴張將有助於推動通脹率加速達到 2% 目標的看法，儘管有跡象顯示企業正在逐漸將成本轉嫁給客戶。“在全球貿易戰引發擔憂的情況下，由於出口放緩和工廠生產疲軟，製造業者的信心趨於停滯。”。“信心仍處於高位。而且由於企業獲利正在改善且物價上漲，我也不認為信心會繼續下滑。”

短觀調查顯示，9 月大型製造業景氣判斷指數從三個月前的正 21 降至正 19，為連續第三季惡化。市場的預估中值為正 22。9 月大型非製造業景氣判斷指數從 6 月調查的正 24 降至正 22，為八個季度來首次惡化。路透調查為正 22。調查顯示，12 月大型製造業及非製造業景氣判斷指數均料持穩不變。投資者對短觀企業景氣判斷指數下滑並不在意，日股日經指數·N225 週一升至 27 年高點，因日圓持續貶值幫助改善日本企業的出口獲利前景。

儘管企業信心有所下降，但最新的短觀凸顯出企業資本支出計畫穩健，得益於更新產能、以及增加對機器人(16.330, 0.06, 0.37%)和自動化投資以應對人口老齡化導致的勞動力短缺。央行短觀調查顯示，大型企業計畫在 2019 年 3 月止的本財年資本支出提高 13.4%。前次短觀調查時為 13.6%。本財年所有企業資本支出計畫增長 8.5%，接近日本泡沫經濟時代的步伐。“鑒於小型企業調高從現在起的獲利預估，資本支出仍有進一步增長的空間，但這很大程度上取決於貿易戰對企業信心的影響。”

短觀調查顯示企業轉嫁成本的能力增強，大型企業產出價格指數為正 7，是十年來的高點，這是令人鼓舞的跡象，反映出日本對抗通縮的努力取得了進展。衡量大型企業就業狀況的指數觸及負 23，為 1992 年以來最為緊俏的水準，凸顯就業市場趨緊。受益於企業支出強健，日本經濟第二季自今年 1-3 月的萎縮中反彈。但夏季貿易摩擦升級且供應鏈受到自然災害的干擾，令依賴出口的日本經濟前景蒙上陰影。

日本 9 月服務業 PMI 50.2，創兩年新低，前值 51.5；日本 9 月綜合 PMI 50.7，前值 52。2018 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大戰方面對中國採取強硬立場，恐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。

英恐陷盲脫歐，英鎊持續震盪

英國執政黨保守黨年會普落幕，在英國首相梅伊提出的“脫歐”方案遭歐盟否決的背景下，保守黨在本屆年會上並未就“脫歐”提出新方案。到目前為止，英國執政黨和反對黨均無法就如何“脫歐”給出清晰、有號召力的方案。距離正式“脫歐”不到半年，英國將以何種方式退出歐盟仍不得而知。“軟脫歐”和“硬脫歐”之爭尚未塵埃落定，或許“盲脫歐”才是英國“脫歐”的真實現狀。

本屆保守黨年會前，歐盟正式否定了英相梅伊提出的“契克斯計畫”。這份尋求在英歐之間設立“貨物自由貿易區”的“脫歐”方案命運多舛，提出後即導致保守黨內分裂，包括外交大臣、“脫歐”事務大臣在內的多名內閣成員因政見不合辭職，一度引來對英國政府執政能力的質疑。儘管會前有預測認為本屆保守黨年會可能會推出改良版的“脫歐”方案，但特雷莎·梅在年會演講中並未提出任何新方案，而只是表示，雖然“無協議脫歐”對英歐而言將是“雙輸”，但如果不得不這樣，英國也不會懼怕。“契克斯計畫”遭到前外交大臣詹森抨擊。詹森等公開反對首相“脫歐”方案的保守黨政客將此次年會作為彰顯立場、展示實力的舞臺，為未來角逐黨內領導權增加籌碼。

現任內閣成員則“一致對外”。國際貿易大臣福克斯和外交大臣亨特等保守黨官員警告，歐盟將為陷入僵局的“脫歐”談判付出代價。內政大臣賈維德則宣佈了一場“移民革命”，明確英國“脫歐”後將結束目前歐盟公民自由出入英國的待遇，也不會優先考慮給予歐盟低技能勞工入境簽證。

英國最大反對黨工黨於 9 月下旬舉行了年會。工黨領導層在本屆年會上正式拋出“二次脫歐公投”動議。“如果無法(提前議會)選舉，工黨將支持所有可行的(‘脫歐’)方案，包括由人民投票(決定)。”“二次公投”動議反映出許多英國人對英歐談判失敗、“無協定脫歐”將危及英國經濟的擔憂。就“二次公投”究竟該“投什麼”，例如是否應包括“讓英國繼續留在歐盟內”的選項，工黨成員爭得面紅耳赤。短短幾十字的“二次公投”動議，工黨大會耗費 6 個小時徵集

各方意見、修改措辭。分析人士認為，雖然舉行“二次公投”的可能性不大，但這一動議很可能造成英國議會內部更大程度的分裂，對“脫歐”進程不具建設性。

保守黨年會期間，會場外一度聚集上千名揮舞歐盟旗幟的示威者。他們抱怨說，英國選擇“脫歐”是盲目之舉，英國忙的不是“軟脫歐”也不是“硬脫歐”，而是“盲脫歐”。有觀點認為，英國目前的黨派政治幾乎全部圍繞“脫歐”，牽扯了政府制定長遠發展目標的精力，這本身就是一種盲目。英國與歐盟目前仍在多個領域存在分歧且不願妥協，其中最敏感的問題之一是北愛爾蘭邊境問題。如果不能儘快就核心分歧達成妥協並拿出切實可行的解決方案，雙方將不可避免迎來“硬脫歐”的結局。

目前看來，“硬脫歐”的可能性正在不斷增大。如果無法在今年 11 月前完成“脫歐”談判，英歐的貿易往來屆時將不得不退回到世界貿易組織框架下進行，這對互為重要交易夥伴的英歐來說都不是好消息，雙方貿易成本預計將增加。

英國 BOE 8 月 2 日召開決策會議，宣布升息 1 碼，將基準利率從 0.5%，上調至 0.75%，創 2008 年金融海嘯以來最高水準。英國央行貨幣政策委員會一致同意，升息 1 碼；消息一出，英鎊兌美元應聲上揚，一度觸及 1.3144，但隨後走跌。英國央行於通膨報告中預估，今年的通膨率約在 2.3% 左右；2019 年可能降至 2.2%，2020 年則為 2.1%。英國央行預測，2018 年國內生產毛額 (GDP) 為 1.4%，與前次預測相同；2019 年 GDP 為 1.8%，優於前次預測 (1.7%)；2020 年 GDP 為 1.7%，與前次預測相同。英國央行宣稱，若經濟成長符合通膨報告預期，在預測期間內，持續收緊貨幣政策，屬適宜作法，未來的升息步調，是漸進、有限的。由近期經濟數據可看出，第 1 季景氣放緩，是暫時的，經濟成長力道，已於第 2 季有所恢復。英國央行強調，當前勞動市場漸趨緊俏，失業率很低，但還可能進一步下修。英國央行也說，民眾、企業與金融市場對脫歐的反應，可能影響經濟展望。



英國 OBR 預測，2018 年英國 GDP 將增長 1.5%，高於 2017 年 11 月預期的 1.4%。2019 年和 2020 年 GDP 增長為 1.3%，與 2016 年 11 月的預期持平。OBR 下調了對 2021 年和 2022 年英國 GDP 的預測，分別為增長 1.4% 和增長 1.5%。英國財政大臣哈蒙德表示，雖然 OBR 下調了 2021 年和 2022 年經濟增長預期，但是「預期就是用來被打敗的」。哈蒙德預計英國政府債務也將降逐步減少。公共債務預計到 2020-2021 年，將從今年的 452 億英鎊降至 287 億英鎊，到 2022 - 2023 年，將降至 214 億英鎊。英國債務的顯著降低，是 17 年來的首次，這代表英國經濟從 10 年前的金融危機開始復甦的一個轉折點。他認為，「在隧道盡頭還有亮光」。

IHS Markit 英國 8 月製造業 PMI 採購經理人指數 54.3，高於前值 53.5 及預期值 53.9。英國 8 月服務業復甦勢頭強於預期，抵消了製造商和建築公司增長放緩的影響，但對英國脫歐的擔憂正在抑制未來一年的投資計畫和信心；這是相對強勁且有彈性的擴張速度，在本月早些時候加息後，這無疑讓英國央行鬆一口氣；自公投脫歐以來，英國經濟增速已經放緩。英國經濟增速從七國集團的榜首下滑至長期落後的日本和義大利，在增長排行榜上墊底；儘管如此，上月英國央行 10 年來第二次加息，因擔心勞動力短缺和其他產能限制將阻止通脹在短期內回到 2% 的目標；服務業就業意願升至 6 個月高點，但對未來一年的信心降至 3 月以來最低，因英國脫歐的不確定性導致客戶目前不願投資；有鑒於增長的不平衡性質日益加劇，以及企業情緒日益低落，當前前景面臨的風險似乎傾向於下行。企業支付了更高薪酬，限制了它們完成某些項目的能力。英國 8 月服務業 PMI：上月英國大型服務行業回暖幅度超預期，阻止了製造商和建築商放緩勢頭，但脫歐擔憂情緒正抑制未來一年的投資計畫和信心。

英國製造業 PMI 去年 11 月曾觸及四年高位 58.4。過去幾個月放緩的確切觸發因素尚不明確，未來有一些更為樂觀的跡象。製造業訂單增長為 11 月以來最強勁。56%的製造企業預計將在未來一年增產，這一比例接近 1 月創下的兩年高位，6%的企業預期產出將下滑。雇聘也升至三個月高位。但海外訂單增速放緩至四個月以來最低。“供應鏈延遲也妨礙產出增長。這些供應限制若能解除，不僅能進一步提振成長，同時也將部分緩解投入成本壓力，”製造業原物料成本上漲速度較 1 月創下的 11 個月高點放緩，而企業將成本轉嫁給顧客的速度也趨緩，儘管就歷史標準來看仍處於高檔。

減稅促進實體經濟轉型升級，著力激發市場活力和社會創造力

中國總理李克強在今年《政府工作報告》中承諾：全年再為企業和個人減稅 8000 多億元，促進實體經濟轉型升級，著力激發市場活力和社會創造力。

新一屆政府履職半年來，“減稅”一直是國務院常務會議的重要議題。確定深化增值稅改革的措施進一步減輕市場主體稅負。從 2018 年 5 月 1 日起，將製造業等行業增值稅稅率從 17%降至 16%，將交通運輸、建築、基礎電信服務等行業及農產品等貨物的增值稅稅率從 11%降至 10%。只要在中國註冊的企業，不管是中企還是外企，一視同仁對待，都能同樣享受此次減稅紅利。深化增值稅改革，仍然要守住一個基本目標：所有行業稅負只減不增！決定對職務科技成果轉化獲得的現金獎勵實行個人所得稅優惠使創新成果更好服務發展和民生

中國推動科技創新，不僅需要加大財政投入，更重要的是創新體制機制，更大釋放科技人員創新創造活力。尊重勞動、尊重知識、尊重人才、尊重創造不能停留在口頭上、檔中。要“面子”和“裡子”一起做，真正讓有貢獻的科技人員“名利雙收”。中國國務院決定再推出 7 項減稅措施支援創業創新和小微企業發展為企業減稅與加大財政投入實際是一枚硬幣的兩面：既要瞄準一些重大科研專案加大財政支持力度，也要通過減稅等相關政策激勵企業自主創新。此次減稅的方向是微小企業，但受益的是整個經濟。決定較大範圍下調日用消費品進口關稅更好滿足群眾多樣化消費需求。決定降低日用消費品進口關稅，不僅有利於進一步擴大開放，更好滿足廣大群眾日益多樣化的消費需求，而且也能發揮“鯨魚效應”，倒逼國內產品提質、產業升級。

降低日用消費品進口關稅是中國既定的自主選擇。在當前國際形勢錯綜複雜、貿易保護主義抬頭的形勢下，我們主動擴大進口，表明中國進一步擴大開放的決心和信心。這不僅有利於中國，也有利於世界。聽取今年減稅降費政策措施落實情況彙報決定再推新舉措支援實體經濟發展。減稅降費是實施積極財政政策、保持宏觀經濟穩中向好的重要舉措。已經部署的工作必須抓緊落實，對沒有落實的或落實不力的要追責。只有企業興，市場才會旺，經濟才會強。對減稅降費落實情況，國務院督查組和審計署要加強督查推動，各部門都要從國家大局出發，主動拿出進一步減輕市場主體負擔的措施，讓企業和群眾切實有感受。

確定落實新修訂的個人所得稅法的配套措施為廣大群眾減負，要在確保 10 月 1 日起如期將個稅基本減除費用標準由 3500 元提高到 5000 元並適用新稅率表的同時，抓緊按照讓廣大群眾得到更多實惠的要求，明確子女教育、繼續教育、大病醫療、普通住房貸款利息、住房租金、贍養老人支出 6 項專項附加扣除的具體範圍和標準。確保扣除後的應納稅收入起點明顯高於 5000 元。

專項附加扣除範圍和標準將動態調整。在當前國內外經濟形勢錯綜複雜的形勢下，要因時而動、不失時機推出更大“減稅降費”舉措，向社會發出積極信號。這是減輕企業負擔、提高中國經濟競爭力的重要舉措，也是深化“放管服”改革、轉變政府職能的題中應有之義。今後只能更進一步嚴控政府“三公”經費，為群眾、企業多減稅、多讓利。要讓人民過上好日子，政府就要過緊日子。

中國國家統計局發佈 9 月 PMI 採購經理指數為 50.4%，同上月持平，主要分項指數有升有降、波動不大。業內人士分析，9 月 PMI 穩健運行，表明當前生產活動加快，需求保持增長，顯現出階段性趨穩跡象。9 月份，製造業 PMI 項下生產指數為 52.8%，比上月上升 0.2 個百分點，連續兩個月上升，創下了今年以來的最高值，也高於去年同期水準。“這顯示生產活動有所加快。”中國物流資訊中心分析師陳中濤說，生產活躍的同時庫存並沒有上升。當月產成品庫存指數在上月下降的基礎上繼續回落，為 46.4%，低於去年同期。

從最新資料看，供給品質提升的態勢得以延續。一方面，產能過剩行業、高耗能行業 PMI 指數水準在 50% 以下的收縮區間內回落。另一方面，高技術製造業、裝備製造業 PMI 分別為 52.4% 和 51.9%，高於製造業總體水準，顯示經濟結構調整成效顯現。9 月高技術製造業和裝備製造業新訂單指數均在 53% 以上，未來有望繼續保持穩步增長。業內分析說，三季度製造業 PMI 平均水準

保持在 50%以上，同二季度相比穩中略升，表明經濟運行企穩態勢在繼續發展。

從需求端觀察，儘管新訂單指數略有波動，但仍延續了今年二季度以來的擴張態勢，為近 5 個月來的次高點。外部需求有所改善。9 月份進、出口雙雙回升至榮枯線上。其中，新出口訂單指數為 50.1%，比上月上升 0.4 個百分點；進口指數為 50.4%，比上月提高近 1 個百分點，為最近一年以來的高點。市場主體的直觀感受可以與統計資料相互印證。從調查回饋看，企業對“訂單不足”感受程度有所下降，反映該問題的企業比重連續 3 個月回落，9 月份回落較為明顯，幅度達到 3 個百分點。

綜合看市場需求總體平穩，企業生產經營活動在上月出現回升後，總體處於平穩狀態。經濟企穩的因素在逐步積累之中。製造業仍處於結構調整階段，當前企業生產經營中的困難較多，去產能任務較重，製造業穩定增長的基礎尚不牢固。比如，反映原材料價格和運輸成本上漲的企業比重連續兩個月增加。統計顯示，在生產回暖帶動下，PMI 項下原材料購進價格指數已經連續 3 個月上升，9 月份升至近 5 個月來的高點，為 57.5%。市場價格上漲反映出供需關係改善，有利於活躍市場，但要警惕部分產品、部分地區價格上漲過快，使企業成本壓力加大。此外，當前市場已逐漸進入旺季，但與往年同期經驗不同，9 月份新訂單指數不升反降，值得關注。由於製造業投資增速保持低位，制約了製造業產出的增長。預計未來製造業 PMI 難以明顯上升，也不會大幅下跌，總體上圍繞榮枯線波動。穩定當前經濟形勢，宏觀調控仍需注重於強動力、增活力。要加快推進供給側結構性改革，改善經營環境，激發市場活力，促進新舊經濟增長動能轉換，培育經濟增長點。

FED 升息美元轉強，農產品價格跌破支撐

CBOT 三大農產品期貨 10 月 3 日全面下跌，市場擔憂美元上漲將會影響到農產品出口，美國黃豆玉米的收成仍受到多雨天氣的阻撓，預計未來一週的情況也將如此。12 月玉米期貨收盤下跌 0.8% 成為每英斗 3.6475 美元，12 月小麥下跌 0.8% 成為每英斗 5.1525 美元，11 月黃豆下跌 0.5% 成為每英斗 8.6150 美元。ICE Futures U.S. 12 月棉花期貨 10 月 3 日上漲 0.4% 成為每磅 76.46 美分，3 月粗糖期貨上漲 1.3% 成為每磅 12.23 美分。

International Cotton Advisory Committee, ICAC 月報表示，2018/19 年度，全球棉花產量預估將年減 3.5% 至 2,596 萬噸，此較前月的預估小幅下調 2 萬噸；消費量則預估將年增 2.6% 至 2,760 萬噸，較前月的預估則是下調 20 萬噸；棉市的期末庫存預估將年減 8.7% 至 1,716 萬噸，較前月的預估上調了 24

萬噸。全球棉花種植面積預估將年減 2%至 3,340 萬公頃，單位產量則預估將年減 1%至每公頃 777 公斤，此接近過去十年的平均值 770 公斤/公頃。全球棉花庫存較上年度下滑主要是因為中國大陸棉花庫存減少的影響，大陸棉花庫存預估將降至 2011/12 年以來新低的 710 萬噸，反觀大陸以外的全球棉花庫存則預期持平為 1,020 萬噸。報告也預估，2018/19 年度，大陸將進口 200 萬噸的棉花，是全球最大的棉花進口國，孟加拉（180 萬噸）以及越南（170 萬噸）將分居二、三位。印度棉花種植面積預估將年減 2%至 1,190 萬公頃，仍將維持全球最大棉花生產國的地位。美國則是全球最大的棉花出口國，2018/19 年度的出口量預估將為 350 萬噸。

中國棉花協會則是在月報當中表示，2018/19 年度，大陸棉花產量預估從上年度的 604.7 萬噸略減至 602 萬噸，進口量則預估從上年度的 132.4 萬噸增加至 160 萬噸，棉花消費量預估從上年度的 855 萬噸減少至 844 萬噸，期末庫存則預估較上年度的 806.2 萬噸減少 10%至 724.2 萬噸。據中國棉花協會統計，2017/18 年度全國棉花產量 605 萬噸，較上年度增長 22.5%，其中新疆佔 82%。儲備棉輸出 268 萬噸，進口量 132 萬噸。紡織行業運行較好，棉花需求恢復增長，消費量 855 萬噸，較上年度增長 7%。經中國棉花協會對全國植棉面積進行覈實，將 2018/19 年植棉面積調整為 4617.1 萬畝，較上年度減少 3%；全國棉花總產量約為 602.1 萬噸，較上年度減少 0.43%。由於不確定性因素增多，預測 2018/19 年度棉花消費量將略減為 844 萬噸。

市場擔憂伊朗原油供應減少，原油價格創下 4 年新高

NYMEX 11 月原油期貨 10 月 3 日收盤上漲 1.18 美元或 1.6%成為每桶 76.41 美元，歐 ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 1.49 美元或 1.8%成為每桶 86.29 美元，繼續寫下近四年以來新高，主要擔憂伊朗供應減少的影響，但市場傳言沙國已經與俄羅斯達成協議，將齊力提高產量以抑制油價上漲。美國能源部 10 月 3 日公佈的數據顯示，截至 9 月 28 日，美國商業原油庫存較前週增加 800 萬桶至 4.040 億桶，為連續第二週增加；前一天美國石油協會公佈的數據為增加 90.7 萬桶，路透社調查的預估為增加 200 萬桶。美國當週汽油庫存減少 50 萬桶至 2.352 億桶，分析師預估為增加 130 萬桶；蒸餾油庫存減少 180 萬桶至 1.361 億桶，預估為減少 130 萬桶。普氏能源資訊的調查原先預估上週美國原油庫存將增加 276 萬桶，汽油與蒸餾油庫存分別減少 67.2 萬桶與 183 萬桶。

俄羅斯能源部長 Alexander Novak 表示，如果需要的話 OPEC 以及其他主要的非 OPEC 產油國可以很快達成提高產量的協議。不過，根據現行的機

制，產油國不會對油價的突然大漲有所回應，產油國關注的是石油市場供需的基本面。俄羅斯能源部 10 月 2 日公布的數據顯示，9 月份，該國原油日產量達到創新高的 1,135.6 萬桶，較前月提高了將近 15 萬桶。原油價格本週攀上近四年新高。美國總統 Donald Trump 此前已經多次要求 OPEC 應讓油價降下來，甚至國會議員也已經提出「反石油生產和出口卡特爾法」(NOPEC)。NOPEC 議案若通過，美國政府將可能據此起訴 OPEC 操縱能源價格。過去，布希和歐巴馬總統均曾威脅將使用一票否決權，阻礙其成為法律，但市場漸漸關注川普總統可能會有不一樣的想法。

Citigroup 全球商品研究主管 Ed Morse 認為，在美國國內原油產量增加，以及最大頁岩油產地德州二疊紀盆地油管運能受限的交互影響下，NYMEX 原油期貨交割地點、北美最大原油轉運中心奧克拉荷馬州庫欣 (Cushing, Oklahoma) 的商業原油庫存可能在明年四月就將再度攀升至 7,000 萬桶的高水平，這將打壓西德州原油價格，可能令布蘭特原油對西德州原油的價差擴大至每桶 15 美元，此將創下 2013 年 12 月以來的新高。自 9 月以來，布蘭特原油對西德州原油的價差就已攀升至每桶 9 美元以上水平，創下今年 6 月以來的新高，因擔憂美國對伊朗的制裁於 11 月生效之後將會令國際油市的供應減少，且美國原油產量持續維持再創新高的約 1,100 萬桶水平的影響。Morse 表示，二疊紀盆地新增的油管運能預計在 2019 年第四季上線，但在此之前庫欣庫存可能就已經飆高。美國能源部最新數據顯示，庫欣商業原油庫存已經將至低於 2,300 萬桶，相比去年四月的創新高水平曾達到 6,942 萬桶。



美元轉強黃金買氣不振，逢低買進布局正是時機

COMEX 12 月黃金期貨 10 月 3 日收盤下跌 4.1 美元，跌幅 0.3% 成為每盎司 1,202.9 美元，全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares 3 日黃金持有量減少

6.18 公噸至 731.637 公噸，持續寫下 2016 年 2 月以來的新低。CME Group 資深經濟學家諾蘭德 (Erik Norland) 表示，雖然市場上有一些有利於黃金的因素正在形成，但金價要真正上漲，可能還要等上 1-3 年的時間，也就是說要等到 2020 年以後。對美元來說有兩大多空因素在拉鋸，分別是貨幣政策收緊以及財政政策放寬，但他認為貨幣政策收緊最終將會勝出，這對美元來說是利多，但對於金價則是利空。一些分析師此前預期，聯準會的升息週期或會在 2019 年結束。

截至目前為止，金價都因為美國貨幣政策收緊而受到壓抑，特別是新興市場的貨幣危機如果擴大到更多國家的話，就會令美元更加高漲。不過，FED 的升息對金價也並非全然利空，因貨幣政策一旦過度收緊，就可能令美國經濟陷入衰退的風險增加，從而有利於金價。此外，中美貿易戰也是一大影響因素，最壞的情況下這將令所有商品陷入空頭，但卻有利於黃金。Mike McGlone 則表示，影響金價的最主要因素就是美元，而他認為美元最終將會回落，從而帶動金價做出反彈，並且不排除金價最終將可以上漲至每盎司 1,400 美元。他認為銀價的表現可能會優於金價，因當前金銀價格比來到 23 年以來的新高，白銀期貨的投機淨部位則是創下 12 年來的新低，將為銀價的反彈提供動力。



加拿大 BMO Capital Markets 報告認為，一旦美國聯準會暫停升息的腳步，金價就會反彈。BMO 此前將今年平均金價的預估下調 4% 至每盎司 1,273 美元，2019 年平均金價的預估也下調 1% 至每盎司 1,285 美元。BMO 表示，該行對金價的長期看法並沒有改變，仍預期 2020 以及 2021 年的平均金價均將為每盎司 1,250 美元，以及預期 2022 年以及長期的目標金價均為每盎司 1,200 美元。

FED 理事主席鮑威爾 2018 年升息的決心相當堅定，他強調稅改對通膨的推升將比預期來的高，所以 FED 必須預防資產泡沫化，致力於將通膨維持在 2% 左右。雖市場預估到今年升息至少還有 1 次，但金價卻未走低，主要是 FED 強化

了通膨升溫的看法、同時對於全年升息次數並未有更積極的論述，因此在通膨預期上升、升息預期不變下，實質利率反將有小幅走低空間。中國為全球最大黃金需求國，根據 20 年以上長期統計，每年 1~2 月是金價傳統小旺季，預期黃金回檔空間有限。不過，近期強勁的金價已經部分提前反應通膨升溫及美元走入空頭的預期，故短線上檔空間亦屬有限，近期中美貿易大戰煙硝味四起，雙雙叫陣銳不可擋，全球股市短線均劇烈震盪，避險資金轉入黃金與國債已不言可喻，金價短線觸底買盤躍躍欲試。

美國的總體財政政策、美國發動中美貿易戰爭與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。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/福州墨爾本理工學院國際經濟與金融系副教授 李全順)