

全球經濟趨勢追蹤與預測

2018.12.05

中美貿易摩擦暫偃旗息鼓，2019 美國經濟持續溫和成長

美國經濟增速將在明年 2019 年，從 2018 年的 2.9%放緩至 2.3%，其中四季度增速將從今年的 3.1%放緩至 1.7%。到 2020 年，美國全年經濟增速預計將進一步放緩至 1.9%，但 GDP 會在四季度重新加速，回到高於趨勢增速的 2.3% 水準。利率走高疊加貿易陰雲未散的大背景下，FED 開始圍繞中性利率制定貨幣政策，並在今年 12 月、明年 3 月和 6 月再加息三次，將利率上調至 2.875%。

但 2019 年 9 月，FED 將認為已進入貨幣政策制定的“第三階段”，隨之暫停加息步伐。2020 年，隨著經濟增速回升至潛在水準以上，核心 PCE 通脹率進一步上升，FED 屆時將加息四次，到年底時利率可以達到 3.875%。

市場十分關注的經濟衰退風險方面，美國經濟在 2019 年滑入衰退的可能性依舊很低，僅有 15%左右。但到了 2020 年下半年，將有明確信號表明經濟已經進入擴張的最後階段，衰退可能性由此上升到 30%。

貿易摩擦全面升級致使投資下滑，動盪的市場和企業債息差大幅擴大，金融環境持續大幅收緊，經濟增長進一步遭到抑制。2019 年下半年，美國 GDP 出現負增長，美聯儲開始降息並停止縮表。2020 年，降息進一步加速。隨著經濟衰退程度越發嚴重，美國重回零利率時代。

失業率急劇下降疊加薪資增速攀升，美國經濟繼續增長，遠超趨勢增速。生產力依舊保持在高位，勞動參與率明顯上升，為供給側贏得時間。但由於失業率過低，經濟過度增長，促使貨幣政策制定者做出更為積極的反應。到了 2020 年，美聯儲在每一次會議上都傾向於加息，最終減弱經濟增長勢頭。後年年底，通脹加速疊加失業率觸底，美國經濟將明顯進入過熱階段。FED 首選的通脹指標——核心 PCE 物價指數將在明年漲超 2%，並在 2020 年進一步上升至 2.5%或更高水準。具體來看，2%的核心 PCE 同比增幅將會持續到明年年初，但在關稅、更高的醫療服務價格通脹和勞動力市場非常緊張所帶來的上行壓力接踵而至之後，這一指標將在 2019 年底上升至 2.3%，到 2020 年四季度則達到 2.5%。屆時，核心 CPI 同比也將漲至 2.8%。

2018 年以來，美國就業增長趨勢仍保持著驚人的彈性。截至今年 10 月，美國每月平均新增 21.3 萬個就業崗位。展望未來，上述投行預計，2019 年美國就業增長將溫和放緩至每月新增 14 萬個崗位，隨後在 2020 年小幅回升至 15.3 萬人。儘管有所放緩，這一資料仍舊足夠強勁，可以繼續為失業率帶來下行壓力。失業率將在 2019 年下滑至 3.4%，並在 2020 年隨著經濟增速超過潛在趨勢而

進一步下滑至 3.2%，創下自 1953 年以來的新低。隨著失業率下降，勞動參與率也將提高至 63%。隨著勞動力市場達到或超過充分就業，勞動力供應短缺也變得更具約束力，並為工資增長帶來上行壓力。摩根士丹利預計，薪資增速將在 2019 年四季度加速至 3.5%，並在 2020 年進一步上漲至 4.0%。

FED 將在 2018 年 12 月、3 月和 6 月加息，將利率上調至 2.875%。隨後停下加息步伐，圍繞中性利率進行決策，到 2020 年再加息四次，屆時利率將在年底達到 3.875%。即使 FED 判斷利率接近中性，這並不意味著美聯儲必須停止加息，而是表明了鮑威爾必須停下來評估加息的影響。通膨仍是美聯儲考量的關鍵制約因素。目前，家庭和金融企業的資產負債表表現比過去好得多，而非金融企業杠杆則是當前經濟所面臨的最大威脅——可能擴大 FED 加息所帶來的緊縮效應。

但當市場看到衰退還未到來的明確信號，更為寬鬆的金融環境將推動經濟再次加速增長，超過潛在增速。美國本輪經濟擴張將締造歷史最長紀錄，時長延伸至 2020 年之後。儘管 2019 年經濟增速有所放緩，但美聯儲停下加息腳步以應對下行風險，衰退可能性僅有 15%。但到了 2020 年，通膨走高，FED 被迫收緊政策，衰退可能性將會翻倍。明年迎來經濟衰退的可能性僅有 10% 甚至更低。但該投行所評估的結果稍高，主要是考慮到貿易緊張局勢升級風險，以及企業杠杆過高可能導致金融體系脆弱。

多年以來，這種杠杆在接近零利率的環境下成長，很有可能會放大 FED 加息所帶來的緊縮效應。作為對利率十分敏感的行業之一，美國樓市正在對緊縮的貨幣政策做出反應。在樓市面臨抵押貸款利率和房價雙高、供應受限的情況下，預計住房投資將持續疲軟，對整體經濟增長沒有貢獻。上述投行將美國房屋建設和銷售近來的疲軟歸因於抵押貸款利率上升，並稱更高的抵押貸款利率將使 2018 年美國單戶住宅營建許可增長率下降 5%。此外值得注意的是，建築業勞動力短缺也是限制建房的因素之一。如果近來樓市活動的疲軟是因為供過於求，那就確實會引發更大的擔憂。但現在，千禧一代終於入場，收入增長和人口數量支持了強勁的需求。

與此同時，房價連續七年上漲，為部分地區購房能力帶來壓力。儘管如此，並未看到樓市廣泛過熱的狀況。到 2019 年，房價指數 HPI 將從此前的 5.0%-7.0% 放緩至 2.0%-2.5%。

關稅或在一定程度上限制出口增長，全球經濟增長放緩或又致使進口溫和增長。由此，淨貿易將在 2019 年拖累美國經濟增長，平均每季度為 GDP 抹去 30 個基點，與過去 5 年的貢獻大致相同。考慮到貿易政策仍是關鍵風險，也是不確定性的來源，該投行認為，明後兩年經常帳戶赤字將進一步擴大。未來，經

常帳戶餘額占 GDP 比例將從今年的 2.4%，擴大到 2019 年的 2.6%。到 2020 年，這一數字還將上升至 2.9%。

在財政政策持續審慎、收入增加、稅負減輕、消費者信心增強的支持下，美國家庭的整體狀況仍然相對良好。2018 年，退稅季將創下紀錄新高並拉動需求，由此造成下半年的支出放緩。明年春季返還的所得稅將大增 620 億美元，助力一季度儲蓄率飆升，明年 2、3 月份高價商品銷量也將上升。由於非必須消費品需求提前到了第一季度，第二季度的消費者支出應會大幅放緩。一季度實際 PCE 增長率可以達到 3.0%，頗為強勁；但到二季度，這一增速將放緩至 1.8%，三季度則將進一步放緩至 1.2%。消費者支出放緩主要是退稅季推動需求提前的結果，而非美國家庭消費狀況潛在惡化的不祥前兆。

在川普減稅大幅壓低財政收入的情況下，美國 2018 年的預算赤字將占 GDP 的 3.7%，僅略高於 2017 年 3.5%。但在獲得國會批准的支出遠超自動減支預算上限之後，赤字占比將上升至 4.1%。到了明年，支出預計將攀升至預算水準，但減稅增支等財政刺激措施的所產生的綜合影響將遠不如今年。

而在 2020 年，預算赤字占 GDP 比重將略有下降，回落至 3.9% 的水準。其原因在於，支出增長仍在控制範圍內，收入增長則受經濟回暖提振有所回升。無論是 2019 年還是 2020 年，美國預算赤字都將略低於 9000 億美元，不會超過 1 萬億美元大關。

美國 11 月 ISM 製造業 PMI 指數超預期，從上月的 57.7 反彈至 59.3，主要是受到新訂單指數從上月的 57.4 大幅反彈至 62.1 推動。不過同期公佈的 10 月營建支出環比-0.1%，不及預期的 0.4%，且前值從 0% 修正為-0.1%。兩方面的資料顯示，美國製造業依舊相對強勁，但地產業正在繼續超預期走弱。

新訂單指數跳升，主要受內需強勁推動；出口訂單維持低位元徘徊顯示外需繼續偏弱。11 月整體指數超預期攀升，最主要原因是新訂單指數從上月的 57.4 大幅反彈至 62.1。不過出口訂單指數在經歷上月的大幅下行後，本月維持在 52.2 的低位元不變，顯示新訂單的走強與外需關係不大，主要是內需強勁推動。實際上，出口訂單指數從 2 月的 62.8 高點持續下滑，至今幅度已達 10.6，反映的是美元走強、以及週邊增長偏弱的事實。11 月支付價格指數顯著回落，可能與大宗原材料價格回落及美元偏強有關。雖然 11 月價格指數以 60.7 的點位保持連續 33 個月擴張，但相比上月的 71.6 顯著下降。我們預計這一回落與 11 月油價顯著回檔、以及美元繼續維持強勢有關。

對貿易摩擦的擔憂依然在繼續。雖然整體指數繼續處於強勢擴張區域，但依然有較多的受訪者對貿易摩擦帶來的高關稅表示擔憂，尤其擔憂其可能推升成本壓力。同期公佈的營建支出環比-0.1% 不及預期，顯示地產下行壓力加大，大概

率年內第四個季度拖累增長。營建支出環比下滑 0.1%不及預期的增長 0.4%，同時 8 月和 9 月資料均下修。內部看，雖然公共支出環比增長 0.8%，但是私人地產和非地產支出分別環比下滑 0.5%和 0.3%完全將其增長效應抵消。我們預計四季度地產投資大概率將延續前三季度對實際 GDP 環比增長造成拖累的態勢。三季度私人實際地產投資年化環比增長-4%，拖累實際 GDP 年化環比增速 0.16 個百分點。預計四季度拖累幅度可能更大。目前的製造業相對強勢，將繼續支持美國四季度經濟增長有不錯的表現，但地產動能的持續下行，對增長的拖累將不斷加大。



改革談判取得重大進展，歐元止穩盤堅走揚

不久前，歐盟一場長達 19 個小時的會談結束，各國領導人同意加強銀行業聯盟和主權紓困基金方面的合作，以保護歐盟國家免受未來金融危機的影響。歐盟各國財長已就支持歐元區應對未來金融危機的措施達成一致。據悉，該談判持續了 12 個月之久，與會的歐盟各國財長對週二達成的這一突破表示歡迎，稱協定將賦予歐元區銀行業聯盟更多的金融實力，並賦予帶有主權紓困基金性質的 European Stability Mechanism “歐洲穩定機制” (簡稱 ESM) 更大的靈活性，以幫助各國應對市場動盪。

儘管大部分基礎工作在會議召開前幾周就已完成，但與會者稱，當晚的談判一度陷入僵局，因為各國代表提出了基於自己立場的要求；最大的障礙，就是法國希望推動“歐元區預算”，說明遭受經濟衰退的經濟體發揮穩定作用，但這一提議遭到荷蘭和其它北歐國家的抵制。

最終協議包括了法國馬克宏和德國梅克爾今年 6 月制定的聯合改革計畫的一些內容，其中就有擴大歐盟 5000 億歐元 ESM 的許可權，使其能夠進行干預

並遏制銀行業崩潰所引發的後果。除了就加強 ESM 的作用達成一致外，各成員國關於“歐元區預算”和 common system for security savings 共同安全儲蓄體系的爭論仍在繼續。

在 12 月中旬將於布魯塞爾舉行的歐盟峰會上，該項改革需要得到歐盟領導人的批准。援引德國財長 Olaf Scholz 週二在社交媒體的發文稱，歐元集團經過近 16 個小時的協商，談判取得了好的結果。歐元改革已經明確向前邁進。近幾個月來，歐元區改革被提上了歐盟的政治議程，因為在面對歐元區成員國身份帶來的限制和義務問題上，歐元區各國政府都面臨著不同類型的公眾壓力。歐洲央行稱，有必要修復歐元區對抗經濟危機工具的缺陷。

改革救助基金計畫是法國總統馬克龍的“小目標”之一。這位近期麻煩不斷的歐洲大國元首，希望建立歐元區自己的財政能力，讓歐元區遇到風險時不必再像以往那樣求助於歐洲央行或 IMF 等外部力量。上月，德國財長 Scholz 曾宣佈德法兩國就歐元區預算協定達成共識。市場分析人士普遍認為，未來的 European Monetary Fund 歐洲貨幣基金組織(簡稱 EMF)將成為歐洲穩定機制(ESM)的升級版。此前，在歐債危機中 ESM 曾作為危機臨時解決方案，起到了顯著的作用。而 ESM 將成為歐盟中一個財政紀律監管和主權債務重組的機構。

據歐盟統計局公佈，歐元區今年 10 月 PPI 生產者價格指數按年升幅加快至 4.9%，創 2011 年 11 月後近七年高，並高於市場預估的 4.5%，前值升幅由 4.5% 略上修至 4.6%。按月計，歐元區 10 月 PPI 按年升幅加快至 0.8%，連續兩個月升溫，高於市場預估的 0.5%，前值升幅由 0.5% 略上修至 0.6%。

IHS Markit 公告歐元區 11 月服務業 PMI 終值 53.4，前值：53.1，預期值：53.1。歐元區 11 月服務業 PMI 終值好於預期，但降至 2016 年 10 月以來最低；綜合 PMI 降至 2016 年 9 月以來最低。調查反映出突出的脫歐帶來的逆風、對貿易戰的擔憂，以及汽車領域對經濟和政治前景帶來的不確定性。儘管歐元區 11 月 PMI 終值資料好於初值，但仍指向第四季度 GDP 增速將僅溫和擴張 0.3%，意味著製造業仍處於疲軟趨勢。

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。”

IHS MARKIT 公佈，經季節調整後，德國 11 月服務業 PMI 採購經理指數終值報 53.3，創六個月低，與初值持平，亦符預期，10 月終值為 54.7。雖然德國

11 月服務業增長放緩至半年最慢，惟資料仍明顯高於榮枯線，反映增長穩固，與自 1997 年起歷史平均趨勢相符。除酒店及餐飲業錄輕微收縮外，所有服務業類別活動均擴張。服務業需求普遍上升，新業務流入連續 47 個月維持增長，來自海外新業務連續五個月減少，壓抑整體新業務流入。服務業企業 11 月增加招聘，惟招聘速度放緩至六個月最慢。積壓工作連續九個月增長，投入成本通脹增速創 2011 年 3 月以來最快。服務業企業積極將成本上升轉嫁予客戶，惟產出通脹放緩至六個月最慢，不過，相對歷史資料，銷售均價增長仍然強勁。另德國 11 月綜合 PMI 終值略上修至 52.3，創近四年低，高於市場預估維持初值 52.2，10 月終值為 53.4。法國服務業 PMI 終值 55.1，高於預期的 55；綜合 PMI 終值 54.2，高於預期的 54。

日本央行將持續推動 QQE，以實現 2%通脹目標

日本央行副行長 Masazumi Wakatabe 田部昌澄日前在日本新潟商界領袖座談會上重申了日本經濟和貨幣政策，並表示日本經濟正在溫和擴張，物價穩步上升，但還未實現通脹目標，因此會繼續推行 QQE 量化質化寬鬆政策。

日本受自然災害等短暫性因素影響，三季度經濟增速比二季度放緩，但 10 月開始，出口、生產等經濟活動都重新走上了增長軌道。伴隨實施了五年半的 QQE，日本目前仍處在經濟復蘇階段。經濟復蘇帶來了企業的發展，促進了就業，降低了失業率；同時，物價水準保持了正向增長率，結束了 QQE 前長期的緊縮時代。不過，田部指出了日本經濟擴張和物價上漲面臨的風險因素。日本經濟增長前景方面，全球貿易摩擦等風險性因素，將會讓全球經濟走弱，這不僅會影響貿易，還會影響企業的投資熱情和金融市場的情緒。物價增長前景方面，實際工資和物價是否實現增長仍存在變數，另外政府計畫在明年 10 月增加消費稅，將給經濟的增長和 2%的通脹目標的實現帶來另一個風險因素。

日本距離實現 2%的通脹率目標還有很長一段路要走。目前，儘管物價水準穩步增長，但只達到了 1%附近；如果經濟再次面臨下行壓力，則有可能回到通貨緊縮狀態。之前長期的通貨緊縮情況，讓日本家庭消費對物價變化較為敏感，企業在提高商品售價方面也較為謹慎。如果經濟保持上行而物價跟不上步伐，將有損於經濟的發展。因此，日本央行將繼續推行大規模寬鬆政策，通過收益率曲線控制手段，即大量購買國債將 10 年期國債收益率維持在 0 附近浮動等措施，刺激經濟、實現通脹目標。

日本央行當下處在一個重要關頭，因為其 QQE 可能帶來副作用，如侵蝕金融機構的獲利等。因此，在繼續實施 QQE 的同時，有必要不斷評估政策對通脹的有效性，以及政策對金融市場的影響，以提高政策的可持續性和達成通脹目標

的可能性。在美國貨幣政策收緊、歐洲貨幣政策也逐漸走向正常化的背景下，田部昌澄的言論顯示了日本的 QQE 還有較長的路要走。

日本除國際原油價格高企外，還有一系列負面因素集中在三季度爆發，導致日本經濟下滑趨勢明顯。根據日本內閣府上月中旬公佈的三季度(7-9 月)國內生產總值(GDP)初值顯示，剔除物價變動因素後實際比上季度減少 0.3%，換算成年率為下滑 1.2%，時隔一個季度呈現負增長。三季度實際 GDP 降幅創下 2015 年第四季度以來高位，從內需和外需的貢獻度來看，兩者均造成了拖累。

日本 GDP 負增長的主要原因是今夏自然災害頻發導致內外需雙雙下降。內需方面，消費者因酷暑、暴雨等惡劣天氣減少外出遊玩和用餐次數。同時，災害造成蔬菜減產，推高生鮮食品價格，影響消費者心理。受天氣狀況不佳影響，休閒及餐飲業陷入“苦戰”。三季度，日本個人消費環比下降 0.1%。

在外需方面，日本出口三季度環比減少 1.8%，時隔 4 個季度再次下降。除了面向亞洲的智慧手機零部件等出口勢頭放緩外，今年第 21 號颱風“飛燕”導致關西機場功能一度癱瘓，電子零部件等出貨不暢。另外，日本西部地區暴雨導致工廠停工、設備交貨延期，民間企業設備投資三季度下降 0.2%，為 8 個季度以來首降。

也有媒體指出，三季度負增長由自然災害等因素造成，符合市場預期。災區重建需求等因素有望支撐日本 GDP 在第四季度反彈。目前，全球貿易摩擦不斷，日本也在密切關注這種局勢對經濟造成的下行風險。日本一直在積極推動與多方的貿易談判，努力提振貿易表現。儘管美國與日本之間存在貿易分歧，但美日貿易合作也一直在推進。美國副總統彭斯敦促日方進一步向美方開放市場，以調整雙邊貿易的“不平衡”。彭斯近期在美國《華盛頓郵報》的一篇文章中說，美方很快將與日方啟動“歷史性”貿易談判。美方敦促日本開放牛肉、大米等農產品市場，同時希望擴大對日本的汽車出口。

彭斯 10 月把美日打算談判的貿易協定描述為“自由貿易協定”，而日方界定雙方所謀求的是有限貿易協定。為避免美方對日本產汽車加征關稅的威脅，日方最終同意與美方啟動雙邊貿易協定談判。日本還積極推動和歐盟打造全球最大自由貿易區。雙方的經濟夥伴協定(EPA)有望于明年生效。歐盟和日本簽署的協定將取消針對日產車的 10%關稅，以及大部分汽車零件的 3%關稅，日本也將取消對歐盟乳酪和葡萄酒分別徵收的 30%和 15%關稅，並允許歐盟在日本進行公開招標。此外，雙方還承諾開放金融服務、電信、電子商務和交通等領域的服務市場。

總體而言，日本央行表示，日本經濟面臨下行風險，2018 財年經濟風險偏於下行。雖然動力稍顯不足，但經濟仍保持實現 2%的通脹目標。日本央行將繼

續保持偏寬鬆但操作上更靈活的政策。

Nikkei/Markit 公告，經季節調整後，日本 11 月服務業 PMI 採購經理指數由 10 月份的 52.4 半年高位水準，略回落至 52.3。雖然擴張速度減慢，但整體表現依然屬穩固，並且高於 26 個月增長期內的平均值。期內需求增加支援產出增長，使後者維持前值約半年高位，新業務增長自前值近五年半高位有所放緩，新出口業務增長創四個月高。職位創造步伐僅溫和，但產能壓力有所紓緩，積壓工作連降第三個月。成本負擔繼續上升，但收費也提升。服務商對未來產出樂觀態度達十個月來最高。此外，由於服務活動增長及製造業生產增長放緩，日本 11 月綜合 PMI 由 10 月份 52.5 略跌至 52.4。



英國脫歐的不確定性，或將雙雙拖累歐元區

歐盟日前正式與英國達成“脫歐”協定，但該協定能否在歐盟各成員國和英國議會順利過關猶未可知，最終以何種形式“脫歐”仍存在不確定性。在經濟增長放緩的背景下，這種不確定性勢必繼續困擾英國經濟，同時也是當前歐盟經濟面臨的主要風險之一。

英國議會將於 12 月 11 日對這份協議進行表決。然而，根據目前形勢分析，英國議會第一輪投票中否決這份協議的幾率並不小。部分議員已明確表示，將在議會辯論與表決中發起“阻擊”。另外，即便“脫歐”協定獲得足夠政治支援得以實施，圍繞英歐貿易關係的不確定性也並未就此消除。從目前雙方達成的“脫歐”協議以及“英歐未來關係宣言”兩份政治檔看，英國與歐盟未來貿易關係僅有框架性定義。在明年 3 月英國正式“脫歐”後將設置為期 21 個月的過渡期，

其間英國仍繼續留在歐洲共同市場與歐盟關稅同盟，享受貿易零關稅待遇。但之後的英歐貿易關係並未真正明確。

“脫歐”帶來的不確定性持續困擾著英國經濟。英國國家經濟與社會研究所近日發佈的報告顯示，從英國“脫歐”公投至今，這種不確定性已令英國國內生產總值(GDP)下降 2%。2018 年第一季度，英國 GDP 環比增幅僅為 0.1%。儘管此後增速有所回升，但分析人士普遍認為，英國經濟疲軟跡象已經顯現。國際機構及英國國內機構均預計今年英國 GDP 增幅將為 1.3%左右，明顯低於 2016 年的 1.9%和 2017 年的 1.8%。

步入“脫歐”通道以來，英國商業投資環境遭遇國際金融危機以來最嚴峻挑戰，高端人才和金融機構外遷正在蠶食倫敦作為國際金融中心的地位。英國政府官員日前預計，到明年 3 月英國“脫歐”時，倫敦金融城將有大約 5000 個金融服務業崗位轉移至歐洲大陸。儘管面臨重重挑戰，英國政府對於“脫歐”前景仍充滿信心。英國首相特雷莎·梅近日在一封公開信中強調，“脫歐”協議將為英國帶來“更加光明的未來”，因為實施這一協議，英國將得以制定獨立的貿易政策，引入以技能人才為基礎的移民政策，享有獨立的財政支配和立法權，退出不利於英國的農業和漁業政策等。

歐盟方面情況也不樂觀。歐盟統計局資料顯示，今年第三季度歐盟和歐元區國內生產總值(GDP)環比增速分別放緩至 0.3%和 0.2%，為兩年多來最低。儘管增速放緩有一些臨時性因素，但分析人士普遍認為，歐洲經濟面臨的下行壓力正在加大，不確定因素增加，主要表現在貿易保護主義加劇、內部銀行業問題、義大利預算風波和英國“脫歐”等。歐盟委員會在秋季經濟預測報告中指出，“在歐洲共同市場與歐盟關稅同盟之外，不存在零阻力的貿易”，暗示英國“脫歐”必然影響歐盟成員國與英國的貿易。分析人士認為，未來英歐之間能否就建立高度開放的自由貿易區達成一致至關重要。如果“脫歐”協定夭折並出現“無協定脫歐”，英歐貿易往來回到世貿組織框架下進行，歐盟和英國經濟所受衝擊將明顯上升。

與貿易關係類似，英國與歐盟金融業之間關係的變化影響著歐盟的金融穩定。目前，關於英國“脫歐”之後的金融監管、准入等政策性安排尚不明確。不少在倫敦的金融機構一邊關注“脫歐”進展，一邊著手調整業務佈局，向歐元區遷移業務和員工。歐洲央行行長德拉吉表示，對歐盟與英國達成使金融穩定風險最小

化的協定有信心。然而，私營部門必須為最壞的情況做好準備。“無協議脫歐”勢必給歐元區金融市場、金融仲介機構等帶來不安。

此外，英國“脫歐”不確定性持續發酵，可能影響歐洲消費者信心。鑒於消費已成為當前拉動歐盟經濟增長的首要動力，消費減弱不僅拖累增長，也將影響歐元區核心通脹率回升。歐盟委員會的調查顯示，11月份歐元區消費者信心指數下滑至20個月低位。分析人士指出，包括英國“脫歐”在內的一系列不確定性正慢慢傳導至歐元區消費市場。

根據瑞銀集團最新發佈的全球經濟展望報告，2019年英國經濟增長最大的不確定性因素依然是脫歐的最終走向，英歐關係的界定以及未來貿易安排將在很大程度上左右英國經濟的增長走勢，因此2019年英國經濟將更多受到脫歐“政治風向”的影響。隨著2019年3月份脫歐最終日期臨近，以及歐盟通過脫歐協定的積極信號，市場預期英歐之間順利進入脫歐過渡期的可能性在上升。這將提振英國消費者信心，從而帶動國內需求，促進消費增長，提振投資需求，這兩者的效應疊加將共同推動2019年英國經濟增長達到1.8%的水準，2020年過渡期結束前，受英歐間新的規則安排影響，增長動力將下滑，預期GDP增長率將僅為1.3%。此外，以CPI衡量的通脹水準預計將在2019年中期逐漸降低到2.0%以下，但在2020年過渡期結束後，通脹水準可能將受到對於未來貿易安排不確定性風險影響再度上升。

如果英歐協議草案沒有得到各自議會批准，脫歐進程很可能被延期。在這一情況下，根據英格蘭銀行此前的分析預測，英國國內市場投資將會繼續延後直到脫歐出現確定性結果，在這段時間內消費者信心及商業信心將持續受到衝擊。如果出現“硬脫歐”，到2023年對於英國經濟的直接衝擊將導致GDP損失10%，考慮到貨幣當局寬鬆貨幣等在內的刺激經濟增長政策影響，“硬脫歐”對於英國GDP的打擊也將達到8%。同時，受英鎊貶值及歐盟收緊英歐之間人員、貿易及投資往來所帶來的供給側衝擊等影響，英國國內的通脹水準也將出現較大抬升。如果英國最終由於出現第二次“公投”否決脫歐，繼續留在關稅同盟和單一市場中，英國未來經濟增長預期將有明顯改善。

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蘇的一個轉捩點。他認為，「在隧道盡頭還有亮光」。

Markit/CIPS 公佈，經季節調整後，英國 11 月服務業 PMI 採購經理指數，由前值 52.2 跌至 50.4，創 2016 年 7 月以來新低，遠遜市場預估升至 52.5。數據僅略高於榮枯線，反映英國服務業 11 月產出僅輕微擴張。業務活動及新工作擴張幅度屬近兩年半以來最弱，新業務增長連續三個月放緩，部分企業指「脫歐」不確定性拖延客戶商業決定。就業增幅放緩至四個月低，另服務業營商信心跌至 2016 年 7 月以來最差。另英國 11 月綜合 PMI 跌至 50.7，亦創 2016 年 7 月以來新低，遠遜市場預估維持前值 52.1

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。僱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。



2019 年預估中國經濟成長率仍達年增率 6%

穆迪對中國經濟 2019 年的預期下調至 6%，今年稍早前的預期為 6.6%。下調來年經濟增速的主要考慮是外部環境的不確定性，以及去杠杆去風險對整體經濟，尤其是私營部門的影響。12 月 4 日，穆迪-中誠信國際 2019 年信用展望會議在北京召開。

中國 2019 年不會出現大的經濟刺激方案，目前政策組成來看，防風險、去杠杆仍然非常重要，這個過程還會繼續，特別是對地方政府的去杠杆工作。穆迪對中國經濟 2019 年的預期下調至 6%，今年稍早前的預期為 6.6%。下調來年經濟增速的主要考慮是外部環境的不確定性，以及去杠杆去風險對整體經濟，尤其是私營部門的影響。

“6%的增速，更加符合中國潛在增速水準。政府如果不像以前那樣追求高增速的話，會有更多精力、更多新增信貸投向高科技、高附加值的行業——從中長期來看，這種轉變會帶來經濟增長的更可持續”。穆迪最新的宏觀報告指出，全球經濟自 2016 年以來的上行趨勢已經見頂，發達經濟體和發展中經濟體的增速從明年開始都會逐漸放緩。G20 當中大部分經濟體的主要央行已經開始加息，或者表明要逐步退出貨幣寬鬆政策，信貸緊縮週期已經開始、並以相對平穩溫和的趨勢進行。未來仍然存在中美貿易摩擦升級的可能。

在這樣的全球宏觀大背景下，穆迪下調了 2019 年中國經濟增速，主要考慮到外部的不確定性，和持續改革對短期增長帶來的壓力。中國已經出來和即將出臺的政策會抵消部分負面影響，但中國內部的結構性變化，包括人口老齡化、儲蓄率和投資增速的放緩、經常帳戶盈餘的變化等，會對中國經濟增速帶來下行壓力。穆迪認為，2018 年中國經濟增速放緩，主要是內因所致。持續推進的去杠杆，地方融資平臺、房地產行業的投資活動受到影響，原來依賴影子銀行的私企、房企和地方國企的信貸供應減少。2018、2019 年中美貿易爭端仍然會有比較大的影響，目前對出口部分的影響還沒有顯現，但貿易摩擦對增長、貿易都會有長期的影響。中國現在的政策在去杠杆、防風險過程中，更多地側重在穩增長上，看到中國去杠杆的速度有所放緩，但會持續。中國發生系統性危機的風險比較低，但地區風險的分佈是不均衡的。中國明年地方政府發行人將加大開前門的力度，繼續擴大直接發債規模以滿足其基建需求，同時也會管好後門，控制或有負債的增長。預計 2020 年中國地方政府債券餘額將超過美國市政債，中國將成為全球最大的市政債市場。

11月製造業PMI為50%，連續3個月下滑，資料較上月的50.2%下滑0.2個百分點，已滑落至榮枯線水準，結束了連續27個月站穩榮枯線上方的擴張態勢，製造業後續情況值得擔憂。受中美貿易關係持續緊張的影響，外需受到壓制，新出口訂單仍維持收縮態勢，同時內需資料也有所下降，兩者共同導致需求走弱，整體呈現供給強於需求的局面。

2018年11月份，中國製造業PMI採購經理指數為50%，較上月下滑0.2個百分點。11月製造業PMI為50%，本月PMI指數連續3個月下滑，資料較上月的50.2%下滑0.2個百分點，已滑落至榮枯線水準。

從需求端來看，11月新訂單指數為50.4%，較上月下降0.4個百分點；新出口訂單指數為47%，較上月上升0.1個百分點，但仍保持在榮枯線下方。受中美貿易關係持續緊張的影響，外需受到壓制，新出口訂單仍維持收縮態勢，同時內需資料也有所下降，兩者共同導致整體需求走弱。從供給端來看，11月生產指數為51.9%，較上月小幅下降0.1個百分點，維持在榮枯線上方，整體呈現供給強於需求的局面。

11月主要原材料購進價格指數為50.3%，較上月的58%大幅下降7.3個百分點；出廠價格指數為46.4%，較上月大幅下降5.6個百分點，出廠價格自二季度以來首次跌破榮枯線水準。說明需求惡化已對產品價格造成影響，警惕工業品通縮的加速到來。

11月原材料庫存指數較上月上升0.2個百分點至47.4%；產成品庫存指數較上月上升1.5個百分點至48.6%；另外11月採購量指數小幅下降0.2個百分點至50.8%。採購量指數下降，庫存指數卻有所回升，尤其是產成品庫存回升較大，具有被動補庫存的特徵，進一步說明了需求的惡化。從企業規模來看，11月份大型企業PMI與上月先比下降1個百分點至50.6%，自5月份以來連續下滑，已經臨近跌破榮枯線水準。而小中型企業則繼續保持于榮枯線下方。宏觀經濟繼續下行，中美貿易關係繼續惡化，政策推進不及預期。

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，宏觀調控仍需注重于強動力、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。

中美貿易短期緩解，農產品報價盤堅上揚

CBOT 三大農產品期貨 12 月 4 日全面上漲，因壓榨報告利多的激勵；3 月玉米期貨收盤上漲 0.7% 成為每英斗 3.8475 美元，3 月小麥上漲 0.2% 成為每英斗 5.2250 美元，1 月黃豆上漲 0.7% 成為每英斗 9.1175 美元。美國農業部的壓榨報告顯示，10 月份，美國乙醇玉米的壓榨量為 4.617 億英斗，較前月增加 3.6%，較去年同期減少 1.8%；黃豆壓榨量則是創歷年同期新高達到 1.8295 億英斗，較前月增加 8.1%，較去年同期增加 4%。

ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 12 月 4 日下跌 0.2% 成為每磅 79.81 美分，3 月粗糖期貨下跌 1.2% 成為每磅 12.75 美分。Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics and Sciences, ABARES 澳大利亞農業、資源經濟與科學局報告表示，受到澳洲東岸天氣乾旱的影響，2018/19 年度，澳洲小麥產量較 9 月季報所預估的 1,910 萬噸下調 11% 至 1,695 萬噸，此將創下 2008 年產出 1,360 萬噸以來的十年新低。其中，受到乾旱衝擊的新南威爾斯省小麥產量更預期將創下 1995 年以來的新低至 198 萬噸。澳洲是全球第四大的小麥出口國，僅次於俄羅斯、美國與加拿大，該國約 2/3 的小麥用於出口，產量下滑也將令該國的出口減少。

美國農業部每週出口檢定報告顯示，截至 11 月 29 日當週，美國黃豆玉米出口較前週減少，小麥則是增加。玉米一週出口檢定量為 1,035,255 公噸，佔穀物出口總量的 39%；較前週減少 12%，較上年同期增加 71%，主要出口市場為墨西哥（263,636 公噸）、日本（172,880 公噸）與韓國（135,613 公噸）。自 9 月起的 2018/19 年度，美國玉米出口檢定量年增 80% 至 14,201,513 公噸，因南美乾旱令玉米進口需求湧向美國。上年度，美國玉米出口年增 1% 至 5,770 萬噸。美國黃豆截至 11 月 29 日為止的一週出口檢定量為 1,041,666 公噸，佔穀物出口總量的 39.2%；較前週減少 7%，較上年同期減少 42%，主要出口市場為阿根廷（248,918 公噸）、埃及（102,546 公噸）與印尼（91,057 公噸），中國大陸則少量購買了 1,861 公噸的美國黃豆。自 9 月起的 2018/19 年度，美國黃豆出口檢定量年減 42% 至 13,253,543 公噸；相比上年度美國黃豆出口檢定量為年減 3% 至 5,630 萬噸。中美貿易戰緩和之後，分析認為美國對中國的黃豆出口將會恢復，但大陸的非洲豬瘟疫情也可能令黃豆的進口需求減少。

自 6 月起的 2018/19 年度美國小麥一週出口檢定量為 472,665 公噸，佔穀物出口總量的 17.8%；較前週增加 64%，較上年同期增加 15%，最大出口市場為瓜地馬拉（87,762 公噸）。自 6 月起的 2018/19 年度，美國小麥出口檢定量累計為 10,579,519 公噸，較上年同期減少 17%，相比美國農業部預估本年度的小麥出口量將為 2,790 萬噸。美國農業部世界農產品展望局局長梅耶

(Seth Meyer) 認為，美國小麥的出口前景在 2018/19 銷售年度的下半年度將會有所改善，因屆時俄羅斯小麥的出口將會放緩。

G-20 會後中美貿易戰暫時休兵，為改善中美兩國的貿易不平衡，中國允諾將從美國大量採購適當的商品。雖然雙方尚未公佈具體的進口商品名單，但外界分析，美國黃豆、天然氣等商品將從中受益。白宮聲明指出，中國將從美國進口農業、能源、工業等產品，以減少貿易逆差。此前中國海關的數據顯示，受到中美貿易戰的影響，大陸 10 月黃豆進口量有 95% 都是來自於巴西，相比 2017 年度美國黃豆在大陸黃豆進口的佔比為 34%。美國農業部報告表示，2018 年美國農戶淨收入（含庫存變動）預估將較上年度的 754 億美元減少 12% 至 663 億美元，主要是受到作物價格下跌以及支出費用增加的影響，計入通膨之後的淨收入預估將年減 14%。淨現金收入（含政府補助）則預估較上年度的 1,019 億美元減少 8.4% 至 934 億美元，計入通膨的淨現金收入則將年減 1.6%。2018 年，美國政府的農業補助預估將年增 18% 至 136 億美元，因中美爆發貿易戰之後政府提高補助以減輕農戶損失的影響。

2018 年，美國農戶的生產費用預估將年增 4.2% 至 3,691 億美元，因包括油價、利率、飼料以及勞工成本等全面上揚的影響。2018 年，美國平均每個農業事業單位的淨現金收入預估將年減 16% 至 69,800 美元，此將是連續第四年下滑，並創下 2010 年以來的新低。經通膨調整後的農戶淨現金收入中位數則預估將年減 1.5% 至 76,594 美元。美國農戶商品銷售的名目現金收入預估年增 0.7% 至 3,749 億美元，其中農產品的銷售收入預估年增 1.5%，畜產品的銷售收入則預估將年減 0.2%。經通膨調整後，美國農戶的商品銷售收入預估將年減 1.6%，其中農產品收入年減 0.8%，畜產品收入也年減 2.5%。

2018 年以來，農產品價格雖然也受到中美貿易戰的影響，特別是黃豆，但仍是表現最好的商品族群，1-11 月累計上漲 3%；反觀標普高盛商品指數則是下跌了 8.1%，其中能源指數下跌 10.2%，基本金屬指數下跌 15.5%，貴金屬指數下跌 7.5%，畜產品指數也下跌 1.9%。農產品當中以穀物商品的表現最佳，1-11 月累計上漲 7.4%，主要受到小麥價格上漲 20.8%，以及玉米價格上漲 7.7% 的帶動，黃豆價格則是下跌 7%。軟性商品指數今年來累計下跌 7.9%，其中棉花價格小漲 0.4%，可可價格上漲 16.4%，咖啡與糖則分別下跌 14.8% 與 15.3%。畜產品當中 11 月瘦豬期貨價格大漲了 15.6%，因中國大陸的非洲豬瘟疫情帶動進口需求增加的影響，但累計 1-11 月仍下跌 5.9%。

OPEC 擬擴大減產，以抑制油價持續創低

NYMEX 1 月原油期貨 12 月 4 日收盤上漲 0.3 美元或 0.6% 成為每桶 53.25 美元，因美元指數下跌以及預期產油國將會減產的影響，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 0.39 美元或 0.6% 成為每桶 62.08 美元。美國石油協會公布，截至 11 月 30 日當週，美國原油庫存增加 540 萬桶至 4.48 億桶，路透社調查的分析師預估為減少 230 萬桶；汽油庫存增加 360 萬桶，預估為增加 130 萬桶；蒸餾油庫存增加 430 萬桶，預估為增加 160 萬桶。普氏能源資訊的調查則預估上週美國原油庫存將減少 239 萬桶。本週美國能源部的庫存數據將延後一天至週四公佈。

OPEC 經濟委員會將在 12 月 6 日的半年例會上建議較 10 月基準減產 130 萬桶/日，以幫助石油市場恢復平衡。俄羅斯總統普丁 (Vladimir Putin) 在 G-20 會上稱其與沙烏地王儲薩爾曼 (Mohammed Bin Salman) 已經同意將延長減產協議。俄羅斯能源部長諾瓦克 (Alexander Novak) 此前也表示，俄羅斯將會與 OPEC 協同合作並計劃簽署一份夥伴協議。美國能源部公佈，12 月 3 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.451 美元，創下去年 8 月以來的新低，較前週下跌 8.8 美分，較去年同期下跌 4.9 美分。各地區零售汽油均價全面下跌，西岸地區的零售汽油均價最高達每加侖 3.241 美元，較前週下跌 6.7 美分；墨西哥灣地區的零售汽油均價最低為每加侖 2.123 美元，較前週下跌 9.3 美分。

美國汽車協會報告表示，12 月 3 日全美普通汽油平均零售價格降至每加侖 2.46 美元，創下今年以來的新低，累計過去一個月來已經下跌了 31 美分；較去年同期也下跌 2 美分，這是 18 個月以來全美零售汽油均價首次低於上年同期水平。美國汽車協會發言人 Jeanette Casselano 表示，零售汽油價格的下跌主要是受到原油價格下跌的影響，但本週石油輸出國組織與俄羅斯等其他產 OPEC+ 國如果達成減產協議，油價可能會重新攀高。OPEC 秘書處 12 月 3 日表示，OPEC 秘書長巴爾金都 (Mohammad Sanusi Barkindo) 已經收到卡達能源部長卡阿比 (Saad al-Kaabi) 的來函，表示該國計劃於明年 1 月 1 日起退出 OPEC。秘書處指出，所有 OPEC 成員國都有權利決定退出 OPEC，此並不需要 OPEC 的批准，OPEC 尊重該國的決定並感謝卡達在過去近 60 年的會員期間對 OPEC 政策的支持與貢獻。近幾年 OPEC 增加了一些成員國，包括 2016 年的加彭，2017 年的赤道幾內亞，以及 2018 年加入的剛果共和國。

巴西國家石油局公布的數據顯示，2018 年 10 月，巴西原油日產量較前月的 248.6 萬桶增加 5.2% 至 261.4 萬桶，為 5 個月以來首度增加，主要由於深海鹽下層的石油產出持續增長的帶動。不過，巴西 10 月原油產量仍較去年同期的 262.7 萬桶/日減少 0.5%。今年 1-10 月，巴西原油日產量平均為 257.8

萬桶，相比去年全年的日均產量為 262.2 萬桶。巴西國家石油公司則預估其 2018 年的原油日產量將從去年的 215.4 萬桶降至 210 萬桶。巴西 10 月天然氣日產量則是較前月的 1.129 億立方公尺增加 3.6% 至 1.17 億立方公尺，較去年同期的 1.146 億立方公尺也增加 2.1%。合計石油與天然氣，巴西 10 月份油氣日產量較前月的 319.6 萬桶油當量增加 4.8% 至 335 萬桶油當量，與去年同期的 334.8 萬桶油當量約略相當。巴西國家石油公司 10 月份的原油日產量為 192.2 萬桶，天然氣日產量為 8,390 萬立方英尺。巴西近年的原油產量增長也帶動出口增加。巴西貿易部 12 月 4 日公布的數據顯示，2018 年 11 月，巴西原油出口量為 482.3 萬噸，雖然較前月減少 30%，但與去年同期相比則是大增 91%；2018 年 1-11 月，巴西原油出口量年增 16% 至 5,688 萬噸。石油輸出國組織 (OPEC) 月報預估，2019 年，OPEC 以外的產油還將維持高增長，日產量預估將年增 223 萬桶達到 6,209 萬桶，產量增長主要來自於美國、巴西、加拿大與英國等。



11 月全球股市震盪，資金轉進黃金避險

COMEX 2 月黃金期貨 12 月 4 日收盤上漲 7 美元或 0.6% 成為每盎司 1,246.6 美元，創下逾 4 個月的收盤新高，因美元美股下跌刺激避險需求；美元指數下跌 0.1%，3 月白銀期貨上漲 1% 成為每盎司 14.64 美元。全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 道富財富黃金指數基金 12 月 4 日黃金持有量減少 3.53 公噸至 758.214 公噸。

澳洲伯斯鑄幣局公佈數據顯示，2018 年 11 月，該局金條金幣的銷售量較前月大增 75% 至 64,308 盎司，創下 207 年 1 月以來的近兩年新高，與去年同期相比更是三倍增長。該局 11 月銀幣銷售量 876,446 盎司，相比 9 月與 10 月

都有百萬盎司以上的銷量明顯下滑，但仍較去年同期高出六成。澳洲是僅次於中國大陸的第二大黃金生產國，澳洲國內所產的黃金超過 90%均交由伯斯鑄幣局進行精煉。

London Bullion Market Association, LBMA 倫敦金銀市場協會公佈數據顯示，2018 年 10 月，LBMA 黃金日均交易量較前月減少 1%至 1,870 萬盎司 (約 581.6 公噸)，日均交易額則基本持平為 227 億美元，日均交易筆數月減 12.1%至 2,985 筆，每筆的平均交易量月減 11.7%至 6,258 盎司。LBMA 的數據統計是根據會員帳戶的淨額結算數字。LBMA 數據顯示，10 月份平均金價較前月的每盎司 1,198.47 美元上漲 1.4%至 1,215.40 美元，11 月平均金價也繼續上漲 0.5%至 1,221 美元；10 月份平均銀價較前月的每盎司 14.263 美元上漲 2.2%至 14.5837 美元，11 月平均銀價則是下跌 1.4%至 14.3668 美元。

雖然金價走勢通常與美元相反，但 10 月份顯然出現了例外，因 10 月份美元指數上漲了 2.1%，但金價也上漲了 1.6%；造成這種情況的原因是因為股市的震盪，當股市出現較大下跌的時候，投資人便會湧向避險資產，最主要的就是債券與黃金。不過，近日股市已經有所回穩，而當股市回穩之後，黃金的表現又會回到「美元模式」或者是「商品模式」，主要與美元及商品行情掛鉤。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。影響金價的最主要因素就是美元，美元最終將會從高點回落，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。

加拿大 BMO Capital Markets 報告認為，一旦美國聯准會暫停升息的腳步，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 投資者傾向于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，美國貨幣政策寬鬆與否和長期利率的變化。



(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)