

## 全球經濟趨勢追蹤與預測

2019.04.05

### 美中貿易談判已漸露曙光，但美國經濟數據令市場擔憂

美國近期的總體經濟資料數據都不太令市場滿意，4月2日 ACT Research 公佈了 2019 年 3 月的美國卡車訂單數量，重卡訂單大幅下降 66%。重卡訂單大幅下降的原因是超過 30 萬台的重卡積壓造成訂單不足，而美國經濟放緩也可能是重卡訂單下降的重要原因之一。3 月北美 8 級卡車的淨訂單僅為 15700 台，和去年同期的 49600 台相比，大幅下降 66%。8 級卡車是重卡的主要類別之一，主要製造商包括戴姆勒、帕卡、納威斯達國際、富豪等。這類重卡主要用於物流、倉儲，有時也用於工業領域。由於和實體經濟發展的緊密聯繫，這類卡車的訂單數量通常被視作經濟及貿易表現的先導指標之一。

三月的訂單數量是連續第四個月低於全年均值。在最近四個月中，訂單均值僅為 194000 台，和上一年度同時期的 489000 台相比，出現了明顯下滑。除了重卡訂單不盡如人意之外，4 月 3 日週三公佈的 1 美國“小非農”就業人數大幅低於預期，3 月資料創下 2017 年 9 月以來最低。美國 3 月 ADP 就業人數增加 12.9 萬人，預期為 17.5 萬人，前值 18.3 萬人。中型企業就業人數增加最多，但也僅有 6.3 萬人；大型企業緊隨其後，增加 6 萬人；小型企業就業僅增加了 6000 人，較 2 月資料腰斬。

穆迪分析首席經濟學家 Mark Zandi 表示：美國就業市場正在走弱，按行業和公司規模劃分，大多數企業就業增長均在顯著放緩。由於美國經濟正在艱難應對財政刺激政策力度減弱、貿易不確定性以及美聯儲政策收緊的滯後影響等問題，企業正在謹慎招聘。新增就業人數下降表明，在全球經濟增長放緩、貿易爭端懸而未決、減稅效應減弱和求職者數量減少等數個不利因素的影響之下，美國勞動力市場停下來歇腳。

美國勞工部 4 月 4 日公佈，在經過季節性調整後，截至 3 月 30 日一周，美國首次申領失業救濟人數較此前一周下滑 1 萬人至 20.2 萬人，這是該指標自 1969 年 12 月以來的最低值，一定程度緩解了市場對於美國就業市場或出現疲軟跡象的擔憂。勞工部同時將截至 3 月 23 日一周首次申領失業救濟人數從 21.1 萬人上調至 21.2 萬人。數字顯示，截至 3 月 30 日一周，波動較小的首次申領失業救濟人數四周移動平均值減少了 4000 人至 21.35 萬人，這是 2018 年 10 月份以來的最低水準。此外，截至 3 月 23 日一周，美國投保失業人數減少了 3.8 萬人至 171.7 萬人，投保失業率環比持平在 1.2%。

ISM 公佈 3 月美國 ISM 非製造業指數為 56.1，創 2017 年 8 月以來新低，

市場預期 58。該指數已經連續第 110 個月處於榮枯分水嶺 50 上方、預示著貢獻美國經濟九成的服務業繼續擴張，但 3 月的擴張勢頭較此前明顯放緩。3 月非製造行業在 2 月強勁增長之後降溫，他們仍然對就業資源和產能受限有隱形擔憂。與此同時，18 個非製造業行業中有 16 個都在 3 月增長，暗示美國非製造業行業依舊強勁。其中就業分項為 55.9，優於市場預期和前值 55.2。Markit 製造業 PMI 3 月 PMI 終值為 55.3，優於市場預期和前值 54.8，綜合 PMI 同樣好於市場預期，顯示美國服務業繼續擴張，美國服務業在今年第一季度表現強勁，將支撐美國第一季度 GDP 增長 2.5% 的表現。

包括 FED 主席鮑威爾在內的多位 FED 官員均向市場釋放了年內結束縮表的信號。此外，儘管市場並不能完全排除再次加息的可能性，但若以減緩利差倒掛風險為前提，本輪美國加息週期或已結束。目前美國的經濟及貨幣政策組合對新興市場或較為有利。此前，FED 加息、縮表令新興市場承受了更高的無風險利率壓力，也是 2018 年壓制新興市場權益資產的因素之一。目前，美國經濟放緩概率增加，加息、縮表等緊縮手段也有望逐步結束，新興市場的“緊箍咒”已被解除。另一方面，美國經濟暫無衰退、危機風險，表明新興市場外部需求環境尚可，全球經貿活躍度驟降的概率也偏低。外部因素如 FED 緊貨幣，將讓位於內部因素，新興市場重新進入“舒適區”。

中美貿易談判的實質性進展和利好預期令外需表現相對較好，新出口訂單或受此影響而出現回升，但新訂單指數依然有明顯下降，顯示內需依然呈現回落的趨勢。產出、需求、庫存同步走弱的跡象表明，產出端主動去庫存依然在路。另外，就業分項出現下降需要警惕，近期公佈的美國非農資料走弱的可能性上升。綜合來看，資料繼續反映出美國經濟觸頂回落的跡象，企業部門繼續去庫存、特朗普政府減稅刺激效果削弱等是近期經濟走弱的主因。雖然中美貿易談判取得實質性進展，並帶來外需向好預期，但外需不是美國經濟的主要推動力，新出口訂單即使持續增長對經濟影響可能也有限。而目前美國經濟主動去庫存週期繼續，經濟疲弱下滑和悲觀預期短期內將難以改變。



### 歐央低利率政策讓市場產生憂慮感，德國經濟數字不佳前景堪慮

歐洲央行在 3 月會議上決定延長其創紀錄的低利率，包括-0.4%的存款利率，直到 2019 年底。歐央管理委員會一些成員最初贊成延長至 2020 年第一季度，但後來同意加入共識，支持 Peter Praet 的提議。2019 年底的日期“被認為更符合下半年經濟反彈預測的基線情景，”歐洲央行在 3 月 6-7 日會議的紀要中表示。“有人擔心，在高度不確定、未來資料可能天壤之別的局勢下，能否承諾更長時間直至深入明年。”官員們面對迫在眉睫的不確定性，下調了對經濟的展望，並指出他們對今年晚些時候增長回升的預期存在無法實現的風險。

會議紀錄顯示“雖然基線情景——更為持久的疲軟之後回歸更穩健的增長——是最可能的情況，但不確定性仍然很高，不清楚目前的疲軟將持續多久”。雖然對長期通脹預期的疲弱趨勢表達了“一些擔憂”，但管理委員會認為通脹預期失去錨定的風險“非常低”。在會議上，決策者最終宣佈，不斷惡化的前景證明了新一輪銀行長期融資的合理性，但沒有宣佈具體條款。詳細細節“需要管理委員會進行更多反思。”自 3 月會議以來，歐洲央行的一些高級官員為討論負利率對銀行資產負債表的影響奠定了基礎。Peter Praet 說歐洲央行工作人員正在研究分層問題--一些銀行的超額準備金因此可以不適用最低利率--但行動並非板上釘釘的事兒。

歐洲央行在 3 月利率決議上宣佈維持三大關鍵利率不變，並預計於 9 月開始為期兩年的 TLTRO(定向長期再融資操作)。TLTRO 的細節需要更多的回饋，委員們在 3 月的會議上討論了更加激進的刺激措施，歐洲央行官員稱若有必要將再次調整貨幣政策。除了宣佈新一輪 TLTRO，歐洲央行還修改了利率前瞻指引，預計至少到 2019 年底將維持利率不變。會議紀錄透露了在經濟疲軟前景下，歐洲央行內部存在更為鴿派的觀點，部分歐洲央行官員建議，將利率前瞻指引延長

到 2020 年第一季度。3 月利率決議時，歐洲央行大幅下調了經濟預期，預計 2019 年 GDP 增速為 1.1%，前值為 1.7%。不確定性因貿易局勢而增加，經濟處於疲軟狀態，所處時長尚不清楚，但衰退的風險較低，基礎觀點是經濟增速將在今年晚些時候穩健回升，目前的利率前瞻指引符合下半年經濟增長的預期。這表明若歐元區下半年經濟增長不及預期，歐洲央行大概率將再次調整對加息時點的預期。

4 月 3 日公佈德國 3 月服務業 PMI 指數優於預期，德國 3 月 PMI 調查顯示，面對外部不利因素，德國國內需求仍然具有彈性。儘管海外新增就業崗位有所減少，但服務業企業的總體新業務增長勢頭為 6 個月來最強勁。但由於德國目前正經歷其自身的經濟困境，可能在 2019 年第四季度進入衰退，這會使得柏林可能會啟動支出和投資，可能會促使歐洲大陸經濟發展的關鍵時期最終惠及該地區，並從根本上改變歐洲的經濟環境。

Steen Jakobsen 對 CNBC SquawkBox Europe 表示，這讓他們重新回到遊戲中。他強調，在 5 月份的歐盟選舉中，民粹主義政黨的崛起、梅克爾即將卸任總理及歐洲央行 ECB 行長的更迭都將加劇這一戲劇性的轉變。任何宏觀變化都必須來自崩潰或危機，因此，2019 年和 2020 年是歐洲發展的關鍵年份，德國過於自滿，整個歐盟也是如此。現在，新的現實必須看到柏林擴大支出，以造福歐洲其他國家。丹麥投資銀行在其最新的季度展望中表示：“總的來說，一個新的共同點將來自一個更加分散的歐洲。”

避免了技術性衰退，德國經濟數據變化值得關注，自 2018 年德國公佈第三季度經濟增長收縮，然後在 2018 年第四季度經濟增長持平以來，它一直吸引著經濟學家的注意，勉強避免了技術性衰退。增長放緩的原因是中國傳統的增長動力、汽車工業的動盪，以及影響需求的全球經濟放緩。

由於德國強勁的出口導向型經濟，德國在 2018 年連續第三年創下了世界上最大的經常帳戶盈餘，但美國對歐洲汽車進口徵收關稅的風險損害了行業信心。德國一再受到批評，稱其沒有利用其盈餘來刺激公共支出和投資。

觀察到歐洲核心工業生產資料大幅下降，尤其是德國，德國占歐洲工業活動的三分之一。歐盟委員會在其最新的冬季預測中預測，德國將在 2019 年增長 1.1%，19 個成員國歐元區整體增長 1.3%。IMF 國際貨幣基金組織的資料顯示，全球經濟增長也在放緩，預計 2019 年將達到 3.5%。歐洲“可能是應對我們即將到來的全球經濟放緩最不利的經濟集團，當全球經濟進入軟區或更糟的時候，受害最嚴重的是對全球需求最為杠杆化的盈餘經濟體。鑒於歐洲是唯一一個擁有巨額總盈餘的主要經濟體，因此，歐洲尤其是德國在全球經濟增長放緩方面的地位尤為不利。”

“德國經濟增長的崩潰”已成為人們關注的焦點，並在研究報告中指出，到



2019 年第四季度，德國仍有經濟衰退的風險，即使沒有與美國發生貿易爭端。他補充說，德國成功的經濟模式(重點是製造業和出口)最終將對德國產生影響。

“我們認為，德國經濟放緩將導致歐洲陷入更為絕望的境地，在歐洲大選後的夏季，這看起來更像一個空箱。”但這本身將建立一個進程，德國將成為解決方案的一部分，而不是與歐洲央行的寬鬆貨幣政策和歐元區國家的財政支出作鬥爭。

雖然德國經濟的衰退或惠及歐洲經濟發展，但當前歐元的走勢還是主要受脫歐不確定性因素和一些重要資料和央行貨幣政策的影響比較大。歐洲央行轉向更低的利率可能會推動歐元兌美元跌破 1.10，並使歐元貨幣市場曲線倒掛。歐洲經濟降溫遠低於許多投資者的預期，市場低估了歐洲經濟放緩的速度，全球市場面臨最大的風險是歐洲經濟減速。歐洲央行只有有限的金融工具來應對經濟疲軟，而歐洲各國政府不準備用支出來應對。IMF 國際貨幣基金會將其對歐元區經濟增長的預測從三個月前的 1.9% 下調至 1 月份的 1.6%，預計今年歐元區 GDP 國內生產總值將難以實現 1% 的增長。

歐元區最大的五個市場，即英國、德國、法國、西班牙和義大利，正在評估英國脫歐對財政支出的影響和處理內部分歧。歐洲經濟減速是全球市場面臨的最大風險，其次是中國經濟放緩、FED 政策和貿易衝突。令人擔憂的是，歐洲央行的效率越來越低，歐洲銀行的利率為負，投資者對歐元區政府支出和歐洲央行購買資產等其他刺激政策的興趣正在減弱。歐洲央行意識到，額外一輪非常規政策意味著更低的收益、更高的成本和更大風險，因此他們真的想要是貨幣政策正常化，但可能會與想增加開支的歐元區政府發生分歧。

對歐元區來說，英國退歐也是個重大風險--它可能導致對英國的出口受影響，而這是一個可能打壓經濟增長的額外因素，只有兩名受訪者預估 2020 年歐元區經濟將萎縮，但對未來兩年出現衰退可能性的預估中值，由 12 月的 30% 上升至 35%，這是路透自 7 月開始提出此一問題以來的最高水準，也是連續第二個月上升。超過三分之一受訪分析師認為發生衰退的可能性為 40% 或以上。在 1 月與 12 月調查中均做出預測的 36 名受訪者當中，有近三分之二調高了未來兩年發生衰退的機率，有 10 名受訪者維持不變，僅有三人調降。今年陷入衰退的可能性也從 12 月調查時的 20% 升至 25%。

Markit 公告歐元區製造業 PMI 終值為 47.5，已連續兩月低於榮枯線。歐盟統計局發佈最新資料顯示，2019 年 2 月，歐元區 PPI 工業生產者價格同比上漲 0.2%。資本品和耐用消費品價格分別上漲 0.1% 和 0.1%，非耐用消費品價格保持穩定，中間產品價格下跌 0.1%。不包括能源在內的工業總價格保持不變穩定。在歐盟 28 國中，能源行業的工業生產者價格上漲 0.7%，耐用消費品價格上漲 0.2% 中間產品和資本品價格均為 0.1%，非耐用品價格保持穩定。不包括能源在

內的工業價格總量保持穩定。歐元區 2 月 PPI 月率表現符合預期，主要受到能源成本上升的助推。考慮已公佈的歐元區 3 月份 CPI 資料，此時公佈的 2 月 PPI 在反應通脹方面略顯滯後，因此歐元幾無波動。

### 日本經濟仍難逃通縮，考驗安倍執政能力

日本央行 4 月 1 日發表的企業短期經濟觀測調查顯示，企業家們對經營前景普遍不樂觀，主要指數出現 2012 年 12 月份以來 25 個季度最大跌幅。多家媒體及經濟專家分析稱，日本經濟復甦可能臨近尾聲。

日本央行發佈的“日銀短觀”係全國企業短期經濟觀測調查，每季度發佈一次，是根據日本統計法實行的重點統計調查之一，其目的是準確把握全國企業動向，為金融政策運營提供參考。這項調查的物件約為一萬家日本企業，調查結果被國內外政策部門及研究機構廣泛採用。這項調查指數是企業家回答經營狀況“好”與“不好”數值的差額。此次調查結果顯示，大型製造業企業景氣判斷指數 DI 僅為 12，與去年同期相比下降 7 個點，成為日本首相安倍晉三執政以來最大降幅。其中，普通機械行業指數為 20，下降 27 點；電動機械指數為 9，下降 12 點；加工機械指數為 31，下降 9 點；塗色金屬行業為負 9，下降 21 點。

對製造業打擊最大的是國際貿易摩擦造成日本出口下降。今年以來，由於 IT、半導體設備等需求下降，日本企業紛紛顯現生產減少、出口下滑趨勢。特別是電動機械、普通機械等出口量下降明顯。日本最大出口商品汽車也因面臨日美貿易談判壓力，未來出口走勢不甚樂觀。此外，非製造業大企業 DI 指數也下降 3 個百分點，僅為 21，出現半年來首次下滑；中小企業製造業指數下降 8 個點，僅為 6；非製造業指數為 12。調查發現，包括製造業、非製造業在內的全產業全規模設備投資計畫環比有所下降，說明企業家們對投資判斷趨於謹慎。

日本東京在很長一段時間裡都是世界上生活成本最高的城市，不過，近年來東京生活成本的國際排名卻不斷下降，據 2018 年英國經濟學人智庫的《全球生活成本》調查統計，東京的排名已降至第十一位。物價便宜了，對民眾來說應該是件好事，但背後卻是日本經濟長期通縮的困境。因為內需不振，日本通脹指數長期在 1% 上下徘徊，達不到日本央行設定的 2% 的通脹目標。進入 2019 年，日本經濟恐怕仍難擺脫通縮，維持景氣挑戰不少。

一方面，日本經濟過去幾年創下新一輪長景氣週期。去年，日本繼續推進“觀光立國”，訪日遊客首次突破 3000 萬人次；通過《入管法》修正案，擴大吸收外國勞動力；繼 2020 年東京夏季奧運會之後，大阪贏得 2025 年世博會主辦權，時隔半個世紀再現的奧運世博“雙響炮”，也被賦予日本經濟再次振興的象徵意義。另一方面，日本民眾對資料上的“繁榮”並不買帳。目前，經濟增長已現疲

軟之勢，去年三季度日本 GDP 同比下跌 2.5%，為 2014 年二季度以來最大跌幅。世界銀行近日的報告預測，日本今年經濟增速僅為 0.9%。

日本經濟近期面臨的首要風險是貨幣政策空間收窄。“安倍經濟學”實施以來，日本央行通過購買交易所交易基金(ETF)和國債、商業銀行存款負利率等手段，擴大貨幣投放。截至 2018 年 11 月，日本央行持有的國債約 456 萬億日元 (1 美元約合 109 日元)，是寬鬆政策實施之前的 3.6 倍。通過“買買買”，日本央行成了近四成上市企業的大股東。日本金融市場的流動性和價格功能已經失真。在全球經濟走弱、不確定性增強的背景下，日本央行只能維持寬鬆，如何退出尚無方向。

全球貿易摩擦令日本出口受到制約。美國多次表示，要對來自日本、歐洲的汽車加征關稅，包括豐田在內的車企紛紛調整生產體系，或加大在美投資建廠力度，或轉戰其他市場。據日本媒體報導，日企已感受到全球貿易摩擦的寒風。此外，巨大的財政壓力也制約著日本經濟的發展。日本 2019 年度預算首次突破 100 萬億日元，連續 7 年刷新歷史。為了開源，日本政府在稅收上下了不少功夫。例如，今年 10 月日本將再次上調消費稅率至 10%，進一步壓縮民眾錢包。不久前，日本正式開徵“離境稅”，希望用這一措施為旅遊業基礎設施的建設補充資金。雖然日本今年的稅收有望創出歷史最高水準，但仍不足以彌補財政支出，依賴借款的財政運作不得不繼續維持。

陷入通縮 20 多年來，日本努力應對挑戰，但國內高齡少子化等諸多不利因素使得抗通縮這條路愈發艱難，日本經濟仍將負重前行。日本副首相兼財務大臣麻生太郎近期公開表示，將確保日本即將到來的增稅不會導致家庭支出大幅下降，進而給日本經濟帶來損害。麻生太郎在國會 2019 年第一次例行會議上發表講話，承諾將運用一切可行的政策手段，確保日本經濟繼續保持復蘇狀態。此外，他還要求議員儘快通過 2019 財年的國家預算草案。

日本將在 2019 年 10 月 1 日起將消費稅由 8% 上調至 10%。為減少上調消費稅對經濟產生的不利影響，2019 年國家預算案中包括了 2 兆日元的經濟刺激方案，其中包含旨在鼓勵消費者使用非現金支付方式在中小零售企業購物的優惠政策。此外，安倍政府還在研究加大對購房、購車者的減稅力度。日本政府的債務規模高達國內生產總值的兩倍還要多。麻生太郎還承諾，將通過削減不必要的開支、減少政府債務來改善日本連受重創的財政狀況。自 2012 年安倍再度出任首相以來，隨著企業利潤增至新高，失業率也降至 25 年來的最低水準，日本的名義國內生產總值增長至 550 兆日元，創歷史高位。但是，來自海外的風險依然存在，主要表現為由美國川普政府提高關稅所引發的貿易緊張關係加劇。

2019 年 4 月 30 日，明仁天皇即將退位。伴隨 5 月 1 日新天皇繼位，日本

將迎來年號變更。安倍在記者會上宣佈，為將改元對國民生活的影響降到最低程度，政府將於 4 月 1 日正式批准相關政令並公佈新年號。這將是日本憲政史上首次在皇位繼承前公佈新年號。安倍也在記者會上再度表達了推動修憲討論的意願。在外交方面，安倍表示，在當今世界對貿易保護主義的疑慮日漸高漲背景下，日本將堅持舉起自由貿易旗幟。談及日中關係，安倍提及自己去年訪華時提出的“化競爭為協調”等主張，表示今年將是正式啟動的一年，希望繼續推動日中關係上升至新的階段。在日俄關係方面，他提出將推動日俄領土問題及和平條約的相關談判，並表示希望在他本月下旬訪俄期間，雙方能在這一問題上取得進展。

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 3 月製造業 PMI 終值 48.9，降幅為 2016 年 5 月以來最大，連續二個月跌破榮枯線 50，企業信心指數降至六年低點。工業產出與需求加速下滑，是導致日本製造業活動在 2019 年第一季度出現緊縮的因素，而上調消費稅將進一步打擊日本國內消費，使經濟衰退風險上升。日本 1 月工業產出年增率下滑 3.7%，不及預期且繼續惡化，日本經濟產業省表示，政府下調了此前對工業產出的評估，認為工業產出正在停滯。日本 1 月出口與去年同期相比減少 8.4%，創 2016 年 10 月以來最大單月跌幅。





## 英脫歐陷入撲朔迷離，英鎊匯價震盪走勢

英國首相梅伊向反對黨工黨領袖科爾賓尋求幫助，以打破脫歐僵局，此舉刺激英鎊反彈，但市場基金經理們並不相信英鎊會大幅上漲。鑒於不確定性和波動性仍非常高，Aberdeen Standard Investments 正規避英鎊，Investec Asset Management 則在上周拋售英鎊多單。Janus Henderson Investors 認為要有決定性的英國脫歐協議和延期公告才會激勵交易員全力做多英鎊。如果脫歐情勢再次惡化，英鎊可能有很大的下行空間，雖然無協議脫歐已被排除，但並不意味著英國議會清楚地知道會實現怎樣的脫歐。

首相梅伊尋求與工黨達成妥協且英國議會投票支援立法反對無協議脫歐後，英鎊本周反彈走高。英鎊今年的表現是全球主要貨幣中最好的，但隨著市場對英國無協議脫歐風險評估的不斷變化，英鎊波動性也是主要貨幣中最大的。

英國議會下院 4 月 3 日通過一項草案，要求英國政府繼續推遲“脫歐”，以避免“無協議脫歐”。同時，英國首相梅伊與反對黨工黨領導人科爾賓進行會談，力圖使雙方在“脫歐”問題上儘快達成一致。根據歐盟為英國提供的推遲“脫歐”時間表，英國政府必須在 4 月 12 日前做出新的抉擇，包括無協議“脫歐”、延期“脫歐”或撤回“脫歐”。留給英國的時間不多了。目前英國“無協議脫歐”風險明顯上升。而一旦進入“無協議脫歐”，英國民眾、企業和整體經濟在短期內將明顯感受到衝擊，歐盟其他成員經濟也將受到拖累。而長期來看，“無協議脫歐”可能帶來的影響則難以估量。

就在英國議會下院 3 日以 313 票贊成、312 票反對的微弱優勢通過要求英國政府繼續推遲“脫歐”的一項草案後，首相梅伊邀請工黨領袖科爾賓進行會談。雙方為結束當前“脫歐”的不確定性，表現出了“靈活度和責任”。雙方將在 4 日繼續舉行會談。如果會談不能達成妥協，梅伊希望雙方能拿出彼此能接受的選項，獲取議會支援。

歐盟不少國家已在加緊部署，防範“無協議脫歐”帶來的衝擊。德國政府特設了一個英國“脫歐”內閣，由總理梅克爾親自掛帥。梅克爾 4 月 4 日前往愛爾蘭首都都柏林與愛爾蘭總理瓦拉德卡就英國“脫歐”進行會談。她表示，為避免“無協議脫歐”，她將“奮戰到最後一刻”。法國海關計畫投入 1400 萬歐元提高工作人員的工作待遇，並額外招募 700 名員工應對英國“脫歐”局面。荷蘭外交部還公佈了《英國無協議脫歐影響公告》，公告說 321 名海關關員準備隨時上崗，另外 14 名邊防守衛將對進入荷蘭的英國公民進行檢查。“無協定脫歐”意味著英國離開歐盟，同時沒有一個關於未來英歐關係的協議作保障。這意味著更多的邊境檢查，而這將會影響英國與歐盟之間的貿易和旅遊。“無協議脫歐”情形下，英國消費者會發現產自歐盟的商品漲價了，一些商品或藥品可能缺貨。

其次，依賴英歐貿易的企業將受影響，首當其衝的是嚴重依賴英歐供應鏈的車企。捷豹、日產、福特等車企在英國製造整車，但需要從歐盟進口零部件。若通關時間大幅延長，車企將難以高效運作。

再者，英國經濟短期內將遭受重創。英國央行去年 11 月底發佈報告稱，“無協議脫歐”將導致英國 GDP 最多萎縮 8%，對英國經濟的衝擊程度大於 2008 年國際金融危機。英國政府今年 2 月底發佈報告說，“無協議脫歐”可能導致 15 年後英國經濟規模縮水 6.3% 至 9%。此外，歐盟和歐元區經濟將雪上加霜。德國工業聯合會 1 日預測，如果英國選擇“無協議脫歐”，今年德國經濟增速將下滑 0.5 個百分點，由該聯合會原來預測的 1.2% 降至 0.7%。“無協定脫歐”後，英歐雙方貿易肯定會變得困難。作為歐盟成員國，英國受益于現有的約 40 個歐盟貿易協定，目前英國已經與瑞士、智利等國家“複製”一系列相關貿易安排。一旦出現“無協議脫歐”，英國將與這些國家繼續維持現有的貿易優惠條件。但英國尚未與美國、中國、日本、加拿大、韓國等主要經濟體達成貿易安排。英歐未來能夠達成何種貿易安排也會廣受外界關注，成為其他國家考慮與英國或者歐盟貿易談判時的參照物。



當前英國“無協議脫歐”的可能性越來越高，而英國將遭受的損害最大，包括 GDP 損失、外資抽逃、大規模失業，英國經濟將面臨沉重打擊。如果出現“無協議脫歐”，不僅對英國來說是個強烈衝擊，意味著輕微經濟衰退，而且對歐盟也將產生負面影響，對全球經濟來說則多了一個下滑風險。

不過，也有分析認為，雖然“無協議脫歐”短期內將衝擊英國和歐元區經濟，但從長期看，英國可通過擴大與其他交易夥伴的貿易等方式提振經濟。有人說，

目前是人人知道要反對什麼，但沒人知道該贊成什麼。利益博弈正讓僵局演變為危局。“當英國經濟已經在顫抖，我們的議員們還在說笑。”正如英國輿論所言，民眾期盼作為政治精英的議員們能夠代表廣大選民，為國家做出正確抉擇。但是，議員們更多的是在利用議會辯論和投票權，為自己的黨派或利益集團謀取私利，導致“脫歐”死結難以解開。

英國 3 月服務業 PMI 48.9，前值 51.3，預測值 50.9。創下 2016 年 7 月以來新低。3 月綜合 PMI 也創下 2016 年 7 月以來最低水準。PMI 數據資料顯示英國 GDP 第一季度增速將停滯，第二季度 GDP 恐將下行。服務業活動下滑，英國 GDP 勢必在三月萎縮，而隨著總體經濟走勢在一季度遲滯，未來數月也將面臨進入更深程度下行風險。服務業與建築業領域均處於下行，製造業是唯一出現擴張的領域，但其原因僅僅在於脫歐來臨前應急庫存增加。

### 中國 3 月份 PMI 強彈，經濟是春江水暖鴨先知

國家統計局公佈 3 月份，中國製造業 PMI 指數在連續 3 個月低於 50 臨界點後，重返擴張區間，彈升至 50.5%，比 4 月上升 1.3 個百分點。3 月份 PMI 反映主要特點包括：生產活動加快，內需繼續改善；新動能較快增長，消費品行業運行穩定；價格指數上升，企業採購意願增強；但是，世界經濟增長有所放緩，進出口動力仍顯不足。

總體來看，中國 GDP 增速仍在放緩，第一季度的投資增速有所回升，主要得益於總體經濟政策的微調，“包括加大信貸資金投放以及基建項目投資等。”雖然市場對未來經濟增長的預期和信心有所回升，但就短期變化來判斷中國經濟出現拐點為時尚早。受此利多消息激勵，4 月 1 日，滬指、深證成指全部放量突破今年以來的新高，其中，深證成指成功站上 10000 點指數關口。三大股指強勢上漲，行業與概念板塊全部飄紅，在今年第一季度的末尾，A 股迎來了完美的收官。從第一季度的經濟資料來看，1-2 月份的投資增速有所回升，社融和基建增速也在回暖，而消費總體保持穩定。在這種情況下，整個市場預期的改變和投資信心的恢復也是理所當然的。

國家統計局發佈的資料顯示，今年 3 月份的製造業 PMI 低於過去兩年的同期水準，而受季節性影響，生產指數是五大分項指數中漲幅最大的一項。從市場需求來看，新訂單指數則站在近半年的高點。1-2 月份基礎設施投資同比增長 4.3%，增速比去年全年提高 0.5 個百分點，其中基礎設施建設不乏亮眼表現，在 2018 年投資下降 5.1% 的鐵路運輸業投資今年第一季反轉，增長 22.5%；資訊傳輸業投資增長 16.1%，增速提高 13 個百分點；生態保護和環境治理業投資增長 48.9%，增速提高 5.9 個百分點。

隨著穩基建和補短板步伐的加快，今年 3 月份建築業 PMI 達到了近 5 年來的同期最高值。雖然屬於 3 月份 PMI 回升主要受到季節性因素的影響，但幅度高於市場預期，積極的財政政策發揮了作用。今年大量基建項目提早開工，推進實施 70 個重大工程項目，提振建築業景氣度，促進非製造業 PMI 處於較高擴張水準。2019 年的 GDP 增速目標為 6%至 6.5%，關鍵還是要保障中國經濟的高品質發展，結合外部環境看，全球經濟增長同樣在放緩，所謂的經濟拐點還沒有到來。

今年中國財政政策的“重頭戲”，高達 2 萬億規模的減稅降費政策是當之無愧的主角。第二季度開始，中國製造業等行業增值稅稅率將由 16%降至 13%，交通運輸和建築等行業增值稅稅率將由 10%降至 9%。據財政部稅收司司長王建凡透露，僅增值稅改革一項，便將減稅 1 萬億。如果說第一季度主要是市場信心的提振，那隨著政策的落實，對宏觀經濟的實質性影響將在第二季度開始顯現。大規模減稅降費有助於為製造業減負，提振市場信心，二季度製造業 PMI 有望保持在榮枯線以上。2019 年 1-2 月份地產投資增速高達 10.6%，但由於全國地產銷售連續兩個季度負增長及棚改目標的下調，地產投資的高增註定難以為繼；而基建投資同期增速僅為 2.5%，雖然地方政府專項債發行規模較大，但仍缺乏足夠的資金支持。薑超認為，本輪經濟發展並不是依靠傳統的地產和基建刺激，而真正有希望發力的是居民消費和企業創新投資，據其團隊測算，此次減稅降費可以在年內提升 2%的消費增速，足以對沖 10%的地產投資增速下降。

3 月份 PMI 的出色表現以及第二季度減稅降費政策全面落實，有望帶旺總體經濟，尤其實體經濟的提前企穩。結合今年第一季度的變化來看，GDP 增速下滑的勢頭或將止今年第一季度。預計第一季度的 GDP 增速為 6.3%，全年增速或在 6.3%至 6.4%之間，雖然在絕對值上低於 2018 年，但不會出現之前四個季度逐步下滑的情況。在貨幣政策上，目前已有 6 家機構對 3 月份新增人民幣貸款進行了預測，預測最大值為 13500 億元，最小值為 12000 億元，均值為 12633.33 億元。綜合來看，各機構所預測的一季度新增信貸額均超過 5 萬億元。

4 月 3 日公佈的 3 月財新中國服務業 PMI 活動指數 54.4，從 2 月低點大幅反彈 3.3 個百分點，創 2018 年 2 月以來新高。3 月財新中國製造業 PMI 回升 0.9 個百分點至 50.8，四個月來首次處於擴張區間。兩大行業均明顯增長，帶動財新中國綜合 PMI 回升 2.2 個百分點至 52.9，為 2018 年 7 月以來最高。財新中國服務業和綜合 PMI 走勢與統計局 PMI 一致。國家統計局公佈的 3 月服務業商務活動指數為 53.6，微升 0.1 個百分點；綜合 PMI 錄得 54.0，比上月上升 1.6 個百分點。

3 月服務業和製造業需求同步回升。服務業新訂單總量加速上升，創下 14



個月以來最高增速。部分企業反映需求好轉、新產品發佈帶動新訂單總量回升；製造業新訂單總量也略見加速，但增速仍然偏低。二者綜合，3月新訂單溫和增長。外需也有所改善。製造業新出口訂單扭轉了2月的收縮狀態，出現小幅回升；服務業新出口訂單也錄得2017年12月以來次高增速，兩大行業綜合，新出口訂單總量略有增長。

兩大行業用工也都處於擴張區間。服務業用工規模繼續小幅上升，增速接近2月；製造業用工則逾五年來首次出現擴張，但增速仍為小幅。兩者綜合，3月綜合用工規模逾一年來首次出現擴張，但增速僅屬小幅。3月服務業投入成本漲幅較2月略有放緩，整體尚屬溫和。受訪廠商反映，成本上升主要與原材料價格、交通運輸和薪酬上漲有關。製造業投入成本則出現四個月以來首次上升，但漲幅也僅屬小幅。兩大行業綜合，投入成本繼續小幅上漲。

3月出廠價格繼續上升。據許多企業反映，投入成本上升、客戶需求轉強，共同導致出廠價格上升。其中，製造業出廠價格出現小幅上升，升幅創五個月來最高。服務業也繼續小幅提高收費水準，漲幅與2月相近。隨著需求好轉，兩大行業企業對未來12個月的生產與經營前景信心度均略有改善。服務業樂觀度創下三個月以來最高，製造業更創下10個月新高，不過相比長期均值，兩大行業前景信心仍然偏弱。

### 美中貿易談判露曙光，全球農產品期貨價格走揚

CBOT 小麥與黃豆期貨4月2日上漲，受中美貿易磋商的樂觀情緒激勵，玉米則是下跌。5月玉米期貨收盤下跌0.1%成為每英斗3.6150美元，5月小麥上漲0.3%成為每英斗4.64美元，5月黃豆上漲0.5%成為每英斗9.00美元。ICE Futures U.S. 5月棉花期貨4月2日下跌0.1%成為每磅77.27美分，5月粗糖期貨下跌0.8%成為每磅12.57美分。

International Cotton Advisory Committee, ICAC 4月1日首度對2019/20年度做出預估表示，儘管全球棉花產業仍面臨許多挑戰，包括貿易糾紛、經濟放緩以及需求走弱等，但2019/20年度全球棉花消費量仍預期將創下新高達到2,730萬噸，較本年度的預估消費量將高出50萬噸或1.9%。全球棉花產量則預估將年增6%達到2,760萬噸，主要受到單產提高的帶動。棉花期末庫存預估將小幅增加至1,770萬噸。報告也預估2019/20年度期末，Cotlook A棉花價格指數將為每磅81.25美分。

巴西貿易部4月1日公布，2019年3月，巴西粗糖出口量為95.5萬噸，創下去年4月以來的近一年新低，也是2012年以來的同期新低；1-3月，巴西粗糖出口量年減23%至303.4萬噸。3月份，巴西黃豆出口量為895.5萬噸，

較前月增加 47%，較去年同期增加 1.6%；1-3 月，巴西黃豆出口量年增 30%至 1,720 萬噸。3 月份，巴西棉花出口量為 9.76 萬噸，較前月增加 12%，較去年同期增加 107%；1-3 月，巴西棉花出口量年增 58%至 29.38 萬噸。巴西是最大的黃豆以及粗糖出口國，去年 12 月的棉花出口量則是創下月度新高達到 21.5 萬噸。

歐盟執委會 4 月 1 日公佈的數據顯示，歐盟上週小麥出口量較前週修正後的 532,998 公噸減少至 482,222 公噸，自去年 7 月起的 2018/19 銷售年度至今，歐盟小麥出口量年減 7%至 14,135,075 公噸。歐盟上週玉米出口量較前週修正後的 21,991 公噸減少至 2,845 公噸，本銷售年度至今的玉米出口量則是年增 74%至 1,766,393 公噸。歐盟上週黃豆進口量從前週修正後的 275,158 公噸增加至 348,294 公噸，累計本銷售年度至今的黃豆進口量年增 11%至 10,828,141 公噸。

美國農業部公佈的每週出口檢定報告顯示，截至 3 月 28 日當週，美國小麥與玉米出口較前週增加，黃豆則是減少。自去年 9 月起的 2018/19 年度，美國玉米出口檢定量年增 21%至 29,670,048 公噸，達成美國農業部上月下修 190 萬噸預估出口量 6,033 萬噸的 49.2%。上年度，美國玉米出口僅年增 1%至 5,770 萬噸。自去年 9 月起的 2018/19 年度，美國黃豆出口檢定量年減 29%至 29,287,605 公噸，達成美國農業部預估出口量 5,103 萬噸的 57.4%；相比上年度美國黃豆出口檢定量為年減 3%至 5,630 萬噸。美國出口商連續兩天報告對中國大陸的大筆黃豆銷售訂單，包括 3 月 29 日的 816,000 公噸以及 4 月 1 日的 828,000 公噸。自去年 6 月起的 2018/19 年度，美國小麥出口檢定量累計為 18,814,354 公噸，較上年同期減少 6%，達成美國農業部上月下修 96 萬噸預估出口量 2,626 萬噸的 72%。

### 美中貿易談判順利，油價持續反彈走勢

NYMEX 5 月原油期貨 4 月 2 日收盤上漲 0.99 美元或 1.6%成為每桶 62.58 美元，持續寫下 5 個月來新高，歐洲 ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 0.36 美元或 0.5%成為每桶 69.37 美元。Julius Baer Group Ltd.首席經濟學家 Norbert Ruecker 表示，供應面的展望仍然是油市最關注的重點，產油國的減產協議持續將國際油價推向每桶 70 美元價位。

美國石油協會週二盤後公布，截至 3 月 29 日當週，美國原油庫存增加 300 萬桶至 4.517 億桶，路透社調查的分析師預估為減少 42.5 萬桶；汽油庫存減少 260 萬桶，預估為減少 150 萬桶；蒸餾油庫存減少 190 萬桶，預估為減少 50.6 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 10 萬桶。美國能源

部的庫存數據將於週三公佈。美國能源部公佈，4月1日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.691 美元，為連續第 8 週上漲並創下 5 個月來的新高；較前週上漲 6.8 美分，較去年同期下跌 0.9 美分，過去 8 週以來累計上漲 43.7 美分或 19%。各地區零售汽油均價全面上漲，西岸地區的零售汽油均價最高達每加侖 3.265 美元，較前週上漲 12.1 美分，較去年同期下跌 6.2 美分；墨西哥灣地區的零售汽油均價最低為每加侖 2.447 美元，較前週上漲 6.8 美分，較去年同期上漲 1.9 美分。



美國汽車協會報告表示，4月1日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.69 美元，較前週上漲 7 美分，較一個月前上漲 27 美分，較去年同期上漲 4 美分，今年以來累計上漲 44 美分。美國汽車協會 Jeanette Casselano 表示，去年底美國還有將近八成的加油站零售汽油價格低於 2.5 美元，如今只剩下不到 1/3 的加油站零售汽油價格低於 2.5 美元；自 2 月中旬以來美國汽油庫存持續下滑，應是造成汽油價格上漲的主因，預期未來幾週漲勢可能還將持續。零售汽油價格的上漲主要是因為原油價格上揚、煉油廠維護季節到來，以及季節性需求回升等因素的影響。此外，雖然美國原油產量創新高，但出口也一樣攀高，這些都令市場的供應仍然較為吃緊。GasBuddy 經營超過 250 個油價網站，追蹤美國與加拿大超過 14 萬個加油站的零售汽油價格。

當前油市仍然稍為偏多，特別是美國原油以及油品庫存出現較大的回落，以及美國對伊朗與委內瑞拉等產油國的制裁也令國際油市供應縮減的影響。中美兩國 4 月 1 日所公布的製造業數據均優於市場的預期，也提振紐約原油期貨衝上 5 個月新高。美國原油期貨今年以來累計上漲 36%，布蘭特原油也上漲 28%，汽油期貨更是大漲 46%。

## 美中貿易談判進展順暢，黃金避險需求降低

COMEX 6 月黃金期貨 4 月 2 日收盤上漲 1.2 美元或 0.1% 成為每盎司 1,295.4 美元，美元指數上漲 0.1%，5 月白銀期貨下跌 0.3% 成為每盎司 15.061 美元。全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 4 月 2 日黃金持有量增加減少 4.70 公噸至 768.104 公噸，為連續第二天減少，兩天來累計減逾 16 公噸或 2%。

英國 Metals Focus 報告表示，在經歷了去年較為不利的環境之後，金價未來三個季度總體上來說應該較為正面，有利於提振黃金的價格；但是仍然會有一些不利的因素限制金價的上漲空間，因此該行預期今年平均金價將溫和上漲 3% 至每盎司 1,310 美元。Brown Brothers Harriman 最新報告表示，在美國 FED 預期今年將不升息之後，市場已經開始預期聯準會明年可能降息，聯邦基金期貨顯示聯準會可能在 2020 年 1 月以及 12 月各降息一次。

Metals Focus 指出，金價去年主要受制於強勢美元的壓力，包括美國經濟表現良好、就業市場強勁，以及通膨上揚等，這些都讓多數市場分析師預期聯準會今年仍將繼續升息，因此提振美元的氣勢。另一方面，歐洲央行仍繼續維持寬鬆的貨幣政策，且中美的貿易摩擦加劇等，這些都令美元有相對強勢的表現，從而令金價受到打壓。但該行預期這些對金價不利的環境在今年將會有一些改善，從而有助於金價的復甦。ForexTime (FXTM) Lukman Otunuga 表示，雖然今年第一季金價僅上漲 1.3%，表現不盡如人意，但該行認為第二季金價仍有上漲潛力，主要因為對全球經濟的擔憂將會降低投資人的風險偏好，而聯準會偏軟的基調也將對金價構成支撐，特別是近期市場已經開始浮現降息的預期。該行認為 1,300 美元是金價重要的多空分界線，只要金價站穩在 1,300 美元以上，就會具備向上攻堅的實力，反之則可能表現較為疲弱，若金價一直未能站上 1,300 美元，就可能下探至 1,270 美元。

London Bullion Market Association, LBMA 4 月 1 日公佈數據顯示，2019 年 2 月，黃金日均交易量較前月 1,960 萬盎司減少 6.3% 至 1,840 萬盎司 (約 572.30 公噸)，日均交易額月減 4% 至 243 億美元，日均交易筆數較前月基本持平為 2,950 筆，每筆的平均交易量月減 6% 至 6,235 盎司。

美中貿易的緊張氣氛有所緩和提振了市場的風險偏好，也令金價有所回落。雖然短線金價仍有可能繼續下滑，但中長期的展望仍將有利於黃金，包括地緣政治的風險、全球經濟增長的疑慮，還有美國 FED 可能會暫時停止升息等。金價如果不能站穩每盎司 1,330 美元價位，表現可能會稍顯疲弱，但只要金價維持在 1,300 美元以上，多頭的格局就沒有改變。

雖然對全球經濟增長的擔憂使得物價受控，但投資人仍然不宜低估長期的通



膨脹風險，黃金以及抗通脹債券 ( TIPS ) 仍會是通脹時期的最佳避險工具。較高的通脹將會壓低美國的實質利率，從而減損美元的氣勢，也將會使得黃金變得更具有吸引力。未來一兩年通脹變化的主要關鍵有二，其一是美國的就業市場是否會更加緊峭並最終帶動通脹上揚，其二是美國 FED 是否將有意地削減實質殖利率來提振經濟，此將會減損美元對包括黃金在內等其他儲備貨幣的價值。金價近期在創下 10 個月新高之後漲勢有所中斷，部分也受到油價回落的影響；雖然通脹的顧慮仍低，但也一直是投資人提及的五大風險因素之一。

黃金價格在經歷了較為困難的 2018 年之後，當前的市場環境已經有所改善，但預估未來要金價上漲至每盎司 1,400 美元以上，這樣才能夠真正代表黃金價格另外一個五年多頭的開始。金價 2018 年下跌 2.1%，但 2019 年以來金價已上漲 3.7%，各國央行持續買入黃金對金市有明顯的提振，金價最壞的時刻已經過去。金價 2019 年內可望挑戰每盎司 1,350-1,400 美元的長期壓力價區，因美元與美股都無法再像去年一樣對金價造成嚴重的威脅。美股今年已經沒有來自於政府減稅的利多，而美元也無法像去年一樣獲得那麼多次升息的支撐，雖然該行並不認為美元與美股會出現崩潰，但對金價的威脅已經無法與去年相提並論。今年美國 FED 的貨幣政策可能出現大幅轉變，雖然 2 月的 FED FOMC 會議仍預期今年會有兩次的升息，但在近期傳出 FED 可能提前結束縮減資產負債表的計畫之後，市場已經預期今年可能不會升息，對照 2018 年秋天市場還預期今年將升息四次來看，升息預期的變化相當明顯。此外，雖然美國政府關門暫時結束，但全球政治的不確定性仍將支撐金價，且政府關門對經濟的衝擊也還未完全明朗。

美國國會預算辦公室 1 月 28 日發布報告表示，美國政府部分關門 35 天估計造成了 110 億美元的經濟損失，但其中的 80 億美元將在政府關門結束之後獲得恢復，故此次美國政府關門對經濟造成的淨損失約為 30 億美元，預計將令 2019 年的美國經濟增長減少 0.02 個百分點。美國政府部分關門 35 天所造成的經濟損失估計至少達到 60 億美元，已經超過川普所要求的 57 億美元邊境牆經費。



黃金 ETF 投資需求的復甦對金價也是一大支撐，伴隨著金價創下七個月新高，全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 的持倉量也同樣創下七個月新高，28 日黃金持有量增加 5.88 公噸至 815.638 公噸，累計自去年 9 月底以來已經增加了 73 公噸或 10%。投資人越來越認同黃金的價值，認為在市場波動性升高之際，應該在投資組合當中增加黃金的配置。分析師也認為全球金礦產量的增長放緩將會對金價構成支撐。第三大黃金生產國俄羅斯財政部 2 月 28 日公布的數據顯示，2018 年 1-11 月，俄羅斯黃金產量從上年同期的 284.95 公噸增加至 290.3 公噸，其中礦產黃金產量從上年同期的 235.49 公噸增加至 243.89 公噸，其餘為其他金屬礦所生產的副產品黃金。

雖然金價走勢通常與美元相反，但 2018 年 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。

FED 理事主席鮑威爾 2019 年升息的決心有所鬆動，但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 2019 年升息 2 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。

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/福州墨爾本理工職業學院國際經濟與金融系副教授 李全順)**