



全球經濟趨勢追蹤與預測

2019.07.03

美國製造業 PMI 創新低，避險資產仍有上漲空間

美國 6 月製造業 PMI 再創新低，幾乎接近 50 榮枯線。過去美國的經濟放緩都由製造業引領，美國製造業在今年第二季度表現格外疲弱，勢必嚴重拖累經濟增長；即使此次美國 6 月 ISM 製造業 PMI 高於預期，仍無法掩蓋美國製造業疲軟的事實，新訂單指數疲弱，市場需求不足，暗示美國經濟增速將加速放緩，顯著提升了市場對美國經濟前景的憂慮情緒。對於美國製造商而言，中美貿易緊張局勢的憂慮和不確定性的增加進一步打擊了訂單增長和商業信心，市場信心不足影響需求將持續下降，對未來產出增速的預期會繼續走低，並且由於新訂單減少，有可能導致越來越多的美國公司削減生產和裁員，如此美國製造業前景將更加暗淡。

產出、需求和出口同步走弱使得製造業 PMI 繼續回落，這說明美國製造業加速持續放緩；美國貿易政策主導的貿易壁壘和宏觀經濟資料的疲弱，均對美國製造業產生較大的負面影響。另外，6 月製造業 PMI 資料統計結束後，美國擬對價值約 40 億美元的歐洲商品徵收新的關稅，如此將嚴重利空美國製造業，即使 G20 重啟中美貿易談判，預計美國三季度製造業資料將會持續下滑，甚至會低於榮枯線出現衰退跡象；製造業 PMI 大幅回落，產出端增長停滯，消費端需求不足，通脹持續疲弱，核心美債收益率倒掛，我們預計美國三季度經濟將會加速放緩。

中美重啟經貿磋商釋放巨大利多，緩解市場恐慌情緒，提振市場風險偏好，除避險資產以外的國際主要股市及大宗商品上周預期出現較大幅度彈升，不斷創新高，隱含波動率則出現大幅下降。全球製造業持續低迷，經濟下行風險繼續加大，長期來看，全球共振性經濟放緩已成必然，未來避險資產依然存在較大的上漲空間。美國 6 月 ISM 製造業 PMI 報 51.7，略高於 51 的預期值，不及 52.1 的前值，創川普當選總統以來新低；新訂單指數僅 50，低於 52.5 的預期值和 52.7 的前值，零增長突顯需求不足；庫存指數維持在過低水準僅 49.1，不及 50.9 的前值，低於榮枯線呈萎縮走勢。HIS Markit 公佈最新資料顯示，美國 6 月 Markit 製造業 PMI 終值報 50.6，略高於前值和預期值，但增長乏力。各資料均大幅回落，但是仍高於榮枯線，代表美國製造業仍在擴張但增速加快放緩。美國 6 月份 ISM 製造業 PMI 的影響因素中，新訂單、原材料庫存和供應商交付分項分別拖累總體製造業 PMI 下降 0.54、0.36、0.26，生產和就業在經歷上月大幅下降後局部回檔，但是回檔乏力，僅拉動總體製造業 PMI 上升 0.56 和 0.16 個點。然

相對於最近五年差值平均而言，生產、新訂單、原材料庫存、供應商交付以及就業等分項均出現大幅下降，使得美國製造業增長動力不足。

具體分項中，生產、新訂單、原材料庫存、供應商交付、和出口等各分項均持續下降，尤其是原材料價格、新訂單分項、供應商交付以及訂單庫存，分別低於最近 5 年差值平均 12.1、9.8、5.56 和 5.52 個點，成為製造業 PMI 大幅回落的核心拖累項。庫存方面，訂單庫存和原材料庫存均出現大幅下跌，產成品庫存亦低於最近五年差值平均，貿易局勢升級導致企業被動去庫存，企業庫存的調整也說明企業對製造業發展的擔憂。需求方面，新訂單指數繼續大幅回檔，低於最近 5 年差值平均 9.8 個點；新出口訂單和進口均下降明顯，分別低於五年均值 4.2 和 5.1 個點，需求端繼續走弱。供應商交付速度繼續放緩，且放緩的幅度加快，反應了全球貿易壁壘對美國產生的負面影響。



美國製造業領域進一步接近停滯狀態，與產出增幅疲軟相對應，企業正在限制雇員和投資計畫，製造業的勞動力擴張速度創近三年最慢，產出預期也保持疲軟。一直以來，美國的經濟放緩都由製造業引領，美國製造業在二季度表現格外疲弱，將會拖累經濟增長；即使此次美國 6 月 ISM 製造業 PMI 終值高於預期，仍無法掩蓋美國製造業疲軟的事實，新訂單指數疲弱，需求不足，暗示美國經濟增速將加速放緩，顯著提升了市場對美國經濟前景的憂慮情緒。6 月以來，川普政府貿易政策不確定性依然較強，6 月 5 日起終止對印度的普惠制待遇，因邊境問題威脅墨西哥加征關稅，貿易壁壘愈演愈烈，造成全球貿易局勢震盪。對於美國製造商而言，貿易緊張局勢的憂慮和不確定性的增加進一步打擊了訂單增長和商業信心，需求將持續下降，對未來產出增速的預期會繼續走低，並且由於新訂單減少，有可能導致越來越多的美國公司削減生產和裁員，如此美國製造業前景

將更加暗淡。資料公佈後，疊加 G20 習川會晤利多提振市場情緒，美國三大股指繼續上漲，再創新高，標普 500 指數如預期再次達到 10 年最高；市場風險偏好提升，美股波動率集體下滑，市場恐慌情緒有所回落；然而創新高的股指孕育著較高風險，沖高回落風險需警惕，故風險資產及時套現；核心美債收益曲線持續倒掛，倒掛幅度加深，再次暗示美國經濟的疲弱低迷走勢。

綜合來看，產出和需求同步走弱使得製造業 PMI 繼續回落，這表明美國製造業仍處於擴張週期末端，但是擴張速度加速放緩；美國貿易政策主導的貿易談判壁壘和宏觀經濟資料的疲弱，均對美國製造業產生較大的負面影響。另外，6 月製造業 PMI 資料統計結束後，美國擬對價值約 40 億美元的歐洲商品徵收新的關稅，如此將嚴重利空美國製造業，估計美國三季度製造業資料將會持續下滑，甚至會低於榮枯線出現衰退跡象；製造業 PMI 大幅回落，產出端增長停滯，消費端需求不足，通脹持續疲弱，核心美債收益率倒掛，估計美國三季度經濟將會加速放緩。

美國 6 月 ISM 製造業 PMI 疲軟，需求擴張結束，新訂單指數錄得零增長，客戶庫存指數維持在過低水準，積壓訂單指數連續第二個月萎縮。歐元區 6 月份製造業 PMI 報 47.6，不及初步資料和前值。德國 6 月份製造業 PMI 報 45，不及初步資料。中國 5 月官方製造業 PMI 報 49.4，但是略低於預期值，仍位於榮枯線下方。全球製造業持續疲弱低迷，中美重啟貿易談判無法改變經濟放緩大勢，全球主要央行轉向寬鬆或寬鬆預期依舊。中美重啟經貿磋商釋放巨大利好，緩解市場恐慌情緒，提振市場風險偏好，除避險資產以外的國內國際主要股市及大宗商品如上周預期出現較大幅度提升，不斷創新高，波動率則整體出現大幅下降，故短期內依然可以考慮加倉風險資產，適當減倉避險資產。然而全球製造業持續低迷，經濟下行風險繼續加大，長期來看，全球共振性經濟放緩已成必然，未來避險資產依然存在較大的上漲空間，投資者可以趁著本輪避險資產的回檔，逐漸底部減倉，增加避險資產的持倉。

歐盟人士僵局持續，7 月降息箭在弦上

歐盟人事僵局仍在延續，7 月 2 日歐洲央行管委連恩表示，負利率是暫時的，將會持續一段時間，通膨還沒有達到目標水準，因此繼續實施寬鬆政策，如果經濟情勢再有衝擊，還會加碼寬鬆。此外，歐洲央行決策者認為沒有必要急於在 7 月降息。歐盟 28 國領導人召開緊急峰會，就新一屆歐盟委員會主席人選進行談判。然而，談判進行了 18 個小時，一直到 7 月 1 日中午，各國仍未達成共識，這突顯出歐盟面臨的更廣泛的決策問題。

歐盟領導人大多逐漸接受蒂默曼斯出任歐盟委員會主席，韋伯任歐洲議會議

長，世銀執行長格奧爾基耶娃出任歐洲理事會主席，比利時總理蜜雪兒則是接掌歐盟外交和安全政策高級代表的熱門人選。不過這一切尚未塵埃落定。市場將關注歐盟峰會能否在七月初達成妥協，如果僵局延續，歐元兌美元仍有更多下行空間。除此之外，美 FED 官員之後的進一步講話對美元指數以前整體匯市走向也會帶來進一步影響。

歐洲央行決策者沒準備好要在本月的會議上匆忙增加貨幣刺激措施，而更想進一步觀望經濟資料。雖然管理委員會成員認同如果前景惡化，他們或在 7 月 25 日採取行動，但目前傾向於等到 9 月份舉行下一次會議時再討論--屆時他們將有最新經濟預測發佈來支持他們的決定。該委員會本月可能會調整政策語言，以釋放刺激措施即將加碼的信號。等到 9 月份基本符合預期，目前的市場走勢反映出，投資者預期到那個時候為止會降息 10 個基點，但有些人則期望更迅速或者更激進的行動。德國商業銀行和摩根士丹利預計最早本月降息 10 個基點。滙豐預計 9 月和 12 月均降息 10 個基點，高盛預計 9 月份降息 20 個基點。摩根士丹利和高盛還預計量化寬鬆將恢復。高盛認為歐洲央行將在 9 月份把存款利率調降 20 個基點，並採取分級利率，增強前瞻指引，回歸量化寬鬆(QE)。在當前的限制範圍內，資產購買可能包括公司債和主權債，同時有跡象表明，歐洲央行可能通過提高發債上限來擴大量化寬鬆的空間。

歐洲央行將在本月晚些時候重新採用寬鬆的措辭基調，表明政策利率可以下調，央行還可以在評論中提及“2020 年年中”，進一步延伸其前瞻性指引。關於分級利率，歐洲央行將按照銀行在央行超額準備金的歷史平均水準，為銀行提供補貼。從本質上講，這將有助於緩解銀行因在央行持有過多準備金而承受的成本；包括鷹派決策者克諾特在內的多位歐洲央行官員 7 月 1 日表示，歐元區通脹仍處於無法接受的低位，若有必要，歐洲央行將進一步放寬政策以提振物價壓力。幾周前，行長德拉基暗示將推出更多刺激措施。德拉基將於 10 月卸任。鑒於克諾特是鷹派，他的言論表明央行管委會的立場發生了重大轉變，決策者對需要推出更多刺激措施達成共識。市場目前已完全消化了歐洲央行 9 月將存款利率負 0.40% 下調 10 個基點的可能性，認為 7 月會議上降息的可能性接近 50%。

荷蘭銀行駐阿姆斯特丹的經濟學家 Nick Kounis 稱，預計 7 月政策語言將發生變化，9 月份將降息 10 個基點。考慮到通脹前景、通脹預期和經濟增長面臨的下行風險，歐洲央行已然明顯有理由在 7 月份採取行動。另一項風險是美 FED 在 7 月 31 日，比歐洲央行會議晚一周的利率決定。如果美 FED 如預期般降息，或許降息 50 個基點，那麼歐元兌美元匯率可能飆升。這會壓低歐元區進口成本、抑制其通脹，提高出口成本抑制經濟增長。

今年以來，受到全球經濟增長速度放緩以及貿易局勢緊張影響，歐元區經濟

始終難脫泥沼。製造業進入收縮狀態，通脹持續低於目標，使得歐元區經濟的復蘇前景岌岌可危。歐盟委員會近日公佈的資料顯示，歐元區 6 月經濟景氣指數持續下降，跌至近 3 年來最低水準。這顯示出，市場對歐元區經濟信心明顯下降，對企業和消費者信心構成壓力。在此背景下，歐洲央行行長德拉吉表示，如果經濟增長和通脹疲軟的情況得不到改善，央行將採取“進一步的刺激政策”。而市場預計，歐洲央行將在 9 月底前加大寬鬆力度，調降存款利率，或進一步放寬前瞻性指引。

近期公佈的一系列疲軟經濟資料，為歐元區經濟敲響“警鐘”。6 月歐元區基礎通脹資料反彈，給予歐洲央行一定的安慰，但仍未達到政策制定者預期的目標。據歐盟統計局上週五公佈的資料顯示，歐元區 6 月 CPI 年率初值為 1.2%，符合市場預期。扣除能源、食品和煙草在內的核心通脹指標上升至 1.1%。儘管基礎價格回升快於預期，但歐元區通脹仍遠低於歐洲央行 2% 的目標水準。

長期以來，疲軟的通脹一直困擾著歐洲的貨幣政策制定者。自歐債危機以來，歐元區勞動力市場持續復甦，就業率達到了歷史最高紀錄，工資上漲也非常快，這都為物價上漲創造了理想環境。但歐元區通脹並未能同步上漲而是持續低於目標水準。當下歐洲經濟遭遇“逆風”，通脹上漲變得更加艱難。與此同時，全球製造業增長放慢也對歐洲經濟產生了較大的負面影響。資料顯示，歐元區製造業在 6 月出現萎縮，今年二季度也成為歐元區製造業 6 年來最疲軟的一個季度。值得注意的是，歐元區製造業採購經理人指數 (PMI) 在近兩年時間裡持續下滑，且今年以來的製造業 PMI 資料從未回到 50 榮枯線上方。

在此背景下，歐元區 6 月經濟景氣指數獲得 103.3，不及預期值 104.6，也低於前值 105.1。資料顯示，歐元區最大經濟體德國和第三大經濟體義大利的信心降幅最大。歐元區經濟目前正艱難應對疲弱的增長和低通脹。歐盟委員會此前預計歐元區今年的經濟增長率僅為 1.2%，不及 2017 年的一半，但如今看來，這可能仍是一個樂觀的估計。

低迷的通脹和全球貿易緊張局勢帶來的下行風險，促使歐洲央行考慮為經濟增加更多的刺激措施。德拉吉日前在葡萄牙辛特拉論壇上表示，如果通脹沒有達到目標，歐洲央行將考慮更多的刺激政策，包括降息和資產購買。未來幾個季度經濟指標的疲軟狀況將持續，當危機出現時歐洲央行將利用職權範圍內的所有靈活性工具來履行職責，應對任何挑戰。至於歐洲央行將於何時重啟刺激措施，德拉吉的措辭雖然模糊，但相比此前的表態基調已經更為開放。歐洲央行將在“經濟增長情況持續無改善的情況下採取行動，而不是在經濟狀況已經開始出現明顯惡化時再補救”。

這引發了市場猜測，即今年夏天利率將從創紀錄的低點進一步下調。路透社

6 月針對歐央行貨幣政策的調查中，受訪的 45 名市場分析人士中超過 80% 的人認為，歐洲央行將要麼進一步下調存款利率並採取分級利率，要麼調整前瞻性指引、刪除任何提及未來升息的字眼。其他的人則預測，歐洲央行將重啟量化寬鬆計畫(QE)。那些預測歐洲央行將放鬆政策的受訪者中，約有 80% 預測其將在 9 月底之前行動，包括約有三分之一的人預測下月就可能行動。

德拉吉的表態是歐洲央行高層“迄今為止有意重拾寬鬆政策最明確的跡象”。如果歐元區經濟增長和通脹指標在未來幾個月仍未有明顯起色，歐洲央行在年內降息並重啟資產購買計畫將是大概率事件。荷蘭銀行分析報告則認為，歐央行將在 9 月降息 10 個基點，同時在 2020 年一季度再次降息 10 個基點，這將使得歐洲央行的存款利率降至 -0.6% 低點，同時再融資利率首次跌至負值區域。

德國 6 月製造業 PMI 指數為 45，儘管創下近四個月以來的最高值，但仍低於榮枯線。德國經濟的外部需求疲軟和汽車行業增長放緩繼續拖累訂單量，進而導致產出和就業量下降。法國 6 月製造業 PMI 指數報 51.9，高於前值 50.6，但略不及預期的 52。歐元區其他主要經濟體的表現也不及預期，義大利 6 月 PMI 指數報 48.4，相比前值降低 1.3 個點，新訂單量連續 11 個月下跌。西班牙 6 月製造業更創造了自 2013 年 5 月以來的最差表現，PMI 指數報 47.9，時隔三個月再次跌破榮枯線。

低迷的資料令市場人士擔憂，因為這標誌著歐元區近一年多的經濟放緩局面不會立即結束，歐洲央行決策層因該準備採取更多刺激措施。此外，歐盟統計局公佈的資料顯示，儘管基礎價格回升快於預期，但歐元區通脹仍遠低於歐洲央行 2% 的目標水準。歐元區 6 月 CPI 年率初值為 1.2%，長期以來疲軟的通脹一直困擾著歐元區的政策制定者。歐洲央行在 9 月份或選擇通過利率分層、加強前瞻性指引，將存款利率降低 20 個基點以及恢復量化寬鬆政策。

日韓經貿摩擦升溫，高科技過招招招狠

日本經濟產業省 7 月 1 日宣佈，將對出口韓國的半導體材料加強審查與管控，並將韓國排除在貿易“白色清單”之外。此次限制向韓國出口的半導體材料主要是用於有機 EL 面板生產的氟聚醯亞胺、抗蝕劑和高純度氟化氫。它們是智慧手機、晶片等產業中的重要原材料。對於日方的決定，韓國產業通商資源部長官成允模 7 月 1 日表示，韓國將採取包括訴諸世貿組織 WTO 在內的措施反制日本政府限制對韓出口的經濟報復措施。

日本擬從 7 月 4 日起將韓國剔除出“白色清單”，這意味著日本供應商今後每次對韓出口都必須向政府申請，審查時間通常為 90 天左右。日本媒體評論稱，由於日本政府基本不會批准申請，這實際上等於禁止向韓國出口半導體材料。

由於被限制產品的貨源大部分依靠日本，替代貨源並不好找，相關韓國企業將被迫進入“緊急狀態”。韓國政府一直努力在經濟領域與日本保持互惠合作關係，但日本宣佈採取限制對韓出口的措施是針對韓國大法院判處韓籍二戰勞工對日索賠勝訴的經濟報復措施，韓國對此深表遺憾。限制出口違背了世貿組織基本原則，韓國政府將根據國際法和國內法，採取必要的應對措施。

韓國外交部表示，日方的行為不僅不利於相關產業發展，也可能對兩國關係產生負面影響，韓方對此表達深刻憂慮和遺憾，外交通商部第一副部長趙世暎表示《二十國集團領導人大阪峰會宣言》承諾各方將致力於實現自由、公平、非歧視性、透明、可預見、穩定的貿易和投資環境並保持市場開放。日本的措施違背《二十國集團領導人大阪峰會宣言》精神，韓國敦促日本取消該措施。去年以來，韓日關係持續惡化，一系列外交風波使兩國間摩擦接連不斷，信任度不斷下降。去年 10 月，韓國大法院判決日本企業對二戰時期強制徵用的韓國勞工進行賠償，此判決遭日方反對。外界曾期待在大阪 G20 峰會期間能夠舉行韓日首腦會談，使趨於惡化的韓日關係出現轉機，但雙方領導人最終未能在峰會期間舉行會談。日本經濟產業省表示，採取這一近乎制裁般舉措的原因是“日韓間的信賴關係已嚴重受損”，而韓國沒有就強征勞工問題“提出令人滿意的解決方案也產生了影響”。

日本對韓國文在寅政府在歷史問題上的不滿由來已久，韓國驅逐艦雷達疑似照射日本軍機事件又讓雙方持續相互指責。日本無疑欲憑藉自己在產業鏈中的優勢“懲罰”文在寅政府，迫使其在相關問題上妥協。去年 10 月，韓國最高法院終審裁定，支持 4 名二戰中遭日本強征的韓國勞工的索賠權，判決涉事日本企業向每名原告賠償 1 億韓元。該判決引起日本強烈不滿，日本外交大臣河野太郎稱判決結果“令人非常遺憾且無法接受”，表示將考慮所有可能的應對選項。去年 12 月，韓國驅逐艦搜救朝鮮漁船時，遭遇日本軍機低空飛過。日本稱韓國驅逐艦用火控雷達鎖定日本軍機，韓國予以否認，指責日本軍機威脅性低空飛行。之後兩國罵戰不斷升級，日本軍機又多次抵近韓國軍艦，韓國則直斥日本“公然挑釁”。

受到這些事件影響，被韓國歷任總統上臺後視為重要事宜的訪日活動，在文在寅上臺後一拖再拖，至今仍無定論。而日本海上自衛隊定於 10 月舉行的閱艦式，日本也罕見地沒對韓國政府發出邀請。日前在日本大阪舉行的 G20 峰會上，身為東道主的日本首相安倍晉三幾乎與所有與會國家的代表舉行會談，唯獨沒有與文在寅會談。這令外界調侃，日韓兩國在 G20 期間的互動只有兩位領導人“尷尬握手的 8 秒”。

面對日本近乎無禮的舉動，韓國外交通商部第一副部長趙世暎召見日本大使

長嶺安政，抗議日本限制對韓國出口半導體材料。日本共同社報導稱，由於受限的產品種類在韓國國內有一定庫存，因此“兩三個月左右不會出現明顯影響”。此外，韓國政府相關部門和業界巨頭也正在加緊尋找替代方案。韓國產業通商資源部長官成允模表示，日本政府針對韓國最高法院判決採取經濟報復措施，違反世貿組織基本原則，會採取包括向世貿組織提起訴訟在內的應對措施。韓國指出，日本的舉措與日本自己任東道主的 G 20 大阪峰會發表的宣言精神背道而馳。根據大阪宣言，各方一致同意致力於實現自由、公平、非歧視性、透明、可預見、穩定的貿易和投資環境。受此事件影響，韓國三星電子和 LG 電子公司股票價格當天下挫，日本一家抗蝕劑企業和一家氟化物企業的股價同樣重挫。

日本國會參議院選舉將在 7 月舉行，為選情考慮，安倍可能在關稅問題上態度謹慎，儘量避免讓步。還有分析認為，川普也不得不斟酌，如果“極限施壓”日方，可能不利於安倍所在自民黨的選情，進而動搖美日關係。值得注意的是，談及美日貿易談判，川普 27 日表示，也許在 8 月能公佈一個很好的消息。這個時間節點，也似有照顧到自民黨選情之意。安倍在 27 日的記者會上也刻意回避了記者有關日美貿易談判的提問，轉而強調日本企業對美國經濟的貢獻，並表示雙方在會談中就加快日美貿易談判進程達成一致。分析人士認為，這說明美日兩國目前並未就雙方關心的農產品和汽車貿易等實質性問題達成一致，未來兩國貿易談判仍將處於拉鋸狀態。

在安全方面，有分析稱，日本的安全依賴於美國，因此安倍一直尋求與川普建立友好關係。眼下，日本正小心地關注著川普和朝鮮最高領導人之間正在萌芽的友誼。日方希望美方對朝核以及導彈項目保持施壓，謀求美方協助解決“綁架問題”。就近期朝鮮試射不明發射體一事，美日表態“溫差”很大。儘管雙方都認為朝鮮試射的是短程導彈，川普 27 日在記者會上重申，並不為朝鮮近期進行的試射活動感到“困擾”。這一觀點與東道主日本“唱反調”——日本政府表示，朝鮮最近試射短程導彈違反聯合國決議。這段“插曲”，無疑也突顯美日之間的不同步和分歧。

日本經濟過去幾年曾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。

7 月份，日本面臨國會參院每 3 年改選半數席位的既定日程，如果此時解散眾院舉行同日選舉，形勢對地方組織健全的自民黨更加有利。安倍信誓旦旦地稱，政府已採取了 120% 的增稅對策，因此增稅不會對經濟造成負面影響，但日本各界對經濟前景並非無憂。去年下半年以來，受貿易保護主義和國際經濟形勢影響，日本出口下降，國內消費增長乏力，日本社會普遍擔心增稅可能成為壓垮經濟的最後一根稻草。今年 3 月份的日本央行全國企業短期經濟觀測調查結果顯示，景氣指數僅為 12，已經低於 2014 年 11 月份安倍決定推遲增稅時的水準。因此，延期增加消費稅的呼聲一直存在。

自 2014 年 4 月份日本消費稅從 5% 增加到 8% 以來，安倍政府已經兩次推遲增稅計畫。2014 年 11 月份安倍提出將原定 2015 年 10 月份增稅計畫推遲一年半，並為此解散眾院問政於民。2016 年 7 月份參院改選前，安倍于當年 6 月份再次提出將增稅計畫推遲至 2019 年 10 月份，並因此贏得了選舉勝利。由此可見，推遲增稅是政治選舉中贏得國民支持的重要手段。有評論認為，在增稅問

題上選舉形勢比經濟形勢更能影響政府決策。日本憲法規定，解散眾院提前大選是首相的特權。為贏得選舉再次推遲增稅，這事有一有二，難說沒有第三。況且，安倍執政 6 年半來，日本已有 6 次國會選舉，誰能保證沒有第 7 次呢。國會解散權在安倍手中，因而各政黨已開始全面應對可能發生的政治局面。

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 6 月 PMI 服務業採購經理指數經調整後，由 51.7 升至 51.9，是 3 個月來最高，亦是連續 33 個月處於 50 以上的擴張水準。日本 6 月綜合 PMI 亦由 50.7 升至 50.8。



脫歐陷入僵局 英經濟陷泥淖

隨著無協議脫歐可能性的提升，英國經濟面臨的風險與日俱增，可能需要更多的說明來應對經濟滑坡。據此，投資者認為英國央行降息的可能性增大。鑒於世界上很多地區的借貸成本已處於低位元，各國政府需要增加支出或減稅來抵消衝擊。在某些轄區內，貨幣政策空間可能更加有限，這使得在經濟滑坡時，將財政政策作為補充將更加可取。面對日益複雜的世界經濟形勢和不甚樂觀的脫歐前景，投資者對英國經濟的看法愈加悲觀。根據 Tradeweb 的資料，英鎊兌美元跌至兩周低點，10 年期英債殖利率 10 年來首次低於英國央行的準備金利率，目前

為 0.75%。投資者認為英國央行在 2019 年年底前降息的可能性為 57%，高於此前的 41%。但英國央行仍堅稱，如果能與歐盟達成脫歐協議，則英國經濟前景可能迅速改善。英國央行目前的假設是，兩位候選人都將實現與歐盟達成協議的目標。目前勞動力市場供應緊俏，通脹被控制在目標範圍內，且短期內英國與歐盟的未來關係將變得更加明朗。在詹森和亨特均表示有可能帶領英國無協議脫歐之後，市場對貿易形勢等的擔憂不斷加劇。

英國國家統計局 6 月 4 日公佈的一項調查顯示，受脫歐不確定性等因素影響，英國公司 2019 年第一季度並購金額出現大幅下降。2019 年第一季度，外國公司收購英國公司的並購價值為 63 億英鎊，遠低於 2018 第四季度的 388 億英鎊的價值。與此同時，2019 年第一季度，英國公司收購外國公司的價值為 54 億英鎊，也遠低於 2018 年第四季度的 105 億英鎊。

此外，2019 年第一季度，英國公司收購本國其他公司的價值為 14 億英鎊(約合 123 億人民幣)，大幅低於 2018 年第四季度的 56 億英鎊(約合 490 億人民幣)。根據英國央行早前發佈的 2019 年第一季度商務狀況報告顯示，受脫歐不確定性等因素影響，2019 年第一季度，英國一些增長強勁的領域，如專業服務及並購等，開始趨於疲軟。央行報告表示，如果脫歐相關的不確定性消失，相關商業活動景氣可能會再次上升。

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。德國總理梅克爾 4 月初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。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，英國經濟短期內恐將遭受重創。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。

英國央行英格蘭銀行日前宣佈，把英國 2019 年經濟增長預期從先前預計的 1.2%上調至 1.5%，同時繼續維持 0.75%的基準利率不變。由於英國和其他歐盟國家企業在臨近此前設定的英國“脫歐”截止日期前大量“囤貨”，帶動今年第一季度英國經濟增長 0.5%。不過，央行預計經濟增速在第二季度將回落至 0.2%。同時，受“脫歐”帶來不確定因素影響，英國商業投資持續下滑。央行預計，在“脫歐”取得明確進展前，商業投資很難恢復。

英國週公佈的官方資料顯示，第一季經常帳赤字激增至 2016 年底以來最高。2019 年前三個月，英國經常帳赤字增加了 63 億英鎊，達到 300 億英鎊，相當於經濟產出的 5.6%，為 2016 年第三季以來最高。

英國國家統計局(ONS)表示，這是受一些商品的進口激增驅動，大部分是倫敦主要交易中心的黃金進口，而不是貿易收支的基本面轉弱，剔除這一因素，英國的經常帳赤字相當於國內生產總值(GDP)的 3.7%，按國際標準衡量仍然很大。英國央行已經警告，英國脫歐後，外國對英國資產的需求下降，可能引發英鎊進一步下跌，使企業和消費者更難融資或借貸。這或許會使英國這個全球第五大經濟體的脆弱性增加。

另一方面，英國首季經濟環比增長 0.5%，同比增長 1.8%，為 2017 年第三季度以來最高水準。英國國家統計局的資料也顯示，2019 年初英國經濟增長強勁，因為企業紛紛囤積原材料，以抵消 3 月英國原定退歐日期可能造成的貿易中斷的風險。然而經濟學家預計本季度英國經濟增速將出現回落，英國央行預計 GDP 將為零增長，因為在 10 月 31 日英國新退歐日期之前，企業仍不願進行投資。資料顯示，自英國退歐公投以來，2018 年全年的 GDP 增幅更是降至六年來的最低水準——僅增長了 1.4%。自英國公投脫歐以來，英國經濟增長放緩，企業投資同比下降 1.5%，略高於此前公佈的初估值，而家庭支出仍是經濟增長的中流砥柱，同比增長 1.9%。同時，一項消費者信心調查顯示，6 月消費者信心下降。

IHS Markit 6 月英國製造業採購經理人指數 48，相比前值 49.4 大幅下跌，遠低於預測值 49.5，這是該資料自今年 3 月以來連續三個月下滑。有分析人士認為，英國脫歐不確定性和疲軟的全球經濟增長是放緩背後的原因。英國新首相人選將在 7 月下旬揭曉，這也在一定程度上進一步束縛了政策制定者刺激需求或安撫市場情緒的行動。如果英國製造業想要在未來幾個季度實現持續復甦，則需要全球經濟狀況大幅改善，同時英國脫歐和國內政治不確定性雙雙減少。



中國堅持經濟全球化大方向 促進貿易和投資自由化便利化

國務院總理李克強 7 月 2 日在大連出席 2019 年夏季達沃斯論壇開幕式並發表特別致辭。

李克強表示，夏季達沃斯論壇在中國已經舉辦了 13 年。當初設立夏季達沃斯論壇時，新一輪產業革命正在興起，全球化步伐在加快，新業態、新技術、新商業模式層出不窮。當時確定了新領軍者這一主題，並且延續至今，仍然具有現實意義，當年諸多成長型企業已成長為“參天大樹”。我們就是要讓各類市場主體，讓大企業和成長型企業同台競技，公平競爭，共同發展。經濟全球化是社會生產力發展的客觀要求和科技進步的必然結果，總體上各國都從中受益。在經濟全球化條件下產生的新一輪產業革命，不僅使全球產業鏈、創新鏈、價值鏈的連接更加緊密，也有力促進了包容性增長。應堅持經濟全球化大方向，促進貿易和投資自由化便利化，同時健全權利公平、機會公平、規則公平的制度安排，實現互利共贏、平衡普惠發展。面對當前世界經濟下行壓力，要弘揚夥伴精神，平等協商、求同存異、管控分歧、擴大共識、形成合力。以規則為基礎、以世貿組織為核心的多邊貿易體制的權威性和有效性應當得到尊重和維護。

中國將深化製造業開放，深化金融等現代服務業開放，穩步推進匯率形成機制改革和資本項目可兌換，進一步自主降低關稅總水準，完善對外開放法律法規體系，更大力度保護智慧財產權。中國對外商投資的開放度、透明度、可預期性會越來越高，整體投資環境會越來越好。下一步，中國將堅定不移抓好發展這個第一要務。深入落實已出臺的宏觀政策措施，不搞“大水漫灌”式強刺激，不走鋪攤子、粗放增長的老路。不斷深化改革，著力打造市場化、法治化、國際化的營商環境，進一步激發市場主體活力。著力抓好實施更大規模減稅降費和“放管服”改革兩件大事。進一步放寬市場准入，為各類所有制企業、內外資企業打造

一視同仁、公平競爭的市場環境。鼓勵金融機構加大對小微企業的信貸投放，支持大企業與中小微企業融通發展、優勢互補。大力優化民營經濟發展環境，落實好普惠性減稅降費等財政支持政策。深入實施創新驅動發展戰略，培育壯大發展新動能。堅持實施包容審慎監管，促進新興產業持續健康發展。深入推進大眾創業萬眾創新，不斷增強經濟創新力和競爭力。促進經濟發展與民生改善良性互動，瞄準民生的痛點和堵點，提升人民生活水準，使改革發展成果更好惠及人民群眾。

新中國成立 70 年來，特別是改革開放 40 年來，中國經濟發展取得舉世矚目的成就，中國成為世界第二大經濟體以及製造業、貨物貿易、外匯儲備第一大國。2018 年，中國經濟總量跨過 90 萬億元人民幣大關，人均國內生產總值接近 1 萬美元，經濟增速 6.6%，位居世界前列，對世界經濟增長貢獻率約 30%。

2019 年以來，面對世界經濟增長和國際貿易有所放緩的大環境，中國經濟開局良好，主要經濟指標保持在合理區間。一季度國內生產總值增長 6.4%，連續 14 個季度經濟增速保持在 6.4%至 6.8%區間，延續近年來平穩增長態勢，國內消費繼續發揮對經濟增長的主引擎作用；就業持續增加，前 4 個月城鎮新增就業 459 萬人，居民收入增長略快於經濟增長；物價水準保持總體穩定，居民消費價格溫和上漲 2%；進出口總額同比增長 4.3%，外匯儲備保持在 3 萬億美元以上。同時，中國的經濟結構在優化，發展方式在轉變，品質效益在提升，穩中向好態勢更趨明顯。

穩中向好、長期向好是中國經濟沒有改變也不會改變的大趨勢。展望未來，中國經濟平穩健康可持續發展具備充足支撐條件。一是資源潛力，中國有近 14 億人口、9 億勞動力、1.7 億受過高等教育和擁有技能的人才資源、全球最大的中等收入群體、1 億多個市場主體；二是內生動力，中國經濟增長主要靠內需拉動，2018 年內需對經濟增長貢獻率達 108.6%，其中最終消費貢獻率達 76.2%；三是發展活力，中國研發投入全球排名第二，約占經濟總量 2.18%，以戰略性新興產業、分享經濟等為代表的新動能不斷壯大；四是調控能力，有中國共產黨的堅強領導，有集中力量辦大事的政治優勢，有萬眾一心、眾志成城的民族精神，有改革開放以來持續高速發展積累的雄厚物質技術基礎，有巨大發展韌性、潛力、迴旋餘地，有豐富的宏觀調控經驗和充足的政策空間，我們完全有條件、有能力、有信心應對各種風險挑戰。

中國社會科學院工業經濟研究所期刊《China economist》發佈 2019 年二季度“中國經濟學人熱點調研”結果，預判 2019 年全年 GDP 增速為 6.3%，相比一季度預判數值下降 0.1 個百分點。並且，經濟學人預判經濟增速放緩，外貿形勢較為嚴峻，通脹壓力增加，就業形勢平穩。此前，2016-2018 年，中國 GDP 增速預期目標分別為 6.5%-7%、6.5%左右、6.5%左右，實際增速分別為 6.7%、

6.8%、6.6%。具體數值判斷上，調研結果顯示，50%的經濟學人認為 2019 年經濟增速會同比下降，28%的經濟學人認為經濟增速會基本持平。本期中國經濟學人經濟景氣指數為 63，比上季度上升 13 個點。通過經濟景氣指數來看，經濟學人預判經濟預期較上季度有所好轉，但仍處於底部調整階段。此前 16 次調研資料顯示，從 2018 年三季度中國經濟基本就已開始觸底，但什麼時間點能反彈仍然需要觀察。分區域來看，判斷 2019 年經濟增速在 6.0-6.5%區間的經濟學人占比 71%。中國東部、中部和西部地區的經濟學人對全年經濟增速的預期分別為 6.3%、6.2%和 6.2%。

在物價方面，70%的經濟學人認為物價水準與去年同期相比會上升，24%認為兩時期物價水準基本持平。本期中國經濟學人物價指數為 164，比上季度上升 21 個點，市場通脹壓力增加。在就業形勢方面上，9%的經濟學人認為就業形勢與去年同期相比會變好，29%認為兩時期就業形勢基本持平。從環比來看，38.8%的經濟學人認為就業形勢會環比變差，較上季度下降 5.4 個百分點。此次接受調研的經濟學人中，有 59%來自高校，有 20%來自企業，有 7%來自社科院及黨校，來自金融機構的經濟學人占比 6%，來自政府機關及所屬研究機構和諮詢公司的人員占比分別為 7%、1%。

中國商務部 7 月 2 日公告 2019 上半年社會消費品零售總額增速有望達到 8.2%，仍處於中高速增長區間。在商務部當日召開的“穩外貿、穩外資、促消費”新聞發佈會上，中國今年以來，面對複雜嚴峻的國內外形勢，在國家一系列政策措施作用下，消費市場總體呈現平穩運行態勢。1 至 5 月，社會消費品零售總額累計同比增長 8.1%，6 月份有望繼續平穩回升。樂觀地預計，上半年社會消費品零售總額增速有望達到 8.2%，仍處於中高速增長區間。2019 年前 5 個月，實物商品網上零售額同比增長 21.7%，占社會消費品零售總額的比重達到 18.9%。限額以上單位的日用品、食品、飲料等基本生活消費品零售總額同比增速都在兩位數以上。居民剛性消費需求保持較快增長，說明消費市場基本面是穩固的。

此外，服務消費方面，前 5 個月全國餐飲收入同比增長 9.3%。春節、“五一”、端午假期期間的旅遊消費收入增長較快，同比分別增長 8.2%、16.1%和 8.6%。消費價格方面，1 至 5 月，居民消費價格同比增長 2.2%，前一階段水果、蔬菜價格出現一定幅度上漲，近期隨著時令蔬菜水果大量上市，價格逐步回落，物價漲勢總體溫和。

6 月財新中國財新綜合 PMI 50.6，前值 51.5；服務業 PMI 52，預期 52.6，前值 52.7。財新中國通用服務業 PMI：2019 年 6 月財新服務業 PMI 錄得 52，較上月進一步回落。分項來看，1)新業務指數呈現反彈，並明顯高於去年水準。服務業訂單增加，可能得益於財政政策節奏重又加快，而新出口業務指數降至榮

枯線以下，體現外需低迷；2)就業指數進一步回落，服務業對就業的吸納有所放緩；3)投入價格和收費價格指數均向下波動，前者仍高於後者，顯示服務業企業的成本壓力依然顯著；4)經營活動預期指數低位小幅反彈，不改企業信心低迷之態。

全球氣候狀況穩定，農產品期貨價格走跌

CBOT 三大農產品期貨 7 月 1 日全面下跌，因美國產區天氣持續改善、美元上漲不利出口，以及中美貿易戰雖然休兵但仍只是重啟協商，並未有協議達成的影響。12 月玉米期貨收盤下跌 2.1% 成為每英斗 4.2250 美元，9 月小麥下跌 2.9% 成為每英斗 5.1175 美元，11 月黃豆下跌 1.6% 成為每英斗 9.0850 美元。ICE Futures U.S. 12 月棉花期貨 7 月 1 日上漲 0.8% 成為每磅 66.58 美分，10 月粗糖期貨下跌 0.4% 成為每磅 12.57 美分。

美國農業部 6 月 28 日報告表示，2019 年美國玉米種植面積預估將年增 3% 至 9,170 萬英畝，收成面積也預估將年增 2% 至 8,360 萬英畝。黃豆種植面積則預估將年減 10% 至 8,000 萬英畝，此將創下 2013 年以來的新低，主要因為中美貿易戰打擊農戶種植意願的影響。小麥種植面積預估將年減 5% 至 4,560 萬英畝，此將創下自 1919 年開始記錄以來的新低。其中，冬麥種植面積預估將年減 2% 至 3,180 萬英畝，春麥種植面積則預估年減 6% 至 1,240 萬英畝，杜蘭小麥種植面積則預估年減 32% 至 140 萬英畝。棉花種植面積也預估年減 3% 至 1,370 萬英畝。美國農業部 6 月 28 日也公布季度庫存報告表示，截至 6 月 1 日，美國玉米庫存年減 2% 至 52 億英斗（1.32 億噸），黃豆庫存則是年增 47% 至 17.9 億英斗（4,870 萬噸），小麥庫存年減 2% 至 10.7 億英斗（2,910 萬噸）。美國農業部的種植面積報告可說是令市場震驚，因美國農業部在 6 月初的供需月報中才下調玉米種植面積 300 萬英畝至 8,980 萬英畝，竟然在月底的報告中又上調了 200 萬英畝，相比分析師原先平均預估將下調 300 萬英畝。

Price Futures Group 表示，由於今年播種季節的天氣不利，市場普遍預期玉米種植面積將會下調，黃豆則會上調，但美國農業部的報告卻剛好相反。斯科維爾表示，美國農業部雖然有一些週度報告，包括出口銷售以及種植進度等，但這些短期報告並未提供種植面積的訊息，因此市場完全無從預料種植面積的預估會出現這樣的變動。Commodity Risk Management Group 表示，很容易理解市場對美國農業部種植面積報告的反應與質疑，美國農業部雖然在 3 月份的種植意向調查中初估玉米種植面積將達 9,240 萬英畝，但由於接下來的播種季節大雨氾濫，美國農業部也在 6 月初的報告中將玉米種植面積的預估下調了 300 萬英畝，但最新報告卻又將玉米種植面積上調至 9,170 萬英畝，這

意味農戶幾乎已經完全種植了他們原先想要種植的玉米面積，並沒有受到太多天氣的影響。

美國農業部 7 月 1 日公佈的每週出口檢定報告顯示，上週小麥出口增加，黃豆與玉米則是減少。截至 6 月 27 日當週，美國玉米一週出口檢定量為 272,513 公噸，佔穀物出口總量的 16%；較前週與上年同期分別減少 56%與 82%，最大出口市場為墨西哥（168,560 公噸）。自去年 9 月起的 2018/19 年度，美國玉米出口檢定量年減 9%至 41,747,380 公噸，達成美國農業部 6 月下調 250 萬噸預估出口量 5,588 萬噸的 75%。上年度，美國玉米出口為 6,194 萬噸。美國黃豆截至 6 月 27 日為止的一週出口檢定量為 719,299 公噸，佔穀物出口總量的 43%；較前週與上年同期分別減少 2%與 15%，最大出口市場為中國大陸（396,689 公噸），佔 55%比重。自去年 9 月起的 2018/19 年度，美國黃豆出口檢定量年減 25%至 37,100,539 公噸，達成美國農業部 6 月下調 200 萬噸預估出口量 4,627 萬噸的 80%，相比上年度美國黃豆出口量為 5,795 萬噸。

自 6 月起的 2019/20 年度，美國小麥一週出口檢定量為 609,037 公噸，佔穀物出口總量的 37%；較前週與上年同期分別增加 41%與 88%，最大出口市場為奈及利亞（155,090 公噸）。本年度小麥出口累計年增 28%至 1,895,787 公噸。美國農業部本月預估，2019/20 年度，美國小麥出口量將為 2,449 萬噸。2018/19 年度，美國小麥出口檢定量年增 5.5%至 2,586 萬噸。美國農業部作物進度報告顯示，截至 6 月 30 日，佔去年玉米種植面積 92%的 18 個州，玉米作物優良的比率較前週持平為 56%，低於去年同期的 76%。佔去年黃豆種植面積 95%的 18 個州，黃豆作物的播種進度由前週的 85%增加至 92%，相比去年在一週前已經全部播種完成。黃豆作物良率持平為 54%，低於去年同期的 73%。佔去年棉花種植面積 99%的 15 個州，棉花作物良率較前週增加 2 個百分點至 52%，高於去年同期的 43%。截至 6 月 30 日，佔去年春麥種植面積 99%的 6 個州，春麥作物良率較前週持平為 75%，低於去年同期的 77%。佔去年冬麥種植面積 90%的 18 個州，冬麥收成進度由前週的 15%增加至 30%，低於去年同期的 50%，以及同期五年平均值的 48%。

美國農業部報告表示，2019 年美國玉米種植面積預估將年增 3%至 9,170 萬英畝，收成面積也預估將年增 2%至 8,360 萬英畝。黃豆種植面積則預估將年減 10%至 8,000 萬英畝，此將創下 2013 年以來的新低，主要因為中美貿易戰打擊農戶種植意願的影響。小麥種植面積預估將年減 5%至 4,560 萬英畝，此將創下自 1919 年開始記錄以來的新低。其中，冬麥種植面積預估將年減 2%至 3,180 萬英畝，春麥種植面積則預估年減 6%至 1,240 萬英畝，杜蘭小麥種

植面積則預估年減 32%至 140 萬英畝。棉花種植面積也預估年減 3%至 1,370 萬英畝。

印度氣象局表示，該國甫經歷了五年來最乾燥的六月份，因為今年的季風雨季較晚來臨的影響。整體而言，今年季風季節的降雨較平均值減少了 1/3，在甘蔗主要產區之一的北方邦，降雨量更是較平均值短少了 61%。截至 6 月 28 日，印度只有 55%的可耕地迎來降雨，作物的播種面積為 1,470 萬公頃，較去年同期減少了 10%。分析師表示，如果未來 2-3 週天氣仍沒有改善的話，印度農業收成以及農村的需求都將會受到影響。農業佔印度 GDP 的 15%。

OPEC+ 決議延長減產 油價可望止跌回升

NYMEX 8 月原油期貨 7 月 1 日收盤上漲 0.62 美元或 1.1%成為每桶 59.09 美元，因 OPEC 宣布將延長減產 9 個月的時間至 2020 年 3 月，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 0.32 美元或 0.5%成為每桶 65.06 美元。OPEC+ 去年 12 月會議決定，自 2019 年 1 月起，將較去年 10 月基準減產 120 萬桶/日，初始將為期 6 個月。其中，OPEC 成員國將減產 2.5%或 80 萬桶/日，非 OPEC 產油國將減產 2%或 40 萬桶/日。

沙國較傾向於延長減產 9 個月的時間，這比市場原先預期的延長 6 個月時間要長一點，當然這還要在會議當中取得其他國家的支持。OPEC 秘書長巴爾金都 (Mohammed Barkindo) 也稱，減產如果能夠延長至 2020 年會對市場更有幫助，因目前的預測都是 2020 年石油市場的需求會逐步改善。雖然伊拉克與阿爾及利亞曾表達希望進一步減產，但他不認為 OPEC+ 有必要加大減產的力道，稱雖然需求的增長有所放緩，但預期全球石油市場需求仍將年增超過 100 萬桶/日，因此他認為國際油市在 6-9 個月的時間內將可以恢復平衡。俄羅斯總統普丁 6 月 29 日表示，俄羅斯與沙烏地阿拉伯已經同意，將會支持 OPEC+ 延長減產協議 6-9 個月的時間。

Baker Hughes Inc. 公佈，截至 6 月 28 日，美國石油與天然氣探勘井數量較前週持平為 967 座，維持在 16 個月以來的新低。其中，主要用於頁岩油氣開採的水平探勘井數量較前週減少 6 座至 840 座，也創下 16 個月新低。探勘活動的增減會反映未來的石油產量，貝克休斯統計的探勘井是指為開發以及探勘新油氣儲藏所設的鑽井 (鑽機) 數量。截至 6 月 28 日，美國石油探勘井數量較前週增加 4 座至 793 座，為連續第二週增加，但累計今年來仍減少 92 座；天然氣探勘井數量較前週減少 4 座至 173 座。與去年同期相比，美國石油探勘井數量減少 65 座，天然氣探勘井數量減少 14 座；水平探勘井數量年減

86 座。根據美國能源部週度預測數據，截至 6 月 21 日當週，美國原油日均產量較前週的 1,220 萬桶降至 1,210 萬桶。

在美國最大產油州德州，油氣探勘井數量較前週所創 17 個月新低增加 1 座至 464 座，緊鄰德州上方的奧克拉荷馬州油氣探勘井數量較前週增加 2 座至 102 座，新墨西哥州油氣探勘井數量較前週減少 1 座至 99 座，路易斯安那州油氣探勘井數量較前週增加 2 座至 72 座，北達科他州油氣探勘井數量較前週減少 1 座至 55 座。最大頁岩油產地、盤據西德州與新墨西哥州東南部的二疊紀盆地石油探勘井數量較前週所創 15 個月新低增加 2 座至 441 座。



美國能源部公佈，7 月 1 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.713 美元，為 8 週以來首度上漲；較前週上漲 5.9 美分，較去年同期下跌 13.1 美分。各地區零售汽油均價漲跌互見，西岸地區的零售汽油均價最高達每加侖 3.386 美元，較前週下跌 0.3 美分，較去年同期下跌 0.7 美分；墨西哥灣地區的零售汽油均價最低為每加侖 2.368 美元，較前週上漲 6.9 美分，較去年同期下跌 23.6 美分。截至 6 月 14 日當週，美國汽油需求達到 993 萬桶/日，創能源部自 1991 年開始公布該項數據以來的新高。美國汽車協會報告表示，7 月 1 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.71 美元，較前週上漲 5 美分，較一個月前下跌 11 美分，較去年同期也下跌 14 美分。美國汽車協會發言人凱瑟蘭諾 (Jeanette Casselano) 表示，本週的美國獨立紀念日假期，預估將有 4,100 萬人開車出遊 (離家超過 50 英里)，雖然假期之前零售汽油價格通常上漲，但近期零售汽油價格上漲的趨勢可望持續，主要因為美國東岸煉油廠發生爆炸事故、需求增長，以及原油價格持續波動的影響。美國零售汽油價格近兩個月來首度上漲，雖然假期因素也是其一，但主要還是因為美伊關係緊張、原油庫存下滑，以及中美貿易戰趨緩等的影響；預期今年夏天的下半段，零售汽油價

格將會持續走高。根據 GasBuddy 的數據，7 月 1 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.71 美元，較前週上漲 4.6 美分，較一個月前下跌 10.5 美分，較去年同期下跌 13.8 美分。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。

美國能源部 7 月 1 日報告表示，當前化石能源仍佔美國能源消費的 80% 以上比重，三大化石能源當中，煤的消費比重持續下滑，天然氣消費則是明顯增長。2018 年，美國煤消費量年減 4.3%，已經連續第五年下滑，較 2005 年的高峰累計減少了 42%；天然氣消費則是創新高達到平均每日 821 億立方英尺，與 2005 年相比增加了 37%；石油消費量為 2,050 萬桶/日。Rystad Energy 報告預估，2019 年底，美國原油日產量將會達到創新高的 1,340 萬桶；其中，德州的原油日產量將會超過 500 萬桶，此將超過除沙國以外的其他 OPEC 產油國。高盛 (Goldman Sachs) 分析師辛格 (Brian Singer) 報告表示，未來五年，德州的二疊紀盆地仍將是帶動全球產油增長的主要來源。報告表示，美國產油還將持續增長，預估至 2020 年底，美國原油日產量將達到 1,430 萬桶。

美中貿易談判進展順暢，黃金避險需求降低

G20 會議之後中美貿易戰休兵，市場的風險偏好升高、美元美股上漲，以及對於 FED 聯準會降息預期的重新定價等，都是導致金價回落修正的主因。但金價最終將會獲得支撐，因較低的金價將更有利於策略性的投資買盤進駐，同時也有助於黃金的實物需求，特別是第三季稍晚以及第四季將會迎來黃金的傳統需求旺季。金價將能夠抵抗美元上漲的威脅，稱當前帶動金價更多是來自於實質利率的下滑；此外，包括央行貨幣政策轉向鴿派、低利率，以及經濟與地緣政治的諸多不確定性等，都會令黃金變得更具有吸引力。至於中美貿易戰的休兵，瑞銀認為，雖然短期的氣氛已經有所緩和，但中美貿易最終能否達成協議並徹底獲得解決，則仍然有很大的不確定性。

德國 Commerzbank 認為，金價下跌主要是源自於短線上漲之後的獲利賣壓，因 G20 之後中美貿易局勢已經有所緩和，這也將有助於穩定美國經濟以及支撐美元，降息的預期也有所修正，因此對金價構成壓力。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，市場仍預期七月底聯準會降息的機率為 100%，但降息兩碼 (0.5%) 的機率從上週五的 32.3% 降至週一的 21.4%。不過，德國商業銀行並不認為金價將會大幅下滑，稱歐洲央行以及美國聯準會可能即將到來的降息，以及地緣政治的風險等，將足以阻止金價大幅回落。Brown Brothers Harriman 布朗兄弟哈里曼銀行認為 G20 之後市場

只是取得了一些喘息的空間，而事實上並沒有任何問題真正獲得解決，雖然多爭取一些時間有利於解決問題的進展，也提振了市場的風險偏好，但長期前景仍舊是相當的模糊不定。德國商業銀行預估年底金價可望達到每盎司 1,500 美元，Bank of America Merrill Lynch 則預估未來 12 個月金價有望達到每盎司 1,500 美元，主要因為全球經濟的逆風仍多，以及預期聯準會將會降息的影響。Credit Suisse 最新報告將 2019 年平均金價的預估從每盎司 1,282 美元上調至 1,327 美元，2020 年平均金價的預估也從每盎司 1,300 美元上調至 1,350 美元。



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。

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/廣西財經學院會審學院資評系副教授 李全順)