

全球經濟趨勢追蹤與預測

2019.06.05

美國川普經濟政策搖擺，全球資本市場震盪加劇

美國川普政府與國際間交易夥伴們發生的貿易摩擦看起來並沒有停止。美國總統川普的陰晴不定正在不斷給全球資本市場帶來不確定性，而川普政府貿易政策的不可預測性正在將美國經濟，乃至全球經濟拖入困局。事實上，自川普上任成為美國總統後，“不確定性”和“不可預測性”已經成為媒體經常用於描述川普本人以及美國政府政策的常用詞彙。不按常理出牌的川普並非傳統意義上、大眾以往所看到的美國政客，而這也成為他在參選總統時能獲得眾多支持的原因之一。

然而，正是由於這種“不確定性”和“不可預測性”，導致川普政府出臺的經濟政策充滿了不確定性。從目前的情況看，市場對於川普通過社交媒體發佈的政策消息較為敏感，反應也較為迅速。但在不知道川普會發什麼內容以及什麼時候發的情況下，市場也很容易產生強烈的震盪，而這種不可預測性也在深深地困擾著投資者。

川普曾多次反復發文抨擊油價過高，要求 OPEC 採取行動降低油價，國際油價受到川普的打壓，也多次隨之重挫；對於美 FED 的政策，川普也是多次直言不諱地進行批評，認為 FED 的升息政策拖累了美國經濟的增長。川普的這一舉動打破了白宮不干預美 FED 貨幣政策的傳統，市場擔憂美 FED 政策獨立性或將遭遇損害。川普政府政策的不確定性還體現在態度的出爾反爾以及政策內容上的矛盾與尷尬。川普政府在對伊朗原油出口實施制裁的問題上，明顯體現出了其政策的反復無常。從宣佈制裁，到給予部分國家和地區豁免權，再到正式宣佈取消豁免權，僅用了一年左右的時間。但國際原油市場的供需關係卻被屢次打亂，油價也因此振盪不斷。

此外，近期川普政府揮起的火藥味十足的關稅大棒，進一步凸顯了政策的矛盾與尷尬。日前，川普在推特上發文稱，將自 6 月 10 日起對進口自墨西哥的所有商品徵收 5% 的關稅。並且川普還表示，若非法移民的危機持續，關稅將從 7 月 1 日起提高至 10%，並在之後的數月內逐步上調至 25%，直到非法移民問題得到解決。值得注意的是，就在不久之前，川普政府剛剛宣佈取消了對墨西哥徵收的高額鋼鐵和鋁關稅。然而，好景不長，現在川普再次向墨西哥加征關稅，有分析人士認為，這次的突然加稅，給了投資者一個措手不及，並且將對美國的汽車業形成打擊，同時這也會在一定程度上對推進《美加墨貿易協定》的全面生效設置障礙。

市場對於川普突如其來的關稅決定感到震驚。在消息發佈後，墨西哥比索對美元匯率下跌超過 2%，之後有所回升，不過市場的避險情緒仍在不斷累積。而墨西哥外交部副部長塞亞德表示，若關稅措施生效，墨西哥將採取反制措施。若美墨雙方貿易緊張局勢升級，無疑將給全球經濟帶來更多的不確定性。

川普政府在與交易夥伴的關係上頻頻“點火”，中國、日本以及歐盟等主要交易夥伴均成為其攻擊的對象。“川普在對主要交易夥伴徵收關稅方面的好戰為 5 月份畫上句號，嚴重挫傷了人們對今年全球經濟復甦的希望。有鑒於川普公開表現出的巨大不可預測性，投資者別無選擇，只能保持避險狀態，因為川普引發的貿易摩擦可能開闢出新的戰線並波及貿易以外的領域。

更重要的是，在美國與主要交易夥伴關係緊張局勢升級的情況下，投資者越發擔憂美國自身經濟將會進一步疲軟，而美國經濟的疲軟，或將加劇市場對於全球經濟放緩的擔憂。從近期公佈的經濟資料來看，美國經濟表現不盡如人意。川普政府多次將關稅“大棒”揮向交易夥伴的舉動，更是增添了投資者的悲觀情緒。

在擔憂情緒的驅動下，市場對於美 FED 年內降息的預期已經升溫。與此同時，目前尚不清楚川普政府之後是否還會突然宣佈加征其他關稅，畢竟美國與歐盟和日本的貿易談判仍處在初期，川普政府的威脅不減，高額汽車關稅隨時可能實施。而這也就意味著，當前全球貿易爭端充滿著高度不確定性，情況的惡化可能將拖累全球經濟的表現。

資料顯示，美國 4 月耐用品訂單月率修正值公佈-2.1%。

美國 4 月耐用品訂單月率修正值公佈：-2.1%，前值；美國 4 月扣除運輸的工廠訂單月率公佈：0.3%，前值；美國 4 月扣除國防的工廠訂單月率公佈：-0.9%；美國 4 月工廠訂單月率公佈：-0.8%。美國 4 月製造業新訂單數量持續疲弱，表明製造業活動可能削弱整體經濟。美國商務部表示，受運輸設備、電腦、電子以及主要金屬訂單影響，工廠貨物訂單較 3 月下降 0.8%。4 月份，製造業產品出貨量下跌 0.5%，為 2017 年 4 月以來最大跌幅。波音公司削減 737MAX 飛機產量的舉措在一定程度上損傷了美國製造業。



美國 4 月非農就業人口變動 26.3 萬人，預期 19 萬人，前值 19.6 萬人；4 月失業率 3.6%，預期 3.8%，前值 3.8%；4 月平均每小時工資同比 3.2%，預期 3.3%，前值 3.2%；4 月勞動力參與率 62.8%，預期 63%，前值 63%。4 月非農就業人數大超預期，但薪資增長沒有進一步加速。具體看，新增就業人數大超預期，達 26.3 萬人，為近三個月來最高，失業率也降至歷史低位 3.6%；但薪資增長不及預期，持平前值 3.2%，勞動參與率也下降 0.2 個百分點至 62.8%。分行業看新增就業，新增 26.3 萬人中，20.2 萬人集中在服務業，3.4 萬人來自商品生產，政府部門新增 2.7 萬人。商品生產中，新增就業主要來自建築業，製造業金新增 0.4 萬人，採礦業下降 0.3 萬人。服務業中，20.2 萬的新增就業主要來自三個行業：專業和商業服務 7.6 萬人、教育和保健服務 6.2 萬人、休閒和酒店業 3.4 萬人。

分行業看薪資增長，商品生產薪資增速較前值回落 0.1 個百分點至 2.5%，私人服務業薪資增速持平前值 3.4%。商品生產中，採礦業和建築業薪資增速較高，製造業薪資增速一直低於整體水準，其中僅有設備製造業薪資增速一直在較高水準。服務業中，薪資增速較高的行業主要是資訊業、公共事業、金融業、休閒和酒店業以及專業和商業服務業。

參考 2019 上半年二季度海外經濟展望，2019 年美國經濟相對穩健，經濟增速較 2018 年高點下移只是一個緩慢回歸潛在增長的過程，遠談不上衰退。隨著中美貿易談判的達成，中國增加自美進口將有效提振美國製造業、農業及能源產業，帶來企業盈利、就業、居民收入以及消費鏈條的整體邊際改善，產生額外貢獻。此外，川普政府為 2020 年大選做準備所採取的刺激措施，美國經濟、資本市場表現有望超出市場預期。在此基礎上，原油價格抬升將進一步推升美國通脹，外加勞動力市場繁榮，FED 升息條件充足，只要沒有大的外部風險以及系統性金融風險，FED 完全有可能延續採取加息。一方面，為應對經濟週期波動提供足夠

的政策空間；另一方面，完成 FED 的職能，當前部分 FED 官員認為美國經濟基本面表現相當不錯，通膨將逐步回升至 2% 以上目標水準，因此，吾等認為 FED 在 2019、2020 年各加息一次的機率大增。

美國 5 月 PMI 製造業採購經理人指數終值創近 10 年以來新低，PMI 採購經理人指數是通過對美國製造業眾企業採購經理人的月度調查數據匯總出來的指數，最能夠反映美國經濟的變化趨勢。IHS Markit 最新的調查資料顯示，美國 5 月製造業 PMI 終值 50.5，為 2009 年 9 月以來新低，低於初值和預期的 50.6，也大幅低於前值 52.6。美國 5 月 Markit 製造業 PMI 產出分項指數為 50.7，為 2016 年 6 月以來最低，低於初值 50.8 和前值 52.7；新訂單指數為 49.6，為 2009 年 8 月以來首次陷入萎縮區間，低於初值 49.7 和前值 53.5。5 月美國製造業經歷了 10 年來最艱難的一個月，整體 PMI 降至全球金融危機最嚴重時期以來的最低水準。意味著美國製造業景氣程度大為下降，經濟學家預測，由於新訂單以 2009 年以來從未見過的速度下降，有可能導致越來越多的公司削減生產和裁員，有可能導致越來越多的美國公司削減生產和裁員。

歐洲通膨優於市場預期，歐央持續刺激景氣措施

5 月歐元區通膨放緩程度超過市場預期，進一步加劇了歐洲央行政策制定者的壓力，他們正在評估經濟放緩加深以及出臺刺激措施的必要性。5 月消費者價格上漲 1.2%，升幅為一年多來的最低點，4 月上漲了 1.7%。核心通脹率降至 0.8%，兩者均低於經濟學家的預估中值。歐洲央行政策制定者正準備討論合適的經濟刺激計畫規模，將公佈最新的歐元區增長和通脹預測，預計也將公佈長期銀行貸款計畫的更多細節。大環境看起來越來越嚴峻，貿易緊張局勢挫傷了消費者信心，影響了全球製造業和增長。對前景的擔憂已經推動 10 年期德國國債收益率跌至歷史新低，一項衡量歐元區通脹預期的指標也滑落至 2016 年以來低點。

通脹資料公佈後，歐元幾無變動。上月初以來一直低於零的 10 年期德國國債收益率報 -0.21%。之前公佈的歐洲央行 4 月會議紀要顯示，一些政策制定者對價格壓力依然偏低表達了擔憂。央行的通脹目標為略低於 2%，但儘管採取了前所未有的刺激措施，包括購買了近 3 萬億歐元的資產，但這個目標一直難以實現。

但由於歐洲央行預計通脹今年將緩慢下降，未來三年都將無法達到目標，4 月的強勁資料帶來的任何緩解都可能是短暫的。實際上，歐洲央行已宣佈計畫，通過向銀行提供新一輪超低利率貸款來進一步刺激經濟，擱置了稍早開始進行的政策正常化計畫。全球金融危機過後，歐洲央行實施多年的非常規措施。歐洲央行目前預計，今年利率將保持不變，但隨著市場預期未來兩年大部分時間不會加息，加息的時機可能會更晚。問題在於，經濟增長正在放緩，主要的是歐元區最大經

濟體德國目前舉步維艱，因對其製成品的出口需求疲弱導致經濟意外下滑。

今年德國經濟成長可能降至僅 0.5%，不到歐元區經濟增幅的一半，且目前還沒有覆蘇勢頭已經確立的跡象。儘管如此，政策制定者們一致認為，目前的疲弱只是短暫的下滑，而不是衰退的開始，覆蘇很可能在今年下半年到來。就業繼續增長，服務業保持強勁，這支持了他們的觀點。這表明，部分由全球貿易緊張局勢造成的外部需求疲弱，是經濟放緩的主要原因。此外，歐盟統計局指出歐元區 3 月生產者物價較前月下跌 0.1%，較上年同期上漲 2.9%，市場原本預期為較前月持平，較上年同期上漲 3.0%。生產者物價的變化可以說是消費者物價趨勢的領先指標，因為生產者物價的變化往往會通過零售商及中間商轉嫁給下游消費者。

四月份歐洲央行發佈利率決議，維持各主要利率不變，符合市場預期。歐洲央行主要再融資利率 0%，預期 0%，前值 0%。歐洲央行邊際貸款利率 0.25%，預期 0.25%，前值 0.25%。歐洲央行存款便利利率 -0.4%，預期 -0.4%，前值 -0.4%。歐洲央行聲明中沒有提到定向長期再融資操作(TLTRO)。如今，歐洲經濟可謂內憂外患：歐元區經濟增速在 2018 年達到頂峰後逐漸下降，並向長期趨勢線回歸；歐元區內重要經濟體義大利處於技術性衰退之中，義大利的經濟狀況被高盛等國際投行視為歐元區最大的經濟風險。在外部，歐美之間的關稅戰可能一觸即發，英國脫歐難以擺脫僵局，IMF 最新的報告下調全球經濟增速預期，也將給歐洲央行的政策帶來更多的不確定性。

對此次歐洲央行的利率會議，市場預期歐洲央行依然會維持當前的負利率政策不變，但是市場預計，歐洲央行對經濟形勢的判斷可能會發生變化，尤其是可能對經濟增速以及通脹的預期，可能會發出更嚴厲的警告。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%。歐洲可能是即將到來的全球經濟放緩最不利的經濟區域，當全球經濟進入軟著陸或更糟，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最終將對德國產生影響。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 5 月綜合 PMI 終值為 51.8，歐元區 5 月服務業 PMI 終值為 52.9，均好於市場預期。歐元區 5 月 CPI 年率初值：1.2%，前值：1.7%，預期值：1.3%。歐元區 4 月失業率，公佈值：7.6%，前值：7.7%，預期值：7.7%。歐元區 5 月 CPI 年率初值不及預期，但 4 月失業率下降至十年低位。資料顯示，儘管歐洲央行努力促進物價上漲，歐元區 5 月通脹放緩幅度超過預期，其核心指標也在下滑。歐洲央行希望在中期將通脹目標維持在接近 2%，但不超過 2%；自 2016 年 3 月來，歐洲央行將其主要再融資利率維持在 2%，存款利率維持在 -0.4% 以刺激經濟信貸和加速通脹。近期歐洲央行可能在擔心歐元區經濟放緩之際，推出貨幣措施以支持經濟。

IHS Markit 歐元區 5 月製造業採購經理指數終值為 47.7，與初值一致，但低於 4 月。期內，產出指數升至 48.9，但仍處 50 分界線之下，新訂單指數由 4 月的 45.8 升至 46.6，已經是連續第 8 個月低於分界線。歐元區製造業活動連續第四個月萎縮，而且速度加快，受到中美貿易戰、汽車業相關需求下跌、英國脫歐及整體地緣政治不確定性所拖累。

德國方面，5 月德國製造業 PMI 數值仍接近 2012 年以來最低水準。德國製造業正走向穩定，產出和新訂單的下降速度有所放緩，未來前景也許沒有 4 月份悲觀；在一定程度上，由於市場供應過剩，製造商在 5 月面臨近 3 年以來首次調低生產投入價格。法國方面，法國製造商的經營狀況出現 2 月以來的首次改善。法國 5 月製造業 PMI 數值總體上只出現了部分收縮，儘管法國第二季度中期產出和新訂單繼續下降，但下降速度有所放緩，儘管法國 5 月製造業產量出現自 2016 年 7 月以來的首次下降，但表現最強勁的子行業仍是消費品；投資品生產商則緊隨其後，其經營狀況略有改善。與此同時，在兩個月的惡化後，中間產品類別的健康狀況在 5 月企穩。

川普高調訪日虛晃一招，美日逆差問題仍懸而未決

上月 27 日，川普前往日本進行國事訪問，日本新天皇德仁和皇后為其舉行

隆重的歡迎儀式。德仁與川普在日本皇宮“竹之間”會面，話題圍繞德仁即位、日美交流、日本文化展開，氣氛輕鬆友好。

首相安倍晉三成功說服川普對日本進行國事訪問，是因為他對這位原先不太樂意來訪的朋友說，對日本人而言，新天皇即位的重要性極高。結束與新天皇德仁的會面後，安倍與川普舉行了第 11 次日美首腦會談。可惜，日方愜意的行程安排還是沒能堵住川普的放狠話。川普在會談開始前表示，美日關係從未像現在這樣好，但他同時批評美日之間巨大的貿易不平衡問題，並稱正在努力解決這個問題。這次會談近 3 小時，涉及貿易、朝核、伊核等當前國際熱點話題。雙方在會晤後沒有發表聯合聲明，而是召開聯合記者會。不發表聯合聲明的理由很簡單，即日美雙方在所涉議題上存在分歧。當天下午，川普還與上世紀七八十年代被朝鮮綁架的日方人員的親屬會面。川普與安倍 28 日一同前往橫須賀軍事基地，登上加賀號直升機驅逐艦視察並發表講話，重申美日同盟關係的重要性。據悉，這是美國總統首次登上日本護衛艦。兩位首腦一同視察准航母加賀號，意在展現牢固的日美同盟關係。川普在競選期間就多次批評日本在享受美國保護的同時擔當不足。此次日方安排川普登艦視察，似乎意在提醒川普，日本不僅願意提升防禦能力，而且願意購買美國軍火。儘管大秀親密，但雙方分歧仍然難以掩蓋，尤其對商人出身的川普來說，念念不忘的還是美日貿易逆差問題。雖然安倍成功地避免了川普的憤怒，但未能使日本免受貿易方面負面事態發展的影響。

儘管安倍和川普 27 日確認日美同盟關係，但會談未就日美貿易談判中雙方關心的實質性問題達成一致。目前看來，日美關於這一核心問題短期內恐怕難有進展，因為雙方存在顯著分歧，僵局難以打破。日美貿易協定談判已經進行了一段時間，其間有很多反復。雙方在農產品、汽車關稅上存在分歧反映出一種結構性問題，這不是通過見新天皇、吃烤肉等活動就能談成的。鑒於雙方都不願意讓步，美日貿易談判可能還會持續一段時間。

美日兩國代表就貿易分歧舉行了多輪磋商。美日無法達成貿易協定會對美日關係產生影響，在貿易領域的重大分歧始終是制約美日關係發展的限制性因素。但也要看到，除了經貿，兩國關係還受到安全、地緣政治等因素影響。川普上臺後推行美國優先和反全球化政策，這給美日在經濟領域造成矛盾，日本經濟受到相當大的傷害。其實，特朗普將日本視為經濟競爭對手的觀點可以追溯到上世紀 80 年代，那時日本戰後經濟崛起和騰飛已“開花結果”。

川普就任後不僅宣佈美國退出 TPP 跨太平洋夥伴關係協定，多次指責日美貿易尤其是汽車領域的貿易不公平，隨著日本經濟放緩，安倍正在試圖阻止川普政府實施破壞性的汽車關稅政策。按照美聯社的說法，在安倍的笑容以及與川普個人友誼的背後，隱藏著他對川普威脅將加征日方汽車產品關稅的深切不安。美方

一直尋求擴大向日本出口牛肉等農產品，要求日方進一步開放市場，取消或下調農產品關稅。希望這次訪問能調整美日貿易“失衡”狀況，讓雙邊貿易“更公平一點”

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，特朗普 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。

不少分析認為，川普此次訪日象徵意義大於實際意義。不過，美日首腦近來走動得格外頻繁，兩人在未來一段時間仍有接觸機會。安倍 4 月 26 日至 27 日剛剛造訪華盛頓；川普 5 月 25 日至 28 日訪問日本；川普還計畫出席 6 月底在大阪舉行的二十國集團峰會；8 月，七國集團峰會將在法國舉行；9 月，聯合國大會將在紐約舉行，川普和安倍或許還有更多機會見面。

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。



脫歐陷入僵局 英經濟陷泥淖

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，目前是人人都知道要反對什麼，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 5 月製造業 PMI 不及預期，跌至 2016 年 7 月以來最低水準。英國 5 月製造業 PMI，公佈值：49.4，前值：53.1，預測值：52。英國 5 月製造業 PMI 不及預期，跌至 2016 年 7 月以來最低水準。英國國內和海外市場的新訂單流入均有所下降，因為製造商及其客戶的庫存水準已經很高，導致難以維持產出水準和就新訂單達成協議；目前的製造業低迷可能進一步加劇，並將對未來幾個月整體經濟的增長產生負面影響。出口訂單以 2014 年 10 月以來的最快速度下降，反映出全球貿易緊張局勢，以及由於脫歐的不確定性，歐洲企業將供應鏈從英國轉移；IHS Markit 表示，隨著英國脫歐的日期推遲到 10 月 31 日，儲備的推動作用已經消失，使得製造業重新陷入低迷。英國工廠在 5 月份連續第二個月裁員，並以 6 年來最快的速度減少積壓工作，這對製造業產出來說是一個不好的預兆。



中國實體經濟仍在平穩擴張 中美貿易摩擦不懼戰不求戰

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。

中方提出共建“一帶一路”倡議，目的是聚焦互聯互通，深化務實合作，攜手應對人類面臨的各種風險挑戰，實現互利共贏、共同發展。2019年4月，第二屆“一帶一路”國際合作高峰論壇在北京成功召開，各方就相關議題進行深入探討，完善了合作理念，明確了合作重點，強化了合作機制，就高品質共建“一帶一路”達成廣泛共識。共建“一帶一路”和歐亞經濟聯盟都致力於實現各自國家和地區發展振興，致力於促進區域開放包容合作。2018年，中國同歐亞經濟聯盟簽署經貿合作協定，這是中俄雙方對接合作邁出的重要一步，也是對接合作的重要早期收穫，為深化雙方經貿合作提供了制度性保障。下一步，中國願同俄方一道，深化對接合作，相互支援，相互促進，積極推動《歐亞經濟夥伴關係協定》談判，不斷提升區域貿易和投資便利化水準，為兩國發展振興和本地區繁榮穩定作出更大貢獻。

開發利用北極航道將為“一帶一路”建設同歐亞經濟聯盟對接合作提供新契

機、增添新平臺、注入新動力，有利於加強中俄兩國同相關各方互聯互通和互利共贏。安全和環保對北極通航至關重要。中方鼓勵有關中國企業積極參與，為航道商業化運作和當地經濟社會發展作出實實在在的貢獻。同時，相關工作應該確保綠色環保以及開發利用的可持續性，做到互利雙贏、互利多贏，既有利於促進中俄合作，也有利於促進世界經濟增長。

當今世界面臨百年未有之大變局，金磚國家的發展既有機遇，也有挑戰。五國應該更加緊密地團結在一起，平等相待、互幫互助，深化金磚戰略夥伴關係，維護新興市場國家和發展中國家共同利益和發展空間，謀求共同發展進步。今年11月，金磚國家領導人將在巴西利亞舉行會晤。我希望並相信，五國將共同推動巴西利亞會晤取得豐碩成果，朝著實現第二個“金色十年”願景邁出新的堅定步伐。

中俄兩國是全面戰略協作夥伴，同為金磚國家重要成員。雙方一直在金磚國家框架內保持密切溝通和協調。俄方明年將擔任金磚主席國，中方期待同俄方加強協作，在每任主席國接續努力中，推動金磚國家合作不斷取得新的更大成果，更好造福五國人民，也為世界和平與發展作出更大貢獻。

上海合作組織是中俄雙方共同致力於建設新型國際關係的成功實踐和有益平臺。上海合作組織成立18年來，中俄兩國密切協調和配合，共同推動組織不斷發展壯大，為地區和平穩定和發展繁榮作出了重要貢獻。我認為，兩國在上海合作組織框架內的合作主要有以下特點：

一是始終著眼弘揚“上海精神”。互信、互利、平等、協商、尊重多樣文明、謀求共同發展的“上海精神”是上海合作組織的核心理念。中俄雙方攜手其他成員國，堅決摒棄文明衝突、冷戰思維、零和博弈等陳舊觀念，構建起不結盟、不對抗、不針對協力廠商的建設性夥伴關係，樹立了相互尊重、公平正義、合作共贏的新型國際關係典範。

二是始終著眼促進成員國安全和發展利益。謀穩定、促發展是地區國家的共同期待。中俄雙方攜手其他成員國，全面深化政治、安全、經濟、人文等領域合作，妥善應對新的安全威脅和挑戰，加強共建“一帶一路”同歐亞經濟聯盟等地區合作倡議和各國發展戰略對接合作，推動地區融合發展，為實現地區長治久安和各國發展繁榮發揮了不可替代的作用。

三是始終著眼提升上海合作組織國際影響。上海合作組織是歐亞地區重要的建設性力量。中俄雙方攜手其他成員國，廣泛參與國際和地區事務，維護國際公平正義，支援建設開放型世界經濟，推動國際秩序朝著更加公正合理的方向發展。

上海合作組織順應和平、發展、合作、共贏的時代潮流，具有強大生命力和廣闊發展前景。去年青島峰會上，各方共同描繪了上海合作組織進入歷史新階段

的發展藍圖。今年比斯凱克峰會是上海合作組織發展的新起點。中方願同俄方等成員國一道努力，深化團結互信和各領域合作，推動上海合作組織得到更大發展，為國際形勢注入更多穩定性和正能量，為構建人類命運共同體作出“上合貢獻”。

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%。

5 月財新中國 PMI 通用服務業經營活動指數為 52.7，較 4 月回落 1.8 個百分點，為三個月以來最低，但增速仍然強勁。5 月財新中國製造業 PMI 持平於 50.2，兩大行業一平一落，導致 5 月財新中國綜合 PMI 錄得 51.5，低於 4 月 1.2 個百分點。5 月服務業新訂單總量繼續上升，但增速放緩至三個月低點。受訪企業反映，新產品發佈、促銷活動，帶動新訂單總量回升。製造業新訂單總量也加速增長，但整體水準仍屬溫和，二者綜合，5 月新訂單溫和增長，增速為三個月以來最低。

5 月製造業與服務業的新出口訂單量均小幅上升。其中服務業新出口訂單較 4 月明顯回落，僅出現微漲。製造業新出口訂單則重返擴張區間。兩大行業用工

呈現分化。服務業用工規模繼續小幅上升，連續八個月保持擴張，企業反映，這與訂單需求增長有關。製造業用工則小幅下降。兩者綜合，5月用工規模出現三個月來首次下降，但收縮幅度極微。5月服務業投入成本繼續上升，漲幅較上月有所放緩。受訪廠商反映，成本上升主要與原材料價格和薪酬上漲有關。製造業投入成本則僅溫和上漲。兩大行業綜合，投入成本繼續小幅上漲，漲幅繼續低於長期均值。為了保持競爭力、吸引新訂單，5月中國企業定價能力受到限制，服務業收費價格僅略有上升，盈利空間進一步受到擠壓。與此同時，製造業出廠價格則與上月持平，終止了此前連續三個月的上升趨勢。5月製造業信心度降至2012年4月有資料以來的最低點，服務業樂觀度也降至2018年7月以來最低。兩大行業企業對未來12個月的生產與經營前景信心度，降至2012年有資料以來最低。

預期全球飼料價格走揚，農產品期貨價格走勢震盪

CBOT小麥與黃豆期貨6月3日上漲，玉米則是下跌。7月玉米期貨收盤下跌0.6%成為每英斗4.2425美元，7月黃豆上漲0.1%成為每英斗8.79美元，7月小麥大漲3.3%成為每英斗5.1975美元，因擔憂冬麥作物量率下滑，以及玉米播種面積減少將會帶動小麥的飼料需求增長。美國玉米播種季節已基本結束，但有1/3的玉米未完成播種。ICE Futures U.S. 7月棉花期貨6月3日上漲2%成為每磅69.42美分，7月粗糖期貨上漲0.7%成為每磅12.19美分。美國商品期貨交易委員會公佈的交易人部位報告顯示，截至5月28日，芝加哥小麥期貨投機淨部位由前週的-16,131口升至-5,371口，但已經連續15週維持淨空單。玉米期貨投機淨部位在連續11週的淨空單之後連續第二週維持淨多單至109,994口，主要因為玉米播種進度創歷年同期新低帶動價格上揚的影響。黃豆期貨投機淨部位由前週的-99,941口升至-76,983口。5月份，黃豆、小麥、玉米分別上漲2.8%、17.3%、17.8%，因玉米播種進度嚴重落後，玉米減產的話部分飼料需求將會轉向小麥。

美國農業部5月31日公佈5月17日至5月23日的出口銷售數據顯示，2018/19年度的美國小麥出口簽約淨銷量由前週的48,400公噸增加至153,000公噸，較過去4週均值增加63%。2019/20年度小麥出口簽約淨銷量較前週的344,900公噸增加至411,800公噸，銷售增加主要來自日本（82,600公噸）、菲律賓（55,000公噸）與奈及利亞（50,000公噸）。小麥當週出口裝船量為435,300公噸，較前週以及過去4週均值分別減少51%與41%，主要出口市場為墨西哥（71,700公噸）、葉門（44,000公噸）、多明尼加（39,900公噸）。

噸)、奈及利亞(38,000公噸)與坦尚尼亞(35,200公噸)。自去年6月起的本銷售年度以來,美國小麥出口累計年增7.9%至2,347萬噸。

2018/19年度的美國玉米出口簽約淨銷量由前週的442,100公噸增加至906,800公噸,較過去4週均值增加94%,銷售增加主要來自日本(713,200公噸)。2019/20年度玉米出口簽約淨銷量較前週的183,900公噸減少至76,500公噸,銷售增加主要來自墨西哥(30,000公噸)。玉米當週出口裝船量為1,720,400公噸,較前週以及過去4週均值分別增加96%與57%,主要出口市場為日本(931,300公噸)、墨西哥(245,900公噸)與哥倫比亞(219,700公噸)。自去年9月起的本銷售年度以來,美國玉米出口年增5.5%至3,960萬噸。2018/19年度,美國黃豆出口簽約淨銷量為455,800公噸,較前週減少15%,較過去4週均值增加92%,其中對中國大陸銷售135,700公噸,2019/20年度黃豆出口簽約淨銷量為22,000公噸。黃豆當週出口裝船量為469,000公噸,較前週以及過去4週均值分別減少18%與16%,主要出口市場為中國大陸(203,700公噸)。自去年9月起的本銷售年度(2018/19)以來,美國黃豆出口年減25%至3,440萬噸。

中美貿易摩擦持續擴大 油價高檔修正走勢未歇

NYMEX 7月原油期貨6月3日收盤下跌0.25美元或0.5%成為每桶53.25美元,創下近4個月新低,因對貿易以及經濟擔憂的影響,ICE Futures Europe近月布蘭特原油下跌0.71美元或1.2%成為每桶61.28美元。

美國商品期貨交易委員會公佈的交易人部位報告顯示,截至5月28日,主要為避險基金的資金管理機構以及其他大額交易所持有的紐約原油期貨投機淨多單在4月23日創下7個月新高之後連續5週下滑,較前週減少8.3%至438,938口;避險基金合計期貨與選擇權的投機淨部位也由前週的236,409口降至200,390口,創下逾兩個月來新低。紐約原油期貨週線下跌8.8%,布蘭特原油下跌6.1%;5月份分別下跌16.3%與11.4%,雙雙創下6個月來的最大月度跌幅。

油田服務 Baker Hughes Inc.公佈,截至5月31日,美國石油與天然氣探勘井數量較前週所創的15個月新低增加1座至984座。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1座至862座。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數量。貝克休斯的數據顯示,截至5月31日,美國石油探勘井數量較前週所創去年3月以來新低增加3座至800座,累計今年來減少85座;天然氣

探勘井數量較前週減少 2 座至 184 座。與去年同期相比，美國石油探勘井數量減少 61 座，天然氣探勘井數量減少 13 座；水平探勘井數量年減 67 座。根據美國能源部週度預測數據，截至 5 月 24 日當週，美國原油日均產量較前週增加 10 萬桶至新高水平的 1,230 萬桶。在美國最大產油州德州，油氣探勘井數量較前週減少 1 座至 480 座，緊鄰德州上方的奧克拉荷馬州油氣探勘井數量較前週減少 1 座至 102 座，新墨西哥州油氣探勘井數量較前週增加 2 座至 101 座，路易斯安那州油氣探勘井數量較前週增加 1 座至 64 座，北達科他州油氣探勘井數量較前週持平為 57 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增加 1 座至 452 座。



Rystad Energy 報告預估，今年美國頁岩油產量可望年增 16%或約 110-120 萬桶/日。報告分析美國 50 家頁岩油生產商顯示，今年第一季的總產量僅較去年第四季小增 0.1%，主要是受到不利天氣的影響；儘管如此，多數生產商已經強調將會達成今年預定的生產目標，甚至有一些生產商還上調生產目標，這意味生產商 2-4 季將會加快生產腳步，以彌平第一季生產不足的損失。

美國能源部公佈，6 月 3 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.807 美元，為連續第 4 週下跌；較前週下跌 1.5 美分，較去年同期下跌 13.3 美分。各地區零售汽油均價多數下跌，西岸地區的零售汽油均價最高達每加侖 3.596 美元，較前週下跌 3.6 美分，較去年同期上漲 13.6 美分；墨西哥灣地區的零售汽油均價最低為每加侖 2.424 美元，較前週下跌 4.9 美分，較去年同期下跌 30.1 美分。美國汽車協會報告表示，6 月 3 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖

2.81 美元，較前週下跌 2 美分，較一個月前下跌 8 美分，較去年同期下跌 13 美分。美國汽車協會表示，美國過去一個月來零售汽油價格持續下滑主要是受到原油價格下跌的影響，預期在夏季需求高峰來臨以前，零售汽油價格可能還會持續下跌。美國零售汽油均價已經連續 4 週下滑，主要由於過去 8 週以來原油價格已經下跌接近每桶 14 美元的影響，預期很快將有一些地區的零售汽油價格將跌破每加侖 2 美元價位，因美國總統川普對中國與墨西哥的關稅威脅可能會傷害美國以及全球的經濟，同時也影響到石油的需求。6 月 3 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.81 美元，較前週下跌 1.6 美分，較一個月前下跌 8.9 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。

美國能源部數據顯示，截至 5 月 24 日當週，美國汽油庫存較前週增加 220 萬桶至 2.309 億桶。其中，東岸的汽油庫存較前週減少 50 萬桶至 6,320 萬桶，相比去年同期為 6,470 萬桶。中西部汽油庫存增加 40 萬桶至 4,780 萬桶，去年同期為 5,270 萬桶。墨西哥灣地區汽油庫存減少 80 萬桶至 8,470 萬桶，去年同期為 7,890 萬桶。落磯山脈地區的汽油庫存較前週增加 30 萬桶至 670 萬桶，去年同期為 680 萬桶。西岸地區汽油庫存較前週增加 70 萬桶至 2,840 萬桶，去年同期為 3,130 萬桶。

美國能源部 5 月 31 日公布的月度統計數據顯示，2019 年 3 月，美國原油日產量較前月增加 24 萬桶或 2.1% 至 1,190 萬桶，相比去年 12 月為創新高的 1,196 萬桶。三大原油產地當中，德州原油日產量較前月的 487.9 萬桶略減 0.1% 至 487.3 萬桶，墨西哥灣原油日產量較前月的 171.6 萬桶增加 11% 至 190.7 萬桶，北達科他州原油日產量較前月的 131 萬桶增加 3.2% 至 135.2 萬桶。3 月份，美國天然氣日產量則是較前月創新高的 1,087 億立方英尺略減 0.2% 至 1,085 億立方英尺。

美中貿易談判進展順暢，黃金避險需求降低

COMEX 8 月黃金期貨 5 月 31 日收盤上漲 18.7 美元或 1.5% 成為每盎司 1,311.1 美元，因美元美股下跌提振避險需求；全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 5 月 31 日黃金持有量增加 2.35 公噸至 743.211 公噸，今年以來持倉減少 44.46 公噸或 5.3%。

US Global Investors 認為，美國在貿易戰中對中國大陸進口商品課徵關稅，最終將會令美國的通膨上揚，稱歷來關稅最後還是會反映在消費物價上面，而這將會有利於金價，並預期金價將有上漲至每盎司 1,400 美元的潛力。黃金歷來都

是對抗通膨的避險資產，這一次也不會有例外；此外，美國 FED 更加趨於鴿派也同樣會有助於金價的表現。

BNP Paribas 全球商品市場策略主管 Harry Tchilinguirian 則稱黃金似乎難以吸引到避險買盤。他指出，美國公債殖利率已經降至近 18 個月以來新低，中美貿易戰升溫也令全球經濟的疑慮加重，但投資人似乎仍然對包括黃金 ETF 在內等黃金投資興趣缺缺，這或暗示對金價的短期展望應該較為保守。通膨低迷以及美元強勢也是壓抑金價的重要原因。齊利奎里安指出，美國商務部 30 日公布的 GDP 報告當中，第一季個人消費支出平減指數由初值的 1.3% 下修至 1.0%，而另一項衡量通膨的指標--未來五年的五年期預期通膨率，近期以來也是持續下滑。齊利奎里安認為，在美元強勢以及通膨低迷的情況下，金價很難持久站穩在每盎司 1,300 美元以上價位。

金價也並非全無利多，最大的利多將是來自於股市修正的風險，主要因為中美貿易關係持續惡化的影響，這可能會令今年底至明年第一季的金價走高至 1,300 美元以上；而除了股市修正的風險之外，美國通膨屆時也預期將會上揚。如果股市回落以及全球經濟放緩的幅度夠大，FED 就將考慮降息。

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。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 FED 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。



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)