

全球經濟趨勢追蹤與預測

2019.03.05

美國經濟成長放緩機率增加，FED 升息與縮表將縮手

2019 年 2 月 28 日，BEA 公佈 2018 年四季度美國經濟資料：實際 GDP 年增率為 2.6%，低於前值 3.4%；名目 GDP 年增率 4.6%，前值 4.9%；GDP 平減指數年增率 1.8%，前值 1.7%；實際 GDP 同比 3.1%，高於前值 3.0%，略超市場的預期。此外，2018 年全年美國經濟增長 2.9%，持平 2015 年，為金融危機後最佳年度增長水準。

結構上看，個人消費支出及設備投資等分項與同期相比增速已回落，Q4 實際 GDP 與同期相比增速上升動力主要來自庫存回升、逆差擴張速率放緩等因素。美國已進入主動去庫，2019 年經濟放緩為大概率，但衰退風險仍低。

2018 年 11 月美國總庫存與同期相比已由高位回落，美國或已進入主動去庫存階段。換言之，庫存因素對美國經濟的支撐即將轉弱。此外，預計個人消費和企業資本開支增速或將繼續放緩。加上地產景氣度持續回落等因素，2019 年美國實際增長放緩為大概率。但居民部門杠杆率仍低，因此目前美國僅是週期性放緩，發生經濟衰退甚至危機的機率極低。

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”。

2 月 28 日美國商務部發佈的資料顯示，去年四季度，美國實際 GDP 年化季增率初值為 2.6%，高於預期的 2.2%。四季度美國 GDP 增速雖有明顯回落，但降幅好於市場預期，全年增速也創下三年新高，如果美國經濟的增長能延續到今年二季度，這將會是美國史上最長的一輪擴張。

不過，2019 年第一季度，良好的增長動態是否能繼續維持，似乎要打上一個問號。從近期的一系列預測來看，今年一季度，美國經濟甚至有萎縮風險。減稅和政府開支增加的刺激作用逐漸退去，在政府關門、極端天氣等的拖累下，經濟學家對一季度美國經濟普遍態度謹慎。包括官方和投行在內的預測都

顯示，美國一季度 GDP 的預期增長不到 1%。高盛在近期發佈的最新預測中，將一季度美國 GDP 的增長預期下調到了 0.9%，這一預測“反映了庫存的拖累，消費增速的持續放緩，住宅投資的下滑，以及政府關門的 0.4 個百分點的拖累。” GDP Nowcast 模型的預測也有明顯下調。該行 3 月 1 日發佈的最新預測顯示，對一季度的 GDP 增長預期，從上周的 1.2%，降低到了 0.88%。而在 2 月 1 日，這一預期一度高達 2.39%。個人消費萎縮和商業庫存是拖累一季度增長預期的主要原因。今年 1 月，美國個人收入出現了三年多以來的首次環比下滑。去年 12 月，美國個人消費支出(PCE)創下 2009 年以來最大降幅，1 月的消費支出資料因此前的政府關門而推遲發佈。亞特蘭大聯儲的 GDP Nowcast 模型更加悲觀，認為美國一季度 GDP 增長只有可憐的 0.3%。路透社報導稱，經濟資料表現不佳，再次印證美國經濟在 2018 年末動能退散，給予了美聯儲更充分的“耐心”加息理由。

美國 2 月 ISM 製造業指數 PMI 54.2，低於預期值 55.8，及前值 56.6，創 2016 年 11 月以來新低；製造業就業指數為 52.3，低於前值 55.5，創 2016 年 11 月以來新低；製造業物價支付指數為 49.4，低於預期值 51.8 和前值 49.6，更低於榮枯線；製造業新訂單指數為 55.5，低於前值 58.2。美國 2 月份 ISM 製造業 PMI 的影響因素中，生產、新訂單、就業、供應商交付分項分別拖累總體製造業 PMI 走低 1.14、0.54、0.64、0.26，原材料庫存上升則拉動總體製造業 PMI 上升 0.12 點。

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。



歐元經濟情勢嚴峻，歐央不排除重啟 QE

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。

歐洲和亞洲經濟降溫的潛在溢出效應促使 FED 在 1 月份發出暫緩升息信號，並表示對下一步升息繼續保持耐心。但強勁的美國經濟可能迫使 FED 在夏季之前儘快改變利率指引。FED 可能不得不再次改變信號，國內經濟無法使其繼續保持耐心和靈活性。美國國內經濟證明其貨幣政策持續正常化是合理的，因為勞動力市場依然強勁，工資增長 3%，而且商業投資正在增加。儘管歐洲和亞洲經濟存在風險，市場對 FED 降息的可能性進行預測似乎反應過頭了。隨著美國經濟表現持續穩健，美聯儲將被迫提供更加微妙的關於利率前景的資訊，這可能與當前市場的利率指引相衝突。目前市場認為，到 2020 年 1 月，FED 調低基準聯邦基金利率的可能性要高於將其調高的可能性。此外，FED 將在夏季不得不發出有關進一步加息或減持其持有的大量債券的資訊。

歐元區最大的五個市場，即英國、德國、法國、西班牙和義大利，正在評估英國脫歐到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。

歐洲央行行長德拉吉 1 月下旬出席歐洲議會經濟與貨幣事務委員會的聽證。他重申了議息決策後記者會的言論，即認為“歐元區經濟前景所面臨的風險正發展成為偏下行”，並暗示“如果形勢變得非常糟糕”，歐洲央行不排除重新新一輪 QE 量寬買債政策。最近數月以來，歐元區資料持續低於市場預期，主要由於更為疲軟的外部需求和一些國際或特定領域的外部因素，與地緣政治有關的不確定性和保護主義威脅持續，正在影響經濟情緒。雖然金融狀況、勞動力市場動能和薪資增長這三大內部因素，仍在繼續推動歐元區的經濟擴張，也支持著歐央行對歐元區通脹持續邁向略低於 2% 目標的信心，但也暗示貨幣政策正常化的進程可能會被延長更久，“實施顯著的貨幣政策刺激仍是核心因素，以期支撐歐元區物價壓力的進一步構築，以及名義通脹在中期內的發展。時機適當時，歐洲央行管委會準備好調整所有政策工具。”

根據路透對分析師的調查，歐洲央行料將等到第四季才調升存款利率，比一個月前預估的時間要晚。分析師並稱，歐元區陷入衰退的機率已增加。自 2018 年 6 月以來的路透調查原本預期，歐洲央行 2018 年 12 月結束資產購買計畫後，將在 2019 年第三季調高利率，這與歐洲央行的指引相符。但一連串疲弱的資料--包括歐洲最大經濟體德國去年下半年勉強躲過衰退--顯示經濟成長已放緩，令分析師推遲其維持已久的預測。相比 10 月時的調查，他們還降低了對德國、法國、義大利的成長預期。外界目前預期歐洲央行第四季將把隔夜存款利率由當前的負 0.40% 調升至負 0.20%，然後等到 2020 年初將其再融資利率由零調升至 0.20%。目前正值金融情況收緊，英國退歐在即，但英國政府內部對如何退歐仍莫衷一是。

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 發佈資料顯示，德國 2 月份製造業 PMI 終值為 47.6，與同期相比下降 2.1 個點，為 74 個月以來最低。製造業部門加快緊縮，新訂單繼續減少，產出水準六年來首次下滑。與此同時，隨著供應鏈壓力緩解，投入品通脹水準降至 28 個月以來最低點。

日本經濟仍難逃通縮，考驗安倍執政能力

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。

日本將在今年 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。

日本央行副行長 Masazumi Wakatabe 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，另外政府計畫在今年 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 2 月 PMI 製造業指數回落至 48.9，兩年半來首次跌破榮枯線 50，創 2016 年 6 月以來新低，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。



英硬脫歐協議推遲，英鎊匯價短期轉強

英國議會議員在 2 月 27 日投票表決，同意給首相梅伊更多時間來處理脫歐協議，此舉增加了英國延後脫歐的可能性，也提振了英鎊。如果英國下議院 3 月 12 日投票反對梅伊的脫歐協定，也反對英國無協議脫歐，那麼議員們將在 3 月 14 日將就是否短暫推遲“里斯本第 50 條”進行投票，如果獲得通過有望繼續提振英鎊。

2 月 27 日英國首相梅伊從議會獲得兩周的寬限時間處理脫歐協議。在她同意有可能推遲脫歐日期後，議員們也暫停實施旨在阻止無協議脫歐的行動。但反對黨工黨宣佈，現在開始將支持舉行第二次脫歐公投。這是自 2016 年英國公投決定退出歐盟以來，首次有主要政黨站出來，給予選民改變主意的機會。幾個月

來，梅伊一直堅持英國必須按時脫歐，但終於在 2 月 26 日鬆口，承認有可能短期、有限度地延後脫歐日期。這就足以使她避免在 2 月 27 日與議員們攤牌；梅伊政府的一些部長曾表示，他們打算在本周加入反對派陣營，力求避免無協議脫歐。2 月 27 日英國議會的一系列投票原本可能剝奪政府對整個脫歐進程的控制權，不過梅伊的讓步使得這種可能性大大降低。最終，議員支持她承諾的時間表。但這意味著，要等到截止日期前的最後幾周、甚至幾天，英國民眾和企業才會得知英國如何脫歐、或是否脫歐。

英相梅伊與歐盟領導人達成的脫歐協定於 1 月 15 日遭到英國議會否決，英國政府遭遇了現代史上最大的挫敗。隨後，特雷莎·梅希望提交給議會一份修改後的協議進行表決，估計將在 3 月份進行。梅伊承諾，如果她的脫歐協議遭到否決，議員們將有機會對是否無協議脫歐、或要求歐盟推遲脫歐截止日期進行投票。

英國議員們以 502 贊成，20 票反對的投票結果支持反對黨工黨提出的修正案。該修正案闡明了梅伊所建議的時間表，而英國政府也表示支持。實際上，在梅伊 2 月 26 日做出讓步前，工黨就在爭取各方對其修正案的支持。該修正案將確保議會有機會阻止無協議脫歐並尋求推遲脫歐。在 2 月 27 日的投票中，英國議員們還否決了工黨關於與歐盟建立永久關稅同盟的提案。儘管這也在普遍預期之中，但工黨本周曾表示，如果該提案被否，將觸發工黨承諾支持舉行新的公投。

2 月 27 日，議員們還否決了蘇格蘭民族黨(SNP)關於在任何情況下排除無協定脫歐可能的提案。大部分議員反對無協議脫歐，但特雷莎·梅承諾，允許在她的脫歐協議投票表決後就此進行投票，這足以說服很多議員暫且不予干涉。

3 月 12 日，議員們將對首相特雷莎·梅的脫歐協議進行所謂的“有意義的投票”。這是今年 1 月絕大多數議員投票反對她脫歐協議後，第二次對脫歐協議進行投票。歐盟拒絕重新談判脫歐協定，但對愛爾蘭擔保協定給予了保證。愛爾蘭擔保協議規定，如果在脫歐 21 個月過渡期內，英國和歐盟未能就達成貿易協定達成一致意見，要防止愛爾蘭和北愛爾蘭之間出現硬邊界。批評人士稱，首相的脫歐協議幾乎沒有改變，而且不太可能再次獲得批准。不過，如果獲得批准的話，英國將於 3 月 29 日帶著梅伊的脫歐協定離開歐盟。

3 月 13 日，如果梅伊的脫歐協議未能獲得多數議員批准，他們將於 3 月 13 日就是否支援無協議脫歐進行投票。無協議脫歐將導致英國突然退出歐盟，沒有為期 21 個月的脫歐過渡期，英國還將回歸 WTO 貿易規則。不過，無協議脫歐

不受大多數議員和企業的歡迎，因為這將帶來許多經濟不確定性。英國政府本周發出警告稱，如果真的出現無協議脫歐，未來 15 年英國經濟規模將縮小 9%。

3 月 14 日，如果英國下議院投票反對梅伊的脫歐協定，也反對英國無協議脫歐，那麼議員們將在 3 月 14 日將就是否短暫推遲“里斯本第 50 條”進行投票。即使英國議會批准延期，還需得到歐盟的批准。目前還不清楚脫歐將推遲多長時間，但是專家說，延長三個月的期限是有可能的。不過，考慮到歐洲議會將於 5 月 23 日舉行選舉，也不是一定能真的延長三個月期限。然而，一些分析人士認為，儘管議會選舉即將舉行，脫歐日期可能推遲更長的時間。如果英國議會在 3 月 14 日拒絕推遲脫歐，英國就將真的無協議脫歐，這可能對英鎊造成重創，投資者需要密切進行關注。

3 月 29 日，根據 3 月中旬的投票結果，英國可能會在 3 月 29 日離開歐盟，但也可能不會離開。若英國真的推遲脫歐，有望繼續提振英鎊。英國脫歐的風險似乎大幅下降。市場人士認為，英國可能會推遲 3 月 29 日的脫歐最後期限，這比沒有達成協議要好，這加劇了人們對英國脫歐走軟的預期，並支撐了英鎊。

根據市場交易商及基金經理的觀點，具有破壞性無協議脫歐的風險下降。2 月 27 日，花旗銀行建議投資者買入英鎊兌美元，在 1.3139 建立多頭，上行目標為 1.40。法國興業銀行指出，未來英鎊走勢依然與脫歐局勢密切相關，如果二次公投有望漲至 1.50，若能避免無協議脫歐則將升至 1.40，一旦最終無協議脫歐則將跌至 1.20 甚至更低。

英國 OBR 預測 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」。



中國提高經濟增長穩定性，內生動力持續增強

中國國務院總理李克強 5 日在作政府工作報告時說，一年來，中國深入貫徹以習近平同志為核心的黨中央決策部署，堅持穩中求進工作總基調，統籌穩增長、促改革、調結構、惠民生、防風險，穩妥應對中美經貿摩擦，著力穩就業、穩金融、穩外貿、穩外資、穩投資、穩預期。

創新和完善宏觀調控，經濟保持平穩運行。面對新情況新變化，中國堅持不搞“大水漫灌”式強刺激，保持宏觀政策連續性穩定性，在區間調控基礎上加強定向、相機調控，主動預調、微調。堅持實施積極的財政政策，著力減稅降費、補短板調結構。下調增值稅稅率，擴大享受稅收優惠小微企業範圍，出台鼓勵研發創新等稅收政策。全年為企業和個人減稅降費約 1.3 萬億元。優化財政支出結構，盤活財政存量資金，重點領域支出得到保障。堅持實施穩健的貨幣政策，引導金融支援實體經濟。針對融資難融資貴問題，先後 4 次降低存款準備金率，多措並舉緩解民營和小微企業資金緊張狀況，融資成本上升勢頭得到初步遏制。及時應對股市、債市異常波動，人民幣匯率基本穩定，外匯儲備保持在 3 萬億美元以上。

經濟前景預期呈現改善之勢是市場主流看法，通脹緩慢回落中經濟平穩，工業、消費、投資的預測中值都維持了平穩，對進出口增長預期轉為放緩。機構預期經濟短期運行平穩，但從預測分佈看，也存在較大分歧。對於貨幣增長，邊際放鬆預期已經轉化為平穩預期，但 2 月份貨幣實際資料公佈後，“貨幣偏緊”的預期應得到強化。

經濟延續穩中偏升格局，工業經營平穩，消費價格在季節性規律和基數效應下，延續低位，工業價格在大宗品反彈影響下，表現平穩；消費走穩跡象漸現；貨幣延續平穩，外貿發展維持弱平衡狀態，經濟整體運行平穩中好轉跡象增多。2019

年中國經濟將在投資回升的帶領下逐步復蘇，將開啟離底之旅，延續 6 年多的經濟“底部徘徊”階段將結束。

貨幣環境對樓市價格的影響，隨著時間積澱，逐漸開始呈現，房價漲不動開始呈現。雖然從中國調控歷史看，嚴控是停止上漲不下降，一旦調控放鬆，房價則展開報復性反彈；然而，受經濟形勢和政策前景、土地市場變化影響，未來房價走勢必將發生改變。著樓市調控的深入，樓市成交已在前期下降臺階的基礎上，呈現繼續下探跡象——突破前期平穩區下限、尋找新的更低的運行區。

產能利用率雖延續下降但仍居高位

2018 年 4 季度的產能利用率延續了小幅下降態勢，印證了當前經濟的下行壓力不減格局。2018 年中國工業產能利用率為 76.5%。中國產能利用率的下降，並非是經濟週期性下行的結果，主要是受供給側改革的影響，即經濟轉型時期，淘汰落後產能和新建先進產能並存，更多先進產能形成使得產能利用率有下降態勢，但從產能結構上看，品質明顯提升。體現在經濟增長動能變化上，就是新動能不斷上升。對比美國近 3 年的產能利用率，2016-2017 年平均為 75.03%，且波動小；這說明中國現在的產能利用情況比較健康，中國經濟的運行壓力不在週期下行，而在結構調整。

2018 年中國經濟實現了 GDP 年增 6.6% 的增速，2018 年外部環境和內部條件的變化使得中國經濟承受較大的下行壓力。在外部，世界經濟雖然在總體上保持了擴張勢頭，但其背後卻是不斷加劇的分化調整和愈演愈烈的動盪摩擦。在內部，為了解決長期積累的結構性矛盾，中國加速推進供給側結構性改革，在此過程中各種內生的矛盾、挑戰和困難不斷顯露。面對多種矛盾和壓力，中國經濟依然能夠實現 6.6% 的增速，這實屬來之不易。在全球前五大經濟體中，中國的經濟增速是最高的。在全球主要發達經濟體以及新興市場和發展中經濟體中，中國的經濟增速也僅次於印度。

中國交通銀行金融研究中心發佈《2019 年中國宏觀經濟金融展望》報告，中國 2018 年全年增速在 6.6% 左右；2019 年經濟增速為 6.3% 左右。預計 2018 年全球經濟增速為 3.8%，2019 年增速下滑至 3.6%。在進出口方面，由於全球經濟增速放緩，不確定性因素增多，2019 年我國外需走弱壓力加大。2019 年出口增速將明顯下降，預計在 5% 左右；受需求走弱以及高基數的影響，2019 年進口高增速可能難以延續，但仍能實現 10% 左右的進口增長。

在投資方面，報告預計 2019 年固定資產投資約增長 5.8%，主要源於基建投資力度加大，房地產開發投資和製造業投資增長可能放緩。基建投資加快步伐，2019 年宏觀政策明顯轉向，著力點在於加大基建投資力度，預計 2019 年基建投資增長 10%，成為拉動投資的關鍵力量。預計 2019 年製造業投資增速下降到

4%，高技術製造業投資增長較快。房地產調控政策難以大幅放鬆，房地產開發投資增速將有明顯回落，預計增長 3%-5%。

在消費方面，報告預計消費增長穩中略緩，2019 年消費增速可能在 8.7% 左右。下調和取消部分消費品進口關稅，個稅改革穩步推進，將為消費增長提供新的動能。但消費增長仍有三方面制約因素：一是近年來居民按揭貸款快速增長導致居民部門杠桿水準上升，抑制居民的消費支出能力；二是房地產和汽車兩大消費需求仍將受到基數及政策的抑制；三是股票市場調整和理財產品收益率下降將影響居民財產性收入的增長。

報告預計，中國 2018 年四季度經濟增速為 6.4%，全年增速在 6.6% 左右，2019 年經濟增速為 6.3% 左右。宏觀政策對經濟運行的作用將從 2018 年的適度抑控轉為 2019 年的支撐和托底。2019 年經濟下行壓力主要體現在上半年。隨著宏觀政策效果顯現，下半年經濟運行將趨好轉，全年經濟增速可能前降後穩。

報告預計 2019 年末信貸增速同比將升至 13.5%-14.0% 區間，社融中表外融資負增長將逐漸收窄並出現反彈。在經濟下行壓力依然較大，表外融資持續收縮後，事實上信貸潛在需求一段時期以來都在增強。而信貸增速沒有隨表外融資收縮而反彈，主要還是因為貸款定價與信貸需求主體信用風險不匹配，銀行因擔心風險過高而不願大幅增加信貸投放。隨著政策支持民營和小微企業的力度加大，貨幣政策定向調控力度持續增加，前期寬信用效果逐漸顯現，被壓抑的潛在信貸需求就有望被釋放出來。另外，貨幣政策會延續當前調控模式，宏觀上維持流動性總體合理充裕，常規與定向工具配合，結合視窗指導等方式引導和優化信貸資源配置結構，進一步疏通貨幣政策傳導機制，促進銀行加大信貸投放。

在社融方面，報告預計，2019 年社融增速可能達到 12%，全年社融增量在 22.5 萬億左右。表外融資收縮步伐將逐步放緩，隨著貨幣政策偏松調節，表外融資 2018 年下半年的負增長已經弱於上半年，2019 年大概率會延續當前的態勢。目前大量不合規表外融資已到期不再續作，另外表外業務的收縮已經制約到一些資信等級較低的中小民營企業的融資管道，增加了其經營壓力。監管部門也逐漸意識到表外融資作為重要融資管道，在一定程度上可以緩解表內融資定價與企業信用風險高企之間的矛盾。直接融資仍存改善空間，但短期內企業債融資出現快速明顯改善的可能性較小。直接融資市場規模的改善可能貫穿 2019 年全年。

M2 增速將企穩反彈，預計 2019 年 M2 增速將在 8.5%-10% 區間內。在經濟下行壓力較大的背景下，貨幣政策將在不搞大水漫灌的情況下，適度增加流動性配合積極財政政策穩定經濟增長。在信貸增速逐漸上行、外匯占款小幅下降、財政支出增速反彈的態勢下，2019 年 M2 增速將逐漸回升。在貨幣政策方面，報告認為 2019 年仍將實行穩健的貨幣政策，邊際定向放鬆，監管彈性進一步增

強。2019 年貨幣政策將以“穩貨幣、增信用”的方式去配合“寬財政、促投資”。2019 年存准率仍有進一步下調的可能，但幅度和頻率會小於 2018 年。

國家統計局資料顯示，2 月份官方製造業 PMI 為 49.2，非製造業 PMI 為 54.3，綜合 PMI 為 52.4。春節效應、企業進入主動去庫存週期等因素，導致生產活動減緩，是製造業 PMI 下滑的主要原因。2 月份，製造業 PMI 為 49.2，較上月下降 0.3 個百分點。從歷史經驗看，受春節前後部分企業停工減產影響，春節當月 PMI 一般較前月低，2 月的製造業 PMI 也符合這一規律。另外，製造業生產 PMI 大幅回落 1.4 個百分點至 49.5，是自 2009 年 1 月份後的歷史低點，除了春節停工的季節性影響外，主要原因還是由於經濟下行壓力較大，企業主動去庫存所致。

內需回暖、外需較弱，未來經常專案順差將進一步承壓。2 月份，製造業新訂單為 50.6，比上月回升 1 個百分點，表明中國國內需求有了一定回暖。這與去年下半年至今的逆週期政策效果顯現有關。但新出口訂單仍下降 1.7 個百分點，表明外需疲弱，與被稱作是全球經濟“金絲雀”的韓國出口資料相互應證，1 月韓國出口同比下滑至 -5.8%，創近一年來最低值。由於企業需要時間來調整進出口的產品數量，這就導致了 2 月份的進口 PMI 依然下降 2.3 個百分點，預計 2 月份的進出口資料會相較於上月出現下滑。但隨著中國國內需求回暖、中美貿易談判穩步進行，進口預計會快速回升，由於外需較弱，出口將出現繼續減速，經常項目順差會進一步承壓。

大宗商品價格回升帶動價格指數上升，但難以扭轉 PPI 同比下行趨勢。2 月份，受近期原油、動力煤等大宗商品價格上漲，原材料購進價格 PMI 和出廠價格 PMI 分別為 51.9 和 48.5，較上月提高 5.6 和 4 個百分點。其中，石油加工、化學原料和化學製品、黑色金屬冶煉及壓延加工等行業的主要原材料購進價格指數和出廠價格指數環比上升幅度較大。預計 2 月份 PPI 年增率會有所改善，但難以扭轉 PPI 同比下行的趨勢。而 PPI 在上半年的進一步回落，也將導致工業企業利潤在一季度、二季度持續低迷，預計在下半年才會有所好轉。

受春節假日和雨雪天氣等因素影響，建築業 PMI 快速下行，是非製造業 PMI 回落的主要原因。2 月份，建築業 PMI 為 59.2，比上月回落 1.7 個百分點。建築業景氣的回落導致鋼鐵行業 PMI 下行，較上月下降 0.9 個百分點。但基建補短板是托底經濟的重要手段，隨著天氣的轉暖，建築業有望保持快速發展。2 月份，業務活動預期 PMI 為 66.7，比上月和上年同期分別上升 2.2 個百分點和 1 個百分點。

中國經濟下行壓力加大，但下半年有望迎來“曙光”。由於需求有所好轉，PMI 全年低點已現，預計未來將逐步回升，並在下半年走出衰退區間(50 以下)。隨著中美貿易談判大概率順利解決、政策托底作用進一步顯現、工業企業利潤將

觸底回升，市場預期正逐步趨好，生產經營活動預期 PMI 為 56.2，比上月顯著回升 3.7 個百分點。另外，新業態、新產能正加速形成，產業結構繼續優化，高新技術製造業 PMI 為 51.4，高於上月 1.8 個百分點。綜上所述，經濟在下半年將迎來“曙光”，會呈現低位回升趨勢。

南美洲氣候平穩有利農作，全球農產品期貨價格走低

CBOT 玉米與黃豆期貨 3 月 1 日上漲，小麥則是下跌，5 月玉米期貨收盤上漲 0.6% 成為每英斗 3.73 美元，5 月小麥下跌 0.5% 成為每英斗 4.5725 美元，5 月黃豆上漲 0.1% 成為每英斗 9.1150 美元。週線黃豆、小麥、玉米分別下跌 1.3%、7%、3%，因中美貿易談判並未帶來太多實質的利多，且南美天氣改善有利作物產量的影響。ICE Futures U.S. 5 月棉花期貨 3 月 1 日上漲 1.4% 成為每磅 73.85 美分，週線上漲 1.2%；5 月粗糖期貨下跌 1.3% 成為每磅 12.62 美分，週線下跌 5.1%。

Soybean & Corn Advisor Inc. 美國伊利諾州黃豆玉米顧問公司表示，根據巴西氣象局的預報，巴西南部地區可望迎來較多降雨，近期的降雨改善，有助於提振部分較晚成熟黃豆作物的單產預期。在仍然需要降雨的巴西北部以及南大河州，如果天氣能夠及時改善的話，巴西的黃豆產量預估可能將提高 100-200 萬噸。

巴西黃豆主產地的 IMEA 馬托格羅索州農業經濟研究所報告表示，該州的黃豆收成進度較前一週增加 11 個百分點達到 80%，較去年同期以及同期五年平均值的 58% 要快上許多。在第二大黃豆產地巴拉那州，AgRural 預估該州的黃豆收成進度已經達到 45%，相比巴西農業經濟部的預估則為 42%，該州今年黃豆產量預估將年減 15% 至 1,635 萬噸，在尚未收成的黃豆當中，有 67% 的長勢良好，28% 作物處於平均水平，5% 作物的生長情況較差。UNICA 巴西甘蔗產業協會公布的數據顯示，2 月上半月，巴西中南部地區的甘蔗壓榨量較去年同期的 57.7 萬噸減少逾半至 28 萬噸，較前期（1 月下半月）的 56.3 萬噸也減半，因本年度的壓榨作業較早開始，壓榨季節已經接近尾聲的影響。巴西中南部的糖產量約佔該國糖產量的九成比重，由於天氣良好的影響，今年的壓榨季節預期將較往常提前 6 週結束。UNICA 表示，2 月上半月，巴西中南部地區糖產量 2,000 公噸，前期以及去年同期的產量都為 5,000 公噸。2 月上半月，中南部地區水合乙醇產量為 1.07 億公升，無水乙醇產量 6,100 萬公升，乙醇總產量年減 12.42%。水合乙醇的銷售量為 9.28 億公升，無水乙醇的銷售量為 3.9 億公升；乙醇總銷量為 13.2 億公升，較去年同期的 10.06 億公升增加 31%。

自 4 月起的 2018/19 年度至今，巴西中南部地區的甘蔗壓榨量較上年同期的 5.844 億噸減少 3.56% 至 5.636 億噸。2018/19 年度至今，巴西乙醇產量年增 19.48% 至 303.5 億公升，其中可以作為獨立燃料的水合乙醇產量年增 42.71% 至 212 億公升，用於添加至汽油當中的無水乙醇產量年減 13.28% 至 91.4 億公升；累計的糖產量較上年同期的 3,584 萬噸減少 26.45% 至 2,636 萬噸。

擔憂美中經濟放緩，油價持續震盪走勢

NYMEX 4 月原油期貨 3 月 1 日收盤下跌 1.42 美元跌幅 2.5%，成為每桶 55.80 美元，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油下跌 1.24 美元跌幅 1.9%，成為每桶 65.07 美元，因中美兩國的製造業數據低迷引發市場對原油需求擔憂的影響。週線 NYMEX 原油下跌 2.6%，布蘭特原油下跌 3.9%。

Baker Hughes Inc. 公佈，截至 2019 年 3 月 1 日，美國石油與天然氣探勘井數量較前週減少 9 座至 1,038 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 5 座至 911 座。數據顯示，美國石油探勘井數量較前週減少 10 座至 843 座，天然氣探勘井數量較前週增加 1 座至 195 座。與去年同期相比，美國石油探勘井數量增加了 43 座，天然氣探勘井數量增加 14 座；水平探勘井數量年增 64 座。在美國最大產油州德州，油氣探勘井數量較前週減少 5 座至 503 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 2 座至 115 座，探勘井總數位居第二。新墨西哥州油氣探勘井數量較前週減少 1 座至 107 座，路易斯安那州油氣探勘井數量較前週增加 1 座至 65 座，北達科他州油氣探勘井數量較前週減少 1 座至 56 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減少 7 座至 473 座。

美國能源部數據顯示，截至 2 月 22 日當週，美國煉油廠日均原油加工量較前週增加 17.9 萬桶至 1,590 萬桶。煉油廠產能利用率從前週的 85.9% 增至 87.1%。汽油日均產量由前週的 950 萬桶增加至 960 萬桶，蒸餾油日均產量較前週略增至 480 萬桶。原油日均進口量較前週減少 160.5 萬桶至 590 萬桶，過去 4 週的原油日均進口量為 670 萬桶，較去年同期減少 10.9%。汽油日均進口量由前週的 42 萬桶增加至 47.3 萬桶，蒸餾油日均進口量由前週的 43.1 萬桶減少至 33.1 萬桶。作為需求的指標，美國過去 4 週日均油品供應量為 2,080 萬桶，較去年同期增加 2.1%；其中，汽油日均供應量年減 1.5% 至 890 萬桶，蒸餾油日均供應量年增 4.5% 至 420 萬桶，航空煤油日均供應量年增 2.5% 至 194.3 萬桶。2 月 22 日當週汽油日均需求由前週的 880 萬桶增至 898 萬桶，去年同期為 886 萬桶。根據美國能源部自 1983 年開始發布的週度預測數據，

截至 2 月 22 日當週，美國原油日均產量再創新高達到 1,210 萬桶，較去年同期 1,028 萬桶增加 182 萬桶。2 月 22 日當週美國原油日均出口量由前週創新高的 360.7 萬桶降至 335.9 萬桶，此前高點為去年 11 月底當週的 320.3 萬桶。



美中貿易摩擦放緩，黃金避險需求減低

COMEX 4 月黃金期貨 3 月 1 日收盤下跌 16.9 美元或 1.3% 成為每盎司 1,299.2 美元，美元指數上漲 0.2%，5 月白銀期貨下跌 2.4% 成為每盎司 15.256 美元。其中金價創下一年半來的單週最大跌幅，美中貿易摩擦降溫，避險需求降溫的影響。全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 道富財富黃金指數基金 3 月 1 日黃金持有量減少 11.75 公噸至 772.464 公噸，全週持有量減少 17 公噸或 2.2%。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風險，黃金以及抗通膨債券 (TIPS) 仍會是通膨時期的最佳避險工具。較高的通膨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。未來一兩年通膨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膨上揚，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；雖然通膨的顧慮仍低，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)