

全球經濟趨勢追蹤與預測

2019.05.04

美國經濟數據優於預期，第四季 FED 升息機率升高

5 月 FED 會議作為 2019 年季度中間的會議，重要程度較 3 月下降，但結合新聞發佈會，仍有一些可圈可點的地方，有助於預判 FED 政策路徑，值得投資者注意。與 3 月相比，此次會議紀要的變化主要在於對經濟基本面措辭更樂觀一些，以及對通膨表述更謹慎一些。

FED 對於整體經濟狀況，較 3 月表述樂觀，5 月認為經濟活動穩固增長，而 3 月時認為經濟活動較去年四季度放緩。關於通貨膨脹，刪去了通膨下行主要源於能源價格下跌的措辭，認為通膨以及剔除食品與能源的核心通膨低於 2%。基於市場的通膨補償指標保持低位，基於調查的長期通膨預期指標幾乎未變。對於勞動力市場表述不變，認為勞動力市場持續表現強勁，最近幾個月平均來說新增就業穩健，失業率處在低位。對家庭消費和企業固定資產投資的表述與 3 月一致，都偏謹慎，認為一季度增速放緩。措辭較 1 月會議有所悲觀，當時認為家庭消費強勁增長，企業固定資產投資增長溫和。

此次 FED 會議的重點在於新聞發佈會上，美聯儲主席鮑威爾對於貨幣政策、經濟增長以及通膨方面的看法。總的來說，鮑威爾對於後續經濟增長以及通膨表示樂觀，認為兩者都會回升，同時與市場預期的降息不同，鮑威爾認為當前的利率水準時合適的，無需降息或者加息。

關於經濟增長，預計今年晚些時候經濟增長將回升，且主要得益於消費支出和企業投資；認為合適的金融條件、高企的消費者信心指數、高就業水準以及薪資增長都將帶動消費支出。認為美國與中國、日本以及 USMCA 的貿易談判將降低商業活動不確定性，雖然短期難以顯現巨大的效果，但中期對經濟增長十分有利。

關於通膨，預計美國國內通膨只是暫時處於低位，還將走高，抑制通膨的因素是“暫時的”。關於貨幣政策走向，與市場預期的降息不同，鮑威爾表示目前 FED 不認為有必要朝任何一個方向改變利率。鮑威爾表示 FED 認為現在的政策是適合的，並沒有看到加息或是降息的很大可能性。此外，對於總統川普的降息以及寬鬆主張的施壓，鮑威爾表示 FED 是不受政治影響的獨立機構，在決策過程中不受短期政治影響。

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，通脹將逐步回升至 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 4 月芝加哥 PMI 採購經理人指數下跌 6.1 個點至 52.6，創 2017 年 1 月以來最低水準。芝加哥 PMI 共由五個分項指數組成，即新訂單指數、生產指數、原材料庫存指數、供應商配送指數和就業指數。3 月除原材料庫存指數外的四個分項指數均出現下跌。新訂單指數連續第二個月下降，跌破 3 個月和 12 個月平均值。由於需求端疲軟，生產指數與去年同期相比大幅下跌，創 2016 年 5 月以來最低值。需求和生產雙下降導致勞動力需求減少，就業指數跌至 2017 年 10 月以來最低點，同時低於 3 個月和 12 個月的平均值。供應商配送指數也創 2017 年 4 月以來新低。原材料庫存指數上升至榮枯分界線 50 以上。



歐洲通膨優於市場預期，歐央持續刺激景氣措施

四月份歐元區通膨率超預期，令歐洲央行稍感寬心，儘管多數升幅可能與今年復活節時間晚於往年造成的季節性影響有關。歐盟統計局表示，歐元區 19 國 4 月消費者物價較上年同期上漲 1.7%，漲幅高於 3 月的 1.4%，且高於市場預估的上漲 1.6%。歐洲央行密切關注的不包括食品和能源的核心通脹率從前月的 1% 升至 1.3%，扳回了一個月前令人擔憂的跌勢，並因服務成本跳升而觸及 10 月以來最高。歐洲央行將通膨目標設定在略低於 2% 的水準，但在過去六年裡，儘管歐洲央行動用了一系列常規和非常規工具來提振經濟增長和物價，但通脹率仍低於 2%。

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。

歐元區 4 月核心調和 CPI 初值為同比增長 1.2%，也高於預期的 1%和前值 0.8%。歐元區 3 月 PPI 同比增長 2.9%，不及預期和前值的 3%；環比則負增長 0.1%，低於預期和前值的 0.1%正增長。從具體資料來看，能源價格上漲對歐元區 CPI 在 4 月的超預期表現貢獻良多。4 月，歐元區能源價格同比上漲 5.4%，高於 3 月 5.3%的資料，因此，4 月成為今年以來能源價格漲幅最大的一個月。

服務業通膨也同比上漲 1.9%，高於 3 月 1.1%的增速。食品及煙酒同比增長 1.5%，較 3 月 1.8%的增速有所下滑；非能源類工業品價格同比上漲 0.2%，高於 3 月 0.1%的增速。歐元區最大經濟體德國也公佈了本國 4 月的 CPI 資料。資料顯示，德國 4 月 CPI 增速好於市場預期和前值。但是目前歐元區的 CPI 與歐洲央行設定的 2%目標仍有距離。

上月歐洲央行發佈最新利率決議，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。

儘管 2019 年歐元區第一季度 GDP 恢復增長勢頭，但歐元區的製造業卻仍舊深陷泥沼。法國、德國、歐元區陸續公佈 4 月製造業 PMI 資料顯示，法國 4 月製造業 PMI 終值 50，卡在枯榮線上，高於預期及初值的 49.6；德國資料為 44.4，連續第四個月處於萎縮區間，略不及前值和預期 44.5。歐元區方面，4 月製造業 PMI 終值 47.9，高於預期及初值的 47.8。這一數字雖然打敗了 3 月創下的六年低點 47.5，但也已是連續第三個月位於枯榮線下方。

日本得仁天皇即位，心願期待世界和平

5 月 1 日德仁天皇即位，拉開了日本令和時代的序幕。德仁天皇出席在東京皇居舉行的“劍璽等繼承之儀”，承接象徵皇位的三神器。他在即位後的首次講話中提到，我宣誓遵照憲法，履行作為日本國和日本國民象徵的責任和義務，衷心希望日本國民能夠更加幸福、國家進一步發展、世界能夠更加和平。

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。

自民黨幹事長代理萩生田光一在接受網路媒體訪談時高談闊論，稱原定 10 月份將消費稅從 8% 提升到 10% 的計畫，要根據日本銀行 7 月份發表的經濟觀測調查結果而定，如果預測經濟景氣惡化，政府總不能帶著國民往懸崖裡跳，可以有不同的選項。這段話引起軒然大波，萩生田光一也成為日本自民黨裡第一個提出再次延期徵稅的政客。他還說，如果停止徵稅就需要問政於民，意思是日本首相安倍晉三可能會解散國會眾院提前大選，大有國家謀士之風範。

萩生田此言一出，立即引起日本政府、經濟界及各政黨的強烈反應。日本內閣官房長官菅義偉出面緊急滅火，稱政府態度明確，只要不發生雷曼危機那樣的經濟困難，政府將按預定計劃實施增稅。日本財務大臣麻生太郎也說，從完善社保制度和穩定財源的角度來說增稅勢在必行。自民黨幹事長二階俊博在記者會上也指出，上述言行純屬萩生田個人見解，不代表自民黨的政策，自民黨內已有充分討論並取得了一致結論，不易輕言改變。聯合執政黨公明黨代表山口那津男也指出，日本央行的經濟觀測報告尚未出臺，基於假設而討論政策走向顯然不妥。

比政界更加恐慌的是日本經濟界。為了提前為加稅作準備，日本企業、商店已經按照增稅後的標準修改了電腦財務系統，此時放棄增稅將造成更大的混亂。而且，政府基於增稅前提，制定了新年度預算支出計畫，如果推遲增稅，預算的窟窿只能靠新的赤字國債來彌補，將使日本的國家財政負擔雪上加霜。

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。

2019 年 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。

脫歐陷入僵局引發英國群眾不滿，保守黨地方大選失利埋下不安種子

5 月 3 日英國舉行地方議會選舉。最新計票結果顯示，主要政黨保守黨和工黨均流失大量席位，其中保守黨失去超過 1300 個席位。支持歐盟的自由民主黨則進賬超過 700 個議席，成為大贏家。分析認為，這顯示選民對脫歐進程陷入僵

局極為不滿。這是英國自錯過 3 月 29 日脫歐期限的第一場選舉，英格蘭目前共 343 個地方政府中 248 個地方議會、6 個市長和北愛爾蘭全部 11 個地方議會，均舉行換屆選舉投票，逾 8000 個地方議會席位供角逐。

英國地方選舉不是全國同時舉行，此次地方選舉主要涵蓋鄉村地區，首都倫敦本次沒有選舉。地方機關主要負責地方政策的日常決策，範圍包括教育、廢棄物管理等等。最新消息顯示，全部 248 個舉行選舉的英格蘭地方議會都已經宣佈了選舉結果，保守黨失去了 1334 個席位，還失去了對多個地方議會的控制權。而原本預期有所斬獲的工黨也流失了 82 個席位。自由民主黨獲得了 703 個席位。此外，英國獨立黨流失 145 個席位，綠黨贏得 194 席，無黨派獨立人士贏得 662 席。

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

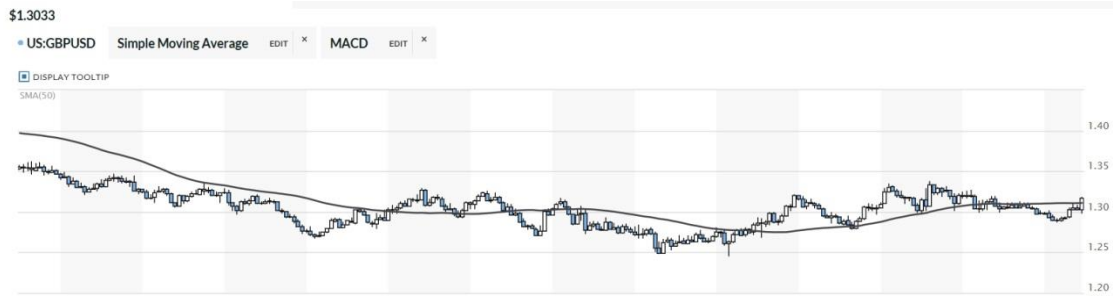
旦出現“無協議脫歐”，英國將與這些國家繼續維持現有的貿易優惠條件。但英國尚未與美國、中國、日本、加拿大、韓國等主要經濟體達成貿易安排。英歐未來能夠達成何種貿易安排也會廣受外界關注，成為其他國家考慮與英國或者歐盟貿易談判時的參照物。

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 2 日宣佈，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 4 月 PMI 建築業採購經理人指數回升至 50.5，高於市場預期，為今年 1 月後來首次回升至枯榮線以上。英國 4 月 PMI 建築業採購經理人指數回升至 50.5，高於市場預期，為今年 1 月後來首次回升至枯榮線以上。住房建設是 4 月英國建築業表現最好的板塊，增長速度為 2018 年 12 月以來最快。參與調查者認為這得益於需求復蘇和新買房者的加入。其他兩個板塊中，商業建築是表現最弱的領域，並且和土木工程板塊共同延續著下行趨勢。一些公司認為，“脫歐”相關的不確定性影響了客戶的決策。建築業未來展望方面的資料仍然不夠理想，“建築公司正在迎來延長的弱需求時期”。鑒於新的訂單數在下降，未來幾個月建築業是否能延續擴張態勢值得懷疑。市場分析認為，前景難料的建築業表現可能會再次降低英國央行的加息可能。



中國 4 月 PMI 季節性回檔，實體經濟仍在平穩擴張

國家統計局發佈 4 月份中國 PMI 製造業採購經理指數為 50.1，比上月回落 0.4 個百分點，繼續保持在擴張區間。3 月經濟資料超預期，尤其是工業生產增長 8.5%，4 月份恐難再現如此高的增速。不過，4 月 PMI 仍然在景氣區間，尤其是生產指數和新訂單指數均高 51%，表明製造業生產、需求仍在穩步擴張。PMI 是個環比指數，3 月基數太高，4 月 PMI 指數屬於正常調整，中國經濟平穩增長、適度擴張的基本面沒有變化。從構成製造業 PMI 的分類指數來看，5 個指數均有所回落。其中，生產指數和新訂單指數高於臨界點，原材料庫存指數、從業人員指數和供應商配送時間指數低於臨界點。4 月生產、新訂單指數分別為 52.1%、51.4%，比上月回落 0.6 和 0.2 個百分點，但仍高於一季度均值 1.1 和 0.8 個百分點，處於近 7 個月以來的較高景氣水準。生產、新訂單指數分別代表著當前的生產活躍度、未來的生產活動，兩個指數均高於 51%，處於景氣區間，反映出製造業生產活動、未來需求仍在擴張。

4 月份製造業 PMI 為 50.1，連續兩個月位於臨界點之上，仍為 2018 年 11 月以來的次高點。生產指數反映製造業生產擴張步伐有所放緩，新訂單指數反映製造業市場需求總體穩定。不過，構成 PMI 的 5 個指標中，原材料庫存、從業人員指數等仍在榮枯線之下，分別錄得 47.2、47.2，較上月回落 1.2、0.4 個百分點。4 月 PMI 表明製造業仍處景氣區間，但擴張勢頭小幅放緩。原材料庫存、從業人員仍在收縮區間，表明企業並非擴大產能，現有產能已能滿足需要。原材料庫存、產成品庫存指數下降，供需兩端庫存下降表明企業補庫存意願較弱，市場需求仍然偏弱。企業生產意願強不強，也有不同的分析判斷。

企業有了訂單，先進行採購，經過物流運輸之後，才會形成原材料庫存。採購與原材料庫存，中間會存在物流的過程。所以，原材料庫存指標要與採購量結合來看，4 月份採購量指標為 51.1，與新訂單指標相適宜，仍然處於擴張區間。現在的供應鏈管理，屬於“小批量、多批次、零庫存”的經營方式，企業庫存會隨著生產變化，但變化比較小。目前，仍處在“三去一降一補”過程中，加之供應鏈管理模式的改變，企業不需要那麼多庫存。“至於從業人員，就業問題是應

該關注，這是長期趨勢，並不是 4 月份經濟運行帶來的擔憂。新技術對勞動力的替代確實是個趨勢，原來是機器替代，現在是資料化、智慧化替代。但就業存在結構性矛盾，技術含量高的工種仍然是缺人的。” 蔡進表示。

製造業 PMI 作為一個前瞻指標，能大致估計出當期製造業生產活動，進而推斷出整體經濟運行狀況。4 月 PMI 指數回落，大致可以判斷工業生產增速會有所回落。3 月規模以上工業增加值同比增長 8.5%，明顯高於同期 GDP 6.4% 的增速。這裡存在春節因素，由於 2018 年春節放假較晚，部分企業到 3 月中下旬才復工。2018 年較低的基數，放大了今年 3 月份的工業增長。此外，去年三、四季度“六穩”政策陸續推出，今年開年各部門各地為了實現一季度經濟平穩開局，做了很多具體工作，包括加大基建、重大專案推進力度，地方債的提前發行等。

3 月工業資料偏高，工業生產增速正常在 7% 左右，4 月份增速回落屬於市場正常調節，增速並不是越高越好。PMI 指數反映出經濟運行很協調，比如現在生產量略高於新訂單量，反映出供需均衡，而原來生產量很高、新訂單量很低，多是供大於求。另外，4 月新出口訂單、建築業商務活動指數等，反映出口、投資需求在回升，經濟內生動力在增強。“除了春節因素，前期積極的宏觀政策作用更大，政策推動市場內生增長動力的回升，這種回升有延續性。” 蔡進說，4 月 1 日增值稅減稅落地，加上放管服、營商環境改善等，政策紅利才剛開始釋放，後續經濟能實現平穩增長。3 月製造業 PMI 超預期大幅上升的主因是春節後企業生產活動明顯加快，4 月季節性回檔，近 4 年都保持這樣的波動特徵。近期六大發電集團日均耗煤量有所減少，全國綜合煤炭價格指數下降，這與天氣轉暖供暖耗煤減少有關，同時表明工業生產可能有所放緩。由於製造業 PMI 仍然高於榮枯線，是近半年的次高，因而不必過度擔憂，在前期積極政策支持下，經濟運行具有韌性。

2019 年第一季度 GDP 增長 6.4%，與去年四季度持平，止住了去年逐季下跌的態勢，呈現企穩跡象。4 月 PMI 有所走弱，當期經濟是否企穩，市場也有不同的判斷。第一季度房地產和基建仍是重要拉動力量，第二、三季度是這類傳統動能和內生動能接力的關鍵時期。只有激發製造業投資、民間投資和消費的增長，中國經濟才能真正實現內生企穩，預計第三季度中國經濟實現內生企穩。

全球農產品收成優於預期，農產品期貨價格走勢震盪

CBOT 小麥與玉米期貨 5 月 2 日上漲，黃豆則是下跌，因預期美國黃豆種植面積增加、巴西黃豆豐收，阿根廷中南部黃豆收成也進展順利的影響。7 月玉米期貨收盤上漲 0.5% 成為每英斗 3.7050 美元，7 月小麥上漲 1.8% 成為每英

斗 4.44 美元，7 月黃豆下跌 1% 成為每英斗 8.4325 美元。ICE Futures U.S. 7 月棉花期貨 5 月 2 日下跌 1.6% 成為每磅 75.45 美分，7 月粗糖期貨上漲 0.2% 成為每磅 12.23 美分。

巴西貿易部公布的數據顯示，2019 年 4 月，巴西黃豆出口量 668.5 萬噸，較前月以及去年同期分別減少 25% 與 35%；1-4 月，巴西黃豆出口量年增 1.7% 至 2,388.5 萬噸。4 月份，巴西玉米出口量 33.5 萬噸，較前月減少 62%，但較去年同期增加 192%；1-4 月，巴西玉米出口量年增 52% 至 720 萬噸。4 月份，巴西棉花出口量 5.43 萬噸，較前月減少 44%，但較去年同期增加 90%；1-4 月，巴西棉花出口量年增 62% 至 34.8 萬噸。4 月份，巴西粗糖出口量 73.69 萬噸，較前月以及去年同期分別減少 23% 與 4%；1-4 月，巴西粗糖出口量年減 20% 至 377 萬噸。

美國能源部公佈，截至 4 月 26 日當週，乙醇日均產量較前週所創 3 個月新高減少 2.3% 至 102.4 萬桶，較去年同期減少 0.8%，估計用於生產乙醇的玉米使用量為 1.075 億英斗。美國農業部預估 2018/19 年度乙醇玉米使用量為 55 億英斗，相比本年度至今的累計使用量已經達到 36.65 億英斗。作為需求的指標，美國上週乙醇摻混日均淨投入量較前週持平為 92.8 萬桶，佔汽油需求的 10.06%。過去四週，美國乙醇摻混日均淨投入量為 92.5 萬桶，相比去年同期為 91.4 萬桶。美國上週汽油日均需求由前週的 940.9 萬桶降至 922.8 萬桶。過去 4 週，美國汽油日均需求為 946.6 萬桶，相比去年同期為 932.6 萬桶。

2018 年，美國燃料乙醇出口量較上一年度創新高的 91,000 桶/日進一步增加至 112,000 桶/日，連續第二年創下新高水平。另一方面，2018 年美國燃料乙醇的進口量則是年減 30% 至 4,000 桶/日，這使得美國已經連續第 9 年成為燃料乙醇的淨出口國。報告指出，美國去年的乙醇出口市場幾乎減半，僅出口至 17 個國家，但乙醇的出口量仍然年增 25% 至新高水平。其中，最大的兩個出口市場巴西與加拿大就佔了美國乙醇出口的半數比重，美國對巴西與加拿大的乙醇出口量也分別年增 20% 與 7%。

巴西本身是全球第二大的燃料乙醇生產國與消費國，2018 年巴西進口美國乙醇數量達到 33,000 桶/日，佔美國乙醇出口的 1/3 比重，主要因為巴西國內的乙醇汽油添加比率提高至 27%，以及作為新能源車獨立燃料的水合乙醇需求增長的影響。2018 年加拿大進口美國乙醇數量為 23,000 桶/日，加拿大國內的乙醇添加比率依各省而有不同，介於 5.0%-8.5% 之間。

油國產量供應無虞，油價高檔震盪走勢

NYMEX 6 月原油期貨 5 月 2 日收盤下跌 1.79 美元或 2.8% 成為每桶 61.81 美元，因美國原油庫存增加且對伊朗的制裁並未導致供應短缺，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油下跌 1.43 美元或 2% 成為每桶 70.75 美元。美國 5 月 1 日取消對 8 個經濟體包括中國、印度、日本、韓國、台灣、土耳其、義大利和希臘，購買伊朗石油的豁免，但豁免的撤銷並沒有立即導致供應短缺。

美國能源部數據顯示，截至 4 月 26 日，美國商業原油庫存較前週增加 990 萬桶至 4.706 億桶，創下年內單週最大增量，並寫下 2017 年 9 月以來新高。美國當週汽油庫存增加 90 萬桶至 2.267 億桶，蒸餾油庫存減少 130 萬桶至 1.257 億桶，美國最大原油轉運中心庫欣原油庫存較前週增加 26.5 萬桶至 4,517.7 萬桶。截至 4 月 26 日當週，美國煉油廠日均原油加工量較前週減少 13.7 萬桶至 1,640 萬桶。煉油廠產能利用率從前週的 90.1% 降至 89.2%。汽油日均產量由前週的 980 萬桶增加至 990 萬桶，蒸餾油日均產量較前週略增至 510 萬桶。原油日均進口量較前週增加 26.5 萬桶至 740 萬桶，過去 4 週的原油日均進口量為 680 萬桶，較去年同期減少 19.2%。汽油日均進口量由前週的 90.5 萬桶減少至 77 萬桶，蒸餾油日均進口量由前週的 24.5 萬桶減少至 6.3 萬桶。作為需求的指標，美國過去 4 週日均油品供應量為 2,020 萬桶，較去年同期增加 0.5%；其中，汽油日均供應量年增 1.5% 至 950 萬桶，蒸餾油日均供應量年減 9.6% 至 380 萬桶，航空煤油日均供應量年增 1.7% 至 192 萬桶。4 月 26 日當週汽油日均需求由前週的 940.9 萬桶降至 922.8 萬桶，去年同期為 909 萬桶。世界銀行 4 月 24 日報告預估，未來幾年的平均油價將會維持在每桶 65-66 美元區間，2019-2022 年的平均油價預估分別為每桶 66 美元、65 美元、65.5 美元與 66 美元。

根據美國能源部自 1983 年開始發布的週度預測數據，截至 4 月 26 日當週，美國原油日均產量較前週的 1,220 萬桶增加至新高水平的 1,230 萬桶，較去年同期增加 168 萬桶。4 月 26 日當週美國原油日均出口量由前週的 268 萬桶減少至 261 萬桶，相比 2 月中曾達創新高的 360 萬桶。美國能源部 4 月 30 日的月度統計數據則顯示，2019 年 2 月，美國原油日產量從 1 月的 1,187 萬桶降至 1,168 萬桶，三大原油產地分別為德州（489 萬桶/日）、墨西哥灣（172 萬桶/日）與北達科他州（131 萬桶/日）。截至 4 月 26 日當週，美國主要的原油進口來源國（依 2017 年前十大進口來源國排序）包括：加拿大（360 萬桶/日）、沙烏地阿拉伯（51.4 萬桶/日）、委內瑞拉（18.6 萬桶/日）、墨西哥（34.5 萬桶/日）、伊拉克（55.1 萬桶/日）、哥倫比亞（58.9 萬桶/日）、奈及利亞（14.2 萬桶/日）、厄瓜多（12.4 萬桶/日）、巴西（10.7 萬桶/日）、科威特（11.1 萬桶/日）。



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 5 月 2 日收盤下跌 12.2 美元或 1% 成為每盎司 1,272 美元，創下年內收盤新低。美國 FED 主席鮑威爾稱近來的低通膨壓力可能僅是暫時，暗示短期內不會降息。SPDR Gold Shares, GLD 2 日黃金持有量減少 1.18 公噸至 745.516 公噸。World Gold Council, WGC 5 月 2 日報告表示，2019 年第一季，全球黃金需求年增 7% 至 1,053.3 公噸。其中，央行的黃金買盤較去年同期的 86.7 公噸大增 68% 至 145.5 公噸，黃金 ETF 的需求也較去年同期的 27.1 公噸增加 49% 至 40.3 公噸，是帶動第一季黃金需求攀升的主要因素。佔黃金需求半數比重的金飾需求，今年第一季年增 1% 至 530.3 公噸，金條金幣等投資需求則是年減 1% 至 257.8 公噸，科技需求也年減 3% 至 79.3 公噸，主要是受到電子產業的需求年減 3% 至 62.9 公噸的影響。報告指出，各國央行在多元化外匯儲備的考量下持續增加黃金儲備，今年第一季央行增持 145.5 公噸黃金，創下六年來的同期新高；過去四個季度以來，全球央行累計增加了 715.7 公噸的黃金儲備，更是創下歷史新高。第一季金飾需求年增 1%，主要受到印度金飾需求年增 5% 至 125.4 公噸的帶動，反觀最大消費國中國大陸第一季金飾需求則是年減 2% 至 184.1 公噸，兩國合計佔全球金飾需求的 58% 比重。

2019 年第一季，全球黃金 ETF 的持倉年增 3% 達到公噸，主要是受到歐洲市場黃金 ETF 持倉年增 12% 至 1,116.7 公噸的帶動，反觀其他市場的黃金 ETF 持倉則都出現下滑，包括美國市場年減 2% 至 1,257.9 公噸，亞洲市場年減 5% 至 74.7 公噸。中國大陸第一季金條金幣投資需求年減 8% 至 71.2 公噸，反觀其他主要消費國的金條金幣投資需求多有增長，包括印度需求年增 4% 至 33.6 公噸，泰國需求年增 1% 至 21.3 公噸，越南需求年增 5% 至 13.3 公噸，德國需求年增 3% 至 24.1 公噸。

報告表示，第一季印度金飾需求增長主要受到婚禮需求的帶動，因今年第一季印度有 21 個結婚吉日，足足是去年同期的三倍；此外，零售商的促銷也提振了金飾的需求。今年第一季大陸金飾需求下滑主要是受到對經濟擔憂的影響，最

主要的影響因素就是中美兩國展開的貿易戰。在中東地區，第一季土耳其的金飾需求年減 12%，因貨幣貶值、通膨上揚以及失業率達到 15% 等損及黃金的需求。第一季美國金飾需求略增至 24 公噸，歐洲金飾需求則年減 1% 至 12.7 公噸。

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。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)