

全球經濟趨勢追蹤與預測

2019.09.03

雖然美國經濟前景堪憂，但民生消費仍有支撐

全球投資人如今面臨的最大問題可能是，全球消費者支出是否會跟隨工業經濟的惡化趨勢，這種趨勢在近幾個季度已漸擴散到德國和美國。目前，股市分析師普遍持悲觀看法，這與美國消費者願意消費、從而繼續推動企業利潤增長的情況相矛盾。投資者如今面臨的最大問題可能是，消費者支出是否會跟隨工業經濟的惡化趨勢，這種趨勢近幾個季度已擴散到德國和美國。

目前，股市分析師持悲觀看法，這與美國消費者願意消費、從而繼續推動企業利潤增長的情況相矛盾。當前經濟乏力的局面在根源上雖然與 2015-2016 年經濟放緩時相似，但發展過程大相逕庭。實際上，這一次重工業受創更加嚴重，主要受美中關稅摩擦和汽車行業更加嚴格的排放規定影響。事實證明，德國經濟尤其容易受到衝擊。

這一次不同的是，美國就業和薪資連續三年的增長似乎使得家庭財務更有韌性。上周，政府統計部門將美國第二季度增長率下修至 2%，原因是受到出口及庫存投資弱於預期的影響，不過企業利潤和消費者支出強勁增長，增幅上修至 2014 年以來最高水準。官方資料還顯示，美國 7 月消費者支出大幅上升。這對於消費導向型的美國經濟非常有利。上半年標普 500 指數中的工業、材料和能源等類股利潤下降，但被消費、醫療甚至銀行類股的利潤增長所抵消。畢竟，製造業在美國經濟的比重只有 10%。

標普 500 指數成分股公司的每股收益較 2018 年第二季上升近 20%。在更加依賴出口的歐洲，同期歐元區斯托克 50 指數成分股的收益僅小幅下滑。在 2015-2016 年經濟減速期，企業利潤要更為疲弱，尤其是在歐洲，該地區那些專注於國內市場的行業要更為堅挺。

儘管關於全球經濟的負面消息鋪天蓋地，但股市回報率卻依然強勁，這樣的情況讓人不安。股票分析師洞悉這種矛盾情況的一種方式就是謹慎預測盈利。這從他們對標普 500 指數成分股公司未來 12 個月利潤增長的預期，與這些公司過去 12 個月實際報告的利潤增長之間的差距中就可以看出。當然，如果失業率攀升，消費者的荷包收緊，那麼這種悲觀將被證明是合理的。消費者信心資料已然開始走弱，而且與 2016 年不同的是，中國政府還有可能不會出臺足夠的財政刺激措施，來帶動全球需求重回正軌。但這種情況很有可能導致美國經濟全面衰退，而分析師們似乎也不願做出這樣的預測，至少目前沒有。如果沒

有出現經濟衰退跡象，認為標普 500 指數被超買，或者只是受到債券收益率下降和央行政策的支撐，似乎是不公平的。

美 FED 今年在貨幣政策上的表態發生了 180 度大轉變。2019 年初的時候還預期今年有 2 到 3 次升息。但是隨著美國總體經濟數據有所降溫，以及美國總統川普的壓力，FED 的態度大幅轉變，先是表態不再升息，現在又開始明確地降息。美國三大指數在此期間不斷地創下歷史新高，因而 FED 降息對於全球央行來說，都有很強的示範效應，未來可能會引發全球央行的降息潮。事實上，今年以來，多國央行都進行了降息，全球股市、債市、商品市場均出現比較好的表現。

美 FED 在 FOMC 聲明中表示，降息的決定是由於全球經濟前景和通膨壓力，而不是暗示貨幣政策自此開啟寬鬆週期。而在此次 FED 降息前的三個月內，全球已有超過 20 家央行宣佈降息，例如：印度央行和牙買加央行已連續三次降息，土耳其央行降息幅度最大。7 月中旬，全球四國同時降息，更是歷史罕見。此外，歐洲央行也對外釋放了 9 月可能降息的信號，日本央行的表述也從“考慮行動”轉向了“將毫不猶豫地行動”。根據 CME “FED 觀察”消息，FED 9 月降息 25 個基點至 1.75%~2.00% 的概率為 71.2%，降息 50 個基點的概率為 2.4%，維持目標區間不變的概率為 26.4%。本次利率下調 25 個基點為未來繼續降息敞開了大門，也為全球寬鬆的市場利率環境提供了空間。“實際上 FED 距離上次降息已經超過 10 年，所以這次降息或意味著又一個衰退開始，雖然市場此前已經部分消化了本次降 25 基點的預期，但 10 年來首降其本身對市場衝擊也是巨大的，多數人認為降息週期就此開啟。”

市場上多數專家預測 FED 降息的趨勢的預測，短期來看有以下結論。FED 儲確認“預防性降息” 25 基點，預計年內仍可能降息一次，但需要更強的資料支援；資產價格計入過多的寬鬆預期面臨修正，美股將迎來盈利因數的考驗，謹防波動繼續加大。7 月議息會議降息 25 基點經過此前較長時間的鋪墊，已經基本被資產價格和市場充分消化，所以本次降息行為本身是符合預期的，但包威爾沒有那麼“鴿派”的聲明對市場產生一定不確定性。FED 7 月降息並非開啟趨勢性降息週期，核心關鍵字是“中週期調整”，說明 FOMC 票委們對未來降息路徑的討論還在艱苦進行中。FED 不僅會受到總統川普的影響，而且會受到股市表現的影響。此次降息為“預防性降息”性質，一定程度上被市場和政治壓力所裹挾，面對總統川普的步步緊逼以及相對強勁的美國經濟資料，FED 下次降息的經濟資料門檻有所提高。

債券市場方面，投資者應避免博弈短期不確定性，著眼於把握長期趨勢的資產配置。短期來看，市場或因更大的寬鬆預期落空和獲利了結的賣壓而出現較大

波動，但這或許會成為著眼長期的投資者逢低佈局的良機。其強調，疊加貿易摩擦、英國脫歐等不確定性事件環繞的大環境，多重資產投資策略、高收益債、新興市場債券以及中國股債資產都值得重點關注。

美國歷史上 6 次衰退式降息週期中，債券資產均有較高正收益，目前包括美國在內的全球經濟面臨的不確定性正在上升，在全球經濟增長放緩的大背景下，後續可能將有更多國家央行跟進降息以提振經濟。“區域上，均認為新興市場以及亞洲債券也將繼續受益於 FED 降息、全球貨幣政策寬鬆環境以及美歐債券收益率不斷走低。FED 此前實施貨幣緊縮政策的滯後效應、工作人口萎縮以及全球貿易摩擦等，預計美國經濟將繼續疲軟。歐洲債券市場已在收益率方面創下歷史新低，美國 10 年期國債收益率也僅有 2% 左右，並且長期利率下調的空間很大。一般來說，全球主要國家進入降息週期，新興市場都會受益，因為投資者會回流到一些相對產生高收益，並且經濟相對比較穩定或衰退情況沒有太明顯的地區。”

FED 在 7 月底宣佈降息 25 個基點，為 2008 年金融危機以來首次。自此，穀歌搜索結果顯示，人們對經濟衰退的擔憂呈指數級增長。由於全球經濟增長趨緩及國際貿易緊張局勢的惡化，美國是否會陷入經濟衰退是美國政要、經濟學家、投資人士和普通民眾所關心的大事。投資人從各個角度都能看到經濟放緩的跡象，各種經濟指標閃爍著紅燈，尤其 5 大主要經濟指標有衰退跡象。

一、國內生產總值(GDP): 美國 GDP 增長正在放緩。美國商務部週四公佈的第二季度 GDP 資料顯示，國內生產總值年增長率為 2.0%。這是從上個月估計的 2.1% 的速度下調。1 月至 3 月季度經濟增長率為 3.1%。它在今年上半年增長了 2.6%。這是自 2018 年第四季度以來的最低增速，同時也低於今年前三個月的增速。

二、債券市場: 或許人們談論最多的衰退指標就是債券收益率曲線倒掛，尤其是 10 年期債券收益率和 2 年期債券收益率的倒掛。8 月 14 日，美國 10 年期和 2 年期國債收益率曲線自 2007 年來首次出現倒掛，市場對美國經濟陷入衰退的擔憂升溫，受此影響當日道指大跌 800 點，黃金上漲。此後，又多次出現倒掛現象。在健康的市場中，長期債券的利率高於短期債券。當短期債券收益率更高時，這被稱為收益率曲線的倒掛。從歷史上看，債券市場倒掛現象是一個可靠的信號，預示著最終的經濟衰退：它發生在最近的 7 次衰退之前。據瑞士信貸的資料顯示，經濟衰退平均發生在倒掛之後約 22 個月。

三、企業利潤: 今年的盈利增長預期大幅下降。FactSet 的資料顯示，去年 12 月，分析師預計標準普爾 500 指數成份股公司今年的收益增幅將在 7.6% 左右，而現在這個數字僅為 2.3%。高盛和花旗集團策略師上月下調了標準普爾

500 指數 2019 年和 2020 年的收益預期，理由是經濟低迷、貿易不確定性和潛在的貨幣貶值。

四、製造業萎縮：美國製造商增長放緩至 8 月份近 10 年來的最低水準。8 月美國 PMI 值 49.9，十年來首次跌破“榮枯線”。任何低於 50 的讀數都表明經濟在收縮。今年 7 月，美聯儲成員對製造業等經濟疲軟領域表達了擔憂。根據美聯儲 7 月份會議紀要顯示，國際貿易緊張局勢與全球經濟增長憂慮相吻合，繼續“對商業信心和企業資本支出計畫造成壓力”。

五、全球經濟政策不確定性指數：經濟政策不確定性指數是一個旨在衡量全球政策相關擔憂的指數，6 月份達到了歷史最高水準 342 點。該指數追蹤報紙文章使用與經濟和政治不確定性相關的流行語的次數。此外，它還衡量了即將到期的稅法數量以及經濟學家之間的分歧範圍：分歧越大，該指數就越高。

在經歷了 10 年的穩步擴張後，受川普政府貿易政策不確定性以及全球經濟增長勢頭放緩影響，美國經濟正在駛向未知海域。近期美國商務部公佈了最新的 GDP 國內生產總值報告。資料顯示，受出口下降和企業投資低迷影響，美國今年二季度實際 GDP 年化季率修正值 2.0%，較初值回落 0.1 個百分點，較一季度 3.1% 的增速明顯回落。



在川普政府頻出保護政策打擊他國經濟的同時，美國經濟自身也深受其害。越來越高的貿易門檻給美國的出口以及製造業帶來了巨大打擊。據美國商務部的資料顯示，2019 年 1 月到 5 月，美國貨物出口額為 6855.5 億美元，同比下降 0.1%，與 2018 年同期 9.7% 的出口增長相比落差顯著。而最新出爐的美國國內生產總值報告顯示，這一下滑趨勢仍在擴大。報告將今年二季度美國貿易赤字修改至 9825 億美元，大幅超過上個月的 9787 億美元的預期值。

出口不振的同時，美國製造業也陷入衰退泥潭。8月美國 PMI 製造業採購經理人指數跌至 2009 年 9 月以來的最低水準，意味著美國經濟活動處於收縮狀態。FED 近期公佈的數字顯示，7 月美國工業生產下滑 0.2%，其中製造業產出下降 0.4%，而自 2018 年 12 月以來，製造業累計降幅已超過 1.5%。今年上半年，美國工業產出和製造業產出連續兩個季度下滑，已陷入“技術性衰退”。

此外，美國商業投資在二季度也以 0.6% 的速度下降，這是自 2016 年一季度以來的該資料第一次錄得收縮。其中，住房建設支出連續第六個季度收縮。資料顯示，美國 6 月建築行業支出降幅創 7 個月來最大，民間建築項目投資跌至逾一年半低位。6 月私人營建項目支出降 0.4%，為 2017 年 10 月來最低水準。住宅建設支出已連續 6 個季度萎縮，為經濟大衰退以來持續時間最長的一次。政府投資增長同時被下調。6 月美國公共建設專案投資下降 3.7%，為 2002 年 3 月以來的最大降幅。美國州和地方政府建設項目支出下降 4.1%，也是 2002 年 3 月以來的最大降幅。

消費的強勁增長成為了本次報告中為數不多的經濟亮點。一直以來，內需都是拉動美國經濟增長的一大動力，消費支出占美國經濟活動總量的三分之二以上。報告顯示，二季度美國個人消費支出增長季率修正值為 4.7%，與上個月估計的 4.3% 的速度相比略有上升，這也是自 2014 年四季度以來的最快增速。此外，報告顯示，美國二季度核心 PCE 物價指數年化季率修正值 1.7%，小幅低於初值 1.8%。

勞動力市場也保持穩健。美國勞工部資料顯示，8 月 24 日當周，初請失業金人數 21.5 萬人，預期 21.4 萬人，續請失業金人數 169.8 萬人，預期 168.7 萬人，兩者均小幅高於預期。美國勞工部稱，過去 3 個月，平均新增非農就業人數為 14 萬人。受強勁的勞工市場及消費開支支撐，美國經濟基本因素目前仍然穩健。不過，製造業的同步與領先指標則已持續轉差。建造業表現也轉弱，商業景氣指標也已亮起警告訊號。強美元、單位勞動成本上升、供應鏈中斷及海外收入減少等因素，可能會擠壓企業盈利並削減職位。

值得注意的是，美國經濟衰退的信號正變得更強烈。除了此次下調 GDP 增長率，近日，美國國債收益率曲線的倒掛也引發了人們對經濟衰退的擔憂。就目前貿易緊張局勢引發的市場恐慌情緒來看，似乎沒有什麼能阻止美國國債收益率的不斷下滑。當地時間週三，10 年期美債收益率跌至近 3 年低點至 1.45%，低於兩年期美債 1.5% 的收益率。同日，30 年期美債收益率史上首次跌破 2% 的整數心理關口至 1.907%，創歷史新低。雖然隨後反彈至 1.943%，但仍低於 3 個月和 1 個月等短期美債的收益率。

美國“新債王” Jeffrey Gundlach 近期已將美國經濟在 2020 年美國大選前發生衰退的概率提高至 75%。他認為“和 2007 年高度相似,美債收益率曲線已進入‘完全衰退’形態,當倒掛幅度達到 40 個基點後,通常都會出現重大麻煩。”無獨有偶,美國全國商業經濟協會(National Association for Business Economics)對經濟學家們展開的調查也顯示,超過三分之二(74%)的人認為,美國經濟將在 2021 年年底開始衰退。

歐元區經濟數據續疲弱 市場亟待政府出手救援

歐元區 8 月份製造業 PMI 連續 7 個月低於榮枯線 50,增加了歐洲央行和各國政府增加刺激措施的壓力。歐元區 8 月製造業 PMI 終值 47.0,與預期值相符週一公佈的資料顯示,歐元區 8 月份製造業 PMI 連續 7 個月低於榮枯線,增加了歐洲央行和各國政府增加刺激措施的壓力。歐元區 8 月製造業 PMI 終值 47.0,與預期值相符。此次公佈的歐元區製造業 PMI 錄得 2013 年早些時候以來第二低的表現。外銷訂單繼續縮減,特別是歐元區最大的經濟體德國,部分企業進行了裁員,表明他們的產能過剩。

IHS Markit 表示,面因夏季工廠產出下降的情況持續至 8 月,歐元區製造業繼續呈現疲態。企業對未來一年的樂觀情緒顯著惡化,表明其預計狀況還將下行。製造業情況惡化意味著其可能會拖累歐元區第三季度經濟,目前調查顯示,歐元區生產率將以 1%的季率下降。德國狀況下降程度最大,反應了全球對汽車和商用機械的需求下降;法國則幫助阻止了更大範圍的下行,但即使是在法國,經濟增長也非常溫和。

歐洲央行貨幣政策制定者將在 9 月中旬決定是否降息以支持經濟增長,但一些官員反對重啟債券購買等規模更大的舉措。越來越多的人猜測,政府不久將不得不增加財政刺激。德國已表示,如果經濟進一步惡化,政府就會有相關舉措。企業面臨多重風險,包括美國總統川普持續的貿易保護主義以及如果英國在沒有過渡協定的情況下於 10 月 31 日離開歐盟。

此外,德國 8 月製造業 PMI 終值 43.5,低於預期值 43.6,前值為 43.6;法國 8 月製造業 PMI 終值 51.1,略高於預期值 51,前值為 51。德國製造業 PMI 接近 7 年低位元,受累於新訂單繼續大幅下跌和產出再次大幅減少。企業產出預期顯著下滑至歷史低位元,表明情況在好轉之前還會繼續惡化。德國製造業目前不僅處於衰退,PMI 資料同樣顯示通縮因素正在積聚。

歐洲區經濟疲軟,通膨率長期維持在 1%左右,歐央總裁德拉吉於近期宣佈正在考慮降息並恢復債券購買計畫,而美國總統川普指責德拉吉這一舉措導致歐元疲軟。然而,歐元疲軟的真正原因是歐洲經濟疲軟,同時,擁有財政空間的成

員國不願利用財政空間支持經濟。因此，德拉吉寄希望于通過寬鬆貨幣政策達成通脹目標。

事實上，川普“美國優先”貿易政策才是歐元疲軟的主要原因。其一，德國等歐洲主要經濟體對出口依賴程度高；其二，由於中美貿易形勢緊張，中國經濟走弱對歐洲經濟打擊嚴重；其三，川普威脅對歐洲汽車加徵 25%關稅嚴重削弱了歐洲投資者的信心。

同時，德國政府擁有少量預算盈餘、極低的公共債務水準和全球最大的外部經常帳戶盈餘，德國政府如通過擴張性財政政策刺激歐洲經濟，將有助於德拉吉完成通脹目標，且不會導致歐元疲軟，然而，德國政府堅持預算平衡原則，不願實施擴張性財政政策。因此，歐元疲軟問題上，應被指責的是川普和德國政府。隨著歐洲經濟持續走弱，川普繼續用汽車進口關稅威脅歐洲，美元與歐元之間或將發生小規模衝突。

歐洲央行將在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在 7 月表示，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，德拉吉暗示將推出更多刺激措施。德拉吉將於 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%。

荷蘭銀行稱，預計 9 月份歐央將降息 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。另一項風險是美 FED 如預期再度降息，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甦前景岌岌可危。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”。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 PMI 製造業採購經理人指數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。

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”。

歐洲央行政策制定者 Pablo Hernandez de Cos 8 月 31 日表示，歐元區經濟增長風險的平衡明顯傾向於下滑，並稱無序的脫歐是一個關鍵風險，並承認歐洲央行在實現通脹目標方面存在缺陷。Pablo Hernandez de Cos 在西班牙北部的格蘭達發表演講時表示，英國脫歐仍然是全球經濟，尤其是歐盟其他國家一階不確定性的焦點。最近的事件，包括英國新首相決定將英國議會的活動暫停到 10 月中旬，增加了市場支持英國硬脫歐的可能性。英國首相詹森上週三表示，他將在 10 月 31 日最後期限之前，將議會從 9 月中旬暫停至 10 月中旬，這加大了英國幾十年來最嚴重政治危機的風險。義大利的政治形勢、土耳其和阿根廷等新興經濟體的脆弱性，都是風險因素。保護主義措施是全球經濟活動面臨的最大威脅之一，他指的是美國和亞洲之間的貿易爭端。由於全球貿易爭端和英國脫歐的不確定性降低了出口需求，削弱了製造業的信心，歐元區第二季度幾乎沒有增長，而歐元區的強國德國可能已經陷入衰退。

全球 pmi 服務業採購經理人指數近幾個月下滑，表明全球經濟活動放緩的風險日益增大。歐洲央行決策者對經濟成長疲弱感到擔憂，7 月 25 日會議記錄顯示，擺在桌面上的選項包括降息、購買資產、調整利率指引，可能還包括支

持銀行。低利率甚至負利率有可能對金融穩定和銀行產生負面影響。要密切關注這一問題，以確定是否有必要採取措施減輕低利率對銀行體系仲介能力的不良影響。通貨膨脹率一直低於歐洲央行設定的低於但接近 2% 的目標。8 月份，歐元區通貨膨脹率保持在 1.0% 的低位。9 月 12 日，歐洲央行召開政策制定者會議。外界普遍預計歐洲央行官員將在會議上將存款利率進一步推低至零以下，貨幣市場上的交易員預計將降息約 15 個基點。由於全球債券價格上漲拉平了整個歐元區的收益率曲線，衡量量化寬鬆政策的效果變得更加困難。

包括高盛、野村證券和荷蘭銀行在內的多家銀行預計歐洲央行新一輪量化寬鬆政策即將出臺。預計歐洲央行恐將存款利率下調 20 個基點至負 0.6%，並將宣佈開始每月購買 400 億歐元的債券。但有經濟學家表示，這些措施相對溫和，將保持寬鬆的融資環境，而不是給經濟帶來新的提振。受歐洲經濟放緩、美元上漲的影響，歐元兌美元在上周連跌五天至 1.0963，為 2017 年 5 月以來最低。本周雖然出現小幅回升，但市場預計，歐銀將在 9 月 12 日降息至零點以下，歐元持續下行的可能性比較大。

歐盟統計局資料顯示，歐元區 7 月 PPI 增長 0.2%，符合預期。機構分析歐元區 7 月 PPI 資料認為，在連續下跌四個月後，歐元區 PPI 月率本月符合預期的增長，但這主要是因為能源價格上升，能源價格在 6 月下跌 2.2% 後 7 月上漲 1%。去除能源價格的 PPI 月率下滑 0.1%，表明歐元區通脹壓力依然疲弱，未來上升可能性渺茫。

2019 年 7 月歐元區工業生產者價格與 2019 年 6 月相比，能源價格上漲了 1.0%。部門和資本品的 0.1%，而耐用消費品和非耐用消費品的價格保持穩定。消費品，中間產品下降 0.3%。不包括能源在內的整個行業價格下跌 0.1%。在歐盟 28 國，能源部門的工業生產者價格上漲 1.3%，資本品上漲 0.2%。耐用消費品，非耐用消費品價格保持穩定，下跌 0.3%。中間產品，不包括能源在內的整個行業價格下跌 0.1%。

日本製造業的轉型與創新 力推互聯網工業戰略

近年來，日本隨著總體環境、市場形勢以及行業格局的深刻變遷，電纜行業正邁入新的發展週期。日本從 70 年代開始進入經濟高速發展期，GDP 增長率連續超過 10%，後來到 1990 年經濟泡沫崩潰，出現大量的產能過剩，產業面臨困境，之後日本企業不得不開始進行轉型，第一階段重點進行企業兼併，之後拋售傳統製造業以尋求轉型。

日本企業的轉型特點是控制上流產業，減少終端產品，拓展 AI 與生命健康產業。現如今氫能源、AI 社會構建、再生醫療以及新材料研發均是日本重點發

展的創新行業。日本為了更好的促進國內工業的發展進程，在 2017 年提出了“互聯工業戰略”，其中主要包含三個核心內容：人與設備和系統的相互交互的新型數位社會，通過合作與協調解決工業新挑戰，積極推動培養適應數位技術的高級人才。

而就如何實現互聯網工業，日本也提出了具體的四大方向，包括：建立中小企業的外部支援，以提供技術、人員、工具的支撐，強化產業鏈；全面強化“產學研”一體化；加速國際合作，推進日本標準產業化；延長退休年齡，有效利用熟練人才。之後在日本經濟產業省在《2018 版日本製造業白皮書》中還確立了五個重點領域的發展，包括無人駕駛—移動性服務、機器人、生物與素材、工廠和基礎設施安保以及智慧生活。

日本政府近期通過內閣決定，將韓國移出可享受貿易便利的“白色清單”。此舉意味著日本對韓出口管理將全面從嚴，兩國貿易摩擦升級。日韓貿易摩擦發端於歷史問題，隨著摩擦升級，兩國矛盾將進一步惡化，未來有可能擴大到安保領域，並對美日韓軍事合作和朝鮮半島局勢產生影響。所謂“白色清單”，是指日本政府制定的安全保障貿易友好物件國清單。在對這些國家出口高科技產品時，日本出口商可享受相對簡化的手續。日本政府將韓國移出這一清單的政令將於 7 日正式公佈，並於 28 日開始實施。受此影響，除此前日本政府已宣佈的三種半導體行業原材料外，其他所有對韓高科技產品都將被加強出口管制。

與此前加強三種原材料的對韓出口管制時一樣，日方此次仍然強調，上述措施是“安保上必要的”，但輿論普遍認為，這是日方針對二戰強徵勞工問題採取的對韓報復措施。韓國最高法院去年兩度判決日本企業賠償二戰期間強徵的韓國勞工，還扣押日本相關企業在韓資產。而日方認為，兩國間的賠償問題已通過 1965 年簽署的《日韓請求權協定》徹底解決，韓國民間索賠應找韓國政府而非日本方面。日方曾先後提出進行雙邊磋商和成立包含第三國成員的仲裁委員會仲裁此事，但均未得到韓方回應。日方於是在 7 月 1 日宣佈，從 7 月 4 日起加強三種半導體行業原材料的對韓出口管制，並且將把韓國從“白色清單”中除名。此次內閣決定是日方落實此前表態的重要一步。

相比之前對三種半導體行業原材料的出口管控，日方此次的除名措施對韓方的影響要大得多，管控對象的種類將增加到 1100 多項，而這還只是屬於“戰略物資”的部分。韓國對外經濟研究院 1 日發佈的報告稱，包括非戰略物資在內，受到出口限制的對象種類或達 6000 余項，其中去年有過實際交易的約 4000 項，交易規模超 314 億美元，占去年韓國從日進口總額的 57.7%。

正因為意識到問題的嚴重性，韓國政府早在日方 7 月初宣佈貿易管制措施後就一直積極謀求與日方通過外交磋商解決問題。兩國雖於 7 月 12 日在東京舉

行了事務級別會議，但日方態度強硬，不承認會議是韓方主張的“磋商”，稱只是對韓方的“說明會”。日方此後一直拒絕韓方再次磋商的要求。在此期間，雙方在勞工問題上也未能有所進展，甚至還曾隔空“打嘴仗”。

在日本媒體早已預報日本政府將於 8 月 2 日通過內閣決定將韓國移出“白色清單”的情況下，韓國外長康京和與日本外相河野太郎 8 月 1 日利用曼谷東盟外長會議之機舉行會談，但未就貿易摩擦達成妥協。韓國最終被日本“如期”除名。日本的出口管制將不可避免地對韓國下半年經濟增長造成負面影響，尤其對韓國支柱產業半導體行業增加了不確定性。儘管韓方也在不遺餘力支持國產零部件及原材料產業競爭力的提升，減少對日進口依賴和實現進口管道多元化，但在國際分工高度發展的今天，這並不容易。

隨著日方貿易管制措施的升級，本已惡化的日韓矛盾變得雪上加霜。韓聯社撰文稱，韓日關係陷入無法挽回的狀態，正降溫至 1965 年建交以來的冰點。中國社會科學院亞太與全球戰略研究院研究員王俊生認為，日方此舉恐將進一步激起韓國國內的反日情緒，由此所引發的兩國間歷史、領土等矛盾也將愈加難解。

面對日方的貿易管制，韓方除謀求外交解決外，也發出了反制威脅。康京和 8 月 1 日在與河野太郎結束會談後表示，如果日本將韓國移出“白色清單”，韓國政府將重新審視《韓日軍事情報保護協定》。這一協定是日韓兩國 2016 年 11 月 23 日簽署的，為期一年，屆滿自動延長。若有一方不願續約，需提前 90 天即在 8 月 24 日前通報終止協定。由於這一協定事關美日韓軍事合作，如果協定終止，必將對美日韓同盟產生影響。

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”。

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 G20 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。

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 8 月 PMI 製造業採購經理人指數終值 49.3，連續第 4 個月位於 50 的榮枯線以下，前值 49.5。新出口訂單指數升至 3 月份以來最高水準，但仍連續第 9 個月仍處於收縮狀態。此外，韓國 8 月滙豐 PMI 製造業採購經理人指數為 49，前值為 47.3。韓國 8 月 PMI 製造業採購經理人指數為 49.0，連續第四個月位於 50 點榮枯線以下。另外，其大部分分項指數持續下跌。日本與韓國今年以來的出口都非常疲軟，製造業活動接連萎縮，而兩國的貿易爭端還正在加劇這種局面的惡化。目前，日本與韓國的出口都已經是連續八個月下滑，且大概率會實現“九連降”。製造業活動方面，也是持續萎縮。



硬脫歐已付出慘痛代價 英國短期要止血難上難

Bank of England 英國央行 8 月底發佈的一份研究報告顯示，自 2016 年英國公投決定退出歐盟以來，英國企業的生產率已經下降了 2%~5%。研究人員表示，這是因為企業高階經理人們每週都要花幾個小時為英國退歐做計畫。

“與生產率較低的國內企業相比，生產率較高、國際風險敞口較大的企業受到的負面影響更大。總的來說，這篇研究報告進一步證明，英國退歐公投甚至在英國退歐前就對企業造成了損害。

英國脫歐的支持者表示，作為世界第五大經濟體，英國在脫歐和不確定性消退後，將能夠更快、更有活力地增長。根據英國央行決策者對高管的調查分

析，該研究顯示，對英國退歐的預期在過去三年中使企業投資減少了約 11%。官方資料顯示，過去幾年，英國企業投資持平，結束了自金融危機餘波至 2015 年期間的上升趨勢。

英國首相強森上任後，英國無協議脫歐風險大增。英國想要和歐盟達成脫歐協定，但如有必要，英國也有本事無協議脫歐。同時，英國已準備了 21 億英鎊，以備無協議脫歐。“若有必要，我們必須有堅定態度來無協議退出歐盟。”我們有必要刪除不符合民主的愛爾蘭邊境保障措施，這也是我們想見到的結果。我們非常期望他們帶著合作精神前來和我們協商。”英國首相強森曾表示，除非歐盟同意重談前首相特蕾莎梅伊達成的協議，否則英國將在 3 個月內無協議脫歐。英國內閣曾警告，若要達成協議，脫歐協議中最具爭議性的條文之一，即愛爾蘭的邊境保障措施必須刪除，歐盟已重申不會同意。

英國將再準備 21 億英鎊，以應對 10 月底無協議脫歐帶來的衝擊。這 21 億英鎊將投入於全國性的廣告宣傳，確保性命攸關的藥物供應，幫助旅居海外的英國人，並改善港口周邊的基礎設施。“距離英國脫離歐盟還有 92 天，我們要加強計畫做好準備，這是非常重要的，我們希望達成一項好協議，但要刪除其中的邊境保障措施，若無法如願，我們只好無協議脫歐。”在沒有達成協議的情況下脫歐，意味著不會有任何正式的過渡規劃，包括英國脫歐後的寵物護照，以及北愛爾蘭邊境的海關安排等。許多投資人說，無協定脫歐將震撼全球經濟，使得英國傾向衰退，金融市場陷入混亂，並削弱倫敦國際金融中心的地位。

支持脫歐一方則說，雖然短期陣痛難免，無協議脫歐的亂象向來被過分誇大，並且就長期而論，若脫離歐盟，英國將興盛繁榮。隨著無協議硬脫歐可能性的提升，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。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。在新首相強森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，大幅低於 2018 年第四季度的 56 億英鎊。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。

英國若硬脫歐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。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。

英國市場調研公司 GfK 近期的一項最新調查顯示，英國消費者信心指數下降了 3 個百分點，為 2019 年 1 月以來的最低值。此次調查內容包括，英國總體經濟形勢發生了怎樣的變化，對於未來國家經濟形勢的預期是怎樣的，現在是否正是人們購買傢俱或電器等大宗商品的好時機等等。GfK 表示“在脫歐退出熱門頭條之前，消費者們不僅對整體經濟，還有自己的財務狀況都感到緊張，這是可以理解的。”近日，英國首相詹森獲准讓議會延長休會。分析稱，這意味著議會將從 9 月中旬起停擺約一個月，讓議員們沒有足夠時間通過立法來阻止英國無協議脫歐。英鎊聞聲不支倒地持續疲弱。

投資銀行高盛提高對英國硬脫歐機會率的評估，由 20% 上調至 25%，原因是英國國會延長休會。高盛又把取消脫歐的機會率由 35% 降至 30%。高盛認為，仍有 45% 機會達成類似現有版本的脫歐協定。英國國會稍後將表決一項阻止首相詹森無協議脫歐的議案，將會是決定英國會否提前大選的關鍵。



中國力促產業轉型 數字產業成長驚人

中國國務院辦公廳日前印發《關於加快發展流通促進商業消費的意見》，再次將目光聚集到消費上。其中提出，“促進流通新業態新模式發展”，強調“引導電商平臺以資料賦能生產企業”，通過大資料、雲計算等現代資訊技術鼓勵“互聯網+”等流通新平臺、新業態、新模式發展。“網上消費占社零總額比重已經上升至 20%”。資料顯示，2018 年，網路零售交易額超過 9 萬億，其中實物商品超過 7 萬億，已經占到消費品名錄總額的 17.6%；今年上半年網路零售總額已經超過 4.8 萬億，同比增加 17.8%，實物零售 3.8 萬億，增收 21.6%，占到社會消費品零售總額比重為 19.6%，已經接近 20%。

“尤其是農村電子商務，發展迅速，今年上半年已經超過 7000 億，同比增長 21%，高於全國 3.2 個百分點，農產品網路零售 1800 多億，同比增長 25.3%，對農村消費有著非常巨大的推動作用。”事實上，數字經濟已經成為全世界各個國家新增長的戰略制高點，目前中國數位經濟規模達到了前所未有的高度，特別是對 GDP 增長的貢獻超過三分之二。未來，數字經濟將成為中國經濟的重要增長動力之一。

由於電商的快速發展，使得消費升級明顯推進。B2C 模式去年占到 62.8%，今年上半年占到 75.8%。智慧手錶、智慧音響等等高端產品受到青睞，增速超過 80%，化妝品、智慧傢俱、保健品增速超過 30%。消費升級非常明顯。近年來，山東積極深化與電商平臺的戰略合作，著力推動現代資訊技術和互聯網思維改造提升傳統流通業，著力推進以供應鏈的提質促進流通產業價值鏈的提升。

2018 年，山東省商務廳與京東集團於 2018 年簽訂戰略合作協定，以老字型大小為代表的傳統企業對接京東建設京東老字型大小館，走出區域發展的局限，促進線上線下的融合發展，截至 2018 年，65 家山東老字型大小入駐京東老字型大小館，當年實現銷售額增長 81%以上，德州扒雞自上線以來銷售額增長近 20 倍。此外，東阿阿膠、青島啤酒、宏濟堂、周村燒餅等企業也借助互聯網進一步挖掘了老字型大小價值。山東省電子商務繼續保持蓬勃發展態勢，規模結構逐步優化、品質效益持續提升、產業滲透不斷深化，在培育新業態、創造新需求、拓展新市場等方面的作用日漸凸顯。電子商務逐步成為加快推進山東新舊動能轉換的重要抓手。2019 山東電子商務將圍繞提升電商企業發展品質，優化電商發展載體，提高電商扶貧水準等要點開展工作。到去年為止已經普及 116 個縣，在 28 個省區有國家級貧困縣 37 個，占到 88.6%，前 4 批 756 個縣裡面，網路零售已經增速 43%，比國家的正常高出 19.1%。

今年上半年商務部指導的中國電商扶貧聯盟完成 464 家貧困地區農產品品牌企業“三品一標”認證培訓，已有 129 家正在進行認證。全國貧困縣網路零

售額達到 659.8 億，平均增長 18%。傳統產業轉型離不開新一代的數字經濟。十九大報告中也談到了，未來的機遇就是在於推動互聯網、大資料、人工智慧和實體經濟在深度融合中所爆發出的新的發展機遇。大家去看電商，在促進消費領域上發揮了非常重要的引領作用，去年 9 萬億的電子商務的零售交易額，其中按 40% 做一個新增消費測算的話，基本上有 4 萬億的新增消費是電商帶來的。

在轉型升級當中，一個關鍵的問題在於，傳統企業在轉型升級當中，借助電子商務發展起來以後，僅是把傳統的管道和新的電商管道分開，作為打折品、賣貨的通道，這樣的轉型升級基本上都是失敗的。一個關鍵點就是電子商務的轉型升級和要和傳統管道線上線下深度融合最關鍵的一點。

今年《電子商務法》的出臺，也極大地促進了電子商務的發展。及早佈局數位經濟，及早通過電子商務的帶動驅動數位經濟的形成，及早地佔領數位經濟、電子商務高點的話，將會為將來區域形成未來的核心競爭力，打下良好的基礎。電子商務在驅動經濟發展的三駕馬車方面，促進出口的效果也是非常明顯的。中國是傳統的消費品製造業大國，全球跨境電商的出口賣家中，比如京東、亞馬遜、易貝這些大的全球性的電商平臺中，中國的賣家占到了三分之一以上。越來越多的中國優質商品開始通過跨境電商新的通道邁向全球的消費者。

資料顯示，今年上半年，跨境電子商務增速超過 20%，特別是從原產地來看，進口日本、美國、韓國排進前三位，分別占 19.1%、13.9% 和 10.7%。化妝品、梁油食品和日用品排名前三，占比分別為 34.8%、24.7% 和 9.6%。不過，電子商務僅是數位經濟的一部分，數位經濟的快速發展才是中國經濟增長的新引擎。

數字中國建設成績亮麗，今年第二屆數字中國峰會，網信辦發佈了報告，其中 2018 年的數位經濟規模達到了 31.3 萬億，占到 GDP 34.8%，2017 年只占到 30% 多一點，增速非常快。特別是重大任務深入推進，已經提前完成，包括發明專利的授權書，包括光纖使用者占比數，包括貧困村寬頻網路覆蓋率等等，提前完成了“十二五”末的目標。數字經濟已經成為全世界各個國家新增長的戰略制高點，無論是美國、歐盟、德國、英國日本這些發達國家，從世紀開始都制定了大量有關數字經濟發展戰略和發展計畫。2018 年，中國數位經濟規模達到了前所未有的高度，特別是對 GDP 增長的貢獻超過三分之二。數位產業化的部分，包括資訊通信業，包括電子製造業，包括軟體與服務業，包括互聯網行業，也就是大資料產業，2018 年中國的這個產值突破 24 萬億。

有經濟學家預測，數位技術革命這一輪將會持續到 2040 年左右，也就是說還有 20-30 年這樣一個比較長的發展時期。所以，資訊技術，選擇數位經濟作為經濟新的動能已經成為全人類的共識。從資料不難看出，2006 年，全球市值的

前 10 名更多的是一些能源巨頭，到 2018 年以後，排名前 10 的幾乎全都是互聯網公司。數字經濟的總量美國已經達到 11 萬億，中國是 3.8 萬億，他們占 GDP 的接近 60%，占到 30%，日本接近 46%，英國接近了 55%。在中國數字經濟發展前景非常廣闊，十九大報告裡也強調，世界經濟正向數位化轉型，中國要主動適應數位化變革，培育經濟增長的新動力，而且做出了戰略部署，要利用創新技術建設數字中國。

國家統計局服務業調查中心和中國物流與採購聯合會發佈中國 PMI 採購經理人指數。8 月中國製造業 PMI 為 49.5%，比上月小幅回落 0.2 個百分點。其中生產指數為 51.9%，仍高於臨界點。製造業生產總體繼續保持擴張，重點行業發展穩定，產業結構持續升級。高技術製造業和消費品行業 PMI 高於製造業總體水準。

從分類指數看，生產指數為 51.9%，比上月回落 0.2 個百分點，仍高於臨界點，表明製造業生產總體繼續保持擴張。新訂單指數為 49.7%，比上月下降 0.1 個百分點，表明製造業產品訂貨量有所減少。原材料庫存指數為 47.5%，比上月下降 0.5 個百分點，表明製造業主要原材料庫存量下降。從業人員指數為 46.9%，比上月下降 0.2 個百分點，表明製造業企業用工量有所回落。供應商配送時間指數為 50.3%，比上月上升 0.2 個百分點，表明製造業原材料供應商交貨時間加快。生產指數雖環比回落 0.2 個百分點，但仍高於年內均值 0.4 個百分點，繼續保持在擴張區間。在調查的 21 個行業中有 17 個行業位於擴張區間，有 11 個行業環比上升。

從企業規模看，大型企業保持擴張，小型企業景氣回升。大型企業 PMI 為 50.4%，連續兩個月高於臨界點，是製造業穩定發展的重要支撐。小型企業 PMI 為 48.6%，比上月回升 0.4 個百分點，其中生產指數為 51.3%，5 月份以來首現擴張。重點行業發展穩定，產業結構持續升級。高技術製造業和消費品行業 PMI 為 51.2%和 50.9%，分別高於製造業總體 1.7 和 1.4 個百分點。其中，醫藥、電氣機械器材、食品及酒飲料精製茶、紡織服裝服飾等製造業保持較快擴張。雖然經濟下行壓力較大，但中國政府沒有走以前過度依賴短期需求刺激的老路，而是更側重於長期結構性改革，更多採用社會政策以及通過開放和市場化改革來釋放改革紅利。

縱觀新中國成立 70 年，中國消費市場規模持續擴大，消費結構轉型升級，對滿足人民美好生活需要起到重要作用。黨十八大以來，改革開放進一步深化，供給側結構性改革持續推進，新業態繼續快速增長，新商業模式蓬勃發展，國內市場發展的活力持續釋放，未來消費仍將是中國經濟邁向高品質發展的重要支撐。

中美貿易摩擦無解，農產品期貨持續走跌

天候狀況良好，玉米產量大增，近期玉米期貨創下將近五年來最大單月跌幅。另外，春麥供給過剩，小麥期貨價格重挫至十年低。8月30日CBOT的12月玉米期貨，收盤下挫0.40%、至每英斗3.6925美元。美國中西部天候溫和偏乾，極為適合作物生長，8月份玉米期貨價格重挫近10%，創2014年9月以來最大單月跌幅。先前美國政府給予31家煉油廠豁免令，生產的汽油無須混入乙醇，引發農民不滿。美國玉米約有40%製成乙醇，這讓原本就已苦苦掙扎的農民再受打擊。川普當局隨後表示，將祭出有關乙醇的「重大方案」。至於小麥期貨，12月小麥重挫2.17%、至每英斗4.6250美元。許多農民低價出售去年的春麥，騰出空間存放今年收成。美國農業部估計，春麥成長良率將創歷史新高。供過於求壓力讓美國春麥期貨價格跌至十年低，小麥期貨一度跌至每英斗4.7750美元，為2009年10月以來新低。黃豆期貨方面，11月黃豆上漲0.06%、至每英斗8.6900美元。交易員者關注中美貿易戰，雙方表態願意續談，帶動黃豆價格上揚。

美國9月1日如期對部分中國3千億美元的輸美出口品開徵15%關稅，根據數據分析，2019年底每一個美國家庭的成本支出將因此上升600-1,000美元。市場專家分析，中國認定已無法跟川普敲協議，如今他們的策略是，強化自身經濟，等美國農民及企業受不了後，即會向川普政府施壓。中國則對750億美元美國產品課徵5-10%關稅，第一批在9月1日開徵的產品涵蓋1,717個品項，當中包括大豆及原油，第二批要在12月15日開徵的品項則有3,361項，當中包括汽車。然而，不到1,800項產品是第一次面臨關稅者，多數之前就已受到關稅衝擊。

美國勞工聯合會-產業工會聯合會(AFL-CIO)總裁Richard Trumka在接受Fox News專訪時讚許川普對抗中國的行動，但認為「方法錯了」。他說，想對抗中國、必須多方面進行，光靠一個國家的力量，無法消除中國過剩產能，因為「他們會以其他方式把產品送到你的手上」。華爾街日報1日報導，美國商會國際事務長Myron Brilliant則說，到了今年底，關稅將讓每一個美國家庭面臨600-1,000美元的成本支出。根據紐約聯邦儲備銀行5月發表的研究報告，之前對中國進口品開徵的關稅，平均一年讓美國家庭面臨831美元的開銷，主要是透過產品漲價、經濟效益降低等方式。就在川普加徵更多關稅的同時，北京對貿易協議的期盼已日漸下滑。專家Arthur Kroeber表示，「中國領導層已經下了結論，那就是他們大概無法跟川普敲定協議。」Kroeber等分析

人士認為，中國如今因應貿易風暴的策略，是努力強化自身經濟，等到美國農民及企業受不了壓力，他們自會透過遊說團體向川普政府施壓。

中美貿易摩擦無解，原油期貨持續走跌

8月30日原油期貨價格大幅收低，令8月份跌幅擴大。俄羅斯能源部長諾瓦克 (Alexander Novak) 表示，該國8月減產幅度略低於 OPEC 石油輸出國組織及 OPEC+ 其他產油國所協議的減產數量。NYMEX 10月西德州中級 WTI 原油期貨8月30日收盤下跌 1.61 美元或 2.8% 成為每桶 55.10 美元。大宗商品市場於8月轉入熊市，道瓊市場數據顯示，西德州原油8月累計下跌 5.9%。ICE Futures Europe 10月布蘭特原油期貨下跌 0.65 美元或 1.1% 成為每桶 60.43 美元，週線上漲 1.8%，主因為美國庫存大幅下降，以及市場對貿易戰抱持謹慎樂觀態度，8月月線下跌 7.3%。成為近月合約的 11月布蘭特原油期貨下跌 1.24 美元或 2.1%，收每桶 59.25 美元。8月下旬，OPEC 與 OPEC+ 產油國成立的 Joint Ministerial Monitoring Committee, JMMC (部長級聯合監督委員會) 將 Overall Conformity 整體減產達成率訂於 159%，較6月上調 22 個百分點。去年底，OPEC 及俄羅斯等 OPEC+ 產油國承諾，自今年起將每日減產 120 萬桶，這項協議已延長至 2020 年 3 月。路透社 30 日公佈，OPEC 8月原油產量為每日 2,961 萬桶，比7月修正後的數據增加 8 萬桶，為今年以來首次呈現擴張。截至 8 月 30 日，美國石油探勘井數量較前週減少 12 座至 742 座。

Dorian 颶風預計將於勞動節週末襲擊佛羅里達州。據美國國家颶風中心 (National Hurricane Center) 表示，多利安已增強為「極度危險」的 4 級颶風，最大持續風速為每小時 130 英里 (209 公里)。目前的預測路徑顯示，多利安將避開墨西哥灣沿岸產油區，但交易商仍謹慎以待。其他能源期貨商品方面，10月天然氣期貨下跌 0.5% 至每百萬英熱單位 2.285 美元，月線上漲 2.3%；9月汽油期貨下跌 4.2% 至每加侖 1.6134 美元，月線下跌 15%；9月燃料油期貨下跌 1.9% 至每加侖 1.8282 美元，月線下跌 6.5%。

美國期貨市場 9 月 2 日逢勞工節休市一天，截至台北時間 9 月 3 日上午 6 時 54 分為止，NYMEX 10 月原油期貨電子盤最新報價下跌 0.34 美元至每桶 54.76 美元。1 日，中美貿易戰再度升級，美國正式對中國進口商品加徵 15% 關稅，包括鞋類、智慧型手錶和平面電視等，而中國也對美國原油徵收 5% 關稅，為貿易戰開打一年多以來，兩國首度以燃料作為加稅目標。美國總統川普

表示，雙方本月仍將進行會談。川普在推特上寫道，他的目標是減少美國對中國的依賴，並再次敦促美國企業尋找中國以外的替代供應商。

據路透社調查，由於伊拉克和奈及利亞的產量增加，抵銷了最大出口國沙烏地阿拉伯的減產幅度以及美國對伊朗制裁造成的產量下滑，今年 8 月石油輸出國組織 (OPEC) 的原油產量呈現擴張，為今年首見。調查顯示，OPEC 14 個成員國 8 月日均原油產量為 2,961 萬桶，比 7 月修正後的日產量增加 8 萬桶，產量創 2014 年以來新低。去年 12 月，OPEC 及俄羅斯等 OPEC+ 產油國承諾，自今年起將每日減產 120 萬桶，這項協議已延長至 2020 年 3 月。OPEC 成員國的減產配額為每日 80 萬桶，由 11 個成員國共同分擔，伊朗、利比亞和委內瑞拉則獲得豁免。



美中貿易談判進展順暢，黃金避險需求降低

8 月 30 日美股、美國公債殖利率小幅走揚，促使用於避險的黃金期貨價格走低，金價已連續 4 個月上升，主因市場擔憂全球經濟陷入衰退、中美貿易戰充滿不確定性，提振了人們的避險需求。

COMEX 12 月黃金期貨 8 月 30 日收盤下跌 7.50 美元或 0.5% 成為每盎司 1,529.40 美元，過去一週小跌 0.5%、但過去一個月大漲了 6.3%；12 月白銀期貨小漲 0.1% 成為每盎司 18.342 美元，過去一個月大漲近 11%、漲幅壓過黃金。



專家 Adam Taggart 指出，黃金的上漲趨勢雖未改變，但在強漲一個月後，稍稍拉回休息、整理也不會令人意外。香港動盪不安，中國對貿易戰的態度暫時有些彈性，恐怕也只是煙霧彈。北京當局不想要兩面受敵，因此，在他們處理香港問題時，應會繼續對貿易戰發表樂觀言論。倘若這些貿易利多導致金價下跌，投資人應逢低買進、而不是趕緊出脫。貿易戰等問題混沌不明，將是推升金價的關鍵因素，預料這個趨勢至少會延續到美國大選季節來臨為止。話雖如此，金價年底前仍有可能拉回整理，而具吸引力的買點也會因此浮現。

中國在 8 月 23 日宣布對美國 750 億美元的產品課徵關稅，反制華盛頓的貿易戰。美國總統川普隨即宣布調高一連串中國輸美出口品的關稅作為反擊。兩國關係急遽惡化。不過，中美緊張關係本週稍晚略為降溫，這促使標準普爾 500 指數過去一週跳漲近 3%、為 6 月以來最大單週漲幅，並結束連續 4 週的跌勢。中國外交部週五表示，中美談判人員仍維持「有效的溝通」，而中國商務部週四則暗示、中方不會讓貿易戰再次升級。川普也表示，兩國已在週四針對貿易展開對話，未來幾週還將繼續談判。

川普警告，若中國決定等待，會遭遇一個問題，那就是假如他當選，屆時中方將面臨比現在更加嚴苛的協議，或是完全沒有協議。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。

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)