

全球經濟趨勢追蹤與預測-

中美貿易摩擦緩解有譜 金價 1500 美元高檔震盪

目前市場對中美貿易局勢的情緒較為複雜，這限制了近期市場的動能，並阻止了金價進一步延伸漲勢。然而，本交易日日本適逢假期和重要經濟資料清淡，也限制了黃金價格的波動。除非貿易戰完全停止，否則這些相關消息對金價只能產生暫時性的影響。技術面而言，黃金價格依舊接近相當狹窄交投區間的頂部，該區間自 9 月以來一直在日線圖上佔據主導地位。最近幾個交易日出現了相當多的窄幅波動區間，這可能在一定程度上反映出投資者的優柔寡斷。然而，即使價格真的突破頂部，值得注意的是，在這個區間之外的持續時間應無法持久。

Kitco 11 月 1 日發佈的每週黃金調查顯示，在針對華爾街的調查中，14 位市場專業人士參與了調查。7 人或 50%認為黃金將會盤整；4 人或 29%認為金價將會上漲；3 人或 21%認為金價將會下跌。新的一周，市場焦點將是地緣政治和美國國內的頭條新聞。黃金多頭需要一個基本面因素的刺激，促使他們更加強烈地規避風險，從而購買更多黃金。雖然目前還沒有發生重大的地緣政治風險，但它們可能很快就會出現。多頭下一目標目標是收于 1525 美元/盎司上方，而空頭的下目標是將金價推低至 1465 美元/盎司下方。

德國 Commerzbank 表示，儘管黃金市場缺乏推動價格上漲的催化劑，但投資者不應忽視以下事實：較低的長期利率使黃金成為有吸引力的另類資產，因機會成本較低。在當前環境下，黃金價格應繼續保持在 1500 美元/盎司的水準。市場分析師認為黃金市場基本面仍然穩固，金價不太可能下行跌破 1460 美元/盎司。



World Bank 最新預測顯示，隨著市場充滿不確定性，投資者可以預期金價的漲勢將持續下去。預計 2020 年金價將上漲 5.6%，屆時金價將在 1600 美元/盎司附近波動。TDS 分析師預計年底金價將報 1525 美元/盎司，BTMU 三菱日聯銀行則預計區間金價將交投於 1500/50 美元/盎司。RBC Wealth Management 在報告當中表示，金價近期較大的回落都成為了吸引新買家的進場點，其中一個主要的原因是全球的地緣政治局勢依然相當緊張，足以支撐黃金的避險買盤，從中東、土耳其，到歐元區與英國脫歐、南美的阿根廷與智利，乃至於美國的政局等等。11 月 1 日，美國公佈了較預期強勁的就業報告，但預期金價低點有撐的格局仍不會改變。中國黃金協會報告指出，今年 6 月起，在全球經貿摩擦不斷加劇、美國聯準會降息、美債收益率下跌、世界主要經濟體經濟下行壓力增大、全球投資市場悲觀情緒愈發濃厚等多種因素綜合作用下，黃金的避險功能得以充分凸顯，金價同步上揚。大陸央行自 2018 年 12 月至今已連續 10 個月增加黃金儲備，合計增儲 105.75 噸；截至 2019 年 9 月底，大陸官方黃金儲備為 1948.32 噸，位列全球第 7 位。

金拓新聞發佈的每週黃金調查顯示，本週(11.4~11.8)金價表現可能膠著。在針對專業人士的調查中，29%認為本週金價將會上漲，21%預計將會下跌，50%則預期本週金價盤整持平。專業人士包括黃金交易商，投行，期貨交易員及技術分析師。在普通投資者的投票當中，有 72%認為本週金價將上漲，16%認為將會下跌，11%認為將會盤整。2018 年的每週調查當中，專業人士的正確率為 46%，普通投資人則略高達到 49%。

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。

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。

中美貿易摩擦緩解，原油期貨持續反彈



NYMEX 12 月原油期貨 11 月 1 日收盤大漲 2.02 美元或 3.7% 成為每桶 56.20 美元，因預期貿易談判將有進展以及經濟數據較佳的激勵，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油大漲 2.07 美元或 3.5% 成為每桶 61.69 美元。上週 NYMEX 原油下跌 0.8%，布蘭特原油下跌 0.5%。

美國勞工部 11 月 1 日公布的 10 月非農就業人口增加 12.8 萬人，超出市場預期的增加 9 萬人；雖然通用汽車罷工導致汽車和零部件行業就業人口減少了 4.2 萬人，但這也低於經濟學家原先預估的減少 5 萬人以上。今年 1-10 月，平均每月新增就業人口 16.7 萬人，相比 2018 年為增加 22.3 萬人。Baker Hughes Inc. 公佈，截至 11 月 1 日，美國石油與天然氣探勘井數量較前週減少 8 座至 822 座，創下 2017 年 3 月以來新低。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 11 座至 717 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。截至 11 月 1 日，美國石油探勘井數量較前週減少 5 座至 691 座，累計今年來減少 194 座；天然氣探勘井數量較前週減少 3 座至 130 座。與去年同期相比，美國石油探勘井數量減少 183 座，天然氣探勘井數量減少 63 座；水平探勘井數量年減 212 座。根據美國能源部週度預測數據，截至 10 月 25 日當週，美國原油日均產量連續 4 週維持在新高水平的 1,260 萬桶。

在美國最大產油州德州，油氣探勘井數量較前週減少 2 座至 416 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 3 座至 51 座，新墨西哥州油氣探勘井數量較前週減少 2 座至 108 座，路易斯安那州油氣探勘井數量較前週增加 2 座至 56 座，北達科他州油氣探勘井數量較前週持平為 52 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 1 座至 416 座。

Goldman Sachs 報告表示，美國頁岩油的產量增速預期將會放緩，但 2022 年以前，美國二疊紀盆地的頁岩油產量增長仍將會是 OPEC 以外的最主要產油增長來源。報告預估，繼 2018 年美國原油產量年增 170 萬桶/日之後，今年的增長將放緩至 110 萬桶/日，2020 年的產量增長更將進一步降至 70 萬桶/日，此較原先預估的年增 100 萬桶/日下調了 30 萬桶/日，主要因為頁岩油生產力的提高遭遇瓶頸的影響。美國能源部的鑽井生產力報告表示，美國七大頁岩層 2019 年 11 月的原油日產量預估將較 10 月的 891.3 萬桶增加 5.8 萬桶至 897.1 萬桶，持續創下紀錄新高，較去年同期的 812.1 萬桶增加 85 萬桶。今年 1-11 月，美國頁岩油日均產量預估為 857 萬桶，較去年同期的 730 萬桶增加 127 萬桶。挪威雷斯塔能源顧問公司 (Rystad Energy) 預估，今年美國頁岩油產量可望年增 16%或約 110-120 萬桶/日。

中美貿易戰和談機會大 農產品價格漲跌回歸基本面

CBOT 小麥與黃豆期貨 11 月 1 日上漲，主要受到出口銷售的激勵，玉米則是下跌。12 月玉米期貨收盤下跌 0.2%成為每英斗 3.8925 美元，12 月小麥上漲 1.4%成為每英斗 5.16 美元，11 月黃豆上漲 0.5%成為每英斗 9.3675 美元。上週小麥下跌 0.3%，黃豆與玉米上漲 0.2%與 0.7%。美國農業部 11 月 1 日公告，出口商報告對中國大陸銷售 132,000 公噸的黃豆。ICE Futures U.S. 12 月棉花期貨 11 月 1 日下跌 0.3%成為每磅 64.23 美分，上週下跌 1%；3 月粗糖期貨持平為每磅 12.48 美分，上週上漲 1.1%。

美國農業部 10 月 31 日公佈 10 月 18 日至 10 月 24 日的一週出口銷售數據顯示，自 6 月起的 2019/20 年度，美國小麥出口簽約淨銷量為 493,800 公噸，較前週與過去 4 週均值分別增加 88%與 31%，銷售增加主要來自日本 (117,700 公噸) 與菲律賓 (112,000 公噸)。小麥當週出口裝船量為 422,500 公噸，較前週與過去 4 週均值分別減少 15%與 18%，主要出口市場為墨西哥 (70,900 公噸) 與日本 (68,100 公噸)。本年度美國小麥出口累計為 1,035.7 萬噸，較上年同期與過去 5 年同期平均值分別增加 25%與 7.6%。

美國農業部 10 月報告將本年度小麥出口預估由 2,654 萬噸下調至 2,586 萬噸。

自 9 月起的 2019/20 年度，美國玉米一週出口簽約淨銷量為 549,100 公噸，較前週以及過去 4 週均值分別增加 12%與 29%，銷售增加主要來自墨西哥（297,400 公噸）、沙烏地阿拉伯（73,300 公噸）與日本（67,200 公噸）。玉米當週出口裝船量為 494,300 公噸，較前週增加 1%，較過去 4 週均值持平，主要出口市場為墨西哥（204,600 公噸）與日本（112,800 公噸）。美國農業部 10 月報告將本年度玉米出口預估由 5,207 萬噸下調至 4,826 萬噸，相比上年度的玉米出口量則是年減 15%至 5,246 萬噸。自 9 月起的 2019/20 年度，美國黃豆出口簽約淨銷量為 943,600 公噸，較前週倍增，較過去 4 週均值則是減少 39%，銷售增加主要來自中國大陸（481,000 公噸）、德國（135,900 公噸）與泰國（95,400 公噸）。黃豆當週出口裝船量為 1,723,300 公噸，較前週以及過去 4 週均值分別增加 25%與 63%，主要出口市場為中國大陸（536,000 公噸）、墨西哥（207,500 公噸）、荷蘭（141,200 公噸）、德國（135,900 公噸）與埃及（105,200 公噸）。美國農業部預估本年度黃豆出口量為 4,831 萬噸，相比上年度的黃豆出口量為年減 18%至 4,756 萬噸。自 8 月起的 2019/20 年度，美國陸地棉出口簽約淨銷量為 108,100 包（每包 480 磅），較前週以及過去 4 週均值分別減少 23%與 39%，銷售增加主要來自土耳其（60,500 包）、巴基斯坦（60,500 包）與越南（31,400 包）。美國陸地棉出口裝船量為 149,000 包，較前週持平，較過去 4 週均值減少 1%，主要出口市場為越南（46,200 包）、印尼（16,700 包）、墨西哥（15,800 包）、巴基斯坦（11,200 包）與中國大陸（9,900 包）。

雨雪導致美國玉米帶收成延誤，不過氣象機構 Maxar 預測，從本週五到下週為止，氣候將轉為乾燥，有利農民加速收成。今年春天豪雨洪災打亂播種，收穫時間晚於往年。農人急於採收田裡的玉米和黃豆，避免受到傷害。他們也想知道這批較晚栽種作物的收成規模和品質。1 月黃豆期貨上揚 0.19%，至每英斗 9.3225 美元。

先前傳出，數名消息人士透露，川普要求中國購買 500 億美元的美國農產品，成了貿易談判的膠著點。中方不願意就龐大金額和時間表做出承諾，希望依據市況自由採買。中國當局支持的貿易協會主管則說，北京可能會取消去年對美國農產品開徵的額外關稅，讓業者能購入 500 億美元的美國農產品，而非直接下令業者採買特定數量的美國農產。市場消息雜陳，讓黃豆走勢陷入震盪。USDA 數據顯示，10 月 24 日為止當週，中國購買了 481,000 噸的美國黃豆，並出貨

50 萬噸，創 8 月以來新高。10 月 24 日為止當週，美國黃豆出口銷售達 943,600 噸，符合市場預期的 500,000~1,100,000 噸。10 月 24 日為止當週，美國玉米出口銷售達 549,100 噸，符合市場預期的 300,000~800,000 噸。美國小麥出口銷售達 493,700 噸，為市場預估值的高端。市場預估為 200,000~500,000 噸。

中國經濟數字仍在榮枯線上 製造業擴張放緩但仍平穩

中國財新公司 11 月 5 日公佈的 10 月財新中國服務業 PMI 經營活動指數 51.1，較 9 月回落 0.2 個百分點，與今年 2 月持平，為 2018 年 11 月以來最低，顯示服務業經營活動擴張有所放緩。10 月財新中國製造業 PMI 上升 0.3 個百分點至 51.7，受此帶動，10 月財新中國綜合 PMI 錄得 52，微升 0.1 個百分點，為 5 月以來最高。

財新中國服務業 PMI 和綜合 PMI 走勢與統計局 PMI 並不完全一致。國家統計局公佈的 10 月服務業商務活動指數低於 9 月 1.6 個百分點，為 51.4；綜合 PMI 下降 1.1 個百分點至 52。

10 月服務業新訂單指數降至今今年 2 月以來最低水準。受訪服務業企業反映，最近支撐新訂單增長的動力主要來自客戶需求轉強，以及新產品發佈。製造業新訂單指數則大幅上揚，創下 2013 年 2 月以來最高。綜合來看，10 月綜合新訂單總量繼續擴張，增速維持在 9 月創下的 19 個月高點。其中，兩大行業新出口訂單指數皆有所改善，拉動 10 月綜合新出口訂單總量結束了此前連續兩個月的下降態勢，呈現小幅增長，儘管訂單改善，但 10 月就業繼續承壓。製造業企業就業指數在收縮區間內顯著回落，服務業就業指數也降至三個月最低，10 月綜合就業指數再度下滑至榮枯線以下。10 月服務業投入價格指數在擴張區間內小幅下降，但價格漲幅仍較顯著。受訪廠商反映，成本上升主要與原材料、柴油等燃料和用工漲價有關。製造業投入成本也出現小幅上升。兩大行業共同拉動下，10 月企業平均投入成本繼續上升。

雖然成本加速上升，但服務業收費價格指數在擴張區間內小幅下降，企業僅小幅上調收費價格。在市場競爭壓力下，製造業廠商出廠價格則小幅下降。兩者綜合，10 月綜合定價小幅上升。受製造業樂觀度創下六個月新高帶動，10 月企業對未來 12 個月的生產經營前景信心度改善，但仍處於歷史較低水準。其中，受經營活動與新訂單增速放緩影響，服務業樂觀度則跌至 15 個月低點。

10 月份 PMI 製造業採購經理指數為 49.3，比上月下降 0.5 個百分點，未能延續上月回升勢頭，連續 6 個月處於榮枯線下方。從分類指數看，生產保持擴張，市場需求有所回落。10 月份，製造業生產指數為 50.8%，比上月回落 1.5 個百

分點，表明製造業生產繼續保持擴張態勢，但擴張步伐放緩。在調查的 21 個行業中，有 13 個行業的生產指數位於擴張區間，紡織服裝服飾、造紙印刷、電腦通信設備等製造業生產指數位於 55.0 以上較高景氣區間。從需求看，新訂單指數為 49.6，比上月下降 0.9 個百分點，市場需求有所減弱。

外貿市場低位運行，價格指數有所回落。受全球經濟持續放緩等因素影響，製造業新出口訂單指數和進口指數為 47.0 和 46.9，分別比上月下降 1.2 個和 0.2 個百分點。主要原材料購進價格指數和出廠價格指數為 50.4 和 48.0，分別比上月下降 1.8 個和 1.9 個百分點，其中石油、鋼鐵、有色等行業相關價格指數相對較低。

10 月份，儘管製造業市場需求降至收縮區間，企業生產和採購增速放緩，但經濟結構優化，新動能和消費品行業加速擴張，就業相對穩定。綜合來看，經濟增速放緩，發展品質提升。值得關注的是，轉型升級持續推進。趙慶河介紹，從重點行業看，高技術製造業、裝備製造業和消費品行業 PMI 為 51.4、50.3 和 50.8，分別高於製造業總體 2.1 個、1.0 個和 1.5 個百分點，均運行在景氣區間。製造業內部結構繼續優化，消費對經濟發展的基礎性作用持續顯現。

從非製造業看，10 月份，非製造業商務活動指數為 52.8，比上月回落 0.9 個百分點，繼續在擴張區間運行。在非製造業 PMI 各單項指數中，新出口訂單、在手訂單、存貨和業務活動預期指數環比有所上升，升幅在 0.1 個至 1.0 個百分點之間；從業人員指數與上月持平；新訂單、中間投入價格、收費價格和供應商配送時間指數環比有所下降，降幅在 0.1 個至 1.5 個百分點之間。受需求回落影響，市場經營活動和價格均有回檔，非製造業增速有所趨緩，但 52.8 的指數水準表明非製造業仍保持較快增長趨勢。

10 月份，綜合 PMI 產出指數為 52.0，較上月回落 1.1 個百分點。從未來預期看，10 月份，製造業生產經營活動預期指數為 54.2，比上月下降 0.2 個百分點，但仍高於三季度均值。其中，大型、中型和小型企業的生產經營活動預期指數分別為 54.5、54.4 和 53。10 月份生產經營活動預期指數下降，表明企業對未來市場前景信心不足；採購量、進口量、購進價格等指數下降，表明企業生產經營活動趨向收縮。綜合研判，當前經濟下行壓力進一步加大。必須著力加強宏觀政策逆週期調節力度，積極擴大有效內需與投資，切實防止經濟下行慣性不斷加大的趨勢持續發展。

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。

2019 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。

2019 年 12 月 1 日起，中國將在全國自貿試驗區開展“證照分離”改革全覆蓋試點，推動 523 項中央層面設定的涉企經營許可事項的照後減證和簡化審批。在全國自貿試驗區開展“證照分離”改革全覆蓋試點，目的是釋放市場活力、壓縮政府行政審批專案，而這樣的試點自 2013 年 9 月份上海自貿試驗區正式掛牌成立至今，已在全國多地不斷進行。從浙江、廣東沿海，到河南、湖北腹地，再到廣西、雲南邊陲。6 年的時間，18 個自貿試驗區，“1+3+7+1+6”覆蓋東西南北中的改革開放創新格局，自貿試驗區建設正推動我國擴大開放不斷深入。

自貿試驗區建設著眼於新時代的開放佈局、開放方式、開放重點，解決好發展的內外聯動問題，發展更高水準的開放型經濟。建設自貿試驗區是分析了國際國內政治經濟形勢，經過深思熟慮提出來的一項戰略舉措，是中國國家戰略需要，其肩負著雙重使命，一方面，要探索中國對外開放和深化改革的新路徑；另一方面，要建立符合國際通行規則的開放型經濟新體制。

自貿試驗區區內改革試驗與區外複製推廣有機銜接，形成了改革紅利共用、開放成果普惠的局面，自貿試驗區圍繞“放管服”改革，提升了自身政府治理水準，激發了市場主體活力，也帶動了全國範圍內營商環境的不斷優化。截至去年年底，除海南外的 11 個自貿試驗區以約萬分之二之的國土面積，創造了新設外資企業數、實際使用外資、進出口總額占全國比重分別為 15.54%、12.12%和 12.25%的可喜成績；今年前 8 個月，中國自貿試驗區實際使用外資 866 億元，同比增長 23.3%，占比為 14.3%。

有分析認為，自貿試驗區以制度創新為核心，加快商品、服務、人才、資本、資訊等便利自由流動，從要素開放上升到國際貿易投資規則的開放，是新時期我國在探索投資、貿易、金融、外商投資服務和管理等方面，不斷進行制度創新和擴大開放的高地。自貿試驗區的設立背景主要是新時期我國確定了全方位對外開放新格局，要對標國際高標準的投資貿易自由化便利化。

在全球經濟格局大變化的環境下，自貿試驗區的建設更成為中國改革的重要風向標，有力帶動了全球資本的持續流入。聯合國貿易和發展會議發佈的最新報告顯示，2018 年全球外國直接投資(FDI)連續第三年出現下滑，但中國吸引外資總量卻逆勢上漲近 4%，達到約 1390 億美元，占全球 FDI 總額的比重超過 10%。

不僅如此，自貿試驗區主要著眼于體制機制創新和產業發展，更有助於營造良好的營商環境。世界銀行近日發佈的《全球營商環境報告 2020》顯示，中國營商環境在全球 190 個經濟體中排名第 31 位，較去年的第 46 位大幅提升。中國連續第二年位元列營商環境改善幅度全球排名前十。這一結果充分展現了國際社會對中國改革開放和經濟前景投出的信任票。

日本失業率無預警彈升 經濟前景再蒙上陰影



日本總務省的最新資料顯示，日本 9 月季調失業率升至 2.4%，高於此前經濟分析師的預估中值為 2.3%。日本今年 7 月和 8 月的失業率均為 2.2%，是 1992 年以來的最低水準。日本 9 月失業率從近 30 年低位上升。日本總務省的資料顯示，日本 9 月經季調失業率上升 0.2 個百分點至 2.4%，高於此前經濟分析師的預估中值為 2.3%。日本今年 7 月和 8 月的失業率均為 2.2%，是 1992 年以來的最低水準，自 2018 年 1 月以來，日本失業率一直保持在 2.2% 至 2.5% 之間。日本 9 月失業率從近 30 年低位上升，這表明日本 10 年來最緊俏的就業市場或許已經觸頂。

日本人口高齡化且不斷下滑，導致勞動市場緊俏，伴隨人口高齡化，日本“用工荒持續”。9 月求才求職比（求才人數/求職人數）降至 1.57，低於預估中值 1.59。從去年年底至今年年初，求才求職比一直維持在逾 40 年來高位 1.63。10 月初日本政府的公佈的初步資料顯示，日本的生育危機正在惡化，今年前 7 個月日本出生人口數量降幅創 30 年來最大。隨著出生人口繼續減少，日本今年新生人口很可能跌破 90 萬，這要比原本預計的提前了兩年。為了應對用工荒難題，日本今年 4 月開始施行新簽證政策，放寬外籍勞動者進入日本的條件。日本曾長期嚴格限制移民入境，這一政策如今因勞動力短缺問題出現了重大轉變。儘管日本勞動力緊張，但薪資增長仍疲弱，且由於經濟前景有不確定性，企業在把更多獲利分配給員工方面顯得裹足不前。

10月31日，日本央行宣佈維持基準利率為-0.1%不變。在本次決議中，日本央行格外強調了海外經濟體帶來的風險，認為海外經濟放緩可能影響日本經濟，而且低利率對金融機構盈利能力的長期下行壓力可能破壞金融系統。為此，日本央行下調2019至2021三個財年GDP增長和通脹預期，將2019財年GDP增速預期從0.7%下調至0.6%，將2020財年GDP增速預期從0.9%下調至0.7%，將2021財年GDP增速預期從1.1%下調至1%。

10月1日日本將正式實施10%的消費稅，這是自1989年日本導入3%的消費稅以來，第三次提升消費稅，也是2012年第二次安倍政權成立至今，第二次上調消費稅。此次提升消費稅後，必然會增加日本普通民眾的生活開銷，但影響究竟如何還有待觀察。安倍政權連續兩次提升消費稅，上一次是2014年4月，將消費稅從5%提升至8%，增稅既反映出日本財源的不足，又反映出實施至今的“安倍經濟學”未取得充分的效果。

自2013年“安倍經濟學”實施至今，確實在短期內起到了刺激日本經濟復甦的作用，日本政府的稅收因此屢創新高，但基於人口高齡化導致的社會保障相關費用壓力，日本政府的財政支出也不斷增加，由此造成兩者之間的赤字不斷擴大。以2019年為例，根據日本財務省資料，今年日本政府的一般預算支出為101兆4571億日元，其中社會保障相關預算支出為34兆593億日元，也就是說社會保障相關預算支出占了總支出的約三分之一。今年日本政府的總稅收預計為62兆4950億日元，包括所得稅、法人稅、消費稅等，剩下的部分則主要通過發行國債和地方債進行補充。

日本政府僅是通過稅收的話，應對不斷高漲的社會保障相關預算並不是什麼難事，但除此之外，在每年的一般預算支出中，償還國債、對地方進行資金分配補助也佔據了不小的比例，如果把這三項加起來，基本就把當年的稅收資金全部用完了。同樣以2019年為例，今年日本政府擬償還國債23兆5082億日元，擬對地方進行的資金分配補助為15兆9850億日元，再算上34兆593億日元的社會保障相關預算，其實已經遠遠超過今年的稅收額度了。日本政府當然可以繼續通過發行國債的方式來支付相關的預算費用，但國債不斷高築也意味著破產風險的上升，這對日本經濟的長遠發展來說，並不是一個好的辦法。在這種情況下，也就只能通過增稅來確保稅收了。

安倍政權若能刺激日本民眾進行更多的消費，也能夠降低稅收與財政收入之間的赤字。在過去的幾年裡，“安倍經濟學”成功促使日元貶值、股價攀升、大企業利潤攀升，但普通日本民眾的收入並沒有因經濟大環境的改善而有明顯的增加，這也正是日本人消費欲望不高的主要原因之一。根據共同社在2

月份發佈的一項民調顯示：84.5%的受訪者表示“沒有”感受到經濟景氣——要知道“安倍經濟學”已經實施6年多了。

按照一般常識，人們收入增加，也就意味著消費將增多，消費增多後能夠帶動製造、投資，而政府則能從普通民眾的消費與投資中獲得更多的稅收。然而，目前的情況是，普通日本人收入沒有明顯提高，而投資專案則需要較長的時間才能看到回報，這其實也就說明了“安倍經濟學”並沒有完全促進日本經濟發展，只是起到了短暫的刺激作用。隨著時間的不斷推移，“安倍經濟學”的諸多政策紅利也將逐漸遞減，邊際效應不斷減少，時下也就只能通過增稅來寅吃卯糧了。

與所得稅、法人稅不同，消費稅對日常生活的影響更為直接，所以日本普通民眾基本上都是反對增稅。1989年4月，當時的竹下登政權正式啟動3%的消費稅，2個月後，竹下登就因醜聞下臺。內閣增稅的下場都不太好，1997年4月，時任首相橋本龍太郎將消費稅從3%提升到5%，不過在翌年的參議院選舉中，因自民黨慘敗而黯然辭職。2009年9月，鳩山由紀夫在眾議院選舉中提出“4年不增消費稅”等口號，最終贏得大選，實現政黨輪替。2010年，時任首相菅直人在參議院選舉期間打出“10%消費稅”的口號，導致民主黨慘敗。

日本安倍政府消費稅的增加與否未必會直接影響日本政治家的仕途，但它顯然是一個不容忽視的重要因素。安倍晉三能夠連續兩次實現增稅，且維持政權穩定，其在消費稅問題上宣傳策略發揮了不小的作用。2014年，安倍政權將消費稅從5%上調至8%，同年底日本舉行眾議院選舉，自民黨獲得勝利。如果參考此前橋本龍太郎和菅直人的經歷，執政黨在提升消費稅後，敗選的概率更大，但安倍政權當時曾多次強調增稅，執行野田佳彥政權時期通過的法案，屬於履行政治承諾。這一次，將消費稅提升至10%的過程中，安倍政權則向日本普通民眾強調，增稅是為了實現“人生百年”構想和“免費教育”計畫。“人生百年”構想，簡單地說就是隨著人均壽命的延長，日本政府要為年輕人和老人構建一個安心、可持續健康發展的社會，其中包括為退休老人營造一個沒有後顧之憂的退休生活環境等。至於“免費教育”計畫，則是從10月起，將幼稚教育也納入免費範疇中，並對低收入家庭的大學生進行補助。

根據日本財務省的統計資料，將消費稅從8%上調至10%後，日本政府每年將多獲得5.6兆日元的稅收。對於這筆稅收收入，安倍政權表示將分成三部分使用：一部分用來償還國債，一部分用來充實社會保障體系(如老年人的醫療福利等)，還有一部分用來進行免費教育。儘管日本普通民眾不滿增稅，但畢竟

是為了老人與孩子，所以也就“接受”了 2 個百分點的增稅。“人生百年”構想和“免費教育”計畫看起來確實頗具吸引力，但安倍政權的做法實際上是拆東牆補西牆，最終買單的依然是日本普通民眾。

此次消費稅儘管只上調了 2 個百分點，但對日本普通民眾的衣食住行影響還是不小的。日本上班族每天的通勤費用、飯食費用都將增加幾十至幾百日元不等。或許看起來不多，但一個月下來，相當於多花了幾千日元。在日本上班族工資沒有增加的背景下，消費稅增加了，今後的日子肯定很難過了。

近期就有日媒報導稱，不少日本人開始囤貨，為的就是在增稅前能夠節省一些開銷。根據日本大和綜合研究所的一項研究報告顯示，消費稅上調至 10% 後，年收入在 350 萬-500 萬日元的家庭受影響最大，每年將為此多負擔 7 萬日元。由於意識到日本民眾必然會抗議不滿，所以日本政府也出臺了一些減稅細則，比如報紙、食品依然維持 8% 的消費稅、含酒精飲料征 10% 的消費稅，顧客在店內用餐征 10% 的消費稅，但外帶僅徵收 8% 的消費稅等。這能夠在一定程度上降低增稅後日本普通民眾的生活壓力。不過，由於不同商品的稅費不同，計算起來過於繁瑣，所以導致日本民眾頗有不滿，日本政府的出發點是好的，但卻有些弄巧成拙了。此外，很多分析預測也指出，消費稅上調後，日本人的消費欲望將會進一步下降。為了應對這種情況，日本商家也想出了各種各樣的應對策略，比如價格不變，分量減少；增加消費積分，鼓勵消費等。至於能起到怎樣的實際作用，還有待 10 月增稅後進一步觀察。

安倍晉三積極渴望在內政外交方面留下政績，留名日本青史，但目前來看，增稅可能是其留下的最大政治遺產。回顧第二次安倍政權至今，儘管在內政外交方面不乏亮點，但缺乏令人印象深刻的政績。如今即將成為日本歷史上任期時間最長的首相，安倍渴求留下政治外交遺產的心情必然更加迫切。在內政方面，修憲無疑是安倍最大的政治夙願，儘管在國會層面能夠容易獲得通過，但未必能夠贏得最終的國民投票。

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。

FED 第三度降息救經濟，市場信心仍嫌力度不足

2019 年 10 月 31 日凌晨 2 點，FED 召開議息會議宣佈降息 25 個基點，下調聯邦基金利率區間至 1.5%-1.75%，符合市場預期。對比上次會議內容，投票結果方面，上次會議 FED 的投票結果為 7:3，本次 FED 以 8 比 2 的投票結果下調聯邦基金利率區間 25 個基點至 1.5%-1.75%。具體表述上 FED 在政策聲明中刪除了“採取適當行動”的承諾，理事主席鮑威爾則表示相信貨幣政策處於良好位置。FED 重申通脹率低於 2%，經濟活動以溫和速率上升，重申勞動力市場依然強勁，經濟活動一直在以溫和的速度增長，企業固定投資和出口有所減弱，家庭支出增長強勁，重申近幾個月就業增長穩健，失業率保持在低位。

近期美國公佈的經濟資料與降息預期相符，第三季度實際 GDP 季增降至 1.9%，前值為 2%，ISM 製造業與非製造業 PMI 資料悲觀，均低於容枯線 50，平均小時薪資增速放緩。近期基本面憂喜參半，就業方面而言，儘管新增非農資料較好，但薪資增長率較低，或有經濟放緩擔憂。9 月份，美國非農就業人口新增 13.6 萬，低於預期的 14.6 萬人。9 月份平均時薪為 28.09 美元，下降約 1 美分，同比僅上漲 2.9%，為 1 年以來最低的增速，預期與前值均為 3.2%，漲幅低於預期與前值約 9.4%。就業水準與薪資水準的增長減速或預示著經濟放緩到經濟衰退的邊緣。

受許多因素影響，之前美國國債收益率倒掛現象有所緩解。短期或受到降息預期與 FED 擴表影響，長期或受部分經濟資料樂觀，貿易談判向好影響。除去已經使用過的通過短期國債夠買方式進行擴表以及持續開展定期和隔夜回購協議操作，降息是 FED 進行貨幣政策操作的首選。若未來美元流動性的問題沒有緩解，或者美國政府債務相應進一步擴大，當前所採用的擴表舉措或將擴大規模或延長期限，其未來存在發展成為 QE 的可能。

美債長期收益率下行了 4BP 左右，短期變動相對較小，這與 FED 與理事主席鮑威爾對經濟的樂觀描述有些出入。FED 只是暫時地停止了降息，12 月份可能不會再降息，但是 2020 年上半年或將再次進入降息節奏。理事主席鮑威爾也並沒有將降息大門關上，其認為如果前景發生實質改變，將繼續作出回應；而 FED 當前已經進入“一會一議”的節奏，這也意味著經濟前景一旦變化，那麼降息也將再次來臨。讓 FED 對當前貨幣政策感到處於良好位置的原因，很重要的一點是，風險的降低。市場也認識到這一點，所以最近市場的長期降息預期，與英鎊的走勢高度相關。鮑威爾認為前景面臨的風險已朝積極方向發展，

英國無協議退歐的風險似乎已大幅下降。中美貿易談判也出現進展。關於風險這一部分，FED 的降息或許會因此暫停。而且，隨著外部風險繼續緩和，年內美債有繼續調整可能。但是，從一個更長期的視角看，對美國的經濟難以像 FED 聲明裡面描述的那般樂觀。從企業角度觀察，美國企業利潤的下降值得關注，而且當前企業融資杠杆創歷史新高，倘若企業利潤繼續惡化，或恐將引發美國企業的信用風險危機；從居民消費角度觀察，雖然 FED 會議聲明提到居民支出以強大的速度增長，但是當前薪資增速放緩，利息支出增加且儲蓄率提高，消費端也將承壓。因此，這一次保險性降息可能不夠，2020 年上半年，美聯儲可能將重新回到降息的路徑當中。

美國勞工部剛發佈的月度就業報告受到密切關注，報告顯示，美國失業率從上個月接近 50 年低點 3.5% 的水準有所回升，這是因為就業市場信心增強，勞動力大量湧入就業市場。美國 10 月就業增長放緩幅度小於預期，因通用汽車罷工的拖累被其他行業的增長所抵消，且前兩個月的就業情況強於先前估計，這為消費者將繼續支持放緩的經濟提供了一些保證。

美國勞工部上週五發佈的月度就業報告受到密切關注。報告顯示，美國失業率從上個月接近 50 年低點 3.5% 的水準有所回升，這是因為就業市場信心增強，勞動力大量湧入就業市場。該報告支持 FED 所做出的決定，即今年第三次降息，並暗示從 7 月份開始的寬鬆週期將暫停。7 月份，美聯儲自 2008 年以來首次降低了借貸成本。美國有記錄以來持續時間最長的經濟擴張已經進入第 11 個年頭，目前主要受到美中之間近 16 個月的貿易戰的制約，這場貿易戰導致商業投資和製造業萎縮。

美國政府公佈，上月非農就業崗位增加 12.8 萬個，其中製造業減少 3.6 萬個，為 2009 年 10 月以來最多。在工資調查期間沒有領到工資的罷工工人被視為失業。通用汽車在密西根州和肯塔基州的工廠約 4.6 萬名工人的罷工于上週五結束。上個月的就業增長也受到了政府為 2020 年人口普查雇傭的 2 萬名臨時工離職的影響。不包括罷工和這些臨時雇員，經濟學家估計就業崗位增加了約 19 萬個。路透調查的分析師此前預計，10 月就業崗位僅增加 8.9 萬個。美國經濟在 8 月和 9 月創造的就業崗位比此前估計的多 9.5 萬個。今年的就業增長正在放緩，平均每月創造 16.7 萬個就業崗位，而 2018 年的月平均增幅為 22.3 萬個，部分因為美中貿易戰、需求降低及工人短缺。



美國 ISM 供應管理協會上週五公佈的調查結果顯示，10 月製造業活動仍深陷衰退泥潭。製造業衰退造成的拖累持續的時間越長，就會對服務業企業和整體就業市場的健康構成越來越大的壓力。ISM 美國供應管理協會公佈 10 月全國工廠活動指數升至 48.3，9 月為 47.8，為 2009 年 6 月經濟衰退結束以來的最低水準。該指數低於 50 表明經濟萎縮，10 月為該指數連續第三個月低於 50 大關。該指數已連續六個月下跌。儘管 ISM 前瞻性新訂單分類指數上月有所上升，但仍困在萎縮區間內。

白宮上週五對貿易談判表示樂觀，白宮國家經濟委員會主任 Larry Kudlow 宣稱，華盛頓仍計畫本月簽署初步協議。中美全面經濟對話中方牽頭人劉鶴應約與美國貿易代表萊特希澤、財政部長努欽通話。雙方就妥善解決各自核心關切進行了認真、建設性的討論，並取得原則共識。

市場擔心企業投資低迷可能會蔓延至支撐消費支出的勞動力市場。FED 主席鮑威爾表示，他不認為存在這種風險，因為勞動力市場依然健康。強勁的消費支出緩解了企業投資疲弱對經濟的部分拖累，限制了第三季度經濟增速放緩的幅度，第三季經濟環比成長年率為 1.9%。第二季經濟增速為 2.0%。消費者可能會繼續支撐經濟。10 月平均時薪增加了 6 美分，繼 9 月份持平後上個月增加了 0.2%。這使得 10 月份的年薪資增長率保持在 3.0%。上個月失業率上升 0.1 個百分點至 3.6%，也反映了 32.5 萬人湧入勞動力市場。衡量失業率的一個更廣泛的指標上個月升至 7.0%，9 月份為 6.9%，為 2000 年 12 月以來的最低水準。該指標包括那些想要工作但放棄找工作的人，以及那些因為找不到全職工作而做兼職的人。勞動力參與率，即處於工作年齡的有工作或正在找工作的美國人的比例，從 9 月份的 63.2% 上升到上個月的 63.3%。

10 月份製造業就業崗位大幅下降，反映出罷工的影響，汽車業就業崗位減少了 41,600 個。9 月份製造業就業崗位減少了 5,000 個。在貿易關稅的重壓下，

美國製造業舉步維艱。美國政府曾指出，關稅措施本意就是要提振製造業。10月份建築業就業崗位增加了1萬個。該行業的新增就業崗位已從1月份的峰值5.6萬人降下來。上個月，專業和商業服務、醫療、休閒和酒店、金融活動、零售和批發貿易就業都有所增加。由於2020年人口普查雇傭的2萬名臨時工完成了工作，政府在10月份減少了3,000個工作崗位。

英國脫歐劇碼歹戲拖棚 牽動經濟情勢如過山車

10月28日歐洲理事會主席圖斯克宣佈，歐盟同意將英國脫歐日期彈性推遲至2020年1月31日。自2016年6月，英國宣佈脫歐動議以來，其脫歐之路一波三折。2017年3月29日，脫歐程式正式啟動。根據協定，英國將在2019年3月29日正式脫歐，但英國議會下院否決脫歐協議。隨後，歐盟同意英國將脫歐期限延至2019年10月31日。然而，這一期限再次被延後。“脫歐”變“拖歐”，這種久拖不決的情況對英國、歐盟乃至全球經濟都可能產生負面影響。

雖然英國下議院批准了執行退歐的立法檔，但英國卻無法在10月31日內正式脫歐。此次再度延期脫歐屬於技術性延期，即原則上英國目前已可脫歐，但遇到諸如審議時間與議會變化等操作程式問題，導致沒有正式實施脫歐，其無協議脫歐的概率較低。此前，由於擔心首相強森在未達成協議的情況下脫歐，英國議會通過法案，要求強森政府如果未能在2019年10月19日前協商通過脫歐協議，應向歐盟提交推遲三個月脫歐的申請，迫使強森在19日致信歐盟尋求延期脫歐。而強森曾表示，如果脫歐協議立法日程遭到否決，並且歐盟同意延期，他將會撤回脫歐協議法案，並要求提前舉行議會選舉。

在英國脫歐選舉後，經歷了前首相梅伊所主推的協議脫歐以及強森所主推的硬脫歐，均未能在英國議會獲得通過。英國議會內部意見分裂，三種主要思潮——硬脫歐、協議脫歐、留歐沒有一種能占絕對優勢，以推動議案在議會內部通過。”在各方意見不能統一的情況之下，英國議會通過了強森於2019年12月12日提前大選的法案，英國議會上院預計在近期內通過該法案，隨後議會將解散。屆時，英國將正式進入大選模式。大選的主軸仍將是脫歐問題，選舉的意義將是“第二次脫歐公投”，這是英國擺脫脫歐僵局的一次重要選擇。對於英國脫歐懸而未決的影響，英國脫歐再度延期帶來的不確定性，對英國、歐盟乃至全球經濟都產生負面影響。

由於英國脫歐帶來的關稅和貿易協定的變化，將使得企業將部分訂單轉向其他國家，從而導致英國的貿易訂單下降。其次，由於英國所有商品中有一半以

上出口到歐盟的其他 27 個成員國，脫歐導致的關稅上升或海關檢查增加等將會帶來更高的貿易壁壘，增加了企業的管理負擔，並放慢了許多公司運營的節奏，對企業利潤造成一定損害。脫歐結果的高度不確定性直接影響到英國經濟和英國央行的貨幣政策。英國和其最大交易夥伴歐盟之間的貿易關係走向，以及英國央行如何平衡脫歐後潛在的通脹與促進經濟增長之間的關係，均是需要等待脫歐問題塵埃落定後才能進一步確認的問題。

歐盟經濟受英國脫歐影響亦不容小覷。一是增大了歐盟內部的不穩定，導致脫歐情緒增長。二是以德國為代表的、與英國經貿關係密切的國家面臨進出口上的不確定性，相關行業有衰退風險。三是由於債務問題和脫歐僵局雙雙久拖未決，歐洲經濟復蘇仍遙遙無期，迫使歐洲央行甚至祭出新 QE 計畫來挽救歐元區經濟。英國脫歐不確定性導致英德貿易受到影響。德國聯邦外貿與投資署近日公佈的資料顯示，受英國脫歐不確定性影響，與去年同期相比，今年 4 月至 8 月英德貿易額下降了 9.2%，主要原因是英國從德國的進口額下降 12.3%。今年前 8 個月，德國對英汽車出口下降了近一成。統計顯示，德國汽車佔據英國汽車市場 20% 以上的份額，是英國從德國進口的重要商品。



脫歐日期不斷推遲、對“無協議脫歐”的擔憂以及低迷的經濟環境正在拖累企業投資和居民消費。由於英國脫歐的各種不確定性，英鎊仍是最難預測的幣種之一。從匯率市場來看，儘管短期英鎊漲勢可能會出現回落，但長期中樞上行，短期英鎊兌美元將在 1.26 ~ 1.32 的範圍內波動。從長期來看，鑒於強森現在似乎獲得了多數人的支持，英鎊的下跌空間已經相當有限。如果英國脫歐協定最終通過，不確定性的消除將支撐英鎊兌美元反彈至 1.35 附近。

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 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。

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，英國首相強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強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。

歐元區經濟數據續疲弱 歐央持續寬鬆貨政救市

新任歐洲央行行長拉加德剛剛履新，歐元區交出的 10 月製造業 PMI 數據依然不理想。對於歐元區經濟下一步走向，外界對拉加德就任後的政策工具十分期待。歐元區經濟低迷、就業形勢糟糕、物價趨勢令人失望，有鑑於此，歐洲央行已經實施了一系列寬鬆政策，可以說，拉加德是在歐元區經濟非常困難的時期上臺的。外界對於拉加德將如何運用政策工具以扭轉歐元區經濟形勢十分期待。預計拉加德的貨幣政策態度可能會比前任歐洲央行行長德拉基更為謹慎，短期內她可能會維持當前寬鬆的貨幣政策不變以觀察歐洲經濟表現，包括市場潛在的通脹預期及負債水準，倒逼出寬鬆貨幣政策可能引起的負面影響。市場人士則認為，目前歐洲央行的政策工具已經幾乎耗盡，政策調整空間相當有限，拉加德大概率會尋求政府財政政策的支持。

市場研究機構 IHS Markit 公佈歐元區 10 月製造業 PMI 終值為 45.9%。雖較 9 月份的終值 45.7% 略有上升，但仍位於 50% 的榮枯線之下。歐元區 10 月製造業資料創近 7 年來新低，預示商品生產部門將嚴重拖累該區四季度 GDP 資料表現。需求疲軟、地緣政治的不確定性等加劇了經濟下滑蔓延至其他領域的風險。製造業低迷已經開始波及歐元區的就業市場。調查資料顯示，當前歐元區企業裁員速度處於 2013 年初以來的最快水準。其中，製造業占比較重的德國裁員速度位元列所有歐元區國家之首。面對當前經濟形勢，歐洲央行在 10 月的議息會議上宣佈維持三大關鍵利率不變，並重申自 11 月 1 日起重啟淨資產購買計畫，規模為每月 200 億歐元。

10 月份德國製造業新訂單數連續第 13 個月下跌，同時就業水準以 2010 年 1 月份以來最快的速度下跌。這令市場對於德國陷入經濟衰退的擔憂加劇。根據 IHS Markit 最新公佈的經濟資料表明，10 月份德國製造業 PMI 為 42.1，稍高於 9 月份的 41.7(10 年新低)。50 以下代表收縮，德國製造業保持收縮。德國工業正經歷金融危機以來最嚴重的下跌，德國製造業保持收縮，並繼續威脅本土經濟。10 月份歐元區製造業 PMI 為 45.9，雖然稍好於 9 月份的 45.7，但仍然低於 50，顯示行業活動大幅降低。

在這種情況下，分析預期歐洲央行將持續放寬貨幣政策。前任歐洲央行行長德拉基在 10 月 24 日他最後一次召開的媒體會中表達了這一預期。他談及了近期經濟表現低迷，警告市場未來可能出現經濟衰退，並為繼續降息打開了大門。分析人士指出，拉加德上任後將面臨兩個問題，第一是如何延續前任行長德拉基的寬鬆貨幣走向。此前歐洲央行內部就 QE 的重啟發生分歧，包括德國官員在內的多名官員辭職以示抗議。外界將關注拉加德如何彌合這一裂痕。其次是拉加德將會敦促歐洲各國實施財政刺激，此前德拉基表示如果各財政盈餘的國家能夠擴大財政支出，將會很快看到利率上升。經濟狀況堪憂導致投資者情緒謹慎、進而尋求避險，歐洲央行實施鴿派政策也有利於支撐無固定收益的黃金。

另一方面，美國的經濟狀況則混沌不明。在最近一次的 FED 決議中，將基準利率下調了 0.25 個百分點，為今年以來的第三次降息，但 FED 理事主席鮑威爾明確表示，除非情況發生重大變化，否則這可能是一段時間內的最後一次降息。上週五公佈的美國非農報告顯示，美國 10 月非農就業人口增加 12.8 萬，預期 8.5 萬。9 月非農就業人數從原先公佈的 13.6 萬修正為 18 萬。8 月和 9 月非農就業人數總共上修了 9.5 萬。

超出預期的經濟資料令市場繼續下調對於 FED 降息的可能性預期。CME “美聯儲觀察” 顯示，非農報告出爐後，FED 12 月維持利率在當前 1.50%-1.75% 區間的概率由此前的 78.6% 升至 87.5%，降息 25 個基點至 1.25%-1.50% 區間的概率由此前的 21.4% 降至 12.5%，降息 50 個基點至 1.00%-1.25% 區間的概率則保持在 0.0% 不變。但在非農報告公佈不久後的另一項資料顯示，美國的經濟狀況仍存在令人擔憂的因素。上月製造業繼續萎縮，為全球貿易不確定性下連續第 3 個月處於 50 榮枯線下方。ISM 美國供應管理學會 10 月製造業 PMI 為 48.3，9 月份為 47.8，低於經濟學家 49.1 的預期。低於 50 意味著經濟出現萎縮的預期。

同時，市場繼續聚焦中美貿易談判進展。綜合中國新華社、央視新聞報導，11月1日晚，中共中央政治局委員、國務院副總理、中美全面經濟對話中方牽頭人劉鶴應約與美國貿易代表萊特希澤、財政部長姆努欽通話。雙方就妥善解決各自核心關切進行了認真、建設性的討論，並取得原則共識。雙方討論了下一步磋商安排。這是7天內中美經貿高級別磋商雙方牽頭人第二次通話，10月25日晚，劉鶴應約與萊特希澤、姆努欽通話。雙方同意妥善解決各自核心關切，確認部分文本的技術性磋商基本完成。美國總統川普上週四(10月31日)在推特上表示，美中兩國將很快宣佈一個新地點，他和中國國家主席習近平將在那裡簽署“第一階段”貿易協定。特朗普沒有透露新會議的具體時間，但白宮週三表示，預計將在“相同的時間框架內”敲定協議。

商品生產行業將在第四季度再次嚴重拖累歐元區GDP增長。從英國脫歐到貿易局勢，地緣政治方面的擔憂繼續產生不確定性，進一步抑制歐元區國內和出口市場的需求。儘管如此，歐元區投資者在11月仍發出令人鼓舞的信號。一項衡量經濟預期的指標升至六個月來的最高水準，表明歐元區可能能夠避免一場更深層次的危機。雖然德國10月製造業PMI終值為42.1，預期值為41.9，前值為41.9。德國製造業仍處於衰退之中，工廠失業人數上升持續對國內經濟構成威脅。但是部分更具前瞻性的指標提供了一些希望。新訂單和輸出預期雖然保持疲軟，但升至四個月來最好水準。法國10月製造業PMI終值錄得50.7，高於預期值50.5，法國製造業生產出現了四個月來最快的增長，這有利於商業環境的小幅改善。法國製造業活動在10月份擴大，得益於產出自6月以來的最快增長。表明作為歐元區第二大經濟體的法國在面對全球經濟不確定性時顯示出韌性。

歐元區近期裁員速度是自2013年初以來最快的，這一趨勢尤其令人擔憂，因為這增加了經濟下滑將波及家庭的風險。新工廠訂單“急劇”下降，國內外市場需求疲軟。占歐元區經濟70%以上的服務迄今已證明具有相對的彈性。儘管醫療和教育等行業基本上不受週期性波動的影響，但交通和科技等行業將首當其衝。

歐洲央行近期表示到目前為止，幾乎沒有跡象表明需求疲軟已經影響到商業服務，儘管最近的調查資料表明增長放緩。未來幾個月需要密切關注事態發展，以尋找製造業放緩產生溢出效應的跡象。歐洲央行和IMF國際貨幣基金組織已敦促各國政府加大支出。德拉基上週結束任期時，最後呼籲採取財政刺激措施，人們普遍預計他的繼任者拉加德將繼續推進。歐洲央行在9月推出了有爭議的新的貨幣刺激計畫，試圖重振經濟增長和通脹。

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，通膨持續低於目標，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 10 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，前歐洲央行行長德拉吉表示，如果經濟增長和通膨疲軟的情況得不到改善，央行將採取“進一步的刺激政策”。

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 月份會議記錄顯示，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利影響。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。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。

在歐元區經濟持續疲軟的背景下，實際和預期通脹率一直低於歐洲央行理事會中期目標的水準：持續接近但低於 2%。目前，排除食品和能源後的核心通脹率長期徘徊在 1%，疲軟的經濟前景可能導致工資增幅向價格的傳導被延遲，市場通脹預期指標也處在較低水準。歐央行最新的經濟預測顯示，2019 年實際 GDP 增長為 1.1%，較去年 12 月的預測下降 0.6 個百分點；預計 2020 年 GDP 增速 1.2%，較上次預測下降 0.5 個百分點。預計今年通脹率均值為 1.2%、2020 年為 1.0%、2021 年為 1.5%，通脹預期在 3 月和 9 月連續兩次下調。

鑒於歐元區面臨比此前預期更迅猛的經濟增長放緩，且增長前景面臨持續和顯著的下行風險，再結合通脹短期內達標無望，強有力貨幣政策回應至關重要。展望未來，歐央行決心確保通脹持續朝著目標邁進，並準備繼續調整所有政策工具。未來收緊貨幣政策的門檻已經提高，並表示新一輪量化寬鬆只會在上調關鍵利率前“不久”結束。這一承諾旨在讓投資者放心，刺激措施將繼續實施，直至通脹穩步回到略低於 2% 的目標。歐元區經濟面臨比幾個月前預期更長的“長期

跌勢”，“製造業的疲軟持續越久，經濟其他領域被波及的風險更大”，需要高度寬鬆的歐央行政策立場。近期資料和製造業新出口訂單等前瞻指標，並未顯示出令人信服的近期經濟增速反彈跡象，增長前景的風險平衡仍然偏向下行，似乎在為貨幣寬鬆政策正名。

(撰稿人: CSIA/ CFP/中國廣西財經學院會審學院資評系副教授 李全順)