

## FED 表態經濟運行穩定，升息腳步放緩停看聽

2019年7月以來，美FED已經連續降息三次。12月FOMC會議將於12月10日-11日舉行。美FED主席和多位官員日前的發言傳遞出一個信號，目前美FED對經濟前景持樂觀態度，只要經濟按照現有軌跡運行，當前的貨幣政策是適宜的。這被市場普遍解讀為暫停降息的信號。不管美FED繼續降息與否，如今全球已經不可否認地掀起了降息潮，美國目前寬鬆的貨幣政策對其自身乃至全球經濟來說機遇和挑戰並存。

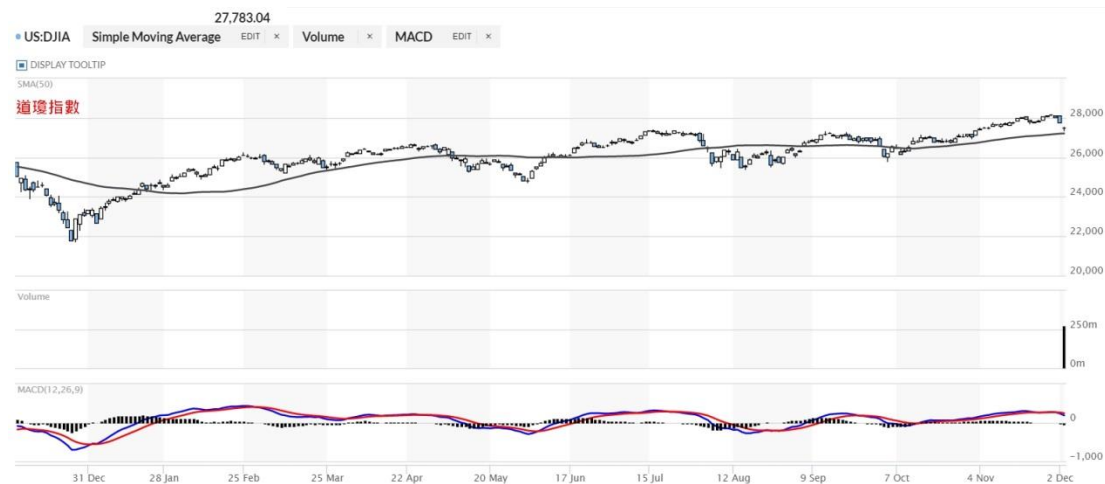
美FED主席鮑威爾日前表示，FED對當前貨幣政策感到滿意。若接下來美國經濟狀況與美FED預期一致，那麼當前貨幣政策是“適當的”。美FED在降息方面的空間並沒有以往那麼大。美國的新常態是更低的利率、更低的通脹以及更低的經濟增速。11月27日美FED發佈的經濟褐皮書對經濟狀況的描述是前景依然樂觀，目前的增長速度將持續到明年。美國經濟多數地區的消費持續穩定增長，房屋銷售持平或上升；製造業方面，雖然大多數地區仍然沒有增長，但製造業擴張地區的數量有所增加且Markit揭曉PMI指數已經連續三個季度回升；就業方面，各地區的勞動力市場維持緊平衡狀態，就業人數小幅上升，工資溫和增長；通脹方面，受關稅和油價因素影響，2020年的通脹可能有所上升。

美國發佈的三季度美國實際GDP年化增長率從初步報告的1.9%上修至2.1%，比第二季度實際增長率2.0%有所回升，不過比第一季度3.1%的增長率有所降低。同時，美FED多位官員也相繼發言力挺美國經濟增長前景。美FED副主席克拉理達表示鑒於美國經濟處於或接近充分就業和價格穩定狀況，現在是執行和反思美FED貨幣政策框架的絕佳時機。美國經濟表現良好，貨幣政策適宜，如果前景發生重大變化，將調整貨幣政策以支援我們最大的就業和價格穩定目標。

不管美FED是否繼續降息，如今全球已不可否認地掀起了降息潮，一些地區和國家如歐洲、日本甚至在“負利率”中且行且探索。目前美國寬鬆的貨幣政策猶如一把“雙刃劍”，在給全球經濟帶來挑戰的同時，也給自身經濟發展帶來了風險。美國GDP環比增速降至1.9%，美國製造業PMI跌落到榮枯線以下至47.8的水準，為2008年金融危機爆發以來最低點。為挽救持續不振的經濟，美國只能祭出降息刺激經濟增長。事實上，經濟增長動力不足和美國挑起貿易戰給全球經濟增長帶來的不確定性才是美FED降息背後的主因。儘管降息可以刺激金融市場，迫使銀行提供貸款，似乎可以提振經濟增長，但其引發的降息潮和負利率短期或削弱銀行本已有限的盈利，長期化則會影響存款意願。

至於美國經濟前景，FED 主席鮑威爾稱存在“值得關注的風險”，特別是龐大的財政赤字和不斷擴大的國債規模使美國政府利息支出不斷增長。此外，美國通脹水準長期低於美 FED 目標，可能導致長期通脹預期下降。在 10 月底第三次降息時，鮑威爾曾表示，堅持 2% 的通脹目標，在實現這個目標或通脹面臨上行風險之前不考慮加息。不過，美國經濟面臨多重風險，一旦美國經濟進入衰退期，美國貨幣政策有可能出現變化。美 FED 既然可以在幾個月內從加息轉為三次降息，也有可能在幾個月內從降息轉為加息，因而投資者需要密切關注新規的推行以及相關官員的表態。

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。

ISM 最新公佈的製造業資料意外不及預期，且該數據已經連續 4 個月位於榮枯線下。市場預估短期內美國製造業難以復甦，或將影響美 FED 暫停降息的政策立場。作為美 FED 政策走向的重要參考指標，市場正密切關注即將公佈的非農就業資料。ISM 報告資料顯示，11 月美國製造業指數意外環比下滑 0.2 個百分點至 48.1%，低於市場預期值 49.2%。分項資料來看，當月新訂單指數僅為 47.2%，較上月下降了 1.9 個百分點；庫存指數環比下滑 3.4 個百分點至 45.5%，新出口訂單數量也較 10 月下降 2.5 個百分點至 47.9%。短期內美國製

造業復甦的可能性較小。美國製造業仍未走出困境，製造業的基礎條件依然十分薄弱。貿易政策的不確定性將在 2020 年繼續影響美國製造業活動，美國國內外需求放緩也將制約製造業的好轉。製造業疲軟或在未來數月內拖累就業增長和資本支出，因此不排除美聯儲明年 1 月進一步放寬貨幣政策的可能性。美 FED 官員在最新公佈的 10 月份貨幣政策會議紀要中表示，如果美國經濟沒有發生重大變化，未來一段時間內可能會暫停降息。他們重申，將根據對經濟資料變化和總體經濟前景的評估來決定利率政策走向。

穩定就業是美 FED 利率政策目標之一，本周即將公佈的非農就業資料成為市場關注焦點。根據 Refinitiv 此前發佈的預測資料，經濟學家預計 11 月美國非農就業人數將增加 18.3 萬人，失業率維持在 3.6%。就業資料和 ISM 資料將是 12 月美股市場上揚的關鍵因素。

## 新經濟舵手上任 歐央貨政不徐行

歐洲央行新任行長拉加德要求歐洲議會的議員們給她些時間，讓她熟悉新工作，重塑歐洲央行的貨幣政策，這可能是一次漫長的政策評估。作為貨幣政策界的新手，這位元前 IMF 國際貨幣基金組織總裁承諾，將對從如何定義其通脹目標，到是否將抗擊氣候變化納入職責範圍等歐洲央行的政策進行全面評估。

拉加德在歐洲央行處境艱難時走馬上任。歐洲央行最近重啟了 2.6 萬億歐元的債券購買計畫，並將利率降至歷史最低水準，因未能將通脹推升至略低於 2% 的目標。考慮到全球經濟發生的變化，政策評估的一個關注重點將是確定其低於但接近 2% 的通脹目標是否仍然有效。評估將著眼於目標是否應該是對稱的，也就是說，目標應用于應對高通脹和低通脹，而不僅僅是後者，在實現目標方面，歐洲央行是否應該有一定的餘地，或者說是否應該有一個容差範圍。雖然通脹是央行的首要目標，但應對氣候變化也應該是政策的核心部分之一。她表示，歐洲央行的經濟分析應包括氣候變化的影響，其銀行監管部門也應要求銀行披露透明度，並進行氣候風險評估。儘管歐洲央行購買民間部門債券對市場的影響一直是中性的，但也有必要討論氣候問題是否應該影響這些購買。經濟增長看起來很疲弱，但歐洲央行決心使用一切可用的工具來完成其政策使命。

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、就業形勢嚴峻、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。

歐洲央行將決心恢復歐元區價格穩定，同時強調即將進行的戰略評估將採取開放的態度。歐洲央行的寬鬆政策立場一直是經濟復蘇期間推動內需的關鍵動力，這個立場沒有改變。現在就貿然開始辯論政策評估的確切範圍、方向和時間表為時過早，因為管理委員會尚未對此進行充分討論，但戰略評估將遵循兩個原則：全面分析和開放思想。歐洲央行採取了負利率、量化寬鬆和長期銀行貸款等超寬鬆的貨幣政策。拉加德承認這些政策存在副作用，將通過此次評估更好地理解長期趨勢會怎樣影響央行可以控制的因素。

利率分層還將確保銀行仍然願意並且能夠將非常寬鬆的融資條件傳導至經濟當中。歐元區經濟增長仍然疲軟，但消費狀況非常好。儘管歐洲央行多年來不斷向金融體系投放流動性，通脹率尚未恢復到略低於 2% 的目標水準。另外，歐洲央行日益擔心貨幣政策可能威脅到金融穩定。歐洲經濟一直處於某種困境之中，至於下階段是順境還是逆境，沒有定論，但有一點可以確定的是，歐元區經濟振興需要每一個歐元區國家的參與。德國等擁有財政空間的歐元區國家應利用這一空間來促進受全球貿易爭端影響的地區的經濟增長。

中美貿易爭端的升級阻礙了全球貿易，嚴重影響了對出口依賴性非常高的德國經濟。歐元區的公共債務低於美國和日本的債務，因此該地區可以部署比目前更多的財政刺激措施。擁有財政空間的國家應迅速利用這一點，尤其是當他們遭遇像德國那樣的不對稱衝擊時，那些公共債務高的國家應該讓公共財政更有利於經濟增長。如果政府加大財政支出，央行將得以加快貨幣政策正常化。如果除了中央銀行的穩定政策之外，政府通過逆週期財政政策(在可行的情況下)支援宏觀經濟穩定，央行將更快進行貨幣政策正常化。非常規政策措施在放鬆貨幣和金融狀況方面非常有效，可以通過一系列創新來增加歐元區安全資產的供應。

在新任行長拉加德的領導下，歐洲央行可以對其政策進行戰略評估，包括貨幣政策與宏觀審慎政策之間的關係。兩者之間的“軟協調”可能比傳統的分離方法“更有希望”，因為宏觀審慎工具在處理日益複雜的金融穩定問題方面

存在局限性。評估還應使歐洲央行的通脹目標更加明確，歐洲央行的中期通脹目標是低於但接近 2%。儘管存在改善的希望，11 月份的經濟信心指數和貨幣總量目前呈現出一種更為複雜的局面。最新公佈的資料顯示，歐元區經濟似乎沒有進一步走弱，但這並不意味著經濟很快就會出現強勁回升，至少短期內不會。作為歐元區經濟領先指標之一的 M1 增長，從 9 月份的 7.9% 上升到 10 月份的 8.4%，因此預計 2020 年經濟有望出現改善。市場預估，歐元兌美元將在 2020 年前後回升，有三個關鍵因素將共同推動歐元走強。首先，歐元被低估了 15%。這種低估很大程度上因為歐元區繼續保持國際收支盈餘。其次，全球外匯市場的參與者已經大量做空歐元，當市場大量傾向於單向押注後又被平倉時，出現大幅而有意義逆轉的可能性會增加。第三，歐洲央行的利率似乎無法遠低於當前水準。

WTO 世界貿易組織日前駁回了歐盟方面提出的已不再補貼飛機製造商空客的主張，這促使美國可能會對更大範圍的歐洲商品提高報復性關稅。WTO 發佈的一份最新合規報告中裁定，空客生產的 A350 和 A380 客機繼續獲得政府補貼，因歐洲各國政府早些時候發放的貸款。美國貿易代表萊特希澤表示，這一裁決證實歐洲對空客的補貼繼續損害美國航空業，需要採取強有力的行動來消除這種扭曲市場的補貼。這場規模創紀錄的大西洋兩岸貿易糾紛的最新進展，期間美歐雙方均指控對方的飛機製造商獲得政府非法補貼，在全球貿易緊張局勢不斷升溫之際，歐美貿易之爭也有觸發貿易戰之虞。今年 10 月，WTO 裁決美國在訴空客非法補貼案中勝出，允許美國對每年價值 75 億美元的歐盟輸美商品加征關稅。美國隨後對大部分空客飛機，以及從單一麥芽威士卡到乳酪等歐盟輸美商品加征部分關稅。WTO 將於明年就歐盟訴波音非法補貼案做出裁決，歐盟要求對美國輸歐商品加征報復性關稅。

在日前的裁決中駁回了歐盟的主張，即空客最近決定停產銷售不佳的 A380 機型，意味著這款巨型客機可以不再被視為對波音的威脅，A380 的競爭機型波音 747 也已過時。儘管 WTO 裁定，空客 A380 不再給波音造成銷售損失，因空客已不再銷售 A380，但只要 A380 仍在生產和交付，就將繼續損害波音的市場份額。空客計畫在 2021 年中期停止生產 A380。WTO 針對空客 A350 的裁決似乎有所加碼，稱該機型損害了波音在競爭更為激烈的雙引擎長程客機市場上的銷售和市場份額前景，這一過程被稱為妨礙，波音在這個市場的產品是 787 夢幻客機。歐盟執委會表示已經看到了這份裁決，並補充稱，報告中存在一些嚴重的法律錯誤。歐盟執委會表示，將考慮採取下一步行動，包括可能上訴，同時尋求與美國就飛機補貼問題達成全面協議。愛爾蘭人郝根自

12月1日起擔任歐盟執委會貿易執委。美國貿易代表辦公室表示，將研究上調關稅稅率，並擴大將徵收關稅的歐盟產品範圍，但沒有立即透露稅率可能上調的幅度，也沒有透露哪些產品可能被添加到當前的清單中。去年10月美國貿易代表辦公室對歐盟大型民用飛機徵收10%的關稅，對部分農產品和其他產品徵收25%的關稅。

除了WTO對空客補貼的最新裁決給了美國政府對歐加征關稅的理由外，據華爾街日報報導，特朗普政府當前還計畫對價值24億美元的法國進口商品加征最高100%的關稅，稱這些關稅是有理有據的，因為法國開徵的新數位服務稅將給美國科技公司帶來沉重壓力。根據美國貿易代表辦公室提供的程式概要，關稅最早到明年1月才會生效，從而使雙方還能有時間繼續就此進行談判。美國貿易代表辦公室在週一晚間發佈的報告中表示：“負責提議和執行法國數位服務稅法案的法國官員的聲明顯示，該法案故意針對美國公司。美國貿易代表辦公室還威脅稱，未來有可能針對奧地利、義大利和土耳其徵收此類進口關稅，這三個國家也都採用了數位服務稅。美國貿易代表辦公室決定發出了一個明確信號，即美國將對那些歧視美國企業或以其他方式給美企帶來不必要負擔的數字稅收制度採取行動。美國貿易代表辦公室將重點應對歐盟成員國日益增長的保護主義，這些國家通過數位服務稅或其他瞄準美國領先數位服務公司的措施不公平地對待美企。美國貿易代表辦公室列出了63個不同的關稅代碼，覆蓋從乳酪和葡萄酒到手袋和瓷器等一系列商品。可能受到關稅行動影響的進口商品價值24億美元，而2018年法國輸美商品總價值為520億美元，兩者之比略低於5%。

法國財長Bruno Le Maire稱美國此前要求在OECD層面尋求國際解決方案，但現在又反悔了。美國現在告訴法國，他們不想要這樣的解決方案，只想對法國實施新的制裁。法國要傳達的資訊很明確：永遠、永遠、永遠不會放棄對美國科技巨頭公平徵稅的意願。

## 日本擬定公共基建支出 大動作驅動復甦經濟

日本安倍政府正尋求最終敲定一項規模達1200億美元的擴大基建經濟刺激計畫，以支持日本經濟並建設基礎設施。其中，13兆日元中來自財政投資和貸款專案的數額為3兆日元。日本首相安倍晉三在表示一籃子經濟刺激政策的準備工作已進入最後階段，希望在近期能順利制定相關政策。

自2012年底安倍晉三再度當選日本首相以來，幾乎每隔幾年就要推出一輪數十兆日元的財政刺激計畫。2013年1月初，上任還不到兩周的安倍晉三

宣佈推出總規模為 20 萬億日元的緊急經濟對策框架，以刺激日本經濟。當時，日本正面臨 GDP 連續兩個季度負增長、經濟陷入技術性衰退的困境，推動經濟復甦勢在必行。近期日本內閣府發佈的統計報告顯示，日本第三季度 GDP 國內生產總值在剔除物價變動影響後，實際數值比上一季度增長 0.1%，換算成年率為增長 0.2%，較第二季度大幅下跌 1.6 個百分點。雖連續第四個季度增長，但創下近一年來的最小增幅，遠低於市場預期。IMF 國際貨幣基金組織年內也已經三次下調 2019 年日本經濟增長預期，日本政府當前不要壓縮財政支出，進行更具野心的經濟結構改革。

2012 年安倍晉三再度當選日本首相之後推行了被稱作“安倍經濟學”的一系列經濟政策，射出了“大膽的金融政策”、“機動的財政政策”、“旨在激發民間投資的經濟增長戰略”的“三支箭”。事實上，“安倍經濟學”最初在擺脫通縮和恢復景氣方面取得了一定成效，但在 2014 年度以後“安倍經濟學”效果開始減弱，經濟形勢的好轉勢頭戛然而止。最近一段時間以來，印度、泰國、墨西哥等新興市場國家相繼公佈了財政刺激方案。印度政府近日宣佈，本月 15 日前將公佈十大基礎設施專案及其前期準備情況，這些專案將會在 2019 至 2020 年開工，並計畫在 2025 年之前完工。印度財長曾在 9 月宣佈，未來五年該國將投入超過 100 萬億盧比(約合 1.39 萬億美元)用於開展多項大型基建專案。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。

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。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 11 月 PMI 服務業採購經理人指數為 50.3，10 月為 49.7。日本服務業活動 11 月重返增長，在 10 月曾出現三年來的首次萎縮，但在日本經濟處於衰退邊緣之際，服務業整體動能仍不確定。日本 11 月 Jibun PMI 銀行服務業採購經理人指數經季調後從 10 月的 49.7 升至 50.3，得益於新業務以及企業預期溫和改善。該指數高於 50 的榮枯分水嶺，但仍略低於上個月公佈的初值 50.4。對日本經濟而言整體結果“很令人沮喪”，因復蘇力道有限，服務業活

動僅小幅增長。2019 年迄今日本服務業一直保持強勁，在抵消製造業的拖累方面發揮了很大作用，但根據第四季度迄今的調查資料，臨近年底之際，經濟產出似乎很有可能出現萎縮。該 PMI 資料顯示，新出口訂單增速創五個月來最慢，企業表示韓國和俄羅斯等市場的需求下降。兩位知情的政府官員週二透露，日本政府正在準備一項規模達 1200 億美元的經濟刺激方案，以支撐脆弱的經濟增長。日本第三季經濟增速為一年來最慢，因全球需求疲軟打擊出口。包括製造業和服務業在內的日本 11 月綜合 PMI 連續第二個月萎縮，不過萎縮程度小於前月。



## 英相強森將贏得大選 但經濟情勢仍撲朔

近期英國民調顯示，保守黨領導人英國現任首相 Boris Johnson 伯里斯·強森將在 12 月 13 日贏得大選，但英國政治仍然充滿了不確定性，依然有出現其他結果的可能。英國在 2017 年的上次選舉結束時，Theresa May 特蕾莎·梅伊未能贏得多數席位，保守黨不得已依靠北愛爾民主統一黨組成執政聯盟。這種缺乏多數席位的情況阻礙了首相梅的脫歐計畫。特蕾莎·梅伊曾三次試圖讓她的脫歐協議獲得議會批准，但均以失敗而告終，此時距脫歐公投已經過去了三年。

英國進入強森時代，經過數月的艱苦努力，並堅持英國準備在 10 月 31 日不達成協議的情況下離開歐盟之後，強森仍於 10 月 17 日與布魯塞爾達成了一項協定。然而，由於議會中的反對派試圖阻止和推遲該協議，新任首相面臨著與其前任相似的問題。由於對目前的僵局和 10 月 31 日最後期限之後的拖延感到失望，強森決定讓人民做出決定。強森希望通過大選來打破政治僵局，並在新的截止日期 1 月 31 日之前讓議會批准脫歐協議。反對派工黨領袖 Jeremy Corbyn 傑瑞米·科爾賓承諾就一項新的脫歐協議舉行公投，以 Jo Swinson 喬·斯溫森為首的自由民主黨則承諾徹底廢除英國脫歐的計畫。英鎊兌美元匯率波動幅度大增，這主要是投資者對最新的選舉民意調查做出的反應。

在民調顯示強森的領先優勢收窄之後，英鎊在 11 月底下跌，表明投資者對科爾賓執政的前景感到擔憂。然而，YouGov 民調顯示，強森領導的保守黨料將在 12 月 12 日的大選中贏得議會多數席位，比其他政黨總和多 68 席。上週六的另一項民調顯示強森的領先優勢縮小了一半，英鎊也因出現無多數席位的可能性增加而下跌。由於民調顯示保守黨將獲勝，人們的注意力將轉向重新上臺的強森政府在下議院可能佔據的多數席位。市場對保守黨獲勝的預期應該通過英鎊來觀察。英鎊越強，執政的保守黨就越有能力通過議會達成英國脫歐協定。一旦保守黨贏得多數席位，強森會迅速採取行動，讓他的協議在議會獲得通過。每一位保守黨候選人都已承諾將投票支持該法案，而且由於占多數席位，強森可以在下議院迅速通過該法案，英國將於 1 月 31 日離開歐盟。

目前的民調結果有利於英鎊，因為這將大大增加議會批准脫歐協議的幾率，從而降低英國政治局勢的不確定性。市場可能認為工黨不太可能獲勝，但科爾賓入主唐寧街將對英鎊和英國股市產生巨大影響。科爾賓承諾將推動數十年來最激進的改革計畫，包括國有化、對公共服務的巨額投資以及企業改革，科爾賓堅稱這些承諾是可以達成的。此外，科爾賓可能尋求一項讓英國繼續留在單一市場的協議。到時候，英國脫歐不僅會一拖再拖，甚至可能會取消脫歐。若出現無多數議會，將降低打破英國脫歐僵局的可能性。這樣的結果將導致不確定性的回歸，以及無協議脫歐的前景，這將導致英國股市和英鎊暴跌。

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。

英國若硬脫歐經濟短期內將遭受重創，英國央行 2018 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%。“無協議脫歐”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。



脫歐在過去一年裡依然是英國政府的首要任務。特雷莎·梅伊政府與歐盟在 2018 年 11 月達成脫歐協定草案，但卻在英國下議院折戟沉沙。脫歐難產的主要癥結之一在於北愛爾蘭邊界問題，與之相關的“保障條款”成為最具爭議的內容。但英國政黨之間、保守黨內部“硬脫歐”派與“軟脫歐”派之間在歐洲問題上的分歧以及背後的政黨利益之爭才是脫歐僵局的根本原因。

在未來的提前大選中，對脫歐問題的立場不可避免地成為主要議題。保守黨依靠現有的民眾支持率優勢能否贏得穩定的議會多數仍有變數，一旦大選出現無多數議會或保守黨以微弱優勢席位勝選的結果，仍難以破解當前的僵局。未來大選中的一個變數是保守黨與脫歐黨是否結成選舉聯盟，在一些關鍵選區共同派出候選人，一旦形成這一機制，保守黨贏得大選的幾率將大為增加，也

很有可能最終導致英國“無協議脫歐”。而反對脫歐的各黨派如不能擯棄分歧，採取共同立場，很難逆轉脫歐結果，脫歐僵局仍可能延續。從英國民意看，主要反對黨工黨受制於科爾賓的激進左翼政策主張和在脫歐問題上的模糊態度，單獨贏得議會多數的可能性不大。自由民主黨堅持取消脫歐的立場，拒絕考慮與工黨組成聯合政府，而考慮到蘇格蘭民族黨脫離英國的獨立訴求，工黨、自由民主黨作出與其聯合執政的選擇在政治上和心理上也面臨很大障礙。

在政治層面，脫歐僵局致使英國政治處於更大不確定之中。“硬脫歐”派強森的上臺使英國“無協議脫歐”的風險增大。圍繞脫歐的爭論和黨派政治相互疊加使英國政黨政治面臨轉型、重構壓力：英國主要政黨兩極分化、政黨政治格局碎片化和分化重組的趨勢更趨顯著。脫歐黨和自由民主黨等“第三黨”對保守黨和工黨兩大黨的地位形成嚴重衝擊。隨著“無協議脫歐”的可能性增大，蘇格蘭擬再次啟動獨立進程，威爾士民族主義情緒明顯上升，北愛爾蘭等地區主要族群分歧加劇、《復活節協定》以來的和平進程面臨衝擊，英國統一的多民族國家形態面臨更大的挑戰。

脫歐正在推動英國的政黨政治格局向碎片化和多元化的方向發展，而且脫歐問題拖得越久，英國政黨政治向多黨制發展的可能性也就越大。原因在於，脫歐不僅造成了民意的分裂和極端化，而且打破了民眾從前的政黨忠誠紐帶，同時也推高了民眾的所謂“反政治”情緒(即不支持兩大主要政黨中的任何一個)。英國傳統兩黨制政黨結構正在發生重組，並且出現了向碎片化發展的趨勢，英國久拖不決的脫歐進程加快了這一趨勢，而且在 2019 年表現得更加明顯：工黨和保守黨在歐洲議會選舉中損失慘重，脫歐黨在短時間內的“異軍突起”，自由民主黨和綠黨等政黨支持率的回升以及中間政黨“獨立團體”的成立。由於脫歐仍將是近期提前大選的焦點，因此仍有可能再次出現脫歐黨和自由民主黨的得票率增加，而保守黨和工黨均無法獲得議會多數的情況，但它的發展趨勢最終仍將取決於英國是否脫歐以及以何種形式脫歐。

## 中國經濟數字持續在榮枯線上 製造業擴張放緩但仍平穩

11 月財新 PMI 中國製造業採購經理人指數 51.8，為 2017 年以來最高；而國家統計局上月底公佈的 PMI 資料為 50.2，時隔 6 個月以來重回枯榮線——兩組資料走勢一致。PMI 指數是評估經濟運行活動的一項重要參考指標。若指數超過 50，示意經濟擴張。雖然財新製造業 PMI 和國家統計局製造業 PMI 整體走

勢一致，但細看兩組資料中分項資料走勢存在差異。具體來看，國家統計局上週六公佈的中國 11 月份官方製造業 PMI 為 50.2，高於 10 月份的 49.3，為 4 月份以來這一關鍵製造業活動指標首次高於 50 榮枯分界線；11 月財新製造業 PMI 錄得 51.8，較 10 月微升 0.1 個百分點，連續五個月回升，為 2017 年以來最高。

國家統計局製造業 PMI 中，生產指數、新訂單指數、新出口訂單指數均明顯回升。11 月我國製造業供需兩端均有改善，進出口有所好轉，大中小型企業景氣普遍回升，轉型升級加快推進。而財新製造業 PMI 中，這三個指數均在擴張區間內出現下降。而就業指數則大幅反彈，繼 3 月之後重回擴張區間。產成品庫存指數、出廠價格指數均在收縮區間略有回升。11 月中國製造業繼續回暖，製造業內外需求保持較快增長，就業情況也在今年第二次回到擴張狀態。單月 PMI 的改善，並不能視為經濟動能的築底反彈。外需不確定猶存，在房地產下行、基建加碼受到財政空間制約的情況下，內需回升的可持續性也有待觀察。受外部不確定性等因素影響，製造業下行壓力依然存在。

12 月 2 日公佈的 11 月財新 PMI 中國製造業採購經理人指數錄得 51.8，較 10 月微升 0.1，連續 5 個月回升，為 2017 年以來最高。這與 11 月末發佈的官方 PMI 趨勢一致：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的 11 月製造業 PMI 為 50.2，比 10 月上升 0.9，在連續 6 個月低於臨界點後，再次回到擴張區間。儘管 PMI 資料顯示中國經濟出現了更多積極信號，但專家表示，需求回暖趨勢尚待確認，“穩增長”仍面臨挑戰，逆週期調節政策仍需延續。

就 11 月財新中國製造業 PMI 資料，分項來看，雖然新訂單從 10 月高位小幅回落，新出口訂單也略有下降，但製造業需求好轉得到延續，企業反映整體需求狀況有所復甦。生產指數從高位略有回落，製造業生產跟隨新訂單而擴張。就業指數從 10 月低位顯著反彈，並一躍回到榮枯線以上，是今年 3 月以來的第二次就業擴張。供應商供貨時間指數在收縮區間略有回升，但仍處於今年以來震盪下行的通道之中，製造業的產能和庫存約束依然明顯。採購庫存指數仍處於略高於榮枯線的水準，企業庫存意願一般。未來產出指數顯著回落，企業反映仍然憂心於政策環境和市場環境的不確定性。投入價格略微向下、出廠價格指數略有回升，但投入價格指數依然偏高，反映原材料成本仍有一定壓力，工業品價格運行仍然穩定。11 月中國經濟繼續修復，製造業內外需求保持較快增長，就業今年第二次回到擴張狀態。但企業信心依然謹慎，對政策和市場環境的擔憂揮之不去，補庫存意願仍然有限，這是經濟復甦的一大制約因素，需要持續的政策支援予以關照。”鐘正生指出，“目前製造業投資可能處於‘磨底’階段，低庫存已延續



較長時間，如果中美貿易談判能階段緩和，企業信心能夠有效修復，則有望帶來製造業生產和投資的扎實改善。

與財新 PMI 有所不同，官方 PMI 資料中的原材料購進價格指數和出廠價格指數均已連續兩個月回落，11 月分別比 10 月下降 1.4 和 0.7，分別為 49.0 和 47.3。主要原因仍是 PPI 位於通縮區間，拖累相關價格增長。但不同於 10 月，11 月出廠價格指數下調幅度小於原材料購進價格指數的下調幅度，或提示企業已不再大力度主動去庫存。原材料購進價格下降幅度大於出廠價格降幅，有利於 11 月工業企業利潤的修復。庫存週期底部企穩是製造業投資企穩的先決條件。11 月官方 PMI 產成品庫存指標較 10 月回落 0.7 至 47.4，為 2019 年 1 月以來的最低值。產成品庫存進一步下降且位於相對低位，或表明當前中國正進入週期底部。一個完整的庫存週期需經歷被動去庫、主動補庫、被動補庫及主動去庫四個階段，庫存週期底部的信號通常有採購量增加、原材料庫存上升、生產量和新訂單回升。從官方 PMI 分項指標看，採購量較 10 月回升 1.2 至 51.0，原材料庫存則由 10 月的 47.4 上升至 47.8，生產指標較 10 月回升 1.8 至 52.6，新訂單則較 10 月回升 1.7 至 51.3，製造業週期底部的信號燈或正在開啟。一般而言，企業利潤回升意味著供需結構改善，將帶動企業主動補庫。製造業企業利潤增速大致領先製造業產成品庫存 9 個月左右，當前製造業企業利潤正波動企穩，或預示後續製造業庫存週期底部企穩。

當前 PMI 反彈有一定季節性因素，未來經濟回暖趨勢尚待確認。11 月內外需均出現明顯改善，一是由於國內購物節、國外耶誕節等節日因素大幅提振消費；二是房地產開工和施工進度加快拉動對工業品的需求上升；三是中美貿易摩擦暫時緩和在一定程度上有利於進出口。這些需求擴張的支撐因素具有一定的季節性和不確定性。11 月 PMI 價格分項指數仍在繼續回落，需求改善是否可持續仍需觀察。針對當前經濟增速持續放緩和工業企業生產經營欠佳利潤下滑的情況，宏觀政策需繼續發力實施逆週期調節。一方面，穩住內需對於經濟企穩至關重要，建議進一步加大促消費力度激發消費潛力，同時增加製造業技術改造投資，在助力製造業投資增速企穩的同時，推動製造業高品質發展。另一方面，繼續實施減稅降費，進一步緩解中小企業融資難融資貴問題，改善中小企業生產經營狀況。

今年前三個季度，中國經濟增速分別為 6.4%、6.2%、6%，逐季下滑 0.2 個百分點，預計四季度下滑態勢可能有所緩解，但難以反彈回升。目前來看，全球經濟放緩及外部不確定因素較多，仍存在需求走弱風險，PMI 回升勢頭能否延續仍需要觀察。逆週期調節仍需加力提效，重點降低製造企業經營成本，持續促進企業生產預期改善。

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的地土面積，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於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。

## 中美貿易戰煙硝又起 農產品價格又將疲弱

CBOT 小麥與黃豆期貨 12 月 2 日下跌，因上週小麥出口 25 萬噸，較前週與去年同期幾乎減半，以及擔憂中美貿易衝擊黃豆出口；玉米則是上漲，因巴西 11 月玉米出口放緩，較前月減少 30% 至 430 萬噸。3 月玉米期貨收盤上漲 0.2% 成為每英斗 3.82 美元，3 月小麥下跌 1.2% 成為每英斗 5.3525 美元，1 月黃豆下跌 0.7% 成為每英斗 8.7050 美元。ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 12 月 2 日下跌 0.9% 成為每磅 64.80 美分，3 月粗糖期貨下跌 1.5% 成為每磅 12.75 美分。

UkrAgroConsult 11 月 29 日報告表示，根據最新的官方數據，俄羅斯 10 月份的小麥出口量為 420 萬噸，較前月減少 15%，較去年同期也減少 7%。自 7 月起的 2019/20 銷售年度首季，俄羅斯小麥出口量年減 8%。俄羅斯小麥的最大買家是土耳其，該國上季採購的俄羅斯小麥數量與去年同期持平；亞塞拜然進口的俄羅斯小麥數量則是較去年同期三倍增長，以色列與孟加拉採購的俄羅斯小麥數量也分別年增 4% 與 1%。俄羅斯小麥對其他一些主要出口市場的銷售則是下滑，包括埃及-32%、越南-53%、歐盟-48%、奈及利亞-33%。

印度國營的小麥與大麥研究所所長 Gyanendra Singh 表示，受到今年季風季節雨量充足的影響，印度小麥播種面積以及單位產量均有望增長，預計印度小麥產量將在上年度創新高的基礎上進一步增加。印度是第二大的小麥生產國，僅次於中國大陸，印度今年 6-9 月季風季節的雨量創下 25 年來最多，較平均值高出 10%，有利農戶進行播種。根據美國農業部的預估，2019/20 年度，印度小麥產量將首度超過 1 億噸達到 1.0219 億噸。如果天氣條件較佳的話，印度農戶會較傾向於增加小麥的種植面積，因印度國內的小麥價格在政府最低收購價的支撐下較其他作物更為穩定。印度政府雖然對 20 多種農產品都設定了最低收購價，但政府機關以最低收購價進行採購的主要還是小麥與稻米。2020 年印度小麥的最低收購價較上年度調漲 4.6% 至每噸 19,250 盧比（268.22 美元/噸）。Galipelli 表示，政府提高小麥收購價固然使得農戶的種植意願增加，但另一方面，印度小麥較高的國內價格也對出口造成阻礙。印度小麥的出口報價達到每噸 300 美元，相比競爭對手的小麥出口報價則可以低於每噸 250 美元。交易商指出，雖然印度新年度的小麥產量很可能將會超過 1 億噸，但是印度的小麥出口量甚至不到 100 萬噸，除非印度政府另外提供出口的補貼，否則情況很難改變。2018/19 財年，印度小麥的出口量為 226,225 公噸，較 2012/13 財年創新高的 650 萬噸大幅萎縮。

美國農業部上月報告將全球小麥產量預估較前月上調 30 萬噸至 7.6555 億噸，除了美國小麥產量下調 110 萬噸之外，阿根廷小麥產量預估也下調 50 萬噸至 2,000 萬噸，澳洲小麥產量預估下調 80 萬噸至 1,720 萬噸，加拿大小麥產量預估維持不變為 3,300 萬噸；歐盟小麥產量預估則是上調 100 萬噸至 1.53 億噸，俄羅斯小麥產量預估上調 150 萬噸至 7,400 萬噸，烏克蘭小麥產量預估也上調 30 萬噸至 2,900 萬噸。

## OPEC+ 考慮減產 原油期貨聞聲反彈

NYMEX 1 月原油期貨 12 月 2 日收盤上漲 0.79 美元或 1.4% 成為每桶 55.96 美元，因 OPEC 可能會考慮進一步減產，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 0.43 美元或 0.7% 成為每桶 60.92 美元。

OPEC+ 石油輸出國組織及俄羅斯等參與減產協議的產油國本週將會議，或會考慮將減產規模較目前的 120 萬桶/日再增加 40 萬桶/日至 160 萬桶/日。OPEC+ 協調油市供應以平衡供需與價格已經有 3 年的時間，當前的減產協議為減產 120 萬桶/日，期限至 2020 年 3 月底。俄羅斯能源部長 Alexander Novak 諾瓦克 11 月 29 日表示，他希望 OPEC 能夠等到明年 4 月再來討論是否延長減產協議。由於市場已經較為預期 OPEC 將延長減產，諾瓦克的發言也造成上週五紐約原油價格大跌 5%。不過，分析師認為，OPEC 內部已有共識要在本週的會議敲定新的協議。

OPEC 被迫必須減產的壓力主要來自於美國的產油增長，以及全球經濟增長放緩導致的需求疲軟。美國能源部 11 月 29 日公布的月度統計數據顯示，2019 年 9 月，美國原油日產量再創新高達到 1,246.3 萬桶，較前月的 1,240 萬桶增加 0.5%，較去年同期的 1,150 萬桶增加 8.4%。美國三大原油產地當中，德州原油產量達到 522.7 萬桶/日，較前月的 515.5 萬桶/日增加 1.4%，較去年同期的 463.4 萬桶/日增加 12.8%；墨西哥灣原油產量為 189.5 萬桶/日，較前月的 200.9 萬桶/日減少 5.7%，較去年同期的 179.8 萬桶/日增加 5.4%；北達科他州原油產量為 140 萬桶/日，較前月的 144 萬桶/日減少 2.8%，較去年同期的 134.2 萬桶/日增加 4.3%。9 月份，美國天然氣產量也創下新高達到 1,129 億立方英尺/日，較前月增加 1.5%，較去年同期增加 7.8%，兩大天然氣產地為德州與賓州。其中，德州天然氣產量達到 290 億立方英尺/日，較前月增加 1%，較去年同期增加 15.2%；賓州天然氣產量達到 192 億立方英尺/日，較前月增加 0.1%，較去年同期增加 8.6%。

美國能源部報告也表示，2019年9月，美國首度成為石油的淨出口國，淨出口石油8.9萬桶/日。報告也預估10月份美國石油的淨出口量將續增至55萬桶/日，2020年的石油淨出口量更將達到75萬桶/日。Rystad Energy能源顧問公司報告表示，美國的石油貿易正從2018年620億美元的貿易逆差，逐漸轉向為每年可能高達數千億美元的貿易順差。



## 中美貿易談判再生波瀾 金價多頭死而復生

COMEX 2月黃金期貨12月2日收盤下跌3.5美元或0.2%成為每盎司1,469.2美元，美元指數下跌0.4%，3月白銀期貨下跌0.8%成為每盎司16.966美元。法儲銀Natixis報告表示，2020年金價可能將面臨壓力，因該投行對美國經濟的展望較為正面，以及預期美FED現階段的降息週期已經結束。報告將2020年平均金價的預估從每盎司1,420美元下調至1,370美元，稱美國第三季GDP數據上修，以及市場預期至明年底聯準會再降息一次的機率只有約50%。不過，報告也指出，全球負殖利率債券規模達到12.5兆美元，仍將會為金價帶來支撐。ING荷蘭國際集團則是認為明年金價將會比當前價格略高，全年將維持小幅調整的基調，因對貿易以及經濟增長的不確定性仍將支持金價。該行預計2020年1-4季的平均金價將分別為每盎司1,500美元、1,470美元、1,470美元與1,480美元，全年平均金價為每盎司1,475美元。鑑於對貿易以及全球經濟的擔憂，明年金價仍有機會較現行水平略微上漲，上漲空間的多寡則主要看FED是否將擴大寬鬆，如果FED有較大的動作來因應經濟的放緩，金價也會有更多上漲空間。

金拓新聞的每週黃金調查顯示，12.2~12.6金價表現仍將膠著。在針對專業人士的調查中，27%認為本週金價將會上漲，33%預計將會下跌，另外40%則預期下週金價盤整持平。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 44%認為本週金價將上漲，37%認為將會下跌，18%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%。



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，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頭部，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。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。

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。

**(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)**