

FED 表態經濟運行穩定，升息腳步放緩停看聽

美國 FED FOMC 公告去年 12 月貨幣政策會議紀要顯示，多數 FED 官員認為當前利率處於適當水準，貿易爭端等風險有所緩解，全球經濟可能出現企穩跡象。紀要顯示，FED 高層認為將利率保持在當前水準足以支持美國經濟溫和增長、勞動力市場強勁和通膨穩定，還可以讓 FED 評估其政策對美國經濟的整體影響，讓美國經濟在受到全球局勢影響時得到緩衝。但一些與會者也擔憂，長期保持低利率可能會助長過度冒險行為，從而加劇美國金融領域失衡。

美國經濟仍面臨一定程度的下行風險，但部分風險近來略有緩解，如英國無協議“脫歐”可能性進一步降低等。此外，有跡象表明全球經濟增長前景可能正在企穩。該紀要指出，FED 官員討論了去年 9 月以來美國短期融資市場出現的流動性緊張問題，並考慮採取回購以外措施來調節流動性。數月來，FED 一直在通過隔夜回購和購買美國國債等手段向市場注入流動性。FED 去年 12 月 11 日宣佈將聯邦基金利率目標區間維持在 1.5% 至 1.75% 不變，符合市場普遍預期。受全球經濟放緩、經貿摩擦和多重不確定性影響，FED 2019 年 3 次降息，降息幅度為 75 個基點。美 FED 主席和多位官員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。

根據上次會議發佈的預測，在 17 位官員中，有 13 位預計在 2020 年維持利率不變，有 4 位預計將加息 25 個基點。大多數人預測 2021 年和 2022 年至少會有一次加息。沒有官員預測會在未來三年內降息。官員們還關注了他們最近採取的安撫貨幣市場的措施。9 月份的緊張局勢導致隔夜利率飆升。會議紀要稱，會議中提到的議題包括“在外匯儲備規模龐大的體系中，常設回購機制的潛在作用”。FED 在年底通過公開市場回購操作提供了 2560 億美元的臨時流動性，以避免出現現金短缺。在 2019 年的最後一次運行中，該系統僅獲得 256 億美元的注資，而最高可獲得資金為 1500 億美元。FED 計畫在 2020 年 1 月之前進行回購操作。

美 FED 主席鮑威爾表示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。2019 年 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。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 揭櫫 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 2019 年 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。

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，FED 可能將重新回到降息的路徑當中。

美國 ISM 發佈 2019 年 12 月 PMI 美國製造業採購經理人指數降至 47.2，連續 5 個月低於榮枯線，反映出美國製造業面臨嚴峻考驗。50 是 PMI 榮枯線，低於 50 意味著經濟活動處於收縮狀態。報告顯示，去年 12 月美國製造業訂單繼續減少，工廠持續減產。12 月美國製造業採購經理人指數是自 2009 年 6 月以來的最低值。報告顯示，美國製造業採購經理人指數 2019 年平均值為 51.2，是 10 年來的最低水準，比 2018 年的平均值下降了 7.6，是 2001 年以來的最大降幅。12 月，美國 18 個製造領域中，15 個出現萎縮，其中服裝和木製品業最為嚴重。報告還顯示，美國工廠就業指數降至 2016 年 1 月以來的最低水準，意味著儘管美國就業市場在其它領域普遍強勁，但是製造業的就業態勢進一步疲軟。主要是受到美國國內企業投資回檔、全球需求走軟以及美中貿易關係的影響。波音公司 737MAX 飛機遭遇禁飛成為美國製造業採購經理人指數難以迅速恢復的原因之一。



歐盟調整對外貿易政策 試圖為經濟衰退找活路



《理解 21 世紀歐盟貿易政策》一文章認為過去 20 年中，歐盟實施了積極的貿易政策，進行了多項雙邊貿易協定談判，並積極參與世界貿易組織的談判。在這一過程中，歐盟擴大了其談判貿易協定的範圍。歐盟貿易協定的全面性引起了一定的擔憂，其焦點在於貿易協定泛政治化將增加與全球化相關的貿易成本。有觀點認為，協議的談判範圍將決定政治化程度，但其他因素也在起作用，包括價值觀、身份、文化、體制、經濟競爭和新技术等。

針對這種泛政治化現象，歐盟試圖優化貿易協定和談判，使之更加透明。對此，歐盟委員會實施了一系列改革，如公佈解釋性檔、文本提案和協力廠商信函，以及公佈與利益相關者和政策官員會晤的結果等。歐盟還致力於研究如何使這些協定更加“進步”。歐盟新貿易戰略的“平衡”要素與確保交易夥伴尊重其義務

和處理不公平做法有關，而“進步”要素側重於捍衛歐盟的法規和規範，提高談判透明度，實施新的外國直接投資篩選框架。但這種做法與歐盟過去的做法沒有太大的不同，因而最終對減少政治化的影響十分有限。

歐盟貿易政策不同程度的政治化並不是 21 世紀國際貿易結構變化的唯一結果，國際貿易的變化也體現於全球價值鏈的發展壯大、貿易“服務化”和數位化的進程。鑒於全球價值鏈對歐盟經濟的重要性，歐盟必須尊重國際貿易規則，以促進歐盟對貨物、服務、資本、思想和資料資訊的開放。

歐盟過去 20 年與俄羅斯的貿易和能源關係時表示，歐盟影響其重要經濟夥伴的標準和做法的能力仍然有限。歐盟如果要實現與合作方在管理和行政事項方面的互利共贏，就需要談判各方進行可持續的合作。因此，協定必須涵蓋合作機制設計，確保協定生效後的合作與協調順利開展。隨著新的貿易協定越來越多地涉及監管合作，瞭解這些協定生效後的執行能力至關重要。如果歐盟與其交易夥伴之間在協定執行程度或品質上存在差異，那麼理解其中的原因也很重要。因此，對貿易協定執行情況的研究應列入 21 世紀歐盟貿易政策的研究議程。

比利時布勒哲爾國際經濟研究所 2019 年 11 月發佈的報告《中國與歐盟經濟關係現狀》提出，中國是歐盟第二大出口市場。中歐經貿合作的持續深化將為中歐經貿合作發展創造更多機遇。2019 年，中歐貿易合作成績顯著。中歐在綠色治理方面有更為廣闊的合作空間。中國可以在水資源治理方面發揮更重要的作用，深化國際合作，推進水利基礎設施建設。在全球化進程中，政策決定的影響力更為廣泛和深遠。一國的政策決定很可能會影響到其他國家的民眾。未來，各國要將眼光放得更加長遠，推進包容可持續發展。隨著英國“脫歐”，英國政府未來可能更傾向於加強中英貿易以對沖“脫歐”導致的經濟影響。對於歐盟而言，失去英國的洞見及經驗無疑是重大損失。相較於英國“脫歐”，將英國留在歐盟會使歐洲的安全政策更為強健。

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，目標應用於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。

工業低產出、貨幣低通脹、低利率，再加上宏觀環境高度不確定性，歐洲經濟度過了艱難的 2019 年，雖然歐盟地區 GDP 生產總值有望連續第 7 年保持正增長，但預計僅略高於 1% 的實際增長率，可能創下 2014 年以來最低水準。歐盟委員會 2019 年 11 月發佈的經濟預測報告認為，歐洲經濟似乎正步入長期增長乏力、通脹疲軟的時期。雖然勞動力市場保持強勁、失業率繼續下降，但外部環境對歐洲經濟的支持程度大大降低，不確定性越來越高。

根據歐盟委員會最新預測，2020 年歐盟經濟預計增長 1.4%。歐洲央行預測 2020 年歐元區經濟增長 1.1%。相比之下，IMF 國際貨幣基金會相對樂觀，預期隨著全球貿易回暖，2020 年歐洲經濟增速有望反彈至 1.8%。分析人士認為，不確定性仍是 2020 年歐洲經濟下行壓力的主要來源，包括延宕已久的英國“脫歐”、美歐之間的貿易摩擦等。隨著保守黨在 2019 年 12 月英國議會選舉中大勝，新議會隨後通過“脫歐”協議相關法案，英國 2020 年 1 月底與歐盟正式“分手”的概率增加，相應的不確定性降低。然而，名義“脫歐”之後的經貿關係談判可能引發新一輪曠日持久的博弈，如果英國與歐盟無法在 2020 年底完成經貿關係談判，且不延長“脫歐”過渡期，那麼實質上的無序“脫歐”將顯著衝

擊歐洲經濟。解除英國“脫歐”警報為時尚早，歐盟與英國很難在過渡期內達成自貿協定，更何況大選後英國內部問題依然存在，包括可能出現的第二次蘇格蘭獨立公投，都會引發人們對不確定性的擔憂。

另有分析指出，如果歐盟與英國無法在關稅稅率、監管標準等關鍵問題上達成一致，英國“脫歐”可能在 2020 年底再度告急，影響新投資以及企業和消費者信心。同時，與國際貿易相關的不確定性持續籠罩歐洲。歐洲央行行長拉加德指出，2018 年以來，世界貿易增速已經減半，持續的貿易緊張局勢和地緣政治不確定性令世界貿易增長進一步放緩。

如何在不確定性中實現可持續增長？歐洲一方面依賴超寬鬆貨幣政策，另一方面企圖從財政政策和結構性改革中挖掘內部增長動力，從而降低外需依賴，提高增長韌性。2019 年 9 月，歐洲央行決定進一步下調歐元區隔夜存款利率，並重啟購債計畫。儘管 2020 年歐元區利率水準預計將保持歷史最低，量化寬鬆持續刺激流動性，但超寬鬆貨幣政策的邊際效益正在遞減，副作用不斷上升，特別是負利率。歐洲央行認為，依賴低利率的資產估值未來可能面臨調整。中長期看，影響歐元區金融穩定的主要風險點包括一些金融資產錯誤定價，一些成員國公共和私人部門債務沉重，銀行業盈利前景黯淡，以及非銀行金融部門為追求高收益而加大風險偏好。拉加德呼籲歐元區各成員國擴大生產性投資。投資對應付當前的挑戰尤其重要，不僅能在短期刺激需求，還能使歐元區在長期的全球性挑戰中保持競爭力。

日美貿易協定生效 市場不抱高度期待

日美貿易協定於 2020 年 1 月 1 日 0 時正式生效，日本外相茂木敏充評論稱該協議生效“意義重大”。但日本農林水產省與日媒此前分析顯示，該協定對日本工農業好處有限。據報導，這項有關農產品和工業品的協定規定，日本在不超出《跨太平洋夥伴關係協定》所規定的水準範圍內，對美國開放農產品市場。其中，牛肉的進口關稅自 1 日起，從過去的 38.5%調至 26.6%，最終將下調至 9%。除牛肉外，豬肉 4.3%的關稅最終將降至零；一些乳酪產品的關稅將從目前的 29.8%階段性降至零，葡萄酒關稅最終也將被撤銷。

汽車產業方面，對於日方要求美方不再對日本產汽車追加增稅的問題，根據 9 月達成的日美共同聲明，協商會在協定生效 4 個月內開展。日本首相安倍晉三與美國總統特朗普當地時間 2019 年 9 月 25 日下午在美國紐約舉行會談，就締結貿易協定達成最終協定並簽署檔。日本農林水產省 2019 年 12 月 23 日曾發佈估算稱，日美貿易協定生效將使日本國內農業減產，減產額最多可達約 1100

億日元(約合人民幣 71 億元)。日本共同社此前也發表評論認為，該協定未能撤銷對日本產汽車和相關零部件的關稅，生效後給日本工業帶來的好處預計十分有限。

美國和日本雖然在 1945 年後逐漸形成特殊的雙邊關係，但對於貿易問題，東京和華盛頓從上世紀 80 年代以來一直有種“親兄弟、明算帳”的味道。伴隨美元持續走高和經濟衰退，美日雙邊貿易赤字不斷擴大。美國參議院還一度以 92 比 0 的投票結果，譴責日本“從事不公平貿易”，並通過針對雙邊貿易關係的“超級 301”條款。川普對日本前所未有的炮轟震動了大洋彼岸要把美國人的工作從其他人手中搶回來，《美日安保條約》要求美國有責任保護日本，日本這是在“搭便車”！日本通過操縱外匯出口廉價產品.....

2017 年 1 月川普正式入主白宮後，第一件事就是宣佈美國退出 TPP 跨太平洋夥伴關係協定。這對日本無異於當頭一棒日本於 2013 年 7 月參加 TPP 談判，歷時兩年多，眼看 2016 年 10 月協定大致達成，可望與美國、澳大利亞、新加坡、越南等國實現關稅減讓等貿易便利化合作，在宣判 TPP “死亡”的同時，川普政府將美國與日本的雙邊貿易協定作為替換方案，並於 2018 年 4 月啟動首輪談判。按照川普的說法，日本向美國出口大量汽車，而美國車在日本不多這不公平。美國對日本貿易逆差大約 670 億美元，其中大部分源於汽車產品。他還表示要在日美貿易協定中引入“極為嚴格的規定，防止操縱匯率”。日本共同社等媒體當時斷言，與強勢的美國談判，對日本而言是一筆“無法拒絕的虧本買賣”，這“完全是為了日美同盟。經過一年多談判，日美終於達成一份有限的貿易協定。今年 11 月 19 日和 12 月 4 日，協定分別獲得日本眾參兩院通過。美方則計畫採取所謂“快速通道”審批程式，無需經國會表決。這意味著如果不出意外，協定將在 2020 年 1 月 1 日正式生效。

按照新協定，日本將對大約 72 億美元美國農產品減免關稅，包括牛肉、豬肉、小麥、乳酪、玉米和紅酒等。相應地，美國將對日本醬油等價值 4000 萬美元的農產品，以及蒸汽渦輪、機床、自行車、樂器等工業產品實行關稅減免。

日美貿易新協定把汽車產品排除在外，美國維持對日本汽車和零部件 2.5% 的關稅稅率。美國貿易代表萊特希澤說，美日將在下一輪談判中解決進口汽車關稅事宜，談判預期明年 4 月開始。共同社報導，日方將尋求完全免除汽車和零部件關稅，但獲美方同意可能性不大。

按日方說法，日美首腦會晤時確認，不會就汽車產品加征關稅，不會設置日本汽車進口限額。為防止任何一方食言，日美在新協定中約定：“切實履行協定期間，不採取違反聯合聲明的行動。”

《日本時報》認為，這是一份有限的、看似臨時的協議，雙方都想“要更多”。日美貿易協定沒有太多可圈可點之處，一是沒有談及關鍵的汽車關稅減免問題，二是兩國對農產品稅率的安排依然維持在之前 TPP 談判時的水準。可以說只是形式上完成了貿易協定。不平衡的讓步，揭穿了安倍聲稱日美貿易協定是雙贏的謊言。美方未能就美國對汽車關稅的承諾提供任何確鑿的證據，反而訴諸令人作嘔地重複協議中的條款會把可信度推到崩潰邊緣。

美日貿易新協定屬於“階段性”協定。未來 4 個月，美方可能評估第一階段兩國經貿往來實際情況，提出協定的 2.0 版、3.0 版，雙方要達成第二階段協定將不太容易。從美方而言，按照美聯社說法，美日“迷你”協定沒有化解雙方在汽車產品方面的巨大分歧，很難想像特朗普會在對日汽車加稅方面，滿足東京要求撤銷關稅的願望。此外，美國商界堅持要求美日達成包括金融、服務、投資規則等領域在內的更廣泛的 FTA，使美國企業有更多機會進入日本市場，包括保險和醫藥行業。“可以想見，特朗普的手下一步會伸得更遠。”陳友駿說。

從日方而言，國內諸多不滿為下一步談判帶來阻力。共同社報導，CPTPP《全面與進步跨太平洋夥伴關係協定》以及日歐 EPA “經濟夥伴關係協定”生效以來，日本國內市場已經受到一定程度的衝擊，日美貿易協定將使日本農民產生更多抱怨，擔憂廉價農產品湧入市場給他們帶來重創。日本有理由對善變的美國總統感到擔憂。就在不久前，川普考慮對巴西和阿根廷的鋼鋁產品加征關稅，他還瞄準法國，威脅對價值 24 億美元的商品徵收 100% 的關稅。儘管安倍在 2016 年美國大選後尋求與特朗普建立親密關係，執著地將友情升級為直呼其名的“晉三和唐納德”的友情，但“大家都知道特朗普不是個容易取悅的人”。有限協定讓日本短期內免受美國打壓和要脅，但長期來看前景並不明朗，而且接下來的談判恐難迅速取得成果。

日本一直希望將川普政府納入多邊貿易協定的框架，與其他夥伴一起‘群毆’美國，避免單線作戰，但只要特朗普代表的共和黨政府還在，安倍的算盤打不響。日本將繼續處於被動局面，接下來日子不會很好過。反觀美國川普明年 4 月可能不會立即打破“不對日本汽車加征關稅”的承諾。但他會以此為籌碼，迫使日本在其他方面作出讓步。明年，東京還將開始與華盛頓就駐日美軍成本分攤問題展開談判。日本可能在貿易問題上“讓利”，換取在國家安全領域“得利”。影響美日下一階段博弈的因素還有美國大選。如果川普的選情順風順水，第二階段談判不至於那麼棘手。反之，如果選情遇到大麻煩，美國可能加大施壓力度，加劇雙方政治博弈難度。

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。



英脫歐已成定局 但經濟情勢仍撲朔



2020 年開始之際，擺在英國政府面前的除了 1 月底如期“脫歐”，還有一項重要使命是如何在“脫歐”後提振經濟。在全球經濟處於金融危機後最低增速、歐洲經濟整體疲軟的背景下，英國經濟如何緩解“脫歐”帶來的不確定性，重振投資和消費信心，將考驗強森政府的經濟治理能力。2019 年以來，英國經濟繼續受“脫歐”所累，尤其是“無協議脫歐”風險，嚴重擾亂商業決策，導致經濟增長波動巨大。目前多數機構預測，英國 2019 年經濟增長率為 1.3% 左右，低於 2018 年的 1.4%，為 2010 年以來最低水準。

英國國家統計局 2019 年 12 月 10 日發佈的資料顯示，10 月份英國經濟環比增幅為 0；截至 10 月份的 3 個月裡，環比增幅也為 0。此前資料顯示，2019 年三季度，英國經濟環比增長 0.3%，在二季度下滑 0.2% 後止跌回升，避免了技術性衰退。最新資料顯示，2019 年第四季度，英國經濟進一步疲軟，11 月份零售額同比下降 0.6%。與此同時，PMI 採購經理人指數等調查資料顯示，英國製造業萎縮仍在加劇。2019 年 12 月，英國製造業 PMI 從前一月的 49.1 進一步下滑至 47.5，已連續 8 個月位於 50 榮枯線下方。此前資料顯示，英國經濟支柱服務業活動也已開始收縮，四季度經濟已步履蹣跚。英國 2019 年第四季度 GDP

國內生產總值為零增長，這將使 2019 年全年經濟增長率降至 1.3% 的 10 年低點。當前預測顯示，2020 年英國 GDP 增長率甚至要低於 2019 年，將僅為 1.0%。但預計隨著 2020 年政府採取更多刺激措施，經濟增長將會加速。最新資料證實，2019 年底英國經濟增長已陷入停滯。由於長期的不確定性，生產率增長乏力、投資低迷，英國經濟受到了拖累。儘管 2019 年 12 月的大選結果可能會消除一些不確定性，但能否讓企業投資重拾信心，仍值得懷疑。

英國央行新任行長安德魯·貝利將於 2020 年 3 月中旬正式上任。作為擁有 30 餘年央行工作經驗的老將，貝利的勝出被專家視為英國央行政策連續性的保證。在英國 1 月底實現“有序脫歐”的前提下，預計至少在 2020 年上半年，英國央行將延續當前貨幣政策，下調或上調利率的可能性都不大。

貝利在英國央行曾擔任過多個部門要職，從業經驗豐富。他在金融監管及金融危機應對方面的出色表現，以及作為審慎監管委員會和金融政策委員會成員的身份暗示，“脫歐”後英國金融監管政策的完善將成為他任期內的優先任務。但貝利目前不是貨幣政策委員會成員，其貨幣政策主張尚不明朗。

在英國央行 2019 年 12 月的貨幣政策委員會會議上，該委員會認為，過去一個月內，從全球經濟增長和英國“脫歐”這兩大關鍵下行風險來看，進展較為樂觀，但要宣佈這些風險已消除還為時過早。專家認為，在 2020 年 3 月中旬貝利上任時，預計貨幣政策委員會仍維持上述判斷。

在經濟低迷的環境下，當前英國央行面臨的通脹壓力較小。最新資料顯示，2019 年 11 月，英國 CPI 消費價格指數漲幅為 1.5%，與 10 月份的三年低點持平。2020 年全年英國 CPI 漲幅將保持類似水準。因此，儘管名義工資增長繼續放緩，但溫和通脹環境將讓消費者繼續享受實際工資改善帶來的紅利。在通脹保持溫和、家庭收入提振、消費能力改善的背景下，為保持較低水準的借貸成本，預計 2020 年全年英國央行都會將利率維持在 0.75%。

為支持 2020 年英國經濟增長，預計強森政府將對財政政策委以重任，通過財政擴張措施來刺激經濟，並使部分推遲的商業投資獲釋放。在 2019 年 12 月的大選中，執政黨保守黨在競選宣言中提出了適度寬鬆的財政政策，計畫在 2023-2024 年淨支出約 73 億英鎊，僅占 GDP 的 0.3%；但同時提出財政支出的上限為 GDP 的 3%。專家認為，該上限賦予了保守黨進一步增加投資來刺激經濟增長的空間。2020-2021 財年，英國財政支出將出現 15 年來最強勁增長。考慮到保守黨在大選中贏得的有利地位，將於 2020 年 2 月公佈的預算案中，預計強森政府將增加財政支出，尤其是公共部門投資。在財政支出占 GDP 3% 的上限範圍內，保守黨仍留有相當大的空間。考慮到保守黨在此次大選中贏得了部分不

太富裕地區的原工黨席位，預計詹森政府也將加大對這些地區的投入，以回饋選民的支持。

英國政府最新表態也強化了進一步放鬆財政政策的預期，包括立法承諾增加國民保健體系(NHS)資金、優先考慮基礎設施投資等。據英國媒體報導，詹森政府將在未來五年投入約 1000 億英鎊，用於公路、鐵路及其他基礎設施項目建設，尤其是在大選中支援保守黨的搖擺地區，以回饋選民。英國財政大臣薩伊德賈維德也曾表示，計畫投入 390 億英鎊用於北方經濟增長區鐵路項目以及旨在改善英國工業腹地交通、技能和培訓的“中部引擎”專案。2020 年詹森政府的主要挑戰將是用一套新的財政規則來兌現這些承諾。

路透社 2020 年 1 月 1 日報導英相強森在新年賀詞中表示，2020 年英國脫離歐盟時，他將把這個分裂的國家重新團結起來。兩周前，也就是當地時間 12 月 13 日，英國議會下院選舉結束，計票結果顯示，強森領導的保守黨贏得 650 個席位中的 364 個，遠超半數，贏得大選，強森將繼續擔任首相。

強森在新年賀詞中說，他新年第一份工作將是確保英國“脫歐”順利進行，然後治癒脫歐投票所帶來的創傷。新的議會，由人民選出，以人民的利益為優先，並最終尊重全民公決實現‘脫歐’。目前在加勒比海度假的強森還承諾，加緊增撥國民保健計畫的資源、改善國內基礎設施建設、打擊暴力犯罪等，都是未來英國政府今年的主要任務。其中，推進英國國家醫療服務體系(NHS)將是他的首要任務。“我們將在保持低稅率的同時，完成所有這些工作。

英國《金融時報》對 85 位經濟學家進行的年度調查顯示，經濟學家普遍估計，英國 2020 年經濟成長率不會有太大起色，原因是英國脫歐的不確定性，將繼續抑制企業投資意願，抵銷了英國執政保守黨先前大選勝利對經濟帶來的提振效果。接受調查的絕大多數經濟學家預測，2020 年英國生產力將保持薄弱的窘況，加上英國與歐盟之間未來貿易關係仍未底定，英國經濟復蘇的幅度恐有限，前景黯淡。超過三分之一的受訪者認為，英國 2020 年 GDP 國內生產毛額成長率將低於 2019 年，恐創下 10 年來最糟表現。另外三分之一受訪者則認為，儘管英國政府可能會增加公共支出以應對經濟不景氣，但英國 2020 年 GDP 成長率只會比 2019 年略有改善。

IHS Markit 公佈英國 2019 年 12 月 PMI 製造業採購經理指數終值由前一個月的 48.9 跌至 47.5，低於市場預期，並創 4 個月最低。期內產出分項指數由 49.1 跌至 45.6，是 2012 年 7 月以來最低。新訂單指數亦連續 8 個月處於 50 以下的收縮水準，並接近逾 7 年來最低。2019 年 12 月投資需求仍然疲弱，信心低迷，惟當地消費者商品需求及出口需求則有所增強。

中國宏觀經濟仍具備週期性 政策推動仍以韌性穩進為主



2020 年是中國全面建成小康社會和“十三五”規劃收官之年。目前，中國正處在轉變發展方式、優化經濟結構、轉換增長動力的攻關期，外部環境仍然複雜嚴峻，中國尚處於工業化中後期和城鎮化中期，經濟發展的歷史縱深仍然廣闊，供給側要素條件持續升級，人口紅利正在向人才紅利、工程師紅利轉化。同時，資金比較充裕，科技創新日新月異，數字經濟正在向傳統製造業進發，整個經濟“蓄勢”特徵十分明顯。

因此，2020 年中國宏觀經濟管理的主要任務是繼續創造和維護經濟平衡運行的總體環境，既要保持對於經濟增長速度的平常心，不因短期上下波動而過分憂慮，還要多措並舉，保證宏觀經濟運行在 6% 左右的合理區間。在財政政策方面，要繼續落實落細減稅降費政策，進一步啟動市場主體的內生動力。增發 3.15 萬億元的地方政府專項債券，上馬川藏鐵路等一批大項目，從投資側有力地穩住我國經濟平穩運行的大盤。在貨幣政策方面，在保持流動性合理充裕的同時，著力疏通貨幣政策的傳導機制，切實緩解民營企業融資難融資貴難題。

此外，加強財政政策、貨幣政策與產業政策、區域政策、就業政策之間的協調，保證中國經濟運行在合理區間，為促改革、調結構、防風險，早日轉向高品質發展創造條件，圓滿完成“十三五”和全面建成小康社會收官之年的各項任務，為開啟現代化新征程奠定堅實基礎。《2020 年中國經濟展望》預測，2020 年 GDP 增長目標設定在 6.0% 左右，實際增長率將達到 6.1%，順利實現“決勝小康”目標。2019 年諸多因素對 2020 年的經濟目標形成了挑戰。中央經濟工作會議明確提出 2020 年是全面建成小康社會和“十三五”規劃收官之年，要實現第一個百年奮鬥目標，為“十四五”發展和實現第二個百年奮鬥目標打好基礎，

做好經濟工作十分重要。報告認為，第四次經濟普查即使上修 GDP 資料，對實際 GDP 增速的影響也較為有限。在 2019 年經濟增速 6.1% 的情況下，即使考慮經濟普查的影響，2020 年實現翻番目標 GDP 增速仍不能低於 6%。因此需要科學穩健把握宏觀政策逆週期調節力度，以確保經濟實現量的合理增長和質的穩步提升。報告指出，2020 年經濟或將前低後高，一季度 GDP 增速 6.0%，年底逐步回升至 6.2%，2020 年全年增速有望達到 6.1% 左右。2020 年上半年是增長高潮期，基本奠定全面經濟目標的達成；上半年財政政策和貨幣政策較寬鬆，下半年財政政策繼續寬鬆，財政赤字預算上調，降准、降息陸續有來。2020 年中國 GDP 增長率的目標 6.0% 左右，實際達成可能是 6%-6.1%。CPI 控制在 5% 以下。人民幣兌美元匯率在 7 左右浮動。央行有可能推出有助於解決“流動性分層”、“信用分層”的舉措

經濟增長階段的變遷會經歷不同驅動要素的輪換。其中第一階段往往靠人口；第二階段靠資本；第三階段靠技術進步。中國的增長過程亦是如此，90 年代初至 00 年代末，依靠勞動力成本優勢，建立了龐大的代加工和出口產業鏈；再往後的十年中，依靠資本優勢進一步搭建了全產業鏈工業體系以及基建地產產業鏈。當前階段，勞動力、資本的邊際回報遞減已比較明顯，而新的驅動力量正在形成，這就是“工程師紅利”，它包含著教育、研發、技術的產業化應用所帶來的效率提升。在上述過程中經濟增長速度會逐步放緩。到了成熟階段之後，增長的內生性更強，更依賴技術進步，約束條件更多，願意承受的風險也更低，增長速度就會慢下來。

中國的儲蓄率 2010 年之後緩步下行，但 2018 依然有 45%，而同期新興市場大約為 33%，全球為 26%，G7 大約為 20%，美國儲蓄率大約為 19%。IMF 預計中國國民儲蓄率將緩步下降，2024 年將降至 40%。既然儲蓄率沒有快速下來，經驗上來看潛在經濟增速也不應該那麼快下沉。中國和日本、韓國經濟具有不少相似點，比如高投資率、產業趕超，先後成功跨越中等收入陷阱，以及到一定階段之後出生率下降更快。中國目前人均 GDP 大約 1 萬美元左右，趁著發展較快的階段加速追趕是必要的。過去五年美國實際 GDP 平均增速大約是 2.5%，2018 年是 2.8%，按照目前中美的實際 GDP 總量量級粗略估算，2.5% 意味著我們的實際增速在 3.6% 以上就可以縮小與它的差距，2.8% 則意味著中國需要 4.2% 以上。

中國的“新經濟”占增加值的比例 2018 年已有 16%，新增投資中占比已近三成；由於新經濟在增加值和投資上的增速更快，這兩個比例每年都在上升。換句話說，只要是經濟穩定發展，新經濟貢獻會持續上升，轉型每一刻都在發生。

但反過來看，由於存量經濟占 84%，它決定著需求穩定、就業穩定、金融穩定，經濟增長速度一旦下行過快，一則地方政府和企業沒那麼多資金進行轉型投資；二則資本所面臨的風險溢價也會更高，新經濟也會顯著受損。以 2008 年金融危機為例，危機期間只有極少部分細分行業出現了一定的逆經濟週期特徵，絕大部分行業興衰都是順週期的，再新的行業也不會獨善其身。在經濟下行壓力加大的 2019 年 Q3，“電腦、通訊和其他電子設備製造業”行業的景氣度也明顯下行。

2018-2019 年經濟增速下降過快是因出口和固定資產投資同時承壓，歷史經驗表明二者不能同時出問題。2012 年之後出口下行的階段，固定資產投資一般會逆週期上行，經濟能夠承受一定程度出口下行；2016-2018 年初固定資產投資下行，但出口整體處於擴張期，經濟能夠承受一定程度固定資產投資下行。而過去六個季度是一個比較典型的出口和固定資產投資同時承壓的組合。2019 年前 11 個月出口累計增速只有-0.3%，固定資產投資累計增速只有 5.2%。出口一方面受外需放緩的影響，另一方面則受貿易環境變化的影響。固定資產投資下行過快，則是源於基建的小幅硬著陸，以及同期製造業投資處於去庫存週期。

2019 年政策推動了大規模的減稅降費，它有效擴大了企業盈利的韌性，也推動了微觀主體信心的回升。但減稅降費本身不能解決固定資產投資失衡問題。一則製造業投資傾向是順週期的，在經濟下行期，製造業投資不會逆勢上升；二則財政收入減少對於財政支出空間亦有一定擠出效應。

2020 年的一個現實情況是房地產投資可能會觸頂放緩，地產投資在目前累計增速基礎上回落 5 個點，則固定資產投資增速會自然下降 1 個點以上，失衡會更為明顯。要實現經濟的內生平衡，只有推動基建投資、製造業投資回到均衡位。2019 年前 11 個月基建投資只有 3.5%的累計增速，製造業投資只有 2.5%，對於一個名義增長 8%左右的經濟體來說，這兩個增速明顯偏低。製造業庫存目前已經見底。中上游一些比較重要的行業，目前庫存都處於三年為維度的一輪庫存週期底部區域，在過去幾個月中，進入庫存底部的行業越來越多。如果需求出現擴張信號，則製造業會順勢出現補庫存。

出口形勢目前依然不是太清晰，能承擔這個初始動力的只有基建。政策也已經明確指出要加強基礎設施建設，投向具有乘數效應的領域。專項債新政、項目資本金新規，以及較早投放的專項債額度也都將助推基建修復。估計 2020 年積極財政政策將會承擔更清晰的角色。2019 年季度增速下降過快是因為出口和固定資產投資同時承壓，並不代表內生趨勢增速同等幅度的下降。預計政策仍會把 6%左右當作 2020 年的目標增速，而要實現這一目標，則需要穩定住仍在繼續

承壓的固定資產投資。要穩住固定資產投資，則需要寬財政穩貨幣，適度推動基建修復，以基建修復來帶動製造業補庫存。

中國宏觀經濟中的週期，是一種經驗法則。有觀點認為庫存低不是補庫存的理由，本質上是需求驅動庫存，這實際上是混淆邏輯和經驗規律的區別。週期是現實經濟世界展現出來的一種經驗規律，而不是先驗的。在過去數十年中，全球經濟呈現出比較明顯的週期性特徵。而且即使對於美國、日本等後工業化時代的經濟體來說，經濟短週期規律依然明顯存在，也是經濟分析的主流視角之一。經濟結構的變化是一個漫長的過程。

2015-2016 年，也有不少研究認為中國經濟不再有週期性，或者新生經濟力量的產生會完全改變傳統週期性。但實際上 2016 年庫存週期觸底所展示出的規律性，無論在經濟表現，還是在利率和權益資產上，都非常顯著。對於資產定價的過程來說，趨勢性和週期性更是一體兩面；而且資產定價世界中的週期性會因為本質是圍繞價格而容易被階段性放大。資產本身是沒有絕對好的壞的，只有價格低於價值的，和價格高於價值的。我們可以設想一下，如果市場只有趨勢性，那麼資產定價的過程就會因為太簡單而不存在。

在過去幾年中，通過金融去杠杆和實體去杠杆，已有效推動了杠杆增量變化的控制和金融風險的緩釋。就存量杠杆水準來說，目前中國的宏觀杠杆率大致穩定在 250% 左右，考慮到中國是間接融資為主的經濟體，就全球比較來看，這一杠杆率水準已不算明顯偏高。從計算方式上來說，宏觀杠杆率是債務/GDP，所以要控制宏觀杠杆率，一方面是約束分子，另一方面是做大分母，即進一步啟動經濟增長動力。如果階段性分母收縮過快，則宏觀杠杆率可能會被動上行。所以，修復和提升微觀經濟績效將實質性有助於控制宏觀杠杆率。

這一則涉及到地方政府的經濟績效。2019 年底政治局會議明確指出“完善擔當作為的激勵機制”。約束和激勵歷來是中國經濟體制效率的一體兩面。金融去杠杆和實體去杠杆有效建立了地方舉債的約束機制；“擔當作為的激勵機制”是後續的一個看點。二則涉及到微觀經濟特別是製造業的投資回報率。這一點不止與稅收環境等因素有關，需求的連續性似乎是一個更重要的因素。終端需求有連續性，利潤環境才會穩定，投資和研發才會穩定。

二戰後全球製造業經歷了幾輪分工和專業化。第一輪是日本和德國製造業崛起；第二輪是四小龍和四小虎的崛起；第三輪是金磚四國；我們傾向於認為下一輪全球分工專業化的方向之一是中國承接更多中高端製造，東南亞承擔更多勞動密集型行業。中國的“工程師紅利”和東南亞的“低成本替代”將是新一輪全球製造業分工和專業化的驅動，2018 年我們在《未來十年全球經濟的 α 在 U2》中

把兩個經濟體稱為“U2”，即全世界最大的兩個轉型升級的經濟體。從全球資產的角度，U2 也是兩個最大的 α 。這一點放在未來十年都是值得重視的。

2019 年中國國內資本市場有兩個典型特徵。一是擇時規則簡單，基本上按照政策穩增長和調結構節奏就可以；二則擇時相對沒那麼重要，2019 年資產表現集中於和經濟波動關聯度最低的幾個領域。在中美貿易摩擦不確定、資管新規過渡期不確定，以及名義增長下行深度不確定的背景下，市場擔心資產負債表風險。2020 年可能會有所不同，在基建和固定資產投資修復，製造業補庫存，名義增長和企業盈利觸底回升的背景下，週期性的短期確定性會高於趨勢性，資產表現會呈現出更均衡的特徵。

中美貿易即將成協議 農產品價格盤堅走高

CBOT 農產品期貨 1 月 2 日全面上漲，黃豆期貨創下一年半以來新高，因預期中國需求增加的影響。3 月玉米期貨收盤上漲 1% 成為每英斗 3.9150 美元，3 月小麥上漲 0.3% 成為每英斗 5.6025 美元，3 月黃豆上漲 0.1% 成為每英斗 9.5625 美元。ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 1 月 2 日上漲 0.3% 成為每磅 69.27 美分，3 月粗糖期貨下跌 2.2% 成為每磅 13.13 美分。

自 10 月起的歐盟 2019/20 年度糖產量預估將連續第二年下滑，主要因為生長季節的天氣不利，以及甜菜種植面積減少的影響。展望 2020/21 年度，種植面積仍將會是影響歐盟糖產量的關鍵，而英國脫歐對貿易的影響也將值得觀察。紐約粗糖期貨 2019 年上漲 11.6%，在農產品當中的表現較佳。S&P Global Platts Analytics 的報告指出，2019/20 年度，歐盟甜菜種植面積年減 5.4% 至 170 萬英畝，糖產量則預估將年減 44.3 萬噸至 1,750 萬噸。糖產量預期減少也影響到出口表現，歐盟執委會的數據顯示，2019 年 10 月，歐盟糖出口量僅 103,000 公噸，較去年同期的 266,712 公噸大幅減少。2019/20 年度，歐盟糖出口量將為 132 萬噸，進口量 174.5 萬噸，這意味歐盟糖的貿易逆差將有 42.5 萬噸。英國脫歐也是 2020 年歐盟糖市的關注重點，2018/19 年度，英國的糖消費量約 200 萬噸，其中國內糖產量 115 萬噸，缺口當中有 41 萬噸自歐盟國家進口糖補足，其餘則是進口自歐盟以外國家。

2019 年，南美的玉米出口大幅增長，主要因為作物豐收、亞洲市場需求，以及美國天氣不利等因素的影響；但 2020 年局面可能出現改觀，美國玉米出口可望大幅改善。報告也稱，雖然中國大陸爆發非洲豬瘟疫情，但亞洲市場的玉米進口需求並未大幅減少，主要因為其他動物的飼料需求仍在增長的影響。巴西與阿根廷的玉米出口預估要較官方預估更為保守，其中對巴西玉米的出口預估為介

於 3,000-3,600 萬噸之間，低於巴西農業部所預估的 4,000 萬噸；阿根廷玉米出口預估為 3,300 萬噸，低於上年度的 3,600 萬噸。巴西國內的玉米需求也在增長，從而降低其出口能力，荷蘭合作銀行預估巴西本年度國內玉米需求將從上年度的 6,400 萬噸增加至 6,800 萬噸。

雖然中美兩國上月已經宣佈達成第一階段貿易協議，但 2020 年黃豆市場仍將繼續關注貿易協議的細節，中國黃豆需求在非洲豬瘟疫情之後的恢復程度也是關鍵；此外，過去一年多來巴西黃豆積極搶佔中國市場份額，雖然近期在貿易緊張降溫的局勢下美國黃豆出口有所增長，但很快巴西黃豆將會迎來收成季節，屆時美國黃豆在沒有價格優勢下能否繼續維持出口增長也是觀察重點。芝加哥黃豆期貨 2 日甫創下一年半新高，因預期大陸需求增加的影響。巴西新年度黃豆產量預期將創下新高，巴西農業部此前的預估為 1.22-1.24 億噸，相比上年度產量為 1.17 億噸。巴西農業部上月的預估是對新年度產量的首次預估，但是由於本年度的巴西黃豆播種較晚，因此整體對於作物的產量仍有一些低估，本月中將會有更新的數據出爐，屆時一些較早播種的黃豆也將要開始進入收成。

鑒於美國黃豆可能收復一些中國市場份額，與出口的不確定性相比，巴西國內的黃豆需求前景則較為強勁。今年 3 月起，巴西國內添加至生質柴油的黃豆油比率將從 11% 上調至 12%，國內的黃豆油需求也將因此增加；巴西國內的豆粕需求也將增加，主要因為來自中國大陸的肉類進口需求增加，巴西牛肉、豬肉以及禽肉的出口需求也將增長的影響。巴西除了是最大的黃豆出口國以外，也是最大的糖出口國。過去兩年巴西糖產量下滑，主要因為國際糖市供應過剩導致價格低迷，以及巴西國內乙醇需求增加，更多的甘蔗被用於生產乙醇的影響。不過，2020/21 年度，巴西糖產量預期將出現復甦，雖然機構預估新年度巴西中南部地區的甘蔗壓榨量將與上年度持平為 5.95 億噸，但是用於產糖的比重預期將從上年度的 34.4% 攀升至 35.5%，部分更預計將達到 37%。糖是 2019 年表現最好的農產品之一，累計上漲 11%。

中東局勢再趨緊張 原油期貨聞聲反彈

NYMEX 2 月原油期貨 1 月 2 日收盤上漲 0.12 美元或 0.2% 成為每桶 61.18 美元，主要受到中東局勢緊張的支撐，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 0.25 美元或 0.4% 成為每桶 66.25 美元。有跡象顯示，伊朗或其支持的部隊可能計劃發動更多襲擊。

2019 年，西德州原油期貨上漲 34.5%，布蘭特原油期貨上漲 22.7%，雙雙創下 3 年來的最大年度漲幅，主要受到貿易緊張趨緩以及產油國減產的激勵。

一項最新的調查顯示，分析師平均預估 2020 年的西德州原油均價將為每桶 58.50 美元，北海布蘭特原油均價則將達到每桶 64.25 美元。Goldman Sachs 最新報告將布蘭特原油的價格目標從每桶 60 美元上調至 63 美元，因預期供應可望收緊的影響，特別是在 2020 的上半年。美國能源部 12 月 31 日報告表示，2019 年 10 月，美國原油進口量降至 624 萬桶/日，創下 1994 年 1 月以來的月度新低，主要因為美國國內的產油持續創下新高的影響。其中，美國墨西哥灣沿岸的原油進口量降至 122 萬桶/日，更是創下 1985 年 2 月以來的新低；美國自 OPEC 石油輸出國組織進口的原油降至 120 萬桶/日，同樣創下 1985 年 2 月以來的新低。2019 年 10 月，美國自波斯灣進口的原油降至 67.1 萬桶/日，較去年同期減少了 53%。

報告預估，2019 年美國原油日均進口量將降至 690 萬桶，較 2018 年減少 90 萬桶/日，並將創下 1993 年以來的新低；相比 2005 年的歷史高峰時期，美國原油日均進口量達到 1,013 萬桶。2019 年，美國進口自沙烏地阿拉伯的原油預估為 52 萬桶/日，佔美國原油進口的 8% 比重，此也將創下 1985 年以來的新低，相比 2003 年的高峰為 173 萬桶/日。2019 年 10 月，美國原油日均出口量則是創下歷史新高達到 338 萬桶，全年原油日均出口量預估將年增 90 萬桶達到 290 萬桶。

2019 年 10 月，美國原油產量也創新高達到 1,270 萬桶/日，較前月增加 17.1 萬桶/日，較去年同期增加 100 萬桶/日。在主要的原油產地當中，10 月份德州原油產量 527 萬桶/日，北達科他州原油產量 147 萬桶/日，新墨西哥州原油產量 98.2 萬桶/日，奧克拉荷馬州原油產量 59.2 萬桶/日，科羅拉多州原油產量 55.4 萬桶/日。10 月份，美國墨西哥灣海上原油產量 190 萬桶/日，較去年同期增加 15.3 萬桶/日。報告預估，2019 年美國原油日均產量為 1,225 萬桶/日，2020 年將增加至 1,318 萬桶/日。



地緣避險需求大增 金價重返 1500 美元



五角大廈在美東時間 1 月 2 日晚間確認，美軍在川普指揮下空襲巴格達國際機場、擊殺伊朗伊斯蘭革命衛隊指揮官 Qasem Soleimani，激勵黃金跳高。美國國防部發布聲明指出，為保護美方海外人員，決定採取決定性的防禦行動、擊殺 Soleimani。國防部表示，這項行動是美國總統川普下的指令。Soleimani 是伊朗重要政治人物，華盛頓認定他是本週巴格達美國大使館遭襲的幕後主使者。黃金受到避險需求激勵跳高，黃金現貨價 3 日開盤迄今最多則一度上漲至 1,541.05 美元、創 2019 年 9 月 5 日以來盤中新高。

COMEX 2 月黃金期貨 1 月 2 日收盤上漲 5 美元或 0.3% 成為每盎司 1,528.1 美元，創下 3 個月來新高，雖然美股續創新高，但金價仍受到避險需求支撐；美國商品期貨交易委員會最新數據顯示，截至 12 月 24 日，避險基金以及其他大額交易人所持有的 COMEX 黃金期貨投機淨多單較前週增加 6.8% 至 305,652

口，創下 3 個月來新高；避險基金合計黃金期貨與選擇權的投機淨多單較前週的 219,268 口增加至 242,919 口，則是 10 月上旬以來新高。

2020 年金價有機會挑戰歷史新高衝上每盎司 2,000 美元價位，主要因為央行貨幣政策較為寬鬆的激勵；而就算金價未能達到每盎司 2,000 美元，黃金的投資需求也仍然足以令金價維持多頭走勢。只要金價持續守穩在每盎司 1,350 美元以上價位，黃金市場就將持續維持多頭的表現。美股長達十年的多頭所帶來的風險也將帶動黃金的避險需求，如果美股調整，金價也將會走高。

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。

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)