

## 美國一月份基本面數據優於預期，但武漢肺炎將左右 Q1 景氣動向



2月5日晚，美國公佈ADP資料，1月ADP就業報告顯示，就業人口增加29.1萬，超優於市場預期的15.6萬和修正後的前值19.9萬，並創下2019年1月以來新高。在ADP報告顯示商品生產商增加了就業機會，特別是在建築和製造業，而服務提供者在休閒和招待方面獲得了很大的收益。中等規模的公司創造了大量就業機會，但小公司在過去18個月的表現最好。2019~2020年溫和的冬季促進了美國一月份的就業增長。休閒旅遊業和建築業的就業機會增加幅度特別大。就業增長背後的資料中顯示，這與低失業率和穩定失業率相一致。

分項資料顯示：美國1月專業/商業服務就業人數增加4.9萬人，12月增加6.1萬人。1月金融服務業就業人數增加0.2萬人，12月增加1萬人。1月貿易/運輸/公用事業就業人數增加0.8萬人，12月增加7.8萬人。1月製造業就業人數減少0.7萬人，12月增加4.7萬人。1月建築業就業人數增加4.7萬人，12月增加3.7萬人。

針對可能對固定收益產品造成的影響，隨著經濟資料趨於穩定，負收益率債券激增了2.7萬億美元，這種瘋狂的債券增長看起來非常危險，並且難以持續。這些資產在2020年或許很難再為投資者創造正的回報率，由於財政政策和貨幣政策刺激了通脹和經濟增長，負收益債券可能會出現負回報。相應的，市場對於息口變動的預期稍有鬆動，根據CME美FED觀察工具的資料，FED3月維持當前利率不變的概率為92.3%，降息25個基點的概率為7.7%，加息25個基點的概率為0%；到4月維持當前利率不變的概率為78.4%，降息25個基點的概率為20.4%，降息50個基點的概率為1.2%。

在全球華人農曆春節假期期間，市場擔憂武漢肺炎疫情對全球經濟增長的不利影響，美債收益率再次下跌。美國三個月/十年期國債收益率曲線再度呈現倒掛現象，目前利差為-0.006 個基點。美債收益率倒掛往往預示美國經濟出現衰退風險，但並非衰退的充分條件。本次美債收益率倒掛，主要因市場擔憂疫情擴散，進一步威脅全球經濟，避險情緒高漲，而非擔憂美國經濟陷入衰退。事實上，自 2019 年年中以來，隨著 FED 的三次降息，美國經濟衰退的風險有所下降。當前，儘管景氣度有所下降，美國勞動力市場仍保持強勁，失業率仍處於歷史低位，每小時薪酬溫和增長，但職位空缺率有所下降。2019 年 12 月，美國新增非農就業 14.5 萬，失業率 3.5%。

美國 1 月 PMI 保持平穩。美國 1 月 Markit 服務業 PMI 初值 53.2，預期 52.9，前值 52.8。美國 1 月 Markit 製造業 PMI 初值 51.7，預期 52.5，前值 52.4。資料一定程度上反應了波音公司停飛對製造業的不利影響。通脹方面，美國通脹資料仍然表現溫和。2019 年 12 月，美核心 CPI 同比增長 2.3%，核心 PCE 同比增長 1.6%。受中國疫情影響，能源等大宗商品價格下跌，美通脹資料或仍將表現低迷。但 FED 認為，當前的貨幣政策對於達到 2% 的通脹目標是合適的。

因此，當前美國勞動力市場仍然強勁，通脹資料溫和，屬於繁榮週期的後半段。儘管製造業景氣度有所下降，預計 2020 年美國經濟仍將維持 2% 左右的溫和增長，2020 年陷入衰退的風險不大。1 月 30 日凌晨，FED 公佈利率決議，維持 1.5%-1.75% 的利率不變，符合市場預期。同時，將超額準備金率上調至 1.6%，比聯邦基金目標區間的底部高出 10 個基點，符合市場預期。FED 還將隔夜回購利率調整至 1.5%。這些主要是技術上的調整，政策意義不大。

FOMC 聲明表示，就業市場保持強勁，經濟活動一直在以溫和的速度增長。總的來說，近幾個月就業增長穩健，失業率保持在低位。當前的貨幣政策立場對支持經濟活動的持續擴張、強勁的勞動力市場狀況和通脹接近委員會 2% 對稱目標是合適的。在隨後的發佈會上，FED 理事主席鮑威爾發佈會表示，相信政策將很好地支持美國經濟，跡象表明全球增長可能迎來穩定，但不確定性仍存在；當前政策立場合適，將根據情況調整貨幣市場計畫，料 2020 年中期結束政策框架評估；對通脹低於目標感到不滿，預計未來數月內通脹更接近 2%，決心避免通脹持續低於 2%；希望儲備金規模的底部位於 1.5 萬億美元左右；將在上半年調整回購操作規模，最終放緩購債速度，直至 4 月份仍將繼續提供回購支持；新型

冠狀病毒是一個嚴重的問題，不確定它將蔓延到何種程度，FED 對這方面的問題保持密切關注的。

FED 的決議需要的地方包括，FED 小幅上調了超額存款準備金利率與隔夜逆回購利率各 5BP 至 1.60%與 1.50%。隨著 FED 的回購和擴表，聯邦基金利率目前已經回到利率走廊之內，此次上調更多的是一種技術性調整，沒有太大的政策含義；鮑威爾表示銀行體系的儲備金規模將不低於 1.5 萬億美元，而截至 1 月 29 日，銀行體系的準備金規模已經達到了 1.6 萬億美元，可以說已經處於一個比較充足的水準。按照原計劃，FED 仍將繼續擴表至 2020 年二季度，但目前看，放緩購債速度乃至提前結束擴表的可能性並不低。因此，FED 在本次會議中釋放出的主要信號表明，當前的經濟增長和貨幣政策是適宜的。在 2020 年上半年，FED 大概率繼續按兵不動，維持現有利率不變，同時放緩購債速度，等待經濟資料的進一步指引。

1 月 31 日英國正式脫離歐盟。英國脫歐後進入過渡期，過渡期從 2 月 1 日開始，到 2020 年 12 月 31 日結束。在此期間，英國仍留在歐盟關稅同盟和歐洲單一市場，雙方貿易關係維持現狀；人員也可以自由流動；遵守歐盟所有規則，但不再參與歐盟決策進程。英歐希望在過渡期結束前，就經濟和安全合作等方面達成協議。歐元區 2019 年第四季度 GDP 初值同比增 1%，預期 1.1%，前值 1.2%；環比增 0.1%，預期 0.2%，前值 0.2%。歐元區 1 月 PMI 則表現亮眼，歐元區、德國、法國 1 月 Markit 製造業 PMI 分別為 47.8、45.2 和 51，均超出了前值和預期值。隨著英國脫歐對歐元區經濟的拖累減弱，全球貿易局勢緩和後歐元區製造業的緩慢復蘇，預計 2020 年歐元區經濟將得到邊際改善，歐元區最為慘澹的日子或已過去，“美強歐弱”的局勢有望轉變為“美歐收斂”。

1 月 23 日，歐央行召開議息會議，維持三大利率不變，預計利率將維持在當前或者更低水準，直至通脹前景穩固轉向低於但接近 2%的目標水準；將在加息前不久停止購債，將在首次加息後持續再投資計畫。1 月 31 日，英國央行宣佈，以 7-2 的票數維持基準利率在 0.75%不變；如果經濟按照預期復蘇，可能需要溫和地收緊貨幣政策。2020 年 GDP 增速預期為 0.8%（去年 11 月預期為 1.2%）。英國央行行長卡尼表示，脫歐不確定性拖累增長，核心通脹下滑。英國看起來已經在復蘇的軌道上。調查資料顯示自大選以來，英國經濟活動顯著提升，今年一季度經濟增速可達到 0.2%。因此，在經濟增長前景有所改善的背景下，歐洲央行將不急於加碼寬鬆，大概率維持現有政策利率不變。如果經濟復蘇的現象得以延續，歐洲央行可能會考慮縮減購債規模。



## 春江水暖鴨先知 歐元區經濟數字轉強



2020 年開春以來，歐元區製造業數字出現了復蘇的跡象。最令人鼓舞的是訂單量更趨穩定，隨著整個歐元區的信心普遍改善，對產出增長的預期也躍升至 2018 年 8 月以來的最高水準，尤其是德國的信心出現了尤為重要的好轉。

歐元區經濟可能在未來幾個月出現增長，這意味著歐洲央行將推遲任何政策調整，而是專注於其戰略評估。最令人鼓舞的是德國製造業新訂單和出口銷售的資料表現接近企穩。儘管如此，產出和就業仍在持續萎縮，這表明製造業尚未走出困境。法國 1 月製造業 PMI 中值顯示法國製造業整體上出現改善，多數調查指標顯示較 1 月有所上漲。與去年 12 月相比，法國的產出增長速度更快，新訂單出現了增長。但是就業市場頗令人失望，似乎有陷入收縮的危機。

1 月 31 日週五 Eurostat 發佈的初讀資料顯示，2019 年四季度，季調後歐元區 19 國和歐盟含英國在內的 28 國 GDP 年化季環比均增長 0.1%，創 2013 年一季度以來最低，小於預期的增速 0.2%，也小於三季度上修後的前值增速 0.3%。與 2018 年四季度相比，歐元區季調後 GDP 年化季同比增速 1%，小於預期的增速 1.1%和三季度增速 1.2%；歐盟 GDP 年化季同比增速 1.1%，弱於第三季度的增幅 1.4%。縱觀 2019 全年，歐元區年度 GDP 增速初值為 1.2%，創 2013 年歐債危機以來的六年最低，歐盟 28 國 GDP 增速初值為 1.4%。

去年末歐元區經濟幾乎陷入停滯，主要由於歐元區第二大經濟體法國和第三大經濟體義大利的經濟意外萎縮。2019 年四季度，受養老金改革引發的罷工影

響，法國 GDP 年化季環比初值為下滑 0.1%，弱於預期的增幅 0.2%和三季度增幅 0.3%。這令去年法國 GDP 初值為增長 1.2%，弱於 2018 年的增幅 1.7%，也低於法國統計局 INSEE 去年 12 月預測的增速 1.3%。當季家庭消費支出增速放緩，固定資本形成總額的降幅更為明顯，但消費支出和商業投資依舊堅挺，經濟資料臨時下滑不會干擾法國基本面的穩固。不過，當季法國進口和出口均環比下滑，國際不確定因素法國應保持格外警惕。

義大利 GDP 年化季環比初值為下滑 0.3%，弱於預期和前值的增幅 0.1%，創 2013 年一季度以來的最大跌幅，同比零增長。義大利統計局表示，企業庫存減少抵消了同期出口量的增長，該季度也比上一季度減少了兩個工作日。值得注意的是，當季的服務業增加值停滯不前。去年末歐元區一大經濟亮點是西班牙，四季度 GDP 年化季環比初值為增長 0.5%，高於前兩個季度的增幅 0.4%。但全年 GDP 增速初讀為 2%，創五年新低，2015 年曾觸及階段高位 3.8%。

歐元區第一大經濟體德國曾於 1 月 15 日發佈數據稱，2019 年 GDP 增速為 0.6%，降至 2013 年以來最低，遠遜於 2018 年的增幅 1.5%和 2017 年的 2.5%，主要受出口疲軟和汽車工業拖累。德國將於 2 月發佈四季度 GDP 統計，去年三季度該國險些陷入兩個季度 GDP 環比均為負值的技術性衰退。

本週四的最新消息顯示，德國經濟部長阿爾特邁爾稱，該國“經濟復蘇已經到達轉捩點”，並上修 2020 年 GDP 增速預期至 1.1%，去年 10 月的預期曾從 1.5%大幅下修至 1%。但他也警告經濟具有“兩面性”，即建築和服務業增速在 2%-5%，工業企業、特別是汽車製造和供應商的處境依舊艱難。分析指出，今日發佈的多項經濟資料，可能令歐洲央行今年、特別是下半年開始繼續選擇放寬貨幣政策。

歐元區 1 月調和 CPI 同比增長 1.4%，符合預期並高於去年 12 月前值的增幅 1.3%。但去除食品和能源後的 1 月核心調和 CPI 同比增長 1.1%，弱於預期 1.2%和前值 1.3%，並創三個月最低。名義 CPI 上漲主要受能源和食品價格推動，而且均低於歐央行“接近但略低於 2%”的通膨目標。此外，德國 12 月零售銷售同比增長 0.8%，遠遜於預期的增幅 4.5%，前值增幅由 2.8%下修為 2.7%；這一數據環比下滑 3.3%，預期為降幅 0.5%，前值由增幅 2.1%下修為 1.6%。這表明，在週邊諸多不確定性影響下，歐洲最大經濟體的私人消費在去年最後一個月失去了增長動力。

這些資料可能會反駁目前執行“按兵不動”政策的歐洲央行、FED，以及 IMF 國際貨幣基金組織的樂觀預期。儘管歐元區增長前景“仍存在偏向下行的風

險”，但這一風險“在一定程度上更不明顯了”。IMF 也認為今年全球經濟將從金融危機後最差表現溫和回升，預計歐元區增速從 2019 年的 1.2% 增長至 2020 年的 1.3% 和 2021 年的 1.4%。

歐洲央行理事會決定，將在 2020 年底前完成對貨幣政策戰略多年來執行表現做全面評估，並考慮是否需要進行調整。評估內容不僅包括價格穩定的量化定義通脹目標，以及實現的方法和手段的核心問題，還將金融穩定、就業和環境可持續性等考慮因素納入其中。此次審查也將研究歐洲央行評估通脹風險的經濟和貨幣分析以及貨幣政策溝通方法應如何更新的問題。

歐洲央行的通脹目標是投資者關注的焦點。2003 年，歐洲央行將通貨膨脹目標從“0 至 2%”，調整為“低於但接近 2%”。許多專家認為這種措辭不易理解，主張效仿美國將目標定為 2%。也有人建議，變成一個範圍，如 1.5% 至 2.5% 之間。相信在評估的過程中，這個問題將成為爭論的中心。關於通貨膨脹的計量方法也存在較大的爭議。目前歐盟統計局編制 HICP 中住房價格的權重為 6.5%，遠低於大多數人的支付比例，而近年來歐元區房價出現了持續大幅上漲的態勢，歐元區的通膨可能被低估了。相比之下，FED 追蹤的一籃子商品和服務中，約有三分之一是住房價格。

這似乎表明，即使經濟形勢進一步好轉，在戰略評估結論出臺前，歐洲央行也不太可能改變當前超寬鬆的貨幣政策立場。評估貨幣政策目標和工具是有意義的，歐洲央行應考慮制定更明確的通脹目標。對貨幣政策戰略的審查不會導致完全不同的貨幣政策。戰略審查中的爭論將在未來幾個月引發市場動盪。歐洲央行內部的矛盾可能增加，其中一些有望公開解決。

歐元區最新的核心通脹率已達到 1.3%，而市場預計其將進一步增加到 1.4%，甚至 1.5%。而歐洲央行在 2019 年 9 月通過了有爭議的降息、新增銀行貸款和淨債券購買計畫時，這一數字只有 0.9%。當通脹率較低時，企業很難提高價格。預計 FED 將在 3 月降息，歐洲央行將在 4 月將存款利率降至 0.6%。戰略審查雖然可能在一定程度幫助減輕歐洲央行的政治壓力，但並不能解決歐洲央行面臨的根本難題。因為這次審查不可能產生神奇的新工具，既可以使央行能夠規範政策，又不至於損害金融市場和實體經濟。

## 日本貿易數字持續低迷 貨政將持續維持寬鬆



日本財務省發佈的資料顯示，2019年12月日本出口同比下滑6.3%，創下連續13個月下跌的記錄，且降幅超過路透社經濟學家預期的4.2%，去年11月該國出口則縮減7.9%。具體來看，受汽車、汽車零部件和飛機發動機出口需求的拖累，日本對美國的出口連續5個月下滑，12月更是下跌14.9%。

此外，日本對亞洲市場的出口下跌3.6%，但受晶片製造設備、汽車等需求的驅動，日本對其最大的交易夥伴中國的出口略升了0.8%，為10個月以來首次增長。12月，日本貿易赤字為1525億日元，略高於市場預期的1500億日元。日本農林中金總合研究所首席經濟學家南武志 ( Takeshi Minami ) 預測，日本出口可能在今年春季觸底，並暗示1月份出口可能會進一步收縮，但其表示全球半導體需求正在回升。

2019年，全球經濟普遍放緩，日韓貿易摩擦、對韓半導體的出口管控、自然災害和消費稅增加等事件更是加大日本經濟壓力。多年實施零利率與負利率的日本，長期處在低利率、低通脹、低增長的經濟環境中，且日本少子化、高齡化的形勢仍在加重。在出口萎縮的同時，日本製造業也受到了打擊，去年11月，日本工業產值自2018年9月以來首次出現連續兩個月下降，11月較上月下降了0.9%。儘管日本製造業仍在全球市場中佔據舉足輕重的低位，但其的光環正在逐漸褪色。

IMF國際貨幣基金組織發佈報告，將2020年全球經濟增長預期下調至3.3%。報告認為，世界經濟下行壓力仍在，各國需要強化多邊合作。此外，IMF對日本2020年經濟增速預估，從2019年估計的1%降至0.7%。儘管進入2020年以來，國際多邊關係、政治不確定性有所好轉，全球貿易形勢有所緩和，圍繞全球經濟增長的風險仍然很大。這意味著日本央行將繼續實施有力的寬鬆與經濟刺激政策。日本央行政策制定者則稱，強勁的國內需求應有助於抵消疲弱的出口和製造業。21日，日本央行上調了經濟增長預期，並對全球經濟前景表示謹慎樂觀。

也有市場觀點認為，日本現在已進入新的模式。去年 12 月，日本首相安倍晉三宣佈了經濟刺激措施，其中包括將推出規模 13.2 萬億日元的經濟刺激方案。

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%的通膨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、實現通膨目標。

## 英國預料中順利脫歐 但經濟情勢仍險峻

在經歷了兩次大選、三度延期、多輪談判和議會投票後，英國脫歐終於成為現實。超過 3 年半的長跑暫告一段落，隨即開啟的是 11 個月的“脫歐”過渡期。而關乎英國與歐盟未來關係的貿易協定談判將成為這一階段的焦點。按照目前時間表，英歐需要在今年底結束的過渡期內達成貿易協定，否則英國將再次面臨“無協定脫歐”的風險。而如何修復英國脫歐進程對社會經濟造成的巨大衝擊，則是擺在英國政府面前的另一難題。如今，英國已經鳴笛駛離了歐盟的港灣，但前路暗礁密布，仍面臨多重挑戰。

英國海關發佈的資料顯示，2018 年全年英國對歐盟 27 國出口額 2910 億英鎊，占其總出口的 45%；進口額為 3570 億英鎊，占其總進口的 53%。英歐間緊密的貿易關係由此可見一斑。英歐在過渡期內達成貿易協定“可能性巨大”，但在短短幾個月內達成涵蓋英歐關係所有領域的貿易協定，對雙方而言無疑都是巨大挑戰。

英國首相強森計畫與歐盟達成更寬鬆的貿易協定，類似於歐盟與加拿大的貿易關係，而非遵循歐盟規則形成更緊密的聯繫。按這名官員的說法，“談判只有兩種可能的結果，一種是(歐盟)與加拿大一樣的自由貿易協定，另一種是與澳大利亞一樣的鬆散型協議，我們樂見談成任何一種。”

加拿大模式中，加拿大與歐盟的貿易雖然存在海關檢查和部分增值稅，但歐盟對大多數加拿大商品，比如機械零部件的關稅已經取消。與此同時，加拿大並不需要遵循歐盟貿易規則。但英國與歐盟之間的貿易額要大得多，一些歐盟成員國政府不希望在勞工和環境標準上給予英國自行制定政策的空間。事實上，在最低工資、產假和淘汰一次性塑膠製品等問題上，英國的標準大大超過歐盟的最低標準。此外，加拿大與歐盟達成的協議中並不包含服務業，而英國的服務業占英國工作崗位的 80% 以上。因此，加拿大模式對於英國的借鑒意義十分有限。但即使想達成類似的協定恐怕也很難，歐盟指出，自己與加拿大達

成協議花費了 7 年時間，而英國預留的時間視窗太短，難以達成全面貿易協定。

英歐雙方在漁業、金融服務業等領域存在較大分歧，在有限時間內達成全面貿易協定的可能性較小。目前來看較為可行的方案是，在年底前達成一項基本自貿協定，給予對方免關稅、免配額的市場准入，涵蓋海關措施、原產地規則等。他認為，除基本自貿協定外，英歐還需通過協議等形式來解決其他更複雜的問題。在過渡期內，英國很可能與歐盟在重點領域達成一系列短期協定，然後用 4 至 5 年的時間達成一個最終貿易協定。在英國正式脫歐的前夜，英國央行發出警告脫離歐盟絕對不是值得慶祝的事情，英國經濟增速將因此放緩。該行預計英國的經濟規模將在 2022 年縮減 230 億英鎊。對英國而言，脫歐後不止是貿易規則將被重構，金融業也面臨衝擊，與此同時勞動力短缺問題更加凸顯。英國是全球最大金融服務淨出口國，金融業是其重要的支柱性產業。值得注意的是，其中超四成的金融業服務出口面向歐盟。而脫歐後，英國金融企業在歐盟享有的准入程度勢必有所下降。安永會計師事務所 2019 年的調查顯示，由於英國脫歐，金融服務公司正在轉移價值約 1 萬億英鎊的資產，並將約 7000 個工作崗位從倫敦轉移到其他歐洲城市。

此外，脫歐還可能加劇英國勞動力短缺問題，尤其是在農業、建築、醫療護理等依賴歐盟熟練勞動力的行業，這一問題更為突出。而勞動力的短缺將損害英國經濟增長潛力。英國政府預計在今年 3 月公佈新移民政策白皮書，希望在脫歐過渡期結束後立即施行新移民政策。英國政府表示希望不分國籍吸引高技術移民人才，但未來整體移民數量將會下降。

如何為充滿不確定性的宏觀經濟掌舵，也是擺在英國央行面前的一道難題。金融危機後，英國通過寬鬆的貨幣政策維持經濟穩定。但在脫歐公投後，其國內通膨壓力累積在 2017 年 9 月至 11 月最高達到 2.8% 的水準，英國隨即踏上了加息之路，平抑通脹。目前經濟增長下行，英國央行繼續加息則可能進一步加劇經濟下滑，停止加息又難以像美聯儲一樣實現貨幣政策正常化，為未來貨幣政策調整留有空間，該行面臨政策兩難抉擇。

誠然，英國正在面臨離開歐盟帶來的陣痛，但對於歐盟來說在失去了英國這一主力之後，其經濟總量和市場規模無疑將會縮小，在進行國際談判時的籌碼和話語權也大大削弱。歐洲經濟和財政政策研究中心認為，英國退出後，歐盟每年新增 100 億歐元左右資金缺口。事實上，無論脫歐與否，作為一衣帶

水的鄰邦，英歐間密切的社會、經濟和文化往來都無法割裂。而面對英國脫歐後的重重未知挑戰，如何重新建立關係，繼續保證合作與共贏才是根本。

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。



## 武漢肺炎肆虐未歇 中國經濟鼠年遇逆風



1月31日，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了中國 PMI 採購經理指數。資料顯示，截至1月20日，1月份中國製造業 PMI 為 50.0%，比上月回落 0.2 個百分點，位於臨界點。從分類指數看，生產指數為 51.3%，比上月回落 1.9 個百分點，表明製造業生產擴張步伐有所放緩。新訂單指數為 51.4%，比上月上升 0.2 個百分點，連續三個月位於臨界點之上。原材料庫存指數為 47.1%，比上月微落 0.1 個百分點，表明製造業主要原材料庫存量減少。從業人員指數為 47.5%，比上月回升 0.2 個百分點。供應商配送時間指數為 49.9%，比上月下降 1.2 個百分點，表明製造業原材料供應商交貨時間較上月略有放慢。1月份，製造業需求擴張加快，生產增速放緩。反映市場需求變化的新訂單指數為 51.4%，比上月上升 0.2 個百分點，連續 3 個月位於擴張區間。生產指數為 51.3%，比上月回落 1.9 個百分點。在整個經濟增速相對下行的區間之下，無論是環比還是同比，1月份一般來說都不會有大幅增長，適度回檔也是正常的。

不過，值得關注的是，新舊動能接續轉換景氣度較高。資料顯示，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 52.9%、50.7%和 50.5%，分別高於製造業總體 2.9、0.7 和 0.5 個百分點。其中，高技術製造業自 2019 年 9 月以來擴張步伐持續加快。同時，建築業也繼續位於較高景氣度。記者注意到，建築業商務活動指數和新訂單指數分別為 59.7%和 53.8%，表明在加快基礎設施建設補短板強弱項等措施推動下，建築業生產和市場需求穩步增長。從市場預期看，業務活動預期指數為 64.4%，環比上升 5.2 個百分點，表明建築業企業對市場前景保持樂觀，行業有望延續較快增長。非製造業也表現出了不俗的一面。1月份，非製造業商務活動指數為 54.1%，比上月上升 0.6 個百分點，非製造業總體延續 2019 年末上升走勢。

2020 年 1 月上中旬，受供需兩端穩中有增支撐，製造業 PMI 穩定在 50%。從 13 個分項指數來看，受春節消費預期影響，部分消費相關行業企業接單增長。企業生產增速雖有所放緩，仍保持擴張狀態。企業採購活動上升，對後市預期向好。綜合來看，經濟運行整體穩定。多位業內專家均表示，在調查的 17 個行業的商務活動指數位於擴張區間，服務業多數行業運行比較穩定。總體來看，應該說非製造業的開局還是良好的，是有利於經濟保持平穩增長。

新型冠狀病毒感染的肺炎疫情影響尚未在調查中充分顯現，後期走勢需進一步觀察。目前來看，疫情對短期經濟運行帶來衝擊，但不會影響中長期運行態勢，宏觀政策需隨著疫情發展提早調整。當前疫情發展短期會有一些影響，服務業比

較突出，如旅遊從、餐飲等；另一方面，製造業卻可能受到刺激，保持一定增速。例如，生產口罩、防護服等與防控疫情關聯度較高的企業，產能會迅速擴張，產出也會大幅度增加。因此，基本生活用品、農產品和其他商品的影響應該不大，這得益於網路管道通暢。此外，與醫療行業相關的上下游產業會得到增長。疫情過後，健康保障和康復產業也會提振。

特別是當前正處於防控新型冠狀病毒疫情的關鍵期，其影響在 1 月份 PMI 指數中尚未顯現，但對近期經濟走勢的影響不容低估。要繼續抓好抓實穩增長的各項工作，著力擴大內需，確保中國經濟在空前嚴峻複雜的形勢下保持平穩增長態勢。在疫情逐步減弱後，監管部門還需要對宏觀政策及時作出調整，以求降低風險。根據疫情時間和影響程度，宏觀經濟政策微調是有必要的。近期積極財政政策和穩健貨幣政策都有新的舉措推出，財政部門也加快了預算撥付進度，協調各部門提升支出效率。同時，央行也剛剛釋放了較大規模流動性，這些都有助於整個宏觀經濟企穩，並在疫情過後樹立快速復甦的信心。

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。

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 $\alpha$ 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 $\alpha$ 。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。

## 中國將力抗武漢肺炎 農產品價格盤堅走高

CBOT 三大農產品期貨 2 月 4 日全面上漲，因中國大陸預期將推出更多措施緩解武漢肺炎疫情爆發的衝擊。3 月玉米期貨收盤上漲 0.9% 成為每英斗 3.8225 美元，3 月小麥上漲 0.3% 成為每英斗 5.5725 美元，3 月黃豆上漲 0.3% 成為每英斗 8.7950 美元。中國人民銀行 3 日向金融市場注資 1.2 兆人民幣，並下調逆回購利率 10 個基點。國際評級機構穆迪發表報告指出，中國新型冠狀病毒疫情持續爆發，預料大陸中央及地方政府將會透過財政手段以減低對其經濟及財政的衝擊。

ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 2 月 4 日上漲 0.8% 成為每磅 67.35 美分，3 月粗糖期貨下跌 1.2% 成為每磅 14.71 美分。Refinitiv 的數據顯示，1 月份法國小麥的出口量達到 133 萬噸，創下 6 年以來的同期新高，較前月的出口量則是小減 1 萬噸；其中，法國小麥對歐盟以外的出口量也同樣創下 6 年來同期新高達到 121 萬噸。去年 12 月，法國小麥的出口量也創下 6 年以來的同期新高。自去年 7 月起的 2019/20 銷售年度，法國小麥對歐盟以外的出口量累計達到 637 萬噸，相比法國農業部對全年度出口量的預估為 1,240 萬噸。

美國農業部 2 月 3 日公佈的每週出口檢定報告顯示，截至 1 月 30 日當週，美國穀物出口總量 2,340,803 公噸，較前週增加 11%，較上年同期減少 5%；



2019/20 年度至今，穀物出口總量年減 7% 至 55,118,959 公噸。截至 1 月 30 日當週，美國玉米一週出口檢定量為 562,380 公噸，佔穀物出口總量的 24%；較前週減少 17%，較上年同期減少 38%，最大出口市場為墨西哥( 265,282 公噸)。自 9 月起的 2019/20 年度，美國玉米出口檢定量年減 52% 至 10,724,374 公噸。美國農業部 1 月報告將本年度玉米出口量預估下調 190 萬噸至 4,509 萬噸，週均出口量約 86.7 萬噸。美國黃豆截至 1 月 30 日為止的一週出口檢定量為 1,355,627 公噸，佔穀物出口總量的 58%；較前週增加 28%，較上年同期增加 24%，最大出口市場為中國大陸( 552,523 公噸)。自 9 月起的 2019/20 年度，美國黃豆出口檢定量年增 23% 至 26,594,745 公噸。美國農業部 1 月報告維持本年度黃豆出口預估為 4,831 萬噸不變，週均出口量約 93 萬噸。自 6 月起的 2019/20 年度，美國小麥一週出口檢定量為 413,984 公噸，佔穀物出口總量的 18%；較前週增加 83%，較上年同期減少 7%，最大出口市場為菲律賓( 132,318 公噸)。本年度小麥出口累計年增 12% 至 16,639,729 公噸。美國農業部 1 月報告維持本年度小麥出口預估為 2,654 萬噸不變，週均出口量約 51 萬噸。

INTL FCStone Inc. 報告預估，自去年 9 月起的 2019/20 年度，巴西黃豆產量將達到 1.24 億噸，此較該行上月的預估上調 1.9%，較巴西上年度的黃豆產量則將增長 8%，主要因為收成進展良好以及單產提高的影響。根據巴西本地分析機構 AgRural 的報告，截至 1 月 30 日，巴西黃豆的收成進度較前一週的 4.8% 提高至 9%，主要受到天氣良好的影響。INTL FCStone Inc. 也預估 2020 年巴西黃豆的出口量將年增 3% 至 7,200 萬噸。不過，在中美簽署第一階段貿易協議之後，大陸已經承諾要採購更多的美國農產品，因此這可能會影響到今年巴西黃豆對中國的銷售。根據協議，大陸今明兩年將分別購買 363 億美元與 433 億美元的美國農產品，而黃豆是中美農業貿易的主角，通常佔美國對大陸出口的逾半數比重。

中國海關的數據顯示，2019 年 12 月，大陸自美國進口黃豆 309 萬噸，較受到貿易戰影響的上年同期大增 44 倍，但仍低於 2017 年超過 600 萬噸的高點。2019 年中國總共進口了 8,851 萬噸黃豆，略高於 2018 年的 8,803 萬噸；其中，自美國進口黃豆為 1,694 萬噸，僅略高於 2018 年的 1,660 萬噸。12 月大陸自巴西進口黃豆 483 萬噸，較上年同期增加 10%，較前月增加 25.1%；全年進口巴西黃豆 5,767 萬噸，較 2018 年的 6,610 萬噸減少 12.8%，因非洲豬瘟疫情爆發導致飼料需求減少。



## 武漢肺炎疫情擴大影響需求 原油期貨價格月跌二成



NYMEX 3 月原油期貨 2 月 4 日收盤下跌 0.5 美元或 1% 成為每桶 49.61 美元，失守 50 美元關卡並創下逾一年以來新低，因中國的新型冠狀病毒疫情持續爆發令石油需求大減的影響；ICE Futures Europe 近月布蘭特原油下跌 0.49 美元或 0.9% 成為每桶 53.96 美元。與以往油價下跌起因於供給過剩不同，這次油價的跌勢是由於中國需求的突然減少，很顯然，如果想要穩定油價的話，沙烏地阿拉伯必須做出更多的減產。

截至 1 月 31 日當週，美國原油庫存增加 420 萬桶至 4.329 億桶，路透社調查的分析師平均預估為增加 280 萬桶；汽油庫存增加 200 萬桶，預估為增加 210 萬桶；蒸餾油庫存減少 180 萬桶，預估為減少 1.4 萬桶。普氏能源資訊的調查則預估上週美國原油庫存將增加 300 萬桶至 4.347 億桶，汽油庫存增加 190 萬桶續創新高至 2.632 億桶，蒸餾油庫存則預期減少 10 萬桶至 1.446 億桶。美國能源部的庫存數據則於週三公佈。

俄羅斯克里姆林宮 2 月 3 日發出聲明表示，俄羅斯總統普丁與沙烏地阿拉伯國王阿齊茲·阿紹德對當前石油市場局勢進行了詳細的討論，雙方都確定已經做好 OPEC+ 進一步協調行動以穩定國際油市的準備。受到中國大陸武漢肺炎疫情爆發可能衝擊需求的影響，國際油價過去 3 週以來已經下跌超過 20%。OPEC+ 2 月 4 日、5 日開會討論中國大陸武漢肺炎疫情對石油需求的影響。《華爾街日報》報導，沙烏地阿拉伯或提議 OPEC+ 再減產 50 萬桶/日，甚至情況嚴峻的話沙國將考慮臨時性獨立減產 100 萬桶/日。Platts Analytics 預估，本次疫情至少將令全球石油需求在 2 月份減少 90 萬桶/日，3 月份續減 65 萬桶/日；而在最糟糕的情況下，2 月份石油需求可能減少 260 萬桶/日，3 月份續減 200 萬

桶/日。有媒體引述消息來源報導，中國大陸的石油需求已經大減 20%或 300 萬桶/日。JBC Energy 則是將 2 月與 3 月的中國石油需求預估各下調了 100 萬桶/日。

美國汽車協會報告表示，2 月 3 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.47 美元，較前週下跌 4 美分，較一個月前下跌 11 美分，較去年同期則是上漲 22 美分。美國汽車協會發言人 Jeanette Casselano 表示，美國零售汽油價格下跌的主要原因有二，其一是國際原油價格過去一個月來已經下跌了 10 美元/桶，因新冠病毒的威脅對全球旅遊造成衝擊，其二則是美國國內的汽油庫存處於新高水平；在此情況下，未來一個月油價可能還將續跌。根據 GasBuddy 的數據，2 月 3 日全美普通汽油平均零售價格較前週下跌 4.6 美分至每加侖 2.45 美元，較一個月前下跌 13.3 美分，較去年同期則是上漲 19.9 美分。石油市場持續受到新冠病毒疫情爆發的威脅，美國零售汽油均價也因此連續 3 週下跌，目前有超過 5,000 個加油站的零售汽油價格低於每加侖 2 美元；就當前的情況來看，油價的跌勢仍尚未趨緩。

## 武漢肺炎避險需求大增 金價 1500 美元有支撐



全球黃金產量可能將持續下滑。根據世界黃金協會的統計，2019 年，全球礦產黃金產量年減 1%至 3,463.7 公噸，為 2008 年以來首度出現減少；其中第四季的全球礦產黃金產量年減 2%至 889.5 公噸。全球黃金產量的減少主要是受到最大產國中國大陸去年的黃金產量年減 6%的影響，這令大陸的黃金產量已經連續第三年出現減少，主要是因為政府近年加強環保查核的影響。反觀俄羅斯去

年的黃金產量則是年增 8%，因位於俄羅斯遠東地區 Magadan 的大型 Nataalka 金礦場投產的帶動。澳洲黃金產量也年增 3%。

金價 2019 年上漲將近兩成，年度均價則有一成的漲幅，黃金產量的減少雖然有助於金價，但兩大消費國中國大陸與印度的需求疲弱則對金價不利。路透社 2 月 4 日引述消息來源報導，印度 1 月份黃金進口量較去年同期的 69.51 公噸減少 48% 至 36.26 公噸，創下 4 個月以來的新低，主要因為印度國內金價創下歷史新高壓抑買氣的影響。印度黃金需求短期內恐怕還不會復甦，除非金價出現較大的跌幅，稱即使是婚禮，大家也都在減少黃金的購買。一名黃金進口銀行的交易員預估，2 月份印度黃金進口量可能約 40 公噸，相比去年同期為 77.64 公噸。世界黃金協會的數據顯示，2019 年，印度黃金需求年減 9% 至 690 公噸，創下 2016 年以來的 3 年新低。

世界黃金協會的報告表示，雖然去年的礦產黃金產量年減 1% 至 3,463.7 公噸，但整體的黃金供應量則是年增 2% 至 4,776 公噸，主要原因是舊金回收的供應量大增 11% 達到 1,304 公噸，因金價上漲之後，消費者更傾向於出售手中持有的黃金。市場上對金價的看多氛圍仍舊相當強烈。美國商品期貨交易委員會公佈的交易人部位報告顯示，截至 1 月 28 日，資金管理機構（主要為避險基金）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 3.9% 至 330,092 口，再度創下歷史新高。Standard Chartered 報告認為金價的漲勢將可以持續到下半年，因包括地緣政治的緊張升高，還有下半年美國總統大選的不確定性，都將成為推升金價的動力。TD Securities 則是認為，全球負殖利率債券的規模再次攀高，以及較低的利率水平等，將會是支撐金價的主要因素。

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、地緣政治不穩定性與中國武漢肺炎疫情等利空因素，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。地緣政治風險等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)**