

全球經濟趨勢追蹤與預測

2019.01.29

是否提前終止縮表步伐，考驗 FED 也攸關全球經濟

FED 理事主席鮑威爾有個難題，他如何向世人解釋 FED 或許很快就要放慢縮表速度，但又不會看起來像是他在為經濟衰退即將來襲預作準備，或是看起來像是屈服於美國總統川普的壓力。才沒多久之前，鮑威爾還預計他要到今年更晚一點的時候才要面臨這個棘手的溝通任務，並未想到會變成就在本週三美 FED 今年首場政策會議結束後的記者會上。

BOA 美國銀行業超額準備金出乎意料不足且持續大幅下滑、來自投資人及白宮的公開施壓、以及 FED 自己認為需重新思索升息一事的決定，這三件事迫使 FED 必須承認，縮表速度確實有可能會比原先的計畫更慢。若 FED 維持較大規模的資產負債表，可能促使市場融資成本及美元匯率全面趨軟，減輕新興市場的壓力。這也可能影響美 FED 面臨美國景氣未來下行時的買債胃納。一年多以來，FED 在沒有引起太多注意的情況下，循序漸進削減其數以兆為單位計美元的資產負債表--從近 4.5 兆美元削減至 4.1 兆美元，而且還在繼續減少當中。

不過 2018 年底，一些著名的投資者將市場的震盪歸因於 FED 削減資產負債表之舉。為了凸顯 FED 逆轉購債刺激造成不利的壓抑作用，他們將 FED 的縮表稱為“量化緊縮”(quantitative tightening)。購債刺激則是金融危機期間為了帶動經濟所採取的量化寬鬆計畫。川普在 12 月也針對這個主題開炮，發表推文稱 FED 不應“一錯再錯”，“500 億美元計畫該停手了。”他指的是 FED 根據其所擬定並於 2017 年開始實施每月最多縮表 500 億美元規模的計畫。推文發佈的次日，鮑威爾表示縮表仍為“自動駕駛”狀態後，美股標普 500 指數創下至少一年來最大的 60 分鐘跌勢。兩周後，當鮑威爾強調該計畫實際上可靈活調整後，標普 500 指數又創下至少一年來最佳的 60 分鐘表現。

川普的推文暴露了 FED 的兩難境地，儘管 FED 2017 年的計畫讓資產負債表與貨幣政策脫鉤，但市場認為兩者的聯繫更為緊密。如果 FED 儲堅持不讓資產負債表成為應對經濟起伏的第一反應工具，那麼鮑威爾就需要保持這種脫鉤。FED 確實正在接近有必要調整其資產負債表計畫的時點，不是因為美國的經濟狀況，而是因為短期利率市場。

隨著 FED 的債券持倉規模下降，銀行業以更大的幅度削減存放在 FED 的準備金，從而讓美 FED 控制短期政策利率的能力承壓。FED 通過短期政策利率來引導貨幣政策。

市場分析師早在去年夏季就已經猜測，為了應對準備金不斷下降以及由此導致的利率被推升至目標區間上方的局面，FED 可能需要提前兩年停止縮表，並使其持倉規模較其預想水準高出 1 萬億美元。FED 從自身角度出發，希望將資產持有規模降低至某一沒有明說的水準。在這個水準上，對準備金的需求與供應相當--但不會低至 9,000 億美元，這是美 FED 在 2007-2009 年衰退促使其開始購買資產前的持有水準。“要比現在的持有規模小得多...但絕不會接近以前的水準，”鮑威爾在 1 月 10 日講話時，將所有決策都歸為技術層面，而並非對整體政策立場來一場公投。有關資產負債表的問題越來越多，可能促使鮑威爾在 1 月 30 日的記者會上，勾勒出一張更為明晰的資產減持路線圖。FED 去年逐步調升利率，今年由於海外經濟放緩以及市場大幅波動，FED 目前對進一步收緊政策採取等待觀望態度。但即便今年利率保持不變，目前正在進行的資產減持也將推高銀行業的融資成本，使金融環境進一步收緊。自 2017 年 10 月以來，FED 減持資產的規模約為 3,800 億美元。2017 年，FED 預計縮表將持續到 2022 年左右，屆時將持有 2.3 萬億至 2.9 萬億美元資產。

但 FED 12 月會議記錄顯示內部爭論升溫，決策者在思索是持有較計畫規模更大的證券“緩衝”，抑或是隨著終點線接近而放緩縮表步伐。2018 年中，德意志證券等機構分析師預測 FED 將不得不在 2020 年初前就停止縮表，屆時資產規模約為 3.7 萬億美元。他們在報告中寫到，會議記錄進一步“轉變了風險平衡狀況”，並讓他們相信鮑威爾最快將於 2019 年第三季度暫停縮表。

整體來看，目前以及未來一段時間，FED 的策略可能依然是等待，其需要更長時間、更多資料對經濟狀況進行判斷，從而決定是否要對貨幣政策正常化(加息、縮表)進行調整。政策聲明中對經濟動能評估將從此前的“strong”改為“solid”，並增加對加息保持“耐心”的表述。對於縮表，此次將有深入討論，但這次就改變縮表政策的概率較小，更可能是繼續強調保持“靈活性”，與鮑威爾此前表態一致。

經濟狀況增長動能從“strong”下調為“solid”。12 月非農資料強勁，就業工資雙雙超預期，表明勞動力市場依然不錯，部分緩解對衰退風險擔憂。但目前公佈的 12 月資料顯示經濟動能還在繼續較快放緩，例如 ISM 製造業 PMI 跳水、成屋銷售大幅下降。這種背景下，對經濟增長動能的評估再用

“strong”已顯得不合適，預計將改為“solid”。與此同時，雖然近期基於 TIPS 等市場變數衡量的通脹補償處於低位，但密西根大學調查顯示通脹預期依然較穩定，1 年通脹預期維持在 2.7%，5 年通脹預期回升至 2.6%。另外，雖然逆風因素增加，如週邊環境包括中國、歐洲增長進一步放緩，但勞動力市場繼續改善、工資加速，金融條件也轉為放鬆。

加息指引研判：繼續強調資料依賴，對加息保持“耐心”。在增長動能繼續較快回落這一大背景下，包括鮑威爾在內的 FED 官員近期不斷釋放鴿派信號，表示將“耐心”等待資料顯示的資訊。FED 1 月會議的政策聲明中，將正式新增“耐心”一詞，從而將“漸進加息”的立場進一步削弱。也即，漸進加息要依賴於經濟資料，在資料沒有顯示需要進一步加息前，將保持耐心。

縮表政策研判：深入討論但這次就改變縮表政策概率較小，將再度強調保持“靈活性”。12 月會議紀要顯示，FED 內部已開始在討論對縮表政策可能的調整。鑒於 1 月以來包括鮑威爾在內的較多 FED 官員已經公開談論縮表問題，預計 1 月會議上，這一討論將進一步深入，且集中於兩點：1) 停止縮表的前提條件是否需要修改。2017 年 6 月會議達成的貨幣政策正常化計畫認為停止縮表、恢復再投資的前提條件，是經濟狀況惡化嚴重到需要“大幅降低聯邦基金目標利率”；2) 是否降低每月的縮表額度上限。當前每月的縮表額度上限為 500 億美元。12 月會議紀要顯示，部分官員認為在資產負債表接近均衡水準附近時可以適當降低每月的縮表額度，以避免衝擊市場。

在今年內，這些修改都有可能，甚至如果經濟繼續明顯減速，有一定可能就此停止縮表。但目前為止，FED 需要進一步觀察經濟進展。在 1 月會議上，大概率還是繼續停留在討論階段。鮑威爾可能繼續強調對調整保持“靈活性”。



歐元經濟情勢顛簸，歐央不排除重啟 QE

歐洲央行行長德拉吉 1 月 28 日出席歐洲議會經濟與貨幣事務委員會的聽證。他重申了議息決策後記者會的言論，即認為“歐元區經濟前景所面臨的風險正發展成為偏下行”，並暗示“如果形勢變得非常糟糕”，歐洲央行不排除重新新一輪 QE 量寬買債政策。

最近數月以來，歐元區資料持續低於市場預期，主要由於更為疲軟的外部需求和一些國際或特定領域的外部因素，與地緣政治有關的不確定性和保護主義威脅持續，正在影響經濟情緒。雖然金融狀況、勞動力市場動能和薪資增長這三大

內部因素，仍在繼續推動歐元區的經濟擴張，也支持著歐央行對歐元區通脹持續邁向略低於2%目標的信心，但也暗示貨幣政策正常化的進程可能會被延長更久。

“實施顯著的貨幣政策刺激仍是核心因素，以期支撐歐元區物價壓力的進一步構築，以及名義通脹在中期內的發展。時機適當時，歐洲央行管委會準備好調整所有政策工具。”

當被議員們問及是否有可能重啟2018年12月結束的QE量寬買債政策時，德拉吉暗示確實有可能重啟這一項目，但今年不太可能。“如果事態惡化很嚴重，我們還是可以重新啟用政策工具箱裡的其他手段。目前來說，我們沒有看到這種可能性會在2019年成真。不能簡單地比較美FED與歐洲央行之間的貨幣政策。”由於德拉吉的“鴿派”言論與上周表態差不多，歐元兌美元走勢在他講話前後基本未受影響。歐元兌美元週一維持0.2%的漲幅，最高觸及1.1440，創兩周以來最大單日漲幅，以及1月15日以來的近兩周高位。

根據路透對分析師的調查，歐洲央行料將等到第四季才調升存款利率，比一個月前預估的時間要晚。分析師並稱，歐元區陷入衰退的機率已增加。自2018年6月以來的路透調查原本預期，歐洲央行2018年12月結束資產購買計畫後，將在2019年第三季調高利率，這與歐洲央行的指引相符。但一連串疲弱的資料--包括歐洲最大經濟體德國去年下半年勉強躲過衰退--顯示經濟成長已放緩，令分析師推遲其維持已久的預測。相比10月時的調查，他們還降低了對德國、法國、義大利的成長預期。外界目前預期歐洲央行第四季將把隔夜存款利率由當前的負0.40%調升至負0.20%，然後等到2020年初將其再融資利率由零調升至0.20%。目前正值金融情況收緊，英國退歐在即，但英國政府內部對如何退歐仍莫衷一是。

對歐元區來說，英國退歐也是個重大風險--它可能導致對英國的出口受影響，而這是一個可能打壓經濟增長的額外因素，只有兩名受訪者預估2020年歐元區經濟將萎縮，但對未來兩年出現衰退可能性的預估中值，由12月的30%上升至35%，這是路透自7月開始提出此一問題以來的最高水準，也是連續第二個月上升。超過三分之一受訪分析師認為發生衰退的可能性為40%或以上。在1月與12月調查中均做出預測的36名受訪者當中，有近三分之二調高了未來兩年發生衰退的機率，有10名受訪者維持不變，僅有三人調降。今年陷入衰退的可能性也從12月調查時的20%升至25%。

日本消費稅10月起上調，安倍承諾確保經濟持續復甦

日本副首相兼財務大臣麻生太郎近期公開表示，將確保日本即將到來的增稅不會導致家庭支出大幅下降，進而給日本經濟帶來損害。麻生太郎在國會2019

年第一次例行會議上發表講話，承諾將運用一切可行的政策手段，確保日本經濟繼續保持復蘇狀態。此外，他還要求議員儘快通過 2019 財年的國家預算草案。

按照計畫，日本將在今年 10 月 1 日起將消費稅由 8% 上調至 10%。為減少上調消費稅對經濟產生的不利影響，2019 年國家預算案中包括了 2 兆日元的經濟刺激方案，其中包含旨在鼓勵消費者使用非現金支付方式在中小零售企業購物的優惠政策。此外，安倍政府還在研究加大對購房、購車者的減稅力度。日本政府的債務規模高達國內生產總值的兩倍還要多。麻生太郎還承諾，將通過削減不必要的開支、減少政府債務來改善日本連受重創的財政狀況。自 2012 年安倍再度出任首相以來，隨著企業利潤增至新高，失業率也降至 25 年來的最低水準，日本的名義國內生產總值增長至 550 兆日元，創歷史高位。但是，來自海外的風險依然存在，主要表現為由美國川普政府提高關稅所引發的貿易緊張關係加劇。

2019 年 4 月 30 日，明仁天皇即將退位。伴隨 5 月 1 日新天皇繼位，日本將迎來年號變更。安倍在記者會上宣佈，為將改元對國民生活的影響降到最低程度，政府將於 4 月 1 日正式批准相關政令並公佈新年號。這將是日本憲政史上首次在皇位繼承前公佈新年號。安倍也在記者會上再度表達了推動修憲討論的意願。在外交方面，安倍表示，在當今世界對貿易保護主義的疑慮日漸高漲背景下，日本將堅持舉起自由貿易旗幟。談及日中關係，安倍提及自己去年訪華時提出的“化競爭為協調”等主張，表示今年將是正式啟動的一年，希望繼續推動日中關係上升至新的階段。在日俄關係方面，他提出將推動日俄領土問題及和平條約的相關談判，並表示希望在他本月下旬訪俄期間，雙方能在這一問題上取得進展。

日本央行副行長 Masazumi Wakatabe 在日本新潟商界領袖座談會上重申了日本經濟和貨幣政策，並表示日本經濟正在溫和擴張，物價穩步上升，但還未實現通脹目標，因此會繼續推行 QQE 量化質化寬鬆政策。日本受自然災害等短暫性因素影響，三季度經濟增速比二季度放緩，但 10 月開始，出口、生產等經濟活動都重新走上了增長軌道。伴隨實施了五年半的 QQE，日本目前仍處在經濟復蘇階段。經濟復蘇帶來了企業的發展，促進了就業，降低了失業率；同時，物價水準保持了正向增長率，結束了 QQE 前長期的緊縮時代。不過，田部指出了日本經濟擴張和物價上漲面臨的風險因素。日本經濟增長前景方面，全球貿易摩擦等風險性因素，將會讓全球經濟走弱，這不僅會影響貿易，還會影響企業的投資熱情和金融市場的情緒。物價增長前景方面，實際工資和物價是否實現增長仍存在變數，另外政府計畫在今年 10 月增加消費稅，將給經濟的增長和 2% 的通脹目標的實現帶來另一個風險因素。

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。

日本央行當下處在一個重要關頭，因為其 QQE 可能帶來副作用，如侵蝕金融機構的獲利等。因此，在繼續實施 QQE 的同時，有必要不斷評估政策對通脹的有效性，以及政策對金融市場的影響，以提高政策的可持續性和達成通脹目標的可能性。在美國貨幣政策收緊、歐洲貨幣政策也逐漸走向正常化的背景下，田部昌澄的言論顯示了日本的 QQE 還有較長的路要走。



英脫歐協議凶險未卜，或將拖累歐元區

英國脫歐這場鬧劇發展至今，令人無奈心酸。外人冷眼旁觀，看得明白卻無法插手，當事者深處亂局之中，即便通透幾人，也是無力回天。從 2013 年 1 月 23 日時任首相卡麥隆首次提出動議，到 2019 年 1 月 29 日修改後的脫歐協議將再度闖關議會，可謂一波三折。從最初的激情澎湃，到如今的盡顯疲態，英國脫歐進程看似正陷入僵局。倘若無法取得突破，硬脫歐的可能性越來越大。

回顧漫長的脫歐進程，前首相卡麥隆當然是始作俑者。然而，目前英國在脫歐進程中所遭遇的困境，是多種力量和因素綜合作用的結果。歐盟的存在令英國成為了多元文化的社會，這樣的社會形態有人喜歡，有人厭惡。在極右翼團體和政黨等多年的推波助瀾下，多元文化社會所必然導致的族群差異、族群矛盾被刻意激化、不斷誇大，因而，脫歐的想法應運而生。脫歐，正是此前右翼勢力對東歐、東南歐移民擠佔英國就業崗位的誇大宣傳，積累了非技術崗位的中下層英國勞動人口對歐盟的敵視。

當主流媒體、政治力量對這類關切做出回應時，不僅未能釋放不滿，反而給這種排外的聲音提供了宣傳平臺。上世紀九十年代以來，英國官方話語一直是擁抱多元文化、歡迎並認可移民的貢獻，但結果卻是導致了排外情緒的反彈，而這

種情緒是英國舉行脫歐公投的重要民意基礎。可以說，正是多元文化下的弊端被無限放大，構成英國脫歐的內在驅動力。

英國脫歐，從開始到現在，對於何謂國家利益一直都沒有清晰的界定和共識。每個階層都不願意放棄自身的既得利益，每個群體都想將自身的利益最大化，每個地區都以本地區的利益為出發點。一是黨爭不斷，二是各地區、各群體利益難以協調。事實上，脫歐本身並沒有錯誤，對於英國來說，歐盟是一個平臺，也是一個牢籠。你可以做一個那個“最強的孩子”，卻也永遠不能逃脫“家庭的束縛”。只是那些“討厭”多元文化社會的極右翼團體和政黨，有尋求利益的欲望，卻無合理落幕的擔當。英國脫歐事務大臣 Stephen Barclay 表示再次進行英國“脫歐”公投，只會讓英國人民分化的情況愈加惡化。“舉行第二次脫歐公投只會加深分歧，”，“如果與第二次公投可能引發的緊張形勢相較，目前英國民眾的分歧程度較小。二次公投只會讓我們的國家更加分裂。” Stephen Barclay 表示不能在歐洲議會 5 月選舉前舉辦第二次英國脫歐公投。不過之後歐洲選舉將必須在英國舉行，” “這意味著對民主的重大傷害，因為大家已經投票決定脫歐，但必須在 5 月底再次投票。” 我們的歐洲同事對(二度脫歐公投)也不會有絲毫興趣，因為那將招致非常民粹主義的反應，” 英國定於 3 月 29 日正式“脫歐”。

英國如果議會拒絕首相梅伊與歐盟磋商的脫歐協定，那麼英國無協定脫歐的可能性增大，無協議脫歐將嚴重衝擊農業部門。英國定於 2019 年 3 月 29 日退出歐盟，但脫歐事務大臣 Stephen Barclay 和環境食物及鄉郊事務大臣高文浩都對無序脫歐發出警告。屆時這種情況是否出現，還遠未明朗。首相梅伊提出的英退協議在即將到來的議會表決中前途未卜，而呼籲再次公投的呼聲日甚一日。梅伊一直堅決反對再次公投。“如果議員們否決政府的退歐協定，那麼達不成協定的可能性就會大很多，高文浩稱，如果發生無協議退歐，那麼隨著出口關稅開始徵收，以及邊境檢查令港口通關速度減慢，英國農戶和食品企業將面臨成本上升的局面。

與貿易關係類似，英國與歐盟金融業之間關係的變化影響著歐盟的金融穩定。目前，關於英國“脫歐”之後的金融監管、准入等政策性安排尚不明確。不少在倫敦的金融機構一邊關注“脫歐”進展，一邊著手調整業務佈局，向歐元區遷移業務和員工。歐洲央行行長德拉吉表示，對歐盟與英國達成使金融穩定風險最小

化的協定有信心。然而，私營部門必須為最壞的情況做好準備。“無協議脫歐”勢必給歐元區金融市場、金融仲介機構等帶來不安。

此外，英國“脫歐”不確定性持續發酵，可能影響歐洲消費者信心。鑒於消費已成為當前拉動歐盟經濟增長的首要動力，消費減弱不僅拖累增長，也將影響歐元區核心通脹率回升。分析人士指出，包括英國“脫歐”在內的一系列不確定性正慢慢傳導至歐元區消費市場。根據瑞銀集團最新發佈的全球經濟展望報告，2019年英國經濟增長最大的不確定性因素依然是脫歐的最終走向，英歐關係的界定以及未來貿易安排將在很大程度上左右英國經濟的增長走勢，因此2019年英國經濟將更多受到脫歐“政治風向”的影響。隨著2019年3月份脫歐最終日期臨近，以及歐盟通過脫歐協定的積極信號，市場預期英歐之間順利進入脫歐過渡期的可能性在上升。這將提振英國消費者信心，從而帶動國內需求，促進消費增長，提振投資需求，這兩者的效應疊加將共同推動2019年英國經濟增長達到1.8%的水準，2020年過渡期結束前，受英歐間新的規則安排影響，增長動力將下滑，預期GDP增長率將僅為1.3%。此外，以CPI衡量的通脹水準預計將在2019年中期逐漸降低到2.0%以下，但在2020年過渡期結束後，通脹水準可能將受到對於未來貿易安排不確定性風險影響再度上升。

如果英歐協議草案沒有得到各自議會批准，脫歐進程很可能被延期。在這一情況下，根據英格蘭銀行此前的分析預測，英國國內市場投資將會繼續延後直到脫歐出現確定性結果，在這段時間內消費者信心及商業信心將持續受到衝擊。如果出現“硬脫歐”，到2023年對於英國經濟的直接衝擊將導致GDP損失10%，考慮到貨幣當局寬鬆貨幣等在內的刺激經濟增長政策影響，“硬脫歐”對於英國GDP的打擊也將達到8%。同時，受英鎊貶值及歐盟收緊英歐之間人員、貿易及投資往來所帶來的供給側衝擊等影響，英國國內的通脹水準也將出現較大抬升。如果英國最終由於出現第二次“公投”否決脫歐，繼續留在關稅同盟和單一市場中，英國未來經濟增長預期將有明顯改善。

英國OBR預測2019年和2020年GDP增長為1.3%，與2016年11月的預期持平。OBR下調了對2021年和2022年英國GDP的預測，分別為增長1.4%和增長1.5%。英國財政大臣哈蒙德表示，雖然OBR下調了2021年和2022年經濟增長預期，但是「預期就是用來被打敗的」。哈蒙德預計英國政府債務也將降逐步減少。公共債務預計到2020-2021年，將從今年的452億英鎊降至287億英鎊，到2022-2023年，將降至214億英鎊。英國債務的顯著降

低，是 17 年來的首次，這代表英國經濟從 10 年前的金融危機開始復蘇的一個轉捩點。他認為，「在隧道盡頭還有亮光」。



中國經濟增長穩定性提高，內生動力持續增強

2018 年中國經濟實現了 6.6% 的增速，2018 年外部環境和內部條件的變化使得中國經濟承受較大的下行壓力。在外部，世界經濟雖然在總體上保持了擴張勢頭，但其背後卻是不斷加劇的分化調整和愈演愈烈的動盪摩擦。在內部，為了解決長期積累的結構性矛盾，中國加速推進供給側結構性改革，在此過程中各種內生的矛盾、挑戰和困難不斷顯露。面對多種矛盾和壓力，中國經濟依然能夠實現 6.6% 的增速，這實屬來之不易。在全球前五大經濟體中，中國的經濟增速是最高的。在全球主要發達經濟體以及新興市場和發展中經濟體中，中國的經濟增速也僅次於印度。

在中國經濟實現既定增長目標的同時，經濟品質持續改善，需求和供給兩方面均出現了可持續的積極變化。從需求方面看，2018 年，全社會消費品零售總額增長 9%，較 2017 年下降 1.2 個百分點。但是，最終消費支出對經濟增長的拉動率高達 5.03 個百分點，這是 2012 年以來的最大值。全社會消費品零售總額的增速下降與最終消費對經濟增長的拉動率上升形成了鮮明反差。這在很大程度上是因為旅遊、文化、資訊、教育和醫療保健等服務性消費支出沒有納入社會零售品銷售總額的統計口徑。在中國居民消費持續轉型和升級的過程中，服務性消費支出的增速高於實物消費的增速。2018 年，服務性消費支出占居民消費支出的比重達到 44.2%，比 2017 提升 1.6 個百分點。這意味著中國消費轉型和升級的效果開始顯露，消費結構的持續轉型和改善使得消費增長更具穩定性和可持續性。

2018 年中國固定投資增長 5.9%，增速比 2017 年回落 1.3 個百分點。但是，在減稅降費、定向降准、促進民間投資、提振企業信心、加大基礎設施領域補短板力度和培育壯大新動能等一系列穩投資政策的推動下，中國逐步扭轉了投資增速下滑的趨勢，投資結構得到進一步完善，投資增長的內生動力不斷增強。民間投資持續向好，全年累計增長 8.7%，增速比 2017 年提高 2.7 個百分點，高於全部投資 2.8 個百分點，高於國有控股投資 6.8 個百分點。高技術產業投資增長 14.9%，增速比全部投資高 9 個百分點。其中，醫療儀器設備及儀器儀錶製造業

投資增長 20%，電子及通信設備製造業投資增長 21.5%，電子商務服務業投資增長 95.5%，環境監測及治理服務業投資增長 39.7%，科技成果轉化服務業投資增長 36.7%。基礎設施、農業農村、民生等短板領域投資增長趨穩。基礎設施投資增長 3.8%，增速雖比年初明顯回落，但四季度趨穩回升；涉農領域投資增長 19.8%，增速比全部投資高 13.9 個百分點；社會領域投資增長 11.9%，增速高於全部投資 6 個百分點。

從供給方面看，服務業繼續發揮經濟增長“穩定器”的作用。2018 年，服務業占 GDP 的比重為 52.2%，比 2017 年提高 0.3 個百分點；服務業增加值增長 7.6%，對經濟增長的貢獻率為 59.7%，拉動經濟增長 3.9 個百分點。同時，服務業的內部結構不斷優化，新產業、新業態、新模式逐步成為服務業發展的新引擎。特別是資訊傳輸、軟體和資訊技術服務業、租賃和商務服務等新興服務業的迅猛增長，以及旅遊、文化、體育、健康、養老等“幸福產業”的蓬勃發展。製造業增加值同比實際增長 6.2%，增速比 2017 年下降 0.8 個百分點。但是，製造業發展的新動能快速成長。高技術製造業增長 11.7%，增速高於規模以上工業 5.5 個百分點；戰略性新興產業增長 8.9%，增速高於全部規模以上工業 2.7 個百分點；裝備製造業增長 8.1%，增速高於規模以上工業 1.9 個百分點；鐵路客車、微波終端機、新能源汽車、生物基化學纖維、智慧電視、鋰離子電池和積體電路等新興工業產品均保持快速增速。

綜合中國經濟需求和供給兩個方面的積極變化，既可以看出中國經濟品質的改善，也能夠看到中國經濟增長穩定性的提高和內生動力的增強。消費是總需求中穩定性最高的一部分，消費結構的轉型與改善、消費在總需求中占比的提升以及消費對經濟增長貢獻的提高，都有助於進一步提高中國未來經濟增長的穩定性。無論是投資快速增長的領域、還是供給能力快速增長的領域，都符合中國的產業發展方向、創新驅動型高品質發展戰略以及消費轉型升級方向，不僅能否得到政策的有力支持，更能夠得到市場需求力量的持續支撐，具有可持續的內生增長動力。這意味著，隨著中國供給側結構性改革的扎實推進，已經在國內消費、投資和產業之間形成較為明顯的良性互動，中國經濟增長的內生動力得到強化。

展望未來，外部的國際環境依然複雜嚴峻，內部長期積累的結構性矛盾和壓力仍需進一步釋放。根本的應對之策是順應中國內生的改革和開放需求，沿著既定路徑穩步地將各種改革開放政策和措施落到實處。堅定不移地推進和落實既定的深化改革戰略，完善創新驅動型高品質發展戰略的制度框架和微觀基礎，以此促進經濟增長新舊動能的加速轉換和經濟增長內生動力機制的進一步強化。堅定不移地推進和落實既定的擴大開放戰略，推動國內市場的擴大和升級，進一步降低。

交通銀行金融研究中心發佈《2019年中國宏觀經濟金融展望》報告，中國2018年全年增速在6.6%左右；2019年經濟增速為6.3%左右。預計2018年全球經濟增速為3.8%，2019年增速下滑至3.6%。在進出口方面，由於全球經濟增速放緩，不確定性因素增多，2019年我國外需走弱壓力加大。2019年出口增速將明顯下降，預計在5%左右；受需求走弱以及高基數的影響，2019年進口高增速可能難以延續，但仍能實現10%左右的進口增長。

在投資方面，報告預計2019年固定資產投資約增長5.8%，主要源於基建投資力度加大，房地產開發投資和製造業投資增長可能放緩。基建投資加快步伐，2019年宏觀政策明顯轉向，著力點在於加大基建投資力度，預計2019年基建投資增長10%，成為拉動投資的關鍵力量。預計2019年製造業投資增速下降到4%，高技術製造業投資增長較快。房地產調控政策難以大幅放鬆，房地產開發投資增速將有明顯回落，預計增長3%-5%。

在消費方面，報告預計消費增長穩中略緩，2019年消費增速可能在8.7%左右。下調和取消部分消費品進口關稅，個稅改革穩步推進，將為消費增長提供新的動能。但消費增長仍有三方面制約因素：一是近年來居民按揭貸款快速增長導致居民部門杠杆水準上升，抑制居民的消費支出能力；二是房地產和汽車兩大消費需求仍將受到基數及政策的抑制；三是股票市場調整和理財產品收益率下降將影響居民財產性收入的增長。

報告預計，中國2018年四季度經濟增速為6.4%，全年增速在6.6%左右，2019年經濟增速為6.3%左右。宏觀政策對經濟運行的作用將從2018年的適度抑控轉為2019年的支撐和托底。2019年經濟下行壓力主要體現在上半年。隨著宏觀政策效果顯現，下半年經濟運行將趨好轉，全年經濟增速可能前降後穩。

報告預計2019年末信貸增速同比將升至13.5%-14.0%區間，社融中表外融資負增長將逐漸收窄並出現反彈。在經濟下行壓力依然較大，表外融資持續收縮後，事實上信貸潛在需求一段時期以來都在增強。而信貸增速沒有隨表外融資收縮而反彈，主要還是因為貸款定價與信貸需求主體信用風險不匹配，銀行因擔心風險過高而不願大幅增加信貸投放。隨著政策支持民營和小微企業的力度加大，貨幣政策定向調控力度持續增加，前期寬信用效果逐漸顯現，被壓抑的潛在信貸需求就有望被釋放出來。另外，貨幣政策會延續當前調控模式，宏觀上維持流動性總體合理充裕，常規與定向工具配合，結合視窗指導等方式引導和優化信貸資源配置結構，進一步疏通貨幣政策傳導機制，促進銀行加大信貸投放。

在社融方面，報告預計，2019年社融增速可能達到12%，全年社融增量在22.5萬億左右。表外融資收縮步伐將逐步放緩，隨著貨幣政策偏松調節，表外融資2018年下半年的負增長已經弱於上半年，2019年大概率會延續當前的態勢。

目前大量不合規表外融資已到期不再續作，另外表外業務的收縮已經制約到一些資信等級較低的中小民營企業的融資管道，增加了其經營壓力。監管部門也逐漸意識到表外融資作為重要融資管道，在一定程度上可以緩解表內融資定價與企業信用風險高企之間的矛盾。直接融資仍存改善空間，但短期內企業債融資出現快速明顯改善的可能性較小。直接融資市場規模的改善可能貫穿 2019 年全年。

M2 增速將企穩反彈，預計 2019 年 M2 增速將在 8.5%-10% 區間內。在經濟下行壓力較大的背景下，貨幣政策將在不搞大水漫灌的情況下，適度增加流動性配合積極財政政策穩定經濟增長。在信貸增速逐漸上行、外匯占款小幅下降、財政支出增速反彈的態勢下，2019 年 M2 增速將逐漸回升。在貨幣政策方面，報告認為 2019 年仍將實行穩健的貨幣政策，邊際定向放鬆，監管彈性進一步增強。2019 年貨幣政策將以“穩貨幣、增信用”的方式去配合“寬財政、促投資”。2019 年存准率仍有進一步下調的可能，但幅度和頻率會小於 2018 年。

觀望中美貿易磋商，農產品期貨價格走低

CBOT 三大農產品期貨 1 月 28 日小幅下跌，因預期南美天氣改善有利作物，以及市場觀望中美貿易磋商的結果。3 月玉米期貨收盤下跌 0.1% 成為每英斗 3.7975 美元，3 月小麥下跌 0.2% 成為每英斗 5.1875 美元，3 月黃豆下跌 0.2% 成為每英斗 9.2325 美元。ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 1 月 28 日下跌 0.4% 成為每磅 73.85 美分，3 月粗糖期貨上漲 2.8% 成為每磅 12.79 美分。

中美貿易談判是本週市場關注的焦點。中國商務部表示，應美國財長梅努欽、貿易代表萊特希澤邀請，中國國務院副總理劉鶴將於 1 月 30 日至 31 日訪美，就中美經貿問題進行磋商。本月早些時候，中美雙方在北京舉行經貿問題副部級磋商，雙方積極落實兩國元首重要共識，就共同關注的貿易問題和結構性問題進行了廣泛、深入、細緻的交流，增進了相互理解，為解決彼此關切問題奠定了基礎。

巴西近期天氣不利對黃豆作物的不利影響愈趨明顯，巴西第二大黃豆生產州巴拉那州黃豆農協會最新報告將該州的黃豆產量預估從 1,910 萬噸下調至 1,680 萬噸，主要因為上個月天氣乾燥的影響。美國伊利諾州黃豆玉米顧問公司 (Soybean & Corn Advisor Inc.) 作物分析師、南美農業專家麥克·科爾多涅博士 (Michael Cordonnier) 報告稱，幾乎主要的巴西黃豆產區單產都將較去年下滑，視天氣不利的程度，單產滑落的幅度在 5%-30% 之間。巴西農業部上週將本年度 (2018/19) 的黃豆產量預估從 1.2 億噸下調至 1.188 億噸，主要由於天氣不利的影響。儘管如此，巴西農業部下調的幅度仍較一些私人機構更少，分析機構 Safras & Mercado 將巴西黃豆產量預估從 1.222 億噸下調至

1.157 億噸，AgRural 則是將黃豆產量預估從 1.214 億噸下調至 1.169 億噸，德國漢堡油籽行業刊物《油世界》也將巴西黃豆產量預估下調 550 萬噸至 1.175 億噸。根據巴西本地分析機構 Datagro 的數據，巴西農戶對 2017/18 年度黃豆作物的銷售非常積極，主要應是受惠中國大陸黃豆進口轉向巴西的影響，當前黃豆銷售比率已經達到創新高的 99%，相比上年同期為 94%，這也高於 2013 以及 2015 年同期 98% 的舊紀錄。而目前還在進行收成作業的 2018/19 年度黃豆，銷售比率也達到 33.7%，略高於上年同期的 32.6%，但低於過去五年的同期平均值 36.6%。

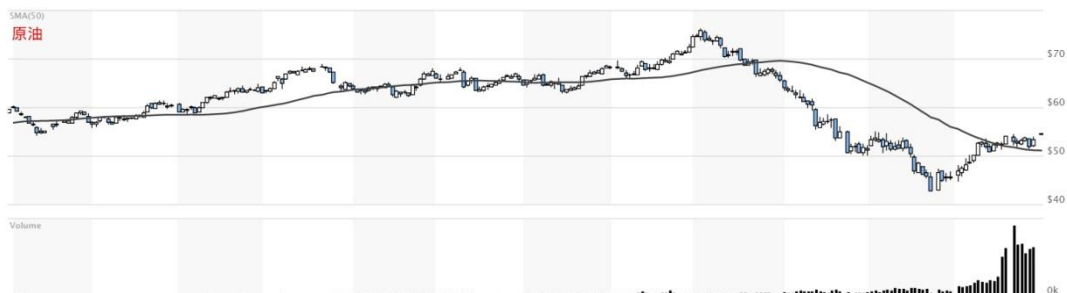
大陸農業部表示，2018 年美國黃豆進口關稅提高、進口量大幅減少，大陸的市場主體大量採購巴西等國黃豆，有效緩解了供應壓力，並通過推廣低蛋白飼料配方、拓寬蛋白粕來源，降低了下游豆粕需求。不過，在 3 月份南美黃豆大量上市之前，市場仍存在受南美天氣變化等因素影響而導致國際黃豆價格大幅波動的風險。中國海關的數據顯示，2018 年大陸進口的美國黃豆數量創下 2008 年以來新低至 1,660 萬噸，較 2017 年的 3,290 萬噸幾近減半。

擔憂中國經濟放緩，油價持續震盪走低

NYMEX 3 月原油期貨 1 月 28 日收盤大跌 1.7 美元或 3.2% 成為每桶 51.99 美元，因擔憂中國需求的影響，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油下跌 1.71 美元或 2.8% 成為每桶 59.93 美元。

美國政府宣布對委內瑞拉國家石油公司進行制裁，促使原油期貨盤後的電子交易略有回升，最新報價來到 52.06 美元。美國財政部在聲明當中表示，美國將運用所有外交以及經濟措施繼續支持委國臨時總統瓜伊多並恢復該國的民主，對委內瑞拉國家石油公司進行制裁將阻止每年約 110 億美元的石油出口收入流向馬杜羅政權。美國已經成為全球最大的產油國，國內頁岩油產量持續創新高，更有本錢進行石油制裁。油田服務公司 Baker Hughes Inc. 公佈的數據顯示，截至 1 月 25 日，美國石油與天然氣探勘井數量較前週增加 9 座至 1,059 座。其中，主要用於頁岩油氣開採的水平探勘井數量較前週增加 3 座至 932 座。Baker Hughes Inc. 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鑽機數量。美國石油探勘井數量較前週增加 10 座至 862 座，天然氣探勘井數量較前週減少 1 座至 197 座。在美國最大產油州德州，油氣探勘井數量較前週減少 4 座至 517 座，緊鄰德州上方的奧克拉荷馬州油氣探勘井數量較前週持平為 126 座，探勘井總數位居第二。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增加 3 座至 484 座。

南美產油大國委內瑞拉的經濟危機持續惡化，食物以及醫藥短缺，百萬人民流離失所。美國總統川普承認委內瑞拉反對派領袖瓜伊多 (Juan Guaidó) 為臨時總統，歐盟 26 日對委內瑞拉下達最後通牒，警告委國現任總統馬杜羅 (Nicolas Maduro) 若未在 8 天內重新選舉，將轉而支持瓜伊多。委內瑞拉的經濟危機已經導致該國的石油生產以及出口持續下滑，根據石油輸出國組織 (OPEC) 的報告，委內瑞拉日均原油產量從 2017 年的 191 萬桶降至 2018 年的 134 萬桶，去年 12 月，該國原油日產量已經降至 115 萬桶。2017 年，委內瑞拉也是美國的第三大原油進口來源國，僅次於加拿大與沙烏地阿拉伯。委內瑞拉的經濟危機也反映在該國的惡性通膨上面，IMF 國際貨幣基金宣稱去年底該國的通膨達到 1,370,000%，並預測 2019 年該國的通膨將達到 10,000,000%。Johns Hopkins University 研究超級通膨的 Steve Hanke 教授雖然並不同意 IMF 的預測，但也表示委內瑞拉去年的通膨達到 80,000%。媒體報導美國阻止英國央行讓馬杜羅政權提領存放在該行的 31 公噸黃金儲備，價值約 13 億美元。根據委國央行的數據，2018 年 11 月，該國的黃金儲備為 134 公噸，相比 2018 年初時為 150 公噸。



預期將美元轉弱，金價有望挑戰長線壓力價位區

State Street Global Advisors 黃金投資策略主管 George Milling-Stanley 表示，金價 2019 年內可望挑戰每盎司 1,350-1,400 美元的長期壓力價區，因美元與美股都無法再像去年一樣對金價造成嚴重的威脅。George Milling-Stanley 指出，美股今年已經沒有來自於政府減稅的利多，而美元也無法像去年一樣獲得那麼多次升息的支撐，雖然該行並不認為美元與美股會出現崩潰，但對金價的威脅已經無法與去年相提並論。George Milling-Stanley 表示，今年美國 FED 的貨幣政策可能出現大幅轉變，雖然上月的 FED FOMC 會議仍預期今年會有兩次的升息，但在上週傳出 FED 可能提前結束縮減資產負債表的計畫之後，市場已經預期今年可能不會升息，對照去年秋天市場還預期今年將升息四次來看，升息預期的變化相當明顯。此外，雖然美國政府關門暫時結束，但全球政治的不確定性仍將支撐金價，且政府關門對經濟的衝擊也還未完全明朗。

美國國會預算辦公室 1 月 28 日發布報告表示，美國政府部分關門 35 天估計造成了 110 億美元的經濟損失，但其中的 80 億美元將在政府關門結束之後獲得恢復，故此次美國政府關門對經濟造成的淨損失約為 30 億美元，預計將令 2019 年的美國經濟增長減少 0.02 個百分點。S&P Global Ratings 報告則表示，美國政府部分關門 35 天所造成的經濟損失估計至少達到 60 億美元，已經超過川普所要求的 57 億美元邊境牆經費。

George Milling-Stanley 表示，黃金 ETF (交易所交易基金) 投資需求的復甦對金價也是一大支撐，伴隨著金價創下七個月新高，全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 的持倉量也同樣創下七個月新高，28 日黃金持有量增加 5.88 公噸至 815.638 公噸，累計自去年 9 月底以來已經增加了 73 公噸或 10%。史坦利指出，他所接觸的投資人越來越認同黃金的價值，認為在市場波動性升高之際，應該在投資組合當中增加黃金的配置。分析師也認為全球金礦產量的增長放緩將會對金價構成支撐。第三大黃金生產國俄羅斯財政部 28 日公布的數據顯示，2018 年 1-11 月，俄羅斯黃金產量從上年同期的 284.95 公噸增加至 290.3 公噸，其中礦產黃金產量從上年同期的 235.49 公噸增加至 243.89 公噸，其餘為其他金屬礦所生產的副產品黃金。2018 年 1-11 月，俄羅斯銀產量則是從上年同期的 956.17 公噸增加至 1,035.63 公噸。



雖然金價走勢通常與美元相反，但 2018 年 10 月份顯然出現了例外，因 10 月份美元指數上漲了 2.1%，但金價也上漲了 1.6%；造成這種情況的原因是因為股市的震盪，當股市出現較大下跌的時候，投資人便會湧向避險資產，最主要的就是債券與黃金。不過，近日股市已經有所回穩，而當股市回穩之後，黃金的表現又會回到「美元模式」或者是「商品模式」，主要與美元及商品行情掛鉤。金價都因為美國貨幣政策收緊而受到壓抑，特別是新興市場的貨幣危機如果擴大到更多國家的話，就會令美元更加高漲。不過，FED 的升息對金價也並非全然利空，因貨幣政策一旦過度收緊，就可能令美國經濟陷入衰退的風險增加，從而有利於金價。此外，中美貿易戰也是一大影響因素，最壞的情況下這將令所有商品陷入空頭，但卻有利於黃金。影響金價的最主要因素就是美元，美元最終將會從高點

回落，從而帶動金價做出反彈，並且不排除金價最終將可以上漲至每盎司 1,400 美元。

FED 理事主席鮑威爾 2019 年升息的決心相當堅定，他強調稅改對通膨的推升將比預期來的高，所以 FED 必須預防資產泡沫化，致力於將通膨維持在 2% 左右。雖市場預估到今(2019)年升息 2 次，但金價卻未走低，主要是 FED 強化了通膨升溫的看法、同時對於全年升息次數並未有更積極的論述，因此在通膨預期上升、升息預期不變下，實質利率反將有小幅走低空間。中國為全球最大黃金需求國，根據 20 年以上長期統計，每年 1~2 月是金價傳統小旺季，預期黃金回檔空間有限。不過，近期強勁的金價已經部分提前反應通膨升溫及美元走入空頭的預期，故短線上檔空間亦屬有限，近期中美貿易大戰煙硝味四起，雙雙叫陣銳不可擋，全球股市短線均劇烈震盪，避險資金轉入黃金與國債已不言可喻，金價短線觸底買盤躍躍欲試。

美國的總體財政政策、美國發動中美貿易戰爭與地緣政治不穩定性等因素，有利黃金避險買盤增溫，黃金 ETF 投資者傾向于持有黃金而不是獲利了結，金市的市場情緒謹慎樂觀。地緣政治風險因素正支持黃金市場，黃金未來方向將取決於美元，美國貨幣政策寬鬆與否和長期利率的變化。

(撰稿人: CSIA/ CFP/福州墨爾本理工學院國際經濟與金融系副教授 李全順)