

全球經濟

2019年全球經濟可望在低通膨下成長



John Greenwood
景順首席經濟學家

2018年是動盪的一年，債券市場疲軟、股市出現兩次重大拋售。在此期間，委內瑞拉、阿根廷和土耳其出現了危機、英國脫歐談判持續進行、石油價格強勁上漲，以及美國總統川普的貿易政策不斷造成混亂，這些都是在美國利率正常化的情況下發生的。不過，我們認為，2019年將會平靜得多。

雖然這些地緣政治事件各自具有破壞性，不過在這個美國景氣循環創紀錄擴張的大浪之下，這些事情不過只是小小漣漪。

美國

美國的貨幣政策變得較不寬鬆，但聯準會並沒有「緊縮」，只是將貨幣政策「正常化」。目前的「正常化」階段類似於1994年到1995年和2004年到2005年的中期利率調整。這幾段時期的重要意義在於，在貨幣政策正常化結束後的幾年裡，商業週期繼續擴張，而股市和房地產市場也在幾次升息結束後大幅走高。

我認為，聯準會很有可能成功地為美國經濟在2019年或2020年後的數年擴張做好準備。屆時，聯邦基金利率預計將達到「中性」水準，即這一速度既不是擴張性的，也不是緊縮性的，而是與穩定擴張狀態一致的。這意味著到2019年7月，目前的擴張期將超過美國金融史上最長的擴張記錄(原紀錄為1991年3月至2001年3月的10年擴張)。

金融市場有兩大思路與我的觀點相反，這些理論暗示美國經濟正面臨過熱和通膨抬頭的情況：

- 第一個理論指出勞動力市場的緊縮，也就是低失業率所顯示的情況。這些分析師表示，根據菲利普曲線，過去失業率下降時，薪水通常會上漲，隨後通膨上升。這個理論的問題是，儘管過去有時奏效，但在最近三個景氣循環中卻失靈。此理論只有在貨幣供給快速成長，導致經濟過熱和通貨膨脹的情況下才有效。

近年來，貨幣供給成長緩慢而穩定，因此經濟沒有過熱。事實上，德國、日本或以色列，失業率也處於創紀錄的低點，但這些經濟體並沒有出現明顯的薪資或物價上漲。

- 第二種理論認為，擴張性財政政策導致預算赤字大幅增加，也會導致通膨。但在川普的減稅和為期一年的100%投資費用化的情況下，短期內提高了消費和投資支出時，貨幣政策往往凌駕於財政擴張之上。這意味著不一定會出現經濟過熱和通貨膨脹。

我認為，儘管美國經濟目前面臨較低的失業率，與川普的財政刺激政策，但美國經濟的發展方向，與聯準會在通膨2%的情況下實現完全就業的目標大體一致。反過來，這將限制利率和通膨的上升風險。同樣地，在我看來，它應該也限制了股市和債券市場的下跌風險。



關鍵要點：

- 2018年市場動盪，我認為2019年相較之下將更為平靜。
- 我認為聯準會應能成功地讓美國經濟呈現連續數年擴張的局面
- 在看待通貨膨脹之際，貨幣政策必定主導財政政策。

Consensus Economics	2018年預測		景順投信預測	
	實質 GDP	CPI 通膨率	實質 GDP	CPI 通膨率
美國	2.9%	2.5%	2.8%	2.5%
歐元區	2.0%	1.7%	2.1%	1.8%
英國	1.3%	2.5%	1.3%	2.4%
日本	1.1%	0.9%	1.1%	1.0%
澳洲	3.2%	2.0%	3.3%	2.0%
加拿大	2.1%	2.4%	2.1%	2.4%
中國	6.6%	2.1%	6.7%	1.6%
印度	7.4%	4.7%	7.4%	4.5%

Consensus Economics	2019年預測		景順投信預測	
	實質 GDP	CPI 通膨率	實質 GDP	CPI 通膨率
美國	2.6%	2.3%	2.6%	2.0%
歐元區	1.8%	1.7%	2.1%	1.8%
英國	1.5%	2.7%	1.8%	2.1%
日本	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%
澳洲	2.8%	2.2%	2.8%	2.1%
加拿大	2.0%	2.1%	2.3%	1.7%
中國	6.3%	2.3%	6.6%	1.1%
印度	7.5%	4.9%	6.3%	4.3%

資料來源：Consensus Economics，2018年10月、景順，2018年10月15日。



2018年是動盪的一年，債券市場疲軟，股市出現兩次重大拋售。

轉向貿易方面：2018年實施的關稅可能對貿易量造成損害，並將提高美國企業和消費者的進口成本。但需要記住的重要一點是，如果國內消費和投資支出保持不變，這些貿易措施造成的損害應該很小。原因如下：

- GDP當中，貿易部分的計算主要是貿易餘額的改變以及對國內物價的影響。由於中國和其他的出口商急於在關稅提高前履行訂單，貿易政策的影響尚未大量顯現。與消費及投資的數量及價格相比，進口成本的變化造成的影響並不大。

- 關稅法案的影響力被誇大

1930年代的斯姆特·霍利(Smoot-Hawley)關稅法案的後果被誇大了。過去許多歷史學家和評論家都認為，造成大蕭條的原因是關稅，但這是錯的。這項法案實施的時間點，正是錯誤的貨幣政策導致國內需求崩潰的時候。我們學到的教訓是，如果各國央行確保今日的貨幣和信用持續成長，那我們就不用擔心1930年代的事件會重演。



如果維持國內消費和投資支出，關稅造成的損害應該很小。

歐元區

鑑於歐元區的財政政策預計仍將受到限制，貨幣政策將成為改變總體經濟政策的唯一可能作法。這方面的關鍵是歐洲央行逐漸減少購入資產(預計於12月結束)，以及明年相關的利率前瞻指引。歐洲央行總裁德拉吉(Mario Draghi)表示，2019年夏季之前不太可能升息。

值得注意的是，當量化寬鬆(QE)影響牽動央行資產負債表的貨幣政策，且投資人過度關注於市場利率之際，更重要的是(非銀行)一般民眾手中貨幣的成長。原則上，結束資產購買或量化寬鬆的關鍵考慮因素應該是，商業銀行是否創造了足夠的貸款，使得銀行存款(在其資產負債表的另一邊)或貨幣能夠不依賴歐洲央行的購買而繼續成長。這裡的問題是，由於許多歐元區銀行在努力積累資本的同時，逾期放款仍在增加，因此貸款成長遠遠低於貨幣成長的速度。在歐洲各銀行仍處於脆弱狀態之際，終止歐洲央行的資產購買政策，意味著該地區可能出現名目支出再次放緩的情形，並有可能使通膨回落至通貨緊縮的情況。

英國

英國脫歐談判細節一直是大家關注的議題。儘管表面上消費者支出似乎相當正常，但在就英國脫歐後的貿易環境達成明確協議前，投資已出現放緩。自2018年初以來，倫敦地區的房價一直保持穩定，Jaguar Land Rover宣布，西米德蘭茲郡的工廠將消減員工工時，2000名員工每週僅需工作三天。這表明英國脫歐可能導致企業投資大幅下降。

於此同時，實質GDP成長率已從2015年到2016年的平均2.1%放緩到2017年起算6季平均1.5%，其中大部分是企業投資的放緩。在企業確認2019年3月後營運環境的狀況前，他們至少會擱置部分的資本支出和招募計劃。

貨幣政策的實施上也同樣出現猶豫不決的情況。英國央行總裁卡尼(Mark Carney)和央行貨幣政策委員會今年初已明確表示將升息，因此在2月和5月投票決定不提高基準利率，但最後仍在8月份將基準利率上調0.25%至0.75%。然而，過去兩年以來，貨幣和信用成長一直在放緩。

日本

日本經濟成長持續低於水準，通膨也低於目標。儘管日本央行實施了5年激進的量化質化寬鬆政策(QQE)，但經濟成長部分，尤其是通膨回歸正常的方面，幾乎沒有任何進展。經濟持續以1.0至1.5%的溫和速度成長，而這主要是人口老化、勞動力不斷下降所造成的。

此外，QQE對銀行資產負債表的增長影響甚微，因此對貨幣或信用成長的影響也很小，導致日本通膨仍遠低於央行2.0%的目標。我預計2019年不會出現什麼變化。

中國和較小的東亞經濟體

中國正面臨去槓桿化的挑戰，同時試圖通過間歇性寬鬆貨幣政策(如下修存款準備金率、放寬對房貸的總體審慎調控，以及放寬部分貨幣市場利率)來維持經濟成長。這些寬鬆政策可以被視為對降低槓桿率這一關鍵政策的溫和反擊。

同時，實質GDP已經放緩，並可能在2019年進一步減速。儘管一些基礎產業已從2014至2016年的低迷中復甦，但住房和名目固定資產投資已經放緩。在我看來，除非中國國務院修改去槓桿化政策，否則2019年這些經濟活動都不太可能大幅增加。外部方面，川普關稅的影響目前為止並不大，因為出口商急於在明年1月提高關稅之前完成出貨。因此，我預計2019年的出口將放緩，以美元計價的出口僅會出現個位數成長。

東亞其他地區的國內支出則受到壓抑，出口成長放緩。展望未來，泰國和越南等一些規模較小、成本較低的經濟體可能會受惠於部分中國製造業的重新配置，但整體前景將因貿易衝突加劇，以及國際貨幣基金(IMF)在10月峇里島會議上預測的「全球下檔風險成長」而受到影響。

歡迎加入景順好友



 景順投信

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
11047台北市松智路1號22樓
客服專線:0800-045-066
網址:www.invesco.com.tw

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場(政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動)風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

Inv18-0350