

出國報告（出國類別：其他）

UBS 機構訓練課程「投資訓練研討會」
出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳雅姿（外匯局聯行科四等專員）

姓名職稱：李孝涵（外匯局簽證科辦事員）

派赴國家：美國、芝加哥

出國時間：107 年 10 月 27 日至 107 年 11 月 4 日

報告日期：108 年 1 月 14 日

目 錄

壹、前言	1
貳、2019 年全球經濟展望	2
一、全球總體經濟最新展望	2
二、美國經濟的關鍵挑戰	5
三、中國大陸經濟挑戰與政策回應.....	12
參、美中貿易衝突進展	19
一、川普抨擊中國大陸透過不公平手段壯大自身經濟實力	19
二、以關稅政策及聯合盟國圍堵中國大陸的經濟與科技發展	20
三、「川習會」達成初步共識，美中貿易衝突似緩解	23
肆、心得與結論	25
參考資料	26

壹、前言

2018 年 UBS 研討會為期一週，參加學員約 30 名，主要為 UBS 之客戶或交易對手，包括各國央行、退休基金、壽險公司等。

課程內容包括前往芝加哥選擇權交易所進行實地參觀，並邀請 UBS 內部經濟學家與基金經理人講解全球總體經濟展望與地緣政治概觀、中國大陸與新興市場國家及南歐國家所面臨的區域性挑戰、全球資產配置與固定收益及股市市況發展，以及因應氣候變遷與科技創新的投資策略。

本專題報告主要分為四大部分，除本部分前言，第二部分為介紹 2019 年全球經濟展望，討論議題包含(1)全球總體經濟最新展望，(2)美國經濟的關鍵挑戰，(3)中國大陸經濟挑戰與政策回應；第三部分介紹美中貿易衝突，第四部份則為心得與結論。

貳、2019 年全球經濟展望

一、全球總體經濟最新展望

(一) 全球投資人關注焦點：全球政治情勢、金融基本面、經濟結構變化

UBS 指出，民粹主義興起，讓全球政治情勢面臨不確定性，加以全球利率與通膨攀升的循環性因素，以及人口變遷、科技等結構性因素，皆衝擊現行的投資模式(見表 1)。

表 1 全球投資人關注焦點

全球政治情勢	金融情勢	經濟結構變化
<ul style="list-style-type: none">● 川普貿易保護主義是否會阻礙全球貿易與衝擊全球經濟。● 英國脫歐與川普政策是否為一次性事件抑或是民粹主義反全球化的開端。● 國家主義是否會讓歐盟分裂抑或造成南歐的財政危機。● 若干新興市場目前面臨的挑戰，是否為更廣泛的結構性經濟成長放緩之開端。	<ul style="list-style-type: none">● 利率攀升對握持大部份現金的主權基金造成明顯挑戰。● 通膨上升對較長期固定收益投資造成威脅。● 股票市場可能已達到震盪成本過高的水準。● 低流動性的另類資產 (illiquid Alternatives) 或能提供額外報酬與分散投資的益處，但須先克服操作的挑戰。	<ul style="list-style-type: none">● 全球經濟目前正面臨人口變遷、政治、科技與金融產業等主要結構性變化。● 彼等變化對於經濟與資產價格影響甚大，惟深具不確定性。

(二) 儘管全球經濟 2018 年挑戰甚多，惟 UBS 認為，全球經濟與金融前景仍相對光明

1. 全球經濟 2018 年面臨許多挑戰，包括先進經濟體經濟成長不再同調，美國經濟成長遙遙領先日本與歐盟等國、美國持續升息帶動美國 10 年期公

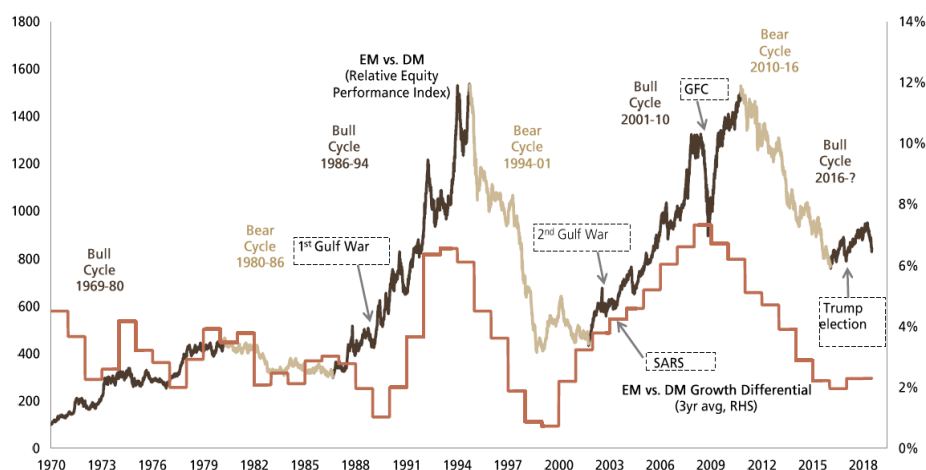
債殖利率上升、若干新興市場通貨對美元大貶、美國發起的貿易戰爭衝擊將逐漸顯現、義大利的財政摺節所造成的歐盟爭端及該國公債殖利率攀升、美股牛市是否將持續。

2. 儘管全球經濟面臨甚多挑戰，惟 UBS 對全球經濟與金融前景仍相對樂觀，預估全球經濟擴張將至 2019 年底：

- (1) 全球經濟成長仍然穩健，預估 2018 年全球經濟成長仍有 3.8%，而影響全球市場甚多的中國大陸，其 2018 年經濟成長率仍有 6.5%，且中國大陸信貸品質正逐漸改善；UBS 並認為，美國殖利率曲線平坦化不代表經濟衰退的訊號。
- (2) 儘管若干新興經濟體面臨風險，惟新興經濟體與全球信用利差近期並未持續擴大，股市市值低於歷史平均、實質有效匯率較平均低，且根據歷史趨勢，新興經濟體正處於擴張階段的中期(圖 1)。

圖 1 新興經濟體對先進經濟體的股市與經濟表現差異*

...typically each cycle lasts 5-7 years



*以 MSCI 全球指數與 MSCI EM 指數分別充當 DM 與 EM 股市表現指標；統計至 2018/7/2
 資料來源：FactSet、Datastream、Bloomberg、Goldman Sachs Global Investment Research
 GFC=Global Financial Crisis of 2007/08；SARS=severe acute respiratory syndrome in the Guagdong province of China in 2002-04

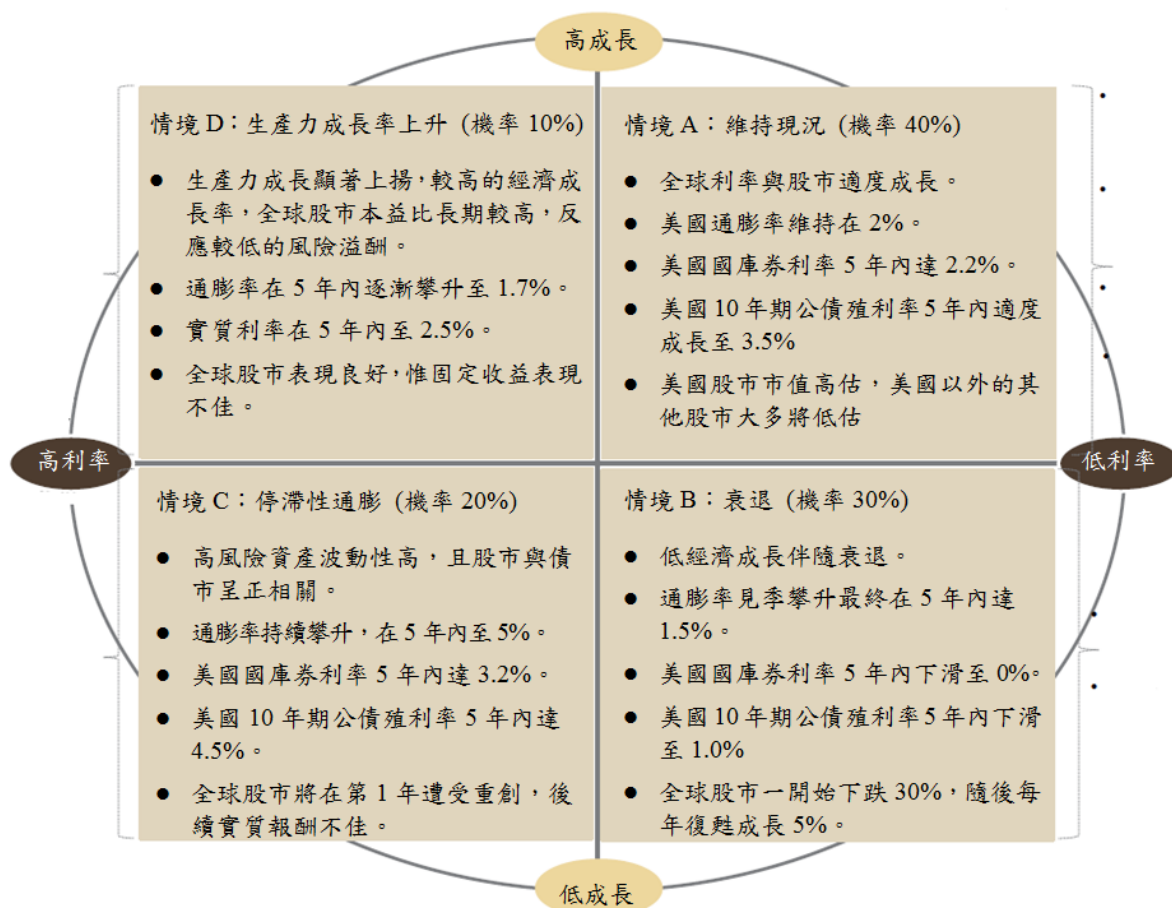
- (3) UBS 根據對外債務、經常帳對 GDP 比率等經濟基本面數據，認為新興經濟體僅有哥倫比亞、土耳其與阿根廷較脆弱。

3. 儘管全球經濟面臨甚多挑戰，惟 UBS 對全球經濟與金融前景仍相對樂觀，預估全球經濟擴張將至 2019 年底：

(三) 根據目前現況持續發展，美國通膨率將維持在 2%

UBS 根據全球經濟成長、通膨與殖利率，預估全球未來經濟發展的 4 大可能情境，認為最有可能的是經濟根據目前現況持續發展，美國通膨率將維持在 2%，且美國股市市值將被高估，而其他非美國股市大部分將被低估(圖 2)

圖 2 全球經濟情境預估



資料來源：United Naitons、IMF(2018)、UBS AM 2018

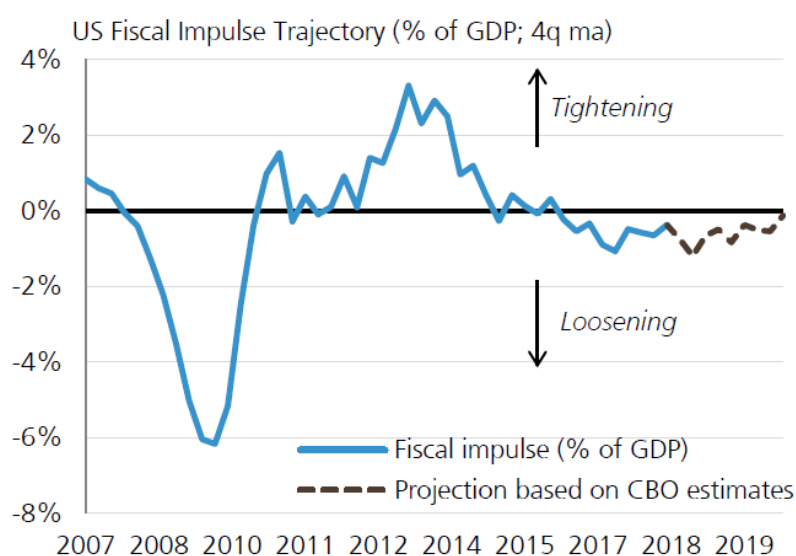
二、美國經濟的關鍵挑戰

2019 年美國經濟因川普的財政激勵措施，面臨政府債務攀升，惟激勵措施對經濟的提振效果於 2019 年消逝；國會則再度分裂，成為決策僵局，新國會第 1 個面臨的挑戰，就是解決美國政府關門難題；在此同時，金融市場動盪可能造成經濟下滑的尾部風險增加，成為 Fed 對於升息轉趨保守的重要考量。

(一) 政府債務攀升與財政激勵效果消失

1. 根據川普的財政政策，預估美國 2019 財政年度，聯邦政府預算赤字將達 1 兆美元。
2. 美國財政激勵措施於 2018 年 Q4 達尖峰，該措施對 2018 年經濟成長率貢獻 0.75 個百分點，預計在 2019 年消逝(圖 3)。

圖 3 美國財政措施規模對 GDP 比率



資料來源：Haver, CBO, UBS

(二) 國會政治僵局第 1 個難題：美國政府關門

2018 年 11 月期中選舉形成國會分裂局面，共和黨守住參院多數黨，民主黨則在眾院過半，美國形成分裂國會。

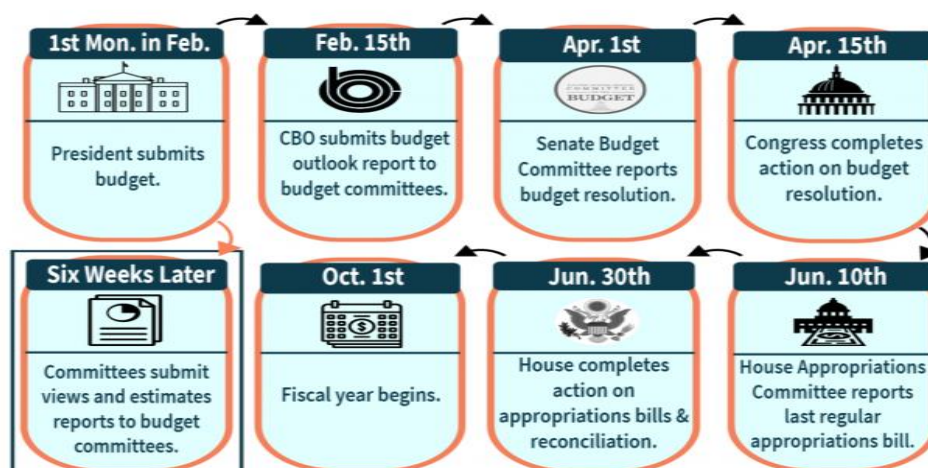
新國會在 2019 年 1 月 3 開始，亦即眾議院將由民主黨主掌；新國會面臨的首要難題，就是解決美國政府關門，惟兩黨目前對政府支出的優先順序差異大，

達成共識難度高。

1. 美國預算流程

- (1) 美國財政年度為 10 月 1 日至隔年 9 月 30 日。
- (2) 根據 1921 年預算與會計法案及 1974 年美國國會預算暨截留控制法案 (Congressional Budget and Impoundment Control Act) 等的要求，任何自由裁量支出 (discretionary spending) 必須通過相對應年度政府歲出預算案 (appropriation bill) 才有效。
 - 法律沒有具體規定預算案未在截止期限內通過的後果，因此預算案延遲相當常見(預算流程如圖 4)。
 - 若預算案延遲，可通過持續決議案(continuing resolution, CR)進行暫時授權。
- (3) 若兩者皆未按時頒布，即出現資金缺口(funding gap)，將關閉受影響的機構與服務。

圖 4 美國預算流程

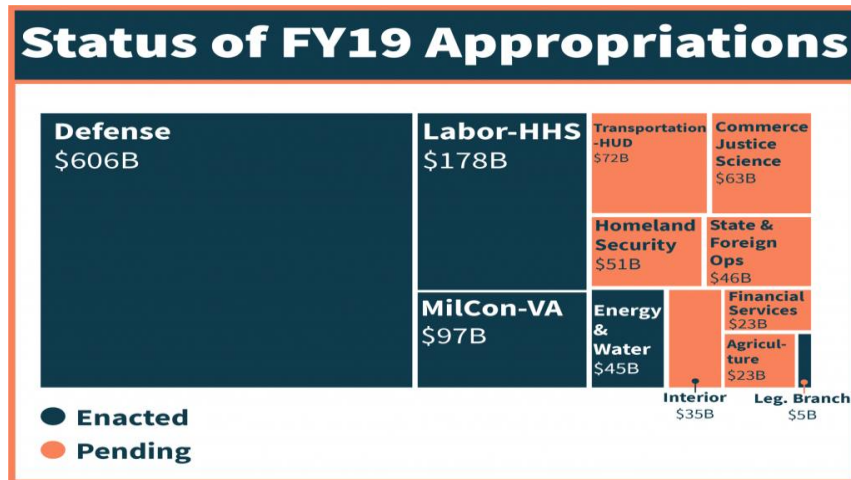


資料來源：Congressional Budget Office

2. 美國政府 2019 財政年度預算案爭議點

- (1) 在 2019 年財政年度預算案中，運輸、金融服務，國土安全等 7 大預算支出案尚未通過(見圖 5)，以為期 2 個星期的 CR 暫時支應，暫時性授權在 2018 年 12 月 21 日到期。

圖 5 2019 財政年度預算案進度



資料來源：Congressional Budget Office

- (2) 川普總統於 2018 年 12 月 21 日在推特發文表示，CR 須包括 50 億美元邊境圍牆(border wall)預算，否則他將做好讓政府長期關門的準備；參議院於 2018 年 12 月 21 日反對，CR 未通過。
 - (3) 自 2018 年 12 月 22 日起，美國政府若干部門關門。
3. 民主黨與共和黨對於美墨邊境圍牆的金額意見不一，且本次預算案未涉及政府債務上限相關法案，協議的急迫性不高。
- (1) 民主黨與共和黨對於邊境圍牆預算與解決方法大相逕庭(表 2)。

表 2 民主黨與共和黨對於預算案的歧見

	民主黨	共和黨
美墨邊境圍牆金額	13 億美元	50 億美元
目前主張	眾議院民主黨預計單獨通過法案，讓政府部門重開，與此同時就邊境圍牆預算繼續談判	美國總統川普邀請兩黨領導人於 2019 年 1 月 2 日到白宮參加關於邊境安全的簡報，並暗示希望達成預算協議；惟該會議並未達成共識。

- (2) 美國國會於 2018 年 2 月 9 日已通過《兩黨預算法》(Bipartisan Budget Act)，美國財政部至 2019 年下半年都不會面臨發行新債籌資的債務限制。

4. 2018 年美國政府關門與 2013 年 10 月初相比，規模較小，惟預算僵局造成美國政府關門時間已創歷史新高，經濟風險恐將增溫。

(1) 與 2013 年 10 月初相比，本次美國政府關門規模較小，對美國經濟衝擊有限(表 3)。

表 3 美國政府關門比較：2013 年 10 月 vs. 2018 年 12 月

	2013 年 10 月初	2018 年 12 月
關門時間	16 日	尚未結束
受影響部門	並未有任何歲出預算案通過，政府全面停擺。	國防部、勞工部等重要的政府部門已通過歲出預算案，僅 1/4 預算案未通過；本次關門只能說是部分政府關門。
受影響職員人數	最多 85 萬名職員受影響。	預估 38 萬名職員暫時不上班，42 萬名職員將會延後付薪。
對經濟的衝擊	2013 年 Q4 GDP 成長率下降 0.3%，全年影響不到 0.1%。	若在 2019 年 1 月中以前解決，對經濟影響有限，惟隨著時間延長風險將加劇。

(2) 由於近期美股跌幅顯著、經濟數據提高市場對經濟衰退的擔憂、白宮所造成的不確定性提高，本次政府關門讓商業與消費信心受到衝擊；本次美國政府關門時間已超過 1995 年克林頓總統時代之 21 日(圖 6)，若預算僵局延長，經濟風險將隨之增溫。

(3) 政府關門本身並不會影響 Fed 升息，惟若關門持續將會讓 Fed 更為謹慎，不確定性的考量將影響 Fed 於 2019 年升息 2 次的時點。

(4) 部分政府關門讓有些經濟數據無法如期發布，增加經濟前景的不確定性。

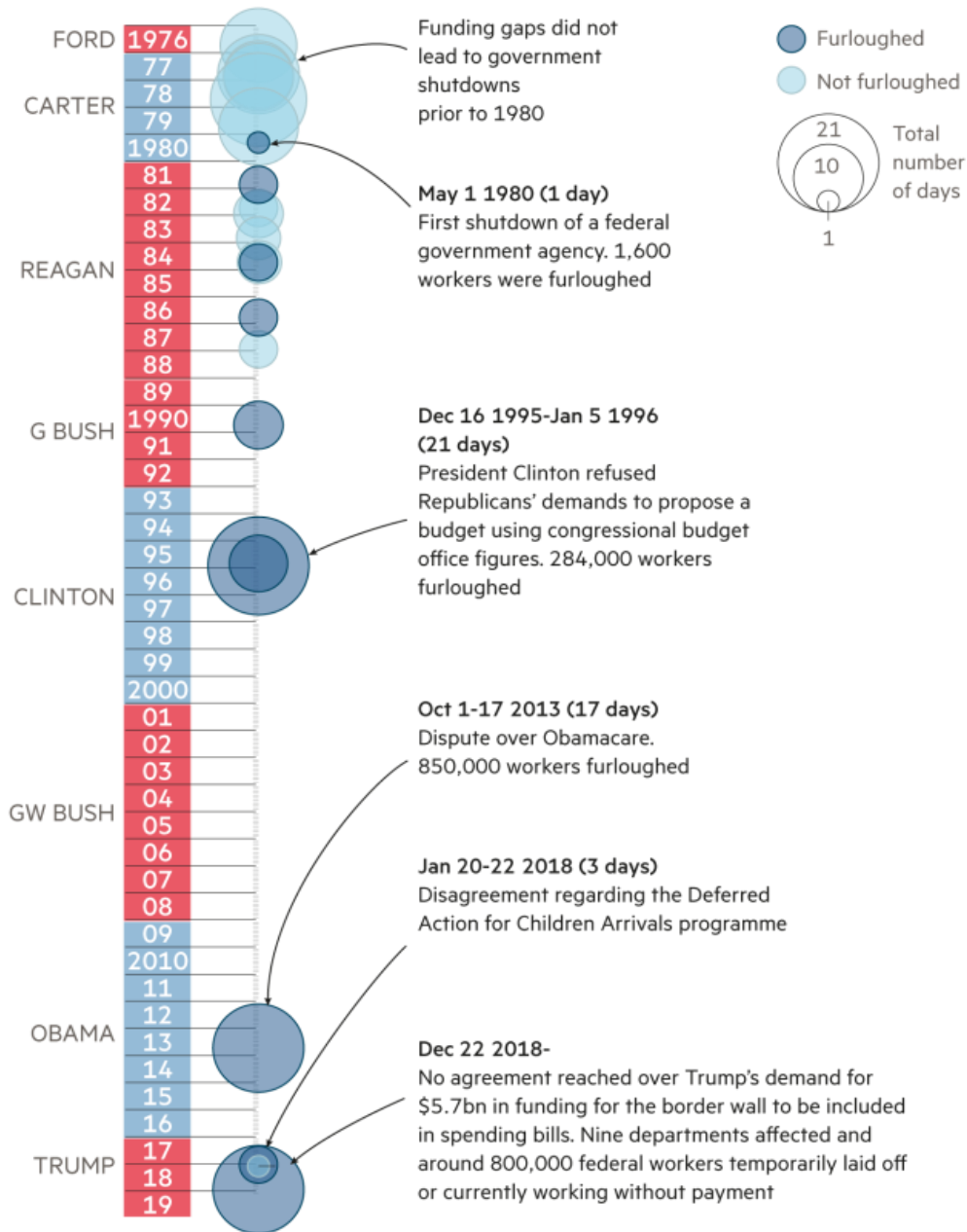
圖 6 美國政府自 1976 年關門概況

Federal shutdowns

Since 1976 there have been 22 US federal government funding shortfalls, including 10 where government employees were furloughed – resulting in a partial shut-down of federal services

US federal funding gaps, 1976-2019

Circle size represents total number of days

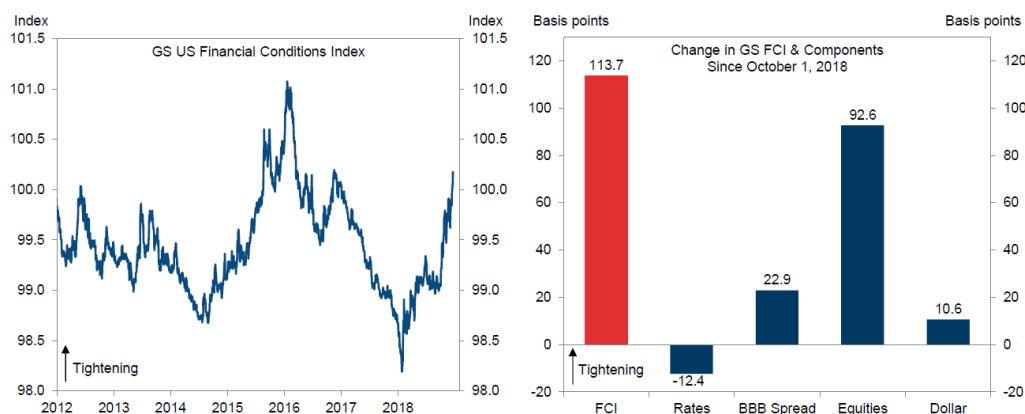


資料來源：Financial Times

(三) 金融情勢快速緊縮恐大幅增加經濟成長率下滑的尾部風險

1. Fed 近年持續縮表與進行漸進式升息，於 2018 年政策利率每季升息 1 碼，共升 4 碼至 2%~2.25%；2018 年第 4 季金融情勢指數主要受股市下跌影響，自 2018 年 10 月以來經歷近 3 年最快升幅，上升逾 100 個基點(見圖 7)——金融情勢緊縮，高盛預估將減少 2019 年美國經濟成長率 0.8 個百分點。

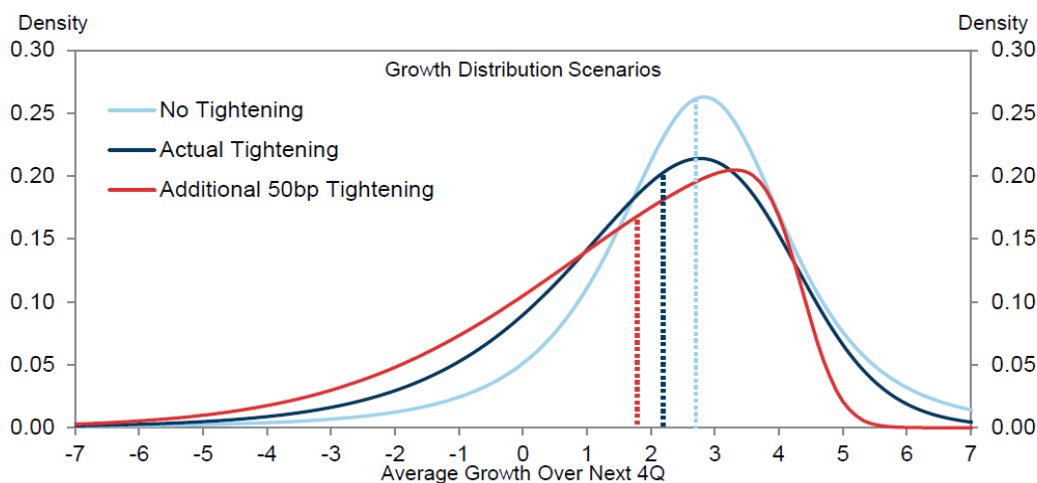
圖 7 美國金融情勢指數



資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

2. 高盛指出，最需要關注的是，金融情勢緊縮速度，若急遽緊縮，將會大大增加經濟下滑的尾部風險；若以目前金融情勢緊縮幅度再加 50 個基點，經濟成長率下行風險增加 25% 機率(圖 8)。

圖 8 金融情勢緊縮與經濟成長率

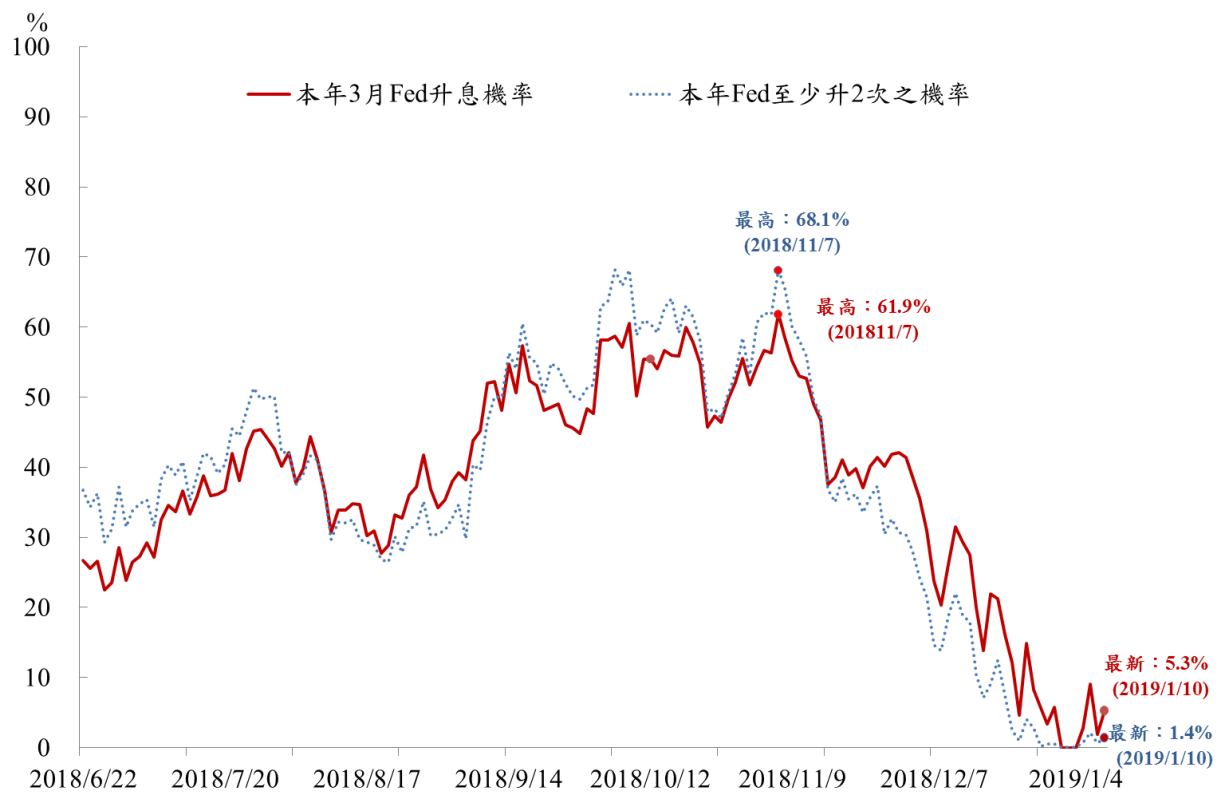


Note: Dotted lines denote median of distribution.

資料來源：Bureau of Economic Analysis, Goldman Sachs Global Investment Research

3. 因此，儘管 FOMC 於 2018 年 12 月經濟估測，預估 2019 年美國經濟成長率中位數為 2.3%，仍高於潛在成長率 1.9%，但 Fed 轉趨鴿，對 2019 年升息次數由 3 次降為 2 次；高盛推估，Fed 政策立場轉趨保守，主要擔憂金融情勢的驟然緊縮，讓經濟下行的尾部風險大幅增加，超過 Fed 的可控範圍。
4. 截至 2019 年 1 月 10 日，市場預期 2019 年 3 月 Fed 升息機率及 2019 年 Fed 至少升息 2 次之機率分別從最高點之 61.9%與 68.1%，下降至 5.3%與 1.4%(圖 9)。

圖 9 市場預期美國升息機率



三、中國大陸經濟挑戰與政策回應

中國大陸目前面臨金融去槓桿化與美中貿易衝擊等對經濟不利因素，對此 2018 年中央經濟工作會議擘劃的 2019 年經濟工作重點，主要以減稅措施為主軸來激勵經濟，輔以貨幣政策維持流動性，加以對美國的要求進行具體改革回應，推升美中貿易協商的正面方展。

中央經濟工作會議強調改革的力道高於市場預期，投銀持正面評價；惟須視政府在面對外在與內部壓力之際，是否能依改革藍圖執行，而第 1 個總體經濟風險考驗，就是農曆新年期間失業率是否攀升。

不過，2019 年經濟工作重點未提及將維持人民幣匯率穩定等匯率政策描述，意味著保留政策選項，若美元突然轉強能允許人民幣驟貶的政策空間。

(一) 中國大陸經濟面臨內憂外患，2018 年經濟成長率驟跌

1. 經濟成長逆風因素

- (1) 外在因素：美中貿易摩擦升溫，影響企業情緒與帶來更多不確定性，預計拉低中國大陸 2019 年經濟成長率 0.7~0.8 個百分點。
- (2) 內在因素：金融去槓桿化讓信用成長率從 2017 年的 14.4%，遽跌至 2018 年 10 月之 10.2%，創歷史新低(圖 10)。

圖 10 中國大陸信用對經濟活動衝擊



資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

2. 中國大陸 2018 年經濟成長率急遽放緩
 - (1) 中國大陸 2018 年第 3 季經濟成長率僅 6.5%，2017 年經濟成長率達 6.9%。
 - (2) 預期經濟成長逆風因素將持續至 2019 年。
- (二) 2018 年中央經濟工作會議強調改革力道高於市場預期
1. 2018 年中央經濟工作會議於 2018 年 12 月 19 日~2018 年 12 月 21 日召開；目的是總結 2018 年經濟工作，分析當前經濟形勢，部署 2019 年經濟工作。
 2. 2018 年中央經濟工作會議對於貨幣政策立場，從保持中性改為鬆緊適度，並保持流動性合理充裕(表 4)。

表 4 2017 年與 2018 年中央經濟工作會議(CEWC)重點

	2018年	2017年
外部與內部環境	外部環境複雜且具挑戰性，2019年經濟成長將面臨較大的下行壓力	經濟發展進入新時代，最重要的挑戰是經濟發展從高速轉變成高品質
總體政策	強化逆景氣循環政策措施，穩定總體需求，確保經濟成長率在合理範圍	提升總體政策創新，維持經濟成長率在合理範圍
財政政策	積極的財政政策要加力提效，實施更大規模減稅降費，大幅增加地方專項債券	積極的財政政策取向不變，調整優化財政支出結構，確保對重點領域和專案的支持力度
貨幣政策	穩健的貨幣政策要鬆緊適度，保持流動性合理充裕，提高直接融資比重，解決民營小微企業融資難與貴的問題	穩健的貨幣政策要保持中性，管住貨幣供給總閘門，守住不發生系統性金融風險的底線
重點工作	堅定不移建設製造強國、加大製造業技術改造與設備更新，加快5G 商用步伐	深化供給側改革、國有資本做大做強、積極擴大進口
經濟目標	2019年3月政府工作報告揭露	2018年經濟目標：GDP 成長率 6.5%、CPI 成長率3%

3. 2019 年近 2 年經濟工作有四大主軸：穩定需求、加速經濟改革、更加開放市場、促進國內市場與提升經濟結構。

(1) 祭出寬鬆總體措施穩定國內需求，減稅政策將是主軸，預估將讓 2019 年經濟成長率增加 0.9~1.6 個百分點(表 5)。

表 5 2019 年中國大陸總體經濟措施重點與投銀看法

項目	投銀看法
降低 GDP 成長率目標	<ul style="list-style-type: none"> ● 降低目標至 6.0%~6.5%，甚至可能訂在 6.0%。 ● 若干投銀認為，2019 年是中國人民共和國建國 70 周年，是 2020 年實質 GDP 較 2010 年倍增的關鍵年度，要認為政府不可能降速，維持就業的最低經濟成長率為 6.1%，預估政府目標仍為 6.5%。
擴大財政政策力道	<ul style="list-style-type: none"> ● 財政政策是抵禦經濟下行風險的要角；將結合增值稅(VAT)、個人所得稅等減稅措施，以及擴大地方專項債券。 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 預算赤字對 GDP 比率：預估從 2018 年之 2.6% 上升至 2019 年之 3.0%。 ➢ 降稅減費規模：預估從 2018 年之 1.3 兆人民幣，升至 2019 年之 1.8 兆人民幣。 ➢ 地方專項債券額度：預估從 2018 年之 1.35 兆人民幣，最少升至 2019 年之 2 兆人民幣。 ● 預估減稅可以讓 2019 年經濟成長率增加 0.9~1.6 個百分點(假設情境為減稅金額為 1.3 兆人民幣)。
貨幣政策鬆緊適度	<ul style="list-style-type: none"> ● 預估貨幣政策將採寬鬆，人行將於 2019 年每季調降存款準備率(RRR)，全年約調降 200~300bp。 ● 由於 Fed 調整升息步調與經濟成長率目標可能調降，人行在維持匯率穩定下，將更有餘裕降低中期借貸便利(MLF)利率與公開市場操作利率。 ● 2019 年的 1 年期存款與放款利率基準基本不變，若遇經濟突然降溫，不排除人行調降的可能性。

(2) 加速經濟體系改革，提升國有企業與民營企業的公平競爭(表 6)

表 6 2019 年中國大陸經濟體系加速改革重點與投銀看法

項目	投銀看法
深化國有企業改革	<ul style="list-style-type: none"> ● 加速國有資本與國有企業改革，提升國有企業與民營企業的公平競爭。 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 將專注強化國有資本、加速政府對國有企業從治理管理轉型至資本管理等，混合式管理結構將會加速改革，如加快中國大陸國有鐵路的股權重組等。 ➢ 中國大陸國有鐵路公司發展將是該政策主張的觀察重點。
支持民營企業發展	<ul style="list-style-type: none"> ● 將建立更多法治原則，保護個人與民營企業的財產權。
深化財政、金融、與社會管理	<ul style="list-style-type: none"> ● 更多改革將會讓市場更法治化、透明、活躍與有彈性。

(3) 加速擴大市場開放，建立公平競爭的制度環境與加強智慧財產權保護(表 7)。

表 7 2019 年中國大陸擴大市場開放重點與投銀看法

項目	投銀看法
強化競爭政策的根本功能	<ul style="list-style-type: none"> ● CEWC 呼籲建立公平競爭的制度環境，以及促進中小企業成長。 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 對此，投銀指出，中國大陸有必要建立公平、開放與透明市場原則，以及法治原則的經商環境，才能讓優質企業具有誘因發展。
加強智慧財產權保護與更多國外經營權進入市場	<ul style="list-style-type: none"> ● 承諾將進一步開放市場，且落實更多措施來保護智慧財產權，以及開放更多產業讓外資進入。
貿易談判	<ul style="list-style-type: none"> ● CEWC 將美中貿易談判列為 2019 年工作重點，預估中國大陸將祭出更多措施。

- (4) 促進國內市場發展，讓製造業往高端發展，並建立長期健康的房市發展(表 8)。

表 8 2019 年中國大陸促進國內市場發展重點與投銀看法

項目	投銀看法
製造業高端發展	<ul style="list-style-type: none"> ● CEWC 要求製造業與服務業往高端發展，與此同時希望殭屍企業可能加速退出市場，並提升新科技與產業結構。 <ul style="list-style-type: none"> ➤ 惟加速殭屍企業退出市場與就業穩定目標相牴觸。 ● 未提及「中國製造 2025」，顯示產業政策受到美中貿易衝突影響甚大。
促進國內市場發展	<ul style="list-style-type: none"> ● 提升服務業發展，包括教育、醫療、兒童與老人照護等，亦包含製造業提升，如 5G 商轉等。
房市	<ul style="list-style-type: none"> ● 強調建立長期健康的房市發展，所以祭出全面性放寬措施不太可能，預估政府可能允許地方政府自行調整區域性的房市措施，如價格管制與交易限制等。

(三) 中國人民銀行依循 2018 年中央經濟工作會議基調，保持流動性合理充裕，實施全面性降準

1. 人行於 2019 年 1 月 4 日宣布，將於 1 月 15 日及 25 日分別下調存款準備率 0.5 個百分點，合計 1 個百分點
 - (1) 目的：支持實體經濟發展，穩定春節前的流動性波動及降低融資成本。
 - (2) 釋放資金：約 1.5 兆元人民幣；淨釋放約 8,000 億元人民幣長期資金。
 - (3) 生效後，存款準備金率將降為 13.5%(見表 9)。

表9 2018年迄今人行降準情況

宣布日	生效日	降準性質	降準幅度及釋放資金情況
2018.1.17	2018.1.25	定向降準	目的：保障春節前流動性與中小企業融資 對中小企業實施定向降準 0.5~1.5 個百分點，為小微企業等貸款提供流動性，約釋放 6,000~7,000 億元人民幣資金。
2018.4.17	2018.4.25	定向降準	目的：促進中小企業融資 調降大型商業銀行等金融機構存款準備金率 1 個百分點—其中釋放的 9,000 億人民幣資金用於償還 MLF，此操作對銀行釋放約 4,000 億元人民幣資金。
2018.6.24	2018.7.5	定向降準	目的：促進中小企業融資 調降大型商業銀行等金融機構存款準備金率 0.5 個百分點，釋放資金達 7,000 億元人民幣—其中 5,000 億元推動銀行債轉股，另外 2,000 億元緩解小微企融資困難。
2018.10.7	2018.10.15	定向降準	目的：支持小微企業、民企及創新型企業的融資 調降大型商業銀行等金融機構存款準備金率 1 個百分點，釋放資金估達 1.2 兆元人民幣—其中約 4,500 億元人民幣資金將用於償還到期的 MLF，另可釋放約 7,500 億元人民幣資金到市場上。
2019.1.4	2019.1.15 2019.1.25	全面降準	目的：穩定春節前的流動性波動、加大對小微企業與民企的支持 全面調降存款準備金率共 1 個百分點，釋放資金約 1.5 兆元人民幣，加上即將開展的定向中期借貸便利(TMLF)之資金，及 2019 年第 1 季到期的 MLF 不再續做等因素，對沖後淨釋放資金約 8,000 億元人民幣。

2. 儘管降準屬寬鬆貨幣政策，投行認為此對人民幣的負面影響應屬有限：
 - (1) 預計降準將提高經濟成長與市場信心，或可抵消貨幣寬鬆對人民幣的負面衝擊。
 - (2) 近期美國公債殖利率大幅走跌，因此中、美利差再度擴大。數據顯示外國投資者已恢復投資中國境內債券，12 月份流入人民幣 830 億元的購債量為史上第二高。
 - (3) 中美貿易談判似乎逐漸樂觀，若 2,000 億美元進口關稅未提高至 25%，USD/CNY 應不會破 7。
3. 預計今年中國大陸面臨經濟下行壓力，貨幣政策料將進一步寬鬆。雖目前基準貸款與存款利率尚未下調，但若 Fed 今年放緩或停止升息，人行降息的可能性將越來越高；惟投行認為，中國大陸是否進入全面性的寬鬆政策尚言之過早。

參、美中貿易衝突進展

一、 川普抨擊中國大陸透過不公平手段壯大自身經濟實力

川普總統認為，中國大陸長期透過不公平的貿易手段，大幅增加該國商品出口(圖 11)，奪取美國出口市場，且以國家之力扶植產業，壯大自身經濟實力，快速追趕美國(圖 12)。

圖 11 中國大陸及美國商品出口貿易金額

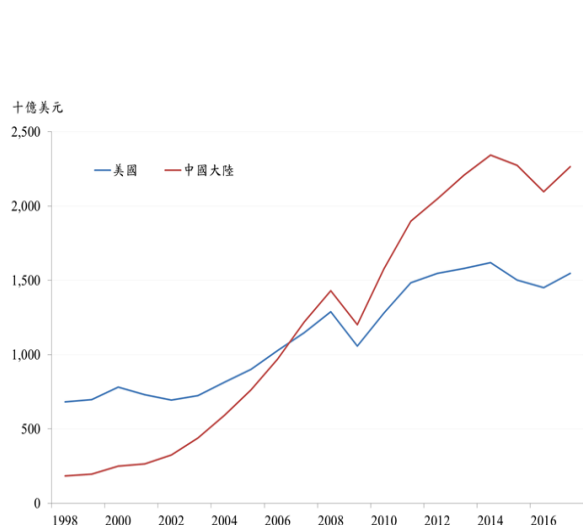
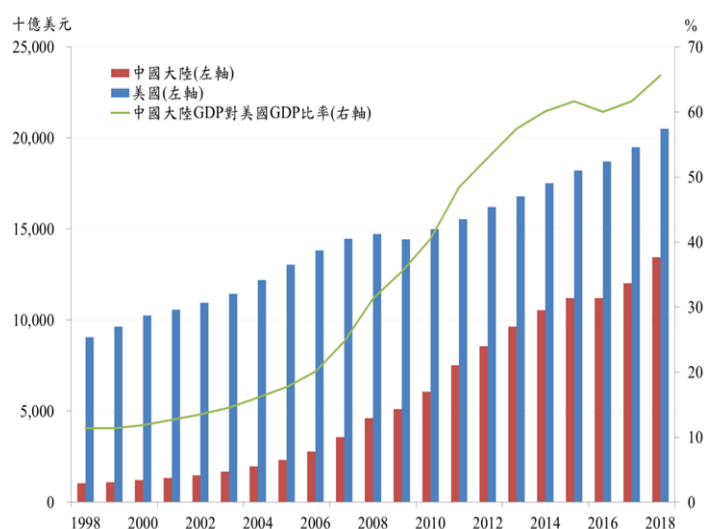


圖 12 中國大陸及美國名目 GDP



川普認為，中國大陸不公平的手段包括刻意壓低人民幣匯價、強迫技術移轉，竊取智慧財產權等(見表 10)。

表 10 川普總統批評中國大陸政策的爭議點

批評要點	中國大陸政策內容
不公平貿易手段	<ul style="list-style-type: none"> ● 刻意引導人民幣貶值，中國大陸出口品具價格競爭力 ● 阻礙外國商品進入中國大陸市場如高進口關稅與限制對進口品需求； ● 補貼中國大陸出口企業，含出口退稅等措施。
以國家資本主義制定產業發展政策	<ul style="list-style-type: none"> ● 強迫技術移轉、竊取智慧財產權、限制外資進入中國大陸市場、不尊重國際規範、補貼「中國製造 2025」相關產業等

二、以關稅政策及聯合盟國圍堵中國大陸的經濟與科技發展

(一) 以關稅關稅與非關稅等制裁措施迫使中國大陸讓步

自美國總統川普上任後，多次直接動用無須經國會同意的相關貿易防衛條款，以關稅與非關稅等制裁措施打擊貿易對手國；並以 301 條款迫使中國大陸讓步(表 11)。

表 11 川普總統迄今就貿易爭端所援引之主要法律

法源	條款主要目的	川普政府的施行日期與內容
《1974 年貿易法》 201 條款	特定商品進口數量激增，威脅或損害美國國內產業時，可對該產品採行防衛措施。	—2018 年 1 月 22 日，針對太陽能面板與洗衣機課徵防衛性關稅(safeguard tariffs)。
《1962 年貿易擴張法》 232 條款	美國政府可就特定產品之進口是否影響美國國家安全，進行調查與認定。倘認定對美國國家安全造成威脅，總統具有對該產品進口採取調整措施之裁量權，可能採取之措施包括提高關稅、設定配額或採取其他非貿易措施。	—2018 年 3 月 1 日宣布，針對進口鋼鐵與鋁製品分別加徵 25%與 10%關稅稅率，並於 3 月 23 日開始生效。 —2018 年 5 月 23 日，對進口汽車零組件啟動調查。
《1974 年貿易法》 301 條款	美國政府在貿易夥伴採取不公平貿易行為時，可實施報復措施，且總統有權簽署行政命令決定因應措施，責成美國貿易代表署，對貿易對手國課徵關稅或採行限制措施等。	—2018 年 4 月 3 日與 9 月 17 日分別公布對 500 億美元與 2,000 億美元中國大陸進口商品加徵 25%與 10%關稅清單；其中，2,000 億美元進口商品關稅稅率將視談判結果於 2019 年 3 月 1 日考慮是否提高至 25%。 —另考慮對 2,670 億美元中國大陸進口商品加徵關稅。

(二) 制訂更嚴格的規範，以防範美國高端科技外流並圍堵「中國製造 2025」

美國對於中國大陸透過「中國製造 2025」補貼企業、強迫外商技術移轉，並指控其竊取他國高端技術等行為，除啟動 301 條款提高關稅外，亦頻頻祭出相關防堵措施(表 12)。

表 12 2018 年以來川普政府對中方高科技發展之反制措施

反制措施	事件內容
發布示警報告	<ul style="list-style-type: none"> - 2018 年 11 月，美中經濟與安全審查委員會(US-China Economic and Security Review Commission, USCC)向美國國會提交年度報告，建議國會應要求相關部會留意中國大陸製造商與服務供應商在美國 5G 發展上所存在的國安問題。
打擊中方重點企業	<ul style="list-style-type: none"> - 2018 年 4 月 16 日與 10 月 31 日，美國商務部分別對中國大陸通訊設備製造商中興通訊，以及半導體廠商福建晉華發布禁售令，禁止美國企業銷售其關鍵零組件。 - 2018 年 7 月 13 日，中興通訊與美國政府達成和解，繳交 10 億美元罰款與 4 億美元託管保證金，暫獲解禁。 - 2018 年 12 月 1 日，加拿大應美國要求逮捕華為財務長孟晚舟，指控華為違反美方對伊朗的出口管制。
要求政府機關禁止採購資安疑慮產品	<ul style="list-style-type: none"> - 2018 年 8 月 13 日，經川普總統簽署的美國 2019 財政年度「國防授權法」(National Defense Authorization Act, NDAA)，明確禁止美國政府採購中興及華為等中國大陸企業所生產的科技產品。
管制關鍵技術與產品出口	<ul style="list-style-type: none"> - 美國商務部計畫於近期提案，管制影響美國國家安全的高科技產品或技術(如人工智慧或機器人等)之出口，以保護美國在相關領域的領先優勢。
尋求其他國家組成抵制中方聯盟	<ul style="list-style-type: none"> - 美國政府正遊說日本、德國等重要盟國，減少使用中國大陸公司(如:華為)生產的科技產品，目前日本、澳洲及紐西蘭已禁止使用華為公司的 5G 相關設備。

(三) 透過美國財政部半年度匯率報告抨擊中國大陸外貿與匯率政策

2018 年 10 月美方匯率報告將中國大陸對美鉅額商品貿易順差與人民幣貶值列為關注焦點，同時建議經常帳順差國應致力降低該國經常帳順差(表 13)。

表 13 美方藉由 2018 年 10 月匯率報告向中國大陸等主要貿易對手國提出示警

報告重點	內容
抨擊中國大陸外貿與匯率政策	<ul style="list-style-type: none"> - 美方批評中國大陸長期刻意壓低人民幣匯率，且採取不公平與非互惠的貿易手段，以利該國擴大貿易順差。 - 對近期人民幣貶值表達嚴重關切，強調將密切觀察未來 6 個月人民幣走勢。
擬加強匯率操縱審查力道	<ul style="list-style-type: none"> - 美方將密切觀察中國大陸等主要貿易對手國是否進行「僅阻升不阻貶」的不對稱干預。 - 因中國大陸目前僅符合 1 項檢視標準，美方似有意擴大研判貿易對手國是否操縱匯率的觀察指標。

(四) 以貿易協定聯合其他國家牽制中國大陸

在重新簽署的貿易協定中，透過新增匯率條款與非市場經濟國家條款，賦予美國事前審查貿易對手國洽簽其他貿易協定之權力(表 14)。

表 14 美國新貿易協定擬納入匯率條款與非市場經濟國家條款

擬新增條款	說明
匯率條款	<ul style="list-style-type: none"> - 先前出跨太平洋夥伴協定(TPP)談判時即以共同聲明方式要求各國實質匯率水準反映該國經濟基本面，並揭露外匯干預資訊。 - 新版美韓自由貿易協定(KORUS FTA)以備忘錄形式，要求避免匯率競貶並維持匯率變動的透明度。 - 美墨加貿易協定(USMCA)文本納入「禁止競爭性匯率貶值，以取得不公平競爭優勢，與持續遵循相關資訊透明度」條款；2018 年 10 月美國匯率報告提及，美方考慮將類似作法運用在未來貿易談判上。
非市場經濟國家條款	<ul style="list-style-type: none"> - USMCA 中的非市場經濟國家條款賦予美國在加、墨兩國與非市場經濟國家談判貿易協定時，擁有事前審查貿易協定內容，及可因此主張退出 USMCA 的權力。 - 美方亦表示，未來與他國協商貿易協定時將比照辦理，此被外界解讀為美方貿易夥伴須在美中之間選邊站。

三、「川習會」達成初步共識，美中貿易衝突似緩解

(一) 美方暫不擴大關稅制裁，中方則承諾增購美國商品

1. 2018年12月1日G20「川習會」達成初步共識，將就結構性問題展開談判；中方承諾購買大量美國農產品、能源及工業製品，美方則於90日內暫不擴大關稅制裁(含暫時維持原2,000億美元中國大陸進口商品關稅與不針對額外的2,670億中國大陸進口商品加徵關稅)。
2. 若2019年3月1日雙方未能達成協議，美方仍會先將2,000億美元中國大陸進口商品的加徵關稅由10%調升至25%。
3. 中國大陸於12月14日宣布暫停加徵原產於美國的汽車及零件3個月後，美方也延後2,000億美元中國大陸進口商品關稅調高的生效時間(自2019年1月1日改為2019年3月2日)。

(二) G20後美中雙方觀察重點

美中兩國於G20會中達成初步共識之後，其後續觀察重點為美對中的核心議題及中方的讓步空間，以及雙方談判代表的立場(表15)。

表15 G20川習會面後，美中談判進入新一輪貿易談判

觀察重點	內容
美對中核心議題	- 強迫技術移轉、智慧財產權保護、限制外資進入中國大陸市場、不尊重國際規則與規範、補貼「中國製造2025」相關產業等中國大陸結構性問題。
中方可妥協空間	- 大幅增購美國商品，縮減美方對中方的貿易逆差。 - 加速對美方開放服務業、通訊設備、汽車、農業等市場，並可能同意降低對國營企業在重要產業的補貼。 - 落實智慧財產權保護，遏止美國企業被迫移轉技術至中方合作夥伴。
雙方代表	- 川普總統指派對中方向來強硬的美國貿易代表署(USTR)首長 Rober Lighthizer 擔任新一輪的貿易談判代表，不僅顯示其在日後貿易協商扮演更重要的角色，亦隱含美方在未來雙方貿易協商或將採行鷹派立場。

觀察重點	內容
	<ul style="list-style-type: none"> - 由中國大陸副總理劉鶴擔任新一輪的貿易談判代表，顯示其仍受中國大陸領導人習近平信賴，預料中方根本立場不易變更。

(三) 美中貿易協商似有進展

1. 中央經濟工作會議具體實現 G20 川習會承諾—強化競爭政策的根本功能、創造公平競爭的制度等；推升美中貿易協商的正面發展。
2. G20 川習會後，美中雙方於 2019 年 1 月 7~9 日在北京展開首次協商，進行副部級經貿磋商；惟會後美中雙方各自發布的磋商結果，並未提及達成任何具體協議。
3. 惟外界多認為，雙方對於協商內容存在根本差異，未來 90 日內達成協議的可能性恐不高；就首次磋商聲明未提及具體細節，顯示雙方仍存在重大分歧。

肆、心得與結論

2019 年全球經濟除面臨人口變遷、科技進步等結構性因素，最主要觀察重點，就是美中貿易衝擊的發展。

美中貿易衝突的緣起是美國總統川普就任後，對於美國貿易逆差採強硬的解決方式，透過關稅政策施壓要求貿易順差國改善，而中國大陸是主要目標國；不僅以 301 條款調查對其施行關稅制裁，並聯合紐西蘭、日本等盟國抵禦中國大陸在高科技領域的發展，且在新簽訂的貿易條約中增加可對中國大陸的審查權力，並利用美國財政部的匯率報告，欲加大匯率審查範圍。

與此同時，美國國會在 2018 年期中選舉後，再度面臨分裂局面，民主黨重掌眾議院，與共和黨主掌的參議院形成對峙；新國會首先面臨的挑戰，就是預算僵局—對於美墨邊境圍牆的預算金額存在差異，造成美國若干政府部門關門的難題，懸而未決；美國國會分裂對於美中貿易後續協商，亦可能增添變數。Fed 則擔憂美國金融情勢遽然緊縮而大幅增加美國經濟的下行風險，政策立場有所鬆動，對於升息步調轉趨保守。

台灣是小型開放經濟體，深受國際金融情勢波動影響，且與美國及中國大陸的貿易往來密切，亦是美國財政部匯率報告中所列的主要貿易夥伴國；因此，宜密切注意美中貿易衝突發展，評估對台灣產業的衝擊效應，做好因應準備，並關注美國財政部匯率報告的走向，是否會影響台灣。

從美中貿易衝擊亦可知，全球貿易體系正在改變，台灣宜強化內需產業，並多元化出口市場，以分散風險；此外，Fed 升息深刻影響全球資金流動，因此宜密切觀察 Fed 的升息立場。

參考資料

1. 中央銀行(2018),「川普總統調整美國對外經貿政策之緣由、策略與影響」,央行理監事會後記者會參考資料,12月20日。
2. 中央銀行(2018),「近期美國政府貿易保護措施對全球與台灣的可能影響」,央行理監事會後記者會參考資料,3月22日。
3. Daniel Silver and Jesse Edgerton (2018), “Government shutdown may add to your list of worries” , JPMorgan: *North America Economic Research*, Dec..
4. David Cheng (2018), “The Window to China-Fixed Income” , UBS: *Investment Training Seminar*, Nov..
5. Geoffrey Wong (2018), “Why China?” , UBS: *Investment Training Seminar*, Nov..
6. Jan Hatzius, Sven Jari Stehn, Nicholas Fawcett, Soeren Radde and Manav Chaudhary (2018), “Landing the Plane” , Goldman Sachs: *Global Economics Analyst*, Nov..
7. Jan Hatzius, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Daan Struyven, Brian Chen, David Choi, Blake Taylor and Ronnie Walker (2018), “10 Questions for 2019” , Goldman Sachs: *US Economics Analyst*, Dec..
8. Jan Hatzius, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Daan Struyven, Brian Chen, David Choi, Blake Taylor and Ronnie Walker (2018), “The FCI Impulse: It’ s the Tails that Matter Most” , Goldman Sachs: *US Economics Analyst*, Dec..

9. Max Castelli (2018), “Macroeconomic outlook & investment trends” , UBS: *Investment Training Seminar*, Nov..
10. Ning Zhang, Tao Wang, and Jennifer Zhong (2018), “CEWC: More Easing, More Reforms & Opening Up” , UBS: *China Economic Comment*, Dec..