美國經濟動能漸露曙光 經濟復甦之途仍遙遠

在疫情尚未得到有效控制的情況下，美國許多州已開始重啟經濟。一些業內人士對美國的經濟前景發表了看法。FED 理事主席鮑威爾表示，如果疫情不出現反復，美國經濟預計將於下半年開始從毀滅性的衰退中復甦。但他同時稱，在疫苗問世之前，美國經濟完全恢復是不太可能的。總體來看，美國經濟恢復正常所需時間遠遠多於崩潰所用時間。美國國際貿易委員會原首席經濟學家 Peter Morici 認為目前美國經濟並沒有太糟糕，但將來的情況會變得不容樂觀，而且將持續很長一段時間。經濟復蘇將是一個緩慢的過程，其中一些企業將永久關閉，數百萬工人將失去工作。

美國馬里蘭州零售商協會主席 Cailey Locklair 表示受疫情影響而出現的失業規模遠超預計，不少協會成員擔心失業數字會繼續增長。目前美國經濟正經歷有史以來最差的時期，美國的相關失業資料令人震驚，有些小企業裁員也無法避免破產。目前，美國的失業危機愈演愈烈，已有 3650 萬人申請失業救濟，失業率上升到 14.7%，成為自大蕭條以來的最高數值，而且預計未來一段時間的失業率還會更高。對此，FED 理事主席鮑威爾表示，這是一個充滿巨大痛苦和困難的時期，它來得如此之快，影響如此之大，以至於人們無法用語言表達他們所感受到的痛苦和不確定性。

美國財政部長 Steven Mnuchin 認為，就業資料在好轉前還會更糟。整體經濟在 2020 年底開始復甦前，短期內可能會持續走弱。美國國會已批准了近 3 兆美元的一籃子計畫，旨在減輕危機影響。FED 也已將利率降至零，並啟動了 9 項貸款計畫，以支援企業、城市和金融市場。FED 理事主席鮑威爾表示，失業率可能會達到大蕭條時期的高點 25%左右，但與 20 世紀 30 年代相比，美國銀行業現在要健康得多，FED 也更有能力、更願意採取干預措施提振經濟。

最近幾周，川普政府呼籲重啟經濟的舉措受到了流行病學家和其他專家的批評，他們仍然擔心美國的新冠肺炎疫情尚未得到控制。美國經濟原本有更好的自救機會，但是在疫情發生後的幾周內，政界和商界領袖都在推脫責任。現在，他們不僅自食其果，還讓普通民眾和工人連帶受到了折磨。在政治家和技術型官員對美國的經濟前景進行判斷和辯論之際，有學者提出了自己的看法。在普利韋德集團首席經濟學家 Andrew Duguay 看來，消費者信心和支出、失業情況和工資水準以及製造業採購經理指數這三大風向標，是判斷美國經濟能否走出低谷的重要參考。過去 10 年來，美國消費者一直是美國經濟最強勁的支柱。但在今年 3 月和 4 月，消費者信心以歷史性的速度下降。美國消費者已經開始增加儲蓄，並

且計畫在未來 6 個月內控制支出。許多人認為，一旦經濟重啟，失業率就會立即下降，但失業率下降的幅度才是衡量經濟復甦程度的真正指標。目前還不清楚有多少公司能夠重新召回全部員工，以及有多少暫時失業的美國人能夠重新找到工作。同時，製造業採購經理指數是工業生產最強勁的經濟指標之一。美國製造業不得不面對更長的復甦之路，這意味著美國只能依賴消費者引領經濟復甦。

美國經濟第一季度出現 2008 年金融危機以來最大幅度的衰退，因防疫採取的封鎖措施使經濟活動幾近停頓，並結束了美國歷史上最長的經濟擴張期。大多數經濟學家認為美國已經陷入衰退，他們認為美國第二季度經濟增速也將是負值。資料顯示，美國第一季度實際 GDP 年化季率初值錄得-4.8%，為 2008 年第四季度以來最低水準，低於預期值-4%。拖累美國第一季度 GDP 的主要因素是消費者支出、非住宅固定資產投資、出口和庫存。住宅固定資產投資以及聯邦和州政府的支出說明抵消了部分損失。這份資料標誌著美國歷史上最長的經濟擴張期結束。美國經濟學家警告，美國宏觀經濟可能面臨比深度衰退更嚴重的情況，現在談論復甦還為時過早，將看到許多中小型企業破產。

更有經濟學家認為本次數據可能低估了疫情造成的真正損失，勞動者已經在家工作的狀態，意味著勞動力投入極不可能仍為 100%。勞動者還必須應對兒童看護、家庭教育和更多的壓力。這兩方面的局限性都表明，估計可能會有偏差。這份令人沮喪的報告，加上創紀錄的失業率，可能會給各州和地方政府施加壓力，要求它們重新開放經濟。

大多數經濟學家認為美國已經陷入衰退，儘管技術上的衰退定義通常是連續兩個季度的負增長，但他們認為美國第二季度經濟增速也將錄得負值。美國銀行美國經濟研究主管表示，第一季度轉為負增長，將非常清楚地表明，商業週期在第一季度的某個時點開始轉向，且開始出現衰退，第二季度料萎縮 30%。前美國財長顧問拉特納則表示，美國第一季度 GDP 年化季率錄得六年來首次下跌，但這可能只是冰山一角，第二季度 GDP 增速或將錄得-40%左右。儘管在美國與疫情相關的封鎖直到第一季度最後兩周才真正開始，但其影響似乎大到足以轉化為整個第一季度 GDP 萎縮，由此可見，第二季度情況會更糟。現在的主要問題是，隨著政府逐步解除企業和學校的封鎖措施，經濟的放緩將持續多久，復甦將以何種形式呈現。美國經濟可能需要一到兩年的時間才能完全恢復元氣，儘管 FED 和國會已經投入了近 3 兆美元的資金來抗擊疫情，但遠遠不夠，至少還需要數兆美元紓困。

隨著冠狀病毒的蔓延導致美國各地的企業突然停止運營，FED 迅速採取了行動。與金融危機期間的做法類似，FED 將短期基準利率下調至接近于零的水準，

並開始購買美國國債和抵押貸款支持證券。不過，這一次它擴大了操作範圍，向不同規模的企業發放貸款，購買了貨幣市場基金和市政債券，並購買高收益率的公司債券。這樣做在一定程度上穩定了金融市場，但也引發了與公共救助行動相伴而來的道德風險問題。在 FED 出手干預之前，企業債券市場已經陷入停滯，與政府債券的息差達到了金融危機以來的最高水準。

美國證券業和金融市場協會的資料顯示，自那以來，美國的債券發行量出現了爆炸性增長，3 月份和 4 月份分別創下了 2533 億美元和 2618 億美元的新紀錄。儘管一級市場和二級市場的企業信貸安排尚未投入使用，這種情況還是發生了。儘管企業債務的反彈表明資本市場正在恢復運轉，但它也引發了這樣一種擔憂：那些資產負債狀況不佳的企業正在受到人為的扶持。SIFMA 的資料顯示，今年 4 月的債券發行量較 2019 年同期增長了 78.1%。FED 在進入高收益債權市場方面走得太遠了。FED 幾乎為所有人開放了高收益市場，這引發了對僵屍公司的擔憂，必須對此保持謹慎，因為這會侵蝕美國的特殊之處。

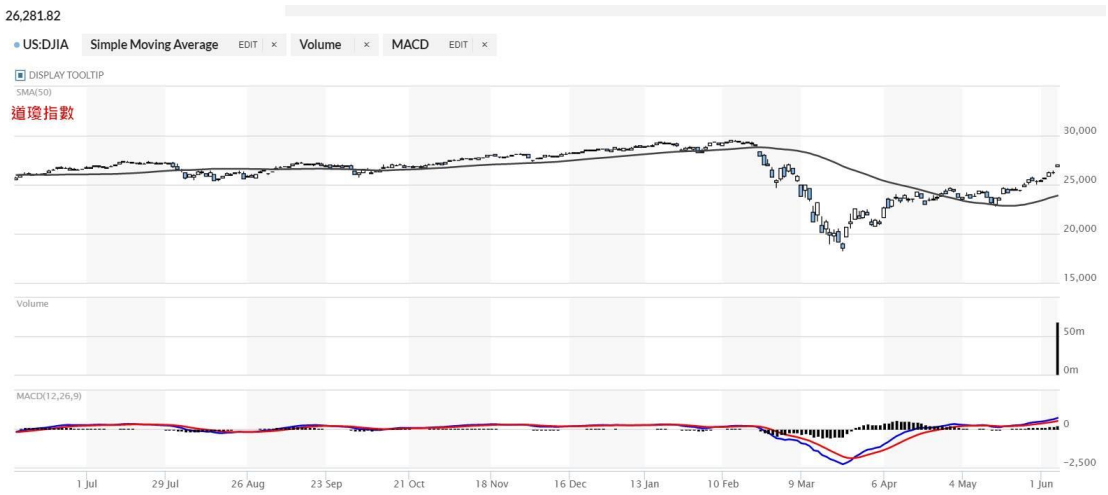
疫情在美國持續加速擴散；疫情影響下，美國經濟活動大幅降溫。3 月以來，美國新冠肺炎確診病例已達 135 萬餘例，死亡病例超 10.08 萬。為抑制疫情蔓延，美國近 20 個州先後頒佈禁足令。疫情擴散及禁足措施等影響下，美國經濟活動大幅降溫，卡車貨運量及城市餐館用餐預定數同比增速跌至新低。美國開始出現企業裁員潮；為幫助居民、企業度過難關，美國推出 3 兆財政刺激法案。伴隨經濟活動大幅降溫，美國多個行業出現裁員潮。近二個月內，已累計新增近 4000 萬人申請失業金。為幫助居民、企業度過難關，美國推出 3 兆美元財政刺激法案，包括對居民發放現金、增加失業補助，為企業提供貸款等。

美國大多數就業者，長期處於“入不敷出”狀態；消費支出中，保障基本生活的剛性支出占比超過 50%。調查資料顯示，美國 57%的就業者長期處於入不敷出狀態，需要通過申請政府救濟、接受父母幫助等維持消費；同時，還有 17%左右的就業者只能剛好收支平衡。美國就業者消費支出中，食品、住房和醫療等剛性支出占比超 50%，且收入越低，剛性消費支出占比越高。獲得聯邦政府各項補助及各州提供的失業金後，美國可能依然會有 500 多萬的就業者，在失業 3 個月後無法維持基本生活；而到了第 4 個月，這一群體或增加至 1,500 萬上下。財政法案下，美國就業者將獲得 1,200 美元現金補助及針對每個兒童的 500 美元補貼。失業後，將再獲得所在州提供的失業金及聯邦政府追加的失業金補助。測算結果顯示，獲各類補助後，美國可能依然有 500 多萬就業者在失業 3 個月後生活無法維序；而到了第 4 個月，這一群體或增至 1,500 萬上下。

美國就業市場萎縮速度和幅度前所未有，是經濟大蕭條和大衰退期間都沒有出現過的狀況。預計未來幾周還將有數百萬人申請失業救濟，按照最壞情況估計，疫情可能導致美國失業率飆升至 20%。雖然總統川普說“絕對到不了這個數”，不少經濟學家估計，疫情將使 10 年來持續穩健的美國就業市場遭遇空前危機。新增申請失業救濟人數凸顯美國企業和員工受經濟危機衝擊的程度，而就業下滑往往是經濟低迷或衰退前兆。造成該指標近兩周激增的原因主要有兩點。一，美國政府頒佈 3 兆美元財政刺激計畫讓更多獨立承包商和個體經營者得以享受並申請失業福利；二，更多州頒佈全州範圍內“居家令”，導致失業人數暴增。

美國失業資料固然讓政府和經濟界焦慮，但這更意味著千萬戶家庭的生計面臨危機。疫情衝擊全球供應鏈和需求市場，付出經濟代價在所難免。美國政府固然會為何時全面復工、恢復經濟增長而焦慮，但眼下最重要仍是全心盡力與世界協同合作，儘快遏制疫情，護住“漂亮”就業率的最根本依託：民眾的生命安全。

新冠肺炎疫情對美國經濟的衝擊逐漸顯現，經濟學家們已經放棄了此前最樂觀的經濟復甦假設。摩根士丹利在最近的報告中下調了美國經濟預期，預計美國經濟復蘇將比此前預期的更為漫長，衰退程度加深，復甦速度將放緩。報告認為，限制社交距離和非必要企業關閉等措施對經濟活動的干擾越來越普遍，預計美國二季度 GDP 年化降幅在 38%，此前預計為下降 30%。摩根士丹利還認為，三季度經濟反彈將較為微弱，在 2021 年底之前都不會看到經濟活動恢復到疫情爆發前的水準。報告預計，美國三季度 GDP 按年率增長 20.7%，意味著三季度實際 GDP 水準將只能恢復上半年產出損失的 35%。全年來看，以年平均水準計算(an annual average basis)，美國 2020 年實際 GDP 預計萎縮 5.5%，將是 1946 年以來最大萎縮幅度。



歐元

日期	收盤價	漲跌	漲%	開盤價	最高價	最低價	昨收
20200609	1.130	0.00	0.11	1.130	1.131	1.129	1.129
績效表現							
一週	一個月	三個月	六個月	今年以來	一年	三年	五年
1.44	4.18	0.07	2.10	0.71	-0.37	0.77	0.11

HTML5技術線圖 | Flash技術線圖 | **HTML5走勢圖** | 相關新聞 | 歷史資料

From 2020/05/09 To 2020/06/09 查詢

歐央持續寬鬆貨政 2021 年經濟復甦可期

歐洲央行 6 月 4 日批准擴大經濟刺激計畫規模，幅度超過預期，以提振因新冠病毒大流行而陷入二戰以來最嚴重衰退的經濟。在採取了一系列應對危機的措施幾個月後，歐洲央行再次擴大了印鈔計畫規模，以緩衝今年可能高達 12%的產出衰退，儘管各國政府在限制措施導致企業關停的同時，仍在創紀錄支出來保住就業。

歐洲央行此舉也被視為對德國憲法法院的藐視。就在幾周前，德國憲法法院曾試圖限制歐洲央行的權力。歐洲央行明確表示，它不會聽從各國法院的命令。6 月 4 日的決定將歐洲央行的緊急債券購買計畫延長至 2021 年中，並將計畫規模擴大 6,000 億歐元，至 1.35 萬億歐元。這應能讓歐洲央行買下歐元區政府為抗擊疫情而發行的大部分新債。歐洲央行政策制定者週四在討論擴大大流行病緊急資產收購計畫（PEPP）購債規模時，在擴大 5,000 億還是 7,500 億歐元的問

題上展開了辯論，最終宣佈的數字是一個折中結果。歐元區二線國家的公債收益率下跌，表明這些措施將給義大利和西班牙等國帶來更大的提振，這兩個國家均受到疫情的嚴重打擊，正因高負債舉步維艱。

歐洲央行的購債計畫，加上德國出臺的龐大支出計畫，以及歐盟雄心勃勃的財政方案，是歐元區 20 年歷史上最大規模的協調行動。歐洲央行工作人員將今年歐元區產出的基線預測大幅下調至萎縮 8.7%，央行預計明年經濟將有所反彈，增長 5.2%，但拉加德表示，風險偏向出現更糟糕的結果，GDP 可能萎縮高達 12.6%。Pictet Wealth Management 預估 9 月份歐央決定將 PEPP 的規模再增加 5,000 億歐元，至 1.85 兆歐元。除了刺激措施之外，歐洲央行至少在 2022 年底之前，將把到期債券的回籠資金再投資於疫情應急計畫。這表明，在未來幾年，歐洲央行的資產負債表仍將保持異常龐大的規模。但拉加德平息了外界對該行可能效仿美國 FED 購買“垃圾債券”的臆測，稱決策者甚至沒有討論過這一選項。在談到歐洲央行與德國法院的對峙時，拉加德表示相信會有一個“良好的解決方案”，但強調只有歐洲法院對此事有管轄權，而且後者已經批准了該計畫。

歐盟執委會提議 2021-27 年歐盟預算規模為 1.1 兆歐元，另外設立一個規模達 7,500 億歐元的復甦基金。拉加德對這項她稱之為“雄心勃勃的”提議表示歡迎。現金充裕的德國週三晚間宣佈了一項 1,300 億歐元的經濟刺激計畫。歐洲央行在最新利率決議中維持三大利率不變，將緊急抗疫購債計畫(PEPP)擴大 6000 億歐元，將 PEPP 至少延長至 2021 年 6 月。歐洲央行表示，PEPP 不包含垃圾債。歐洲央行資產購買計畫(APP)下的淨購買將繼續以每月 200 億歐元的速度進行，到今年底前將增加額外的 1,200 億歐元的臨時購債，未來對緊急抗疫購債計畫(PEPP)投資組合的調整，都將避免受到適當貨幣政策立場的干擾。

緊急抗疫購債計畫(PEPP)規模的擴大緩和了歐洲資產市場上的擔憂情緒，歐洲央行稱，將進一步放鬆總體貨幣政策立場，支援實體經濟的融資環境，尤其是企業和家庭的融資環境。分析指出，歐洲央行此前一直明確表示將盡自己的職責，此次利率決議上宣佈的舉措應能讓各國政府和投資者放心，歐洲央行不會容忍收益率上升，因為收益率上升可能引發對歐洲債券生存能力的疑慮。

歐洲央行應選擇先發制人的大膽應對措施，即使最終不必用盡所宣佈的所有政策空間，但目前最好還是為擋住市場擔憂留出迴旋餘地。北歐聯合銀行分析師稱，歐洲央行本次寬鬆措施再次表明，歐洲央行是認真的，隨時準備採取一切必要措施幫助歐元區安然度過疫情危機。歐洲央行將盡其所能，並希望歐元區各國政府也能盡其職責。

歐洲央行將 2020 年歐元區經濟預期下調至-8.7%，同時上調 2021 年和 2022 年經濟預期。2021 年歐元區 GDP 將增長 5.2%，3 月預期為 1.3%；2022 年歐元區 GDP 將增長 3.3%，3 月預期為增長 1.4%。通脹方面，歐洲央行預計 2020 年通脹率為 0.3%，3 月預期為 1.1%；2021 年通脹率為 0.8%，3 月預期為 1.4%；2022 年通脹率為 1.3%，3 月預期為 1.6%。

由於疫情引發的經濟衰退程度比預期更深，持續時間也比預期更長，歐洲央行行長拉加德多次強調，刺激經濟不能只靠央行唱獨角戲。歐元區所有國家都宣佈了財政計畫，不惜以創紀錄的赤字水準來刺激並支撐經濟復蘇，緩解企業和家庭受到的衝擊。歐洲央行額外的政策刺激將是有用的。當然，這不會大幅提振需求，融資成本在此之前已經非常低，但更為激進的貨幣政策立場有助於遏制下行風險。通過再次強調“央行將在緊急抗疫購債計畫(PEPP)下進行淨資產的購買，直至判斷疫情危機結束”，歐洲央行為歐元區經濟提供了金融支援，包括一種“含蓄”的承諾，即如果出現第二波疫情，歐洲央行將做出強有力的回應。

歐洲央行注意到，由於整體經濟前景惡化、借款人信用風險增加，歐元區銀行第一季度收緊了對企業和家庭的信貸標準。與此同時，歐元區企業對貸款或授信額度的需求激增，短期貸款需求明顯高於長期貸款。為支援金融體系和實體經濟、避免流動性危機和歐元區分化，歐洲央行 3 月份加碼量化寬鬆，今年購債總規模預計將超過 1 兆歐元，同時採取多項流動性措施，刺激銀行向實體部門和居民放貸。在此基礎上，歐洲央行 4 月 30 日宣佈，決定在 2020 年 6 月至 2021 年 6 月間將第三輪長期定向再融資操作利率下調 25 個基點至負 0.5%，期間符合額外條件的銀行甚至能以負 1%的利率進行再融資操作，這意味著銀行從歐洲央行融資並放貸給實體部門，可獲得央行貼息。

長期定向再融資操作是歐洲央行的一種非常規貨幣政策，主要向銀行等金融機構提供長期優惠利率融資。同時，歐洲央行決定在今年 5 月至 12 月間新增 7 次非定向長期再融資操作，操作利率為負 0.25%。歐洲央行向市場全面釋放流動性非常有利，無異於進一步降息。

歐元區經濟接下來主要面臨三大考驗：一是如何幫助企業維持生存，避免大規模倒閉潮和失業潮；二是在域內合作層面，各國如何克服利益和理念分歧，合力聚集資源；三是在疫後，如何消化因疫情而導致的高額債務壓力。歐盟已認識到團結的重要性並正在採取措施。歐盟委員會日前提議，設立 1,000 億歐元基金，為受疫情影響嚴重的成員國提供貸款。歐委會主席馮德萊恩承諾，將利用年度預算中的每一分錢幫助成員國抗擊疫情、減輕負面經濟影響。

歐元區 5 月 Sentix 投資者信心指數仍舊遜於預期值，投資者對歐元區 5 月份的信心惡化程度超過預期，研究機構 Sentix research group 週一發佈的最新資料顯示，歐洲各國放鬆對新冠疫情的管制措施未能提振投資者信心。歐元區 5 月 Sentix 投資者信心指數仍舊遜於預期值。而市場人士評論稱，投資者對歐元區 5 月份的信心惡化程度超過預期，研究機構 Sentix research group 週一發佈的最新資料顯示，歐洲各國放鬆對新冠疫情的管制措施未能提振投資者信心。而歐元區領導層亦是如此考慮，歐洲央行行長拉加德在此前舉行新聞發佈會時表示，歐元區面臨著前所未有規模和速度的衰退，經濟活動大面積停止，限制病毒的措施已經很大程度地停止了經濟活動，而因為疫情的衝擊，歐元區經濟今年可能收縮 5%-12%。

日本經濟保持增長 但內需仍顯疲弱

日本內閣府 5 月 20 日公佈了 2020 年第一季度的經濟增速，實際 GDP 比上季度增長 0.5%，季增率年化值增長 2.1%，連續兩個季度維持增長。季增率年化值增長 2.1%增速遠高於市場預期的-0.2%，並創 2017 年第四季度以來新高。不過，日本經濟意外擴張，主要是受淨出口額增加以及市場對日本經濟萎縮預期的影響。資料顯示，第一季度日本出口金額減少 2.4%，創下 2015 年以來的最大降幅；而進口跌幅更大，下降 4.6%，創下十年來最大降幅。然而，由於淨出口額為四個季度以來首次轉正，拉動了日本經濟的增長。第一季度，日本內需的貢獻度為 0.1%，外需的貢獻度為 0.4%。同日，日本內閣府還公佈了 2018 財年實際 GDP 比 2017 財年增長 0.6%，低於日本政府 1 月預測的 0.9%左右的增速。

市場分析認為，受中美貿易摩擦影響，日本的出口勢頭不振，作為內需支柱的設備投資和個人消費也出現停滯。今年第一季度，日本出口金額減少 2.4%，進口跌幅更大，下降 4.6%，創下十年來最大降幅。除了進口降幅大於出口以外，彭博社指出，公共投資的擴張也為經濟成長做了貢獻：個人消費下降 0.1%，設備投資減少 0.3%，公共投資增長 1.5%，住宅投資增長 1.1%。對此，路透社援引分析師的話稱，內需疲軟導致進口降幅大於出口。全球經濟增長放緩以及貿易緊張局勢加劇，衝擊了日本的企業信心和商業投資，而這兩者在過去兩年中一直是日本經濟的支撐。與此同時，淨出口額增加抵消了家庭消費疲軟帶來的衝擊，這可能反映了日本國內需求的疲弱。突顯上述挑戰的是私人消費和資本支出資料，兩者均出現下降，而出口更是創下 2015 年以來的最大降幅。構成 GDP 要素均呈負面表現。

日本本屆政府一直將振興經濟作為施政重點，一些日本大型工業企業已經下調了盈利預期，帳面上的經濟增長很難讓政策制定者真正信服經濟形勢已經好轉。不過，日本經濟再生擔當大臣相茂木敏充卻強調，一季度公共投資保持增長，同時一些企業獲得了高收益，內需增長趨勢並未消失。值得注意的是，按計劃，2020 年 10 月，日本將上調消費稅率至 10%。面對日益惡化的國內外環境，越來越多的前政策制定者呼籲推遲上調消費稅率。此前，共同社曾於 5 月中旬就上調消費稅率在日本做了一次全國電話輿論調查。結果顯示，57.6%的受訪者表示反對，三成多的受訪者表示贊成。在 5 月 20 日的記者會上，日本官房長官菅義偉表示，一季度個人消費和設備投資環比減少，對政府消費稅增稅方針“完全沒有”影響。

同一天，日本經濟財政大臣茂木敏光也表示，消費稅增稅方針沒有改變。但一些分析師警告稱，日本經濟將繼續面臨不利因素，未來幾個季度的經濟增速可能會被削弱。由於工資漲幅不大，消費支出可能會繼續疲弱。而由於出口仍然不振，日本第二季度 GDP 可能為零或略為負數。再加上資本支出不斷減少，這意味著日本經濟存在衰退風險。

此前報導，日本內閣府 5 月 13 日公佈 3 月景氣動向指數，反映指數趨勢的經濟總體形勢評估被下調為表示經濟衰退可能性很高的“惡化”。這是繼 2013 年 1 月後時隔 6 年零 1 個月被評估為惡化。在 4 月 25 日的貨幣政策會議上，日本央行將 2019 財年日本 GDP 增速預期從 0.9%下調至 0.8%，2020 財年 GDP 增速從 1%下調至 0.9%。日本央行還宣佈維持基準利率在-0.1%不變，維持 10 年期國債收益率目標在 0%不變，並將繼續以每年約 80 萬億日元的速度購買日本國債。不過，日本央行調整了利率前瞻指引，稱超低利率將至少維持到 2020 年春天左右。此外，美國總統川普將於本月 25 日起對日本進行為期四天的訪問。外界分析認為，經貿關係將成為日美首腦會談的重點議題。此前，川普曾多次抱怨美國對日貿易赤字並希望日本作出讓步，與美國簽訂雙邊貿易協定。然而，安倍政府正面臨 7 月日本上議院選舉，並且承受經濟增長停滯帶來的壓力，此時向美方作出讓步的難度正在上升。

日本宏觀經濟領先指數降至十年最低，通貨膨脹壓力如虎在側，市場避險需求刺激日元與美債連袂上漲。一項衡量日本經濟前景的關鍵指標跌至全球金融危機以來最低水準，成為新冠疫情公共衛生事件正在推動日本經濟陷入衰退的早期官方信號。日元和美國國債上漲，公共衛生事件在全球繼續蔓延刺激了對避險資產的需求。日元兌 G-10 貨幣悉數走高，美元兌日元跌至六個月低點 105.67。

日本內閣府表示，日本 1 月份宏觀經濟領先指數降至 90.3，為 2009 年 11 月以來最低。該指數綜合了新職位發佈數、股市走勢和消費者信心等一系列指標，

通常會表明實體經濟幾個月後的發展方向，政府會利用它來預測衰退。 新冠疫情公共衛生事件之初是供應鏈和出口遇到了問題，但現在已經波及家庭，人們不再外出購物和用餐。在近期消費稅上調本就降低了人們的購物意願後，該風險事件對消費者構成了第二重打擊。在日本經濟去年第四季度創出五年來最大萎縮幅度後，越來越多的私營部門經濟學家預計日本經濟本季度將陷入衰退。

日元作為避險資產之一，即使在疫情影響之下，仍然走強;美元受到 FED 降息的壓制，更助長了日元的漲勢。日元作為避險資產之一，即使在疫情影響之下，仍然走強;美元受到 FED 降息的壓制，更助長了日元的漲勢。高盛預計日元將顯著走強，對於美元兌日元的長期公允價值預期在 95 的水準。日元目前仍然是少數經典的避險資產。若美元兌日元跌至 95，則為 2013 年以來首次。日元走強將會給當前日本經濟帶來顯著壓力，對本來就被疫情拖累的日本經濟來說是雪上加霜。但矛盾的是，日本央行已經沒有多少降息空間。

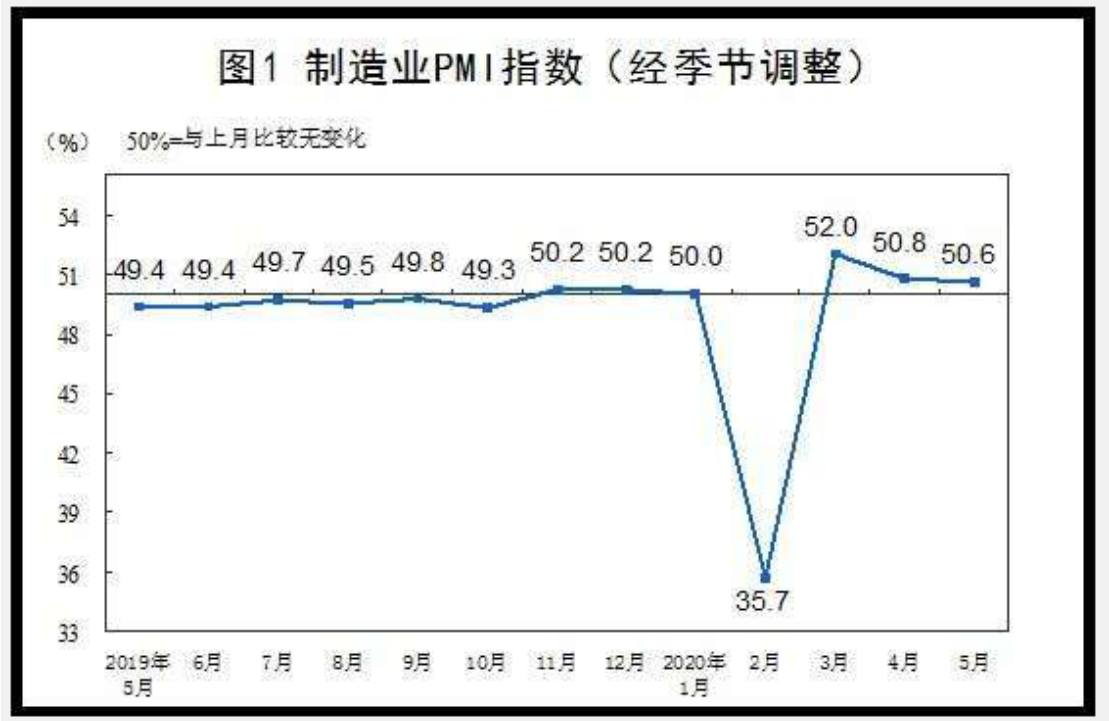
日本的決策者承受著更大的壓力，投資者希望他們能跟隨 FED 減息，但日本央行已沒有多少利率下調空間。由於日本央行的基準利率為負 0.10%，且負利率的副作用已經顯現，所以日本央行的政策空間也頗為有限。不過，日本央行或另闢蹊徑。與 FED 不同的是，儘管市場猜測日本經濟再次陷入衰退，但近日日本央行沒有暗示會進一步刺激經濟。相反，該行強調的是旨在確保市場穩定的措施，例如購買交易所交易基金和使用特殊債券操作。有分析稱，日本央行可能會正式提高其購買 ETF 的目標，以表明其正在採取行動，或者央行可能會說將在公共衛生事件期間以更快速度購買資產，但不改變總體資產購買目標。在較小的規模上，日本或為受衛生事件影響的企業制定貸款計畫。

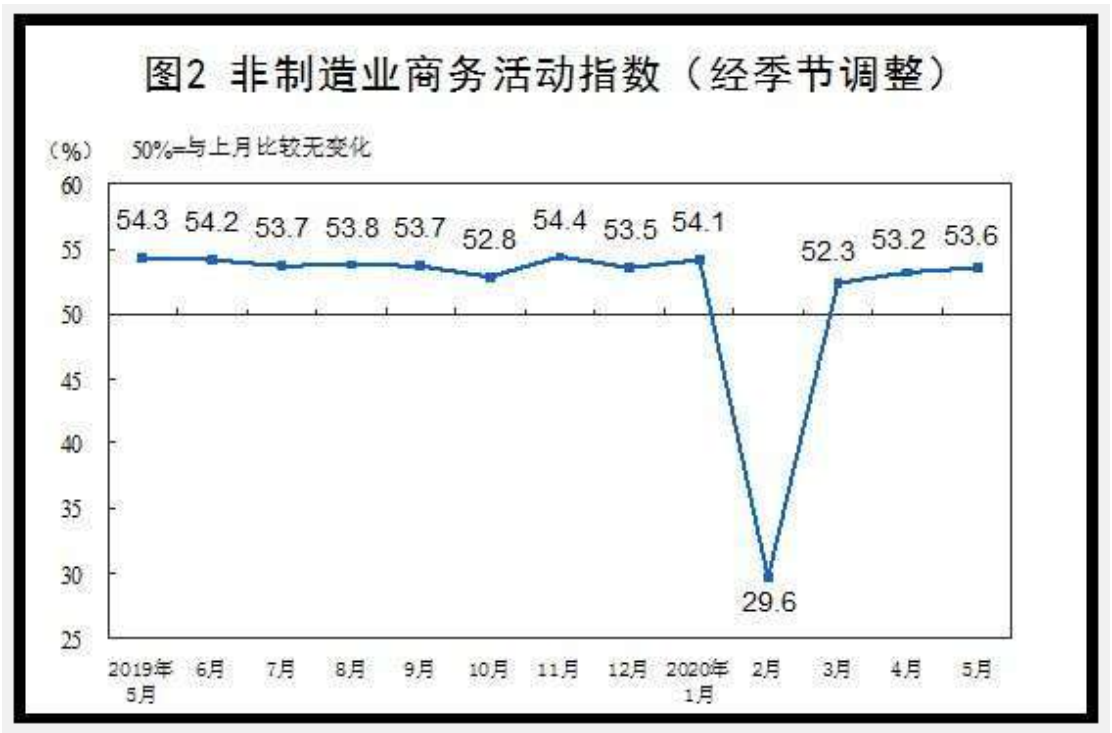
新冠肺炎疫情暴發前，國際貨幣基金組織預測，2020 年日本 GDP 增長為 0.7%，4 月則調至-5.2%；日本經濟研究中心稍早也指出，一季度 GDP 為-4.06%，二季度或將降至-21.8%。而 4 月 30 日的一份報告則表示，“緊急事態宣言”再延一月，將造成 23.1 萬億日元經濟損失，加上第一輪損失，累計將達 45 萬億日元。而企業倒閉、人員失業，也將抑制消費，形成經濟惡性循環。

實際上，“刺激消費”與“擺脫通縮”一直是安倍政權的目標，然而，在疫情席捲日本列島之前，日本就未能走出通縮泥淖，而疫情下的民眾消費信心指數進一步下降，達成目標更難。4 月 30 日的一項民調顯示，27%受訪者表示要將政府發放的補助金“存起來”。這與其促消費的政策目的背道而馳，但也反映出疫情之下日本的社會心理。

自 2012 年再任首相至今，安倍成為戰後日本任職時間最長的首相。學界對此有很多分析與研究，而一個普遍共識就是安倍政權在過去幾年裡成功刺激了日

本經濟的復甦，由此獲得大多數民眾支持。然而，安倍政權在此次疫情中所暴露出的危機管理能力不足，使得民眾不滿情緒增加。最新民調顯示，安倍內閣整體支持率為 41%，較 3 月份下降了 2 個百分點；反對率為 42%，較上次調查上升了 4 個百分點，是自 2019 年 3 月以來，反對率首超支持率。經濟形勢如繼續惡化，導致大範圍失業和倒閉，必將動搖安倍政權，加速後安倍時代的到來。





中國 PMI 仍在榮枯線上 經濟運行穩中向好

中國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資料顯示，5 月，中國製造業採購經理指數和非製造業商務活動指數均保持在臨界點以上，製造業採購經理指數 PMI 為 50.6，比上月小幅回落 0.2 個百分點；非製造業商務活動指數為 53.6，比上月上升 0.4 個百分點；綜合 PMI 產出指數為 53.4，與上月持平。

5 月製造業 PMI 連續第三個月保持在景氣區間，表明經濟持續復甦，且不同於前兩個月，5 月資料釋放出需求端明顯回暖的積極信號，反映出需求復甦開始追趕生產恢復。5 月新訂單指數比上月回升 0.7 個百分點至 50.9。總需求回暖主要是因為內需改善明顯。一方面，擴內需政策效果開始顯現。5 月 PMI 值得的是建築業 PMI 回升至 60.8，這是過去三個季度以來的最高點，表明當前以兩新一重為重心的擴內需政策加力，使得建築業形勢顯著改善；另一方面，五一小長假的節假日消費效應。五一期間，零售、餐飲、鐵路和航空運輸等行業需求釋放，5 月這些行業的商務活動指數都在 55.0 以上，意味著相關行業需求有較快恢復。此外，5 月內需回暖還推動價格回升、庫存下降。價格端，5 月出廠價格指數、原材料購進價格指數分別大幅回升 6.5、9.1 個百分點至 48.7、51.6，表明 5 月工業品通縮風險有所下降；庫存端，5 月原材料庫存指數、產成品庫存指數分別下降 0.9、2.0 個百分點，其中產成品庫存是自去年年底以來首次回落，未來有

望重新迎來去庫存階段。不過，5 月外需和就業仍不樂觀。新出口訂單指數雖然比上月回升 1.8 個百分點，但 35.3 仍低於季節性水準。製造業從業人員指數續降 0.8 個百分點至 49.4，連續兩月擴張後重新回到收縮區間；服務業從業人員指數回落 0.4 個百分點至 46.7，均反映出當前中國就業壓力巨大，穩就業仍是重中之重。

5 月份 PMI 指數繼續小幅回落，但仍保持在榮枯線上，表明經濟仍在持續恢復。從 PMI 分項指標看，需求類指數的絕對水準明顯低於生產類，表明需求不足及其對生產的制約凸顯。因此，推動企業生產繼續較快恢復，關鍵要落實好擴大內需戰略各項任務，在提振投資、擴大消費方面儘快見到成效，暢通國內市場和生產之間的大循環，加快推動經濟進入持續回升向好通道。

5 月，生產指數較上月下降 0.5 個百分點，但仍保持在 53.2%。該指數水準小幅下降，表明企業生產在前期較快恢復的情況下，5 月回升勢頭稍有放緩；但生產指數和新訂單指數間的差距從上月的 3.5 個百分點收縮到本月的 2.3 個百分點，表明市場供需間的不協調問題有所緩解。隨著疫情防控進一步取得成效，中國國內需求較快恢復。當前，中國穩外貿政策加快推進，企業採取產品結構多元化、出口目的地多元化等措施，出口下降的局面有所緩解，市場需求將繼續回升。新動能保持較快恢復勢頭。5 月，裝備製造業 PMI 為 52.2，生產指數和新訂單指數分別位於 56.6 和 53.2 的較高水準，市場供需回升較快。高技術產業 PMI 為 51.7，指數水準雖較上月有所回落，仍高於製造業整體水準。消費品行業 PMI 為 51.8，其中紡織、服裝、傢俱等行業在多地疫情防控回應級別降低後有所恢復。

5 月大型企業 PMI 為 51.6，較上月上升 0.5 個百分點，也高於製造業整體。生產指數和新訂單指數分別為 54.9 和 52.5，較上月上升 0.8 和 1.9 個百分點。這有效支撐了製造業整體平穩恢復。企業對後市預期趨升。隨著疫情逐步控制以及政府對企業紓困扶持政策不斷落實，企業對後市持有較樂觀預期。5 月，生產經營活動預期指數為 57.9，較上月上升 3.9 個百分點，其中大、中、小型企業的生產經營活動預期指數均有明顯上升。

自 3 月製造業指數大幅反彈以來，PMI 已重回榮枯線之前並延續這一態勢；4-5 月 PMI 環比均小幅回落，但仍處於近年來的相對高位，製造業景氣韌性延續。從製造業 PMI 分項來看，新訂單指數為 50.9，比上月上升 0.7 個百分點，說明下游市場需求環比明顯轉暖；原材料庫存指數為 47.3，比上月回落 0.9 個百分點，說明製造業原材料庫存繼續去化，後期或存在一定程度的補庫需求；生產指數為 53.2，比上月回落 0.5 個百分點，說明製造業生產負荷仍保持較高水準。

需求恢復明顯、仍弱於生產，但二者差距正在縮小。生產方面，復工複產持續推進，5 月份，81.2%的企業已達正常生產水準的八成以上；食品及酒飲料精製茶、石油加工、專用設備、汽車等 14 個製造業生產指數高於臨界點；紡織服裝服飾、木材加工等 7 個製造業低於臨界點。需求方面，有 12 個行業新訂單指數高於上月，其中造紙印刷、化學纖維及橡膠塑膠、鋼鐵等製造業新訂單指數升至臨界點以上，顯示國內相關市場需求有所改善。

部分行業經營信心顯著改善。食品及酒飲料精製茶、石油加工、專用設備、汽車等製造業生產經營活動預期指數高於 60.0，這說明，它們對未來三個月行業發展趨勢總體看好。國外市場需求持續萎縮，進出口指數仍處於低位。當前全球疫情和世界經濟形勢依然嚴峻複雜，本月製造業新出口訂單指數和進口指數分別為 35.3 和 45.3，雖比上月回升 1.8 和 1.4 個百分點，但均處於歷史較低水準。我們瞭解到，部分企業仍存在新簽出口訂單銳減的情況。建築業繼續加速回暖。建築業商務活動指數為 60.8，較上月上升 1.1 個百分點。從市場需求看，新訂單指數比上月上升 4.8 個百分點，達 58.0，建築企業新簽訂的工程合同量繼續回升。在傳統基建、新型基建等逆週期刺激政策的推動下，建築業趕工進度明顯加快。服務業仍在穩步恢復。服務業商務活動指數為 52.3，比上月小幅上升 0.2 個百分點。擴大居民消費政策措施加快落地，疊加五一假日消費效應，消費市場繼續回暖。交通運輸、住宿餐飲、電信、互聯網軟體等行業商務活動指數位於 55.0%以上，均高於上月，市場活躍度有所增強。

從中物聯鋼鐵物流專業委員會發佈的鋼鐵行業 PMI 來看，5 月份為 50.9，較上月上升 5 個百分點，鋼鐵行業加快恢復。分項指數顯示，本月鋼鐵生產保持回升，市場需求趨於回暖，帶動企業和社會加快去庫存，原材料價格明顯上升，企業就業活動基本穩定。預計 6 月份，鋼廠生產增速預計有所下降，市場需求可能偏緊，原材料價格或將維持高位。

近期中國國內疫情已經好轉，在宏觀政策穩增長力度加大、復工復產進一步推進的情況下，二季度之後經濟狀況有望逐漸改善，製造業和非製造業 PMI 都有望保持在擴張水準。但疫情全球蔓延和全球經濟放緩，外部風險是中國經濟運行最大的不確定性因素，受此衝擊未來 PMI 指數可能會有所波動。4 月和 5 月 PMI 指數表明經濟活動有所復甦，但仍無法填補 2 月的深坑，疫情防控取得巨大成效之時，其影響已從供給端轉移到需求端。

隨著各地復工複產的進度持續加快，產能利用率持續提升，加之各地新型基礎設施投資力度的加大，生產、消費、投資都將實現恢復性增長，4 月份以後中國採購經理指數將會持續改善，主要經濟指標也將實現恢復性增長。從中長期看，

改革開放以來，中國經濟總量更強、結構更優、基礎更牢。中國經濟總量已經逼近 100 萬億美元大關，人均 GDP 超 1 萬美元；中國是全球製造業體系最為完整的國家，工業服務業升級發展步伐在持續加快；創新驅動作用增強，新動能新產業快速成長；社會民生進一步改善，居民消費水準不斷提高。中國還擁有超過 14 億人口、9 億勞動力、1.7 億受過高等教育和擁有技能的人才資源、全球最大的中等收入群體、1 億多戶市場主體，經濟發展的迴旋空間大、潛力足、韌性強。這些有利因素，都是我們抵禦短期衝擊、應對風險挑戰的信心與能力之所在。

因此，既要客觀看待疫情給經濟運行帶來的不利影響，也要冷靜分析中國經濟運行面臨的諸多有利因素，統籌做好疫情防控和經濟社會發展工作，堅定不移貫徹新發展理念，深化供給側結構性改革，打好三大攻堅戰，全面做好“六穩”工作，發揮各方面積極性、主動性、創造性，把疫情影響降到最低。

美元需求走弱 農產品價格盤堅

CBOT 三大農產品期貨 6 月 4 日全面上漲，因美元下跌有利出口，以及出口銷售的激勵。7 月玉米期貨收盤上漲 1.5%成為每英斗 3.29 美元，7 月小麥上漲 2.3%成為每英斗 5.2375 美元，7 月黃豆上漲 1.2%成為每英斗 8.6775 美元。美國農業部 6 月 4 日公告，出口商報告對目的地未知的地區銷售 12 萬噸的黃豆。分析師表示，目的地未知的地區多數就是中國大陸。ICE Futures U.S. 7 月棉花期貨 6 月 4 日下跌 1.5%成為每磅 59.58 美分，7 月粗糖期貨上漲 1%成為每磅 11.73 美分。

中國大陸 5 月黃豆壓榨量為 862 萬噸，較前月增加 28%，為連續第四個月攀升，並創下兩年半來新高。分析師表示，5 月份大陸進口黃豆到港放量，隨著原料供給增加，加工廠開機維持高位，壓榨量繼續放大。

美國能源部公布，截至 5 月 29 日當週，美國乙醇日均產量為 76.5 萬桶，創下兩個月來新高；較前週增加 5.7%，但較去年同期仍減少 26.7%，估計用於生產乙醇的玉米使用量為 8,033 萬英斗。美國農業部 5 月報告將 2019/20 年度乙醇玉米使用量預估從 50.50 億英斗下調至 49.50 億英斗，週均使用量為 9,520 萬英斗。過去兩個月來，美國乙醇期貨的價格已經上漲 32%，主要受到油價上漲以及石油需求回升的影響。作為需求的指標，美國上週乙醇摻混日均淨投入量較前週增加 8,000 桶至 72 萬桶，相比 4 月初為創新低的 50.2 萬桶。過去四週，美國乙醇摻混日均淨投入量為 69.4 萬桶，較去年同期的 94.6 萬桶減少 26.6%。美國上週汽油日均需求較前週的 725.3 萬桶增加至 754.9 萬桶；過去 4 週，美國汽油日均需求為 724.8 萬桶，較去年同期的 935.3 萬桶減少 22.5%。美國上

週乙醇庫存量較前週減少 70 萬桶至 2,250 萬桶，為連續第 6 週減少並創下年初以來新低。其中，東岸地區的庫存量較前週減少 10 萬桶至 780 萬桶，中西部地區的乙醇庫存量較前週減少 10 萬桶至 720 萬桶，墨西哥灣區的乙醇庫存較前週減少 40 萬桶至 480 萬桶，落磯山脈地區的庫存較前週持平為 40 萬桶，西岸地區的庫存較前週減少 10 萬桶至 230 萬桶。

美國農業部 5 月報告表示，2020/21 年度，美國玉米產量預估將達到創新高的 1,600 億英斗，期末庫存也將創下 33 年新高至 33.18 億英斗。2019/20 年度乙醇玉米使用量預估繼前月從 54.25 億英斗下調至 50.5 億英斗之後，進一步下調至 49.5 億英斗，因疫情導致汽油需求下滑的影響，佔玉米產量的 36%比重；2020/21 年度，美國乙醇玉米使用量預估為 52 億英斗，佔玉米產量的 32.5%比重。

美國能源部 5 月報告則是將 2020 年美國乙醇日產量的預估較前月的 82 萬桶上調至 87 萬桶，但 2021 年的乙醇日產量預估則是從 99 萬桶下調至 97 萬桶，相比今年第一季的乙醇日產量為 102 萬桶。報告表示，由於冠狀病毒大流行疫情的影響，今年上半年的石油需求大幅減少，其中最大的衝擊集中在第二季，此後可望緩慢復甦。

OPEC+落實減產　油價持續反彈

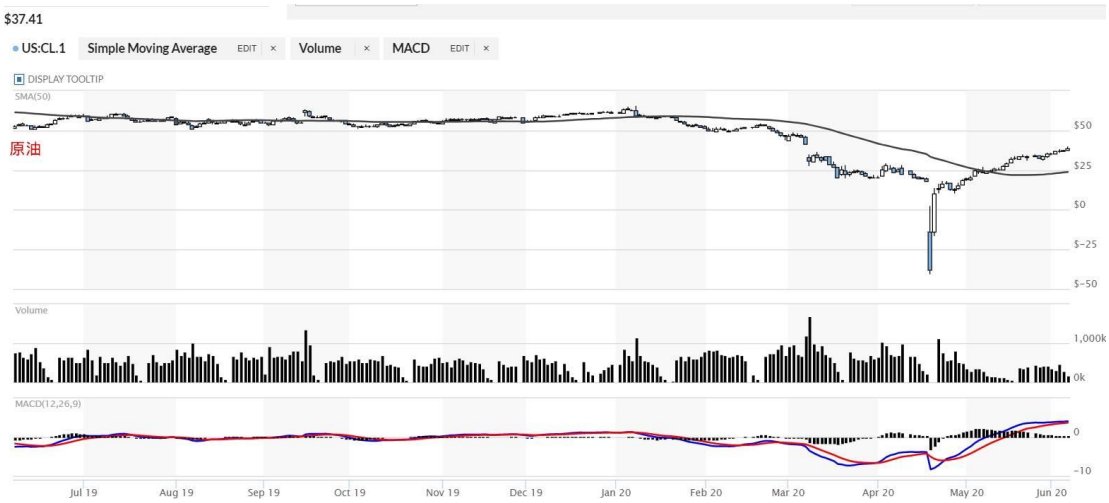
NYMEX 7 月原油期貨 6 月 4 日收盤上漲 0.12 美元或 0.3%成為每桶 37.41 美元，因數據顯示 OPEC+正落實減產的影響，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 0.2 美元或 0.5%成為每桶 39.99 美元。OPEC+及俄羅斯等參與減產協議 5 月份產量減少 860 萬桶/日，減產執行率達到 89%。

美國能源部公佈的數據顯示，截至 5 月 29 日當週，美國煉油廠日均原油加工量較前週增加 31.6 萬桶至 1,330 萬桶。煉油廠產能利用率較前週的 71.3%增加至 71.8%，過去 4 週的平均值為 70.1%。汽油日均產量較前週 720 萬桶增加至 780 萬桶，蒸餾油日均產量較前週 480 萬桶減少至 470 萬桶。原油日均進口量較前週減少 100 萬桶至 620 萬桶，過去 4 週的原油日均進口量為 600 萬桶，較去年同期減少 18.3%。汽油日均進口量由前週的 29.2 萬桶增加至 78.2 萬桶，蒸餾油日均進口量由前週的 15.5 萬桶增加至 16.3 萬桶。作為需求的指標，美國過去 4 週日均油品供應量為 1,610 萬桶，較去年同期減少 19.4%。其中，汽油日均供應量年減 22.5%至 720 萬桶，蒸餾油日均供應量年減 13.4%至 340 萬桶，航空煤油日均供應量年減 68.7%至創新低的 55.8 萬桶。5 月 29 日當週汽油日

均需求由前週的 725.3 萬桶增加至 754.9 萬桶，去年同期為 944.1 萬桶，相比 4 月初為創新低的 506.5 萬桶。

根據美國能源部自 1983 年開始發布的週度預測數據，截至 5 月 29 日當週，美國原油日均產量較前週減少 20 萬桶至 1,120 萬桶，創 2018 年 10 月以來新低；較去年同期減少 120 萬桶，較 3 月中創新高的 1,310 萬桶則減少了 190 萬桶。5 月 29 日當週美國原油日均出口量較前週的 317.6 萬桶減少至 279.4 萬桶，相比去年最後一週為創歷史新高的 446 萬桶/日。美國能源部 5 月報告將 2020 年美國原油日產量的預估較前月下調 10 萬桶至 1,170 萬桶，2021 年美國原油日產量的預估較前月下調 13 萬桶至 1,090 萬桶。

能源咨詢機構 Wood Mackenzie 報告表示，2020 年夏季，全球液化天然氣需求預估將年減 2.7%或 300 萬噸，這將是 2012 年以來的首度下滑，因亞洲主要的液化天然氣進口國為對抗武漢肺炎疫情而實施封鎖措施，使得液化天然氣的進口需求下滑的影響。今年冬天，全球液化天然氣需求則預估將年增 500 萬噸，但預期較強勁的增長仍至少須等到 2021 年中。作為全球最大的液化天然氣進口國，日本今年第一季的液化天然氣進口就已經出現下降，4 月份也持續下滑，主要因為疫情爆發的影響。雖然日本並未執行全面的封鎖，但包括學校關門、維持社交距離、居家工作指引，以及部分產業的關閉等，都是第一季液化天然氣需求下滑的主因，而預期此衝擊還將持續到第二季。報告預估，日本第二季的液化天然氣需求將年減 3%至 1,580 萬噸。第二大液化天然氣進口國中國大陸，今年第一季的液化天然氣進口量年增 1%，但是隨著大陸經濟在疫情之後迅速重啟，預計今年第二季大陸液化天然氣的消費量將年增 12%達到 1,500 萬噸。印度今年第一季液化天然氣消費量則是年增 19%，主要受到液化天然氣現貨價格較低的激勵；但第二季受到印度全國封鎖防疫的影響，預估液化天然氣需求將年減 24%至 400 萬噸。



避險需求仍存在 金價高檔有支撐

世界黃金協會 6 月 4 日報告表示，2020 年 5 月，全球黃金 ETF 持倉增加 154 公噸至創新高的 3,510 公噸，已經連續第 6 個月增加，且過去 3 個月的持倉都增加超過 150 公噸，黃金 ETF 的總資產管理規模也增加 4.3%達到創新高的 1,951 億美元。今年 1-5 月，全球黃金 ETF 持倉累計增加 623.3 公噸，已經創下歷年的最大增長，此前紀錄為 2009 年全年增加 591 公噸。1-5 月，北美市場的黃金 ETF 持倉增加 374.9 公噸，歐洲市場的黃金 ETF 持倉增加 215.2 公噸，美歐兩地的黃金 ETF 持倉分別達到 1,815.3 公噸與 1,537.3 公噸。

德國 Commerzbank 報告表示，瑞士海關的數據顯示，瑞士對美國出口的黃金在 3 月份創新高達到 43.2 公噸之後，4 月份持續大增再創新高達到 111.7 公噸，佔當月瑞士黃金出口量的近 85%比重，主要是來自於黃金 ETF 的投資需求強勁的影響。除了對美國的黃金出口增長以外，瑞士對德國的黃金出口也在 3 月份創下 2012 年以來的統計新高達到 16.9 公噸，4 月份出口量則是降至 8.2 公噸，但較去年同期的 2.375 公噸仍大增 245%。過去兩個月來，全球黃金 ETF 持倉只有兩個交易日沒有增加，顯示無論市場的風險偏好如何，以及股市的持續反彈等，都沒有影響到投資人持續擁抱黃金的意願。包括經濟與就業的不確定性、貿易緊張，以及央行持續的量化寬鬆等，都是推動金價上漲以及黃金 ETF 持倉持續增加的主要原因。5 月份，黃金市場的交易額也從 4 月份的 1,400 億美元增加至 1,640 億美元。此外，當前全球黃金 ETF 持倉也比美國以外的其他各國央行所持有的黃金更多。

當前市場上仍然有許多因素支撐黃金的投資需求，包括全球低利率的環境、央行寬鬆的貨幣政策，以及通膨可能上揚的預期。冠狀病毒全球大流行疫情的不確定性也是一大因素，無論是疫情對經濟或是社會的衝擊，甚至是對第二波疫情爆發的擔憂等。此外，雖然近期股市持續反彈，但預期企業獲利仍將下滑，這就使得股票的估值虛高，黃金也將成為投資人規避風險的首選。近期，美國反警察暴力執法的示威暴動，以及今年稍晚將舉行的美國總統大選，也都會增加市場的不確定因素。

不過，黃金市場也並非沒有隱憂，雖然投資需求強勁，但是兩大黃金消費國中國大陸與印度的實物黃金需求則是顯得疲弱。中國大陸今年 1-4 月的黃金進口量只有 17 公噸，較去年同期大減了 89%，而印度 4 月份的黃金進口更是幾乎陷入了停頓。德國商業銀行分析師弗瑞奇指出，疫情對第二大黃金消費國印度黃

金需求的衝擊幾乎是災難等級，印度 5 月份的黃金進口量僅 1.4 公噸，較去年同期的 133.6 公噸大減 99%，主要因為全國封鎖防疫的影響；此外，印度國內金價處於新高水平，也可能壓抑秋天婚禮季節的黃金需求。

2020 年 6 月起，在全球經貿摩擦不斷加劇、美國 FED 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。 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新冠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，新冠肺炎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)