

## 美國 FED 貨政將調整方向 低通膨率恐將抑制復甦

在今年的傑克森洞央行年會上，FED 主席包威爾的演講備受全球關注，演講中其有關美國最新貨幣政策框架調整，標誌著 FED 十餘年來的貨幣政策出現重大轉變。包威爾在演講中首先回顧了此前 FOMC 聯邦公開市場委員會不同經濟時期的貨幣政策框架歷史，表示在靈活通膨目標策略下 FED 不斷提升透明度和溝通效率，以最大化實現法定的物價穩定和充分就業政策目標。

2012 年，時任美國 FOMC 聯邦儲備委員會副主席葉倫制定了《長期目標和貨幣政策策略聲明》。該政策框架向公眾明確闡明 FED 將長期通膨目標設定為 2%；考慮到勞動力市場結構往往受到非貨幣因素變化影響，故不設定完全就業的數位目標；同時強調了貨幣政策溝通、透明度和前瞻性的必要性。這一聲明構築了 2008 年國際金融危機之後十餘年的貨幣政策框架。

然而，當前全球和美國經濟相較 2012 年發生了四大變化，因而聯邦公開市場委員會將據此修訂政策框架。包威爾所說的四大變化，一是美國經濟潛在長期增速預期下降。受到美國人口老齡化、人口增速下滑以及勞動生產率下降等因素綜合影響，聯邦公開市場委員會成員對美國經濟潛在增速的預期中位數已經從 2012 年 1 月份的 2.5% 下降至 1.8%。

二是美國和全球總體利率水準下降。由於影響長期經濟增長的結構性因素弱化，FOMC 聯邦公開市場委員會成員對中性聯邦基金利率預期中位數也從 2012 年初的 4.25% 下降至 2.5%。考慮到長時段內市場利率總體向均衡利率收斂，這意味著 FED 在後續經濟下行週期通過降低利率支持經濟的政策空間進一步下降。

三是美國勞動力市場好於此前預期。今年年初才結束的創紀錄經濟擴張成就了美國歷史上更好的勞動力市場。失業率已經在過去 2 年左右時間內維持在 50 年來的最低水準，勞動參與度也得到明顯改善。此前，有關全球金融危機對勞動力市場造成結構性破壞的判斷並不準確。

四是菲力浦斯曲線進一步趨緩。美國勞動力市場的強勢並沒有帶來通膨明顯改善；通膨長期疲弱可能拉低通膨預期，通膨預期下滑可能進一步拉低通膨實際水準。這一負面螺旋迴圈意味著低通膨風險正在逐步出現，將進一步造成利率水準下降並削弱 FED 通過利率政策支持經濟的政策空間。

考慮到美國經濟的上述變化，FOMC 聯邦公開市場委員會在延續此前的通膨目標、就業目標和政策前瞻性基礎上，在新框架中作出了三項重大修改。首先，承認了利率區間變化帶來的挑戰。利率下限更低意味著 FED 通過降低利率支持經濟的政策空間收緊，也意味著就業和通膨下行風險進一步上升。其次，改

變了 FED 貨幣政策首要考慮因素。由於當前菲利浦斯曲線平坦化，FED 將平衡勞動力市場和利率政策的主要依據從就業最大水準的偏離改變為就業最大水準的缺口。這意味著 FED 以往在就業超出或維持在最大水準時收緊貨幣政策的做法將發生改變，未來 FED 可能會在一定程度上容忍就業維持在或者超出最高水準。第三，改變了 FED 對價格穩定的解讀。雖然包威爾強調其長期目標仍然是維持通膨 2% 的水準，但他在演講中強調 2% 對應的是平均通膨水準。考慮到此前實際通膨長期低於 2%，同時為了提升預期通膨水準，避免通膨率下滑的惡性循環，未來適當的貨幣政策將是在一定時間內對通膨維持在 2% 以上水準保持較高的容忍度。

總體來看，包威爾的新央行策略劍指美國金融危機以來長期 1.4% 的低通膨水準。由此可見，低通膨給美國經濟、貨幣政策帶來的衝擊已經到了非解決不可的境地。在確立了 FOMC 聯邦公開市場委員會更大靈活度的同時，各大機構普遍認為，對強勢勞動力市場和更高通膨水準的容忍意味著 FED 不僅將在短期內不會加息，同時還有可能在更長時間內保持低利率。事實上，上述政策框架調整公佈後，芝加哥商品交易所“FED 觀察”期刊最新資料也顯示，市場各方認為 FED 在今年 9 月份和 11 月份維持利率在 0% 至 0.25% 區間的概率為 100%，加息 25 個基點的概率為 0%。

包威爾上述表態也造成了全球市場表現分化。受包威爾演講支持較長期美國公債收益率上升影響，國際金價當日下挫超過 2%。但是，對於風險資產投資來說，上述表態無疑是利好因素。部分投資機構認為，包威爾此一最新表態是全球資本市場的大禮，或將在一定程度上改變投資者對高收益率債券、股票等高風險資產的偏好。

市場預期 FED 將採取比大蕭條時期更加寬鬆的政策。市場專家仍然堅定地認為，這是一個意義深遠的轉變，即使這種轉變已經滲透到 FED 的決策過程中有一段時間了，但它將在本輪週期中形成一個與上一輪不同的 FED 反應職能。事實上，包威爾表示這份政策聲明將真正把我們已經在執行的政策編纂成法律。在很大程度上，我們已經在做這些事情了。不過這種做法甚至比葉倫執掌 FED 時所遵循的策略要溫和得多，當時 FED 在大蕭條結束後仍將利率維持在接近零的水準達 6 年之久。其中一個暗示是，當通膨上升時，FED 收緊政策的速度將會放緩。

包威爾和他的同事在 2018 年遭到抨擊，當時他們頒佈了一系列最終市場不得不收回的加息措施。FED 的基準隔夜貸款利率現在被設定在接近零的水準，這是在疫情大流行初期的水準。多年來，FED 和其他全球央行一直試圖推高通膨，

理由是低水準有利於經濟增長。他們還擔心，低通膨是一個自生自滅的問題，將利率保持在低水準，讓政策制定者在經濟低迷時期幾乎沒有放鬆政策的迴旋餘地。在推動通膨的最新努力中，FED 將承諾加強前瞻指引，承諾在達到基準之前不加息，如果是通膨，可能會超過基準。

上述策略調整意味著 FED 不會因為失業率低就過早提前加息，而要對就業市場走強是否會推升實際通膨水準展開務實評估。考慮到當下失業率高，預計 FED 可能將當前超低利率維持數年時間，但對於在近期甚至未來幾年實現超過 2% 的通膨率表示懷疑。市場有分析指出，FED 此舉明顯是為了加碼寬鬆。今年價格基數發生較大變化，如原油期貨價格出現負值，2021 年通膨資料很可能在某幾個月超過 2%，但 FED 並不希望市場預期貨幣政策會收緊，因此暗示通膨會在一段時間內適度高於 2%。在就業和通膨兩大目標中，FED 更著重就業目標，這意味著未來 FED 在制定貨幣政策過程中，將提高對通膨水準的容忍度，即使核心 PCE 物價指數達到甚至超過 2% 的通膨目標水準，FED 也不會立即採取緊縮性措施，而要視就業評估結果而定。

Yardeni Research 宏觀經濟調研公司表示相信 FED 將公開歡迎 2% 至 4% 的通膨率，以此抵消過去很長一段時間內低於 2% 的通膨率。這種方法對於另類資產類別，尤其是成長型股票和黃金、白銀等貴金屬，將是極度樂觀的。FED 的舉措將看到實際收益率持續走低，美元走低，波動性降低，信貸息差降低，股市走高。

信用評級機構之一的惠譽國際近期把美國主權信用評級展望由穩定下調至負面，同時，維持美國長期主權信用評級為 AAA。惠譽做出該決定是因為美國財政赤字和政府債務增長迅速，缺乏可靠的財政整頓計畫。影響美國經濟何時復甦、如何復甦的關鍵，是疫情能否被控制。而美國對疫情防控的不確定性，給其經濟前景帶來高度的風險與不確定性。美國疫情防控的不確定性和全球經濟探底復甦形態的不確定性，共同給美國經濟前景帶來高度的風險與不確定性。應對新冠疫情引致的公共衛生危機以及對供需兩端同時帶來的衝擊，傳統的貨幣政策工具存在相當的局限性，美國主要財經官員一再強調直接的財政支持與財政刺激有望發揮至關重要的作用，但由於美國國內防疫抗疫不力，未能及時壓平疫情曲線，直接將美國經濟拖入了重啟和恢復經濟、保持健康的財政狀況、控制疫情的三元悖論困境。

美國經濟何時能夠復甦？一切都取決於疫情的控制情況。如果疫情好轉，復工生加快，美國經濟就能很快復甦，如果疫情遲遲得不到控制，美國經濟就會延續較長時間的低迷。美國政府為使經濟復甦疫情沒有完全被控制下逐步開工，雖然

從高頻經濟資料來看，美國經濟有所好轉，但是新增疫情病例同樣持續增加，有一些州因為疫情快速增長而出現再次停工的情況。因此疫情能否被控制是美國經濟復甦的關鍵。前期失誤使美國方面錯過最好控制疫情的時間點，因此只能將控制疫情寄託於新冠疫苗上。疫苗研發越快經濟反彈也就越快，美國後續的處理工作也就越少。如何出清現在多餘的流動性以及高額的債務，如果美國只是通過刺激政策來強行拉動經濟的話，市場對於美元方面的信任就會逐步下跌。

自今年 2 月以來，美國國內至少減少近 1500 萬個工作機會，各行各業的人被迫體驗強制無薪假。美國首次申請失業救濟人數已經連續 18 周超過 100 萬人，申請失業救濟總人數仍為疫情暴發前平均水準的 6 倍。大量民眾失業，導致消費需求大幅下降。根據美國製造業和服務業 PMI 指數，預計疫情對美國經濟影響最大的階段大概率已經過去，雖然三四季度經濟增長仍將處於衰退，但將逐季環比改善。如果年內疫苗推廣上市，明年一季度經濟有望在低基數效應下由負轉正，二季度增速將大幅提高，全年實現正增長。美國 GDP 是一個落後指標，因為美國 6 月份和 7 月份的經濟活動已經有所回升，這將帶來一個強勁的第三季度 GDP 資料。但是，由於美國在遏制新冠肺炎疫情上仍面臨挑戰，許多州出現了新一波疫情，美國今年剩下時間的經濟復甦將繼續面臨重大的短期阻力。

股市是經濟的櫥窗，但因為現實情況制約，使得這個櫥窗經常產生落後效應。美國股市是開放市場，聚集了全球優質的上市公司和各國資本，尤其是年初美股暴跌後，流動性寬鬆和龍頭企業業績堅挺，讓許多國際投資者依然看好美股未來走勢，甚至借美股回檔契機炒作美股，在全球經濟局勢不穩，固定投資收益下降的情況下，美股市場吸引了大量全球資本。美股指數上漲背後是大型科技股推動，這類股票剛剛回到疫情前的水準，航空、石油、旅遊等行業的股票還遠未達到 2019 年的價格，指數編制的結構性特點，讓科技公司支撐著美股。因為疫情帶來是一種非典型的衰退，雖然經濟指標很差，但產能也得到了快速出清，如果疫情能夠受控，那麼經濟也會快速反彈，投資者對美股的長期信心尚未受到影響，這是股市走強的中期因素，而且 FED 積極干預的政策等於送給投資人一個看跌期權保護，這助長了市場的風險偏好。

美國第二季度經濟增速是負值。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。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，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。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是負值。前美國財長顧問拉特納則表示，美國第二季度 GDP 率退錄得-39%。現在的主要問題是，隨著川普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。

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。美國最新新冠肺炎確診病例已達 597 萬餘例，死亡病例超 18.2 萬人。伴隨經濟活動大幅降溫，美國多個行業出現裁員潮。近三個月內，已累計新增近 4000 萬人申請失業救濟金。川普政府為幫助居民、企業度過難關，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。



美國經濟仍在持續受到疫情影響。美國勞工部最新資料顯示，在截至 8 月 22 日的一周中，美國初次申領失業救濟人數為 100.6 萬人，高於市場預期的 98.7 萬人。美國商務部 8 月 27 日公佈的修正資料顯示，今年二季度美國國內生產總值按年率計算下滑 31.7%，較初次資料上調了 1.2 個百分點，但仍是自有記錄以來最大季度降幅。



## 歐央行加大力度寬鬆貨政 歐元區經濟 Q3 有望反彈

歐洲央行執行委員會官員日前接受媒體採訪時表示，繼今年二季度經濟環比大幅萎縮 12.1% 之後，第三季度歐元區經濟有望強勢反彈，但不足以恢復至新冠肺炎疫情暴發前水準。總體而言，歐元區經濟復甦的速度和強度取決於遏制新冠肺炎疫情的程度。雖然歐洲新增病例有所回升，但再次全面封禁的可能性不大。

歐洲央行將於 9 月 10 日公佈最新一期宏觀經濟預測報告，歐洲央行貨幣政策受資料驅動，只要歐元區經濟基本面保持不變，就沒有理由對貨幣政策作出調整。目前來看，歐洲央行現有的『緊急資產購買計畫 (PEPP)』規模是恰當的。關於近一段時間美元對歐元匯率走弱，美元貶值標誌著全球信心恢復，這是全球經濟復甦的一個好兆頭。同時，歐盟 7 月份就『恢復基金』達成一致，也增強了人們對歐元區保持穩定的信心，利好歐元。市場專家一致認為美元貶值往往能刺激國際貿易和全球增長，縱使歐元對美元升值影響歐元區企業的出口競爭力，但全球貿易擴張能夠彌補該影響。

德國公佈的 8 月份通膨資料比市場預期的數字還要糟糕。8 月 CPI 環比初值為 -0.1%，預期 0%，前值 -0.5%。8 月調和 CPI 環比初值為 -0.2%，預期 0%，前值 -0.5%。8 月調和 CPI 同比初值 -0.1%，預期 0.1%，前值 0%。8 月 CPI 同比初值 0%，預期 0.1%，前值 -0.1%，德國恐將下修 2021 年經濟增長預期。雖然預期德國 2020 年的經濟萎縮不會像之前預測的那麼嚴重，但是受累於疫情的二次反撲，歐元區經濟復甦再次蒙上濃濃的陰影已經是不爭的事實。

德國已經取消原定 9 月 2 日舉行高規格英國脫歐磋商的計畫，因為英國與歐盟未能在夏季取得顯著的進展。歐盟官員們認為，英國政府準備在年底時無協議脫歐，這將是又一柄懸在歐盟頭上的達摩克利斯之劍。若是硬脫歐，不僅僅會導致英鎊淪落為新興貨幣，更大的結果是整個歐盟體系會面臨更大的瓦解考驗。

雖然同為歐盟經濟支柱之一的法國近期將宣佈千億歐元的經濟刺激計畫。從法國總理透露的經濟重振計畫的一些細節中包括:四分之一的款項將惠及微型企業和中小型企業，這是經濟復甦的核心。經濟刺激計畫中還包括大幅削減企業稅收。法國政府準備斥資 400 億歐元進行再工業化，為此將降低企業在生產環節的稅負。此外，政府還計畫斥資 10 億歐元，資助某些領域的企業將生產線遷回到法國。根據法國經濟和財政部長勒梅爾此前透露，即將出臺的千億歐元經濟重振計畫還將是一個綠色計畫，要確保該重振計畫中 30%的額度用於生態轉型。預計將有 40 億到 50 億歐元投入建築節能翻新領域，學校和養老院將是重點。在交通運輸方面，鐵路貨運、短途列車和夜行列車是發展重點。政府還將在經濟刺激計畫中撥付 20 億歐元用於支持文化產業，彌補該行業的收入損失。

在面臨疫情反復的同時，法國今年遭遇的大規模乾旱使得本土種植業遭受巨大衝擊，包括葡萄、橄欖油在內的眾多經濟作物的產量在今年無法得到保障。作為西歐糧食出口最多的國家，今年的貿易數字恐怕會很不漂亮。眾多陰霾使得歐元區經濟復甦前景並不是十分看好。雖然受益于美元的持續走軟，使得歐元兌美元逼平高位 1.1966。歐元兌日元漲至 126.80 為 2019 年 4 月以來最高水準。但是瑜不掩瑕，或許市場要為歐元能否持續走強打上一個大大的問號。

在防疫封鎖措施影響下，歐洲消費者物價指數下滑，德國、義大利和西班牙的通膨率均在 8 月份跌至負值；德國 8 月消費者物價指數同比下滑 0.1%，為四年多以來首次低於零，德國政府為支持經濟而下調銷售稅的舉措加大了物價下行壓力。義大利和西班牙的物價降幅更大，這兩個國家受到疫情和旅行限制的打擊尤其嚴重；這些數字表明了疫情如何進一步壓制歐洲通貨膨脹。即使在疫情危機爆發前，歐元區的通膨率已經被歐洲央行認為過低。物價下滑的程度將有助於決定歐洲央行最終是否需要增加更多的貨幣刺激措施。歐洲央行行長拉加德上個月已經警告說，通貨膨脹率將在 2021 年年初回升之前進一步下降，但這還是要取決於經濟發展形勢

歐洲新冠肺炎疫情漸受控制，經濟出現觸底回升跡象。受新冠肺炎疫情影響，歐洲多個地區於 3 月份開始實施不同程度的封城，令經濟活動幾乎陷入停頓，歐元區第一季 GDP 下跌 3.6%，出現有紀錄而來最大跌幅。隨著疫情開始受控，歐洲多國自 5 月開始逐漸解封，截至 6 月底，德國、法國及義大利的經濟活動已回復至年初時的 80%以上水平，經濟領先指標之一的歐元區服務業 PMI 採購經理人指數 6 月份為 48.3，雖然仍處於收縮水平，但已較 4 月份的低點 12.0 大幅改善。市場憧憬疫情過後經濟將可快速重啟，加上各國政府及央行皆積極採取行動

刺激經濟，週期性板塊佔比較重的歐洲股市受資金追捧，只有石油和天然氣板塊錄得下跌。

歐洲央行貨幣政策將保持寬鬆。面對疫情突如其來的經濟打擊，歐洲央行積極採取貨幣政策以穩定金融市場及支撐經濟，歐央行於 6 月份議息會議將『緊急抗疫購債計劃(PEPP)』規模擴大 6,000 億歐元至 1.35 兆歐元，增幅高於市場預期，反映歐央行對支持經濟復甦的決心，計劃亦將延長至最少 2021 年 6 月底。計劃中的資金將再投資至最少 2022 年底，而鑑於歐央行提到為避免影響貨幣政策立場，將妥善管理未來計劃中資金再投資活動，所以實際上資金再投資活動可能一直持續，直至歐元區經濟重回疫情發生前水平或通脹回升至央行目標，歐央行持續由市場買入資產將有助提升投資者風險胃納。歐央行預期 2022 年歐元區平均通脹只有 1.3%，遠低於央行目標的 2%，意味歐央行政策將保持寬鬆直至通脹達標，低利率環境將有利資金由債市流向股市。

歐元區政府積極推行財政政策以挽救陷入衰退的經濟，為向有財政困難的國家提供支援，歐盟委員會提出 7,500 億歐元的復甦基金，當中包括無需償還的贈款及需償還的貸款兩部份。基金將根據經濟受疫情影響程度而發放，市場預期疫情較嚴重的義大利及西班牙將獲得最多援助金額。雖然基金的規模並不算大，卻極具象徵意義，因為該計畫擬通過聯合發債來進行融資，是歐元區各國邁向更緊密經濟一體化的重要一步。一旦方案獲得通過，除其資金可促進未來經濟增長外，更可以減少整體歐元區的尾部風險狀況，風險溢價理應降低，有助歐洲股市估值重估，吸引資金重新流入。於德國與法國公開表示支持下，市場預期計劃很大機會獲得通過，惟計畫需要獲得所有歐盟成員國的支持，而包括荷蘭、丹麥、奧地利和瑞典 4 個較富裕的成員國對計劃中贈款和貸款比例與德國存有分歧，所以估計成員國之間仍需時間商討，以尋求妥協方案。

由於在很多大型歐元區經濟體中，尤其是法國、義大利及西班牙，旅遊業在 GDP 及就業方面舉足輕重，歐元區經濟復甦初期型態的可見性較低，預期夏季結束後經濟復甦的型態會更趨明朗。目前，歐元區核心地區要比南歐及法國更快復甦。前者的經濟活動更多地集中於製造業及專業 / 商業服務業，而後者的 GDP 佔比更加偏重旅遊業。在好的方面，數個歐洲國家已經頒布法律，至少會在危機期間為工人及家庭提供部分收入補貼，甚至保障就業。義大利禁止公司在 2020 年裁員，這些措施應有助於支持經濟穩定復甦。

正在醞釀中的歐元區共同財政政策，可能有助於解決區域內的競爭力及經濟成長問題。制度及設計上的雙重缺陷在競爭力及經濟成長的範疇加劇了歐洲經濟的脆弱性。歐盟一如以往多次討論過，沒有財政聯盟的貨幣聯盟極容易出現問題。



為達成共同財政政策可能對提高商業信心及支持歐元區經濟大有幫助。金融市場方面，近期歐洲資本市場的反彈讓評價變得昂貴，由於政府債券殖利率處於較低水準，從股票風險溢價來看，歐元區股票可能更具吸引力。固定收益方面，部分主權債券提供相對較高的殖利率，例如義大利，但實際上是對歐洲央行的支持的押注。整體而言，從投資者須承擔的風險水平來看，固定收益的絕對價值不大。信貸更是引人注目。儘管 3 月中旬的高峰過後，絕對殖利率已下降，而利差亦大幅收斂，隱含違約率仍高。投資級別及高收益債市亦是如此。總而言之，投資級別債券的潛在經風險調整後報酬情況比高收益債券更具吸引力。高收益債券方面，考慮到部分投資級別債券評級已從降至高收益債券類別，最優質的高收益類別可能較為吸引。

綜合來看，該計畫對於歐洲經濟和歐洲一體化所帶來的機遇都將是歷史性的。一則，在新冠肺炎疫情衝擊下，歐洲經濟正面臨史上最嚴峻挑戰。IMF 最新一期《世界經濟展望》預計，今年歐元區經濟將出現 10.2% 的衰退；其中，德國經濟今年將出現 7.8% 的衰退；受疫情衝擊更大的法國以及西班牙、義大利等南歐國家，今年的衰退程度可能將分別達 12.5% 至 12.8% 不等。若歐盟內部能夠就此復甦計畫達成一致，無疑將會為歐洲經濟擺脫危機、重回正軌帶來極大幫助。二則，在英國脫歐的衝擊之下，歐洲一體化也遭到一定程度的打擊。該計畫與財政預算相掛鉤的設計將賦予歐盟更大的財政實權，將是歐盟向更深層次融合的重要標誌。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。歐央行長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(PSPP)擴大 6,000 億歐元，將 PEPP 至少延長至 2021 年 6 月。歐洲央行表示，PSPP 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，未來對公共部門資產購買計畫(PSPP)投資組合的調整，都將避免受到適當貨幣政策立場的干擾。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。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。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甦，緩解企業和家庭受到的衝擊。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。

## 日相安倍因健康因素驟辭 日本經濟復甦雪上加霜

日本首相安倍晉三 28 日宣佈因健康原因辭職，令日本各界措手不及，東京股市兩大股指因此大跌。受新冠疫情影響，日本經濟正陷入深度衰退，曾以『安倍經濟學』引領日本走向復甦的首相突然辭職，給日本經濟再添變數。2012 年 12 月，安倍第二次出任日本首相，射出振興經濟『安倍三支箭』，即超寬鬆貨幣政策、積極的財政政策和一系列結構性改革舉措。在『安倍經濟學』引領下，日本經濟步入緩慢復甦軌道，帶動股市和房地產市場大幅回升。

根據日本內閣府經濟社會綜合研究所的相關認定，『安倍經濟學』開啟的經濟擴張週期已於 2018 年 10 月結束。這一輪經濟復甦週期長達 71 個月，是第二次世界大戰後第二長的經濟復甦期。但『安倍經濟學』下的超寬鬆貨幣政策並沒能幫助日本走出通貨緊縮、達到 2% 的通貨膨脹目標，也未能明顯促進日本實體經濟發展。對於日本媒體、經濟學家和普通國民來說，多年 1% 左右的經濟增幅很難提振信心，經濟復甦缺乏實感。

疫情發生以來，為緩解衝擊，安倍內閣推出了史上最大規模的經濟刺激計畫。隨著緊急狀態全面解除，經濟刺激計畫作用顯現，日本經濟初步觸底回升。不過，多數專家認為，由於內外需雙雙疲弱，日本經濟缺乏復甦動力，恢復進程將非常緩慢。最新資料顯示，今年第二季度日本經濟環比下降 7.8%，按年率計算下降 27.8%，為有可比資料以來最大降幅。資料顯示，日本的個人消費依舊持續低迷、工礦業生產恢復的勢頭微弱，出口距離全面恢復仍有相當距離。日本經濟第二季度創紀錄下滑，其中約六成來自個人消費的大幅減少。隨著就業和收入環境惡化，預計今後各種消費都將繼續受到抑制，汽車等耐用品的需求將被延遲，餐飲和娛樂等服務業仍將面臨嚴峻形勢。這些因素都將大大制約第三季度及之後的經濟恢

復，日本經濟實現 V 型復甦可能性幾乎不存在。嚴峻的經濟形勢下，日本臨陣換將無疑將給日本經濟帶來新的不確定性。一方面，下任領導人是否繼續安倍路線無從猜測；另一方面，強弩之末的『安倍經濟學』也給後任留下太多未解課題。疫情導致經濟衰退之外，人口負增長帶來的市場萎縮、勞動力不足、社會保障壓力等各種經濟社會問題也正深刻困擾並將長期拖累日本經濟。各種結構性經濟問題將給新任領導人帶來嚴峻考驗。

日本央行官員指出，日本國內經濟、物價與 7 月份日本經濟展望報告中的預測偏差不大，日本央行的貨幣政策框架正在發揮作用，就目前而言，寬鬆貨幣政策的益處超過了負面效果。對於經濟發展，日本經濟可能從今年下半年開始逐步好轉，但復甦步伐將較為緩慢，經濟恢復正常需要時間，如果新冠疫情影响大於預期，經濟惡化可能損及金融體系，進而進一步拖累經濟成長。

日本央行應對疫情的措施正在對市場產生影響，確保銀行端的運作是非常重要的，日本的金融機構擁有強大的緩衝能力，但問題是未來可能會發生什麼事情，如果日本央行進一步放寬貨幣政策，可以使用對抗新冠疫情的特別計畫、降低短期和長期利率，或者加大風險資產購買力度。同時強調，銀行向受衝擊企業發放的貸款不斷增加，部分可能出現問題，推高銀行的信貸成本，必須警惕長期低利率環境的弊端正在累積，可能會影響日本金融體系的穩定，如果企業積累存款而不是利用利潤來提高工資和資本支出，貨幣寬鬆的效果就會減弱。日本央行認為現在沒有必要改變 2% 的通脹目標。

根據日本政府經濟財政諮詢會議發佈的預測，剔除物價變化因素，今年 GDP 將下降 4.5%。同時，如果下半年新冠肺炎疫情繼續在世界蔓延，日本經濟將下降 5%。其中，消費將下降 4.5%，民間設備投資下降 4.9%，出口降幅將達到 17.6%。預計國內消費將從下半年開始回升，設備投資也將在明年反彈，預測明年日本 GDP 將增長 3.4%。但是，日本民間和國際組織對日本經濟的預測相對悲觀。經濟專家普遍預測今年經濟增長率將下滑 5.44%，日本央行最新發佈的經濟物價形勢展望也預測今年經濟下滑 4.5% 至 5.7%。此外，IMF 國際貨幣基金組織預測日本今年經濟下滑 5.8%，明年經濟增長 2.4% 左右。

日本政府日前修訂了今年經濟增長預測，從年初確定的增長 1.4% 下調為下降 4.5% 至 5%。該減幅將超過 2008 年國際金融危機時日本 -3.4% 的增長率，成為自 1955 年現有統計制度實行以來的最大跌幅。政府內閣會議每年 1 月份公佈對當年的經濟增長預測，7 月份再根據實際經濟狀況作出調整。今年 2 月份以來，由於新冠肺炎疫情擴散，日本企業生產和社會消費大幅受限，致使經濟下滑。因

此，日本政府原定 2020 年名義 GDP 達到 600 億日元的目標將推遲到 2023 年實現。

日本股市經歷了第一季的暴跌後，第二季隨著本國及全球多國陸續放寬抗疫封鎖措施，並開始重啟經濟；而各國政府已大力推出振興經濟的措施，金額更是史無前例，加上市場對經濟復甦期望高，刺激全球股市觸底反彈，日本股市亦受惠，日經 225 指數於第二季盤中高低震幅高達 5,500 點，日經 225 指數最終季線收漲 3,371 點漲幅 17.8%，東證指數則跌幅逾 18%，東證二部指數更跌超過 28%。

日本央行於 4 月份的議息會議後，宣布實施無限量購買國債計劃，且重申將繼續保持資產購買計劃，如果需要，將毫不猶豫地採取更多行動。而由於日本央行認為疫情對經濟的影響存在很高的不確定性，承諾將繼續積極購買 ETF、日本地產信託基金(REITs)、日本國債、美元基金操作等，為市場提供無限充足的日圓及外匯基金準備，有助維持市場信心。日本經濟復甦仍存隱憂，雖然日本自 6 月中起解除所有因疫情而採取的國內旅行限制措施，展開重啟經濟，允許室內外活動等，更鼓勵民眾外出觀光或參加音樂會等活動，盡力彌補沒有外來旅客消費引發的衰退。但日本旅遊業為日本經濟一大支柱，目前邊境管制遊客政策仍處停滯不前的狀況，將阻礙經濟復甦速度；加上目前日本企業重啟速度及營業額回升仍存隱憂；而自疫情開始時，日本經濟數據已持續走弱，雖然製造業、服務業及綜合 PMI 指數的下降速度有所放緩，但仍連續多個月處於萎縮區；工廠活動更連續超過 10 個月萎縮，產出和新訂單大幅下降，反映疫情一直圍繞，將嚴重衝擊需求，需密切關注日本經濟發展。

雖然全球多國經濟已重啟，但全球新冠肺炎確診數仍高居不下。日本自解除緊急狀態以來，新冠肺炎新增病例亦有增加，令市場對全球第二波疫情的風險憂慮有所升溫；日銀的短觀調查顯示大型製造商對前景仍然欠缺信心；另外，現時日本為已開發國家中的債務佔 GDP 比重最多且已接近 2.5 倍，而疫情出現已導致日本稅收收入下滑，及人口老化問題卻一直增加支出，讓債務佔 GDP 比持續惡化，值得市場關注；而日本 JCER 早前公佈了中期經濟預測，預計日本 GDP 或到 2024 年度才能恢復疫情爆發前的水平。日政府內閣亦於 5 月 27 日通過規模達 32 萬億日圓的補充預算方案，以提振受疫情嚴重影響的經濟表現及中小企；不過，於疫情下，日本宅經濟之一的電玩業卻持續出現營收增長，部分遊戲公司銷售更創紀錄，為日本經濟復甦之路帶來希望。

日本的第二季 GDP 成長大幅下滑，由於去年 10 月份上調消費稅阻礙消費，日本的經濟在新冠病毒疫情之前已經疲弱。然而，就第二季而言，預期日本的消

費下滑幅度將比美國及歐洲溫和得多。日本從未實施嚴格的封鎖措施，並且隨著政府在 5 月 25 日解除全國所有地區的緊急狀態，消費活動似乎已觸底反彈。「新生活方式」下的經濟復甦很可能在未來數月持續下去。透過第二輪追加預算實施的大規模財政刺激很可能支持經濟成長。未來幾季，日本經濟最重要的風險是出口下滑。由於全球經濟為長期的負產出缺口做好準備，日本的資本貨物出口可能惡化。主要經濟體的第二波新冠病毒疫情可能亦會損害出口。服務業的破產案例增加亦是一個擔憂。

市場方面，由於日本央行的殖利率曲線控制政策提供穩定的環境，儘管爆發疫情，日本的債券市場在近期數月維持穩定。此外，日本央行在 3 月份決定將其股票交易所交易基金的購買量增加一倍，此舉支撐股價。倘若 FED 在今年年底採取殖利率曲線控制政策，美國與日本之間穩定的利率差將可能會鼓勵資金從日本流向美國，這將產生日圓兌美元貶值的壓力。然而，在短期內，市場對美元的過度需求下降應會伴隨著全球資本市場的正常化，可能會創造成日圓升值的壓力。

日本經濟今年恐萎縮 5.8%。不過，隨著 5 月 25 日日本全面解除國內緊急狀態及政府大規模經濟刺激計畫的效果逐步顯現，日本經濟惡化速度放緩。東京商工調查所資料顯示，5 月起，日本破產企業數量明顯減少。大和綜研經濟調查部報告認為，日本經濟在急速下滑後，已在 4 月下旬至 5 月上旬觸底。日本央行的調查也顯示，日本大企業在展望第三季度時信心有所回升。日本央行官員認為，日本經濟已經見底，將開始恢復。日本經濟產業省 6 月 30 日公佈的製造業生產預測指數顯示，6 月份日本製造業生產預計環比上漲 5.7%，7 月份漲幅為 9.2%。

對於日本經濟未來走向，全球經濟恢復速度非常緩慢，日本經濟重回疫情前水準恐需相當長時間，預計 2020 年 4 月至 2021 年 3 月下半期經濟形勢仍將嚴峻。大和綜研經濟調查部的報告也認為，儘管隨著緊急狀態解除和經濟刺激政策作用顯現，日本經濟會短暫恢復，但消費低迷現象仍將持續，日本經濟接下來很可能進入極度緩慢的恢復階段。

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。

日本官方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。儘管市場猜測日

本經濟再次陷入衰退，但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，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。

日本總務省發佈統計數據，日本 7 月份的完全失業率達 2.9%，比 6 月上升了 0.1 個百分點。受新冠肺炎疫情影響，日本經濟正陷入衰退，就業遭受的打擊越來越大。7 月份的完全失業人員達到 196 萬人，比上個月增加了 2 萬人。沒有丟失工作，但被迫休假的人達到 220 萬人。被迫休假的人在 4 月份曾高達 597 萬人，但到 6 月份這一數字減少到了 236 萬人。此外，7 月份的有效招聘倍率為 1.88 倍，比上個月低 0.03 個百分點，連續 7 個月惡化。從就業地區來看，東京為 0.97 倍，這是自 2013 年 5 月以來，時隔 7 年 2 個月再次跌破 1 倍。沖繩的有效招聘倍率 0.74 倍，係全日本最低數字。另一方面，由於存在地域差異，各地經濟也開始出現不同程度的好轉跡象。



## 英國經濟復甦的核心議題首要是恢復消費者信心

日前，英國國家統計局發佈最新資料顯示，英國第二季度國內生產總值環比萎縮 20.4%，單季跌幅在七國集團中位居首位，英國經濟已陷入有史以來最嚴重衰退。經濟復甦成為英國全社會的當務之急。疫情和封鎖政策令英國各行各業都受到嚴重、深度的衝擊和影響，英國政府要想重新啟動經濟，並非一朝一夕就能立竿見影。

重啟經濟是各個產業環環相扣的過程，不是某個產業的單獨恢復或是各自為政。恢復消費者信心是經濟復甦的關鍵，經濟重啟的關鍵因素是重塑消費者信心，這不僅是英國、也是歐洲其他國家收復疫情經濟損失的最重要一步，而今年下半

年和明年是復甦的關鍵階段。重啟經濟有很多複雜因素，目前政府正在鼓勵各行各業復工復產。但是恢復消費者的購買需求，目前來看還是很難實現，而這恰恰是經濟重回發展軌道的根本。所有歐洲國家當前都應該制定能夠重拾消費者信心的舉措，在今年下半年和明年逐步恢復受疫情打擊的經濟。

英國政府應該採取針對重點行業的刺激和幫扶政策，以帶動經濟的復甦，這個過程要循序漸進，不能一蹴而就。目前英國政府所採取的大部分解封舉措，是以維護社會穩定為出發點的，目的在說明民眾擺脫封鎖政策的直接影響。之後，政府應該實施有針對性的刺激舉措以幫助經濟緩慢復甦。經濟復甦的過程不能操之過急，否則會帶來很多問題。

如果疫情在今秋重現，則英國經濟甚至全球經濟情況都會雪上加霜，一旦明(2021)年下半年疫苗研發進展順利，疫苗接種效果良好，則英國經濟有望出現明顯回暖，全球經濟發展預期更大程度上與疫情反復與否的情況密切相關。假如今秋英國出現第二波疫情，今年下半年的經濟情況將會雪上加霜，對經濟復甦將產生極大的負面影響。假如疫苗研發進展順利，人們對於接種疫苗充滿信心，那麼到明年下半年的時候，英國經濟會呈現比較顯著的復甦跡象。

英國下半年的經濟表現似乎很可能比歐元區稍微疲弱，英國沒有嚴格地執行及遵守封城措施，而且英國公共衛生系統比歐洲國家更加疲弱，導致死亡率較高，而其經濟衰退嚴重程度卻如同採取更加嚴格的封鎖措施的國家。另一憂慮是英國脫歐在即。英國政府已經取消延長脫歐過渡期，堅持在年底達成貿易協議或硬脫歐。雖然看到脫歐談判釋放有利信息，但預期談判將就不同產業達成多項迷你協議而非一項全面協議，這意味著貿易摩擦擴大及生產力成長走弱。

重重挑戰可能阻礙英國商業活動恢復，其經濟再度衰退的風險高於其他主要經濟體。隨著英國逐步解封，預期英國經濟活動將反彈，但經濟活動恐受到第二輪疫情爆發的威脅及英國脫歐所引發支出壓力的雙重限制。除非英國脫歐形勢更加清晰，以及疫情及脫歐過後政策得以確定，相關不確定因素會一直壓抑英國大多數家庭對耐用消費品的重大支出、企業新增重大資本支出及大規模新增外國直接投資計劃，阻礙其恢復。然而，英國雖然面臨不利因素，但相信下半年至 2021 上半年的確可能存在消費者支出優於預期的上行風險。

英國封鎖導致的低迷經濟成長，加上硬脫歐，英國經濟或將在短期內出現利率低、英鎊弱及風險資產價格波動的壓力。但隨著時間的推移，相信便宜的評價及政策，會提振英鎊及英國的風險資產價格。英國與歐盟在漁業、公平競爭環境等問題上的訴求仍存分歧。雙方對於談判的態度也十分強硬，談判前景並不樂觀，無協定脫歐的風險正在加大。對英歐雙方而言，如果未能在過渡期內達成協議，

將重新回到在世界貿易組織框架下開展貿易，這無疑是一個雙輸局面。英國央行將公佈利率決議、會議紀要並發佈貨幣政策報告和金融穩定報告。與此同時，英國正努力擺脫疫情封鎖，且和歐盟進行關鍵的脫歐談判。儘管市場並不預期英國央行會調整利率或部署任何進一步的財政刺激措施，但英國出現爆發第二波疫情的跡象，而當英國政府 10 月份結束休假時，可能導致大量失業。這些情況可能打擊英國經濟 V 形復甦的樂觀預測。

英國央行在 6 月份宣佈進一步擴大其債券購買計畫 1000 億英鎊，使英國央行資產購買工具(APF)的總價值上升至 7,450 億英鎊。自疫情開始爆發以來，英國將 0.75% 的利率下調了兩次，隨後穩定在 0.1% 的水準。市場預計，英國央行本周維持現有的寬鬆貨幣政策立場，但貨幣政策委員會可能改變對英國經濟的季度預測。市場預計英國央行將上調 2020 年 GDP 預測，但同時將下調 2021 年 GDP 預測，因為英國要面臨第二波疫情爆發的風險，經濟將遭到破壞，這也表明此前的經濟預測太過樂觀。從長遠來看，英國經濟復甦將是曠日持久的過程，並且水準要低於其他經濟體，因為脫歐的影響也給經濟復甦蒙上了陰影。

英國央行對 2020 年下半年和 2021 財年經濟和通脹預期可能會有所調整，但是幾乎所有預測都存在高度不確定性。對於本周的英國央行利率決議和對英鎊的影響，不少投資銀行也發表了觀點，多數都認為英國央行選擇維穩，英鎊受到的影響不大，但可能因經濟復甦難度和脫歐風險面臨阻力。英國央行在 8 月第一次政策會議上將繼續按兵不動，其所更新的經濟展望報告或將進一步強調經濟面臨的下行風險，但是對於負利率政策這個市場矚目的關鍵點，卻可能繼續語焉不詳，這可能會令部分投資者感到失望。也就是說英國央行仍將對負利率持保留態度。除了已經暗示的削減購債規模之外，預計英銀決議將無其他政策改變，英國央行將溫和此前預測的經濟 V 字反彈預期，可以關注委員會對負利率工具的更新評估。該行預計英國央行 11 月將下調利率走廊下限至負值水準、降息至零、TFS 低於利率水準，並授權增加購買 1000 億英鎊的債券。然而眼下，英國經濟在疫情肆虐下的基本面卻並不支持英鎊匯價的長期上行，英國央行的負利率政策預期還始終時隱時現，並且英歐過渡期談判還可能隨時出現節外生枝的狀況，這都對英鎊匯價意味著持續的潛在利空。

目前市場普遍預估，在疫情和脫歐的雙料衝擊之下，英國央行可能在 2021 年初正式啟動負利率，但這一政策措施面臨的爭議仍可能令英銀三思而後行。因此，後市英鎊匯價的走勢更多仍會受到美元指數漲落的間接帶動，同時投資者也仍會關注進入衝刺階段的英歐過渡期談判之進一步進展。考慮到經濟復甦和脫歐談判的風險，短期英鎊上行恐受阻，投資者需對此保持警惕。



新冠肺炎疫情拖累英國今年經濟增長率，全球經濟增幅將繼續放緩，當疫情得到控制之後經濟還可能收縮。此外，還有受到極大影響的全球供應鏈，工廠關張，航班取消，旅遊景點閉館，以及一些重要活動取消。上述種種都讓亞洲和歐洲現在所有重要城市幾乎處在關閉的狀態中，跨國公司們發出警告稱疫情會嚴重影響公司利潤率。雇員們都家工作，避免旅行。為了與目前的形勢進行抗爭，必須為短期的，但卻可能是來勢洶洶的經濟衰退做好準備。全球經濟依然會實現有力反彈，當經濟重建和適應新形勢之後，全球增長率會重現活力。這一切在央行和政府積極促進經濟發展之後會體現的更為明顯。



## 中國下半年貨政在穩增長與防風險中權衡

今年下半年中國政府工作報告確定貨幣政策基調為『穩健的貨幣政策要更加靈活適度』，另增加了一個新任務，即紓困、穩定預期和經濟恢復：『綜合運用降准降息、再貸款等手段，引導廣義貨幣供應量和社會融資規模增速明顯高於去年』。兩個任務繼續保留：一是『保持人民幣匯率在合理均衡水準上基本穩定』；二是堅持金融供給側改革：『創新直達實體經濟的貨幣政策工具，務必推動企業便利獲得貸款，推動利率持續下行』。

上半年，貨幣政策基本圍繞這些目標進行，保障了經濟增速回升轉正、通貨膨脹總體回落。下半年，以貨幣供給量、市場利率為軸心，貨幣政策將從相對寬鬆逐步向正常化回歸。但是，中國『六保』任務依然嚴峻，海外疫情惡化加大輸入風險，中國南方部分地區夏季洪澇災害嚴重，延期還貸隱藏的金融領域壞賬將逐漸暴露，因此，貨幣政策在正常化的同時也需保持社會融資規模適度增長，即所謂『窄貨幣，寬信用』。



新冠肺炎疫情暴發以來，M2 增長率先升後降。從 2 月的 8.8% 提高到 3 月的 10.1%，4 月、5 月和 6 月的 11.1%。中央政府工作報告提出『廣義貨幣供應量和社會融資規模增速明顯高於去年』，2019 年 M2 增長率 8.7%。今年二季度經濟增長率由一季度的 -4.8% 回升到 3.2%，7 月工業增加值增長 4.8%，回到 2019 年 10 月的水準，M2 餘額 212.55 萬億元，同比增長 10.7%，增速比 6 月底低 0.4 個百分點，比上年同期高 2.6 個百分點。人民幣貸款餘額 165.2 萬億元，同比增長 13.2%，增速與上月末持平，比上年同期高 0.2 個百分點。如果採用市場預期的全年經濟增長率 2.1% 以及全年通膨率 2.5%，全年宏觀杠杆率 (M2/GDP) 將會提高 5 個百分點以上，加大金融風險。市場利率穩步下降。政府工作報告要求『金融機構與貸款企業共生共榮，鼓勵銀行合理讓利』。疫情暴發以來，人民銀行不斷下降貸款市場報價利率 (LPR)，1 年期利率從 1 月的 4.14%、4 月 3.85% 後保持穩定。6 月 24 日的國務院常務會議要求引導貸款利率和債券利率下行等政策，推動金融系統全年向各類企業合理讓利 1.5 萬億元，因此市場利率會穩步下降。

直達實體經濟的貨幣政策工具將穩步退出。為了應對疫情，積極運用 3000 億元專項優惠再貸款、1.5 萬億元普惠性再貸款再貼現、6,000 億元新增政策性銀行貸款額度，優先支持疫情防控重點醫用物品和生活物資生產企業、受疫情影響較大的中小微企業和服務業企業等。直達貨幣政策工具紓困和維護市場主體的目的性強，但具有一定的行政性，因此不能長期使用，預計會逐步退出。根據中國融資條件、融資可得性，以及宏觀金融綜合鬆緊程度而創建的一財中國金融條件指數，8 月 14 日指數為 -1.09，大大低於去年同期 -0.70 的水準，顯示央行貨幣政策總體非常寬鬆。未來，隨著國內抗疫措施的改進、複產復工的恢復、多邊匯率的走低，貨幣政策還會進一步走向正常化。

寬信用持續進行，社融穩定增長。疫情暴發以來，社會融資規模增長較快，1 到 7 月社會融資規模存量同比增速分別是 10.7%、10.7%、11.5%、12%、12.5%、12.8%、12.9%。而 2019 年社會融資規模增速是 14.1%。7 月底社會融資規模存量為 273.33 兆元。考慮到去年社會融資規模和今年複雜艱巨的經濟任務，社會融資規模還會持續增長。

由於今年沒有明確的經濟增長任務，下半年貨幣政策的主要任務是研判物價走勢，防止通貨膨脹反彈，其次是『加強金融等領域重大風險防控，堅決守住不發生系統性風險底線』。下半年，受疫情和洪澇災害等影響，商業銀行資產品質下降。下半年央行工作重點為『保持金融總量適度、合理增長，著力穩企業保就業，防範和化解重大金融風險，加快深化金融改革開放，促進經濟金融健康發展』。因此，貨幣政策會在年初目標基礎上增加相關內容。

下半年，中國國內復工復產率進一步提高。7 月，工業增加值增長 4.8%，增速與上月持平，接下來還將逐步加速，但經濟增速的回升受制於群眾心理和國內外疫情防控。一方面國外經濟重啟和疫情防控相互掣肘，消費復甦較慢。另外一方面從國內經濟看，中國改進了處理第二波疫情方法，供需恢復進一步鞏固，深化改革開放，改善營商環境、註冊制改革、海南自貿港和雙迴圈包括晶片等高科技產業免稅、擴大免稅店等政策等，為經濟長期發展進一步打下基礎，這也有利於資本市場，股市反彈出現結構性牛市，房市交投活躍。

今年 1~7 月，CPI 同比上漲 3.7%，雖然最近 2 個月 CPI 反彈較大。其中，7 月 CPI 同比上漲 2.7%，當月 CPI 較上月反彈 0.2 個百分點，反彈全部源於食品價格上漲 13.2%，剔除食品和能源的核心 CPI 僅上漲 0.5%。從 PPI 和核心 CPI 看，當前物價水準接近通縮水平。目前，G20 的通膨水準總體回落，從 2019 年的 2.7% 下降到目前的 1.7%，顯示全球確實進入低增長、低通膨、低利率的階段，也為中國調控物價創造了較好的外部環境。

從 CPI 指數來看，本輪通膨高點 2 月已過，在季節性因素和抗疫成功後一路下降，目前在 110.4，大約是 2019 年 8~9 月的物價水準，未來月度同比 CPI 可能降為 1 以內甚至為 0，全年通膨一定會控制在 2.5%~3% 的範圍。洪澇災害對秋天糧食生產的影響可控，食品類價格不會大幅度漲價。雖然福建、海南、廣東、廣西多地和湖南、江西、雲南南部遭受旱災影響，但與近 5 年同期均值相比，今年以來全國旱災明顯偏輕，農作物受災面積和直接經濟損失分別下降 66% 和 70%。當前，正是秋天糧食生長發育關鍵階段，安徽和江西當地安排南方晚稻搶種補種，加上農機農技農藝進步，預計不會對秋天糧食收成造成大的影響。

下半年，預計美元指數還將維持弱勢。美元指數近期走勢疲弱，引人關注。美元指數年初開在 96.496，橫盤之後先升後跌，8 月 15 日收於 93.0984。走勢劃分為以下三個階段：1~2 月窄幅波動，3 月在危機模式下大漲，4 月後在多重利空下一路下跌。自 3 月 20 日美元指數達到 103 的年內高點至今，美元指數的區間跌幅高達 11%。美元指數走軟緣於美國疫情失控、利差減少、避險情緒緩和。目前，美國確診人數突破 500 萬人，占全球四分之一，日增 5 萬人以上，顯示美國經濟復蘇的困難性和緩慢性。同期，美國十年期國債與歐日國債利差分別下降 101 和 137 個基點，中美利差更是達到 260 個基點。在弱美元的背景下，新興市場風險溢價下降，利率低位徘徊。

世界各國疫情尚未得到控制，而中國率先控制了疫情，經濟最早恢復，為世界提供正常經貿服務。抗疫取得階段成果後，中國成為跨國企業避難所和抗疫物資世界工廠和複甦發動機。7 月份，中國貨物貿易進出口 1.69 萬億元，增長 10.4%，進口 1.24 萬億元，增長 1.6%。貿易順差 4422.3 億元，增加 45.9%。這延續了 6 月份進出口增速雙雙“轉正”的良好態勢，預計未來還會延續這一勢頭。另一方面，隨著全球主要經濟體逐漸重啟經濟活動，以及中國出臺穩外貿系列措施落地，進出口形勢將會繼續有所回暖。7 月進口同比微升，主要受到國內對石油、金融等投入品和農產品的需求回升驅動。7 月新出口訂單指數和進口指數分別為 48.4 和 49.1，高於上月 5.8 和 2.1 個百分點。

2019 年銀行業新形成 2.7 萬億元不良貸款，2020 年上半年廣義貨幣與社會融資規模增速高出名義 GDP 增速 10 多個百分點。疫情暴發以來，由於中國以間接融資為主，銀行業成為紓困的主要戰場。銀行提供低息的貸款、降低費用、貸款展期以及向小企業發放更多無擔保貸款，以支援經濟，全國中小企業的貸款減免措施延長九個月至 2021 年 3 月。又因金融財務報表反映存在時滯，目前的資產分類尚未準確反映真實風險，銀行即期帳面利潤具有較大虛增成分，這種情況不會持久，而且疫情改變許多行業的生態和商業模式，銀行資產品質加倍劣變不可避免。不良資產將陸續暴露。

下半年，隨著疫情防控的改進和全球重啟經濟的進展，中國經濟將進一步鞏固和修復，因此貨幣政策相應也將逐漸回歸正常化，尤其是貨幣投放規模可以逐步放緩。目前供給對經濟增長的約束已經弱化，增長主要受到需求約束。但需求和信心恢復尚需時間，尤其是服務業以及外需。因此，靈活貨幣政策不能輕言退出，相反，通膨的回落給降息打開一定空間。貨幣政策還面臨兩大不確定性，一是疫情對海外生產和需求的影響，目前全球確診人數突破 2000 萬人，美國、南美洲和印度疫情呈現加速跡象，美國即將帶病進入秋季，疫情發展及其影響還需

要觀察。從疫情和特效藥研製來看，更是存在高度不確定。二是美國大選前不排除川普加碼貿易保護主義和脫鉤舉措，是貨幣政策需要關注的風險。此外，貨幣政策也應開始注意跨境資金大量流入的風險及其影響。

## 天候條件持續乾旱 農產品期貨價格走揚

CBOT 三大農產品期貨 8 月 27 日全面上漲，因天氣不利以及出口銷售的激勵。12 月玉米期貨收盤上漲 1.2% 成為每英斗 3.5850 美元，12 月小麥上漲 2% 成為每英斗 5.5075 美元，11 月黃豆上漲 1.9% 成為每英斗 9.42 美元。美國農業部公告，出口商報告對中國大陸銷售 74.7 萬噸的玉米。ICE Futures U.S. 12 月棉花期貨 8 月 27 日下跌 0.3% 成為每磅 65.37 美分，10 月粗糖期貨上漲 1.5% 成為每磅 12.77 美分。

美國墨西哥灣遭遇四級颶風勞拉來襲，首當其衝之一的路易斯安那州北部農民正加緊採收玉米，希望減少颶風來襲時的損失。該區的玉米大約已經收成了一半，截至目前的單產表現良好，約每英畝 185 英斗，但還談不上豐收的程度。颶風勞拉預估將在路州與德州交界登陸，登陸之後預估將降為熱帶風暴。未來幾個月美國玉米價格預期將表現低迷，因來自國外乙醇生產商的玉米進口需求疲弱，主要因為疫情衝擊石油需求連帶拖累乙醇需求下滑的影響；此外，同樣因為疫情的影響，美國國內乙醇與飼料的需求也基本受限。

Pro Farmer 雜誌對中西部農田進行年度作物實地考察後表示，今年美國玉米和黃豆產量可能低於美國農業部的預期，但同樣都將創下歷史新高水平。Pro Farmer 預估今年美國玉米平均單產為 177.5 英斗/英畝，產量預估為 148.20 億英斗，分別低於美國農業部 8 月月報預測的 181.8 英斗/英畝和 152.78 億英斗。Pro Farmer 預估今年美國黃豆產量為 43.62 億英斗，平均單產為 52.5 英斗/英畝，也低於美國農業部預測的 44.25 億英斗和 53.3 英斗/英畝。

美國天候乾熱影響黃豆生長，黃豆期貨價格連五日上漲，收在近 7 個半月新高，玉米期貨跟漲，但小麥期貨收低。CBOT 的 11 月黃豆期貨收盤上漲 0.90%、至每英斗 9.5050 美元。8 月是黃豆生長的關鍵月份，本月份極為乾熱，支撐黃豆市場價格，本週黃豆價格大漲 5.2%、創 2019 年 5 月以來的最大單週漲幅。

美國愛荷華州乾旱情況創七年之最，美國乾旱監測中心數據顯示，愛荷華州 96% 土地陷入某種程度的乾旱，61% 土地呈現溫和干預到極度乾旱。8 月降雨不足又長期高溫，許多地方的黃豆產量將減。外界原本預測今年收成會破紀錄，如今年度產量或許會與過往平均值差不多。12 月玉米期貨上漲 0.21%、至每英斗 3.5925 美元。本週以來玉米大漲 5.7%，為連續第三週收高。

USDA 公布私人出口商售出 324,032 噸的玉米、至不知名地點。European Commission 調降 2020/21 年的歐盟玉米展望，估計產量將減 3.2%至 27.64 億英斗。12 月小麥下跌 0.36%、至每英斗 5.4875 美元。德國是歐洲第二大的小麥生產國，該國小麥種植面積減少，德國農業部調整 2020 年小麥展望，估計產量將減 5.1%至 8.04 億英斗。歐盟執委會下砍 2020/21 年的歐盟小麥生產展望，估計產量將減 2.7%至 41.70 億英斗。

## 颶風來襲未有災情 油價仍持續緩升

8 月 28 日全球石油期貨價格小幅下跌，但全週仍收高，原因是 4 級颶風 Laura 登陸美國南部墨西哥灣沿岸，並未對煉油廠造成重大損壞。NYMEX10 月西德州 WTI 期貨 8 月 28 日收盤下跌 0.07 美元或 0.2%成為每桶 42.97 美元。Dow Jones Market Data 市場數據顯示，WTI 期貨近月合約價格上週累計上升 1.5%，連續第 4 週走揚。ICE Futures Europe10 月布蘭特原油期貨下跌 0.04 美元或 0.09%成為每桶 45.05 美元。該合約即將於 8 月 31 日到期，過去一週累計上漲 1.6%。

The Price Futures Group 出具報告指出，4 級颶風 Laura 登陸美國南部墨西哥灣沿岸沒有傳出煉油廠嚴重受損或遭遇大規模洪水的消息，煉油業應能從颶風衝擊中迅速恢復過來。雖然煉油廠可能會關閉數週，但它們將趁此時進行維修，而油價的季節性疲軟消退後，預計將恢復長期上漲趨勢。S&P Global Platts 的報告指出，在 Laura 颶風侵襲前關閉的 5 座德州煉油廠，可望盡快恢復運作，但位於路易斯安那州西南部 Lake Charles 附近的兩座大型煉油廠，因停電和受災狀況較嚴重，可能需要更長時間才能回歸正常。

美國 The Bureau of Safety and Environmental Enforcement 8 月 28 日的數據估計，美國墨西哥灣產油區內 84.3%的石油生產設施仍關閉，天然氣生產設施則有 60.1%停產，均與前一日持平。另外，Baker Hughes Inc.油田服務公司最新數據顯示，截至 8 月 28 日，美國石油探勘井數量較前週減少 3 座至 180 座，逆轉前一週的增加趨勢。

其他能源期貨商品方面，9 月汽油期貨上漲 2.4%至每加侖 1.3155 美元；9 月燃料油期貨上漲近 0.5%至每加侖 1.2162 美元；接替成為近月合約的 10 月天然氣期貨下跌 2%至每百萬英熱單位 2.657 美元。

截至 8 月 21 日當週，美國煉油廠日均原油加工量較前週增加 22.5 萬桶至 1,470 萬桶。煉油廠產能利用率較前週的 80.9%增至 82.0%，過去 4 週的平均值為 80.9%。汽油日均產量較前週的 940 萬桶增加至 950 萬桶，蒸餾油日均產量

較前週的 470 萬桶增加至 510 萬桶。原油日均進口量較前週增加 18.5 萬桶至 590 萬桶，過去 4 週的原油日均進口量為 580 萬桶，較去年同期減少 16.9%。汽油日均進口量較前週的 55.7 萬桶減少至 53.9 萬桶，蒸餾油日均進口量較前週的 4.8 萬桶增加至 12.9 萬桶。

作為需求的指標，美國過去 4 週日均油品供應量為 1,850 萬桶，較去年同期減少 14.6%。其中，汽油日均供應量年減 9.8%至 880 萬桶，蒸餾油日均供應量年減 5.0%至 370 萬桶，航空煤油日均供應量年減 45.7%至 103 萬桶。8 月 21 日當週汽油日均需求由前週的 863 萬桶增加至 916 萬桶，去年同期為 990 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 8 月 21 日當週，美國原油日均產量較前週增加 10 萬桶至 1,080 萬桶，較去年同期減少 170 萬桶，較 3 月中創新高的 1,310 萬桶則減少了 230 萬桶。8 月 21 日當週美國原油日均出口量較前週的 213.7 萬桶增加至 336.3 萬桶，則是創下 4 個月來新高，相比去年最後一週為創歷史新高的 446 萬桶/日。



## 避險需求仍存在 金價突破 2000 美元

Fed 主席包威爾宣布會容忍較高的通脹、進一步推升就業率，帶動黃金期貨 8 月 28 日跳高，日圓跳升衝擊美元指數走貶、也令金價獲得支撐 COMEX 12 月黃金期貨 8 月 28 日終場跳漲 42.3 美元或 2.2%、收每盎司 1,974.90 美元，過去一週上漲 1.4%。

FED 理事主席包威爾甫於傑克森洞(Jackson Hole)虛擬全球央行年會宣布，Fed 決定採取全新的貨幣政策，將平均通脹年率的目標(average annual

inflation target)訂在 2%。這暗示，即便通膨突破 2%預設目標，Fed 仍會將聯邦基金利率保持在接近零的位置，以彌補通膨低於目標的時間。Fed 願意接受更高的通膨，暗示本波復甦及接近零的利率都會延續得更久。

日本首相安倍晉三因舊疾潰瘍性大腸炎復發，宣布辭去首相職務，帶動日股翻黑下挫、日圓跳漲。美元指數在 Fed 將持續保持低利率、日圓走升的帶動下貶值。投資人依舊視黃金為避險天堂，除了全球經濟隱憂、疫情干擾外，安倍辭職、即將到來的美國總統大選，也都是投資人選擇避險的原因。這增加了資產配置需求，預期黃金 2,000 美元、白銀 30 美元的年代即將來臨。

各國政府盡全力減輕疫情的經濟衝擊，隨之而來的是更多的財政赤字以及實質負利率；即使未來疫苗出現，政府依然需要財政措施來重建經濟，這也就造就了黃金的多頭市場。根據美國銀行的報告，8 月一周曾有 39 億美元的資金流向金市，創下史上次高；作為比較，流向股市、匯市與債市的資金分別為 19 億美元、56 億美元與 172 億美元。金價將持續朝每盎司 2,000 美元價位挺進，而即使金價創新高的過程當中可能伴隨一些獲利賣壓，但沒有跡象顯示金價現階段會遭遇大幅拉回。只要美元繼續弱勢，則金價攀上 2,000 美元價位只是時間的問題。Citibank 最新報告預估，金價在未來三個月可望上漲至每盎司 2,100 美元價位，未來 6-12 個月則上看每盎司 2,300 美元，稱黃金 ETF 的積極買盤、美元走弱，以及實質負利率等，都是推升金價的主要因素。

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 11 月將舉行的美國總統大選，也都會增加市場的不確定因素。

2020 年 6 月起，在全球經貿摩擦不斷加劇、美國 FED 寬鬆貨政、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 投資者傾向於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)