

美國宏觀經濟數字疲弱 經濟復甦動能連三月降

美國剛公告 9 月非農就業資料，9 月新增非農就業 66.1 萬人，遠低於預期，且就業改善速度連續 3 個月放緩。結合非農資料與其他經濟宏觀資料可以發現，支持美國 GDP 增長的三大主要動力—民眾消費、政府支出與淨出口均在消失，經濟復甦趨於停滯期。美國最新就業資料均顯示當前國內情況並不樂觀，失業水準仍然高居不下。9 月非農資料顯示，新增就業人數 66.1 萬人，遜於 8 月的新增 137 萬人，就業改善速度連續 3 個月放緩。失業率報 7.9%，前值為 8.4%。

截至 9 月 26 日當周，又有新增超過 83 萬人首次申請失業補助金。可見美國就業改善速度自 7 月以來就趨於停滯，速度越來越慢。過去一周內，美國幾家主要雇主的裁員消息不絕於耳，都預告下階段宏觀就業形勢依然嚴峻。其中包括航空公司、主題公園等各個產業。日前迪士尼宣佈將解雇 28,000 個主題公園工作人員，這些人此前被停薪留職。航空業此前在聯邦政府尋求的幫助無法落地，美國航空和美國聯合航空宣佈將繼續裁減超過 32,000 個工作機會；保險公司 Allstate 宣佈計畫裁員 3,800 人。就業的改善直接關係到經濟的消費需求，是推動經濟復甦的核心動力。因此，就業的低迷直接影響到美國的居民消費，將對經濟復甦形成巨大阻礙。

民間消費占美國 GDP 約 70% 的比重，是美國經濟增長的最重要支撐。資料顯示美國的民間消費增長正在失去動能，就業惡化、收入低迷的影響已經顯現。8 月美國實際個人消費支出環比增長僅 0.7%，相比於 7 月的 1.9%、6 月的 6.2% 的增幅大幅減弱，與去年同期相比仍下滑 3.2%。美國商務部公佈，8 月份家庭支出較上月增長 1%，增幅低於夏季初的水準。8 月美國刨除政府救濟外的實際個人收入同比下滑 2.3%，雖然相比於 5 月有所好轉，但依然處於歷史低位水準。失業群體自 7 月末聯邦額外失業金到期以來，收到補助非常有限，收入大不如前，這是導致居民收入下滑的主要原因。另外，夏季的大部分支出可能反映了因新冠肺炎積壓的需求，即許多家庭在春季由於經濟封鎖而延遲了消費行為。解決這些積壓的需求是一次性的，接下來的消費支出增幅大概率無法保持在夏季的水準，將繼續走弱。

依靠信貸支持消費增長的手段也難以持續。繼美國信用卡公司 Capital One 在 8 月已著手削減大批用戶信用卡額度後，其他銀行也開始步其後塵。FED 調查顯示銀行紛紛開始收緊銀根，對貸款要求顯著提高，尤其是面向消費貸款。截至 9 月 27 日大通銀行高頻資料顯示，當周用戶信用卡消費下滑了 5.7%，幅度大於前周 0.9% 的下滑。該資料近來的改善速度同樣呈顯著放緩趨勢。

在 2009 年金融海嘯危機期間，政府支出在拉動經濟上起到了舉足輕重的作用。除民間消費之外，美國川普政府新一輪救助遙遙無期。針對新一輪經濟刺激方案的僵持已歷經數月，民共兩黨目前仍然存在巨大分歧，政府計畫很可能因此流產。與此同時，針對失業群體和中小企業的補助都已過期約兩個月，已經對經濟形成了難以彌補的傷害。淨出口所要面臨的處境更為困難。新冠肺炎疫情之後，全球經濟反彈仍然十分脆弱，出口為美國經濟復甦提供的動力也在逐步減弱。

Yardeni Research 宏觀經濟調研公司預測 FED 將公開表示 2%至 4%的通膨率是一個合理區間，藉以此抵消美國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。

信用評級機構惠譽國際(Fitch)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。

如果新冠疫情好轉，復工生產加快，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，雖然從近期高頻經濟資料來看，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肺炎疫苗上。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。

根據美國製造業和服務業 PMI 指數，預估疫情對美國經濟影響最大的階段大概率已經過去，雖然第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(2021)年一季度經濟有望在低基數效應下由負轉正，第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，這會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。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 745 萬餘例，死亡病例超過 21 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。

美國製造業 9 月份擴張速度低於預期，因新訂單指標從 16 年高位回落且生產指標疲軟。供應管理學會發佈的資料顯示，製造業指數報 55.4，低於 8 月份的 56，更低於接受彭博調查的經濟學家預期中值 56.5，該資料高於 50 代表擴張。儘管比預期疲軟，但製造業指數仍處於 2018 年以來的第三高水準。Covid-19 大流行和由此引發的企業關閉打擊了工廠生產，但隨著經濟更廣泛重啟，製造業已迅速復甦。不過，隨著需求釋放趨於緩和，生產商的增長步伐也隨之放緩。

美國國內新訂單指標下降 7.4 點至 60.2，為 4 月以來首次下跌。訂單可能會穩定在更可持續的速度，因為客戶庫存指標顯示出十多年來最快的收縮。ISM 的生產指標下降 2.3 點，至 61。工廠庫存指標升至 47.1，表明庫存下降速度放慢。同時，客戶庫存指標降至 37.9，表明下降速度加快，可能會在未來幾個月轉化為進一步的生產指標增長。製造業就業指標升至 49.6，接近穩定水準，但仍標誌著連續第 14 個月收縮。勞工部週五發佈月度就業報告，預計將顯示 9 月製造業就業人數增加 35,000。ISM 出口指標上升 1 點至 54.3，說明海外需求的逐步回升。



歐元區家戶儲蓄率激增 將為經濟復甦增添動能

歐元區 9 月份消費者信心指數創近 6 個月以來最高點，超出絕大多數經濟學家預期。歐央行資料顯示，歐元區家庭儲蓄率從去年年底占可支配收入的 12.5

%上升至今年第一季度的 16.8%，這是自 1999 年有記錄以來最高水準。估計該數值在今年二季度還將急速走高至接近 30%。目前，歐元區銀行家庭存款已創紀錄地增加了 1900 億歐元，為去年同期兩倍。疫情以來歐洲居民因無法正常消費導致儲蓄規模大幅增加。如今消費者現金充足又有十分強烈的消費意願，致使消費者信心指數應聲走高，這對正在復甦的歐洲經濟而言是一個利好消息。但人們對第二波疫情可能導致再次封鎖的擔憂，讓消費市場和復甦前景充滿不確定性。



儘管歐元區政府為挽救工作和企業提供了大量補貼，但歐元區 8 月份的失業率仍居高不下，8 月份失業人數為 25.1 萬人，失業率從 8% 上升至 8.1%。IHS Markit 的調查顯示，歐元區 9 月製造業 PMI 指數從 8 月的 51.7 升至 53.7。其中，這一數據的提升主要歸功於德國出口額的強勁增長，而這一增長主要得益於中國對機床和其他投資產品的需求回升。德國憑藉相對強勁的復甦在歐洲國家中脫穎而出，也對波蘭、捷克等與歐洲其他與製造業強國密切相關的經濟體產生了積極的連鎖反應。

但 EBRD 歐洲復興開發銀行仍下調東歐、北非以及中亞、西亞的 36 個國家今年和明年的經濟增長預期，主要原因是這些地區遏制新冠病毒的時間比預期的要長。考慮到新冠疫情在整個歐洲幾乎都呈全面反彈趨勢。經濟學家們預估現在一些企業開始為緩慢的經濟復甦做準備，停薪留職的方案愈發嚴苛；隨著病毒新一輪爆發繼續抑制需求，裁員的比率將在未來幾個月內上升。服務業復甦的跡象更為微弱。

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。

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。

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 APP 資產購買計畫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 PSPP 公共部門資產購買計畫投資組合的調整，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。

歐委會發佈促進歐盟資本市場聯盟的新行動計畫，通過發展歐盟資本市場、確保市場融資管道，推動歐洲從新冠疫情經濟危機中復甦。新行動計畫有三項主要目標，一是說明歐洲企業特別是中小型企業更便捷地獲得融資，確保歐盟實現綠色、數字、包容和具有韌性的經濟復甦；二是使歐盟境內個人長期儲蓄和投資更加安全；三是將成員國資本市場整合成為歐盟範圍內真正的單一資本市場。新行動計畫提出了 16 項針對性措施，包括為投資者創建企業資料單一門戶、支援

保險公司和銀行對歐盟企業進行投資、加強歐盟跨境投資保護、加強歐洲養老金充足率監測、推動清算規則趨同、推動監管規則融合等。16 項措施以 2015 年資本市場聯盟行動計畫和 2017 年中期審查報告為基礎，並聽取了歐洲議會和歐盟理事會有關建議。

宏觀經濟數字仍低迷 日本經濟復甦難上難

日本總務省公佈的調查結果顯示，8 月日本失業率繼續上升，經季節調整後的完全失業率環比上升 0.1 個百分點至 3.0%。與去年同期相比，8 月完全失業人數增加 49 萬至 206 萬。小時工、合同工等非正式從業人員就業形勢依然嚴峻，8 月非正式就業人數同比減少 120 萬。日本厚生勞動省發佈的調查報告說，8 月日本有效求人倍率降至 1.04 倍，為 6 年多以來最低水準。有效求人倍率指勞動力市場需求人數與求職人數之比，該數值持續下降意味著招聘人數減少、求職人數增加。

今年以來，受疫情影響，日本就業環境不斷惡化，失業人數持續增加，有效求人倍率快速下降。與失業人數劇增的美國等國家相比，日本失業率看起來變動不顯著，這一方面是由於日本勞動力市場長期供不應求，另一方面與日本企業大量使用非正式員工等因素相關。疫情期間，日本企業大多採取停聘非正式員工或讓員工休業的方式規避裁員。

日本國稅廳公佈的統計報告顯示，2019 年日本民營企業人均年收入為 436 萬日元(約合人民幣 28 萬元)，與前一年相比減少 1%，7 年來首次出現下降。2019 年日本民營企業正式員工和臨時工總人數約為 5255 萬人，工資支出總額約為 229 萬億日元。從性別來看，男性平均年收入為 540 萬日元，減少 1%，女性平均年收為 296 萬日元，增加 0.8%，為歷年最高。從雇傭類型來看，除企業高管以外的正式員工平均年收入為 503 萬日元，幾乎沒有變化，非正式員工平均年收入為 175 萬日元，減少了 2.5%。

日本首相安倍晉三日前宣佈因健康原因辭職，令日本各界措手不及。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。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。

隨著日本國內就業和收入環境持續惡化，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四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。新領導人菅義偉是否繼續安倍路線無從猜測，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。

日本國內經濟、物價與 8 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，如果新冠疫情的影響大於預期，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。

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。

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。

日本經濟增長今年恐萎縮 5.8%，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%。

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。



脫歐談判已箭在弦上 英國無談判破局籌碼

英國首相強生設定 10 月 15 日協定達成期限之前，按計劃本輪是英歐最後一輪正式談判，市場因而高度關注。尤其是經歷了英相強生的極限施壓，內部市場法案有意違反脫歐協定等戲劇性變化後，談判已命懸一線，如本輪無法突破可

能就將破裂。特別是在歐盟 10 月 1 日宣佈對英國啟動違約司法程式後，市場預期英歐談判很快將破裂。

英國內部市場法案與英歐此前簽訂的脫歐協定中相關安排不符，英方並未按歐盟方面的要求於 9 月底之前刪除爭議條款。鑒於此，歐盟 10 月 1 日正式致函英國政府，啟動違約司法程式。但歐盟向英方致函只是違約司法程式的第一步，英方可在一個月內答覆。英國議會下院 9 月 29 日投票通過了這部備受爭議的內部市場法案，但還需議會上院審議通過後才能生效為法律。該法案涉及北愛爾蘭的條款被認為凌駕于脫歐協議之上。根據該法案，如果其中條款與脫歐協定中的退出協定或有關北愛特殊安排的內容不一致，以法案條款為準。

然而，第九輪談判是在友好氣氛中進行的建設性磋商。貿易協定多數核心領域在內的諸多方面，儘管仍存在分歧，但協定大綱已清晰可見，尤其是貨物與服務貿易、運輸、能源、社會保障及參與歐盟計畫。此外，雙方還在一項執法協定方面取得了進展，在整體夥伴關聯式結構方面也達成了一致。

此外，英國首相強生將與歐盟委員會主席馮德萊恩通話，評估英歐談判，並討論下一步行動。市場認為，去年強生為打破脫歐談判僵局，也曾在緊要關頭與歐盟領導人舉行了會晤，並最終促成了脫歐協議。

然而，與英方認為協議大綱已成型的樂觀情緒不同，歐方則強調，談判關鍵性分歧尚未取得突破。距離 10 月 15 日的期限僅剩不到兩周時間，這也意味著在決定成敗的時刻，仍需雙方首腦來達成妥協。包括補貼政策在內的公平競爭環境方面，雙方進展有限、尚未達成一致，需要歐方進一步妥協以確保英國享有獨立的法律制定權。在漁業問題上，雙方差距非常大。任何英歐協議均需滿足三大條件；要達成協議，必須在未來幾周內化解這些分歧。一是穩固且有長期保障的公開、公平競爭，而且需要有效的執行機制，特別是在國家援助方面。二是以全面協議為基礎的高效治理框架，包括強有力的執行和爭端解決機制，以及有效的補救措施。三是穩定、可持續的長期漁業協議。

公平競爭環境和漁業問題一直是雙方的兩大核心分歧。包括國家援助在內的公平競爭環境條款方面，歐盟希望其國家援助法繼續適用於英國，並要求英國與歐盟未來相關法律修訂保持一致。這相當於歐盟法律將繼續無限期地適用於英國，與強生關於英國脫歐後司法獨立的紅線相抵觸。儘管強生聲稱，英歐即使無法達成協議，對英國而言也是好的結果，但分析普遍認為無協議將對英歐經濟造成巨大衝擊，對已受疫情重創的英國影響尤甚。

英國 9 月服務業 PMI 終值意外上修，終值為 56.1，高於市場預期 55，前值為 55.1；英國綜合 PMI 終值為 56.5，同樣高於市場預期的 55.6。英鎊兌美元在

資料公佈前出現上漲，受到股市上漲提振市場風險偏好情緒，反而在利多資料公佈後，反應不大。

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，目前英國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。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。

如果疫情在第四季重現，則英國經濟情況會雪上加霜，一旦明(2021)年上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。若今冬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。

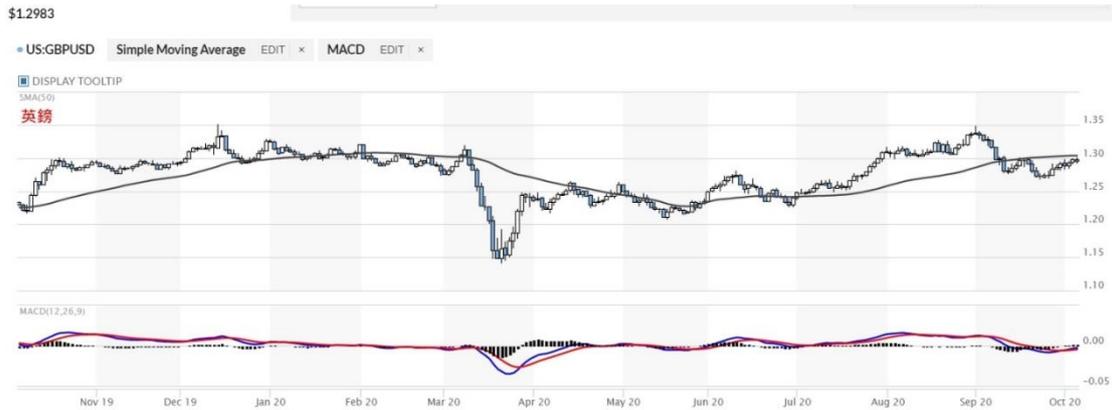
英國脫歐談判的態度十分強硬，市場對談判前景預期並不樂觀，無協定脫歐的風險正在加大。對英歐雙方而言，如果未能在過渡期內達成協議，將重新回到在世界貿易組織框架下開展貿易，這無疑是一個雙輸局面。英國央行將公佈利率決議、會議紀要並發佈貨幣政策報告和金融穩定報告。同時，英國正努力擺脫疫情封鎖，且和歐盟進行關鍵的脫歐談判。儘管市場並不預期英國央行會調整利率或部署任何進一步的財政刺激措施，但英國出現爆發第二波疫情的跡象，而當英國政府 10 月份結束休假時，可能導致大量失業。這些情況可能打擊英國經濟 V 形復甦的樂觀預測。

自疫情開始爆發以來，英國央行將 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 財年經濟和通膨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。

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。

供給需求兩側同步回升 拉動中國經濟快速復甦

中國家統計局服務業調查中心發佈 9 月份製造業 PMI 為 51.5，比上月上升 0.5%。這數據是僅次於 3 月份的年內高點，也是該指數連續 7 個月維持在榮枯線以上。9 月份 PMI 指數繼續回升，表明中國經濟繼續全面恢復，要進一步抓好補短板和提振投資、擴大消費的相關政策落實工作，切實增強政策效果。切實在今年內在補短板、擴內需、暢通國內經濟大循環方面見到顯著成效。9 月份非製造業 PMI 也持續上升，為 55.9，比上月上升 0.7%，創下今年以來新高。由數據顯示，中國經濟保持穩定復蘇態勢，積極變化不斷增多。

從細分指數來看，製造業 PMI 中，9 月份大中小型企業 PMI 均運行在 50% 以上；從業人員指數較上月上升 0.2 個百分點至 49.6%，連續 3 個月上升，吸納就業數量保持平穩回升。製造業 PMI 中，新出口訂單指數和進口指數為 50.8% 和 50.4%，分別高於上月的 1.7 和 1.4 個百分點，今年以來首次升至榮枯線以上。隨著一系列穩外貿政策不斷落地生效，加之國際市場需求局部回暖，製造業進出口進一步改善。海外疫情持續發酵和中國經濟得到較好恢復的共同影響下，第三季度的出口表現大幅好於預期，四季度出口將繼續延續穩步增長態勢。



9 月份服務業商務活動指數為 55.2，高於上月 0.9%，連續兩個月上升。表明各地促消費政策效果顯現，居民消費意願不斷增強，市場需求有效釋放。從行業情況看，除資本市場服務外，其他行業商務活動指數均位於臨界點以上，其中交通運輸、電信互聯網軟體、住宿餐飲等行業商務活動指數保持在 60% 以上，業務總量較快增長。前期復蘇較為滯後的租賃及商務服務、生態保護及環境治理等行業商務活動指數均高於上月 6.0 個百分點以上，行業活躍度提升較快。

在調查的 21 個行業中，有 17 個行業 PMI 位於臨界點以上，製造業景氣面較上月有所擴大。從結構上看，受益於雙節消費的食品及酒飲料精製茶，以及外需旺盛的電腦通信電子設備等製造業生產指數和新訂單指數均位於 55.0% 以上，其他還包括通用設備、專用設備等。但是，紡織及服裝服飾、木材加工等製造業反映市場需求不足的企業占比均超過五成，高於製造業總體水準。

從分類指數看，在構成製造業 PMI 的 5 個分類指數中，生產指數、新訂單指數和供應商配送時間指數均高於臨界點，原材料庫存指數和從業人員指數都低於臨界點。具體就從業人員指數而言，9 月製造業 PMI 從業人員項為 49.6%，較上月小幅上升 0.2 個百分點，非製造業從業人員項為 49.1%，較上月上升 0.8 個百分點。從業人員指數都低於臨界點，主要是由於前期用工壓縮較大，在需求逐步恢復的過程中存在不確定性的預期，企業用工還比較謹慎。接下來，如果市場需求持續性恢復且國內外風險因素逐步減少，用工需求會繼續得以提振。

從製造業看，雖然供需同步增長，但價格資料出現分化，顯示企業盈利空間受到一定擠壓。9 月 PMI 購進價格上升 0.2 個百分點至 58.5%，PMI 出廠價格下滑 0.7 個百分點至 52.5%，出廠價格—購進價格差值為 -6.0%，較上月環比下

滑 0.9 個百分點。這主要是由於原材料價格上漲較快，而企業也在積極補充庫存。資料顯示，9 月原材料庫存為 48.5%，較上月上升 1.2 個百分點。此外，外資企業早前獲取出口訂單後人民幣出現持續升值的情況，對部分企業的利潤也構成了一定壓力。

9 月份服務業商務活動指數為 55.2%，連續兩個月上升。這也與上半年疫情防控取得優異成績並持續保持有關，進一步消除了阻礙服務消費的民眾擔憂情緒，尤其是 9 月全中國大中小學校全部開學。從行業情況看，除資本市場服務外，其他行業商務活動指數均位於臨界點以上，其中交通運輸、電信互聯網軟體、住宿餐飲等行業商務活動指數保持在 60.0% 以上。從市場需求和預期看，新訂單指數和業務活動預期指數為 53.5% 和 62.2%，分別高於上月 2.0 和 0.9 個百分點，顯示出服務業市場需求回暖。

需要關注的是，建築業商務活動指數為 60.2%，與上月持平，連續三個月位於 60.0% 以上景氣區間，表明隨著國內基建投資力度加大，房地產投資也比較有力。這表明上半年積極的財政政策正在發揮作用，從市場需求和預期看，新訂單指數和業務活動預期指數為 56.9% 和 67.8%，分別高於上月 0.5 和 1.2 個百分點，表明建築業新簽訂的工程合同量有所增長。

製造業回暖很大程度得益於出口持續反彈。9 月新出口訂單指數和進口指數為 50.8% 和 50.4%，分別高於上月 1.7 和 1.4 個百分點，這是今年以來首次升至榮枯線以上。發達國家均採取了疫情補貼政策，因此，大部分家庭的消費能力沒有受到影響。在服務業消費受到衝擊的同時，居家工作和隔離加大了公眾對家電、電子產品等產品需求。當前，許多現象都表明中國出口持續繁榮，刺激製造業以及產業鏈景氣回升。

可以看出，供需兩側同步回升正在拉動中國經濟快速恢復。其中海外需求增強、國內投資效應顯現以及服務業消費恢復正常等構成了對經濟強有力支撐。未來幾個月中國將陸續迎來國慶中秋雙節、雙十一購物節以及元旦春節等集中消費時期，出口對製造業景氣的維持也會持續一段時間，中國經濟預計還將會延續目前不斷增長的趨勢。同時，還應繼續關注原材料價格、匯率上漲對製造業盈利帶來的部分影響，以及就業恢復等問題。

消費的復甦在製造業 PMI 中亦有體現。隨著國慶、中秋雙節臨近，假日消費效應有所顯現，9 月份，消費品行業 PMI 升至 52.1%，高於上月 1.7 個百分點，其中新訂單指數為 53.7%，比上月上升 2.9 個百分點，表明相關企業產品訂貨量增長加快。

三季度 GDP 增速有望反彈至 6%，中國經濟復蘇形勢在第二季度基礎上進一步穩中加快、穩中向好發展，不僅製造業 PMI 均值高於二季度，製造業 21 個細分行業 PMI 中環比上升的行業數量和高於 50% 的行業數量也持續增加。從已經公佈的 7、8 月份宏觀資料來看，主要經濟指標持續改善，市場普遍預計 9 月份改善態勢仍將延續，第三季度經濟增速有望大幅回升。預計三季度 GDP 增長 6%，四季度 GDP 增長 7%，全年 GDP 增長可能在 3% 左右。

今年以來，突如其來的新冠肺炎疫情對中國經濟社會發展帶來前所未有的衝擊，第一季度國內生產總值等經濟指標出現同比下降。面對疫情影響，中國採用人道防疫策略把人民生命安全和身體健康放在首位，採取了強有力的疫情防控舉措，奪取了抗疫鬥爭重大戰略成果。與此同時，中國統籌推進疫情防控和經濟社會發展工作，抓緊恢復生產生活秩序。進入二季度，復工復產、復商復市有序推進，二季度經濟增速由負轉正，同比增長 3.2%，並延續穩定復甦態勢。

8 月份社會消費品零售總額增速、1 至 8 月規模以上工業增加值累計增速、1 至 8 月貨物出口累計增速 3 個指標實現年內首次轉正，1 至 8 月固定資產投資累計增速也接近轉正期發佈的最新資料，釋放復甦的積極信號。8 月份，高技術製造業增加值同比增長 7.6%，明顯快於規模以上工業增長；全國規模以上工業企業利潤總額同比增長 19.1%，自 5 月份增速由負轉正後，延續穩定增長態勢；9 月份製造業 PMI 升至 51.5%，進出口指數年內首次升至榮枯線以上，市場預期改善，經濟活力顯現。

持續復甦的中國經濟，也給世界主要國家經濟注入信心和動力。世界銀行最近發佈的報告預測，今年中國經濟增速將達 2%，比 6 月初的預測上調 1 個百分點。聯合國貿易和發展會議近期也發佈報告，預計今年全球經濟將萎縮 4.3%，但中國經濟仍將保持正增長。貿發會議官員表示，中國有很大政策空間來實現本國經濟強勁復甦，並為世界經濟復甦提供機遇。

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，通脹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 3500 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 農產期貨價格走揚

CBOT 小麥與黃豆期貨 10 月 5 日上漲，玉米則是下跌。12 月玉米期貨收盤下跌 0.1% 成為每英斗 3.7950 美元，11 月黃豆上漲 0.2% 成為每英斗 10.2150 美元，12 月小麥上漲 1.9% 成為每英斗 5.8425 美元，因全球主要小麥產區天氣乾旱，包括美國部分地區、東歐、黑海地區以及南美等。ICE Futures U.S. 12 月棉花期貨 10 月 5 日上漲 0.3% 成為每磅 66.03 美分，10 月粗糖期貨上漲 0.4% 成為每磅 13.61 美分。

美國農業部表示，中國大陸可能無法達成年初在中美第一階段貿易協議所承諾的美國農產品採購金額，稱主要由於非農業的貿易問題的干擾。但中美兩國年初簽訂協議之後，隨即迎來了冠狀病毒在全球的大流行疫情，中美關係也因此降溫並轉趨緊張。根據美國統計局數據，今年 1-7 月大陸總計購買 86 億美元的美國農產品，遠遠低於中美第一階段貿易協議所承諾的 2020 年 365 億美元採購額。不過，美國農業部數據顯示，過去兩個月，大陸採購美國農產品有所加速，已經購買了 1,200 萬噸的黃豆與 400 萬噸的玉米。

美國農業部數據顯示，自 6 月起的本銷售年度至 9 月 24 日止，美國對大陸累計出口了 97.9 萬噸小麥，相比去年同期的出口數量為零；美國對大陸有待出口的銷售訂單也達到 50.1 萬噸，相比去年同期僅為 6 萬噸。合計本年度至今美國對大陸銷售以及出口的小麥數量達到 148 萬噸，去年同期僅為 6 萬噸。本銷售年度至今，美國小麥出口銷售量累計為 1,399 萬噸，較去年同期的 1,290 萬噸增加 8.4%。

美國對大陸的玉米與黃豆出口銷售也大幅增長。9 月起的本銷售年度至今，美國對大陸的玉米出口銷售達到 926.5 萬噸，較去年同期僅 75 萬噸的銷售量呈 11 倍的增長；本銷售年度以來，美國玉米出口銷售累計為 2,462 萬噸，較去年同期的 972 萬噸增加 153%。9 月起的本銷售年度至今，美國對大陸的黃豆出口銷售達到 2,057 萬噸，較去年同期的 361.2 萬噸增加 470%；本銷售年度至今，美國黃豆出口銷售達到 3,813 萬噸，較去年同期的 1,415 萬噸增加 170%。美國農業部 9 月報告維持本年度小麥出口量預估為 2,654 萬噸不變，黃豆出口量預估也維持不變為 5,783 萬噸，玉米出口量預估則是上調 254 萬噸至 5,906 萬噸。

川普出院激勵油價反彈 油價收復近期意外跌幅

NYMEX 11 月原油期貨 10 月 5 日收盤上漲 2.17 美元或 5.9% 成為每桶 39.22 美元，收復上週的跌幅。因美國總統川普在週一晚間出院，以及股市上漲的帶動；ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 2.02 美元或 5.1% 成為每桶 41.29 美元。

伊拉克石油部公布的數據顯示，9 月份，伊拉克出口原油 78,388,619 桶，日均出口量 261.3 萬桶，較 8 月份的 259.7 萬桶/日增加 0.6% 或 1.6 萬桶/日。伊拉克 9 月份的原油出口收入為 31.67 億美元，平均每桶原油售價為 40.407 美元。伊拉克是 OPEC+ 當中，減產未達到要求的主要國家之一，儘管該國的減產執行率已經有所改善。路透社公布的調查顯示，9 月份，OPEC 13 個成員國的原油日產量為 2,438 萬桶，較前月增加 16 萬桶，為連續第三個月增加，主要因為利比亞生產恢復以及伊拉克產量增加的影響，此抵銷了其他成員國減產的努力。雖然全球石油需求的復甦仍在掙扎當中，但供應已經回升，特別是利比亞生產恢復的影響。

9 月份，OPEC 減產執行率為 101%，則是較前月的 100% 略增，但較今年 6 月所創的 OPEC 歷來最低產量則是回升了 200 萬桶/日。9 月份，伊朗與利比亞的原油日產量分別增加了 12 萬桶與 7 萬桶，兩國均豁免在減產協議之外，因其產量分別因為美國的制裁與內戰而遠低於該國應有的產能。同樣因為美國制裁而豁免在減產協議之外的委內瑞拉，9 月份產量也略有增長。



利比亞 9 月 18 日宣佈解除長達八個月的石油封鎖，分析師預估該國原油產量將很快從封鎖前的每日 9 萬桶提高至 31 萬桶左右，Goldman Sachs Group Inc. 則預估該國原油產量年底能夠達到 55 萬桶/日，相比去年底遭到封鎖以前的

日產量為 110 萬桶。Platts Analytics 則預估，利比亞的原油出口供應將從 9 月份的 12.5 萬桶/日，增加至今年 12 月的 36.5 萬桶/日，但預期控制 80 萬桶日產能的東部原油出口在 2021 年 4 月以前仍不會完全恢復。利比亞擁有非洲最大的探明原油儲量，但由於內戰的衝突，使得該國的原油供應經常面臨極大的波動。

避險需求仍然存在 金價受不確定支撐

雖然全球政治與經濟的不確定因素已經大部分反映到金價當中了，但是隨著美國總統大選的更加白熱化，不確定性可能還會繼續升高，也因此將會繼續支撐黃金的避險需求與價格。雖然一些模型顯示候選人拜登的勝選機會較大，但市場也不能忘記 2016 年川普同樣是在不被看好的情況下贏得美國總統大選。

無論美國總統大選由誰勝出，當選者都要面對疫情衝擊下經濟疲軟的問題，拜登已經提出未來十年額外增加 7.3 兆美元開支的計畫，這只會使得當前已經高於美國 GDP 的政府債務更加膨脹，對美元也將構成壓力，從而有利於金價的表現。即使不計入美國總統大選的不確定因素，短期內美國總體經濟疲弱也會是市場主要的關注焦點，而這同樣有利於黃金多頭。

Citibank 最新報告再度上調金價的預估，該行預估金價在未來 3 個月可望上漲至每盎司 2,200 美元價位，未來 6-12 個月則上看每盎司 2,400 美元，較原先的預估價均上調了 100 美元，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。該行也將 2021 年平均金價的預估大幅上調了 300 美元至創新高的每盎司 2,275 美元。

除了金價的前景仍然看好，金價上漲 5.89%。黃金 ETF 的投資需求增長也是支撐金價的一大因素，世界黃金協會的數據顯示，今年以來，全球黃金 ETF 的持倉累計已經增加了 985 公噸。第二大黃金消費國印度的黃金需求也有望增溫，因該國將進入黃金消費的旺季。

瑞士鑄金商 MKS 表示，美國總統大選本來就已經是市場上的一個重大變數，而川普確診新冠肺炎之後，則令這一不確定性達到了新的高度。在市場上的不確定性升高的影響下，金價將會獲得支撐。德國 Commerzbank 則指出，當前市場上的不確定性主要都來自於美國，因此美元承壓回落將只是時間的問題而已，這將會為金價提供支撐。

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)