

美國總統大選勝負已定 疫控和經濟是施政首要

美國總統大選歷經近三周的開票與部分搖擺州的重新驗票，民主黨拜登終於以 8100 多萬票擊敗現任總統川普的 7400 多萬票，預估拜登將拿下 302 票選舉人票，順利入主白宮。川普也是美國總統大選少數沒有連任的總統，雖然川普選後發動撲天蓋地的選舉訴訟，但都因沒有明顯證據顯示選舉舞弊，頻頻被州法院駁回。拜登團隊已經開始準備政權交接，2021 年 1 月拜登就任美國總統，有一點可以確定就是新冠肺炎疫情帶來的第二波失業潮將會是美國新總統要面對的第一個嚴峻挑戰。美國 10 月 ADP 就業資料顯示，美國企業就業人數增加 36.5 萬人，大幅低於市場預期的增加 65 萬人和前值 75.3 萬人，達到 7 月份以來的最低水準，這意味著就業市場的復甦腳步大幅放緩，經濟欲振乏力。

約翰霍普金斯大學統計資料，截至 12 月 3 日，美國新冠肺炎確診病例超過 1411 萬人，死亡 276088 人。其中德州確診 128.4 萬人，加州確診 127.6 萬人，佛州確診 102.9 萬人，伊利諾州確診 75.9 萬人，紐約州確診 67.4 萬人。近日來，美國新冠肺炎疫情各項資料繼續呈上升趨勢。專家認為，感恩節假期出行、家庭聚會的影響將逐漸顯現，疫情形勢在接下來幾周可能繼續惡化。

繼德州和加州之後，佛羅里達州成為美國第三個新冠肺炎累計確診病例超過 100 萬的州。而目前全世界累計確診病例超過百萬的國家也不過 12 個。就在佛羅里達州病例數突破百萬的前一天，該州州長德桑蒂斯舉行了 26 天來的首次疫情發佈會。會上德桑蒂斯重申，反對強制關閉企業和佩戴口罩等與疫情相關的限制措施。他還再次強調了在來年春季繼續開放學校的必要性，並稱由於新冠病毒而關閉學校是美國現代史上最大的公共衛生錯誤。德桑蒂斯此前還延長了一項行政命令，禁止地方政府對不遵守社交距離和防疫措施的公民處以罰款。美國國家過敏症與傳染病研究所所長福奇指出，佛羅里達州越過了所有防疫指導方針，並且過快地重新開放，這直接導致了當地疫情的迅速惡化。

除了佛羅里達州，美國多州同樣因為防疫措施不到位，導致疫情一再反彈。其中，懷俄明州是美國人口最少的州，人口密度極低，但新冠病毒檢測陽性率卻接近 33%。剛剛過去的 11 月，美國多項疫情資料刷新了歷史最高紀錄，全美 50 個州中有 47 個州以及華盛頓特區的疫情呈蔓延態勢；34 個州至少報告過一次住院人數創新高；29 個州的感染率超過 10%，最高的愛荷華州達到約 50%；平均每 70 秒就有 1 個美國人死於新冠肺炎。在失控的疫情面前，美國社會仍被政治和文化上的嚴重分裂所困，迄今無法就採取全國統一的防疫措施達成共識。專

家紛紛警告，如果美國聯邦政府和州政府之間仍無法做到步調一致，各州繼續各自為政，更艱難的日子還在後面。

CDC 當日稱美國已經進入新冠疫情的高水準階段。該機構敦促美國民眾在室內外公共場所應普遍佩戴口罩。CDC 還建議，如果家庭成員感染了新冠病毒或個人疑似接觸過病毒，建議在家中也佩戴口罩。新冠疫情在美國暴發以來，CDC 一直鼓勵人們在戶外的公共場所佩戴口罩。在最新的疫情指南中，CDC 加強了對佩戴口罩的指導。CDC 警告隨著天氣變冷，假日即將來臨，人們在室內的聚會活動會增多，這將加劇新冠病毒的傳播。CDC 表示，普遍佩戴口罩是一個重要的防疫策略。CDC 稱最近的研究表明，約 50% 的新冠病毒感染病例由無症狀感染人群傳播，因此佩戴口罩十分重要。

美國皮尤研究中心於今年 11 月進行的一項調查顯示，87% 的美國成年受訪者表示，他們在過去一個月裡的全部或大部分時間在商店裡戴著口罩；72% 的受訪者表示，公共場合有人不戴口罩會讓他們感到困擾。CDC 表示美國民眾還需等待幾個月的時間才能普遍接種新冠疫苗。在此之前，仍需遵守佩戴口罩、保持社交距離等防疫措施。CDC 表示未來的三個月將是美國公共衛生史上最困難的時期，預計到 2021 年 2 月美國累計新冠死亡人數可能會超過 45 萬人。

美國總統當選人拜登日前公開宣示，在他就職後的第一天，就會推動要求全體美國民眾佩戴口罩 100 天的防疫政策。資深 CDC 傳染病專家福奇在他的政府將繼續擔任公衛研究院首席專家。美國前總統克林頓、布希和歐巴馬近日也表示願意公開接種新冠疫苗，以證明其安全。National Geographic 和 Morning Consult 最新民調顯示，美國願意接種新冠疫苗比例比之前有所提高。約 61% 的受調查民眾表示願意接種新冠疫苗，30% 民眾表示不願意，其餘表示不確定。福奇等專家多次表示，只有絕大多數美國民眾接種新冠疫苗後，疫苗作用才能顯現，疫情才能被控制住。目前兩款新冠疫苗輝瑞和 Moderna 最快將分別於 12 月 10 日和 17 日獲得美國 FDA 食品藥品監督管理局批准。

眾議院議長佩洛西表示最新公佈的非農資料為兩黨達成新一輪刺激法案提供了動力。非農資料顯示美國就業增長緩慢，11 月季調後非農就業人口錄得增加 24.5 萬人，不及市場預期，且連續第 5 個月增幅下滑。佩洛西表示與麥康奈爾都同意將援助措施附加到必須通過的政府資金法案中。立法者需要在 12 月 11 日之前通過一項支出計畫，以防止政府關門。民主黨領導人數月來一直呼籲制定一籃子計畫來提振美國經濟和醫保體系，他們將就業報告作為國會採取行動的新理由。議長佩洛西將這些資料描述為進一步表明我們需要對抗衛生事件，以便經濟能夠得到發展。

與此同時，參議院少數黨領袖舒默在一份聲明中表示最新的就業報告表明，強有力的緊急救援比以往任何時候都更重要。參議院共和黨人越來越理解這種緊迫性，麥康奈爾應該聽到他們的請求，也應該聽到數百萬掙扎中的美國家庭的請求。這份就業報告是響亮的警告，必須給任何阻礙緊急救援的人敲響警鐘。民主黨人支持兩院議員此前公佈的 9080 億美元提案，作為與麥康奈爾進行談判的基礎。而麥康奈爾則堅持希望通過一個規模更小的 5000 億美元計畫。雙方仍需要在包括失業保險、對州和地方政府的支援、教育資金和企業責任保護等問題上達成共識。

美國勞工部 3 日公佈的資料顯示，截至 11 月 28 日的一周，美國首次申請失業救濟人數環比減少 7.5 萬人至 71.2 萬人，為近兩月來最大降幅。但整體而言，美國就業市場復蘇放緩勢頭並未發生扭轉。勞工部 3 日公佈的資料顯示，截至 11 月 28 日一周，波動較小的首次申請失業救濟人數四周移動平均值減少 1.125 萬人至 73.95 萬人。同時，截至 11 月 21 日一周，美國全國申請失業救濟人數為 552 萬人，環比減少 56.9 萬人。反應投保人員中正接受失業救濟人數占比的投保失業率為 3.8%，環比下降 0.4 個百分點。

市場分析人士認為，隨著美國近期新冠確診病例激增和經濟限制措施的重新啟動，首次申請失業救濟人數出現下降為市場帶來希望，顯示就業市場仍在逐步復蘇。但即便如此，該指標仍遠高於疫情前水準。加上旅遊、休閒和娛樂等行業依然低迷，聯邦政府層面的失業救濟福利也遲遲難以出臺，就業市場持續好轉依舊受到不小挑戰。萬神殿宏觀經濟學研究公司首席經濟學家謝潑德森在一份報告中寫道，首次申領失業救濟人數在上周出現驟減並不能扭轉該指標整體上升趨勢。

美國就業市場復甦放緩勢頭並未減弱，2 日公佈的資料顯示，11 月份美國私人部門新增就業繼續放緩，新增就業 30.7 萬人，是 7 月份以來最低水準。FED 主席包威爾近日出席國會聽證會時也表示，雖然就業市場在 3 月和 4 月疫情大流行期間損失的工作崗位已恢復了一半以上，但整體而言改善步伐已經放緩，仍有數百萬美國人失業，特別是高失業率對服務業中低收入人群、女性、非洲裔和西班牙裔美國人的衝擊更加嚴重。FED 主席包威爾此前也反復強調，只有在疫情得到控制，人們確信重新參與各種活動是安全的情況下，經濟才可能全面復甦。FED 預計美國今年 GDP 將下降 3.7%，為至少二戰以來的最大年度降幅。FED 還預計 2021 年美國經濟將擴張 4%。

信用評級機構 Fitch 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。

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。

美國商務部發佈資料 2020 年第三季度美國 GDP 國內生產總值環比折年率增長 33.1%，創下自 1947 年美國政府開始跟蹤該資料以來的最大漲幅。第三季度美國 GDP 環比折年率將增長 31%。第二季度美國 GDP 環比折年率下跌 31.4%，為 1947 年以來最大跌幅。環比折年率指的是，將該季度的環比增速，擴展成一年的經濟增速。美國三季度實際 GDP 環比增速為 7.4%，二季度為-9%。最新的 GDP 資料反映出，自 3 月疫情恐慌以及政府居家令導致經濟停滯後，全美各地的經濟活動有所回升。

經濟學家警告 GDP 增長數據雖然吸睛，但並未體現出復甦步伐已明顯放緩，以及美國經濟依然面臨著新冠感染病例激增、政府未能出台新刺激措施方案等嚴峻挑戰。隨著經濟重啟和刺激政策帶來的影響的消退，再加上失業率依然維持在高位，美國第四季度 GDP 增速預測仍將放緩。目前美國的失業率為 7.9%，是疫情前的兩倍多，大約 1260 萬美國人仍處在失業狀態。《華爾街日報》10 月對經濟學家的一項調查發現，超過一半的受訪者認為，美國經濟不會在今年底恢復至疫情前的水準，並預計今年經濟將收縮 3.6%。第四季度美國經濟不但不可能再增長 30%，而且還將下跌許多。由於經濟活動依然受到病毒蔓延的影響，因此潛在 GDP 被限制在了一個較低的水準。



法國臨門一腳添亂 脫歐談判又陷僵局

去年前的 12 月，脫歐大限前一個月，英國議會三次否決前首相梅伊的脫歐協議，新任首相強生冒險提前國會改選，擺脫了政治僵局。一年後脫歐過渡期將完結，歐元區和英國雙方在捕魚權和公平競爭條款兩個關鍵議題上仍未有突破，相關協議懸而未決，這一次英相強生離無協議脫歐更近了。12 月 3 日下午，英國官員指責法國遊說歐盟在談判最後時刻提出新要求，破壞過去 24 小時取得的進展，使談判前景更加渺茫。英歐雙方都有官員認為，本週末前已經沒有達成協議的可能性。



英國《金融時報》報導法國總統馬克龍要求英國在脫歐後保留法國漁船在英國海域的大部分捕魚權，同時要求嚴格控制英國政府對本國企業的國家援助和補

貼，避免不公平競爭。捕魚權和公平競爭條款是目前談判的難點。英國要求收回本國漁業資源的控制權，歐盟卻更傾向維持成員國在英國漁場的准入現狀。

在本周的談判中，負責脫歐事務的歐盟首席談判代表巴尼耶提出的最新讓步是歐盟將其在英國水域的捕魚權份額從當前水準削減 15%-18%，相當於 1.2 億歐元的收入。英方則要求歐盟漁船交還 60%捕魚份額，低於此前提出的 80%，雙方作出的讓步仍難以彌合利益上的巨大鴻溝。另一方面，歐盟國家希望確保雙方不降低標準或過度補貼以使本國公司在市場競爭中更具優勢。歐盟要求英國建立一個專門監管國家對企業資金補貼的機構，並提出“棘輪條款”，迫使雙方能制定類似的環境和勞動法規。

在上述兩個問題上，受影響最大的就是與英國隔海峽相望的法國。為了表示對本國漁民的支持，法國總 Jean Castex 訪問了該國最大的漁港所在 Boulogne-sur-Mer，承諾不會為了與英國達成協議而犧牲漁業。但他同時提出，漁民們應該為變革做好準備。荷蘭、丹麥和比利時在經濟上也與英國保持緊密聯繫，尤其是高度依賴後者豐富的漁業資源。法國警告任何有關英歐未來關係的協議都必須包括恰當且公平的補救措施，並要求談判代表巴尼耶保持立場堅定。如果英國政府違反了公平競爭協議，歐洲企業應有權向英國法院提起訴訟。

法國寧願在 2021 年與英國重啟談判，也不願貿然達成損害歐洲利益的協議。有歐盟外交官 3 日透露，成員國目前的共識是，巴尼耶在談判中已經踩上了紅線，希望他不會越界。本周是談判的關鍵期。歐盟領導人已定于 12 月 10 日舉行峰會，歐洲議會則定於 28 日舉行特別會議，就談判協議進行表決。如果本周內雙方還不能達成協議，要想在今年底之前完成相關審查和文書工作就很困難。未來幾天談判仍有取得突破性進展的可能性，但談判視窗已經在逐漸關閉。協議脫歐過渡期至 2020 年 12 月 31 日正式結束，而英國議會已立法禁止過渡期延長到 2021 年。

據路透社消息指出，英國商會預計于下周推出一系列新法規，部分與北愛爾蘭相關的條款可能與今年 1 月達成的脫歐協議相悖。此前英國議會下院通過《內部市場法案》也將於下周再次接受議會審議。該法案允許英國違反與歐盟的脫歐協定，引發歐盟的強烈不滿，使談判進一步僵化。歐盟指責英國既想保留進入歐盟市場的管道，又不願意遵守其規則。英國則稱歐盟提出的不合理要求侵犯其主權。

市場專家認為儘管無協議脫歐對英歐雙方都會帶來巨大損失，但短期內英國受到的衝擊會更大，因為英國在貿易上對歐盟的依賴性更強。路透社指出，即便雙方能夠達成貿易協定，也很可能是僅局限於商品層面的協議，一旦雙方恢復邊

境控制，必然會對貿易往來產生不利影響。英國預算責任辦公室上周表示，在有協定脫歐的情況下，英國長期經濟產出仍將下降 4%；如果雙方未能達成自貿協定，產出將再減少 2%，同時通脹率、失業率和公共債務也會隨之提升。

歐洲央行近期暗示推出更多貨幣刺激措施。歐洲央行宣佈維持三大關鍵利率不變，並表示將繼續執行總規模為 1.35 萬億歐元的大流行病緊急購買方案。歐央管理委員會將仔細評估新的資訊，包括疫情的動態，疫苗的進展，以及匯率的變化。

12 月的經濟預測將允許其對經濟和風險重新進行評估，歐央行預計今年歐元區 GDP 將收縮 8%，並在 2021 年反彈 5%。這一展望將在 12 月的會議上更新。在新評估的基礎上，歐央管理委員會將酌情調整政策工具，以應對不斷發展的情況，這意味著，決策者將根據即將到來的預測調整其貨幣政策。目前，歐元區存款基準利率為 -0.5%，主要再融資利率為 0，邊際借貸利率為 0.25%。

歐洲央行行長拉加德也指出，歐元區經濟反彈已經失去動能，而且速度比預期地更快。新增病例的上升，以及相關遏制措施的加強正在拖累經濟活動，導致短期經濟前景明顯惡化，歐央有必要在下次政策會議上採取行動，重新調整其適用的工具。決策者將在 12 月前採取措施，歐央不會袖手旁觀。將動用一切所擁有的政策工具，並充分利用其靈活性解決問題。市場專家表示歐央行已經給出了直接信號，增長預測將在 12 月大幅下調，並促使歐央行提供更多刺激措施。即便找到了疫苗，即便疫苗是有效的，預計也難在短時間內發揮作用，這意味著歐央行短期內需要採取更多行動來保護歐元區經濟增長。

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。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。

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。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《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。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。

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。

日本車市連 2 月正增長 宏觀經濟復甦漸露曙光

日本消費稅實施一年，日本汽車市場終於再次迎來銷售增長。據日本汽車經銷商協會 JADA 的資料顯示，日本 10 月份共售出 406,851 輛汽車，同比增長 29.2%。這是自 2019 年消費稅提高至 8% 之後，日本車市首次出現正增長，並且是 2014 年 3 月之後的首個兩位數增幅。

如此大幅增長的背後，主要是由於去年 10 月 1 日消費稅從 5% 提高至 8%，緊接著的 10 月 12 日超強颱風海貝思的登陸又導致很多經銷商門店關閉，因此當時日本汽車市場銷量下跌 24.9%，314,798 輛創下 2010 年以來的最低同期銷量。當然，除了低基期的優勢，日本車市逐漸恢復也是再次增長的重要因素。

雖然 9 月日本汽車市場仍下跌 14.3%，但 47.0 萬輛基本能回到了同期的正常水準，10 月也是如此。從近 10 年的同期資料來看，40.7 萬輛是為數不多超過 40 萬輛的成績，僅略低於 2013 年的 42.2 萬輛和 2018 年的 41.9 萬輛。由此可見，近兩個月日本的汽車市場確實有所回暖。正是得益於近期較好的表現，今年前 10 個月日本汽車市場的總銷量已達 3,807,118 輛，同比跌幅也收窄至

14.7%。在接下來兩個月裡，基於同樣的有利條件，日本汽車市場的正增長還會繼續。

不過，由於同期的跌幅相對略小，再加上 11 月日本疫情突然再次惡化——每日新增確診人數急劇增加，因此 11 月和 12 月的增幅肯定無法再維持在 20% 以上，不過這對出於困境的日本車市來說也已經非常可觀。10 月的強勁表現將累計跌幅從早前的 18.1% 收窄至 14.7%，以此類推，即便 11 月和 12 月只能將跌幅縮小 2 個百分點，最終日本今年全年的跌幅大致會收於 10% 左右，總銷量在 480 萬輛左右。

根據日本央行 11 月會議紀要顯示，日本央行的寬鬆政策正在發揮預期效果。日本央行委員們一致認為，全球金融市場緊張局勢有所緩解，但股市波動仍保持在相對較高水準。該紀要認為，新冠疫情造成的後果及其對國內外經濟的影響程度仍存在極大的不確定性。目前日本央行貨幣政策的首要任務是支援企業融資、維持就業，同時，持續對市場和借貸提供支撐是合適的。在本次紀要中，日本央行委員認為，日本央行應維持當前的寬鬆政策，並仔細研究其正面影響和暫時造成的副作用。如有需要，將毫不猶豫增大寬鬆力度。

在談到與政府的合作方面，日本央行統一繼續在支持經濟方面與政府密切合作。並進一步研究其新冠疫情期間的貨幣政策行動。最後，與會委員還表示，日本央行應支援私營部門改革，這對中小企業提高生產率以應對通膨以及實現日本央行目標至關重要。在備受矚目的通膨方面，日本央行有必要重新考慮實現其物價目標的策略。數名委員認為，FED 調整通脹目標的策略與日本央行的想法一致。

日本央行行長黑田東彥認為日本國內經濟正在復甦，但仍處於嚴峻狀態。日本不會像通縮時期那樣出現大規模的物價下降現象，日本央行將堅定持續寬鬆貨幣政策。因日本汽車出口上升影響，預計出口將繼續增長。日本財務相麻生太郎本月 4 日在內閣會議後的記者會上就美國總統選舉表示，無論哪位候選人當選，日本內閣都不得不高度關注，選舉結果將對日本在貿易及經濟方面很有影響。

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%。

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。日相菅義偉是否繼續前安倍路線無從猜測，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。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。

日本央行認為疫情對日本國內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 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。

日本首相菅義偉 4 日向全世界承諾，他將繼續努力保證東京奧運會在明年安全舉行。2011 年，日本最早提出申辦 2020 年奧運會時，主要目的是憑藉奧運會促進福島海嘯災區的重建，同時刺激停滯多年的日本經濟。菅義偉在講話中還表示他希望東京奧運會的舉辦成為人類戰勝疫情的標誌。

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。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。動漫產業也是一枝獨秀，漫畫改編成劇場版的“鬼滅之刃”上映近一個月就創下 100 億日圓的驚人票房，周邊產品也是持續銷售暢旺，為日本經濟復甦注入一股強心劑。

由於日本央行的殖利率曲線控制政策提供穩定的環境，儘管爆發新冠肺炎疫情，日本的債券市場在近期數月持續維穩。此外，日本央行在 Q2 決定將其股票交易所交易基金的購買量增加一倍，此舉支撐日本股市。倘若 FED 在明年上半年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。

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。



英協議脫歐陷僵局 經濟前景烏雲罩頂

英國協議脫歐的大限將屆，但歐元區和英國雙方在捕魚權和公平競爭條款兩個關鍵議題上仍未有突破，相關協議懸而未決，這一次英相強生離無協議脫歐更近了。12月3日下午，英國官員指責法國遊說歐盟在談判最後時刻提出新要求，破壞過去24小時取得的進展，使談判前景更加渺茫。英歐雙方都有官員認為，本週末前已經沒有達成協議的可能性。

英國《金融時報》報導法國總統馬克龍要求英國在脫歐後保留法國漁船在英國海域的大部分捕魚權，同時要求嚴格控制英國政府對本國企業的國家援助和補貼，避免不公平競爭。捕魚權和公平競爭條款是目前談判的難點。英國要求收回本國漁業資源的控制權，歐盟卻更傾向維持成員國在英國漁場的准入現狀。

最近一次談判中，負責脫歐事務的歐盟首席談判代表巴尼耶提出的最新讓步是歐盟將其英國水域的捕魚權份額從當前水準削減15%-18%，相當於1.2億歐元的收入。英方談判代表則要求歐盟漁船交還60%捕魚份額，低於此前提出的80%，雙方作出的讓步仍難以彌合利益上的巨大鴻溝。另一方面，歐盟國家希望確保雙方不降低標準或過度補貼以使本國公司在市場競爭中更具優勢。歐盟要求英國建立一個專門監管國家對企業資金補貼的機構，並提出『棘輪條款』，迫使雙方能制定類似的環境和勞動法規。

在上述兩個問題上，受影響最大的就是與英國隔海相望的法國。為了表示對本國漁民的支持，法國總 Jean Castex 訪問了該國最大的漁港所在 Boulogne-sur-Mer，承諾不會為了與英國達成協議而犧牲漁業。但他同時提出，漁民們應該為變革做好準備。荷蘭、丹麥和比利時在經濟上也與英國保持緊密聯繫，尤其是高度依賴後者豐富的漁業資源。法國警告任何有關英歐未來關係的協議都必須包括恰當且公平的補救措施，並要求談判代表巴尼耶保持立場堅定。如果英國政府違反了公平競爭協議，歐洲企業應有權向英國法院提起訴訟。

法國寧願在 2021 年與英國重啟談判，也不願貿然達成損害歐洲利益的協議。有歐盟外交官 3 日透露，成員國目前的共識是，巴尼耶在談判中已經踩上了紅線，希望他不會越界。本周是談判的關鍵期。歐盟領導人已定于 12 月 10 日舉行峰會，歐洲議會則定於 28 日舉行特別會議，就談判協議進行表決。如果本周內雙方還不能達成協議，要想在今年底之前完成相關審查和文書工作就很困難。未來幾天談判仍有取得突破性進展的可能性，但談判視窗已經在逐漸關閉。協議脫歐過渡期至 2020 年 12 月 31 日正式結束，而英國議會已立法禁止過渡期延長到 2021 年。

據路透社消息指出，英國商會預計于下周推出一系列新法規，部分與北愛爾蘭相關的條款可能與今年 1 月達成的脫歐協議相悖。此前英國議會下院通過《內部市場法案》也將於下周再次接受議會審議。該法案允許英國違反與歐盟的脫歐協定，引發歐盟的強烈不滿，使談判進一步僵化。歐盟指責英國既想保留進入歐盟市場的管道，又不願意遵守其規則。英國則稱歐盟提出的不合理要求侵犯其主權。

市場專家認為儘管無協議脫歐對英歐雙方都會帶來巨大損失，但短期內英國受到的衝擊會更大，因為英國在貿易上對歐盟的依賴性更強。路透社指出，即便雙方能夠達成貿易協定，也很可能是僅局限於商品層面的協議，一旦雙方恢復邊境控制，必然會對貿易往來產生不利影響。英國預算責任辦公室上周表示，在有協定脫歐的情況下，英國長期經濟產出仍將下降 4%；如果雙方未能達成自貿協定，產出將再減少 2%，同時通脹率、失業率和公共債務也會隨之提升。

英國央行 11 月 5 日將把購債規模擴大至 1 兆美元以上，因新冠封鎖措施給英國經濟造成新的衝擊，英國無協議退歐風險也可能構成打擊英國經濟前景。英國增加財政刺激經濟復甦，但也增加了英鎊供應量，英鎊有貶值趨勢的預期。英格蘭開始實施為期一個月的居家令，同時英國其他地區也採取限制措施。英國央行對今年經濟的預測，幾乎肯定會比 8 月時預計萎縮 9.5% 還要悲觀。

市場分析師預測，英國央行新的經濟預估將不再提可能性已經越來越小的 V 型復甦。英國央行 8 月時曾估計，經濟要到 2021 年年底才可以恢復至疫情前的狀況，當時第二波疫情尚未席捲歐洲。預估可能顯示，GDP 國內生產總值恢復至疫情前的水準，或許要等到 2022 年，甚至 2023 年。英國央行吸納了湧入市場的大部分公債，支出大增將使英國出現二戰後最大的預算赤字。分析師預計，英國央行行長貝利和其他官員將把購債規模擴大 1000 億英鎊至 8450 億英鎊，這將是新冠疫情爆發以來第三次擴大購債規模。

基於當前的購債速度，這將給予英國央行充足的彈藥，使其購債操作可持續到明年 6 月前後。在那之前，該央行應對首次實施負利率的可能性有比較明確的想法。另外，投資者還將關注英國央行是否有加速購債的跡象。英國計畫推出的量化寬鬆政策會導致英鎊出現貶值。

英國央行於 11 月 5 日公佈貨幣政策決定，維持利率在 0.1%。央行還在與銀行討論它們的準備情況，新冠疫情可能重塑全球供應鏈和貿易模式，貨幣政策能提供的更多的是緩衝。央行正在考慮負利率，這跟準備實施負利率不一樣。英國央行貨幣政策委員會表示，央行可能需要祭出更多刺激措施，因為應對不斷攀升的新增病例，經濟面臨的風險增加，英國央行還在考慮是否效仿歐洲央行和日本央行，將利率降至零以下，英國央行尚未就此得出結論重要的是要尋找新的方式來支援增長。負利率最終對貨幣政策目標產生適得其反效果的風險很低。鑒於短期和長期利率已經很低，貨幣政策的空間有限，必須考慮增加政策空間的方法。

英國新冠肺炎確診病例已超 100 萬例，為了更好地控制疫情，英國首相強生宣佈從 11 月 5 日起英國英格蘭地區開始實施第二次全面封鎖，直至 12 月 2 日結束。全國封鎖加劇了市場對英國經濟下行的擔憂。第二輪全國性的封鎖限制在現階段是必要的，只有這樣才能遏制新冠病毒目前在英國的傳播蔓延勢頭。雖然升級限制措施對民眾生活和商業運營都會造成一定的困難，但這樣的措施是國家目前最佳和最安全的選擇。但此舉這不利於英國經濟復甦，投資者拋售英鎊的意願加強。

總體而言，因為英國新冠肺炎確診病例人數激增，導致英國經濟復甦愈加困難。投資者需要觀察英國央行是否擴大購債規模超過 1 千億英鎊，市場會拋售更多英鎊，導致英鎊繼續貶值。反之，那麼英鎊或將迎來反彈或者震盪調整的機會。

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。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 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。

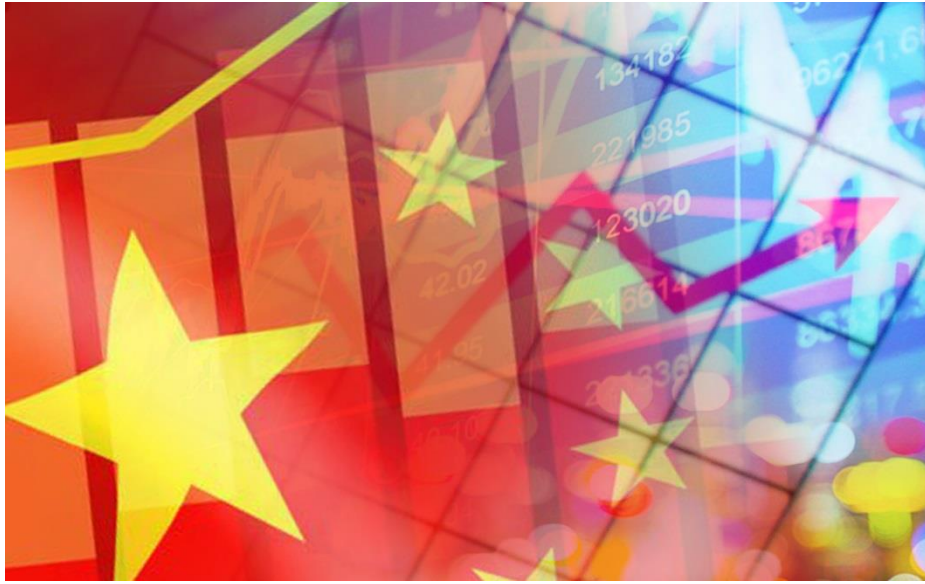
英國脫歐在即，雖然面臨不利因素，但相信下半年至 2021 上半年的確可能存在消費者支出優於預期的上行風險。英國脫歐談判的態度十分強硬，由於英歐雙方在主要問題上存在分歧，所以談判沒有進展。市場對談判前景預期並不樂觀，無協定脫歐的風險正在加大。對英歐雙方而言，如果未能在過渡期內達成協議，將重新回到在世界貿易組織框架下開展貿易，這無疑是一個雙輸局面。

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。



中國經濟復甦看數據 春江水暖鴨一定知

中國國家統計局揭露的 11 月 PMI 製造業採購經理指數為 52.1，創 2017 年 9 月以來的新高，財新 11 月 PMI 指數 54.9 則創下十年來的高點。11 月的 PMI 環比提升 0.7 個百分點，這顯示出中國經濟復甦的節奏明顯加快，大幅超越市場預期。



此次中國 11 月 PMI 指數上漲呈現了堅實的基礎，儘管反映資金緊張的小型企業占比數依然達到 42.3，但在調查的 21 個行業中，處於擴張區間的達 19 個，生產指數、新訂單數、新出口訂單和進口指數等多項指標均處於擴張區間且進一步增長。更重要的是，此前恢復不及預期的小型企業 PMI 指數也在 11 月出現了 0.7 個百分點的增長，大中小型企業均處於景氣區間。

作為領先指標之一，PMI 指數的新高顯示了經歷了近 7 個月的修復後，中國經濟似乎正在迎來一個暖冬，加上 10 月份的經濟增長速度，整個第四季度增長可能會超過市場的預期，而這種增長的態勢有望持續的 2021 年上半年。11 月 PMI 指數主要包括產需兩端協同發力、進出口景氣度穩步回升、價格指數升幅較大、大中小型企業景氣度均有所回升等特點。

從企業規模看，大、中、小型企業 PMI 為 53.0、52.0 和 50.1，分別比上月上升 0.4、1.4 和 0.7 個百分點，均位於臨界點之上。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均低於臨界點。從供需層面來看，兩端都很旺盛，生產指數、新訂單指數均創下年內新高，且供需缺口持續縮小，需求回補成效顯著。

11 月 PMI 的增速超過了此前多家機構的預期，10 月的 PMI 指數環比微落 0.1%，其中小型企業的 PMI 為 49.4，處於榮枯線下，新訂單指數也有所回落，低於製造業的整體水準。一些機構和研究者據此認為製造業回暖的基礎仍舊有待穩

固。不僅是製造業 PMI，按照中國統計局揭露的資料，非製造業 PMI 以及 PMI 綜合產出均出現較為強勁的復甦，11 月份非製造業商務活動指數為 56.4，高於 10 月 0.2 個百分點，連續 4 個月位於 55.0 以上的較高景氣區間，綜合 PMI 產出指數為 55.7，高於上月 0.4 個百分點。

PMI 的攀升受多種動力推動，其中新增出口訂單是重要的原因，11 月新出口訂單指數繼續回升 0.5 個百分點至 51.5，連續第 7 個月反彈，連續 3 個月位於擴張區間，創 2018 年以來新高。11 月進出口資料尚未揭露，但是一些先行指標顯示了 11 月出口將維持可觀的增長。中國港口協會已揭露資料顯示，11 月上旬，協會監測八大樞紐港口集裝箱輸送量同比增長 13.1%，較前期加快 6 個百分點，其中外貿集裝箱輸送量同比增長 11.5%；中旬八大樞紐港口集裝箱輸送量同比增長 8.9%；其中外貿集裝箱輸送量同比增長 9.5%。此外，截至 11 月 27 日，中國出口集裝箱運價綜合指數 CCFI 上行 4.63% 至 1198.72 點。

11 月 27 日，中國集裝箱行業協會在公眾號上發佈了《關於集裝箱產業鏈企業齊心協力穩外貿促增長的行動倡議》其中提出自 7 月以來，中國出口貨量急劇上升，出口集裝箱需求猛增，但同時，全球物流效率大幅降低，最終造成了目前出口箱緊缺的現象，全球新冠疫情導致對中國出口依賴的加強。中國集裝箱龍頭企業中集集團（000039）的一些訂單已經排到了明年的一季度，11 月 24 日，中集集團（000039.SZ）在深交所互動平臺表示，航運復甦、集裝箱需求復蘇對該公司經營有正面影響。

在 2020 年中國經濟修復的整個過程中，進出口特別是出口發揮重要的作用。按照海關揭露的資料前三季度，中國貨物貿易進出口總值 23.12 萬億元人民幣，比去年同期增長 0.7%；其中，出口 12.71 萬億元，增長 1.8%；第三季度中國進出口 8.88 萬億元，同比增長 7.5%，其中出口 5 萬億元，增長 10.2%。中國出口展現了較強的韌性，從 4 月份開始，連續 6 個月正增長，表現超出市場普遍預期，其中防疫物資拉動出口增長 2.2 個百分點，宅經濟商品拉動出口增長 1.1 個百分點。與進出口相較，投資的回暖速度則略緩於市場的預期，10 月固定資產增速為 3.22，1-10 月固定資產投資增速為 1.8%，其中基礎設施投資同比增長 0.7%，但鐵路運輸業、道路運輸業投資增速已經出現回落跡象。工業投資則尚未由負轉正，同比下降 2.2%，降幅比 1-9 月份收窄 1.1 個百分點。

消費對經濟的拉動力也遠未恢復。三季度最終消費支出對 GDP 增長的貢獻率為 34.7%，遠低於 2019 年全年的 57.8%。在 PMI 恢復新高的同時，價格指數的跳升也引起關注。隨著近期大宗商品價格普遍上漲，以及企業生產、採購活動加快，本月製造業原材料採購價格和產品銷售價格均有明顯上升。主要原材料

購進價格指數和出廠價格指數為 62.6 和 56.5，分別高於上月 3.8 和 3.3 個百分點，均為年內高點。

從行業情況看，受下游行業需求拉動，上游產品價格上漲幅度更為明顯。本月石油加工煤炭及其他燃料加工、化學原料及化學製品、黑色金屬冶煉及壓延加工、有色金屬冶煉及壓延加工等行業兩個價格指數均位於 60%以上高位景氣區間。10 月的 PPI 指數環比有 9 月的微漲轉為持平，由於下游需求大增帶動中上游回暖，補庫存力度加大，價格指數出現跳升，原材料購進價格指數和產成品出廠價格指數都回升了 3 個百分點以上，螺紋鋼更是創下三年新高，PPI 年底轉正的可能性較大。

CPI 指數則保持了較為穩定的態勢，10 月 CPI 環比下降 0.3%，從同比看，CPI 上漲 0.5%，漲幅比上月回落 1.2 個百分點。同比漲幅回落較多，主要是受去年同期對比基數較高、翹尾因素減少以及豬肉價格由升轉降的影響。從 CPI 指數來看，似乎目前離通脹跡象出現尚有不少距離，當前中國面臨的主要任務是恢復和穩定經濟增長，同時防範金融風險，所以不宜收緊貨幣政策。目前財政政策潛力有限，收緊貨幣政策不利於防範化解銀行信貸風險，截至今年三季度末，商業銀行不良貸款餘額 2.84 萬億元，較上季末增加 987 億元；商業銀行不良貸款率 1.96%，較上季末微升 0.02 個百分點；同時伴隨收緊的利率走闊的過程中，民營企業受到的衝擊更大。

中國國家金融與發展實驗室國家資產負債表研究中心近日發佈的《2020 年三季度中國杠杆率報告》顯示，前三季度宏觀槓桿率增幅為 27.7 個百分點，由上年末的 245.4%上升到 270.1%。其中，第三季度宏觀槓桿率攀升 3.7 個百分點，相比前兩個季度，增幅快速回落。報告認為，第三季度宏觀槓桿率增速趨緩的主因在於經濟強勁復甦。在穩健的貨幣政策靈活適度環境下，實體經濟債務增速保持基本穩定，預計四季度經濟增速會進一步提高，宏觀槓桿率增速繼續趨緩。

宏觀槓桿率階段性快速攀升進程基本結束，四季度宏觀槓桿率將趨於穩定。IMF 國際貨幣基金組織 Q4 發佈報告預計，2020 年全球經濟將萎縮 4.4%，中國將是唯一保持正增長的主要經濟體。2021 年宏觀經濟復甦動力將更為強勁，宏觀槓桿率增速將繼續趨緩。在前三季度金融資料發佈會上，宏觀槓桿率回升是宏觀政策支持新冠肺炎疫情防控和國民經濟恢復的體現，應該允許宏觀槓桿率階段性上升，擴大對實體經濟的信用支援。

近年來，中國宏觀槓桿率高速增長勢頭已經得到了遏制。2009 年至 2017 年，宏觀槓桿率年均上升超過 10 個百分點；2017 年到 2020 年，年均宏觀槓桿率增幅是 8.1 個百分點，2017 年以來，表外融資增長明顯放緩，宏觀槓桿率保

持了基本穩定。宏觀政策支持疫情防控和國民經濟恢復取得了顯著成效，而且貨幣政策向實體經濟傳導的效率已經明顯提升，突出體現為國民經濟穩步恢復，二季度 GDP 已經實現了正增長，這為未來更好地保持合理宏觀槓桿率水準創造了條件。

值得注意的是，在宏觀槓桿率階段性上升情況下，2020 年前三季度，金融部門槓桿率保持穩定。上述報告顯示，資產方統計的金融部門槓桿率各季度分別上升 2.9 個、-0.5 個和-1.6 個百分點，前三季度共上升 0.8 個百分點；負債方統計的金融部門槓桿率各季度分別上升 1.0 個、-0.3 個和 1.6 個百分點，前三季度共上升 2.3 個百分點。在今年抗擊疫情的特殊時期，宏觀槓桿率有所上升，明年 GDP 增速回升後，宏觀槓桿率將會更穩一些。貨幣政策需把好貨幣供應總閘門，適當平滑宏觀槓桿率波動，使之長期維持在一個合理軌道上。

隨著疫情對中國經濟衝擊高峰過去，經濟活動逐步恢復正常，有的政策已順利完成階段性任務。人行貨幣政策要把握好穩增長和防風險的平衡，既不讓市場缺錢，也不讓市場的錢溢出來，保持貨幣供應與反映潛在產出的名義國內生產總值增速基本匹配。展望未來宏觀槓桿率的走勢，明年 GDP 增速回升後，宏觀槓桿率將會更穩一些。貨幣政策需把好貨幣供應總閘門，適當平滑宏觀槓桿率波動，使之長期維持在一個合理的軌道上。經濟復甦以後，央行貨幣政策可能逐漸收緊，這幾乎是規律。

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。

天候條件持續有利收成 農產期貨合約價格波動

12 月 3 日 CBOT 芝加哥期貨交易所 1 月黃豆期貨合約收盤上漲 1.32%、至每英斗 11.6825 美元。1 月豆油期貨合約更大漲 2.19%。3 月玉米合約上漲 0.65%、至每英斗 4.2650 美元。3 月小麥合約下跌 0.68%、至每英斗 5.8450 美元。

巴西期貨機構 Datagro and StoneX 上調黃豆的產量展望，不過另一諮詢商 Celeres 提出不同看法，認為主要生產地區的乾旱將影響生產，估計每英畝平均收成為 49.5 英斗，宣布調降巴西 2020/21 黃豆產量預估，下修 3.3%至 47.58 億英斗。估計今年加拿大油菜籽產量創五年新低，僅有 1,870 萬噸，比

去年減少 4.5%，也低於市場預期。全球蔬菜油市場中，大豆油、棕櫚油、由油菜籽製成的芥花油相互競爭。另兩種油品傳利空，有利大豆油，提振黃豆價格。

USDA 美國農業部每週出口報告稱 11 月 26 日為止當週，美國黃豆出口銷售為 1,500 萬英斗，比先前四週平均值低了 68%，並落在預估值的低端。分析師估計，美國黃豆出口銷售在 1,470 萬~4,230 萬英斗之間。2020/21 行銷年度，黃豆總出口銷售達 9.967 億英斗，仍遠高於去年同期。玉米方面，未證實的消息稱，中國將再次增購玉米，激勵玉米上揚。11 月 26 日為止當週，美國玉米出口銷售為 5,400 萬英斗，比先前四週平均值低了 14%，但是位於預估值的高端。分析師估計，美國玉米出口銷售在 3,150 萬~6,300 萬英斗之間。2020/21 行銷年度，玉米總出口銷售達 4.084 億英斗，優於去年同期。小麥方面，加拿大統計局估計，2020/21 加國小麥產量將達 3,520 萬噸，創七年新高，供給大增憂慮下，打壓美國小麥。

11 月 26 日為止當週，美國小麥出口銷售為 1,640 萬英斗，比先前四週平均值低了 5%，位於預估值的中段。分析師估計，美國小麥出口銷售在 920~2,570 萬英斗之間。2020/21 行銷年度，小麥總出口銷售達 4.546 億英斗，略低於去年同期。小麥方面，週二小麥價格跌至兩個月新低，交易員趁機進場撿便宜，技術性買盤激勵小麥合約飆高近 2%。分析師估計，11 月 26 日為止當週，美國小麥出口銷售在 920 萬~2,570 萬英斗之間。玉米方面，分析師估計，11 月 26 日為止當週，美國玉米出口銷售在 3,150 萬~6,300 萬英斗之間。

受到感恩節假期影響，11 月 26 日為止當週，乙醇的日均產量從前週的 99 萬桶、降至 97.4 萬桶。美國農業部表示，10 月份有 4.33 億英斗的玉米，用於生產乙醇，和前月相比增加 8%、但是和去年同期相比下滑 1%。

原油庫存持續大減 激勵油價跌深反彈

NYMEX 1 月 WTI 期貨週四收盤上漲 0.36 美元或 0.8% 成為每桶 45.64 美元。ICE Futures Europe 2 月布蘭特原油期貨上漲 0.46 美元或近 1% 成為每桶 48.71 美元。

油國組織 OPEC+ 一反市場預期，決議從明年 1 月開始逐步增產，但這反而成為油價上漲的利多因素，激勵 12 月 3 日原油期貨合約價格收高。OPEC+ 本週四結束成員國會議，宣佈自 2021 年 1 月起，將減產幅度從目前的每日 770 萬桶削減至每日 720 萬桶，相當於每日增產 50 萬桶。今年 4 月，OPEC+

達成創紀錄每日減產 970 萬桶的協議，8 月起將減產幅度削減至目前的每日 770 萬桶，並預計於明年 1 月將減產規模再削減 200 萬桶。

《Barron's》報導分析，市場原本普遍預期，因全球疫情仍在延燒，不利於能源需求前景，OPEC+ 將推遲原定於 1 月進行的增產計畫。不過，近期國際油價反彈，部分 OPEC+ 成員國希望藉由增產來賺取利潤，因此採取這項折衷方案，增產幅度低於先前協議預計的 200 萬桶。美國 EIA 公佈的數據顯示，上週美國商業原油庫存連續第二週下降，加上市場高度預期 OPEC+ 將延長現行減產規模，激勵 12 月 2 日原油期貨合約價格上漲。

其他能源期貨合約商品方面，1 月汽油期貨合約上漲 1.8% 至每加侖 1.2617 美元；1 月燃料油期貨合約上漲 2% 至每加侖 1.3933 美元；1 月天然氣期貨合約重挫 9.8% 至每百萬英熱單位 2.507 美元。根據 EIA 週四公佈的報告，截至 11 月 27 日當週，美國天然氣庫存較前週減少 10 億立方英尺。S&P Global Platts 的調查原先預估，上週美國天然氣庫存將較前週下降 130 億立方英尺。

今年由於全球冠狀病毒肆虐，各國為對抗疫情持續祭出各種封鎖限制措施，這也導致了石油需求大減以及油價的下跌，美國能源部預估 2020 年布蘭特原油的平均價格將為每桶 41 美元，較 2019 年均價每桶 64 美元將下跌 36%。而 OPEC 為了對抗需求下滑以及穩定油價，聯合俄羅斯等產油國作出創紀錄的減產行動，美國能源部預估，2020 年，OPEC 原油日產量將較 2019 年的 3,450 萬桶減少 390 萬桶至 3,070 萬桶。



通膨預期美元疲軟 金價跌深後反彈

COMEX 2 月黃金期貨 12 月 2 日收盤上漲 11.3 美元或 0.6% 成為每盎司 1,830.20 美元、創 11 月 23 日以來收盤新高。投資人期盼美國國會推出財政紓困案、提高通膨避險需求，再加上美元指數繼續在兩年半低點徘徊，使得金價下超過一週新高。金價在 11 月 30 日創下 7 月 1 日以來新低紀錄後，12 月 1 日勁揚 2.1%，為三週以來最大單日漲幅，主因美元指數下挫至兩年半新低。

美國就業市況欠佳，一度推升金價。根據 ADP Research Institute 公佈的全美民間就業報告，11 月民間非農業聘僱人數僅增加 307,000 人、創 7 月以來新低，這遠不如道瓊社調查的經濟學家預估值 475,000 人。另一方面，Fed 12 月 2 日發布的 Beige Book (褐皮書) 也顯示，最近幾週以來，轄下 12 個行政區當中，有 4 區幾乎零成長，其他地區也只有微幅的成長。

共和黨、民主黨議員雖然依舊無法對新一輪紓困案達成協議，但部分投資人相信，經濟數據傳來利空，可能會讓決策者更有意願推動協議。眾議院議長 Nancy Pelosi 及參議院少數黨領袖 Chuck Schumer 2 日發表聯合聲明表示，由兩黨議員 1 日共同揭露的一項規模為 9,080 億美元財政紓困方案，應作為兩院及兩黨立即協商的根據。眾議院多數黨領袖 Steny Hoyer 2 日也表示，兩黨協議可能會在「未來幾天內」達成。

Sevens Report Research 發表最新報告指出，美元重貶，再加上紓困案有望通過、使得通膨展望增溫，抵銷債券殖利率跳升的影響，金價終於站穩腳步。該證券原本預測，金價可能會延續近來的下降趨勢、來到 1,750 美元，雖然這仍舊可能發生，但黃金的長期展望依舊看俏，因為美元走貶、通膨預期增溫將帶來支撐經濟的環境。

LaSalle Futures Group 資深市場分析師 Charlie Nedoss 表示，4 年前的美國總統大選造成金價大幅震盪，因此今年投資人可能會較為謹慎保守。4 年前川普在最初的開票中旗開得勝，而市場則認為川普勝選將會造成混亂，這使得金價從每盎司 1,270 美元上漲至 1,336 美元；不過，川普的勝選感言展現總統風範，大幅降低了市場的緊張情緒，隔日金價回吐全部漲幅跌回每盎司 1,270 美元。BubbaTrading.com 首席市場策略師 Todd Horwitz 表示，今年的總統大選可能不會對金價造成太大影響，因市場過去一個月來持續消化大選相關的消息，他認為選舉之後金價仍將繼續維持過去兩個月來的調整步調，向下尋求支撐。

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。

美國總統已由民主黨拜登勝出，拜登財金團隊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。

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，美國總統大選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)