

美國拜登政府新人新政 經濟復甦將是施政首要

2021 年美國政治將由共和黨主導變為民主黨主導，整體的政策調整將非常顯著，第二輪財政刺激方案、加稅議案、以及中美貿易關係走向將成為新一屆美國政府的政策調整方向。在疫情的衝擊後，美國經濟將需要多久時間恢復，將成為全球關心，但不確定性很大的問題。但可以確定的是，消費將成為美國經濟復甦的主要動力。雖然新冠疫情造成大量美國人感染，但在貨幣、財政政策刺激下，加上完善醫療系統的影響，美國經濟並未出現結構性問題，居民收入和就業受衝擊的程度好於預期，這為消費的復甦提供了支撐。消費的復甦雖不均衡，但也為線上零售的發展孕育了機會。此外，雖然貨幣政策仍將延續寬鬆態勢，但是考慮到美國經濟的復甦會早於其他發達市場和新興市場經濟體，加上長端收益率逐漸上升的影響，預估美元將在 2021 年中逐漸升值。

作為全球受到新冠疫情衝擊最嚴重的國家，美國目前已有 2100 萬人確診感染新冠病毒，死亡病例超過 35.6 萬。雖然疫情持續擴散，但是美國完善的醫療系統並沒有因此崩潰，相比較之下，美國的新冠疫情影响死亡率低於新興市場國家。此外，貨幣和財政政策刺激的影響，美國經濟在較短時間內已開始復甦，GDP 呈現不完整的 V 型反彈。

2020 年 11 月大選後，第二輪財政刺激方案將成為兩黨博弈的第一項議題。關於財政刺激方案，民主黨在 2020 年 10 月推出了修訂後的《英雄法案》（Health and Economic Recovery Omnibus Emergency Solutions Act，HEROES Act），該法案涉及金額達 2.2 兆美元，其中主要包括：

1. 每位合資格申請者最高 1200 美元的現金支票，以及每位合資格受養人 500 美元的津貼；
2. 每週 600 美元的失業救濟金；
3. 總計 300 億美元的薪水保障計畫（Paycheck Protection Program）；
4. 總計 591 億美元用於租金減免和其他住房服務；
5. 總計 2,780 億美元的教育支出；
6. 總計 750 億美元用於新冠病毒的檢測、追蹤和治療。

相比較下，共和黨傾向的第二輪經濟刺激計畫規模為 1 兆美元，不足《英雄法案》的一半，而共和黨參議院領袖 Mitch McConnell 願意接受的刺激規模僅為 6,000 億美元。在疫苗已成功研發的背景下，共和黨對於較低規模經濟刺激的傾向，預計即將推出的第二輪經濟刺激在規模上將遠低於《英雄法案》。即便如

此，考慮到當選總統在任期第一年推出經濟刺激措施的慣例，2021 年美國經濟刺激的規模應當是相對可觀的。根據 Ned Davis Research 的測算，拜登的一籃子經濟刺激計畫將推動美國經濟在 2021 年實現 4.6% 的增長，美國經濟復甦前景看好。

此外，拜登的競選綱領中，最引人注目的是有關加稅的內容。目前，拜登的加稅政策主要包括：

1. 降低最高檔個人所得稅門檻至 40 萬美元，並提高稅率至 39.6% (目前最高檔個人所得稅門檻是年收入 518,401 美元及以上，稅率為 37%)；
2. 對年收入超過 100 萬美元的家庭徵收資本利得稅；
3. 提高公司稅率至 28%，目前是 21%；
4. 提高海外美國公司境外收入稅率至 21%，目前是 10.5%。

假設民主黨在 2021 年推出稅改議案，預計該議案大概率會在眾議院通過，在參議院被擱置。在兩院意見不一致的情況下，美國國會將臨時成立兩院代表組成的聯席會議委員會，再進行審議、商討以達成妥協方案。因此，雖不確定加稅議案的最終結果如何，但根據以上分析，兩院通過的加稅議案相較於拜登競選綱領中的政策，將相對溫和。

除了財政刺激方案和加稅議案，中美貿易關係的走向將成為拜登上任後另一件市場關注的議題。雖然拜登已聲明將考慮取消因中美貿易戰而施加的關稅，但這並不意味著新一屆美國政府不會因貿易問題與中國產生摩擦。在製造業回歸美國本土的問題上，拜登與現任總統川普的觀點是基本一致的。拜登在競選綱領中強調，新一屆美國政府的計畫是確保未來是“全美國製造”(“Made in All of America” by All of America's Workers)。因此，中美貿易緊張關係是長期問題，不會因美國大選而改變方向。出於政治原因，拜登在貿易問題上可能延續對中國的強硬態度。拜登在競選時特別提到中國的鋼鐵、鋁、光纖和造船等行業的產能過剩問題，主張採取積極的貿易執法行動，制裁傾銷和補貼等不公平行為。因此，基於政治上的判斷，美國針對中國的貿易政策不會出現 180 度轉彎。

在經濟層面上，中美貿易關係也是難以調和的。雖然經歷了貿易戰，但中國依然是美國最大的貿易逆差來源國，2019 年美國對中國的貿易逆差達到了 3,451 億美元，略小於美國對東盟、歐盟、日本三者貿易逆差的總和 3,671 億美元。中美貿易戰和疫情的雙重影響下，美國從中國進口的貿易額下降明顯，不過仍大於美國對中國的出口，前者約為後者的四倍。況且，按照購買力平價計算的 GDP 全球占比，中國已超越美國成為世界第一經濟體，經濟層面的競爭關係難

以調和。這些基礎性問題決定了中美在貿易問題上是競爭是大於合作的，美國政府的對華貿易政策也是構建在經濟層面上、且不會輕易發生改變的。

雖然財政刺激方案、加稅議案、中美貿易上仍有較多不確定性，但是拜登政府整體的政策方向是回歸美國領導下的國際合作，政策波動和整體不確定性仍小於川普政府時期。例如，在涉及到與加拿大、墨西哥以及歐洲等盟國的貿易議題時，拜登選擇釋放善意，並未表現出川普執政時期在貿易問題上對盟友的敵意。因此，拜登新政將為疫情後的全球經濟復甦帶來更多的穩定因素，這不僅有利於全球加強控制疫情的合作，也有利於經濟的復甦和資本市場的恢復。

美國新政府的政策調整和經濟刺激措施，對經濟的復甦有積極幫助，而美國經濟復甦的內在動力是什麼呢？通過分析美國就業市場、居民收入、儲蓄以及資產負債水準，2021 年美國經濟的主要復甦動力將來自於消費。就業市場和居民收入受衝擊程度好於預期新冠疫情造成美國失業率大幅上升，但全職工作的失業率上漲幅度有限，遠低於兼職工作失業率的上漲幅度。這說明疫情對就業的影響更多是在品質較低的兼職工作，而非品質較高的全職工作。因此，此次疫情下，就業市場受到衝擊的程度要遠低於 2008 年金融危機時期。就業市場的穩定對疫情後的經濟復甦將起到基礎性作用，經濟重啟的速度也更快。

在第一輪財政刺激的幫助下，工資水準並沒有出現大幅下降的情況反而出現大幅攀升，這一點也是與 2008 年金融危機時期不同的。金融危機時期，私人企業和金融業的每週平均工資同比增速出現大幅度下降，但新冠疫情後，每週平均工資同比增速上升至 6%。平均工資水準的上升保證了美國家庭的收入水準不會因疫情而下降過多，這對疫情後消費的復甦提供了直接的支援。

受疫情後 FED 非常規貨幣寬鬆政策的影響，美國股市反彈勢頭強勁，標普 500 指數從 2020 年 3 月的低點 2237.4 點反彈至 11 月的 3621.6 點。股市的回暖，以及第一輪財政刺激的幫助，為美國居民帶來了顯著的財富增長，但由於疫情造成了隔離和封鎖，財富增長並沒有導致過度消費，而是轉化成為儲蓄，這也導致了個人儲蓄率的飆升。

2020 年 11 月的美國消費者信心指數為 96.2，顯示其仍在恢復過程中，距離疫情開始前 130 的水準仍有差距。受聖誕假期的影響，消費品零售已恢復至疫情開始前的同比增速。隨著消費者信心的進一步回升，消費將在儲蓄的推動下加速恢復，並將補償部分因疫情而減少的消費，進而帶動美國經濟的全面復甦。

當前，美國家庭的資產負債水準非常健康。債務對可支配收入的比值已從 2008 年金融危機時的高點 1.36，下降至目前的正常水準 0.90，處於 20 年以

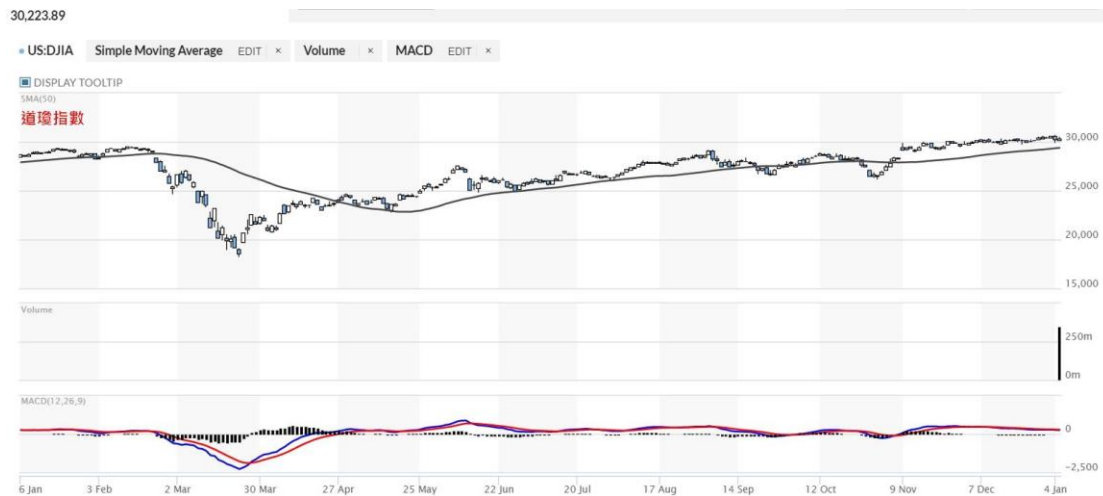
來最低水準。淨財富對可支配收入的比值雖然因為疫情的原因而有所下降，但仍處於 5.17 左右的水準，與 2018 年底的水準相當。此外，房貸利率也降至了歷史低位 2.95%，這使得居民整體的債務負擔並不嚴重。相比之下，企業的債務負擔才是經濟的潛在隱患。因此，在健康的資產負債水準下，美國居民消費的復甦將更具持久性。

2021 年美國經濟的復甦將由消費帶動，在消費的恢復過程中，服務和食物的消費在復甦進程上的差異將成為一種趨勢。美國的消費雖然已開始逐步復甦，但在個人消費支出方面並不均衡。食物消費在疫情後反彈明顯，同比增速已回升至 8.3%，而服務消費仍保持負增長，但降幅已開始緩慢收窄。考慮到疫苗的生產和運輸仍需時日，美國的疫情在未來數月仍不會有較大改善，而消費者信心的恢復還需時日，尤其是對於需要前往聚集場所才可以進行的服務消費。這些因素都導致了食物和服務的消費分化日趨嚴重。

FED 在今年 8 月對貨幣政策框架進行了重大修訂，其中涉及的平均通脹制對 2021 年的貨幣政策走向將產生深遠影響。此外，FOMC 在今年第三季度的例會上也傳遞出維持寬鬆的信號。利率政策方面，2021 年 FED 仍將維持近零利率不變，而下次加息預計將在 2023 年。量化寬鬆方面，三季度 FOMC 的會議紀要顯示，現有的資產購買計畫將維持至 2022 年，並在 2022 年下半年開始縮減購買規模。

目前，FED 仍處在按兵不動的狀態，靜待第二輪財政刺激方案落地。疫情後，FED 實施了較大規模的貨幣寬鬆政策，這導致接下來的政策調整有限。在實施大規模量化寬鬆政策後，FED 持有美國國債的比例已大幅攀升，從 2020 年 2 月的 10.5% 上升至 10 月的 16.6%。

FED 在 2021 年的政策調整將圍繞在強化前瞻指引和調整量化寬鬆結構這兩方面展開，其中對後者的可能調整是：擴大長債的購買比率，壓制長短利率，間接實現某種程度上的“收益率曲線控制”。展望未來，需要關注 2021 年 6 月和 9 月的 FOMC 會議動向。在經歷大選和疫情衝擊後，美國經濟在 2021 年上半年會進行調整，在經濟刺激和疫苗的雙重利好下，經濟將開始加速復甦。因此，關於加息預期的討論大概率將出現在今年 6 月的 FOMC 會議上，委員們將開始關心經濟復甦後可能出現的經濟過熱現象。而 9 月的 FOMC 會議將更新對 2024 年的經濟展望，這將直接反應出委員們對於加息幅度的預期。



新冠第二波來勢洶洶 歐元區經濟離復甦遠

繼 2020 年第三季度的強勁復甦之後，第四季度的歐元區經濟萎縮 2.7%，而不如 9 月底所預測增長 2.2%。主因是歐洲第二波疫情來勢洶洶，新增感染病例急劇增多，各國政府重新實施嚴格的封鎖措施，部分經濟活動被迫叫停。由此，歐元區 2020 年全年的經濟增長恐將下降 7.3%。

另外，跟 2020 年 9 月份預期增長 1.5% 相比，市場研究機構預測變得更加保守，2021 年第一季度的歐元區經濟將只會增長 0.7%。此後，歐元區經濟在 2021 年第二季度將有望增長 3.0%。而到了第三季度，歐元區經濟才會真正實現強有力復甦，增長率暴漲至 12.5%，高於此前 9 月份預期的 8.2%。

預測歐元區家庭支出在 2020 年第四季度減少 3.7%，並在 2021 年第一季度和第二季度分別增長 0.7% 和 2.7%。值得注意的是，市調機構指出疫情的動態變化、新冠疫苗的接種等因素使得歐元區經濟前景存在極高的不確定性，而可能出現的英國硬脫歐也會造成供應鏈中斷。

歐洲疫情暴發早於美國，各國政府為防控疫情採取的社會隔離措施也普遍嚴於美國。歐洲也出臺了規模超過金融危機時期的寬鬆貨幣和財政刺激政策，但受限於歐盟和歐元區的成員集體決策機制，政策力度不及美國，出手速度也慢於美國。這些因素導致歐洲經濟在疫情中的收縮幅度超出美國。

歐盟統計局資料顯示，2020 年二季度，歐元區 GDP 環比斷崖式下跌 11.8%，其中西班牙下跌 21.5%，衰退最為嚴重，表現最好的德國也下降 9.8%，高於美國同期 9% 的降幅。英國降幅深達 19.8%，英國央行稱之為 300 年來最嚴重的衰退。

經過“封城”、“禁足”，歐洲疫情一度得到較好控制，新增病例和新增死亡人數一度降至春季高峰時期的 1/10 和 1%。經濟也出現快速回暖，三季度歐元區 GDP 環比大增 12.6%，英國反彈 15.5%。但放鬆隔離和重啟經濟也使疫情快速反彈，夏季之後歐洲疫情再呈失控態勢，新增病例連創新高，至 11 月已數倍於春季峰值，得益于治療水準的提高等因素，新增死亡人數仍未超過前期峰值。迫於新冠二次疫情，英、法、德、西等主要歐洲國家 11 月相繼重新實施“封城禁足”，但措施遠不及春季嚴厲。

二次疫情及二次封鎖下，歐洲經濟復甦勢頭明顯放緩。包括歐洲央行在內的權威機構認為，歐元區經濟前景已經惡化中。歐洲央行行長拉加德指出，新冠病例增加以及相關防疫措施正在影響經濟活動，2020 年第四季度歐元區經濟增速很可能再度轉為負值。IFW 預估歐元區經濟復甦步伐將明顯放緩，特別是西班牙和法國，如果不能控制疫情，有可能進入二次衰退。如果西班牙衰退程度最終達到德國的兩倍，任何復甦基金或救助計畫都難以幫助其走出困境。歐洲南北經濟鴻溝的擴大，還將增加歐盟國家在利益分配上發生衝突的危險，從而削弱成員國集體抵禦風險的能力。

展望 2021 年，歐洲經濟反彈有幾大利好加持。首先，歐洲已具備開始大規模接種新冠疫苗的條件。德國 Biontech 表示疫苗在歐洲交貨最早可在 2020 年 12 月下半月開始，年內 Biontech 和輝瑞疫苗產量可達 5000 萬劑，2021 年將生產多達 13 億劑。其次，歐洲的外部環境預期也會明顯改善。美國政府換屆顯然將修復美歐關係，雙方的貿易爭端也有望得到化解。此外，為阻止歐洲經濟前景惡化，歐洲央行已經明確表示，年內將研究出臺進一步支持經濟和通脹上行的貨幣寬鬆政策。機構普遍預計，歐洲央行會將疫情緊急購債計畫規模擴大約 5000 億歐元。歐元區融資條件有望在更長時間內保持寬鬆。

IMF、OECD 和歐盟執委會等預估，2021 年歐元區經濟可望增長 4.2%-5.2%。但這顯然無法彌補其 2020 年約 8% 的萎縮。樂觀預計，歐元區最早要到 2022 年下半年之後才能恢復到其疫情前的經濟產出水準。上次金融危機後，歐元區經濟復甦一度被歐債危機中斷，前後共花了 6 年多時間才恢復到危機前的水準。那次美國花了 3 年。

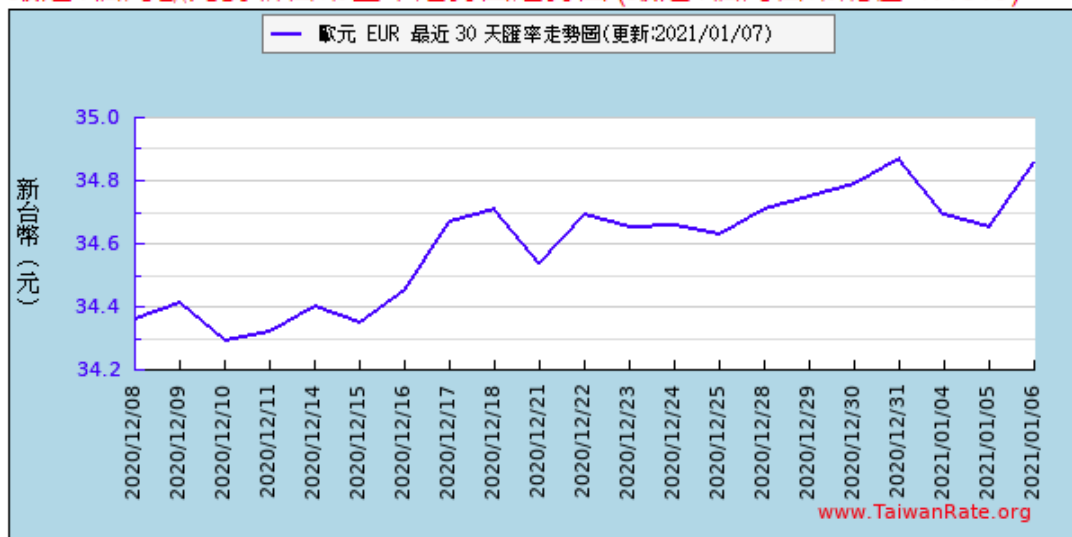
歐元區政府積極推行財政政策以挽救陷入衰退的經濟，為向有財政困難的國家提供支援，歐盟委員會提出 7,500 億歐元的復甦基金，當中包括無需償還的贈款及需償還的貸款兩部份。基金將根據經濟受疫情影響程度而發放，市場預期疫情較嚴重的義大利及西班牙將獲得最多援助金額。德國與法國公開表示支持下，

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，2020 年歐元區經濟將出現 10.2% 的衰退；其中，德國經濟 2020 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，2020 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。

最近1個月歐元對新台幣匯率走勢圖趨勢圖 (最近1個月台幣貶值-1.43%)



歐元區經濟 2021 年主要面臨三大考驗：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。

日本不惜封再度鎖國境 舉全國之力為經濟復甦

日本新冠疫情第二波也是來勢洶洶，前期就跟隨中國採取了嚴格的防控措施，似乎疫情弱於歐美，故疫情對日本經濟的衝擊要弱於歐美；但是日本經濟本來就處於低增長狀態，全球疫情導致需求不足，嚴重拖累日本的進出口貿易，內需不足亦嚴重制約日本經濟，日本經濟下降幅度亦較大，世界主要投行關於日本 2020 年經濟增長預期區間為-5%--6.5%之間，預估 2021 年則出現回檔，回檔的幅度要小於中歐美等國，預期區間為 2%-3%。2020 年日本 GDP 恐將萎縮 5%-5.5%；2021 年全球經濟的復甦將會有助於日本進出口貿易的恢復，帶動經濟幅度的幅度，預計 2021 年日本經濟將會出現 2.5%-3.5%的增長。雖然經濟復甦前景是未知的，但美國經濟陷入衰退的概率已大幅下降。FED 的經濟衰退概率指標在美國疫情高峰時達到 37.9%，而根據 FED 的最新預測，2021 年 10 月的經濟衰退概率已下降至 16.6%。

根據日本央行 2020 年 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。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。日本央行將支援私營部門改革，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。

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。2020 年以來，受新冠疫情影響，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，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%。

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，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，2020 年 GDP 將年減 4.5%。同時，2021 年新冠肺炎二次疫情繼續在世界蔓延，日本經濟將預估下降 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%。預計投資也將在 2021 年反彈，預測 2021 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 2020 年經濟下滑 5.8%，2021 年經濟增長 2.4% 左右。

日本政府日前修訂了 2020 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。2020 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 2020 年 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。日本首相菅義偉向全世界承諾，他將繼續努力保證東京奧運會在 2021 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。

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”上映至今已創下 300 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 在今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。



脫歐和新冠疫苗是英國經濟復甦的二朵烏雲

對英國來說，脫歐不確定性與疫情的負面影響預計仍將成為制約 2021 年經濟增長的主要因素。2020 年，對以脫歐拉開序幕的英國來說，是不同尋常的一年。2021 年 1 月 31 日，英國正式脫歐，隨後進入為期 11 個月的過渡期。儘管英國和歐盟幾度加快談判進程，但因在核心問題上分歧嚴重，雙方商定的談判最末期限幾次延期。直至 2020 年 12 月 24 日，雙方才就未來關係達成協議，一掃無協議脫歐的陰霾。

但英國龐大的金融服務部門對於歐盟市場的准入仍是一個未解的問題。在執行這一長達 2000 多頁的協議過程中，如何減少英國金融服務業與歐盟的摩擦值得關注。協議還關係到英國脫歐后如何處理與歐洲單一市場、關稅同盟以及實行了 40 多年的歐盟法律的關係問題。2021 年作為英國正式脫歐后的第一年，也需要英國不同部門在進出口貿易、競爭、國家援助、環境管制以及知識產權等領域盡快消除一系列政策與立法方面的影響。同時，英國還要與美國等國家談判簽訂雙邊自由貿易協定，並與已經簽訂貿易協議的國家調整關係，這些均在無形中增加了英國出口貿易以及經濟增長的不確定性因素。

市場專家認為，不能低估脫歐對英國經濟的沖擊。英國政府預估，從長遠來看，英國的人均國民收入將比留在歐盟少 5% 左右，而喪失市場准入帶來的短期

損失約為英國國民收入的 1%。英國 LSE 洛倫佐·科多尼奧表示英國脫歐將對英國經濟造成長期影響。脫歐將是英國復甦的一大障礙，或將在 2021 年第一季度給英國帶來嚴重影響。除此之外，脫歐將是長期影響因素，圍繞脫歐問題而進行的談判將持續，脫歐給英國經濟帶來的負面影響將長期存在。

新冠肺炎疫情無疑使英國經濟雪上加霜。受第二波疫情沖擊，英國因疫情死亡人員總數位列全球第五。疫情來襲時，英國政府實行禁足令，金融服務業、民航業、銀行業、交通運輸業、旅遊業、零售業和酒店服務業等經濟部門的運營明顯不足。英國國家統計局發布的最新數據顯示，受疫情影響，2020 年第三季度，英國失業率升至 4.8%，失業人口約為 150 萬，為 2016 年 11 月以來最高水平。

雙重打擊下，本已處於停滯狀態的英國經濟陷入衰退。在英國面 300 多年來最嚴重經濟衰退的背景下，英國政府不得不宣布削減對外援助預算。另據經濟合作與發展組織 12 月的世界經濟展望報告，2020 年英國國內生產總值將下滑 11.2%，預計成為全球下降幅度最大的國家之一。

市場專家預計，英國經濟在 2021 年將有機會小幅增長，但難以恢復到疫情前水平，預期將持續到 2022 年。英國經濟對服務業的依賴程度較高，製造業對英國 GDP 的貢獻不到 10%。英國經濟的復甦依賴酒店服務業和旅遊業的恢復，而這些行業受疫情影響最為顯著。預期疫情將在 2021 年第二季度有所緩解，有關限制措施將放鬆，消費需求將逐步恢復，英國經濟大幅復甦。

德勤會計師事務所的市場報告宣稱，預計英國在 2021 年春季和夏季疫情有所緩解，限制措施有所放鬆，經濟復甦有所加速。《金融時報》發表文章說，2021 年，英國將是世界上經濟復甦速度最慢的國家之一。OECD 經合組織認為，到 2021 年底，英國經濟總量將比疫情暴發前的水平大約縮減 6.4%。

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 2020 年 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。

英國央行於 2020 年 11 月公佈貨幣政策決定，維持利率在 0.1%。英國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工作的方式來支援增長。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，英國首相強生宣佈實施第二次全面封鎖。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。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。

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。

若 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 2020 年 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。



2021 年貨幣政策軟著陸 金融支援實體不放鬆

IMF 和 OECD 分別將 2020 年全球經濟增速上調為-4.4%和-4.2%，並將 2021 年全球經濟增速上調為 5.2%和 4.2%；各主要投行對全球經濟增速預期相對樂觀，2020 年下半年亦是不斷上調經濟增速預期，預期萎縮區間在 3.5%-4% 之間。整體來看，世界三大經濟組織和世界主要投行關於 2020 年經濟增長的預測區間為-3.5%--4.5%，2021 年出現大幅反彈，經濟增長的預期區間在 5%-6%。雖然全球疫情依然嚴重，但是政策應對和疫苗的進展，均有利於經濟的復甦，經濟超預期復甦將會持續，預估 2020 年全球 GDP 經濟增長萎縮 3.5%-4% 的可能性大，2021 年經濟將會出現 5%-5.5% 的報復性增長。

中國在新冠疫情最先得有效的控制，中國經濟開啟了全面復工復產，外需亦拉動中國經濟，三大經濟組織和世界主要投行對於中國 2020 年經濟預期區間為 1.8-2.2% 之間，對於 2021 年的經濟增速預期在 7%-9% 之間。疫情的有效防控，中國經濟的強復甦是必然，中國 2020 年經濟出現 2-2.3% 的增長的可能性大，要明顯強於歐美日的負增長預期。2021 年，中國經濟繼續大幅增長，市場主要投行包括德銀、摩根大通和富國銀行等，更是將中國 2021 年經濟增長預期提升到了 9.2%-9.5%。預計中國 2021 年經濟增速將會達到 8%-9% 區間。

在 2020 年，面對疫情和國內外經濟環境曲折多變，金融監管體系踏准節奏，收放有度，一系列貨幣政策、金融監管政策對經濟恢復起到關鍵作用。從 2020 年 1-4 月穩增長的逆週期調節階段，到 5-7 月精準導向的總量邊際收緊階段，最後是 8 月至今的政策穩健中性階段，兼顧短期刺激需求和長期風險防控。

具體來看，2020 年以來，為應對疫情衝擊，央行等部委聯合出臺了包括支持防疫金融 30 條、8000 億元再貸款再貼現資金在內的特殊金融政策，政策力度和靈活度前所未有。2020 年前 10 個月金融部門向實體經濟讓利約 1.25 萬億

元。資料顯示，逆週期調控之下，2020年社融增速大幅上升。2020年前11月社融33.09萬億元，同比大增9.62萬億元，多增主要由信貸及直接融資貢獻。增速方面，截至2020年11月末，M2增速10.7%，明顯高於2019年末的8.7%；社融同比增速13.6%，明顯高於2019年末的10.7%，實現了政府工作報告提出引導廣義貨幣供應量和社會融資規模增速明顯高於去年的目標。

從前期政策效果看，中國經濟社會已基本恢復發展，2020年前三季度經濟增速轉正，其中第二、三季度GDP分別增長3.2%和4.9%，消費、投資、出口等經濟指標全面向好，供給基本恢復，需求加速改善，就業民生較好保障，市場預期總體穩定。中國社會科學院發佈的《世界經濟黃皮書：2021年世界經濟形勢分析與預測》預計，2021年世界經濟按PPP計算的增長率約為5.5%。其中，美國GDP增長3.1%，中國GDP增長8.2%。不過，由於新冠疫情仍然可能在2021年春季爆發，世界經濟增速反彈乏力的風險仍然存在。

在疫情可控，經濟恢復逐步基礎夯實的情況下，信用緩慢收緊之下，社融增速逐步下行。預計2021年新增貸款接近20萬億元，社融僅32.5萬億元，社融增速11%左右。高基數及穩杠杆之下，2021年社融增速將明顯下行，增速向2019年水準靠近。在低基數及經濟復甦之下，2021年名義GDP增速或接近10%，11%的社融增速，與之基本匹配，可以達到穩杠杆之目標。2021年貨幣政策緊信用的格局已經初步形成，經濟持續復甦，出口形勢大好，將帶動製造業投資，製造業融資需求將明顯改善，消費好轉也將帶動個人消費貸等需求，客觀上對利率的上升造成一定壓力。“構建新發展格局”所須的結構性政策會保持力度，對科技創新、小微企業、綠色發展仍將保持局部寬鬆；在經濟下行壓力加大時，貨幣政策仍有率先調整的靈活性。

公開資料顯示，截至2020年10月末，金融機構對公貸款餘額新增11.0萬億元，較上年同期多增2.7萬億元；新增對公貸款中中長期貸款占比70.0%，較上年同期上升8.1個百分點。對於後續信貸結構指引，強調繼續“引導金融機構增加製造業中長期貸款”。此外，2020年12月21日召開的國務院常務會議決定，延續普惠小微企業貸款延期還本付息政策和信用貸款支援計畫。2020年，為加大金融對實體經濟支援，說明小微企業渡過難關，央行出臺了兩項直達貨幣政策工具，對地方法人銀行實行普惠小微企業貸款階段性延期還本付息給予一定激勵，並對地方法人銀行發放普惠小微企業信用貸款提供優惠資金支持。

2021年開年，監管部門加強房地產貸款集中度管理，符合近年房住不炒的房地產調控主基調，更有助於推動金融資源進一步進入小微企業、製造業、綠色

發展等國民經濟和社會發展重點領域和薄弱環節。在金融資源有限的情況下，避免房地產業虹吸效應，擠佔過多的信貸資源。之所以強調支援實體經濟的另一個原因是，國內外經濟恢復的基礎尚不穩固。近日，國際貨幣基金組織預測，2020 年全球經濟增速為-4.4%，恢復至疫情前水準仍需時日。

2021 年外部環境還存在很大的不確定性，經濟復甦基礎還不牢固，特別是對小微企業等薄弱領域還需要加大金融支援力度。因此，政策延期有助於小微企業渡過難關，也有助於保市場主體保居民就業目標的進一步實現。從上市銀行 2020 年半年報看，上市銀行主力向租賃和商業服務業、製造業、房地產業、交通運輸倉儲和郵政業、水利環境和公共設施管理業、電力熱力燃氣及水生產和供應業等行業貸款，其中，與上年同期相比，製造業貸款投放大增 369.1%，基建相關貸款增長 89.7%，房地產貸款增長 26.1%。

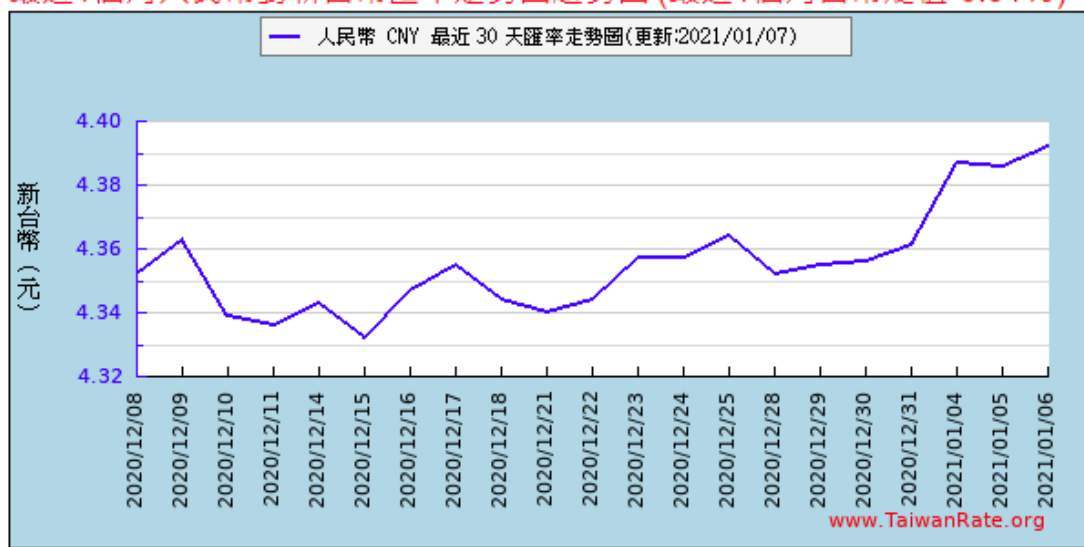
2021 年，在央行等金融監管部門引導下，這一趨勢將會持續。2021 年貸款需求應強于上年。首先是對後續經濟形勢看好的企業增多，中長期貸款需求增加；其次，第一季度是企業集中購買生產資料的時間，對資金周轉的需求同步增大；另外，外貿出口需求過去幾個月一直比較旺盛，新的一年還會繼續帶動企業信貸需求。資本市場直接融資對經濟的支撐作用越來越大。

2020 年，中國多層次資本市場通過頂層設計形式，全面啟動深化改革：首先是新《證券法》於 2020 年 3 月 1 日起正式施行，有利於保護中小投資者利益，促進市場健康發展，也是促進我國證券市場長期健康發展的制度基石。其次，2020 年 7 月 27 日，精選層正式開市，這標誌著我國多層次資本市場再添生力軍，創新型、創業型、成長型中小企業迎來科技與資本融合新通道。截至 2020 年 12 月 16 日，精選層股票數量增至 37 家。2020 年，創業板實行註冊制亦是重大突破。8 月 24 日，創業板註冊制下首批 18 家企業亮相資本市場，截至 2020 年 12 月 16 日，這一數字擴大至 54 家，首發募集資金淨額合計約 561.54 億元。2020 年年末，退市新規出臺。如是金融研究院副院長張奧平認為，伴隨資本市場全面註冊制改革，資本市場 IPO 的開口已經打開，2021 年退市新規將正式落地，資本市場的退市出口也將全面打開，整體進入有進有出、良性迴圈的新發展階段。預計 2021 年 A 股被動退市公司約有 40 家，過渡期後，預計 A 股退市率將從 2022 年起維持在 2% 左右，優勝劣汰明顯提速。總體而言，資本市場機制體制和法制建設，有利於落實金融支援實體的要求。

2020 年 12 月證監會主席易會滿傳達學習中央經濟工作會議精神，提出 2021 年六大工作重點，第一個就是著力完善資本市場支持科技創新的體制機制。

他強調，要積極發揮科創板、創業板、新三板支持創新的功能作用，更好促進科技、資本和產業高水準迴圈；完善私募股權基金募投管退機制，鼓勵投早、投小、投科技。資本市場也要給科技創新在融資端全面支撐。易會滿重點提到了完善私募股權基金募投管退機制，使資金有效匹配至處於早期發展階段的優秀科技創新型企業。2021年，多層次資本市場體系日益完善，科技創新企業從創立早期到發展巔峰期，再到衰落期，在資本市場都能找到對應市場，打通多層次資本市場，讓不同階段的企業都能找到歸屬地。

最近1個月人民幣對新台幣匯率走勢圖趨勢圖 (最近1個月台幣貶值-0.91%)



天候條件持續有利收成 農產期貨合約價格飆高

CBOT 小麥與黃豆期貨 1 月 4 日上漲，玉米則是下跌，3 月玉米期貨收盤下跌 0.1% 成為每英斗 4.8375 美元，3 月小麥上漲 0.2% 成為每英斗 6.42 美元，3 月黃豆上漲 0.2% 成為每英斗 13.13 美元，續創 2014 年以來新高，因南美天氣乾旱威脅作物的影響。ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 1 月 4 日上漲 1.1% 成為每磅 78.97 美分，3 月粗糖期貨上漲 1.7% 成為每磅 15.76 美分。

南美的巴西與阿根廷近期都因為天氣乾旱使得作物的生長前景出現隱憂，巴西過去幾週以來的天氣有所改善，但降雨程度仍無法穩定作物前景。IMEA 農業經濟研究所報告表示，該州至少有 2.5% 的黃豆需要重新播種，並預期今年的黃豆單產將年減 3%，主要因為天氣乾旱的影響，黃豆產量則預估將持平於 3,540 萬噸。

美國 CoBank 農業銀行副總裁 Dan Kowalski 表示，今年將是美國經濟恢復的一年，美國經濟成長率可望由去年的 -4% 翻轉為 +4%，包括農業在內的各行各

業也將受益。科瓦爾斯基指出，較高的商品價格以及較低的利率對農村經濟來說是一個很重要的金融優勢，預期今年也將持續，主要因為中國大陸的需求持續強勁，而包括南美在內的幾個世界重要農業產區則是遭遇乾旱的侵襲，可能將導致產量的下滑。

美國伊利諾州 Soybean & Corn Advisor Inc.顧問公司撰文表示，阿根廷政府為刺激出口，去年 10 月將黃豆的出口關稅從 33%降至 30%，11 月回調至 31.5%，12 月再回調至 32%，1 月起將完全恢復至原先的 33%。阿根廷是全球最大的豆油與豆粕出口國，農業出口關稅則是該國的重要稅收來源。不過，阿根廷政府此番調降出口關稅並沒有達到激勵出口的效果，主要因為阿根廷也是全世界通膨最嚴重的國家之一，農民將農作視為對抗通膨的最佳選項，特別是芝加哥黃豆、小麥與玉米期貨都創下 2014 年以來新高，更是令農民惜售。最新數據顯示，去年 11 月阿根廷的通膨年率達到 35.8%，阿根廷披索去年全年也貶值 40%。

除了黃豆以外，阿根廷也是第三大的玉米出口國。阿根廷上月在經歷長達 20 天的罷工之後，阿根廷植物油行業商會和穀物出口商會最終與工會達成協議，2021 年 1-8 月工人將逐步獲得 25%的加薪，此後也將會根據通膨上調薪資。2020 年，黃豆、小麥、玉米分別上漲 37.2%、14.6%、24.8%，其中黃豆寫下 2007 年以來最大年度漲幅，因中國大陸需求強勁，以及南美天氣不利導致供應收緊的影響。

原油庫存持續大減 油價將在高檔震盪

NYMEX 2 月原油期貨 1 月 4 日收盤下跌 0.9 美元或 1.9%成為每桶 47.62 美元，因 OPEC+ 石油輸出國組織 4 日未能達成 2 月份的生產決定，5 日將繼續開會；ICE Futures Europe 近月布蘭特原油下跌 0.71 美元或 1.4%成為每桶 51.09 美元。媒體報導，OPEC 產油國傾向於 2 月份維持產量，俄羅斯與哈薩克則希望增產 50 萬桶/日。

俄羅斯能源部公布的數據顯示，2020 年 12 月，俄羅斯原油以及凝析油產量為 4,246 萬噸，較前月的 4,103 萬噸小幅增長，與上年同期的 4,765 萬噸相比則是年減 11%，主要因為 OPEC+ 減產協議的影響。2020 全年，俄羅斯原油產量年減 8%至 5.1268 億噸。12 月，俄羅斯原油出口量為 1,703 萬噸，較前月的 409 萬桶/日減少 1.5%，較上年同期減少 16%。2020 全年，俄羅斯原油出口量年減 11.8%至 2.1916 億噸。俄羅斯 12 月在減產協議中的生產配額與沙烏地

阿拉伯相同為 899 萬桶/日，但此配額不包括凝析油；1 月起，沙國與俄羅斯的生產配額均上調 12.6 萬桶/日，均為 911.9 萬桶/日。

OPEC 石油輸出國組織秘書長 Mohammed Barkindo 表示，2021 年上半年石油市場仍將面臨許多的下滑風險，稱在一些疫情嚴重的國家，包括社交距離以及經濟活動的限制措施等仍然存在，並且全球也擔心變種病毒會令疫情持續升溫。今年下半年全球經濟可望出現較強勁的反彈，但部分產業包括旅遊、觀光、休閒以及醫療等，可能都要耗費數年的時間才能夠回到疫情以前的水平。OPEC 預估，2021 年，全球石油需求將年增 590 萬桶/日，至 9,590 萬桶/日，主要是受到開發中國家的需求帶動，今年的全球經濟增長預估則為 4.4%。

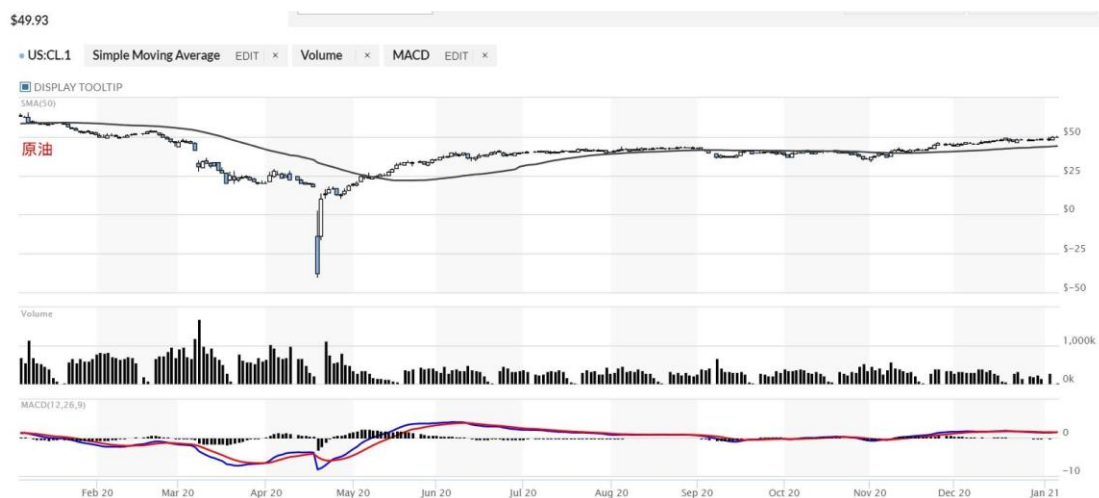
OPEC+ 石油輸出國組織將於 1 月 4 日集會討論 2 月份的生產配額。為應對全球疫情帶來的衝擊，OPEC+ 去年達成創紀錄的減產協議，最初減產 970 萬桶/日，其後隨著疫情趨緩，減產額度下調至 770 萬桶/日，1 月起減產額度再下調至 720 萬桶/日，並將每個月檢討石油市場情況與生產配額。

雖然英美等部分國家已經開始施打疫苗，但今年全球石油需求仍難以回到 2019 年 1 億桶/日的水平，OPEC 12 月的月報也下調今年全球石油需求增長的預估，主要因為疫情的擔憂揮之不去的影響。2020 年，油價下跌 20%，是唯一一下跌的主要商品，主要就是因為疫情對全球石油需求造成重創的影響。

2021 年，美國原油產量預估為 1,044 萬桶/日，並預期要到 2023 年稍晚才可望恢復至疫情前水平的 1,280 萬桶/日。美國能源部數據顯示，12 月 25 日當週，美國原油日均出口量較前週的 309.9 萬桶增加至 362.5 萬桶，創下 9 個月新高，相比 2019 年底為創歷史新高的 446 萬桶/日。報告預估，2021 年，美國原油出口量將年減 100 萬桶/日，至 220 萬桶/日。報告指出，雖然疫苗開始接種為經濟恢復正常帶來曙光，但石油需求復甦的道路仍相當漫長，石油出口市場也不會例外。2020 年，油價下跌 20%，是唯一一下跌的主要商品，主要就是因為疫情對全球石油需求造成重創的影響。

美國能源部公佈，1 月 4 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.249 美元，續創去年 3 月以來的 9 個月新高；較前週上漲 0.6 美分，較去年同期下跌 32.9 美分。各地區零售汽油均價多數上揚，西岸地區的零售汽油均價最高達每加侖 2.807 美元，較前週上漲 1.5 美分，較去年同期下跌 40.1 美分；墨西哥灣地區的零售汽油均價最低為每加侖 1.928 美分，較前週持平，較去年同期下跌 34.9 美分。

美國汽車協會的數據則顯示，1月4日全美零售汽油均價為每加侖 2.25 美元，同樣創下今年 3 月以來的 9 個月新高；較前週持平，較一個月前上漲 9 美分，較去年同期下跌 33 美分。美國能源部數據顯示，12 月最後一週美國汽油需求為 810 萬桶/日，創下 23 年來的同期新低；在需求疲弱的情況下，預期未來幾週零售汽油價格將會走低。1 月 4 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.24 美元，較前週下跌 1.5 美分，較一個月前上漲 8 美分，較去年同期下跌 34.4 美分。



預期美元持續疲軟 金價跌深後反彈

COMEX 2 月黃金期貨 1 月 4 日收盤上漲 51.5 美元或 2.7% 成為每盎司 1,946.6 美元，創下兩個月來的新高，主因美債殖利率走低的影響。4 日美國十年期國債實際殖利率盤中跌至 -1.124%，投資者正在尋找能從通膨上升中獲益的資產。儘管疫苗消息令市場情緒變得更加積極，但今年金價預計仍能走高，主要受到通膨預期和負實際利率的提振。

金拓新聞的一項網路調查顯示，有高達 84% 的投資人認為今年底金價將會達到每盎司 2,000 美元以上，平均值達到每盎司 2,300 美元。在投行當中，包括高盛、德國商業銀行以及加拿大帝國商業銀行也都認為 2021 年金價目標上看每盎司 2,300 美元，主要因為央行將繼續維持超寬鬆的貨幣政策，且下半年經濟回升後通膨壓力將會增加，這會使得實質利率繼續維持在負值區域，對金價構成支撐。研究機構 Goehring & Rozencwajg Associates, LLC 認為，金價可以上看每盎司 3,000 美元價位，主要將是受到通膨的帶動，稱全球央行在 2020 年大規

模印鈔，2021 年將無可避免地要付出代價。單單在 2020 年，美元的貨幣供應量就增加了 20%。

英國研究機構 Metals Focus 金屬聚焦公司認為，今年黃金以及鈀金的價格都有機會再創新高，但銀價的漲幅有可能繼續稱霸。獨立分析師 Ross Norman 則是認為今年金價還能再上漲 20%，稱包括政府龐大的債務、公債的負實質殖利率、通膨威脅以及股市可能的震盪等，都會是支撐金價的主要原因。

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。

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 年全球在新冠疫情、美中經貿摩擦不斷加劇、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。美國拜登政府的未來的宏觀貨政財政、中美貿易戰爭持續與否、地緣政治不穩定性與新冠肺炎疫情等利空因素，將持續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，金市的避險情緒謹慎樂觀。黃金價格未來方向將取決於美元強弱，全球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)