

美國經濟復甦將走 K 型 疫苗和紓困雙管齊下

美國商務部近期公佈資料顯示，2020 年美國經濟增長萎縮 3.5%。這一估計要略低於 IMF 國際貨幣基金組織的預測數位 3.4%，但顯著差於 FED 去年 12 月中旬的預估值萎縮 2.4%。這一增長記錄為 1946 年以來美國最嚴重的經濟下滑，同時也是 2008 年國際金融危機以來的首次經濟衰退。市場預計 2021 年的美國經濟將明顯好轉。FED 認為，由於 COVID-19 疫苗已經在美國開始接種，預期美國 2021 年經濟增長率可以達到 4.2%。

1 月下旬，隨著美國民主黨以微弱優勢控制參議院，拜登政府的 1.9 兆美元刺激計畫將大規模實施。IMF 國際貨幣基金組織認為，拜登政府的 1.9 兆美元刺激計畫，將把 2021 年美國經濟增長率提升 1.25 個百分點，未來 3 年，將為美國經濟增長貢獻 5 個百分點。

對於美國經濟這種發展趨勢，多數經濟學家的理解是大危機之後的觸底反彈，而不是走向穩定的增長通道。2022 年美國經濟的增速仍將顯著下調，FED 預測 2022 年經濟增速為 3.2%，IMF 預測為 2.5%，因而美國經濟恐呈現 K 型復甦態勢。事實上，這種快速觸底反彈和隨後的緩慢增長可能是全球經濟的一個普遍現象。

IMF 預測表明，全球經濟增速在 2021 年可達到 5.5%，但 2022 年仍將下調至 4.2%。更多市調機構的研判也認為，受到新冠疫情衝擊，服務業如酒店、航空、餐飲等需要 4 年左右的時間才能恢復到疫前。而已開發國家的經濟結構中，服務業占比接近 80%，如果服務經濟不能顯著好轉，那麼該國經濟就無法邁入正常增長通道。

美國商務部在公佈 2020 年美國經濟資料時也強調，構成美國經濟關鍵支柱的民間消費、出口、投資以及政府支出，在 2020 年都經歷了顯著的衰退。未來，促進經濟復甦的動力主要有 3 個，一是聯邦政府支出，二是智慧財產權為主的數字經濟發展，三是住宅消費增長。對於美國 2021 年的經濟增長，新任總統拜登的刺激計畫被寄予厚望。

按照 IMF 的預測，2021 年日本經濟增速為 3.1%，2022 年為 2.4%。這是以開發國家經濟增長最差的。因而，日本宏觀經濟仍將呈現出一種典型的低增長、低利率、低通脹特點。日本自 20 世紀 90 年代以來曾長期保持這種增長特點，近年來也被概括為日本化。FED 在近期公開聲明，FED 將繼續執行其低利率政策。FED 理事主席鮑威爾認為，儘管美國失業人數從去年高峰時期的 2200 萬人下降至 980 萬人，但這一失業人數與 2008 年國際金融危機以及 20 世紀 30

年代的大蕭條時期所差無幾。美國經濟要恢復正常還有很長的路要走，很大程度上取決於新冠疫情後續變化。

FED 宣佈美國長期策略仍將維持 2012 年制定的基本框架，在 2023 年之前將利率控制在零至 0.25% 之間。2008 年金融海嘯之後，FED 也曾長期執行此一低利率策略，導致全球主要央行被迫大規模印鈔票寬鬆銀根。從 2016 年初，FED 逐步退出量化寬鬆政策。川普當選總統之後，FED 又大幅度將聯邦利率上升至 2.5%，後因 COVID-19 肆虐，FED 又繼續下調利率水準。新冠疫情暴發以來，FED 事實上已經恢復了 2008 年國際金融危機的舉措，希望通過支持信貸流向企業和家庭，以刺激經濟復甦。

自 20 世紀 80 年代初以來，已開發國家經濟體的利率一直呈緩慢且穩步的下降趨勢，其主要驅動力是經濟的金融化，催生了超級全球化時代。由於已開發經濟總量占比全球經濟的 70% 以上，西方金融市場的過低利率催生出大量的熱錢，對開發中經濟體產生了複雜的影響。如果美國在未來 3 年保持超低利率，新一輪資金潮的流動對全球經濟也將產生巨大影響，特別是美國向全球轉移通脹的風險。

在超低利率之外，FED 也承諾，將確保美國國內的通脹率維持在 2%。但是，多方研判除非美國的就業繼續好轉，否則要達標難度很大。而美國就業的好轉，不僅取決於拜登政府的新一輪刺激計畫，也取決於全球經濟的好轉。不過，美國經濟要經歷漫長的結構性調整，拜登的計畫能否有效還得觀察。

美國經濟比預期更快復甦，顯然將對中美關係產生新的影響。第一是中國經濟趕超美國的速度將放緩。2020 年，中國經濟增速比美國高出 5.8 個百分點，中國經濟總量占美國比重從 2019 年的三分之二提升至 2020 年的四分之三，中國在世界經濟中的地位進一步上升。1980 年-2019 年間，中國經濟增速年均高出美國 6.8 個百分點；2014 年-2019 年間，中國經濟增速年均高出美國 4.4 個百分點。今後兩年，預計中美經濟增速差距將縮小至 3 個百分點。因此，根據中美新的經濟增長速度，中國經濟總量趕超美國的時間需重新預測。

其次，拜登新經濟政策將更多取決於全球疫情發展。目前，各方均沒有對疫情如何破壞美國經濟做出整體評估，因而仍在延續舊的宏觀經濟框架，FED 的政策基調即是證明。不過，新冠疫情並不是一次典型的經濟或者金融危機，而是伴隨著生命健康安全的危機。在新冠疫情衝擊下，美國的弱點也逐一暴露。除了對服務業的衝擊外，諸如價值含量低的口罩、呼吸機等醫療健康產業外包引發的供應鏈危機也很嚴重，而這些低端產業的回流與拜登政府出臺的最低工資有所抵觸，顯示出美國經濟結構調整仍需數年時間。

與 2020 年不同的是，2021 年對供應鏈危機的關注，已經轉向疫苗的全球分配。目前，全球主要富裕人群訂購了 60% 的疫苗，因而各方預期發達經濟體的經濟復甦要更快一些。但是，疫情之所以是一場全球性危機，正是源於其傳播的範圍和速度並不受制於經濟和金融政策，而主要取決於社會政策和治理水準。發展中國家的疫情發展仍有很強的不確定性。如果美國不能真正立足於多邊主義，幫助世界走出這場危機，那麼美國經濟走出危機的時間也會延長。

再者是拜登政府需重視貿易對美國經濟復甦的積極作用。在川普時代，儘管美國經濟學家確認，美國製造業流失和製造業工人下降主要是技術進步所致，全球化總體上是有利於美國的，但川普仍將矛盾聚焦於積極參與全球化的中國。拜登政府上任之後，正在重新評估特朗普政府給中國施加的關稅，但並未明確說一定放棄川普的貿易政策。事實上，新冠疫情期間，來自中國的醫療產品對美國控制疫情發揮了積極的作用。而且，拜登新經濟政策要挽救美國社會的中下階層，除了直接發現金之外，也將離不開貿易。因而，拜登政府應儘早明確對華貿易政策，如此方能穩定國際企業的復甦預期。

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。

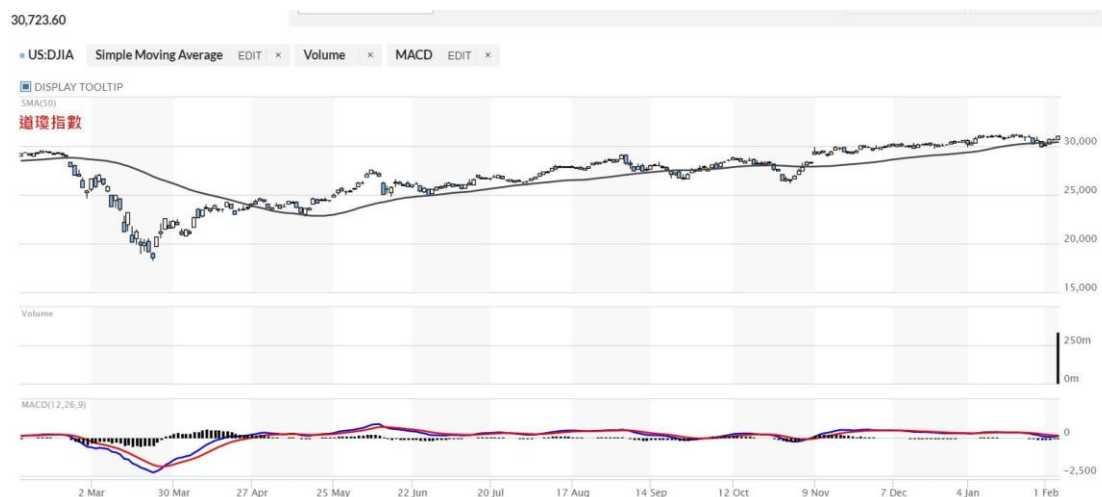
雖然財政刺激方案、加稅議案、中美貿易上仍有較多不確定性，但是拜登政府整體的政策方向是回歸美國領導下的國際合作，政策波動和整體不確定性仍小於川普政府時期。因此，拜登新政將為疫情後的全球經濟復甦帶來更多的穩定因素，這不僅有利於全球加強控制疫情的合作，也有利於經濟的復甦和資本市場的恢復。美國新政府的政策調整和經濟刺激措施，對經濟的復甦有積極幫助，而美國經濟復甦的內在動力是什麼呢？通過分析美國就業市場、居民收入、儲蓄以及資產負債水準，2021 年美國經濟的主要復甦動力將來自於消費。就業市場和居民收入受衝擊程度好於預期新冠疫情造成美國失業率大幅上升，但全職工作的失業率上漲幅度有限，遠低於兼職工作失業率的上升幅度。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。

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。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，進而有機會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。

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 2020 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。



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策略。展望未來，需要關注 2021 年 6 月和 9 月的 FOMC 會議動向。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，FOMC 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。

歐元區萬事莫如疫苗急 經濟復甦繫於疫苗與紓困

歐盟的新冠疫苗接種計畫剛剛實施不久便遭遇危機，大約三分之一的歐盟成員國出現了疫苗短缺問題，一些國家甚至被迫暫停接種。各國紛紛向歐盟委員會求救，要求該委員會向疫苗生產商施壓，以確保疫苗及時交付。德國總理梅克爾坦言歐盟歡迎每一種疫苗，只要該疫苗能夠獲得歐盟 EMA 的許可。

目前，歐元區已經接收約 2000 萬劑的疫苗，4.46 億人口中超過 1200 萬人至少接種了第一劑疫苗。截至 2 月 3 日，德國已經接種超過 273 萬劑次。比起只獲得 25 劑疫苗的國家，歐盟各國應該感到欣慰。但與接種超過 3200 萬和 1000 萬劑次的美英相比，則差距十分明顯。另一方面，應該厘清的是，歐盟的疫苗供應不足僅僅是暫時的，這個時間段可能只會持續 3 個月左右。長期來看歐盟的新冠疫苗供應是非常充裕的。1 月 8 日歐盟委員會代表歐盟 27 國簽訂了 6 款新冠疫苗的採購合同，未來供應總量將達到 23 億劑，可滿足歐盟內部以及夥伴國家和地區的需求。

目前，由於輝瑞和阿斯利康相繼推遲或減少疫苗供應，歐盟各國的疫苗接種行動暫時受到一定的影響。歐盟一方面強硬地與疫苗廠商談判，迫使阿斯利康增加了 900 萬劑的供應量，另一個方面積極擴大疫苗引進的範圍，開始審批俄羅斯研發的疫苗，支援德法加快疫苗生產能力建設，有望於 4 月解決新冠疫苗的按時足額供應問題。歐盟的目標是在 2021 年夏季結束之前，為 70% 的歐盟成員國公民接種新冠疫苗。

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，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。美國拜登政府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。

歐元區在二次疫情及二次封鎖下，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。

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。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，2020 年三季度歐元區 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 2020 年 11 月相繼重新實施封城，但措施遠不及春季嚴厲。

歐洲央行近期發佈的最新一期宏觀經濟研究報告指出，歐元區 2020 年 12 月下旬開始新冠疫苗接種，增強了人們對解決新冠疫情危機的信心，但實現民眾普遍免疫尚需時日，疫情恐繼續對歐元區公共衛生及經濟前景構成挑戰。報告認為，中期來看，歐元區經濟復甦需得到多方面支持，包括有利融資條件、擴張性財政政策以及隨著疫情防控措施解除和不確定性消退而出現的需求恢復。

該報告表示 2020 年末，世界經濟繼續復甦，但疫情反彈給復甦造成的阻力上升。製造業和服務業活動保持強勁，國際貿易持續復甦，全球融資條件保持高度寬鬆，疫苗進展、擴張性財政政策以及英歐未來貿易關係不確定性降低等因素提振了股市。歐盟統計局日前發佈的初步資料顯示，2020 年歐元區經濟下滑 6.8%。歐洲央行預計，2021 年歐元區經濟有望增長 3.9%。

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。2011 年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。2020 年第四季度的歐元區經濟萎縮 2.7%，而不如第三季所預測增長 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為保守，

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%，高於此前三季預期的 8.2%。

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。



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。

人口增長連續 12 年呈現負增長 日本舉全國之力為經濟復甦

日本總務省匯總的 2020 年人口減少數概算統計為 42 萬人，超過 2019 年創下的歷史最高值 32.9 萬人。此前日本入境人口一直彌補少子老齡化造成的人口自然下降，但 2020 年截至 7 月的入境數同比減少了 6 成。儘管新冠肺炎疫情對企業活動造成打擊，但從產業總體來看，仍存在人手短缺問題。2021 年年初包括外國人在內的日本總人口概算統計為 1 億 2557 萬人。一年裡減少 42 萬人，連續 12 年負增長。降幅連續 2 年創歷史新高。

從 2020 年初至 7 月底的 7 個月時間的資料已經確定，以 8 月初的總人口 1 億 2580 萬 9 千人為基礎，對之後的出生數、死亡數以及上年同期的出入境人數趨勢進行綜合考量，得出了 2021 年初的總人口概算值，準確資料將在 6 月確定。在截至 2020 年 7 月底的 7 個月時間裡，出生數減去死亡數得出的自然減少為 29.4 萬人，下降幅度與上年同期基本持平。入境人數減去出境人數後的數據為 11.5 萬人，比上年同期的 20.4 萬人減少 4 成。

為防控新冠肺炎疫情，各國實施出入境限制，日本的入境人口停留時間超過 3 個月，由 187.5 萬人減少到 73.5 萬人，產生明顯影響。近年來日本人口呈現出大幅自然減少、由入境外國人進行部分彌補的局面。外國人緩解了餐飲店和便利店、製造業、建築業等行業的人手短缺問題。

據德意志證券的計算，從 2013 至 2020 年為止，日本國內就業人數總計增加 300 多萬人，外國勞動者合計增加約 100 萬人。外國人約占增加部分的 3 成。疫情下人手短缺問題也一直在持續。目前由於 2021 年 1 月日本第二次發佈緊急事態宣言，雇傭有可能再次轉為過剩。如果疫情隨著疫苗的普及等而平息，預計入境人員還會再次增長。預計 2021 年日本人的出生數也將大幅減少。根據日本厚生勞動省的統計，2020 年 1~10 月的懷孕申報為 72 萬 7219 件，同比減少 5.1%。1~11 月的結婚件數也同比減少了 12.8%。懷孕申報從 2020 年 5 月起顯著下降。對出生數的影響被認為會從 12 月顯現出來。

日本人出生數在 2019 年創下歷史最低的 86.5 萬人，第一生命經濟研究所和日本綜合研究所分別進行的推算顯示，2021 年將滑落至 70 萬人水準。結婚減少很可能影響到第二年以後的出生數。即使到了 2022 年，日本人口大幅減少的趨勢可能仍沒有改觀。

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，回檔的幅度要小於歐美國家，預期區間為 2%-3%。2021 年日本經濟將會出現 2.5%-3.5% 的增長。

日本央行認為現在沒有必要改變 2%的通脹目標。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。

根據日本政府經濟財政諮詢會議發佈的預測，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 2021 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。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。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%。

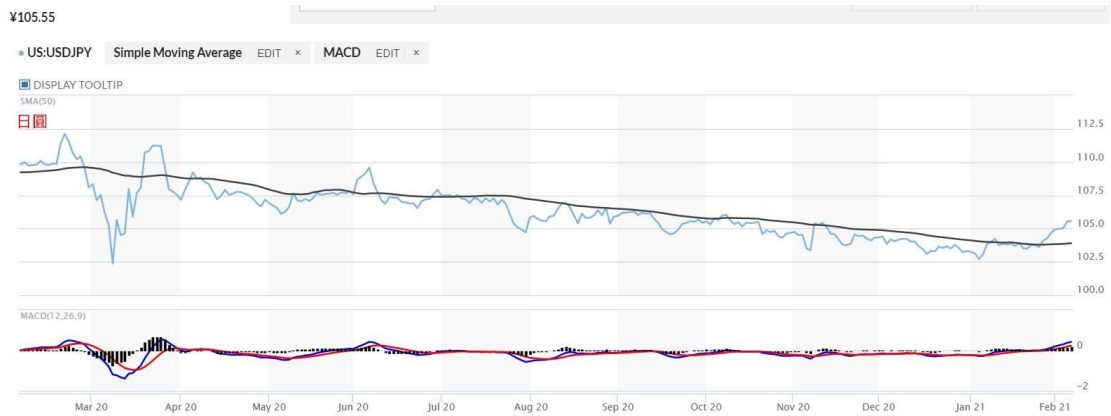
日本央行承諾將繼續積極購買 ETF、日本地產 REITs、日本國債、美元基金操作等，為市場提供無限充足的日圓及外匯基金準備，有助維持市場信心。日本經濟復甦仍存隱憂，雖然日本自 2020 年 6 月中起解除所有因疫情而採取的國內旅行限制措施，展開重啟經濟，允許室內外活動等，更鼓勵民眾外出觀光或參加音樂會等活動，盡力彌補沒有外來旅客消費引發的衰退。

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。

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，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。



英國順利完成脫歐 前途仍有諸多艱險

2020 年底，英國終於在履行完各種手續後正式脫離了歐盟，英國首相強生和歐盟委員會主席馮德萊恩共同發表聲明，雙方就以貿易協定為核心的未來關係協定達成一致。

一、貿易協定有五項核心內容

(一) 貿易方式

英國和歐盟生產的商品在雙方之間流動時不需繳納關稅，也不受配額限制。英國出口的產品仍須符合歐盟的衛生和安全標準，包含來自歐盟或英國以外零部件的產品須遵守嚴格規定。雖然沒有關稅與配額，但 2021 年 1 月 1 日起，英國將不再是歐盟單一市場和關稅同盟成員，雙方貿易將存在更多阻礙，包括海關規則、監管規則與更多的邊境檢查。

(二) 公平競爭環境

雙方就公平競爭環境的問題達成了一套共同的標準。如果一方與此標準相差太遠，另一方可以向其徵收報復性關稅。

(三) 歐洲法院問題

未來雙方遇到任何爭端時，歐洲法院將不具備發言權。也就是說，代表歐盟立場的歐洲法院將不會凌駕於英國的法律之上。

(四) 漁業

歐盟船隻將在五年半的過渡期內逐步交出當前配額的 25%。在那之後，雙方每年都會就歐盟船隻在英國水域的捕魚量進行談判，如果歐盟不滿意，它可以對英國採取經濟措施。

(五) 重大變化

從 2021 年 1 月 1 日起對歐洲各地的人員和企業來說會有重大變化，英國和歐盟公民將不再享有在兩地之間生活和工作的自由流動權利。歐盟和英國將形成兩個獨立的市場，兩個不同的監管和法律空間。這將對商品和服務貿易以及跨境流動和交流造成以往在兩個方向上都不存在的障礙。

二、英國脫歐對雙方和歐洲一體化都將帶來深遠影響

英國脫歐是當代國際政治中的一件大事，對於雙方和歐洲一體化都將帶來深遠影響。

(一) 對於英國而言機遇風險並存

英國脫歐後，與歐盟關係發生重大改變，將對英國經濟、政治和國際影響力構成衝擊。一方面，雖然英國與歐盟的貿易以及金融關係還將以某種形式持續開展，但毫無疑問，其緊密度將明顯遜色於英國作為歐盟成員國時的英歐關係。這至少會在中短期內影響英國經濟，甚至可能造成較大衝擊，英國保守黨政府對此也不諱言。同時，英國分離主義運動肯定會有進一步發展。北愛爾蘭事實上留在歐盟關稅區，與愛爾蘭共和國的經濟聯繫會進一步增強，與英國本土的經濟聯繫會逐漸弱化。蘇格蘭民族主義情緒進一步上揚，蘇格蘭獨立問題將持續困擾英國。

從另一方面看，英國也面臨新的發展機遇。英國相對歐洲大陸更開放，脫歐後只會更加開放，形成英國對歐盟的長期比較優勢，英國經濟活力可能會強於歐洲大陸。而且英國是聯合國安理會常任理事國，其文化、媒體、金融等仍有重要的全球影響力，不會因脫歐而變化。如果能對內處理好經濟、社會和政治問題，對外奉行務實、靈活立場，脫歐後的英國有其獨特的發展空間。

(二) 歐盟面臨的挑戰增大

從歐盟角度來看，英國的退出將深刻改變歐盟。事實上這種改變已經在發生，比如歐盟保護主義更為突出，政府干預經濟開始增多，防務一體化提速，戰略自主建設漸漸達成共識等。

英國退出歐盟後，法國和德國影響力上升，但二者政策分歧可能更難解決。歐元區 19 國對歐盟的主導性將更大，與非歐元區國家的矛盾將更為突出。此外，英國是歐盟預算的第二大淨貢獻國，其退出後歐盟預算將大幅減少，歐盟內淨出資國與淨收入國之間的矛盾勢必加大。未來歐盟在外交、防務等領域可能取得新的進展，但新的矛盾將增加相關國家之間的猜忌，掣肘歐洲一體化發展。

隨著市場規模的縮小，歐盟在經濟領域的規則和標準制定能力會下降。英國和法國是歐盟內僅有的具有全球視野和全球利益的成員國，隨著英國的退出，歐盟對全球事務的關注度、參與度和影響力將逐漸下降。

未來一段時間內，英歐互動會呈現一種微妙狀態。如果英國脫歐後陷入困境，英國人可能歸因於歐盟的打壓，雙方的敵對情緒將會增加。反之，如果英國發展良好，則將創造一種不同于歐盟成員國身份的發展模式，進而成為歐盟內其他三心二意成員國的榜樣，導致歐盟內部不穩甚至崩潰解體、退化為一個自由貿易區。

三、英國脫歐對中國的影響

英國脫歐也會深刻影響中國。中英和中歐這兩組雙邊關係都會發生相應變化和調整，中英歐將逐漸形成相互關聯且互動密切的三邊關係。確保中英關係和中歐關係都能順利發展，是中國未來面臨的新課題。另外，由於英國脫歐一定程度上改變了大國之間的互動關係，中國也需要面對這一新的地緣政治現實。

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。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%。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。

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。《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。

英國央行對 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。英國央行仍將對負利率持保留態度。



中國堅持 2021 年貨幣政策穩字當頭

回顧中國 2020 年的貨幣政策，並展望 2021 年的貨幣政策走向。2021 年

中國人行的重點是要深入理解穩健貨幣政策要靈活精准、合理適度的取向。保持政策的連續性、穩定性和可持續性，既要保持對經濟恢復的必要支持力度，也要避免大水漫灌。堅持穩字當頭，保持戰略定力，不左不右。

值得注意的是，1月金融資料將於近期發佈，2021年特別是第一季度的經濟資料同比增速比較高。而2020年貨幣政策發力較早，因此第一季度可能出現高基數基礎上的金融資料同比增速回落與低基數基礎上的經濟資料同比增速走高的背離。對此，應當看到，金融資料是在高基數基礎上的增長，貸款、貨幣供應量、社會融資規模的增量並不少，金融對實體經濟的支援力度依然是穩固的。

中國不僅成為2020年全球唯一實現經濟正增長的主要經濟體，還是少數保持正常貨幣政策的主要經濟體。這主要體現在以下幾個方面：一是利率水準保持在合理區間，沒有像其他主要經濟體那樣實施零利率甚至負利率。二是中央銀行資產負債表規模基本穩定，銀行貨幣創造的正常市場化功能充分發揮，沒有像其他主要經濟體那樣靠大幅擴張中央銀行資產負債表來狂印鈔票。三是貨幣信貸增幅遠低於上次應對2008年國際金融危機時期，貨幣信貸的增幅是比較合理的。四是宏觀槓杆率增幅低於主要經濟體，也低於上次應對2008年國際金融危機時期，且增幅逐季收斂。

上述效果的取得，主要緣於堅持跨週期設計，保持總量適度，精准直達支持穩企業保就業，深化利率匯率市場化改革和引導市場預期等。保持貨幣供應量和社會融資規模增速同名義經濟增速基本匹配，是現代貨幣政策框架的重要內容，有利於跨越經濟週期，穩住貨幣總量。在操作上，綜合考慮了名義經濟增速、潛在產出和經濟增速目標。受疫情影響，2020年中國經濟增速大幅偏離潛在產出，貨幣供應量和社會融資規模增速參照反映潛在產出的名義經濟增速，2020年12月末M2增速為10.1%，社會融資規模增速為13.3%，支持經濟向潛在產出回歸。

展望中國今年的貨幣政策取向，在經濟形勢確定性和不確定性並存，貨幣政策面臨挑戰。一方面，2021年中國經濟基本面好轉的大趨勢是確定的。從國際看，儘管近期全球疫情繼續蔓延，但疫苗研發和接種正積極開展，全球疫情最壞階段正在過去，加上宏觀政策支撐和低基數效應，主要經濟體經濟指標持續改善總體是確定的。同時，也要綜合考慮基數效應、經濟恢復基礎尚不牢固和疫情不確定性的影響。2020年第一季度基數較低，受統計數值擾動，2021年第一季度GDP增速可能較高，容易導致基數幻覺。不過，經濟恢復基礎尚不牢固。外部環境存在諸多不確定性，世界經濟形勢仍然複雜嚴峻，復甦進程不穩定不平衡。同時，中國發展不平衡不充分問題仍然突出，重點領域和關鍵環節改革任務仍然艱

巨。此外，疫情仍存在不確定性影響。疫情衝擊導致的各類衍生風險不容忽視，疫情後逆全球化趨勢更加明顯，全球產業鏈、供應鏈面臨衝擊，全球經濟可持續增長存在挑戰。

因此，2021 年國內外形勢依舊十分複雜，貨幣政策面臨的挑戰並不少。貨幣政策要堅持穩健的總體取向，堅持穩字當頭，保持戰略定力，不左不右。要根據經濟發展的實際情況，靈活調整貨幣政策的力度、節奏和重點，平滑經濟波動，應對諸多不確定性。繼續發揮結構性貨幣政策工具體系的作用，精准加大對重點領域和薄弱環節的金融支持。保持貨幣供應量和社會融資規模增速同名義經濟增速基本匹配，保持利率在合適水準，保持宏觀槓杆率基本穩定，處理好恢復經濟和防範風險關係。

在健全市場化利率形成和傳導機制方面，要通過深化 LPR 改革推動存款利率逐步市場化，打擊各種不規範的變相存款創新產品，維護存款市場公平競爭秩序。健全政策利率體系和貨幣市場基準利率，完善以公開市場操作利率為短期政策利率和以 MLF 利率為中期政策利率的中央銀行政策利率體系，引導市場利率圍繞政策利率波動。此外，在深化人民幣匯率市場化改革方面，發揮好宏觀經濟和國際收支自動穩定器作用，增強人民幣匯率彈性，人民幣匯率有升有貶、雙向浮動成為常態，同時要注重預期引導，引導企業樹立風險中性理念，保持人民幣匯率在合理均衡水準上基本穩定。

中國中央經濟工作會議日前準確分析了當前中國宏觀經濟形勢，明確指出了 2021 年經濟工作如何開展。中央經濟工作會議提出，2021 年的宏觀政策要保持連續性、穩定性、可持續性。其中，連續性、穩定性是經常說的，可持續性是新提法。這意味著可持續性是一個強調的重點，或者說是考量的一個重要維度。

中國中央提出了八大重點任務，要向這八大任務去傾斜。還要積極化解地方的隱性債務，政府要過緊日子，突出保基層、擴直達。貨幣政策要靈活精准，合理適度。2021 年中國貨幣政策執行過程中面臨幾大挑戰。例如，CPI 和 PPI 的走勢，價格若出現明顯上升壓力，也會給貨幣政策帶來壓力。資產價格一度走高，也成為貨幣政策必須關注的問題。

當前中國國內部分物品價格有所走高，主要是因為採取了區域性疫情防控措施。總體看，2021 年 CPI 不會太高。關於資產價格，要更多通過宏觀審慎框架來管理。房地產更大的壓力可能來自於五道紅線以後，房地產金融原來的高流轉、對債務依賴過高的運作模式應有所調整，市場會形成新一輪的結構性變化和重組。

中國特色宏觀調控的優越性體現得也很明顯，中國優先控制疫情，為經濟恢復創造條件，從供給側優先復工復產開始，然後配合需求側的政策聯動。包括

2020年春節後的股市，中央頂住壓力果斷開市，這不僅是資本市場的一件大事，也是中國宏觀決策中的大事，是中國對宏觀調控理論的新認識，是對市場理性、市場心理的一種深刻解讀。宏觀調控創新精準直達機制，提高政策的傳導效率和綜合效能，以合理的代價取得了最大成效。



2021年中國經濟運行可能呈現以下態勢：一是總量的壓力有所緩解，總需求在改善，基本面向好，但結構性壓力依然不小，比如就業結構壓力，金融結構性風險，產業恢復不平衡等。二是宏觀指標會比較好看，但是微觀感受可能會一般。這裡有一個同比資料換算問題，今年會抬高宏觀指標，就是說看起來宏觀指標很高。但實際上，如果放到中長期來看，增長並沒有那麼高，仍是一種恢復性增長，所以就出現宏觀和微觀感受不一致的情況。三是消費和中小微企業恢復進度，決定經濟常態化步伐。到目前為止，消費還沒恢復到疫情前的狀態，而且部分消費具有不可回補性。此外，一些中小企業靠政策活了下來，政策逐漸調整以後，能不能恢復元氣和市場活力，還有待觀察。因此，要更多地關注消費和中小企業的恢復情況，某種程度上，這是判定中國經濟常態化的一個重要依據。經濟逐漸回到常態化，政策才能正常化。四是經濟運行前高後低，季度性波動比較大。2021年的經濟增速，可能會呈現季度性的前高後低，而且落差會非常大，也許會有兩位數百分點的落差。這種短期的高增長，主要是低基數造成的，有一個同比幻覺，並不意味著經濟過熱。同樣，下半年季度增速如果回落了，也不意味著過冷，要正確判斷。五是平衡經濟恢復和風險防範，在平衡中實現宏觀政策

的穩妥正常化。如果經濟增長正常恢復的趨勢一旦確定，宏觀政策也會進一步跟上，在此過程中仍要考慮經濟恢復和防風險的平衡。如果風險驟然增加的話，有必要進行平衡處理，政策也要做出適應性調整。

南美巴西出口低於預期 農產期貨合約價格飆高

CBOT 三大農產品期貨 2 月 3 日全面上漲，因巴西出口或不如預期強勁以及市場震盪趨緩的影響。3 月玉米期貨收盤上漲 1.7% 成為每英斗 5.52 美元，3 月小麥上漲 0.5% 成為每英斗 6.4825 美元，3 月黃豆上漲 1.2% 成為每英斗 13.7125 美元。ICE Futures U.S. 3 月棉花期貨 2 月 3 日上漲 0.4% 成為每磅 80.99 美分，3 月粗糖期貨下跌 1.5% 成為每磅 16.04 美分。

美國 Soybean & Corn Advisor Inc. 撰文表示，巴西全國穀物出口商協會預估，2021 年，巴西可望出口 8,200 萬噸黃豆以及 3,400 萬噸玉米，低於美國農業部預估的 8,500 萬噸與 3,900 萬噸。船運數據顯示，2 月份，巴西可望出口 800 萬噸的黃豆。CME Group 2 月 2 日共同發布的農業經濟指標顯示，2021 年 1 月，美國農業經濟指標較前月下跌 7 點至 167 點，現況指數較前月的 202 點下跌至 199 點，預期指數較前月的 161 點下跌至 151 點。該指標是每月透過對 400 名農業生產者的電話訪問調查而得。雖然農產品價格上漲提振農業信心，但對中美貿易爭端的擔憂仍然存在。

彼得森國際經濟研究所報告表示，2020 年，中國大陸未能完成其在中美第一階段貿易協議所承諾的農產品採購金額，儘管美國對大陸的農產品出口年增 65%。據中美簽署的第一階段貿易協議，中國承諾將依照市場情況，2020 與 2021 年分別將較 2017 年基準的 240 億美元增加採購至少 125 億美元與 195 億美元的美國農產品，合計兩年內將增加採購 320 億美元、總計 800 億美元的美國農產品。依據協議以及中美雙方進出口的不同基準，2020 年大陸應進口 366 億美元的美國農產品，或美國應向大陸出口 334 億美元的農產品。2020 年，大陸進口 235 億美元美國農產品，達成率 64%；美國則向大陸出口 273 億美元的農產品，達成率 82%。

大陸去年農產品進口大幅增長。中國海關的數據顯示，2020 年，大陸黃豆進口量年增 13.3% 至 1.003 億噸，首次超過 1 億噸關卡並創下新高紀錄。大陸玉米進口量也創新高達到 1,130 萬噸，並首度超過每年 720 萬噸的進口配額。小麥進口量也創新高達到 838 萬噸，相比小麥的進口配額為 963.6 萬噸。

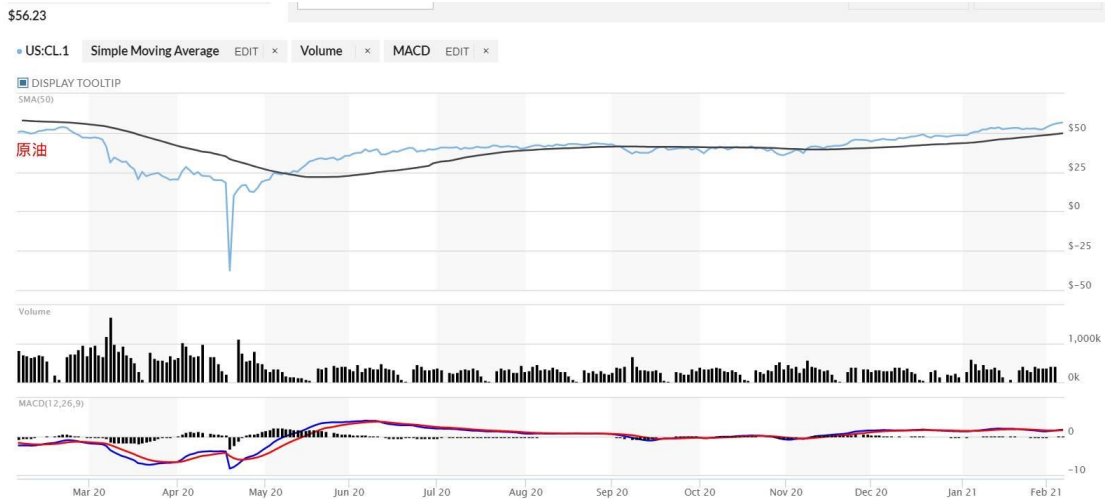
原油庫存持續大減 油價仍在高檔緩升

NYMEX 3 月原油期貨 2 月 3 日收盤上漲 0.93 美元或 1.7% 成為每桶 55.69 美元，續創一年以來新高，受美國原油庫存降至去年 3 月以來新低的支撐；ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 1 美元或 1.7% 成為每桶 58.46 美元。美國能源部 2 月 3 日公佈的數據顯示，截至 1 月 29 日，美國商業原油庫存較前週減少 100 萬桶至 4.757 億桶，創去年 3 月以來的新低；汽油庫存增加 450 萬桶至 2.522 億桶，包括柴油在內的蒸餾油庫存略減至 1.628 億桶。根據標普全球普氏的調查，分析師平均預估上週美國原油庫存將減少 240 萬桶，汽油庫存增加 150 萬桶，蒸餾油庫存減少 130 萬桶。

美國最大石油公司 Exxon Mobil Corporation 2 月 2 日公布，2020 年第四季，該公司營收為 465.4 億美元，遜於分析師平均預估的 487.6 億美元；第四季淨損 201 億美元，已經連續四季虧損；調整後每股盈餘 3 美分，則是高於分析師平均預估的 1 美分。2020 全年，該公司營收年減 30% 至 1,815 億美元，全年虧損 224 億美元，主要因為全球疫情以及油價去年下跌 20% 的影響。該公司股價 2 日上漲 1.58%。

2020 年，埃克森美孚原油日均產量為 234.9 萬桶，較上年度的 238.6 萬桶減少 1.55%。《華爾街日報》此前引述消息來源報導，埃克森美孚與美國第二大石油公司 Chevron Corporation 去年在全球疫情爆發重挫油市的時候一度討論合併。對此，埃克森美孚拒絕發表評論，而雪佛龍發言人也表示，該公司不對市場傳聞或猜測發表評論。雪佛龍上週公佈的財報顯示，2020 年第四季，該公司營收年減 30.5% 至 253 億美元，低於分析師平均預估的 262 億美元；調整後每股虧損 0.01 美元，相比分析師的預估為每股盈餘 0.08 美元，上年同期為每股盈餘 1.49 美元。埃克森美孚與雪佛龍合併的話將會成為全球第二大的石油公司，無論市值與產量都僅次於沙烏地阿拉伯國家石油公司。

英國石油公司 BP p.l.c. 2 月 2 日也公布財報表示，2020 年第四季，歸屬股東淨利潤為 13.58 億美元，主要得益於資產處置收益 42 億美元的影響，包括剝離石油化工資產的 35 億美元，相比上年同期為獲利 1900 萬美元。2020 年歸屬股東淨虧損為 203.05 億美元，上年度淨利潤為 40.26 億美元。該公司 2 日在倫敦交易所的股價下跌 4.53%。英國石油預計 2021 年上半年淨債務將增加，主要受遣散費、墨西哥灣漏油賠償以及與挪威國家石油公司海上風電合資企業完成後的支付所影響。英國石油表示，在假設油價為 45-50 美元/桶等情況下，該公司預計將在 2021 年第四季和 2022 年第一季度達到 350 億美元的淨債務目標。



預期美元持續疲軟 金價跌深後反彈

COMEX 4 月黃金期貨 2 月 3 日收盤上漲 1.7 美元或 0.1% 成為每盎司 1,835.1 美元，全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 道富財富黃金指數基金 3 日黃金持有量持平為 1157.504 公噸。

印度財政部長 Nirmala Sitharaman 日前表示，鑑於金價已經較去年的創新高水平回落，為使關稅合理匹配黃金價格，印度計劃將進口黃金的基本關稅降至 7.5%，並徵收 2.5% 的附加稅以支持農業。印度全國寶石珠寶協會主席 Anantha Padmanaba 對此表示歡迎，稱此舉不僅有助於遏制非法黃金交易，還將提高政府在珠寶行業的收入。

世界黃金協會印度區執行董事 Somasundaram PR 表示，在新的調整之後，印度的黃金進口關稅整體將從原本的 12.5% 降至 10.75%，並稱希望這只是一系列相關削減行動的開始，因對於金銀珠寶行業來說，這是一種急需的激勵。印度去年黃金消費大減 1/3，創下 1994 年以來的新低。

Standard Chartered 報告表示，金價仍然具備上漲的潛力，主要因為總經環境對金價有利，包括美元預期走弱、負實質利率、更多的刺激措施、寬鬆的貨幣政策，以及通膨預期升高等。1 月份金價雖然下跌 2.4%，但金幣的零售需求有所增長。美國鑄幣局公布的數據顯示，1 月份鷹揚金幣的銷售量達到 22.05 萬盎司，創下 2013 年以來的新高。此外，歷史顯示美國民主黨執政時期會較有利於金價，因民主黨傾向於增加赤字、提高貨幣供應，帶動通膨上揚。兩大消費國中國大陸與印度去年第四季的黃金需求有所復甦，但預期恢復的力道仍然疲弱，因此投資需求會是左右金價表現的主要力量。除了投資需求以外，包括美元以及實質殖利率的表現也是影響金價的重要因素。

世界黃金協會報告表示，去年黃金投資需求增長 40%至 1,773.2 公噸，其中金條金幣的投資需求年增 3%至 896.1 公噸，ETF 投資需求則大增 120%至 877.1 公噸。2020 年，全球黃金需求創下 11 年來新低至 3,759.6 公噸，較上年度下滑 14%，其中金飾需求年減 34%至 1,411.6 公噸，更是創下 1995 年統計以來的新低，央行購買的黃金數量也年減 59%至 272.9 公噸。庫柏預估，2021 年央行的黃金購買量約將與去年相當。

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。

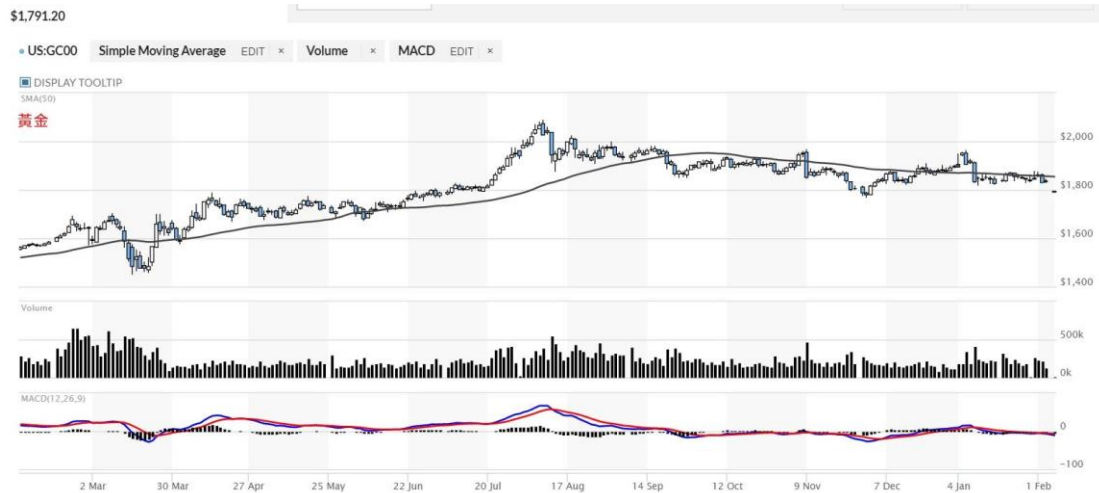
金拓新聞的一項網路調查顯示，有高達 84%的投資人認為今年底金價將會達到每盎司 2,000 美元以上，平均值達到每盎司 2,300 美元。在投行當中，包括高盛、德國商業銀行以及加拿大帝國商業銀行也都認為 2021 年金價目標上看每盎司 2,300 美元，主要因為央行將繼續維持超寬鬆的貨幣政策，且下半年經濟回升後通膨壓力將會增加，這會使得實質利率繼續維持在負值區域，對金價構成支撐。研究機構 Goehring & Rozencwajg Associates, LLC.認為，金價可以上看每盎司 3,000 美元價位，主要將是受到通膨的帶動，稱全球央行在 2020 年大規模印鈔，2021 年將無可避免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

2021 年全球在新冠第二波疫情、美中經貿摩擦偃旗息鼓、美國 FED 寬鬆貨幣、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。美國拜登政

府的未來的宏觀貨政財政、美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 投資者傾向于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)