美國貨政仍持續寬鬆　FED 優先考量通膨定錨

美國現任 FED 主席 Evans 認為 FED 無需調整所購買美國國債的債期組合，渠等認為美債近期收益率上漲是健康的。美國通脹率將暫時性地升破 2%，FED 必須在實現通脹目標方面保持信用。在實現通脹率和就業目標方面，引發的通貨縮減恐慌是可靠的歷史教訓。對於美國經濟，期待美國經濟在 2021 年強勁反彈，拜登政府的財政支持方案將會非常有幫助。美國失業率掩蓋了許多人退出勞動力市場這個實質問題，預計年底時美國的失業率將接近 5%。

此外，近期 FED 理事主席包威爾也曾提到，在基期效應以及美國經濟重新開放後國內需求飆升的影響下，FED 的確預期通脹會走高，但是仍然有充分的政策工具加以應對。美國經濟復甦依然不容樂觀，就業形勢仍然嚴峻，貨幣寬鬆還要繼續執行。相比通脹，FED 更關注美國整體的失業情況。還在盯著通脹不放的交易者應當注意到，FED 理事主席包威爾明確表態，就業形勢不發生轉變，貨幣政策依然寬鬆。這就是未來一段時間美國貨幣政策的定錨。

過去一年，以 FED 帶頭的全球央行大放水寬鬆貨政，通脹預期升溫，新冠疫苗的大規模接種，帶來全球經濟復甦期待的同時，也再次加強了全球通脹的預期。接下來，拜登政府的 1.9 兆美元的刺激方案，雖然結果仍然待定，但最終通過的方案至少也有 1.4 兆美元。巨額財政支出不僅將推動美國經濟增長，還將提振內需消費的價格，通脹儼然山雨欲來。

其實，不論拜登政府的 1.9 兆紓困案能實際通過多少，能否提振消費和真實通脹都要看美國的就業狀況。在沒有穩定的工作的情況下，將很少會有人大量消費，更多人會選擇儲蓄，2020 年美國居民儲蓄快速走高，可見一班。這也說明，儲蓄狀況的差異並不只是文化背景造成的，還有就業狀況的影響。因此，沒有就業基礎的財政刺激仍然只是一劑強心針，不能起到真正提振經濟的作用，相反還會導致越來越多的熱錢亂竄。據 2 月 25 日美國勞工部發佈的資料，截止 2 月 20 日當周，美國首次申請失業救濟人數為 73 萬，低於市場預期 82.5 萬，前值被上修至 86.1 萬。目前首申資料接近新冠疫情爆發以來的最低水準，但是對比疫情前的資料仍然處於較高位置。

當前市場普遍認為美國 10 年期國債收益率維持在 1.50-1.60%是 FED 短期內可以接受的上限區間，如果經濟情況和就業資料持續好轉，那麼這有可能繼續推高美債收益率。短期來看，美國 10 年美債收益率低於 1.6%對市場的影響較為有限，而收益率在 1.6%-2%則有可能引起市場劇烈的動盪。毫無疑問，美國

經濟狀況必將漸漸好轉，國債殖利率必將上行，但是金融市場也會在波動中逐漸適應這些情況帶來的影響，消化這一影響將是一漫長的過程。雖然目前大多數科技股都有盈利，但低利率環境令納指估值過高，此一情況與 2000 年相似，不過目前推論納指將走熊仍為時過早，調整之後納指仍有望走穩，並隨著公司業績驅動消化利率走低帶來的高估值。儘管長線看好美股是大概率對的事情，但是面臨中期大概率的調整，交易者自然不會視而不見。

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。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。

美國商務部在一月公佈 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。

FED 理事主席包威爾認為，儘管美國失業人數從 2020 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。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。

美國經濟可能比預期更快復甦，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，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。

2021 年已經轉向疫苗的全球分配問題。目前，全球主要富裕國家已訂購了 60%的疫苗，因而各方預期已開發經濟體的經濟復甦可能要更快一些。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于經濟和金融政策，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。

拜登政府上任之後，正在重新評估前朝川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將小於川普政府時期。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。

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。

隨著美國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。

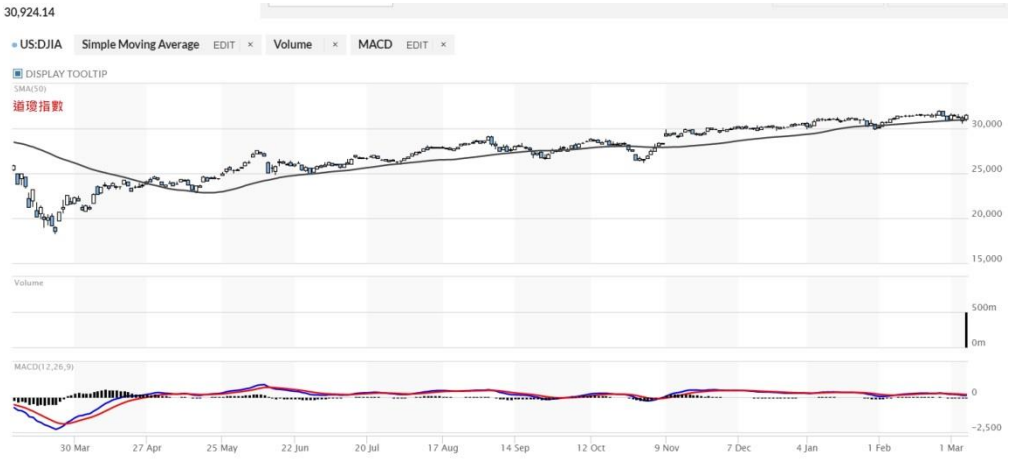
2021 年美國經濟的復甦將由消費帶動，在消費的恢復過程中，服務和食物的消費在復甦進程上的差異將成為一種趨勢。美國的消費雖然已開始逐步復甦，但在個人消費支出方面並不均衡。食物消費在疫情後反彈明顯，同比增速已回升至 8.3%，而服務消費仍保持負增長，但降幅已開始緩慢收窄。考慮到疫苗的生產和運輸仍需時日，美國的疫情在未來數月仍不會有較大改善，而消費者信心的恢復還需時日，尤其是對於需要前往聚集場所才可以進行的服務消費。這些因素都導致了食物和服務的消費分化日趨嚴重。

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。

展望未來，需要關注美國 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。

美國勞工統計局公佈，美國 2 月季調後非農就業人口錄得增加 37.9 萬人，優於市場預期，為 2020 年 10 月以來最大增幅。前值為增加 4.9 萬，預期增加 18.2 萬人。美國 2 月失業率錄得 6.2%，創去年 3 月以來新低。前值為 6.3%，預期為 6.3%。美國 2 月份大部分新增就業出現在休閒和酒店行業，臨時說明服

務、醫療保健和社會援助、零售貿易和製造業的新增就業較少；在建築和礦業、州和地方政府教育等行業的就業率下降。



歐元區擴大紓困計畫箭在弦上　歐元區企業將站上復甦浪頭尖

2020 年春季和秋季的封城鎖國，使得歐元區企業無法正常營運。但歐洲很多優質企業度過了艱困的 2020 年，並且總體營運情況持續改善中。2020 年第 3 季歐元淤的企業獲利非常強勁。這是歐洲近 10 年來企業獲利表現優於市場預期最多的時期，這顯示在第一階段的疫情之後，市場的需求仍然存在。歐元區企業財報也顯示了公司如何有效控制成本，隨著新冠病毒影響的減退，將使這些公司處於良好的營運，並使歐洲區在 2021 年出現穩健的復甦。

歐洲區復甦資金將在 2021 年執行，是高達 7500 億歐元的「次世代歐盟」計劃。該計畫目的旨在建立一個更綠色、更數位化和更具彈性的歐洲。央行的寬鬆貨幣政策也將提供支持。優先考量到經濟自新冠肺炎疫情以來的復甦，歐洲實施大規模的財政刺激措施，這將有助於支持資本市場資金動能，歐洲央行將採取的措施也將與環境綠色復甦有關。

目前歐元區宏觀經數字顯示永久通縮的威脅可能正在減弱中，歐元區刺激措施正在與經濟復甦和供應鏈重組結合，因為歐元區的企業正在尋找更多的當地供應商。價格上漲有利於市場上估值較低的產業，這些產業近年來都受到投資人的忽略，市場可能發生輪動，資金重新進入這些產業，遠離一些估值昂貴的產業。隨著這種情況的發展，市場可能會產生波動。市場上的其他產業可能持續面臨挑戰。由於油價低迷、股息減少以及環境因素對投資人的重要性日益增加，能源產

業受到壓力，且利空因素直到 2021 年仍可能存在。疫情使永續投資成為人們關注的焦點，人們不僅關注公司如何對待利益相關者，也關注公司在永續發展的表現。

2021 年歐元區永續投資行為不再被視為一種只有牛市才會發生的投資行為，永續投資已在原本抱持懷疑態度的投資人心中增加了可信度。2020 年是判斷永續投資如何增加價值的考驗。在通過了這項測試後，永續投資已被市場投資人接受，認為是歐元區企業政策和公司基本分析的核心要素之一。

關於歐元區永續投資的討論在 2020 年持續擴散。以前，氣候或環境因素主導了永續投資的討論。疫情引起了人們的關注，歐元區企業員工在公司的待遇受到前所未有的嚴格審查，這種情況將持續到 2021 年以後。歐元區企業有不同的利益相關者：員工、客戶、供應商、監管者、環境和股東。在任何特定時間，這些不同利益相關者彼此間的重要性都會隨著事件而有所變化，但關於永續，無疑地已不再是只單純是環境議題。

由於新冠疫情迫切政府需要應變，原本與氣候變化相關的措施則因此被延遲了，原定 2020 年在英國格拉斯哥舉行的聯合國氣候變化大會因而延期就是一個例子。從法規的角度來看，歐洲一直處於永續發展的最前線，但在新冠肺炎出現後造成中斷。隨著新冠疫情減緩，期待歐元區官方監管力道能有所加強，並會推出更多工具來衡量進展。也希望 2021 年將證明永續投資與高品質成長投資並不相同。高品質的成長型公司往往有不錯的報酬，在最近幾年受到投資人所青睞。隨著經濟在後新冠疫情復甦後成長，歐元區估值低估的公司將有機會獲得創造較高的報酬。這些類型的公司也有機會成為永續投資的標的。

如果歐洲要照次世代歐盟復甦計劃的目標轉型成為低碳數位經濟，創新將至關重要。根據世界知識產權組織 2020 年全球創新指數，全球十大最具創新力的國家中有七個在歐洲，前兩名是瑞士和瑞典，而美國排在第三位。近年來，創新經常與一些美國大型科技公司有所關聯。這些公司已經改變了購物、消費和娛樂的方式。人們都越來越重視聯合國的永續發展目標（SDGs）。這些都是當今世界面臨的重大挑戰，從氣候變化到糧食安全，再到醫療服務等等。那些有著重在永續發展目標的公司有巨大的潛在機會，可以產生豐厚的報酬。

2020 年的重點是研發新冠肺炎疫苗，創新對這一過程至關重要。疫苗一旦獲批，就需要規模化生產和銷售。有些疫苗需要在超低溫下儲存，需要高度專業化的容器。歐洲擁有這些先進製造能力和專業產品的公司。創新創造出能帶來更高市場率的產品，開闢新的市場，並幫助推進聯合國永續發展目標。複合材料、

數據處理、醫療保健和工程等在這些領域的歐洲公司可能並不具高知名度，但有許多公司卻是相關領域的龍頭企業。在政府和企業層面，歐洲已經走在永續發展領域的前頭，「次世代歐盟」的投資計畫提供了進一步的成長動力。

只要新冠肺炎逆風消退，歐洲公司將能夠從經濟復甦中獲益。2018 年和 2019 年對歐洲製造業來說是艱難的一年，製造業企業已適應了需求的減少，在新冠肺炎時期並沒有巨大的成本基礎或過剩的庫存。這將使歐元區企業在將到來的復甦中處於有利地位。寬鬆的貨幣政策和政府的支持措施也有助於製造業的復甦。其他經濟體，如中國，已經從危機中復甦，需求正在成長。這將有助於提升出口，而出口對歐洲尤為重要。即使不包括歐元區內的貿易，出口也佔歐元區經濟的 28%，而美國為 12%，日本為 19%，中國為 20%。

新冠疫情加速了向數位化經濟的轉型趨勢，在疫情之後數位化仍會持續。在疫情初期轉向數位化具有巨大的顛覆性。那些沒有以數位化戰略來接觸客戶的企業，無論是工業還是消費業，在疫情時都立即受到影響。產業專家、顧問公司和專業的數位營運公司一直以來都需要幫助這些企業發想策略，這種情況會不斷增加，因為企業如果要保持其數位化相關能力，就迫切需要提高這方面的水準。作為歐洲小型股的投資人，這類專業公司所提供的投資機會，是比較難透過大型公司得到的。

歐洲對私募股權的投資需求看起來持續強勁，歐洲私募股權的交易在 2020 年下半年有所回升。科技和醫療保健產業一直特別活躍。其他產業的活動有所回升，包括教育和民生必需消費。預期私募股權投資的一些長期趨勢，在 2021 年及以後仍將持續。企業在公開市場上市前往往會等待更長時間。這意味著公司往往會等到規模較大時才會在公開市場上市，而對於私募股權買家來說，有更多的收購目標。海外投資人對歐洲私募股權投資的興趣仍然很高。這有很多原因。首先，歐洲的整合空間很大，許多產業非常分散，有大量的當地小型公司。這意味著私募股權買家有機會投資一家企業，然後收購競爭對手，幫助企業拓展當地市場以外的市場。鑑於歐元區人口老化，許多企業創辦人都希望將其企業轉讓給下一代。然而，家族成員可能沒有足夠的能力或意願來接管。這就是私募股權可以介入的地方，或許可以通過管理層收購，讓私募股權融資幫助現有員工買下企業。

展望 2021 年，歐洲經濟復甦反彈有幾大利多加持。第一，歐洲已具備開始大規模接種新冠疫苗的條件。德國 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 7500 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。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%。

歐洲央行一月份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，2020 年 Q4 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。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。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。

日本經濟 Q1 復甦受阻　新冠疫情是最大負面因素

日本 2020 年第四季 GDP 實際國內生產總值環比年率增長 12.7%，連續兩個季度出現大幅增長。但從 2020 年底開始，由於新冠疫情再次擴大，經濟復甦的勢頭正在放緩。日本民間經濟學家的預測顯示，在宣佈緊急狀態的 2021 年第一季，預計日本 GDP 將下降 7.4%。復甦的趨勢僅持續半年就中斷，恐將再次變為負增長。

日本內閣府 2 月 15 日發佈的數據顯示，日本 2020 年第四季 GDP 增長率為 12.7%，僅次於達到 1994 年以來的最高的 22.7%，係於 2020 年第三季創下。2020 年全年的 GDP 增長率為-4.8%，降幅僅次於 2009 年受到雷曼危機影響的-5.7%。日本 2020 年第四季 GDP 在後期受到國內外疫情再次擴大的影響。

日本經濟研究中心估計，10 月 GDP 環比大幅增長 2.6%，但 12 月轉為降低 0.4%。在日本政府再次發佈緊急狀態的 2021 年第一季，季度 GDP 可能會下降，預測環比年化增長率為-7.4%，時隔 2 個季度後再次陷入負增長。

根據 Nowcast 和 JCB 信用卡所錄得數據，日本 2021 年 1 月的消費數據為同比下降 16.5%，特別是服務消費下降了 28.8%。根據日本經濟學家的預測，日本 2021 年第一季的設備投資將轉為環比減少 0.8%，這一數據在 2020 年第四季為增長 4.5%。儘管日本的出口在 2021 年第一季仍將保持正增長 1.2%，但和 2020 年第四季的 2 位數增長相比有所放緩。儘管經濟學家預計日本 2021 年第二季的 GDP 將會再次轉增，但有預測日本經濟增長可能需要到 2023 年才能恢復到新冠之前的水平。

日本內閣府 2020 年 1 月發佈《景氣觀察調查》報告中，首次出現了新冠病毒一詞。之後，新冠疫情成為了影響日本國內經濟信心的重大負面因素。年度漢字反映了日本每一年的景氣形勢和經濟狀況。最近兩次舉辦夏季奧運及殘奧會的 2012 和 2016 年，和奧運金牌相關的金字都當選了年度漢字。2020 年年初，本來以為只要不發生 2008 年雷曼兄弟事件，『金』字肯定會當選年度漢字，結果發生了新冠疫情肆虐全球的嚴重問題，東京奧運及殘奧會推遲至 2021 年，『金』字也就失去了當選的可能。

基於對日本國內景氣敏感人群的意見整理完成的《景氣觀測調查》報告顯示，發佈緊急事態宣言的 2020 年 4 月，各項判斷指數均創下了有統計以來的最低紀錄。4 月的現狀判斷指數為 7.9。之後出現回升，10 月時因為『Go To Campaign』活動產生效果，該指數一度升至 54.5，超過了作為榮枯分界線的 50。與此同時，僅選取對疫情發表了評論的景氣觀測回答，並將這些回答單獨編制為新冠疫情相關現狀判斷指數，結果顯示，『新冠病毒指數』低於整體的指數，是導致景氣指標資料低下的主要原因。最多的時候，2050 名景氣預測人士中的過半數在列舉自己判斷景氣狀況的依據時都提到了新冠疫情。

2020 年 11 月《景氣觀測調查》顯示，受到第三波新冠疫情的影響，現狀判斷指數比上個月下降了 8.9 個百分點。『新冠病毒指數』的跌幅更大，達到了 12.9 個百分點，表明人們對疫情動向愈發感到憂慮。

受到新冠疫情影響，發佈緊急事態宣言後的 2020 年 4 月至 6 月的實際 GDP 環比資料按年率換算為-29.2%，之後的第三季度實現大幅反彈，增長了 22.9%。反映全日本經濟學家對經濟走勢判斷意見的《ESP 預測調查》顯示，從專家們給

出的前景預測數值來看，第四季度的平均值按年率計算為環比+3.4%，2021 年第一季度到 2022 年第一季度，平均值在環比+1%到+2%之間波動。

為了遏制新冠感染人數的增長，11 月中旬到 12 月期間，出現了主動減少經濟活動的動向。同時，12 月 28 日至 1 月 11 日期間，日本政府在全國範圍同步暫停此前推出的觀光支援項目『Go To Travel』。這或許是希望在放假過年期間減輕醫療系統的負擔。因此，2021 年第一季度實際 GDP 的同比年率數值甚至可能會低於平均預測水準。在《ESP 預測調查》中，預期值最低的八人的平均值為-0.6%，即使出現暫時性的負增長也並不奇怪。《ESP 預測調查》顯示，幾乎所有預測人士均將『新冠疫情』視為影響日本經濟的最大風險因素，遠超排在第二位的『美國經濟惡化』。

2020 年 12 月公佈的該調查顯示，2021 年度實際 GDP 預期平均值為+3.4%。預計將在經歷低谷的 2020 年度實際 GDP 預期值-5.4%之後，企穩復甦。觀察該調查中反映所有預測人士整體態度的『綜合景氣判斷指數』可以發現，2020 年第四季度的數值為 90.0，高於 50 的榮枯分界線。之後到 2022 年第三季度，基本在 70 至 80 多之間波動，大幅高於 50，該指數在 2021 年第一季度和奧運及殘奧會閉幕後的 2021 年第四季度處於暫時性的低位，兩個時間段的數值均為 72.9。參與預測的經濟學家一致認為，儘管存在一些波折，但景氣形勢估計會在 2020 年 5 月觸底後維持緩慢復甦。

不過，即使實際 GDP 按照預測平均值保持正增長至 2022 年第一季度，依然無法達到新冠疫情發生前的水準。要恢復到這個水準，似乎怎麼也要到 2023 年之後才有可能。12 月的日銀短觀所顯示，大型製造企業景氣判斷指數為-10，較上一次的 9 月調查上升了 17 百分點，表明出口回暖、生產增加的勢頭在持續，經濟活動的恢復已經產生了效果，這正是專家們預測經濟景氣將會緩慢復甦的背景原因。

此外，即便是在按方向性進行判斷的現狀判斷指數出現環比下降的 11 月《景氣觀測調查》中，與企業動向相關的現狀水準判斷指數依然保持了回暖趨勢，許多資料都反映出目前大家的信心堅挺。12 月日銀短觀調查顯示，2020 年度的全規模全產業設備投資計畫同比下降 3.9%，較 9 月調查時的-2.7%有所下調。

然而，從生產經營用設備判斷指數來看，並沒有設備過剩感上升的跡象。由此可以明白，調低設備投資計畫並非因為感到設備過剩，而是出於對新冠疫情的擔憂。儘管失業率等統計資料持續惡化，反映出就業方面的環境嚴峻，但從雇用人員判斷指數來看，無論是針對現狀還是前景，都沒有出現雇傭過剩感上升的狀

況。再者，製造業的製品商品庫存水準判斷指數與製品商品流通庫存水準判斷指數也可謂同樣如此。企業的雇傭、設備、庫存過剩感都沒有上升，從景氣迴圈的角度來看，這屬於積極因素。

由於日本政府主導實施降低手機資費等政策，物價沒有出現上漲跡象，有利於日本央行將金融政策保持在寬鬆狀態。據報導，日本央行還將延長支援企業資金周轉的政策。財政方面，正在採取大規模的對策。政府已於 2020 年 12 月 8 日推出規模達 73.6 萬億日元的追加經濟對策。追加對策由 1.新冠疫情防控對策：6 萬億日元、2.著眼於後疫情時代的經濟結構轉型對策：51.7 萬億日元、3.防災減災與國土強韌化對策：5.9 萬億日元這三大支柱構成。12 月 15 日，日本政府敲定了一般會計追加支出達 21.8 萬億日元的 2020 年度第三次補充預算案。其中加入了經濟對策的財政收入源和地方交付稅。

據德意志證券的調研數據，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約 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，似乎疫情弱于歐美，故疫情對日本經濟的衝擊要弱于歐美；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。日本央行認為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。

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。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。

日本央行在 2020 年 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。

英國經濟復甦之路尚遙遠　脫歐後百廢待新舉步維艱

根據 OECD 經濟合作與發展組織 2021 年 12 月發佈的最新預測，2021 年全球經濟將收縮 4.2%，優於早前預測的收縮 4.5%，未來兩年全球經濟增長將平均達到 4%，GDP 增長將在 2021 年底達到新冠疫情大流行前的水準。OECD 預測，2021 年世界經濟的復甦將是不均衡的，以開發國家將在 2021 年出現一定程度的反彈，但全球經濟增長的三分之一將由中國帶動。在主要發達經濟體中，預計只有美國在 2021 年第四季度會恢復至疫情前水準，包括英國在內的大多數國家將遠不及大流行病前的繁榮程度，包括南非和印度等新興市場。其中，英國 2020 年的 GDP 將下滑 11.2%，成為除阿根廷外經濟萎縮最嚴重的主要經濟體。到 2021 年底，英國的經濟規模將比新冠肺炎疫情前縮減 6%以上。

就英國在疫情中的經濟表現，彭博全球首席經濟學家 Tom Orlik 表示 2020 年各個經濟體的增長軌跡，其實是由控制病毒的成功與否決定的。中國、日本和韓國都成功地控制了病毒，而這也讓它們的經濟更快地恢復了活力。北美和歐洲的其他國家在控制病毒方面並不那麼成功，所以它們的經濟難以完全恢復生機。

OECD 預計，各國的復甦將是不均衡的，並可能導致世界經濟格局的永久變化。擁有有效測試、跟蹤和隔離系統、疫苗接種能夠迅速部署的國家和地區可能會有相對較好的經濟表現，不過全球需求的整體疲軟將阻礙其發展。預計較早開始復甦的中國將實現強勁增長，2021 年將占世界經濟增長的三分之一以上。OECD 內的經濟體將出現反彈，2021 年增長率為 3.3%，但僅能部分彌補在 2020 年遭受的深度打擊。歐洲和北美對全球經濟增長的貢獻在縮小，但如果疫苗分配快速有效，這種情況可能會有所逆轉。

2020 年 11 月發佈的《彭博經濟研究報告》中所揭露，代表富裕發達經濟體的 G7 中所有經濟體的 GDP 都出現了創紀錄的衰退，G7 國家 2020 年第三季度的 GDP 平均缺口將達到 8%，GDP 在三年後可能仍低於危機前的 8%。但在 G7 國家中，英國、義大利和法國在第三季度面臨的衝擊最大，因此長期損害的危險也最大。

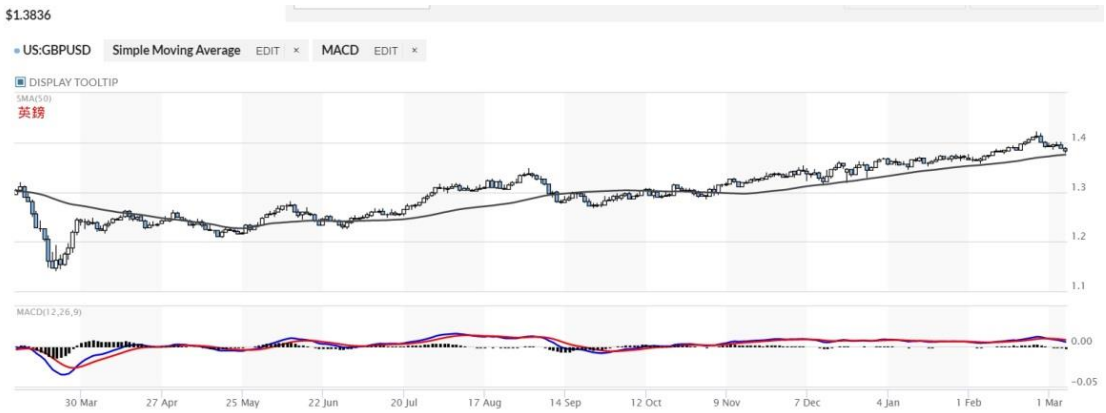
OECD 警告稱，儘管疫苗有望提前部署，但經濟增長和就業的嚴重風險仍然存在。因此，各經濟體最好不要削減政府開支，以確保經濟強勁反彈。在政府為緩解疫情對經濟的影響而大量舉債的背景下，各國需要繼續用創紀錄的低借貸成本保護企業和家庭，為未來更快和更可持續的增長鋪平道路。英國財政大臣 Rishi Sunak 表示，計畫在新冠疫情結束後控制英國的公共財政。英國的預算赤字估計達到平時經濟產出的 16.7%。一旦籠罩在經濟上的不確定性過去，政府打算將赤字和債務恢復到一個可持續的強勢地位。

OECD 預測，2020 年英國經濟萎縮 11.2%，隨後兩年將分別增長 4.2%和 4.1%。失業率將在 2021 年上升到平均 7.4%，峰值時數字可能更高，而在大流行之前，其失業率低於 4%。英國經濟遭重創的原因是其讓病毒在第一波和第二波感染浪潮中廣泛傳播，同時還進行了非常廣泛的封鎖，以控制疾病的程度。OECD 形容稱，英國受到的經濟衝擊特別突然。根據牛津經濟研究院的報告，英國統計辦公室最新發佈的高頻資料證明，第二次經濟封鎖正在對經濟產生實打實的不利影響。英國 OBR 預算責任辦公室預估英國 2020 年第四季度 GDP 將下降 2.7%。

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準，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。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準大約縮減 6.4%。

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。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。

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 月以來最高水準。



英國央行對 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的觀點，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。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。

中國堅持 2021 宏觀政策政策穩字訣

中國國務院總理李克強 3 月 5 日在《政府工作報告》中提出，2021 年要保持宏觀政策連續性穩定性可持續性，促進經濟運行在合理區間。在區間調控基礎上加強定向調控、相機調控、精准調控。宏觀政策要繼續為市場主體紓困，保持必要支持力度，不急轉彎，根據形勢變化適時調整完善，進一步鞏固經濟基本盤。市場專家解讀《政府工作報告》就是要貫徹中國中央經濟工作會議精神，延續和優化 2020 年的政策邏輯和著力點，目標就是繼續為市場主體紓困。

為市場主體紓困，這是中國宏觀政策的政策邏輯和著力點，這一點在 2020 年就表現得十分突出。2020 年面對新冠肺炎疫情的衝擊，中國共產黨黨中央明確提出要統籌推進疫情防控和經濟社會發展，宏觀政策要有效對沖疫情衝擊，把疫情的影響降到最低。在『六穩』工作的基礎上明確提出『六保』任務，特別是保就業、保民生、保市場主體。根據疫情衝擊的特點，從國情實際出發，採取了針對性辦法。

因為疫情衝擊和以往的國際經濟金融危機不同，疫情直接衝擊的是國內的消費端，衝擊量大面廣的中小微企業和個體工商戶。中國有 3000 多萬中小微企業，9000 萬個體工商戶，4.4 億的城鎮就業人員、2.9 億的農民工，而中小微企業和個體工商戶又是對抗風險能力弱的市場主體，因此政策就要優先穩就業保民生，如果市場主體出了問題，就業出了問題，那基本民生也會出問題。所以，去年的

一系列涉及經濟的政策都是奔著企業去的，保就業、保民生、保市場主體是聯繫在一起的。

2020 年，中國保市場主體的政策舉措也是實實在在落實在市場主體，包括減稅降費規模超過 2.6 兆元人民幣，其中減免社保費 1.7 兆元，主要是中小微企業在受益。也包括對中小微企業貸款延期還本付息超過 7 兆元，還有金融系統向實體經濟讓利 1.5 兆元，大型商業銀行普惠小微貸款大幅增長 50%以上。保住了市場主體，不僅為穩就業、保民生提供了基礎，也保住了經濟得以恢復和發展的基礎。《政府工作報告》總結到 2020 年，中國率先實現復工復產，經濟恢復優於預期，全年 GDP 國內生產總值增長 2.3%。宏觀調控積累了新的經驗，以合理代價取得較大成效。

今年《政府工作報告》中提出『宏觀政策要繼續為市場主體紓困”，正是延續和優化 2020 年的政策邏輯和著力點。李克強總理在《政府工作報告》中提到，因財政收入恢復性增長，財政支出總規模比去年增加，重點仍是加大對保就業保民生保市場主體的支持力度；建立常態化財政資金直達機制並擴大範圍，將 2.8 兆元中央財政資金納入直達機制、規模明顯大於去年，為市縣基層惠企利民提供更加及時有力的財力支援；優化和落實減稅政策，將小規模納稅人增值稅起征點從月銷售額 10 萬元提高到 15 萬元，對小微企業和個體工商戶年應納稅所得額不到 100 萬元的部分，在現行優惠政策基礎上再減半徵收所得稅；延續普惠小微企業貸款延期還本付息政策，加大再貸款再貼現支持普惠金融力度；延長小微企業融資擔保降費獎補政策，完善貸款風險分擔補償機制；引導銀行擴大信用貸款、持續增加首貸戶，推廣隨借隨還貸款，使資金更多流向科技創新、綠色發展，更多流向小微企業、個體工商戶、新型農業經營主體，對受疫情持續影響行業企業給予定向支持；大型商業銀行普惠小微企業貸款增長 30%以上；適當降低小微企業支付手續費。

去年《政府工作報告》沒有提出 GDP 增速的量化目標，今年則是明確了具體目標。今年政府工作報告提出把經濟增速的預期目標設定為 6%以上，綜合考慮到很多方面的因素。例如:經濟恢復的情況，從去年二季度開始經濟就在逐步恢復，預計今年經濟總體上能夠保持平穩運行。低基期也是考慮的因素。2021 年第一季度的 GDP 增速，由於基期的原因，預計同比上升會比較多，從 GDP 資料表觀察，2021 年全年可能會呈現『前高後低』的走勢。要考慮保持經濟持續健康發展的需要。在確定今年 GDP 預期目標時，不僅要考慮今年的情況，也要統籌考慮明後年，盡可能做到預期目標在年度之間不要忽高忽低，能夠保持經濟長

期平穩運行。

2021 年政府工作報告繼續把穩就業放在重要位置，明確提出就業優先政策要繼續強化、聚力增效。城鎮新增就業目標也提高至 1100 萬人以上，恢復到 2019 年的水準，城鎮調查失業率 5.5%左右。2021 年的中國就業壓力依然很大。現在經濟還處在恢復發展的過程中，市場條件依然複雜嚴峻，各種不確定因素還在增多。在這樣一種條件下，這個目標是不低的，要完成目標任務也需要付出更大的努力。去年受疫情等多方面嚴重衝擊，就業形勢嚴峻。圍繞保就業和保市場主體，中國出臺了一系列政策。隨著經濟恢復和政策落地見效，就業逐步恢復，全年城鎮新增就業 1186 萬人，超額完成確定的預期目標，沒有出現規模性失業，這是非常不容易的。

從今年情況看，綜合考慮價格翹尾因素和新漲價因素，將居民消費價格漲幅的預期目標設定為 3%左右，比去年預期目標有所下調，政府有信心把 CPI 控制在相對較低的水準。在 CPI 中食品價格占比很高。近年來，糧食生產連年豐收，農產品供應有保障，加上生豬產能基本恢復，有利於物價保持穩定。增加居民收入，前提還是要實現相對比較充分的就業，努力讓居民收入增長與經濟增長基本同步。同時，要著力提高低收入群體收入，擴大中等收入群體，扎實推動共同富裕。

今年宏觀政策要保持連續性、穩定性、可持續性，延續和優化去年的政策邏輯和著力點，保持必要支持力度，不會急轉彎，目標就是繼續為市場主體紓困。保市場主體的意圖在今年政府工作報告多有體現。從財政支出來看，今年中央財政、省級財政進一步加大對市縣基層落實惠企利民政策的財力保障力度。中央財政對地方的一般性轉移支付增長 7.8%，明顯高於去年增速；今年將 2.8 兆元中央財政資金納入直達機制，意味著財力更快到達基層。

從減稅降費來看，今年繼續執行制度性減稅政策，對去年出臺的階段性減稅政策做了優化調整，有些政策延長執行期限，同時又出臺新的針對中小微企業的政策、針對鼓勵創新的研發費用加計扣除政策等。政策著力點還是要繼續為市場主體紓困，無論是財稅政策、金融政策、就業政策乃至改革政策，都要激發企業活力，改善營商環境，目標都是進一步說明中小微企業和個體工商戶。

黨的十九大把防範化解重大風險攻堅戰確定為三大攻堅戰之一，防範化解金融風險是其中一個重要方面。經過集中攻堅，一批重大風險隱患得到有效處置，金融風險處置取得重要階段性成果，金融風險趨於收斂、總體可控，金融秩序明顯好轉，金融運行更加穩健。當前國內外經濟金融形勢複雜多變，金融領域仍面

臨不少風險挑戰。要堅持底線思維，毫不鬆懈地防控各類金融風險。要著力防範化解中小金融機構風險，多管道補充中小銀行資本金，強化公司治理。完善債券市場法制，穩妥處置企業債務違約風險。還要繼續化解存量風險，提高預見預判能力，防範增量風險，嚴密防控外部輸入性風險，健全風險處置長效機制，堅決守住不發生系統性風險的底線。

近年來，中國穩步推進資本項目可兌換和人民幣國際化，積極服務開放型經濟發展。目前直接投資項下已實現較高水準開放，跨境證券投資管道不斷拓展，跨境融資限制大幅放寬。人民幣跨境使用比重持續提升，人民幣資產吸引力進一步增強。根據國際貨幣基金組織最新資料，目前人民幣已是全球第五大官方儲備貨幣。要穩妥有序推進資本專案開放，穩慎推進人民幣國際化。具體來講，著眼於服務實體經濟，促進貿易和投資自由化便利化。完善人民幣使用相關政策，加強人民幣國際化基礎設施建設。繼續推動金融市場高品質雙向開放，促進跨境資金雙向有序流動。促進本外幣、離岸在岸市場良性協調發展。

美元轉強不利農產品出口 農產期貨合約價格續滑落

CBOT 黃豆期貨 3 月 4 日上漲，小麥與玉米則是下跌，因擔憂美元的上漲對農產品出口造成影響。5 月玉米期貨收盤下跌 0.5%成為每英斗 5.3250 美元，5 月小麥下跌 0.8%成為每英斗 6.51 美元，5 月黃豆上漲 0.2%成為每英斗 14.1050 美元。巴西農產品分析機構 Datagro 預估今年巴西黃豆產量將達到 1.356 億噸，稱近期的降雨雖然減緩收成進度，但也可望令作物更加豐收。ICE Futures U.S. 5 月棉花期貨 3 月 4 日下跌 1.5%成為每磅 87.14 美分，5 月粗糖期貨上漲 0.7%成為每磅 16.26 美分。

普氏能源資訊報導，中國大陸近期的黃豆需求明顯放緩，主要因為大陸的黃豆壓榨毛利降低的影響。根據標普全球普氏的數據，3 月 2 日，中國黃豆的壓榨毛利僅為每噸 8.06 美元，相比農曆春節之前的 2 月 10 日壓榨毛利達到每噸 20.75 美元。當黃豆壓榨毛利低於每噸 20 美元，中國境內壓榨廠基本上就沒有意願採購黃豆。

市場分析師指出，當前大陸黃豆需求疲軟部分是受到季節性因素的影響，因春節期間的肉品需求大增使得屠宰量增加，連帶也就使得春節後的豬隻以及家禽數量大減，降低了飼料的需求量。因此在每年的農曆春節過後，大陸黃豆需求的降低通常會維持數週以上的時間。此外，中國境內壓榨廠在春節前也會囤積較多的豆粕庫存，也會使得春節後的壓榨需求降低。不過，中國大陸長期的黃豆需求

預期仍將增長，普氏分析預估，大陸的豬隻數量預估在今年上半年就能夠恢復到非洲豬瘟疫情以前的水平，2021-22 兩年，大陸的黃豆進口量也預期將分別達到 1 億噸以及 1.1 億噸的新高水平。

全球四大糧商之一 Archer Daniels Midland Company 美國阿徹丹尼爾斯米德蘭公司表示，中期來看，中國大陸的農產品進口需求仍將繼續增長，這也將帶動該公司今年乃至往後的營收獲利表現持續強勁，並強調這不會是只有一年的短暫現象。中國大陸農產品進口量增長是基於需求的基本面因素，因大陸豬隻飼養數量持續恢復的影響，預期今年的進口量仍將持續攀升。他預估大陸今年黃豆進口量仍將達到 1 億噸水平，與美國農業部的預估相同；玉米進口量則預估將再創新高達到 2,500 萬噸，較美國農業部所預估的 2,400 萬噸更高。

OPEC+維持配額不辨　油價創一年新高價

NYMEX 4 月原油期貨 3 月 4 日收盤上漲 2.55 美元或 4.2%成為每桶 63.83 美元，創下 2020 年一月以來的新高，因 OPEC+石油輸出國組織及俄羅斯等產油盟國決議 4 月份不調高生產配額，此前分析師普遍預期在油價上漲以及經濟前景改善的情況下，OPEC+將會上調 4 月份的生產配額；ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 2.67 美元或 4.2%成為每桶 66.74 美元。

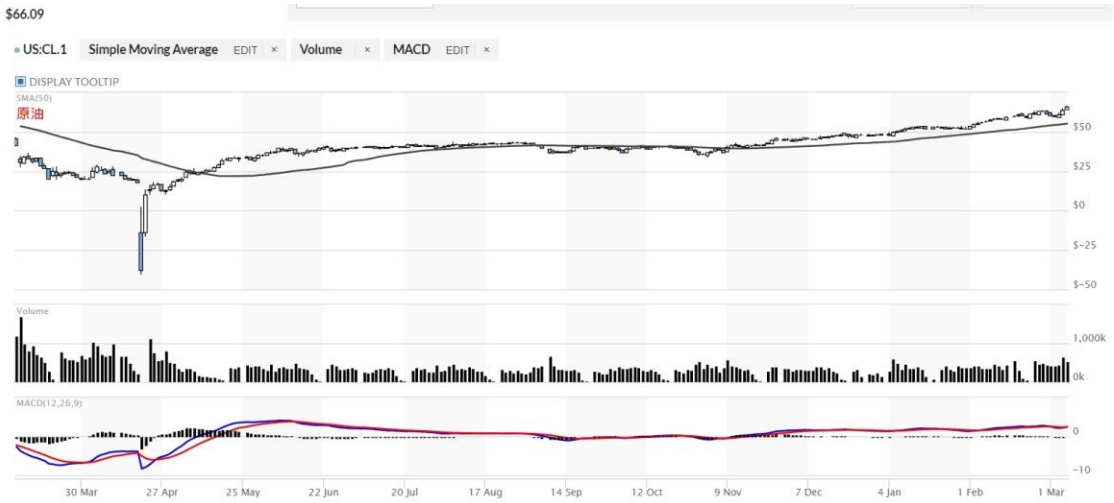
OPEC+的決定令市場吃驚，向市場傳遞的信息是，產油國寧願看到油價過熱，也要大幅削減去年因疫情而造成的庫存積壓。沙國也表示將延長自願減產 100 萬桶/日的期間，後續會決定何時逐步取消減產。美國上週汽油與蒸餾油庫存大減，主要因為嚴寒天氣導致煉油廠關閉，美國煉油廠的產能利用率創下歷史新低至 56%的影響，其中墨西哥灣區的煉油廠產能利用率更降至僅有 40%，同樣也是創下歷史新低。

美國能源部 3 月 3 日公佈的數據顯示，截至 2 月 26 日，美國商業原油庫存較前週增加 2,160 萬桶至 4.846 億桶，創下歷來最大單週增量，因煉油廠關閉導致原油加工需求減少；汽油庫存減少 1,360 萬桶至 2.435 億桶，則是創下 1992 年統計以來的歷來最大單週減量，較過去五年的同期平均值減少約 4%；包括柴油在內的蒸餾油庫存減少 970 萬桶至 1.43 億桶，也創下 2003 年以來的最大單週減量，為去年 4 月以來首度低於過去五年的同期平均值，同樣也都是受到煉油廠關閉的影響。

截至 2 月 26 日當週，美國煉油廠日均原油加工量較前週減少 230 萬桶至 990 萬桶，創下自 1982 年以來的紀錄新低。煉油廠產能利用率較前週的 68.6%

減少至 56.0%，創下歷史新低，過去 4 週的平均值為 72.7%。汽油日均產量較前週的 770 萬桶增加至 830 萬桶，蒸餾油日均產量較前週的 360 萬桶減少至 290 萬桶。原油日均進口量較前週增加 170 萬桶至 630 萬桶，過去 4 週的原油日均進口量為 570 萬桶，較去年同期減少 12.8%。汽油日均進口量較前週的 53.1 萬桶增加至 60.5 萬桶，蒸餾油日均進口量較前週的 30.3 萬桶增加至 32.1 萬桶。

作為需求的指標，美國過去 4 週日均油品供應量為 1,960 萬桶，較去年同期減少 4.2%。其中，汽油日均供應量年減 11.8%至 790 萬桶，蒸餾油日均供應量年增 5.8%至 410 萬桶，航空煤油日均供應量年減 24.2%至 117.6 萬桶。2 月 26 日當週汽油日均需求較前週的 720.7 萬桶增加至 814.8 萬桶，較去年同期的 918.6 萬桶減少 103.8 萬桶或 11.3%。



短期美債殖利率陡升壓抑金價　實質利率仍負值金價有支撐

COMEX 4 月黃金期貨 3 月 4 日收盤下跌 15.1 美元或 0.9%成為每盎司 1,700.7 美元，創去年 5 月以來的新低，因美元以及美債殖利率的上漲造成壓力。全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 道富財富黃金指數基金 4 日黃金持有量減少 4.74 公噸至 1,082.38 公噸，續創去年 6 月以來的新低。

世界黃金協會表示，美國十年公債殖利率過去 7 個月來已經上漲將近 200%，這也是金價承壓並且持續下滑的主要原因；不過，儘管公債殖利率上揚至 1.5%，但扣除通膨的實質殖利率仍然處於負值領域，此仍然有利於金價，實質殖利率要上揚至能夠威脅到黃金持有成本的水平還有很長的一段時間。即便債券市場的表現對金價構成壓力，但黃金市場近期已經出現一些超賣的跡象，這令金價變得更具有吸引力。此外，雖然公債的殖利率在攀升，但通膨預期也同樣上揚，這也已

經反映在包括原油以及銅等商品價格的漲勢當中，而實質殖利率預期將繼續受到壓抑。

美國國債殖利率攀高並不會只影響到金價，隨著殖利率的持續上揚，股市受到的影響也將愈趨明顯；而黃金作為分散風險的資產組合之一，其角色也會更加重要，投資人不應該忘記所有投資市場的樂觀氣氛都不會永遠如一。市場上仍然存在許多風險，特別是如果投資人確實對通膨感到擔憂的話，那黃金絕對是一個良好的投資工具。

去年黃金 ETF 投資需求的創紀錄增長是帶動金價上漲至創新高水平的一大主因，因此過去幾個月黃金 ETF 持倉持續出現下滑也成為市場的一大擔憂因素，但黃金 ETF 不會出現恐慌性的賣壓，因其市場更為分散。此外，雖然 ETF 的投資需求下降，但包括金飾等實物需求則持續恢復當中，可望為金價提供一些支撐。

世界黃金協會 3 月 4 日報告表示，2020 年全球黃金 ETF 持倉創紀錄增加 877 公噸或 30%，總持有量也達到歷年新高的 3,752 公噸，淨吸引資金 479 億美元。報告指出，在 2020 年初 1-2 月期間，黃金 ETF 就已經因為全球的低利率環境而受到青睞，而 3 月份全球疫情爆發之後，投資人對黃金 ETF 的需求更是大幅提高，全球黃金 ETF 的持倉連續 5 個月都增加超過 100 公噸。

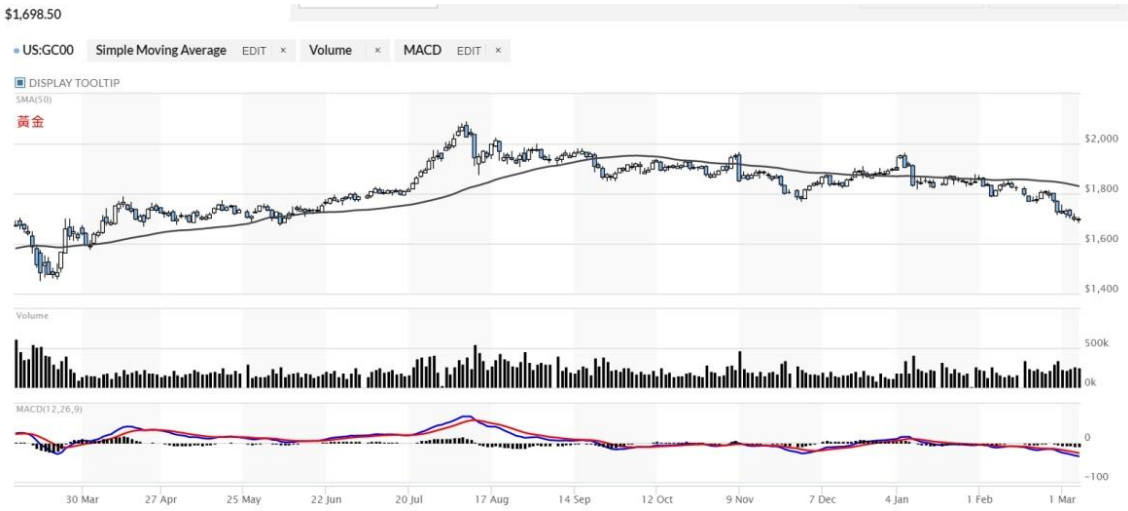
2 月份，北美市場黃金 ETF 持倉減少 71.2 公噸至 1,925.7 公噸，資產規模 1,079 億美元；歐洲市場黃金 ETF 持倉減少 23.8 公噸至 1,565.8 公噸，資產規模 877 億美元，是當月黃金 ETF 賣壓的兩大來源。反觀亞洲市場的黃金 ETF 持倉則是增加 10.6 公噸至 125.7 公噸，資產規模 73 億美元；其他地區黃金 ETF 持倉減少 0.3 公噸至 63.4 公噸，資產規模 36 億美元。2 月份，全球黃金市場的日均交易額較前月減少 12%至 1,660 億美元，低於 2020 年 1,830 億美元的日均交易額，主要因為紐約黃金期貨交易量大減約 30%的影響。紐約黃金期貨的淨多頭部位降至 675 公噸，創下 2019 年 6 月以來的新低，也低於 2020 年 871 公噸的平均值。

世界黃金協會表示，過去一年以來，協會一直強調全球的超低利率環境降低了黃金的持有成本，是支撐金價的主要原因；但近期利率開始走高，對投資人來說公債殖利率變得更有吸引力，這也導致了金價的持續下滑，以及黃金 ETF 投資需求的流失。

雖然利率上揚是近期金價的主要壓力來源，但全球名目利率仍然處於歷史低點的水平，實質利率更是處於負值，而歷史數據顯示，金價在實質利率低於 2%以下的環境下都能夠有較佳的表現。通膨預期上揚則可望抵銷一些來自利率的衝

擊，特別是今年以來商品價格都已經大幅上漲，雖然金價漲幅目前落後，但協會的統計顯示，在由商品價格所主導的再通膨環境，前 6 個月金價漲幅落後，但未來 6-36 個月的漲幅將會超前，因投資人會重新重視黃金抗通膨的傳統屬性。

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 寬鬆貨政、美國國殖利率驟升、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，黃金的長線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)