

美國 2 美元財政擴張政策箭在弦上 拜登政府擬用基建刺激未來景氣

根據全球諮詢公司麥肯錫的估計，美國基礎設施支出每增加 1 個百分點的 GDP，將為美國國內經濟增加 150 萬個就業機會，因此樂觀狀態下，超 2 兆美元的基礎設施投資在未來十年可給美國創造超千萬的就業崗位。1.9 兆美元的經濟救助計畫落地沒幾天，拜登就在自己競選總統的始發地、正向醫療保健和科技業轉型的傳統工業重鎮匹茲堡發表演講，宣佈了總額達 2.25 兆美元的經濟復甦計畫，雖然計畫的投資總量比市場之前預測的 3 兆美元有所收斂，但公共財政的斥資規模依然僅弱于『羅斯福新政』時期的投資力度，拜登也由此成為僅次於羅斯福的對美國基礎設施投資最慷慨的一位總統。

雖然拜登將經濟復甦計畫拆成了就業和家庭兩個部分，甚至演講中直接將『基建和經濟復甦計畫』稱為『美國就業計畫』，但實際上只有少量資金用於勞動者的高級培訓、中低收入家庭參加醫療保險的補貼以及帶薪休假等方面，多達 2/3 的政府投入都對準了基礎設施建設，並且從理論上看就業也離不開基礎設施建設的支持，因此，『基建和經濟重建計畫』嚴格意義上說就是一個基礎設施重建計畫，而且從傳統基礎設施到新型基礎設施、從城市基礎設施到農村基礎設施、從工業基礎設施到學校基礎設施，拜登似乎要完成一項全域性基建再造與革命。

交通基建方面，拜登既提出大力投資高鐵和推動鐵路系統電氣化，也強調為機場改建提供雙倍資金和為主要機場的項目改造提供競爭性贈款。同時指出大力發展公共交通，計畫到 2030 年在超過 10 萬人口的城市構建高品質的公共交通系統，並且 10 年內額外投入 100 億美元支援低收入地區的交通專案。不僅如此，基建投資還聚焦包括內河航道、貨運走廊、貨運鐵路、中轉設施和港口等在內的貨運基礎設施領域，並提出把交通基建贈款專案贈款從每年 18 億提高至 35 億美元。另外，更換城市地下老化管道、將清潔飲用水和水基礎設施投資增加一倍的內容也赫然呈現在基建投資的棋盤之中。

清潔能源基礎設施方面，基於力爭 2035 年前實現無碳發電的目標，基建計畫準備對輸電線路升級和大規模儲能示範專案展開重點投資，同時對 400 萬棟商業建築和 200 萬戶家庭住房進行節能改造以及為數百萬工人提供 100 萬個節能住房，在此基礎上推動建築行業電氣化和建造淨零碳聯邦建築，至 2035 年全美建築存量碳足跡減少一半。不僅如此，基建計畫將加大對清潔汽車的聯邦政府採購強度，在將 300 萬輛政府系統汽車全部升級換代為清潔能源汽車的同時，

設定到 2030 年所有美國製造的新巴士都達到零排放。另外，每個州的低碳製造業不僅可以獲得稅收抵免的支援，還能夠得到來自聯邦政府的資金援助。

製造業基礎設施方面，支援『美國製造』和將製造業留在美國依然是基建計畫所凸現的主要目標，特別是針對汽車業電動化與智慧化趨勢，基建計畫不僅提出五年內在電池和儲能技術方面投資 50 億美元，而且強調建立一個由 50 萬個公共充電網點組成的全國充電系統。同時，美國聯邦政府還會向願意試行新型充電基礎設施的市鎮和縣提供贈款，目的是不僅要確保電池生產在國內進行，還要鼓勵汽車製造商在國內建造或重組整車或零組件工廠。不僅如此，為振興製造業，基建計畫意欲將製造業擴展夥伴項目的資金提高四倍，同時聯邦政府向各州提供 50 億美元資金，制定鼓勵小企業創業的政策。

新型基礎設施方面，根據白宮日前發佈的《國家安全臨時戰略指導意見》，美國將建設 21 世紀的數位基礎設施以及量子計算、生物技術等『未來高增長產業』，基建計畫為此每年拿出 10 億美元幫助 5 個城市佈局智慧城市技術，並設立 100 億美元的城市振興基金，在陷入困境的城市開展創新技術專案的應用推廣，同時投資 200 億美元建設農村寬頻基礎設施，在此基礎上，基建計畫設立了一個 400 億美元、為期 10 年的轉型專案基金，目的是為龐大的新型基建專案提供援助。

拜登政府的確看到了制約美國經濟發展的短板與不足。今年 2 月，德州遭遇寒潮和暴雪，超 430 萬戶家庭斷電，1400 萬人停水，且這場百年一遇的寒潮風暴導致近四百萬人在零下十度的寒風中捱過，無數民眾只能撿木頭生火取暖，近六十多人死於一氧化碳中毒。德州停電斷水的悲劇放大了美國基礎設施破敗脆弱的整體生態。由於大部分基礎設施建成於上個世紀 60 年代，許多已經達到最大使用期限，如美國 70% 的電力變壓器和輸電線路已運行了 25 年以上，大壩的平均使用壽命為 56 年，城市管道沉睡了數十年也從未升級等，對此，美國 ASCE 土木工程師學會發佈的最新報告稱，美國的基礎設施總體評分是 C-，即『有重大缺陷』的『平庸水準』，而且這個評分還是 20 年來的最高得分。同時，《全球競爭力》報告指出，目前美國基礎設施建設僅在世界排名第 13 位。

依 ASCE 的分析，要改善美國基礎設施使之達到 B 級，需要在未來 10 年投資 2.6 兆美元，而且 ASCE 警告，如果不彌補，到 2039 年美國將損失 10 兆美元 GDP，2.4 兆美元出口。由此看來，美國經濟重建計畫所要發動的資金規模基本能夠覆蓋 ASCE 所言的基礎設施投資缺口，並且不排除拜登政府還會再追加資金。為此，拜登已經準備通過加稅來解決資金需求問題，其中，對年收入超過 40 萬美元的人徵收 12.4% 的社保薪資稅，個人所得稅稅率從 37% 上調至 39.6%，

同時按 39.6% 的普通所得稅稅率對 100 萬美元以上的長期資本利得和合格股息收入徵稅，並將遺產稅和贈與稅的免稅額從每人 1000 萬美元降至 350 萬美元，稅率從 40% 提高至 45%。在企業稅制調整方面，企業所得稅稅率從 21% 提高到 28%，並對帳面利潤超過 1 億美元的公司徵收最低稅，同時將美國公司海外子公司的全球無形資產最低稅率從 10.5% 提高至 21%。以上各項加稅可為財政增加超 3 兆美元的收入。

基礎設施投資歷來是各國宏觀經濟增長的重要引擎。按照凱因斯的貨幣乘數理論，政府每支出 1 美元可以產生 1.5 美元以上的國內生產總值，2 兆美元基礎設施平均分配到 10 年中，年均投資 2000 億美元，每年能夠為 GDP 的額外產出貢獻約 3000 億美元。因此長期看，根據美國銀行的研究報告，超 2 兆美元的基礎設施投資最終可帶來 2% 至 9% 的 GDP 增長。另外，根據全球諮詢公司麥肯錫的估計，美國基礎設施支出每增加 1 個百分點的 GDP，將為經濟增加 150 萬個就業機會，因此樂觀狀態下，超 2 兆美元的基礎設施投資在未來十年可給美國創造超千萬的就業崗位。

但是，由於基礎設施建設的資金主要通過增加稅收解決，或者說加稅本就是基建和經濟重建計畫的重要內容，而加稅勢必帶來企業經營成本的增升，也會對私人消費動能形成一定的稀釋。因此，美國稅務基金會和稅收政策中心的研究報告指出，加稅使長期平均工資水準下降 1.15%，損失 54.2 萬個工作崗位，其中到 2030 年最富有的 1% 納稅人稅後收入將因稅收增加減少 7.7%，所有納稅人的稅後收入平均下降 1.9%。受到影響，稅務基金會強調，加稅將使未來十年 GDP 下降 1.62%-3.4%。若如此，拜登的基建計畫在國會闖關可能不會十分順利。

2021 年已經轉向新冠肺炎疫苗的全球分配問題。目前，全球主要富裕國家已訂購了近 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。

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。

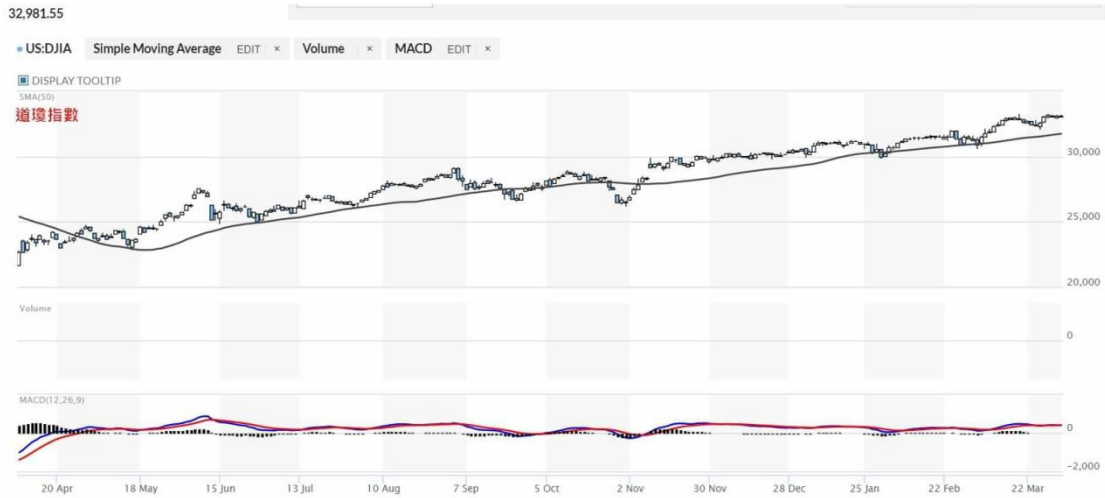
隨著美國消費者信心的進一步回升，消費將在儲蓄的推動下加速恢復，並將補償部分因疫情而減少的消費，進而有機會帶動美國經濟的全面復甦。當前，美國家庭的資產負債水準非常健康。債務對可支配收入的比值已從 2008 年金融危機時的高點 1.36，下降至目前的正常水準 0.90，處於 20 年以來最低水準。淨財富對可支配收入的比值雖然因為疫情的原因而有所下降，但仍處於 5.17 左右的水準，與 2018 年底的水準相當。

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。

3 月季調後非農就業人口 91.6 萬人，優於預期 64.7 萬人；3 月失業率 6%，預期 6%。美國勞工統計局表示，3 月份就業普遍增長，休閒和酒店、公立和私立教育以及建築業就業增長最快。同時，2 月份非農新增就業人數從 37.9 萬人上修至 46.8 萬人；1 月份非農新增就業人數從 16.6 萬人上修至 23.3 萬人。



觀經濟數字持續樂觀 歐元區復甦已近在咫尺

歐洲經濟研究中心日前公佈的歐元區經濟形勢預測報告顯示，未來 6 個月歐元區經濟信心的指數 3 月大幅上升高達 74，反映數百位金融專家對歐元區宏觀經濟現況遠超市場預期。這也是該指數連續第四個月上漲，OECD 3 月 9 日發佈全球經濟展望報告，認為今年歐元區經濟預估增長 3.9%。歐元區財長 3 月 15 日召開視訊會議，承諾在 2021 年和 2022 年保持支持性財政政策，促進歐元區經濟穩步復甦。最新統計顯示，歐元區 2 月份 PMI 製造業採購經理人指數的終值達到 57.9，超過 1 月份的 54.8，也高於此前預計的 57.7，為 3 年來最高值。

歐元區最大經濟體德國 2 月 PMI 達 60.6，為 37 個月來的高點。德國 3 月經濟信心指數高達 76.6，出口也持續向好，今年 1 月商品出口額同比上升 1.4%，連續第九個月上升。義大利、法國 2 月 PMI 也達到 2018 年以來的最高值，西班牙的 PMI 重回增長區間。荷蘭、奧地利、愛爾蘭製造業數據也都處於擴張期。市場專家認為歐元區經濟將全面復甦，大多數專家還預計通膨有可能將進一步上升，長期利率也將上升。

2 月份，歐元區內需、出口表現強勁，新訂單增加推動了新的投資，抵消了許多消費者相關行業的不景氣。歐元區出口持續恢復，促進了工業生產，進而部分抵消歐洲社交限制措施對內需造成的影響。經濟學家普遍認為，歐元區整體經濟運行正逐步適應疫情防控措施。日前歐元區財長召開視訊會議，會議聲明指出，在新冠肺炎疫情結束、經濟穩步復甦以前，各國有必要通過持續的財政手段保護和支持歐元區經濟，通過及時有針對性的措施來支持歐元區經濟活動，減輕疫情對歐元區經濟造成的傷害，以確保長期財政可持續性的關鍵。歐元區財長強調，

應避免過早退出財政支持措施。同時，財政政策應保持靈活，並隨著疫情和經濟形勢變化進行有效調整。

近期，歐洲中央銀行通過緊急資產購買，持續為市場注入流動性。歐洲央行 3 月 11 日發佈的最新貨幣政策是基於對歐元區融資條件和通脹前景的綜合判斷，將繼續實施總規模為 1.85 兆歐元的緊急資產購買計畫，在今年第二季度顯著加大購債力度。歐洲央行宣稱緊急資產購買計畫將至少持續至明年 3 月，直至該機構認為疫情對經濟的影響階段性結束。

歐元區及其成員國不斷加大財政方面的補貼和扶持力度，助力歐元區經濟加速恢復。歐元區執委會提出一項方案，將成員國的預算約束豁免期限延長至 2022 年。按照歐元區《穩定與增長公約》，歐元區成員國財政赤字一般不超過該國當年國內生產總值的 3%，而當前歐元區成員國安排財政赤字多在 4% 左右，歐元區預計今年這一比例將達到 6%。去年，歐元區臨時性全面放鬆對各成員國的預算約束規則，為成員國抗擊疫情、保障就業、支持經濟發揮了重要作用。

為應對疫情對經濟的衝擊，歐元區通過財政手段分別針對勞動者、企業和成員國建立社會安全網，並在去年 7 月推出總規模逾 1.8 兆歐元的經濟復甦計畫，包括 7500 億歐元『恢復基金』。2021 年第二季度，『恢復基金』將發放到位。歐元區希望未來幾年通過『恢復基金』進行投資，推動歐元區經濟改革和轉型，為經濟可持續增長積蓄動力。歐元區同時提醒成員國，今明兩年在繼續實施積極財政政策的同時，應注意實施更加精准的支持措施，防止赤字高企及財政依賴。歐委會執行副主席東布羅夫斯基表示，歐元區將對成員國經濟進行評估，並分別給出中期政策建議。

2020 年底，歐元區啟動了疫苗接種計畫，並制定了在 2021 年夏季前為 70% 的成年人接種新冠疫苗的目標。儘管接種速度不如預期，但是歐元區重申維持這一目標不變。當前，歐元區國家正加大疫苗接種力度，並希望通過推出『疫苗護照』，恢復歐元區內部人員流動，重啟旅遊業與服務業。歐元區現已多個國家提出解封路線圖，希望重啟人員流動，更快恢復經濟秩序。歐元區還計畫在推出『數位綠色通行證』，包含新冠疫苗接種證明、核酸檢測證明及新冠肺炎確診患者康復證明等數位資訊，以便通行證持有人在歐元區境內自由流動。

未來歐元區經濟恢復仍然受新冠肺炎疫情影響，尤其是變異新冠病毒的傳播會給疫情防控和經濟恢復帶來威脅。當前歐元區國家的社交限制措施相對比較寬鬆且更加精準，對經濟的影響有所緩解，在全球經濟逐步恢復等利好影響下，歐元區經濟將在 2021 年恢復增長。市場專家認為歐元區經濟復甦形勢依然脆弱，應該繼續在財政政策上採取最大限度的靈活性。

2021 年歐元區總體經濟形勢預計有所改善，但近期經濟前景仍存不確定性。如果歐元區市場利率上升過快，歐洲央行將在必要時再次調整緊急購債規模。歐元區當前支持經濟的措施效果明顯，但是疫情對各成員國、各行業及各個群體的衝擊不同，歐元區在經濟復甦中應該注意協調與平衡，防止出現不平衡加劇的『K 形復甦』。歐元區經濟今年將實現復甦，但是疫苗接種速度使得復甦之路充滿不確定性。各國經濟起點、經濟結構、應對能力差異也將使得經濟復甦步調不一。歐洲央行行長拉加德建議歐元區應全力遏制公共衛生危機，並在經濟恢復過程中推動向數字和綠色轉型，並在歐元區內部形成增長合力。

關於歐元區永續投資的討論在 2020 年持續擴散。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。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。

只要新冠肺炎疫情趨緩，歐洲眾多民間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，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。

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。

歐元區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 和歐元區執委會等預估，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%，高於此前三季預期的 8.2%。

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。

市場調查機構 IHS Markit 公佈的資料顯示，歐元區 3 月製造業 PMI 終值為 62.5，高於初值 62.4 和前值 52.9，創 24 年新高。其中，德國 3 月 PMI 終值為 66.6，前值為 60.7；法國 3 月製造業 PMI 終值為 59.3，前值為 56.1。歐元區製造業 PMI 已連續三個月上升，並連續九個月處於擴張區間，顯示出歐元區經濟復甦正在提速。



疫情左右日本經濟復甦 消費信心有待政策提振

日本因新冠肺炎疫情封鎖對日本經濟造成衝擊，而目前日本的家庭財務狀況不像歐元區部分國家那樣強勁。為了使日本宏觀經濟獲得長期增長勢頭，需要額外的財政刺激來支持消費支出。日本宏觀經濟更加不穩定，2021 年中長期復甦恐更加緩慢。

新冠肺炎新增病例一度達到創紀錄水準，導致日本政府在 1 月宣佈進入緊急狀態，隨後在 2 月延長了緊急狀態，以防止疫情傳播。日本的緊急狀態將持續到 3 月 7 日，並將在埼玉、千葉、東京、神奈川、岐阜、愛知縣、京都、大阪、

兵庫縣和福岡等幾個地區實施，這些地區的經濟總量約占日本經濟總量的 60%。此外，大型活動被要求縮減規模，餐館和卡拉 OK 被建議縮短營業時間，只營業到晚上 8 點，且百貨商場也被要求遵循同樣的規定。據此，2021 年第一季度日本 GDP 可能出現萎縮，儘管萎縮幅度小於英國。目前市場普遍預測日本第一季度 GDP 年率下滑 0.6%。

富國證券指出，雖然日本經濟受到的直接打擊可能不如英國，但中長期的復甦可能會更加緩慢。日本 2020 年第四季度員工薪酬環比僅增長 0.3%，遠低於消費者支出的增幅，而員工薪酬也比上年同期水準低 2.7%。此外，日本家庭儲蓄率很有可能在 2020 年年中出現飆升後，在第四季度再次下降。總的來說，近期日本家庭財務狀況的趨勢似乎不如英國樂觀，日本消費者支出和整體 GDP 中期復甦的前景可能很大程度上取決於進一步財政刺激的力度。

日本經濟的中期展望較為謹慎，這與日元逐漸走軟的預測大體一致。儘管如此，10 年期日本政府債券收益率近期小幅走高，如果日本央行能容忍 0-20 個基點的波動區間，可能會讓這一區間繼續擴大，這可能對日元有利。另一方面，市場也有一些討論，表明日本央行可能會強調進一步降息的可能性，即使預計 3 月不會降息。當然，這兩種選擇都是可能的，且日本方面還有其他選項。總之，考慮到日本中期經濟前景相對溫和，以及央行政策戰略評估可能產生的一系列結果，富國證券仍然認為日元會隨著時間的推移小幅走軟。

根據日本 JCB 信用卡組織所錄得數據，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。經濟學家預估日本 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，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 月時因為舉行『Go To Campaign』產生擴張效果，該指數一度躍升至 54.5，超過了作為榮枯分界線的 50。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。

2021 年日本第一季度實際 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』。

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，有望緩步復甦。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。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。

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，日本央行還將延長支援企業資金周轉的政策。財政政策方面，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 兆日元的追加經濟對策。追加對策由三大支柱構成，1. 新冠疫情防務對策：6 兆日元、2. 著眼於後疫情時代的經濟結構轉型對策：51.7 兆日元、3. 防災減災與國土強韌化對策：5.9 兆日元。12 月 15 日，日本政府敲定了一般

會計追加支出達 21.8 兆日元的 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。

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。2020 年新冠肺炎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 2020 年經濟增長從年初確定的增長 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通縮現象，日本央行將堅定持續寬鬆貨幣政策，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。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。

OECD 預估英國經濟復甦緩慢 脫歐後百廢待新舉步維艱

OECD 預測 2020 年英國經濟萎縮 11.2%，隨後 2021、2022 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。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%。



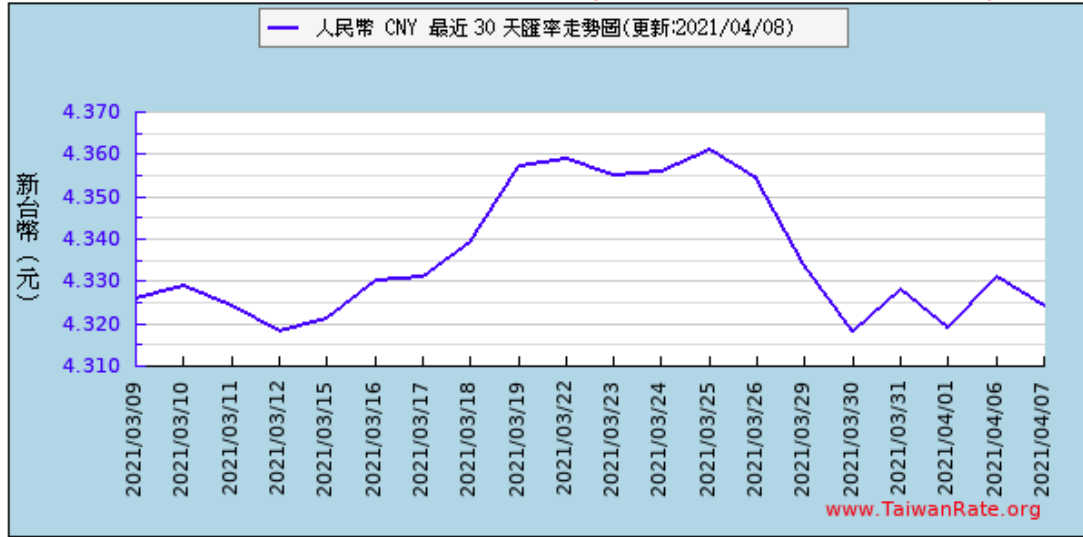
市場專家預計，英國經濟在 2021 年將有機會小幅增長，但難以恢復到疫情前水準，預期經濟緩步增長將持續到 2022 年。英國經濟對服務業的依賴程度較高，製造業對英國 GDP 的貢獻不到 10%。英國經濟的復甦依賴酒店服務業和旅遊業的恢復，而這些行業受疫情影響最為顯著。預期疫情將在 2021 年第二季度有所緩解，有關限制措施將放鬆，消費需求將逐步恢復，英國經濟緩步復甦。2021 年，英國將有可能是世界上經濟復甦速度最慢的國家之一。OECD 經合組織認為，到 2021 年底，英國經濟總量將比疫情暴發前的水準大約縮減 6.4%。

英國央行最新的經濟預估將不再提可能性已經越來越小的 V 型復甦。英國央行估計經濟要到 2021 年年底才可以恢復至疫情前的狀況，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。

英國央行仍將對負利率政策持保留態度。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。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。

經濟數字持續穩中有升 中國宏觀經濟趨勢向好

最近1個月人民幣對新台幣走勢圖趨勢圖 (最近1個月台幣貶值-0.37%)



春節過後，中國企業生產加快恢復，3月份製造業景氣明顯回升。在調查的21個行業中有17個行業PMI位於榮枯線50以上，景氣面較2月有所擴大。

供需兩端同步回升。生產指數和新訂單指數分別為53.9%和53.6%，高於2月2.0和2.1個百分點，表明製造業生產和需求擴張步伐有所加快。從行業情況看，非金屬礦物製品、專用設備、電氣機械器材、電腦通信電子設備及儀器儀錶等行業兩個指數均高於55.0%，相關行業產需兩端景氣度上升較快。

進出口重返景氣區間。春節過後，中國國內市場產需加快釋放，加之世界主要經濟體經濟繼續復甦，本月新出口訂單指數和進口指數分別為51.2%和51.1%，高於上月2.4和1.5個百分點，其中進口指數升至近年高點。

大中小型企業景氣度均有所回升。大、中、小型企業PMI為52.7%、51.6%和50.4%，分別高於上月0.5、2.0和2.1個百分點，不同規模企業生產經營狀況均有所改善。小型企業雖然景氣水準低於大、中型企業，但生產經營活動預期指數升至58.4%，表明小型企業對近期市場發展信心有所增強。

新動能引領態勢良好。從重點行業看，高技術製造業和裝備製造業PMI分別為53.9%和52.9%，高於製造業總體2.0和1.0個百分點，新動能對製造業發展的引領作用持續顯現。同時，兩個行業的從業人員指數分別升至51.2%和50.5%，表明相關行業用工需求有所增加。

價格指數升至近年高點。受國際大宗商品價格持續高位運行等影響，本月主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別為69.4%和59.8%，高於2月2.7

和 1.3 個百分點。從行業情況看，石油加工煤炭及其他燃料加工、化學纖維及橡膠塑膠製品、通用設備、專用設備等行業原材料購進價格指數高於 75.0%，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出廠價格指數高於 70.0%，相關行業價格承壓有所加大。同時，有調查企業反映，受境外疫情反復及國際經貿不暢等因素影響，近期部分進口原材料供應不足，價格上漲明顯，交貨週期延長。

3 月製造業 PMI 主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別為 69.4% 和 59.8%，較 2 月上升 2.7 和 1.3 個百分點，主要原因是隨著疫情逐步緩解全球經濟復甦共振、拜登擬推出 3 萬億美元基建刺激計畫、美元超發流動性氾濫等。當前宏觀經濟形勢的主要邏輯是隨著全球經濟復甦共振、通脹預期增強帶來的市場利率上升，進而導致資本市場殺估值，新興市場面臨資金流出和匯率貶值的壓力。

3 月 PMI 季節性反彈，但 1-3 月的平均值不及 2020 年底；物價指數創新高，通脹預期進一步增強；同時就業和消費不及預期，大中小企業差距仍大，K 型復甦和無就業增長的新現象值得重視。考慮到貨幣政策正常化、房地產金融政策收緊、財政擴張力度放緩等，經濟復甦可能正步入頂部區間，但韌性較強。

3 月季節性反彈，拉長看經濟進入頂部區間。3 月生產、新訂單、新出口訂單、建築業、服務業活動等多項反映經濟運行指標在連續兩個月下滑後，出現回升跡象；但存在季節性因素。綜合 1-3 月平均值來看，景氣度不及 2020 年底。

3 月製造業 PMI 回升符合季節性，從歷史資料來看，近十年來，春節下一月 PMI 均較春節期間回升；3 月製造業 PMI 回升略高於近 10 年平均水準。1-3 月製造業 PMI 平均值為 51.3%，較 2020 年 12 月下滑 0.6 個百分點。3 月製造業 PMI 主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別為 69.4% 和 59.8%，較上月上升 2.7 和 1.3 個百分點。大宗商品價格持續攀升。當前物價上漲的主要邏輯是全球經濟復甦、供需缺口、全球貨幣超發；預計歐美在二至三季度疫情逐步緩解，疊加拜登擬推動 3 萬億美元基建刺激計畫，經濟復甦加快，全球通脹預期增強。中國經濟復甦進入頂部區間，疊加豬週期下行，從而表現出 CPI 較低但 PPI 較高的反差，即工業品價格指數走高、消費品價格指數低位徘徊的特殊通脹現象。

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 2020 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。

2020 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。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 年宏觀政策要保持連續性、穩定性、可持續性，延續和優化 2020 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。

農產種植面積低於預期 農產期貨合約價強彈

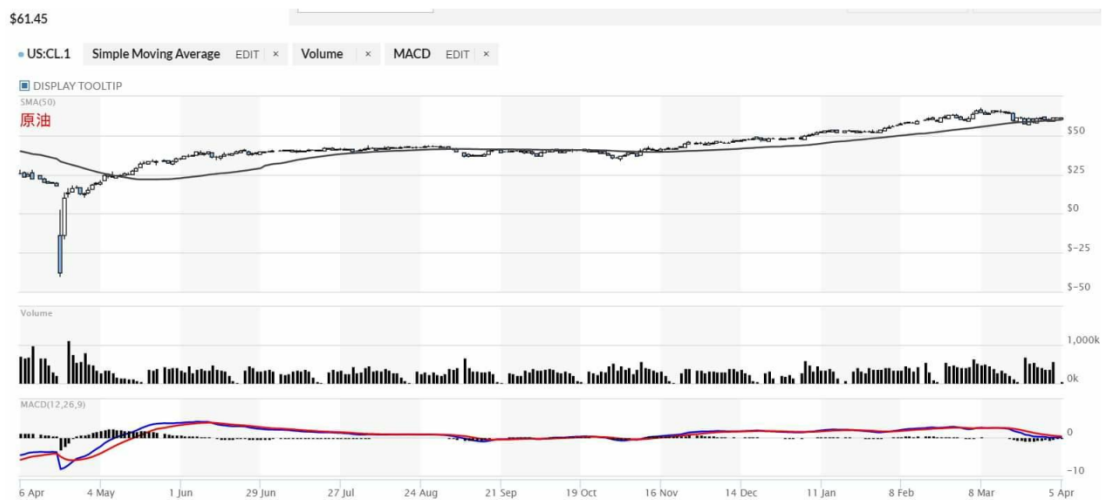
CBOT 三大農產品期貨 3 月 31 日全面上漲，5 月玉米期貨收盤上漲 4.6% 成為每英斗 5.6425 美元，5 月小麥上漲 2.7% 成為每英斗 6.18 美元，5 月黃豆漲停 70 美分或 5.1% 成為每英斗 14.3675 美元，因種植面積的預估低於預期的影響。3 月份，黃豆、小麥、玉米漲跌幅分別為 2.4%、-6.4%、3.1%，第一季漲跌幅分別為 9.6%、-3.5%、16.6%。ICE Futures U.S. 5 月棉花期貨 3 月 31 日上漲 0.3% 成為每磅 80.88 美分，3 月份下跌 9.9%，第一季上漲 3.5%；5 月粗糖期貨下跌 1% 成為每磅 14.77 美分，3 月份下跌 10.6%，第一季下跌 4.7%。

美國農業部公佈農戶種植意向調查報告表示，玉米種植面積預估為 9,110 萬英畝，較上年度增加 32.5 萬英畝或不到 1%；黃豆種植面積預估年增 5% 至 8,760 萬英畝，小麥種植面積預估年增 5% 至 4,640 萬英畝，棉花種植面積預估年減不到 1% 至 1,200 萬英畝。根據路透社的調查，分析師平均預估今年美國玉米種植面積將達到 9,321 萬英畝，黃豆種植面積將達到 9,000 萬英畝。

美國伊利諾州 Soybean & Corn Advisor Inc. 表示，根據巴西本地分析機構 AgRural 的數據，上週巴西黃豆收成進度較前一週增加 12 個百分點至 71%，低於去年同期的 76%，但高於同期歷史平均值的 70%。巴西氣象局預估，未來兩週天氣將晴朗乾燥，將有利於黃豆的收成作業加速。巴西最南端的南大河州自一月以來的天氣持續好轉，有利的天氣也將提振當地的黃豆產量，今年南大河州的黃豆產量或將超過原先的第二大黃豆產地巴拉那州，僅次於巴西的最大黃豆產地馬托格羅索州。根據 IMEA 馬托格羅索州農業經濟研究所的報告，上週該州的黃豆收成進度已經達到 97.1%，相比去年同期為 99.3%，同期的歷史平均值為 96.3%。

巴拉那州黃豆收成進度達到 75%，該州農業部最新報告預估，今年的黃豆產量將為 2,009 萬公噸，較上月所預估的 2,034 萬噸有所下調，黃豆的平均單產預估為每公頃 3,599 公斤。南大河州黃豆收成進度為 10%，落後於去年同期的 39%，但農業部上週將該州的黃豆產量預估從 1,895 萬噸上調至 2,020 萬噸，與上年度產量 1,120 萬噸相比接近倍增，主要因為黃豆單產預估將年增 76%至每公頃 3,326 公斤的影響。南大河州的黃豆收成作業預計在 4 月底結束。

市場對原油需求悲觀 油價創波段高後下挫



NYMEX 5 月原油期貨 3 月 31 日收盤下跌 1.39 美元或 2.3% 成為每桶 59.16 美元，因 OPEC 石油輸出國組織對需求前景較為悲觀的影響，ICE Futures Europe 近月布蘭特原油下跌 1.43 美元或 2.2% 成為每桶 62.74 美元。3 月份，NYMEX 原油與布蘭特原油分別下跌 4.5% 與 3.1%，但第一季分別上漲 21.9% 與 21.1%。

OPEC 石油輸出國組織 3 月 30 日表示，雖然 2 月石油市場出現一些積極的發展，但 3 月情勢顯示，全球疫情所帶來的不確定性以及脆弱性仍在持續，包括在印度所發現的變種病毒，以及中國大陸的經濟放緩等。OPEC 本月上旬的報告預估今年全球石油需求將年增 590 萬桶/日，但一些代表稱這個數據現在看來似乎過度樂觀。標普全球普氏分析則是預估今年全球石油需求將年增 580 萬桶/日。

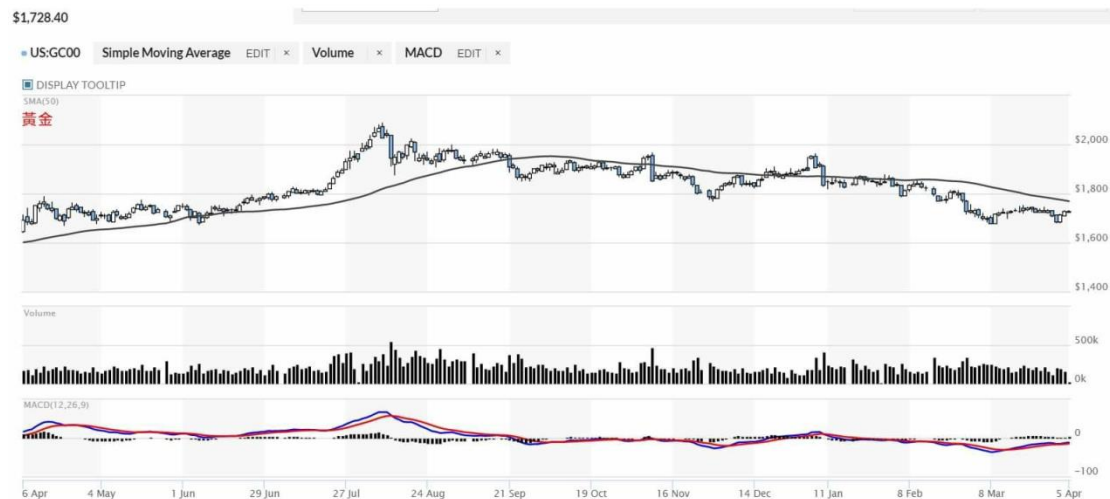
IHS Markit 最新數據顯示，截至 3 月 20 日當週，美國加油站汽油同店銷售較去年同期增長 10%，為疫情以來首度超過去年同期水平。美國汽油需求首度超過去年同期水平對經濟復甦以及民眾恢復正常生活來說都是好消息，但更重要的是需求要能夠回到疫情以前的正常水平，而這顯然還需要一些時間。今年夏天的美國汽油需求形勢漸趨樂觀，美國拜登政府已經表示 5 月 1 日以前所有美國成年人都將可以接種疫苗，屆時美國汽油需求很有可能回到疫情以前的水平，或

甚至是超過；不過，儘管如此，長達一年的疫情對工作、生活，以及消費習慣所造成的影響，則還需要更多時間的觀察才能夠進行評估。

IHS Markit 表示，即使民眾的生活能夠恢復正常，但大量失業所造成的影響、許多活動的取消，還有更多人在家工作的趨勢等，都可能意味著疫情之後的恢復正常與疫情之前將會有很大的不同；因此如果忽略了這些可能的差異，而單純只是期待汽油需求回到疫情以前的水平，將會顯得太過一廂情願。

美國能源部報告表示，3 月 29 日，全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.852 美元，較前週下跌 1.3 美分；而此前美國零售汽油價格已經連續 17 週上揚，創下 1994 年以來的最長連續上漲週數，主要是由於原油價格上漲的影響。美國上週汽油需求再創疫情以來的新高，隨著時序進入春天以及疫情趨緩，開車需求也將持續增加，這些因素都會令零售汽油均價很快將恢復上漲。

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 6 月黃金期貨 3 月 31 日收盤上漲 29.6 美元或 1.8% 成為每盎司 1,715.6 美元，美元指數下跌 0.1%。3 月份，金價跌幅分別為 -0.7%，第一季跌幅分別為 -9.5%，創下金價 4 年來最大季度跌幅，因美國公債殖利率攀升的影響。

Insignia Consultants 表示，季底的空方回補是週三推升金價的主因。金價近期主要將受到通膨預期以及股市波動的影響，本週美國公債殖利率持穩，以及美元從近期高位回落，使得金價能夠脫離低點，而美國規模龐大的結構性刺激計劃也引發通膨上揚的預期，對黃金市場也構成支撐。

Aberdeen Standard Investment 安本標準投資管理表示，雖然今年以來金價因為美國公債殖利率的上揚而承壓，債券市場的賣壓並不會一直持續下去，年

底金價仍有機會重回每盎司 1,900-2,000 美元區間，並預期至 2022 年初，金價將有望再創歷史新高。

美國公債殖利率之所以能夠持續上揚，很大的一個原因是還沒有觸及美國聯準會的警戒線，美債殖利率在 2% 以下時聯準會都將保持寬容。為了確保低利率以及寬鬆的貨幣政策，聯準會在某個時點終將會有所行動，這一點所有人都心知肚明，大家只是在觀望而已。

除了國債殖利率不會一直上揚以外，即將來臨的夏天開車與旅遊旺季也將驗證經濟恢復的程度。雖然美國疫苗持續接種，但今年夏天旅遊是否能夠恢復正常仍有變數，這也成為經濟復甦的一大挑戰；此外，美國的就業市場也遠遠未恢復到疫情以前的水平。這些都是美國經濟還不能負擔高利率的理由，同時也是對黃金市場有利的基本因素。聯準會已經多次重申，未來三年會將利率繼續維持在接近於零的水平，並希望通膨能夠達到 2% 的目標，甚至可以允許通膨在一段時間內略微高於 2%。這也意味著隨著通膨的上揚，實質利率在未來三年裡將繼續維持在歷史低點的水平，這對黃金市場可以說是完美的環境。

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 寬鬆貨政、美國國債殖利率驟升、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、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)