

2 兆美元財政擴張計劃 為未來景氣復甦鋪路

3月31日美國公佈了一項為期8年的2兆美元基礎設施計畫，分析美國的2兆美元投資計畫與手法其具體內容有：①9120億元用於修繕與維護基礎設施。主要是鐵路，公路，機場，橋樑等的維護升級改造修繕。其中還包含一個電動車專案，1740億元建50萬個充電站，推進校車及政府單位用車電動化。②其中5800億元用於製造業，包含1800億元科學研發，500億元半導體晶片製造。③7000億元用於穩定民主黨票源。其中3000億元新建及改造200萬套廉價房，4000億元用於老人及殘疾人照護。

整體來看，美國的基建計畫似乎乏善可陳了無新意，預算多花都在維修上，幾乎都是舊有基建的維護，修繕，改造，升級。2兆美元中唯一的亮點是500億元晶片製造補貼，但要以此改變美國本土晶片製造不足是杯水車薪的。歐洲請英特爾在當地建2個晶片廠，英特爾張口就要求80億美元補貼，以現在美國的建廠成本精算，500億元補貼不啻九牛一毛。至於美國要興建50萬個充電站與推進車輛電動智能化，實際執行上恐左支右絀，大規模基建需要大規模製造業做支撐，如果主要靠海外採購，規模效應很難實現，成本轉嫁不易，貨運時間難控制，專案成本及完工時間會很容易失控。

基建投資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GDP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BOA美國銀行的研究報告，超2兆美元的基建投資最終可帶來2%至9%的GDP增長。另外，根據麥肯錫顧問公司的估計，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。

根據麥肯錫顧問公司的評估，美國基建支出每增加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，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。拜登宣佈了總額達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僅弱於1930年代『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建投資最慷慨的一位總統。

雖然拜登將『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。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。

拜登計畫到 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。

拜登政府持續支援『美國製造』和將製造業留在美國，依然是 2 兆美元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能化趨勢，建立 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獎助，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。

根據白宮發佈的《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。

今年 2 月，德州遭遇暴雪，超 430 萬戶家庭停斷電，1400 萬人停水，且這場寒潮風暴導致近四百萬人在零下十度的低溫中捱過。德州停電斷水的悲劇放大了美國基礎設施脆弱的窘境。拜登政府看到制約美國經濟發展的短板與不足，由於美國大部分基礎設施建成於上個世紀 60 年代，許多基建已經達到最高使用期

限，例如美國 70% 的電力輸電線路已運行了 25 年以上，水壩的平均使用壽命為 56 年，城市下水道管道數十年也從未升級等。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。

依美國 ASCE 土木工程師學會的分析，要改善美國基礎設施使之達到 B 級，需要在未來 10 年至少投資 2.6 兆美元。ASCE 還警告，如果不彌補，到 2039 年美國將損失 10 兆美元 GDP，及 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。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。

由於基建投資的資金主要通過聯邦政府增稅解決，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，也會對民間消費動能形成一定的排他效果。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。

雖然美國財政刺激方案、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前朝川普政府。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。

2021 年美國經濟的主要復甦動力將來自於民間消費，就業市場和居民收入受衝擊程度優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。

美國的民間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。

美國的民間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。食物消費比重在疫情後反彈明顯，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。考慮到新冠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，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。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。



歐元區擬推疫苗護照 為恢復經濟動能鋪路

歐盟委員會提議放寬對已完全接種疫苗者的觀光和休閒旅行限制，根據日前的聲明，歐盟委員會提議，允許來自疫情良好國家的所有人員，以非必要理由入境歐盟，同時所有接種歐盟授權疫苗及足夠劑量的人，也應獲准進入歐盟。這可以擴及到已得到 WHO 世衛組織緊急批准使用的疫苗。目前，除了少數國家之外，歐盟禁止所有國家的居民前往進行不必要的旅行。歐盟正在努力引進一種疫苗護照制度，在該制度下，凡是已經接種疫苗者，或者可證明其最近從新冠病毒復原並因此被視為具有免疫力者，都將放寬其旅行限制。

歐洲經濟學家普遍認為，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，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。

歐元區疫苗接種計畫制定 2021 年夏季前的目標，擬為 70% 的成年人接種新冠疫苗。儘管目前疫苗接種速度不如預期，但歐元區官方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。當前歐元區國家的社交限制措施相對比較寬鬆，對經濟的影響有所緩解，在全球經濟逐步恢復下，歐元區經濟將在 2021 年持續恢復增長。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。

歐洲經濟研究中心預測未來 6 個月歐元區經濟信心的指數大幅上升高達 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。OECD 認為 2021 年歐元區經濟預估增長 3.9%，歐元區財長 3 月視訊會議承諾在 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。歐洲央行 3 月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。該項緊急資產購買計畫將至少持續至 2022 年 3 月，直至該機構認為疫情對經濟的影響階段性結束。

歐元區執委會提出一項財政刺激方案，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%。2020 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，2021 年第二季度 7500 億歐元『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。

關於歐元區永續投資的討論在 2020 年持續擴散，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，但關於永續投資，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。

只要新冠肺炎疫情趨緩，眾多民間企業將能夠從經濟復甦中獲益，歐洲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。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。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，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。

歐洲央行一月份發佈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。

IMF、OECD 預估 2021 年歐元區經濟可望增長 4.2%-5.2%，樂觀預期歐元區最早要到 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%，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。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%。



歐洲 2021 年經濟復甦有幾大利多加持：①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。②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。③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。

歐元區經濟懸面臨三大考驗：①如何幫助企業維持生存，避免大規模倒閉潮和失業潮；②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；③在後疫情，如何消化因疫情而導致的高額債務壓力。

日本三度進入緊急狀態 經濟復甦之路前景晦暗

日本『五一』前後的假期被稱為『五一黃金周』，『五一』之際正是春暖花開，日人常常和親朋好友相約出門遊玩。因此，『五一黃金周』生意是日本商家最為看重的拚業績的好時機。受新冠疫情第三波的影響，日本主要都會區商家今年『五一黃金周』市況相當冷清。

由於新冠疫情第三波惡化中，日本政府 4 月 23 日晚宣佈東京都、大阪府、京都府、兵庫縣等 4 地從 4 月 25 日起進入緊急狀態，暫定持續至 5 月 11 日，這是日本第三次因新冠疫情進入緊急狀態。日人在緊急狀態期間，政府要求民眾儘量避免外出，大型商業設施停業，體育比賽等大型活動原則上不能有現場觀眾，餐飲服務業須於晚上八點閉店，且全天不可提供酒精飲料。日本媒體報導，不僅餐飲店，相關酒類、食材批發企業業務也受到很大影響。日本知名酒廠麒麟、三得利、札幌啤酒等公司表示，這波緊急狀態退貨情況嚴重，將密切關注相關地區市場並商討對策。

電器連鎖店山田電機、小島、大相機，以及三越伊勢丹、高島屋等百貨公司表示響應政府號召，縮短相關區域內店鋪營業時間，關閉部分店鋪或非生活必需品樓層及櫃檯。早在日本政府第三次宣佈緊急狀態之前，百貨企業、服裝零售企業股價就已大跌。有調查顯示，約八成受訪者認為疫情加劇影響了今年黃金周安排，七成受訪者表示不會去旅行或回老家探親。

由於去年『五一黃金周』日本正處於全國緊急狀態，今年黃金周航班預訂情況比去年同期明顯好轉，不過疫情對航空業的影響仍然很大。日本主要航空公司日前發佈的資料顯示，今年黃金周日本國內航班預訂水準約為 2019 年的六成，國際航班預訂水準則不到 2019 年的一成。日本剛於 3 月解除第二次緊急狀態，結果疫情不僅沒有緩解，反而進一步惡化。由於疫情持續，以服務業為中心的經濟活動或將陷入長期停滯，令人擔憂。日本其他地區疫情也在蔓延，緊急狀態範圍可能擴大、期限可能延長，經濟復蘇將不可避免受到很大影響。

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，只營業到晚上八點，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，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，日本家庭儲蓄率有可能在 2020 年年中出現飆升後，在第四季度再次下降。近期日本家庭財務狀況的趨勢似乎不樂觀，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日本政府財政刺激的力度。

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，市場表明日本央行可能會強調進一步降息的可能性。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。

日本 2021 年 1 月的消費數據為同比下降 16.5%，服務業消費下降了 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 年第一季度仍將保持正增長 1.2%，但和 2020 年第四季的 2 位數增長相比有所放緩。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。

日本內閣府發佈《景氣觀察調查》報告中，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，是導致日本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。受到第三波新冠疫情的影響，現狀判斷指數比 4 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。

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，2020 年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』。

日本 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。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 2021 年 5 月觸底後維持緩慢復甦。

不過，即使日本實際 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。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。

在資金面，日本央行還將延長支援企業資金周轉的政策。在財政政策方面，日本政府正在採取大規模的擴張對策，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新冠疫情防控對策：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。2020 年 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，日本勞動市場人手短缺問題也一直在持續，目前由於 2021 年 4 月日本第三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。預估 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。

2021 年新冠肺炎第三波疫情繼續在世界蔓延，日本經濟將預估下降 5%。其中，民間消費將下降 4.5%，民間投資下降 4.9%，淨出口降幅將達到 17.6%。預估民間投資將在 2021 年中反彈，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。

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。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。

英國經濟復甦緩慢 財政貨政持續寬鬆

隨著英國經濟從新冠疫情中逐漸復甦，對於英國央行決策者近期將開始討論如何以及何時減碼貨幣寬鬆的猜測正在升溫。受訪經濟學家均同聲預期英國央行將維持今年 1500 億英鎊的購債目標不變。市場一些投資者則預估英國央行將放慢購債速度，以便讓購債計畫延續到今年年底，而不是在 11 月份突然結束。這可能增強有關英國央行將很快聚焦何時減碼刺激措施的猜測，英國央行極有可能在 5 月第一周公告將上調經濟增長和通脹預測。

少數分析師預測英國央行將在 5 月 6 日宣佈微調資產購買計畫，英國央行一直在以每週 44 億英鎊的速度購買政府債券。英國央行基準利率目前處於 0.1% 的紀錄低點，近期對於英國央行加息的押注有升溫跡象。市場價格已經反映基準利率到 2022 年 8 月份上升 13 個基點，而一周前為上升約 6 個基點。四月底，英國 10 年期國債收益率已飆升至 0.84%，而今年初為 0.2%。

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%。市場專家預估英國經濟在 2021 年有機會小幅增長，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。

英國央行預測要到 2021 年年底英國經濟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 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。

英國政府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手段以幫助英國經濟緩慢復甦。英國央行對 2021 年經濟和通脹預期將會有所調整，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。英國央行已經表示，除非有跡象表明通脹率可以持續地維持在 2% 的目標水準之上，否則不會升息收緊貨幣政策。英國 CPI 通脹率已經在該水準下方徘徊了一年半，最近兩次 CPI 資料均低於經濟學家的預期。



經濟數字持續穩中有升 中國宏觀經濟趨勢向好



4 月份，中國 PMI 製造業採購經理指數、非製造業商務活動指數和綜合 PMI 產出指數分別為 51.1、54.9 和 53.8，環比上月回落 0.8、1.4 和 1.5 個百分點，但仍均保持在擴張區間，中國經濟繼續保持平穩恢復態勢。4 月份，製造業採購經理指數在 3 月份明顯回升的基礎上繼續擴張，雖力度有所減弱，但仍高於 2019

年、2020 年同期水準。

從供需來看，擴張有所放緩。4 月份，生產指數和新訂單指數分別為 52.2 和 52.0，低於 3 月 1.7 和 1.6 個百分點，但供需仍持續增長，增速則低於 3 月。從行業別分析，農副食品加工、木材加工及傢俱、電腦通信電子設備及儀器儀錶等行業生產指數和新訂單指數均高於 3 月，表明上述行業市場需求持續暢旺，企業生產經營活動進一步加快。

4 月份，價格指數在高位運行。主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別為 66.9 和 57.3，均低於 3 月 2.5 個百分點，仍為近年較高水準。4 月 PMI 微降主要是因為基礎原材料行業增速減緩所致，由於國外疫情第三波暴發，國際大宗商品價格快速上升，並通過產業鏈供應鏈傳遞到中國。

4 月份，非製造業商務活動指數為 54.9，低於 3 月 1.4 個百分點，非製造業仍保持較快擴張，但步伐有所放緩。分行業來分析，建築業商務活動指數為 57.4；服務業商務活動指數為 54.4。21 個行業中，各行業均高於 50，指數在 50.2 至 73.9 之間。清明假期和疫情防控形勢繼續向好等因素帶動，近期服務業消費市場進一步回暖。4 月服務業商務活動指數為 54.4，低於 3 月 0.8 個百分點，但高於今年第一季度均值 2.0 個百分點，反映出服務業恢復性增長勢頭穩定向好。

4 月份零售業、住宿餐飲業、文體娛樂行業以及景區服務相關行業商務活動指數較上月均有不同程度上升，實物消費和服務消費均呈現加快恢復趨勢，消費對穩增長的關鍵性作用有所顯現。

相關企業調查反映，中國當前企業成本壓力加大，需求不足問題仍然突出。中央政府應採取有效措施，提高擴大內需的綜合效果，儘快改善企業的產品銷售形勢；積極促進相關大宗商品增加生產，儘快緩解價格上漲、企業成本加大的壓力。

從分類指數看，在構成製造業 PMI 的 5 個分類指數中，生產指數和新訂單指數均高於臨界點，原材料庫存指數、從業人員指數和供應商配送時間指數均低於臨界點。4 月 PMI 回落符合預期，與歷史同期水準相比，4 月 PMI 回落的幅度較大。出口指數創下剔除 2 月春季擾動因素後的 2020 年 9 月以來新低，指向『訂單效應』正在減退中。原材料購進價格和出廠價格指數均出現明顯回落，顯示後續通脹壓力減小，但兩者差值仍維持在高位，中下游企業的利潤將受到擠佔。產成品庫存指數上升，結合內外需指數回落，同樣驗證主動補庫存進入下半場這一判斷。同日公佈的 4 月份非製造業商務活動指數為 54.9，為近九年來同期的最高值。

分行業來分析，前期受到疫情影響較大的住宿、餐飲等行業的商務活動指數

均至少高於 3 月 1.8 個百分點，居民出行消費意願持續回暖。4 月，服務業商務活動預期指數為 62.7，連續三個月處於 60.0 以上的高景氣水準，企業對服務業市場的未來發展保持信心。建築業景氣度有所回落，建築業商務活動指數較 3 月下降 4.9 個百分點，為 57.4，仍位於較高的景氣區間。

4 月製造業擴張速度確有超季節性放緩，但考慮就地過年帶來的生產前置、目前較高的製造業活動絕對水準、部分地區的限產政策以及全球供應鏈的擾動，這種環比放緩也是能夠理解的。4 月製造業 PMI 生產經營活動預期仍然保持較高水準，服務業 PMI 業務活動預期大幅高於往年，顯示企業經營信心仍然較強。未來一段時間，工業環比放緩、服務業繼續復甦將是中國經濟運行的主要特徵。

中央政治局 4 月 30 日召開會議，分析研究當前經濟形勢和經濟工作。與 2 月 26 日會議的表述相比，本次重申保持宏觀政策連續性、穩定性、可持續性，不急轉彎，並要求把握好時度效，固本培元，穩定預期，保持經濟運行在合理區間，使經濟在恢復中達到更高水準均衡。

積極的財政政策要落實落細，兜牢基層『三保』底線，發揮對優化經濟結構的撬動作用。穩健的貨幣政策要保持流動性合理充裕，強化對實體經濟、重點領域、薄弱環節的支持。保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定。一季度的經濟資料開了個好頭，但基礎還不牢靠，外部也還存在不確定性，所以需要財政政策、貨幣政策保駕護航，以保持經濟穩中向好趨勢。

2021 年人行信用收縮的趨勢是確定的，到今年年底會實現貨幣供應和社融向名義 GDP 匹配。但信用收緊應該是結構性的，收緊的壓力主要由公共部門和房地產來承擔。考慮到中小企業復甦的速度偏慢，政策上不得不繼續保持對中小企業的信貸支持，所以仍強調了要強化對實體經濟、重點領域、薄弱環節的支持。

今年大宗商品價格持續上漲，中小企業的盈利能力和投資回報率明顯受到了大宗商品價格上漲的侵蝕，導致大中小企業之間、上中下游行業之間出現了明顯的分化，同時居民收入水準的修復力度以及消費回升速度也遠低於預期，這說明實體經濟還是有局部壓力的，政策層面不宜搞急轉彎。

農產品出口暢旺 期貨合約價續強

CBOT 小麥與黃豆期貨 5 月 3 日下跌，玉米則是續創 2013 年以來新高，主要是受出口需求較為強勁的激勵。7 月玉米期貨收盤上漲 0.9% 成為每英斗 6.7950 美元，7 月小麥下跌 2.3% 成為每英斗 7.18 美元，7 月黃豆下跌 0.7% 成為每英斗 15.24 美元。美國農業部數據顯示，玉米上週出口檢定量 213.9 萬噸高於市場預期，黃豆僅 14.3 萬噸低於市場預期，小麥上週出口檢定量 51 萬噸則

是符合預估。ICE Futures U.S. 7月棉花期貨5月3日下跌0.3%成為每磅87.86美分，7月粗糖期貨下跌1.5%成為每磅16.73美分。

International Grain Council 月報表示，2021/22 年度，全球穀物產量預估將年增 6,100 萬噸或 2.7%達到創新高的 22.87 億噸，主要因為需求增加帶動農產品價格上漲，提振農戶種植意願的影響，小麥、玉米、黃豆等個別作物產量都預期將會創下新高。報告預估，2021/22 年度，全球小麥產量將年增 1,600 萬噸或 2%至創新高的 7.90 億噸，小麥消費量也將達到創新高的 7.82 億噸，較前月的預估上調 400 萬噸，較上年度增加 1,900 萬噸或 2.5%。全球小麥庫存量則預估較上年度減少 100 萬噸至 6,400 萬噸。

全球玉米產量預估將達到創新高的 11.92 億噸，較前月的預估下調 100 萬噸，但較上年度將增產 5,200 萬噸或 4.6%。玉米消費量預估達到創新高的 11.99 億噸，較前月的預估下調 400 萬噸，但較上年度將增產 3,300 萬噸或 2.8%。玉米期末庫存則預估將年增 600 萬噸至 5,000 萬噸，較前月的預估也上調 200 萬噸。全球黃豆產量預估將達到創新高的 3.83 億噸，較上年度產量將增加 2,100 萬噸或 5.8%。黃豆消費量預估將年增 1,200 萬噸或 3.3%至 3.79 億噸，較前月的預估上調 100 萬噸。黃豆期末庫存預估將較上年度的 900 萬噸增加至 1,000 萬噸，較前月的預估則是下調 100 萬噸。

全球稻米產量預估將年增 500 萬噸至 5.09 億噸，但較前月的預估下調 100 萬噸；稻米消費量預估將年增 200 萬噸至 5.06 億噸，較前月的預估也下調 100 萬噸；稻米期末庫存預估將年增 200 萬噸至 4,000 萬噸，較前月的預估也下調 100 萬噸。4 月份，IGC 穀物與油籽價格指數較前月上漲 8.2%至 285 點，創下 8 年以來的新高，較去年同期則是大增 54%，主要因為天氣不利引發擔憂，以及預期穀物供應吃緊等，帶動主要農產品價格的上漲。小麥、玉米、大麥以及黃豆價格指數分別較前月上漲 10.2%、13%、7.1%、7.5%，稻米價格指數則是較前月下跌 3.1%。

美國農業部 5 月 3 日盤後公布的作物進度報告表示，截至 5 月 2 日，佔去年玉米種植面積 92%的 18 個州，玉米種植進度較前週的 17%增加至 46%，高於分析師平均預估的 44%，低於去年同期的 48%，高於同期 5 年平均值的 36%；最大產地愛荷華州玉米種植進度較前週的 20%增加至 69%，低於去年同期的 72%，高於同期 5 年平均值的 45%。

佔去年黃豆種植面積 96%的 18 個州，黃豆種植進度較前週的 8%增加至 24%，低於分析師預估的 25%，高於去年同期的 21%，以及同期 5 年平均值的 11%。佔去年棉花種植面積 99%的 15 個州，棉花種植進度較前週的 12%增加

至 16%，低於去年同期的 17%，與同期 5 年平均值相當；德州棉花播種進度較前週的 17% 增加至 19%，低於去年同期的 21%，高於同期 5 年平均值的 12%。

美國農業部 5 月 3 日公佈的每週出口檢定報告顯示，截至 4 月 29 日當週，美國穀物出口檢定量 3,028,422 公噸，較前週增加 1%，較上年同期增加 20%。本年度累計穀物出口檢定量年增 53% 至 1.276 億噸。截至 4 月 29 日當週，美國玉米一週出口檢定量為 2,139,077 公噸，高於分析師的預估，佔穀物出口總量的 71%；較前週增加 9%，較上年同期增加 59%，主要出口市場為中國大陸 770,794 公噸、日本 503,356 公噸與墨西哥 252,032 公噸。

原油需求進入旺季 油價持續高檔盤堅

NYMEX 6 月原油期貨 5 月 3 日收盤上漲 0.91 美元或 1.4% 成為每桶 64.49 美元，因對其他國家夏季需求增加的預期，抵消了對印度疫情的擔憂；ICE Futures Europe 近月布蘭特原油上漲 0.31 美元或 0.5% 成為每桶 67.56 美元。

BoA Global Research 全球研究報告指出，雖然印度新冠病例達到創紀錄水平，但油價仍因發達市場接種疫苗人數不斷增加而上漲，最近的數據表明，疫苗在預防感染和降低死亡方面非常有效。

挪威 Rystad Energy 能源諮詢公司認為，進入夏天的開車季節，美國、中國和英國的燃料消耗將開始增加，或能夠彌補印度疫情導致的需求下降。2021 年，全球石油需求量將較 2020 年的平均每日 8,960 萬桶增加 6% 至 9,540 萬桶，2022 年全球石油需求也將繼續增長每日 400 萬桶或 4.2% 至 9,940 萬桶/日。報告預估，4 月份全球石油需求達到 9,300 萬桶/日，5 月份將增加至 9,400 萬桶/日，6 月份將達到 9,580 萬桶/日；今年第三季的全球石油需求將達到平均每日 9,680 萬桶，第四季的石石油需求達到 9,830 萬桶/日。

美國 Exxon Mobil Corporation 埃克森美孚公布 2021 年第一季該公司營收年增 5.3% 至 591.5 億美元，優於分析師預估的 552 億美元，較前季的 465.4 億美元則是增加 27%，主要受到原油價格上漲的帶動。埃克森美孚第一季淨利 27.3 億美元，相比去年同期為淨損 6.1 億美元，去年第四季更是淨損 200.7 億美元；第一季每股盈餘 0.64 美元，優於分析師預估的 0.59 美元，相比去年同期為每股虧損 0.14 美元，去年第四季為每股虧損 4.7 美元。埃克森美孚第一季產量年減 6.4% 至每日 380 萬桶油當量，但較前季增加 3%。該公司股價 4 月 30 日下跌 2.88% 至每股 57.24 美元，今年以來累計上漲 39%。今年第一季布蘭特原油期貨均價為每桶 61.35 美元，較前季上漲 36%，較去年同期上漲 21%。

美國第二大石油公司 Chevron Corporation 雪佛龍公布 2021 年第一季該公司營收較去年同期的 300 億美元增加至 310 億美元，調整後獲利則是較去年同期的 25 億美元下滑至 17 億美元，調整後每股盈餘較去年同期的 1.31 美元下滑至 0.90 美元。該公司第一季產量年減 4%至每日 312 萬桶油當量。油價上漲以及經濟復甦強化了該公司的營運表現，但是與去年同期相比，包括下游煉油與銷售事業的利潤持續低迷、疫情的衝擊，以及今年第一季美國的冬季風暴等，都對該公司的獲利造成影響。

IMF 報告表示，2021 年沙國財政預算平衡油價預估為每桶 76.20 美元，較 2020 年的每桶 77.90 美元有所下滑，預估 2022 年沙國財政預算平衡油價將進一步下滑至每桶 65.70 美元。沙國財政赤字佔 GDP 的比率從 2019 年的 4.5%，攀升至 2020 年的 11.3%，預期 2021 年將降至 4.2%。2018 年，沙國石油部門佔 GDP 的 43.5%比重，非石油部門佔 56.5%比重。

美國能源部公佈，5 月 3 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.89 美元，創 2014 年 11 月以來的新高；較前週上漲 1.8 美分，較去年同期上漲 1.101 美元。各地區零售汽油均價多數上漲，西岸地區的零售汽油均價最高達每加侖 3.598 美元，較前週上漲 4.6 美分，較受到疫情衝擊去年同期上漲 1.157 美元；墨西哥灣地區的零售汽油均價最低為每加侖 2.583 美分，較前週下跌 0.3 美分，較去年同期上漲 1.095 美元。



美國汽車協會的數據顯示，5 月 3 日全美零售汽油均價較前週上漲 2 美分至每加侖 2.90 美元，較一個月前上漲 3 美分。4 月份零售汽油價格波動不大，主要得益於原油價格趨於穩定的影響；但隨著傳統上揭開美國夏季開車季節序幕的陣亡將士紀念日的到來，預期 5 月份汽油價格會有較明顯的上漲。根據即時追蹤全美加油站汽油價格的 GasBuddy 網站調查，5 月 3 日全美普通汽油平均零售價格為每加侖 2.89 美元，較前週上漲 0.7 美分，較一個月前上漲 1.8 美分，較

去年同期上漲 1.13 美元。全美零售汽油均價創下多年以來的新高，主要因為疫苗的持續接種令夏季石油需求的前景改善，以及美國煉油廠轉換至較為昂貴的夏季汽油的影響。

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 5 月 4 日收盤下跌 15.8 美元或 0.9% 成為每盎司 1,776 美元，美元指數上漲 0.3%。全球最大黃金 ETF SPDR Gold Shares, GLD 道富財富黃金指數基金 4 日黃金持有量增加 1.16 公噸至 1,018.20 公噸。

World Bank 世界銀行最新報告看淡金價，由於經濟改善以及公債殖利率上升，黃金的投資需求將會受到影響。預估今年的平均金價將會下跌 4% 至每盎司 1,700 美元，2022 年的平均金價更會進一步下滑至每盎司 1,600 美元。外匯交易商 Pepperstone 報告表示，金價在上個月多次挑戰每盎司 1,800 美元關卡未能成功之後，已經使得 1,800 美元成為主要的壓力價位，黃金多頭如果要更加穩固的話，就必須要站上 1,800 美元才行，否則金價可能會迎來失望的賣壓。雖然市場普遍預期美國經濟數據將會改善，但更好的經濟數據究竟是將會推升美元與美股上漲而壓抑金價，抑或是將會使得通膨預期升高而刺激黃金的通膨避險需求，則是在未定之天，只能等到數據公佈之後才能知曉市場的反應。

美國 3 月非農就業人數大增 91.6 萬人，遠優於市場預期，增幅寫下去年 8 月以來最大；失業率也降至 6%，創一年以來新低。經濟學家對美國 4 月份就業報告的預期更加樂觀，平均預估非農就業人口將增加 93.8 萬人，預估區間介於 75.5 萬人至 125 萬人；失業率則預估將進一步下滑至 5.8%，預估區間介於 5.6% 至 5.9%。

英國 Capital Economics 凱投宏觀研究報告表示，今年以來黃金的消費需求強勁攀升，彌補了黃金 ETF 投資需求的減少，但這仍然無法完全免除金價下跌的風險，並預期金價至年底可能將再下跌約 200 美元/盎司。黃金消費需求攀升主要是金價下跌所引起的，而不是消費的需求出現改變，鑑於金價近期的回升，黃金的消費可能也不會再增加。3 月份印度黃金進口量創下 2013 年以來的新高，主要因為季節性需求、因疫情所遞延的買氣，以及印度政府下調黃金進口關稅等因素的影響，而近期印度疫情升高，預期也將令黃金需求縮手。

今年影響金價的主要因素是美元以及美國實質殖利率的表現，這會抵銷掉黃金消費需求增加對金價的正面影響。霍耶斯指出，美元以及美國實質殖利率上揚對金價的負面影響可能將持續到明年，這會增加黃金的持有成本，也會降低黃金對美國以外投資人的吸引力。

世界黃金協會報告表示，2021 年第一季，全球黃金需求為 815.7 公噸，與前季基本持平，但較去年同期減少 23%。今年第一季平均金價年增 13%，但較去年第四季的平均金價則是下跌 4%。最大黃金消費國中國大陸第一季金條和金幣需求總量為 86 公噸，創十個季度以來的新高，較去年同期增長 133%；金飾需求年增 212%達到 191.1 公噸，則是 2015 年以來的首季新高。

2021 年全球在新冠第三波疫情、美中經貿摩擦暫時偃旗息鼓、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、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)