

# 諾亞研究

2020年9月9日

主題 | 新一輪刺激要來了嗎

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

## 核心觀點

美國的第五輪財政刺激的談判在本月初有了重要進展，兩黨在薪資保護計畫和學校資金問題上達成一致。另一邊，歐洲的主要經濟體卻在財政刺激上又往前走了一步。德國延長了抗疫紓困措施，法國公佈了 1000 億歐元的刺激計畫。

美股在勞動節小長假之後，昨晚開盤延續跌勢，不少龍頭科技股急跌 5%，特斯拉大跌 18%，市場避險情緒並未完全撤退。就在市場的關注點被大跌的情緒完全支配的時候，大選前的倒數第二份非農報告公佈且稍好於預期。上週五公佈的美國 8 月份非農就業資料，連續第四個月反彈，就業人數增加 137 萬，稍稍低於預估的 140 萬，但失業率下降近 2 個百分點，從 4 月的高峰 14.7% 進一步回落至 8.4%，服務業就業改善在 8 月份非常明顯，但缺口仍然較製造業比較大，這與疫情在 8 月有所回落及經濟重開的方向一致。

特朗普十分有可能把就業增加作為改善經濟的競選依據，而且尤其是特朗普的主要支持群體，年輕男性及低學歷群體的失業率正在明顯下降。非農就業分項資料顯示，從結構上看，第一，高中學歷以下的群體的失業率降幅最大，為 2.8%，從上個月的 15.4% 回落到 12.6%，這一群體在疫情期間受到衝擊相對顯著，當前改善也相對較快；第二，男性群體的失業率的 8.0% 仍然好於女性群體的 8.4%，去年同期二者是在同一水準 3.3%，沒有明顯的性別差異；第三，拜登支持率較高的美國少數族裔人口，面臨的失業衝擊仍然遠大於白人群體，白人群體整體失業率已經下降到 7.3%，但黑人及非裔群體的失業率仍然高居 13%，是整體資料表現的拖累項，改善速度也不及其他群體，亞裔和拉丁裔失業率也都還在大約 10% 多一點。從某種程度上來說，就業結構的變化似乎有利於特朗普的選情。

我們認為，原先的每週 600 美元額外失業補助到期後，迫使一些較低收入群體重返勞動力市場也是就業資料改善的原因之一。目前疫情衝擊造成的失業約有一半重返勞動力市場，其中一部分臨時性失業轉化成永久失業。薪酬保護計畫（PPP）的資金也幾乎用完，小企業的裁員可能會明顯增加，同時除了美聯航等直接受到衝擊的航空及旅遊業公司，一些老牌企業也開始不得不裁員，這其中就包括福特汽車、可口可樂、思科，甚至還有道指新貴雲計算公司 Salesforce。

美國的第五輪財政刺激的談判到現在還沒有打破僵局，回顧一下在疫情初期密集通過的前四輪刺激方案，包括最早的 83 億美元公共衛生援助；緊隨其後的是第二輪支援家庭的方案和在 3 月 27 日通過的最大規模的 CARES 法案，以及 4 月第四階段補充了薪資保護計畫（PPP）的救濟法案。

不過在本月初總算有了重要進展，兩黨在薪資保護計畫和學校資金問題上達成一致，據悉參議院共和黨人正在制定規模約 5,000 億美元的縮小版法案，不過在對州和地方政府的援助是尚未解決的比較大的分歧點。我們依舊預期新一輪刺激方案最終會通過，即使出現新的談判裂痕，隨著大選臨近，穩定市場和經濟至關重要，特朗普也可以簽署額外行政令彌補短暫缺口。

而另一邊，歐洲的主要經濟體卻在財政刺激上又往前走了一步。德國延長了抗疫紓困措施，將薪資補貼延長 12 個月至 2021 年底，之前在 6 月通過的經濟刺激涉及 1,300 億歐元，其中還將增值稅從 19% 下調至 16%，低稅率增值稅從 7% 下調至 5%。法國公佈了 1,000 億歐元的刺激計畫，包括工資補貼、企業減稅及公共投資措施，具體來說將撥出 350 億歐元用於支持就業，350 億歐元用於增強法國經濟的競爭力，還有 300 億歐元用於環保節能。法國經濟今年可能創下戰後最嚴重衰退，這項稱為「法國復蘇」的計畫，規模相當於 GDP 的大概 4%，目前超過其他歐洲國家刺激力度，將增加 800 億歐元的公共赤字。馬克龍希望在兩年內，也就是在下一屆總統選舉時，將法國經濟恢復到疫情危機前的水準，為連任鋪路。雖然也得到歐盟復蘇基金的支援，但也是一次風險頗大的政治賭注，要知道一年前義大利和歐盟鬧得沸沸揚揚，也只是為提高其財政預算赤字至其 GDP 的 2.4% 紅線。

市場也關注明天的歐洲央行會議貨幣政策，預計歐洲央行暫時按兵不動，但可能會透露出年內加大寬鬆力度的信號，並可能會在今年晚些時候進一步擴大規模 1.35 萬億歐元的疫情債券購買計畫，預期中值是增加 3,500 億歐元。儘管一些經濟指標顯示復蘇動力好於預期，但歐元區通脹在上個月四年來首次出現負數。

歐央行引入 2% 的通脹目標要比美聯儲早得多，幾乎是在 1998 年成立之初就確定了歐元區調和消費者價格指數（HICP）同比增速低於 2%，且保持價格穩定這一目標，在 2003 年面臨通縮風險的時候將「價格穩定」這一條進步解釋為「在中期內接近 2% 水準」。實際上，在 2014 年引入負利率以來，歐元區調和物價指數在 -0.6% 至 2.3% 之間，核心調和物價指數只在 0.6% 到 1.5% 之間，量化寬鬆政策只是降低了失業率，刺激合理通脹的效果同樣不理想。因此歐洲央行會否透露近 20 年來首次政策框架審視，以及是否追隨美聯儲，使出平均通脹目標以推高消費者和投資者的通脹預期這一「招數」，也成為市場焦點。

---

免責聲明：本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。