



大流行病下變動的 經濟輪廓

September 2021



新東向 - 美國量化寬鬆政策對經濟的影響

量化寬鬆 (Quantitative Easing, QE)是甚麼？

QE是一種非常規貨幣政策，中央銀行從公開市場買入債券、證券（即股票）甚至房貸等資產，讓企業的資金增加；透過企業將資金存入銀行，間接使商業銀行資金增加，故流動性（錢）由中央銀行的體系，注入至外部銀行體系。它還擴大了中央銀行的資產負債表。

在哪種情況下國家會使用量化寬鬆政策？

通常央行要釋放流動性，主要是通過調低基準利率，但當利率已經降至零或接近零的時候，利率政策將失效。在此情形下央行便會考慮推行QE釋放更多「錢」至銀行，讓銀行的「錢」再流入市面。在QE後，商業銀行為了增加利潤或利息收入，通常會將來自央行的錢，以借貸形式將錢傳導至其他企業及市民，他們會以貸款進行消費或投資在不同資產（例如股市及房市），便會推動實質的經濟活動增加。

Source: 財稅研究、天下雜誌

美國聯準會 (Fed) 年會演說重點

美國聯準會 (Fed) 主席鮑爾於2021年8月27 日央行年會演說重點：

1. 2021年縮減購債

因勞動市場情況改善，形成縮減購債的先決條件。

2. 不急於升息

縮減購債的時機與速度不代表對升息時間直接訊號，關於升息，有待不同且嚴格的測試。

3. 通膨最終會降至目標水準

重申近期的通膨升溫是由於疫情與經濟重啟影響相對少數的商品與服務的結果，預期通膨僅暫時且會逐漸降低至 Fed 目標水準。

4. 勞動市場短期仍受變種病毒影響

Delta病毒在短期內仍對「充分就業」構成威脅，但看好勞動市場的表現。

Source: 鉅亨網新聞、聯合新聞網

大流行病改變了經濟的形態

- 當前的大流行病，隨著時間和範圍擴張已漸漸改變經濟和地緣政治格局。
- 經濟數據顯示疫情期間儲蓄率提高、勞動力降低、實際利率降低、工資提高、財富受到損害、資本支出減少，而利率低於過去大流行病後的成長率。
- 大流行病後常伴隨通貨膨脹。
- 過往的大流行病都沒有相似於COVID下所推出的醫療、貨幣和財政政策。
- 藉本報告，了解當前和歷史上的大流行病之間的相似和相異處，以及對美國和全球經濟的影響。

與上一次1918年的大流行病，有什麼不同？

相同

- 儲蓄率提高
- 勞動力供給減少 - 源於較低的勞動參與率，而不是死亡人數
- 厭惡行為 (**Aversion behavior**) – 人們避免染疫而改變行為

相異

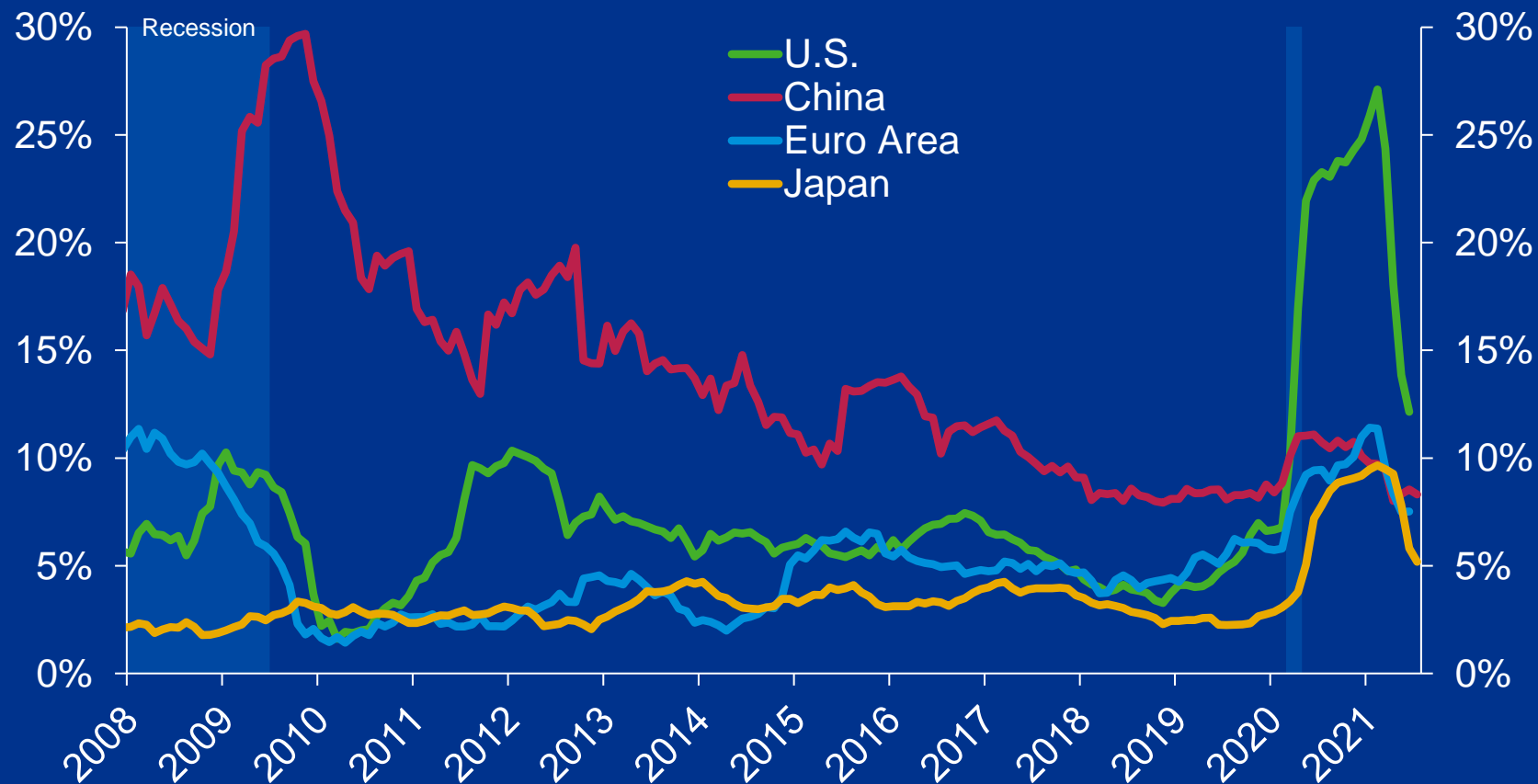
- 過去全球大流行病期間，中央銀行所扮演的功能角色與今日不同。在全球金融危機之前，量化寬鬆 (Quantitative Easing, QE) 和負利率政策並不存在。
- 現今的財政政策在二戰之前並不存在。在大流行病期間，增強社會安全網以預防大型經濟體的長期經濟損傷。
- 在家工作成為一個新現象，在過去十年中不斷增長，但在大流行病期間更加速其發展。
- 快速開發的高效mRNA病毒疫苗是一項突破性的技術。

Source: KPMG Economics, O. Jorda, S. Singh, A. Taylor, “Longer-run economic consequences of pandemics,” March 2020 ；1918年流感大流行病，又稱西班牙流感，是於1918年1月至1920年12月間爆發的異常致命的流感大流行病，造成當時世界人口約四分之一的5億人感染，大約造成了全球2000萬至5000萬人死亡，是人類歷史上致死人數最多的流行病之一、僅次於黑死病。

隨著經濟復甦，貨幣供給量將會增加

貨幣政策支持力度仍在加大

Money Supply: M2, Year-Over-Year % Change

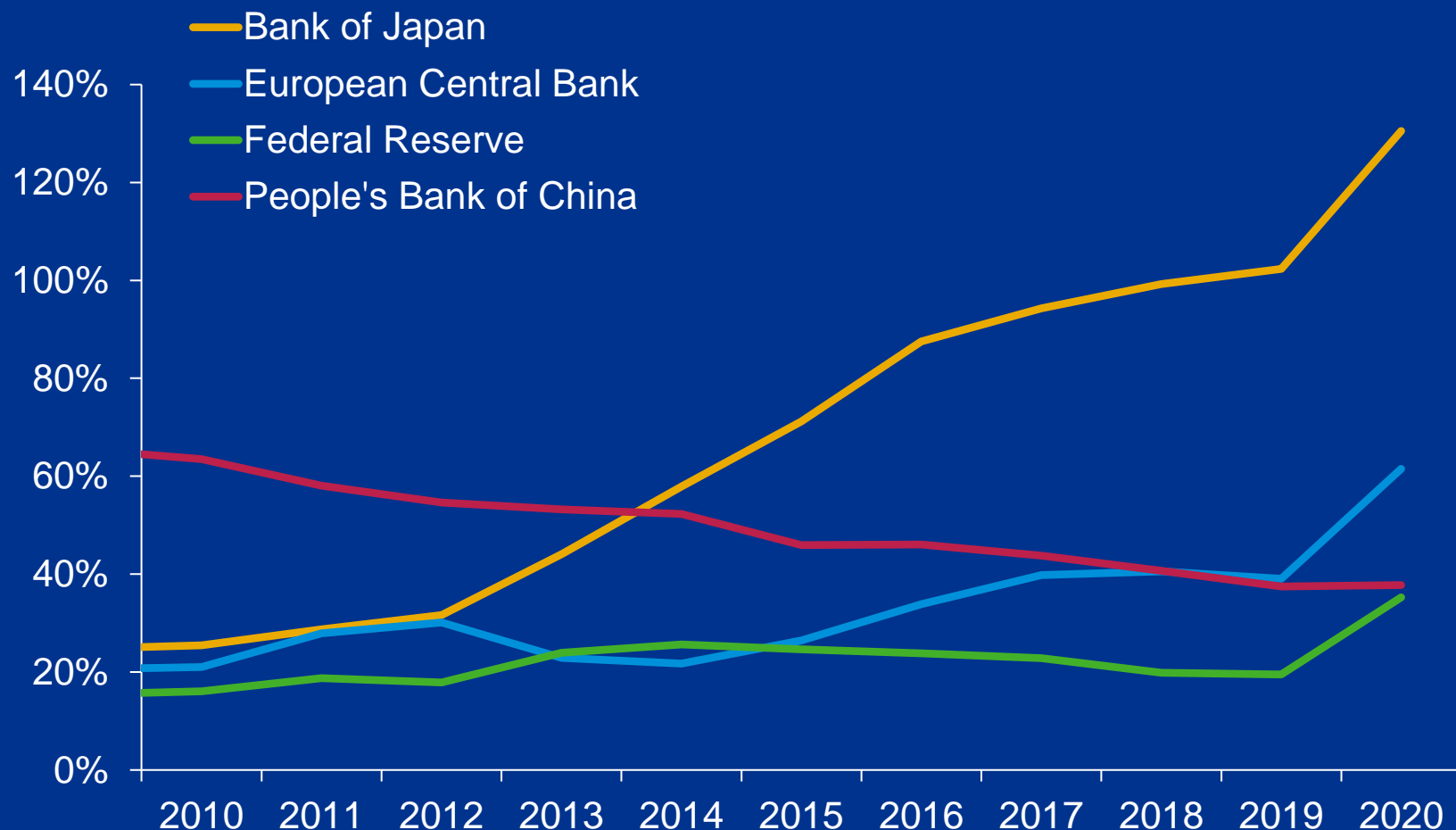


Source: KPMG Economics, Federal Reserve Board, European Central Bank, Bank of Japan, People's Bank of China, Haver Analytics

- 美聯儲迅速採取行動，增加貨幣供給量以提升流動性，此次已遠遠超過全球金融危機期間的供給量。
- 中國成為全球金融危機後世界貨幣的引擎，但在COVID期間，美國則是扮演世界貨幣的引擎。
- 美聯儲兩種關鍵角色：直接購買固定收益證券（國債、不動產抵押貸款證券、企業固定收益），與放寬銀行企業貸款。其功能角色如同防火牆，可防止金融仲介遭受損失。

各國中央銀行資產負債表的規模不同

中央銀行資產占國內生產總值的百分比



Source: KPMG Economics, Federal Reserve Board, European Central Bank, Bank of Japan, People's Bank of China, Haver Analytics

- 雖然大多數央行在COVID大流行病之後擴大資產負債表，以維持資本市場的運作，但中國則保持其資產負債表的穩定性。
- 日本央行持續擴大其資產負債表規模，以維持資本市場的運作。幾年來，不斷擴大其資產負債表，以支援經濟。日本央行似乎正在試驗其資產規模對 GDP 比率大幅攀升的長期政策。
- 大多數其他國家將資產負債表視為在極端經濟條件下使用的工具，因此預計美聯儲將在年底前宣佈縮表。

疫情一度回穩，第二季度GDP顯示反彈

| Real GDP Growth Rates % | | | | | Fiscal Measures for COVID-19 (% of GDP) |
|-------------------------|---------|----------------------------|-------|------|---|
| Top 10 Countries by GDP | | 2021 Q2 | | | |
| | | SAAR% | Q/Q% | Y/Y% | |
| 1 | U.S. | 6.5 | 1.6 | 12.2 | 25.4 |
| 2 | China | 5.3 | 1.3 | 7.9 | 4.8 |
| 3 | Japan | 1.3 | 0.3 | 7.6 | 16.5 |
| 4 | Germany | 6.1 | 1.5 | 9.2 | 13.6 |
| 5 | India* | -43.2 | -13.2 | 19.0 | 3.5 |
| 6 | U.K. | 20.7 | 4.8 | 22.2 | 16.2 |
| 7 | France | 3.8 | 0.9 | 18.7 | 9.6 |
| 8 | Italy | 11.1 | 2.7 | 17.3 | 10.9 |
| 9 | Brazil* | 0.4 | 0.1 | 12.8 | 9.2 |
| 10 | Canada* | 2.5 | 0.6 | 13.8 | 15.9 |
| | | Country reporting standard | | | |

* Bloomberg consensus forecast for Q2-2021; Fiscal measures from January 2020 to July 2021

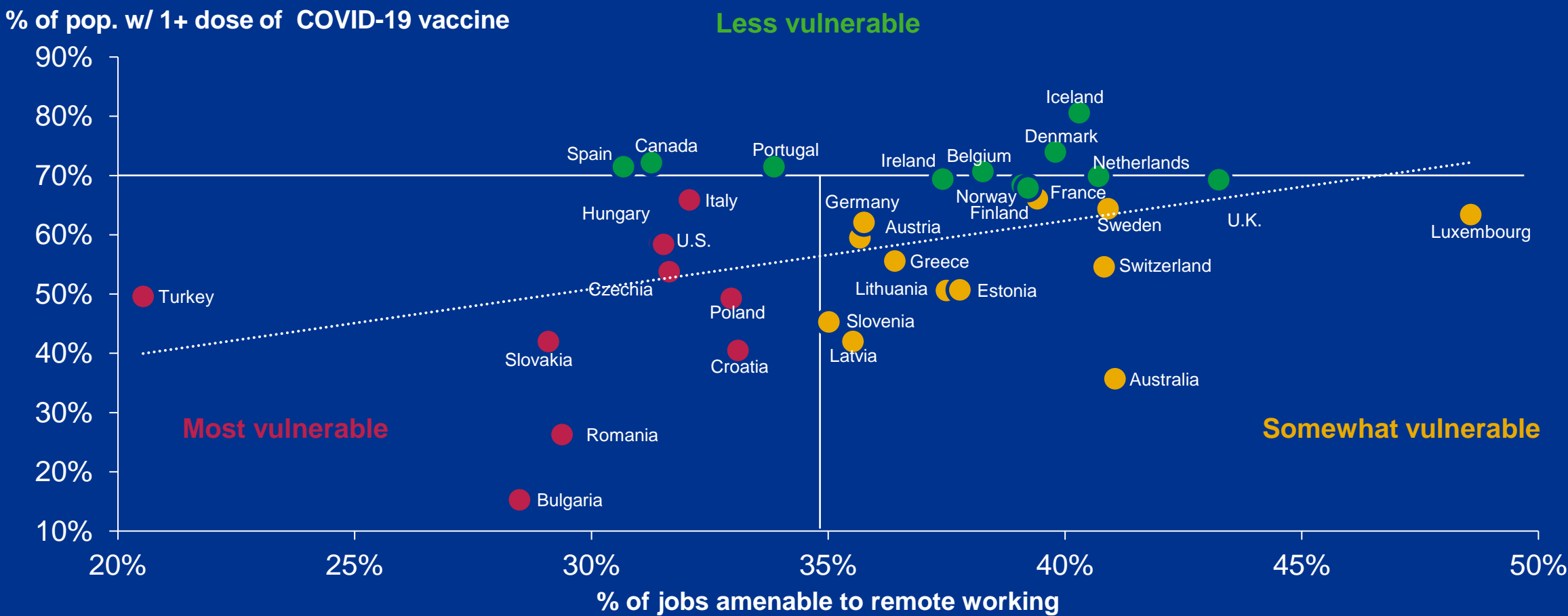
Source: KPMG Economics, National Statistics Agencies, Bloomberg, IMF, Haver Analytics

Note: The U.S. and Canada report quarterly GDP on a Seasonally Adjusted Annualized Rate (SAAR) basis in order to gauge the trend pattern in growth. This reporting standard amplifies the trend growth patterns and is normally useful. EU countries report quarter-over-quarter growth. Emerging markets, such as China and India, often report year-over-year growth. This table allows for comparison across methodologies.

- 由於疫情獲得控制，表列90%的經濟體第一季度GDP開始增長。
- 在財政和貨幣政策的綜合支持下，OECD經濟體的消費維持。
- 疫苗接種率越高，成為支持未來經濟前景的關鍵。
- Delta變種病毒使第三季度的成長衰退，特別是在疫苗接種率較低的國家。

遠端工作比例低、疫苗接種率低的國家最容易受到影響

經濟和健康與遠端工作和疫苗接種率呈現相關性

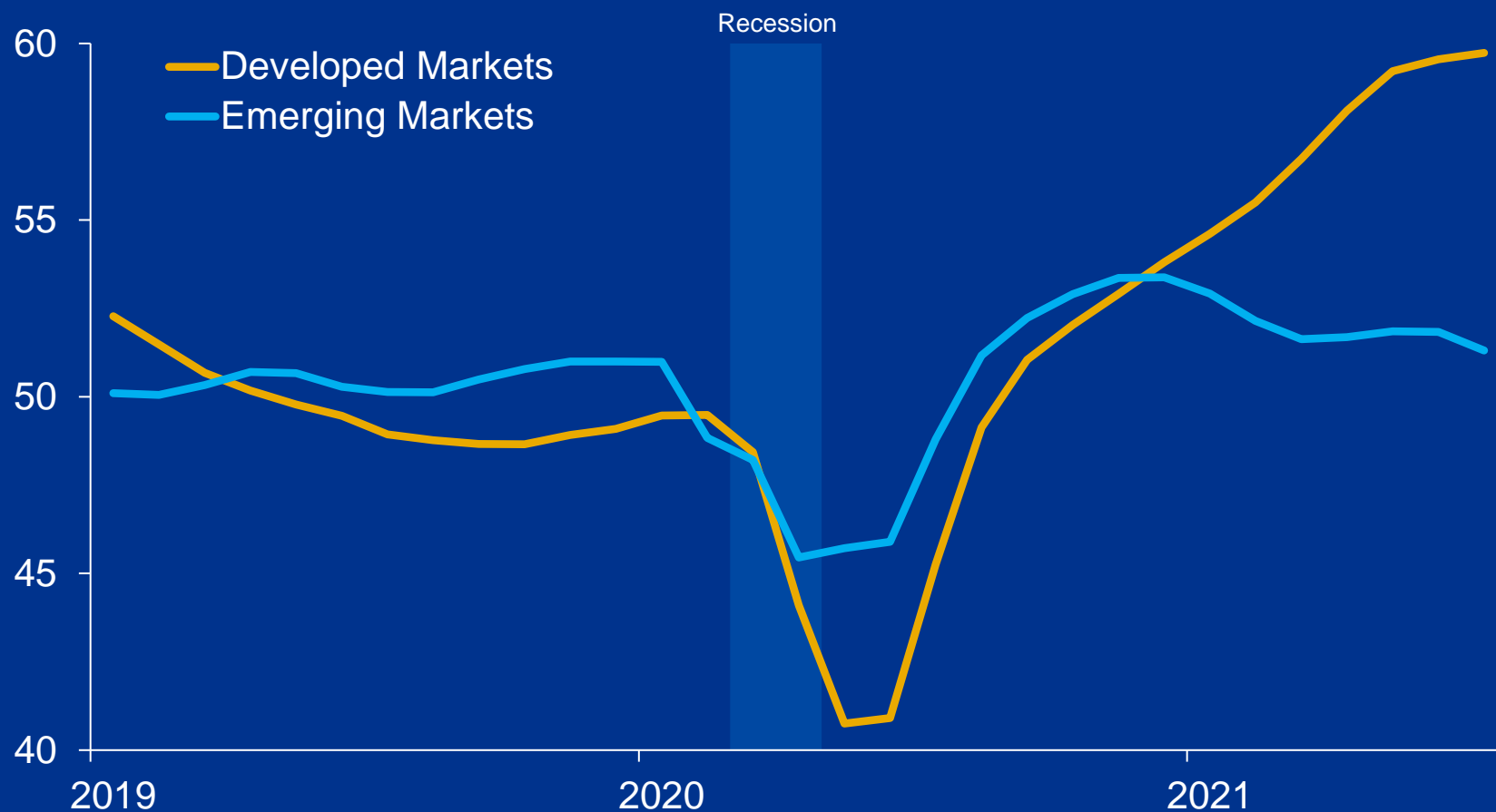


Source: KPMG Economics, OECD

COVID對新興市場蒙受巨大的損失

製造業採購經理人指數 Manufacturing Purchasing Managers Index (PMI)

50+ = Expansion, 3-Month Moving Average



Source: KPMG Economics, IHS Markit (July 2021), Haver Analytics

- 新興市場在應對COVID與二戰前有多個相似處 (例如：較低的婦幼保健率、較低的疫苗接種率、較小的財政空間和較低的貨幣政策)，都阻礙了新興市場的病毒防疫進展。
- 大流行病造成的供應瓶頸在新興市場最為嚴重，同樣也為長期依賴新興市場供貨的已開發國家帶來風險。
- 由於大流行病的持久戰，造成最近幾十年新興市場的優異表現呈現停滯。

COVID改變了美國經濟的形態

全球金融危機

Global Financial Crisis

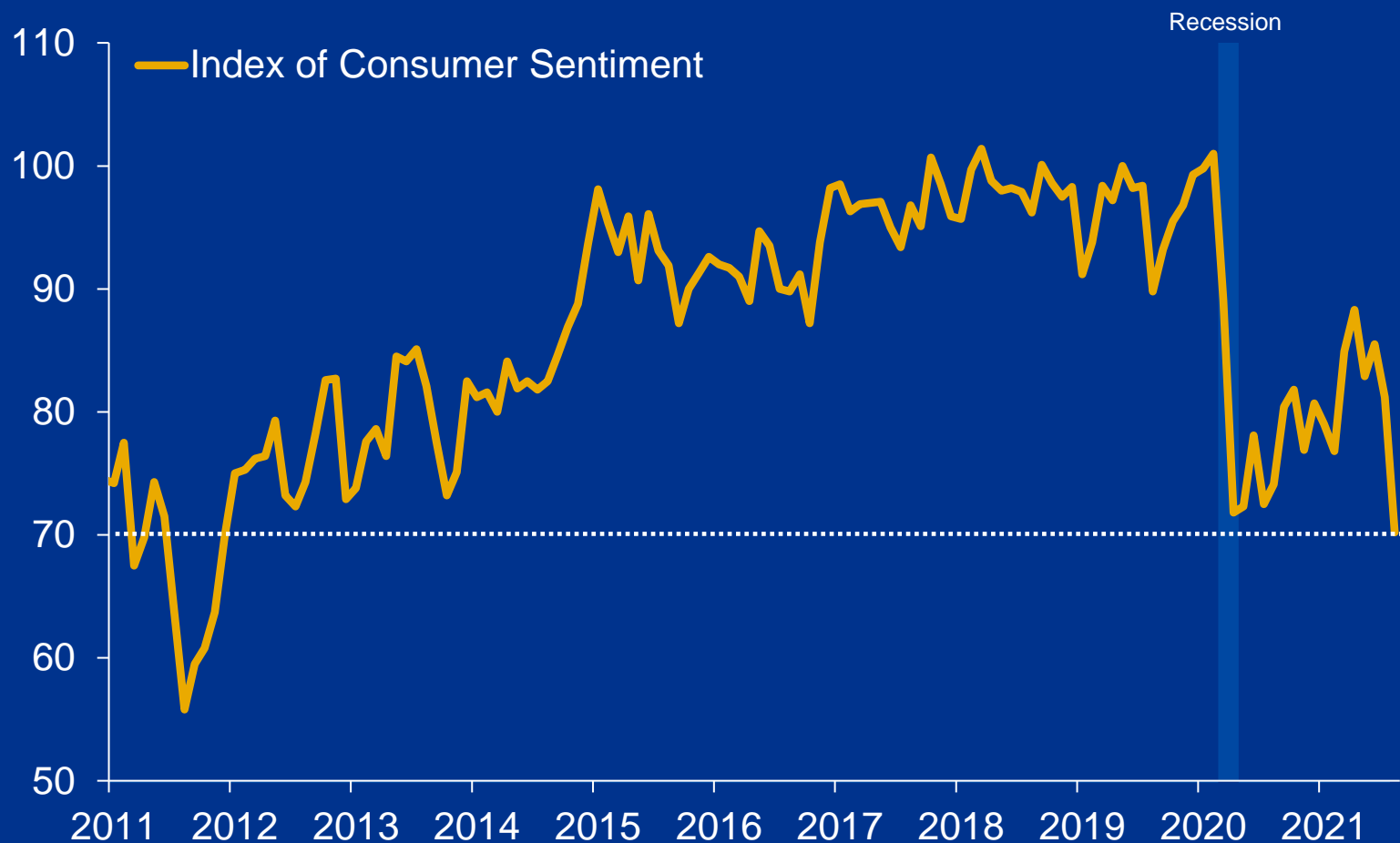
歷經二戰後最長的擴張期
Longest Expansion in post-World War II Era

COVID引起二戰以來最嚴重的經濟衰退
COVID-induced deepest
recession since WWII

經濟的轉變與COVID之前不同
Shape of the economy is
different than prior to COVID

Delta 變種病毒使消費者信心指數降至疫情期間最低點

消費者信心指數跌至十年來最低點



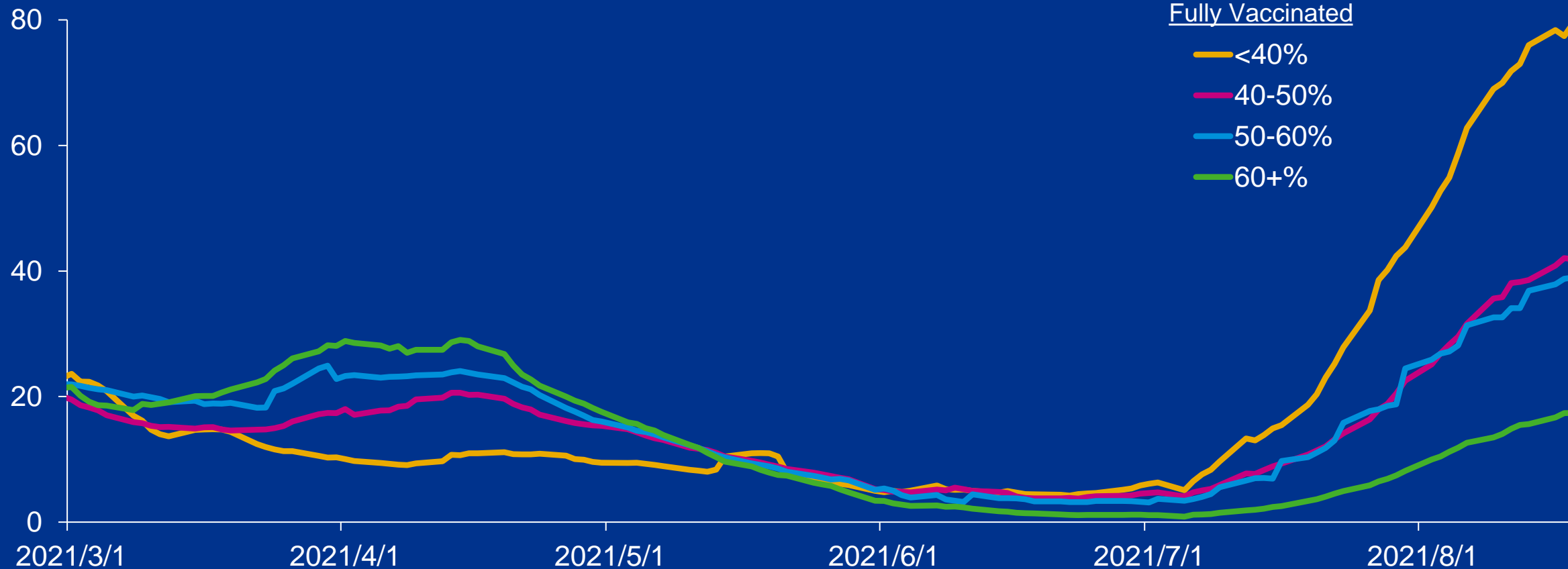
- 相較於2020年4月COVID初始時，如斷崖式下跌的消費者情緒指數，8月指數下降11點至70.2，雖下降幅度較小，但仍顯示近幾個月的低點。
- Delta變種病毒的興起，及多數州政府停止失業補助政策，以及物價上漲等綜合因素，似乎都壓制著消費者信心。
- Delta變種病毒崛起，使得整體信心下降，並反映在對公共交通需求的減少上。

Source: KPMG Economics, University of Michigan (August 2021), Haver Analytics

疫苗接種率低的州病例增加幅度最大

完全接種疫苗人口中新增染疫比例

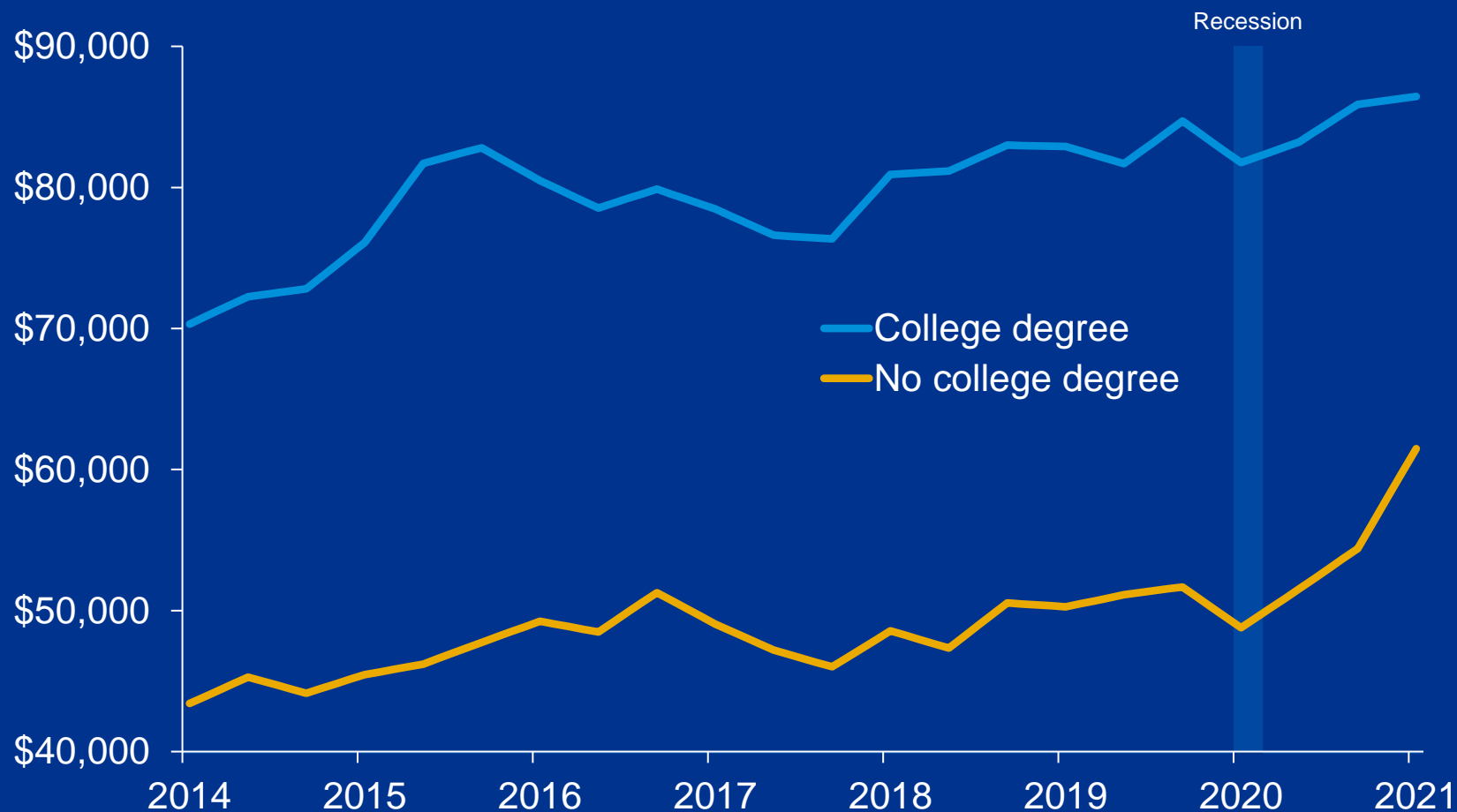
Daily New Cases per 100k Population, 7-Day Average



Source: KPMG Economics, Johns Hopkins University, U.S. Census Bureau, OurWorldInData (August 17, 2021)

與過去的大流行病一致，工資呈現上升

保留工資 (Reservation Wage)：願意接受新工作的平均最低薪資

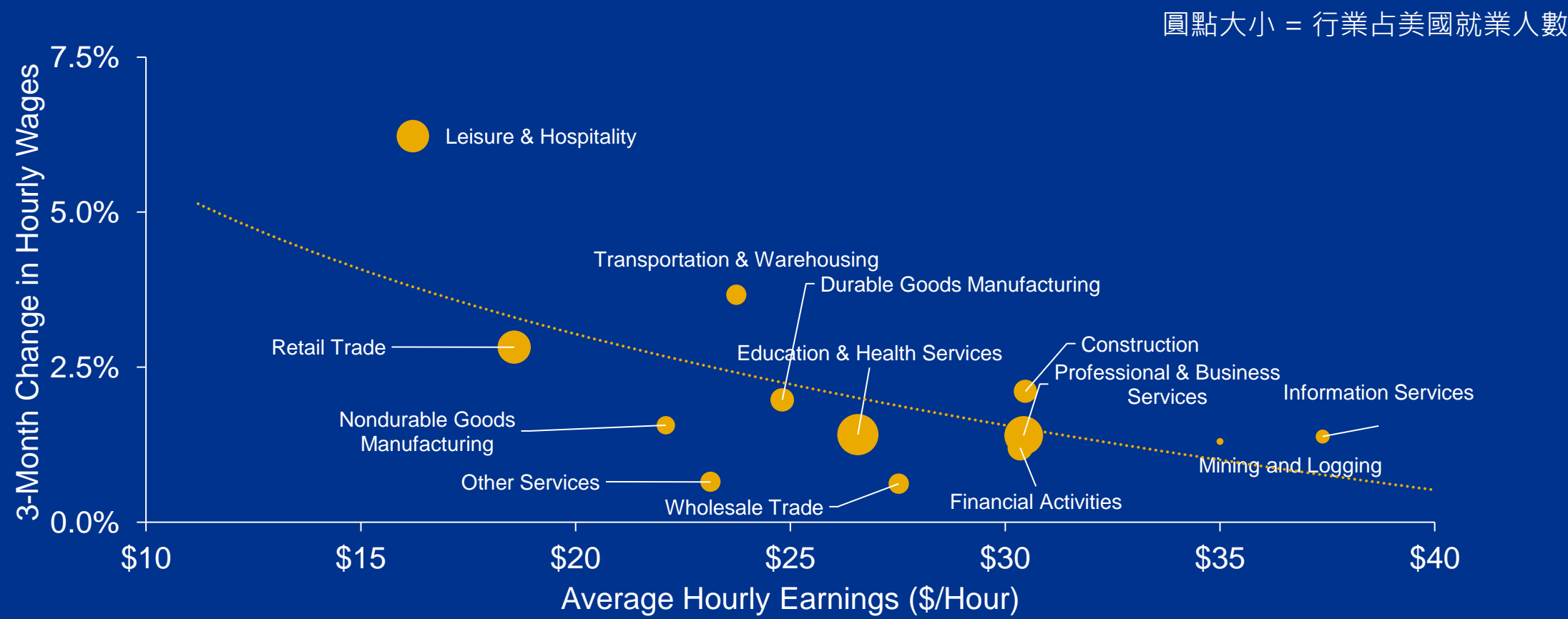


Source: KPMG Economics, Federal Reserve Bank of New York (March 2021), Haver Analytics

- 在大流行病之前，不論是否具有大學學歷，願意接受新工作的工資增長率為1.9%。
- 在經濟復甦期間，每個人都要求提高工資。
- 具大學學歷的人來說，他們基本上可以在家裡工作，保留工資增加了4.9%。
- 對於那些沒有大學學歷的人來說，大多數必須回工作崗位，預訂工資大增24.6%。
- 與過去的大流行病一致，那些必須回到工作崗位工作的人，工資上升較高，經由數據顯示多數為沒有學士學歷。

需回到工作崗位的低薪工人預期工資上漲

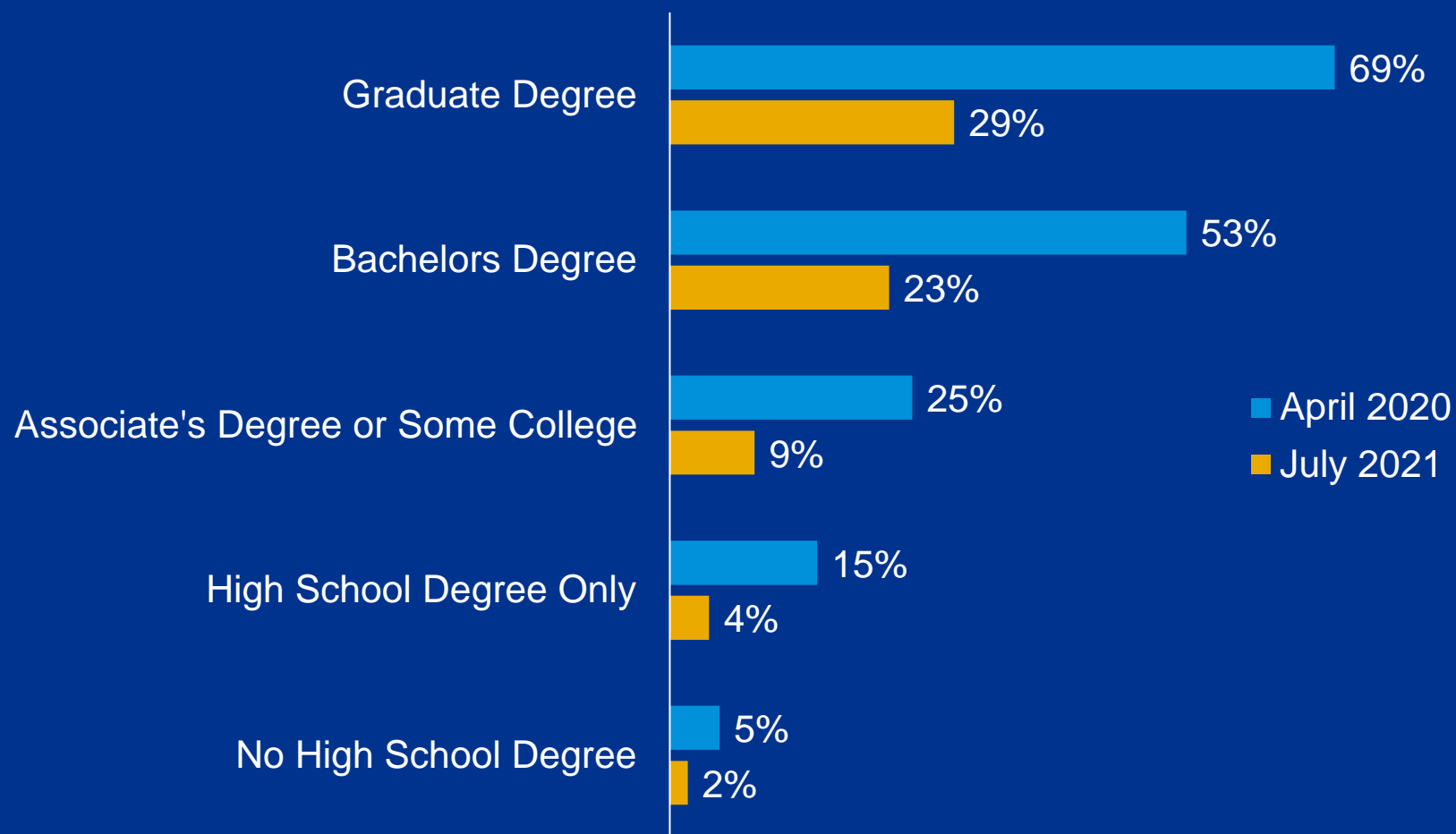
行業工資增長和工資水準



Source: KPMG Economics, Bureau of Labor Statistics (July 2021), Haver Analytics

教育程度高者享有遠端工作的優勢

大流行病下遠端工作的百分比



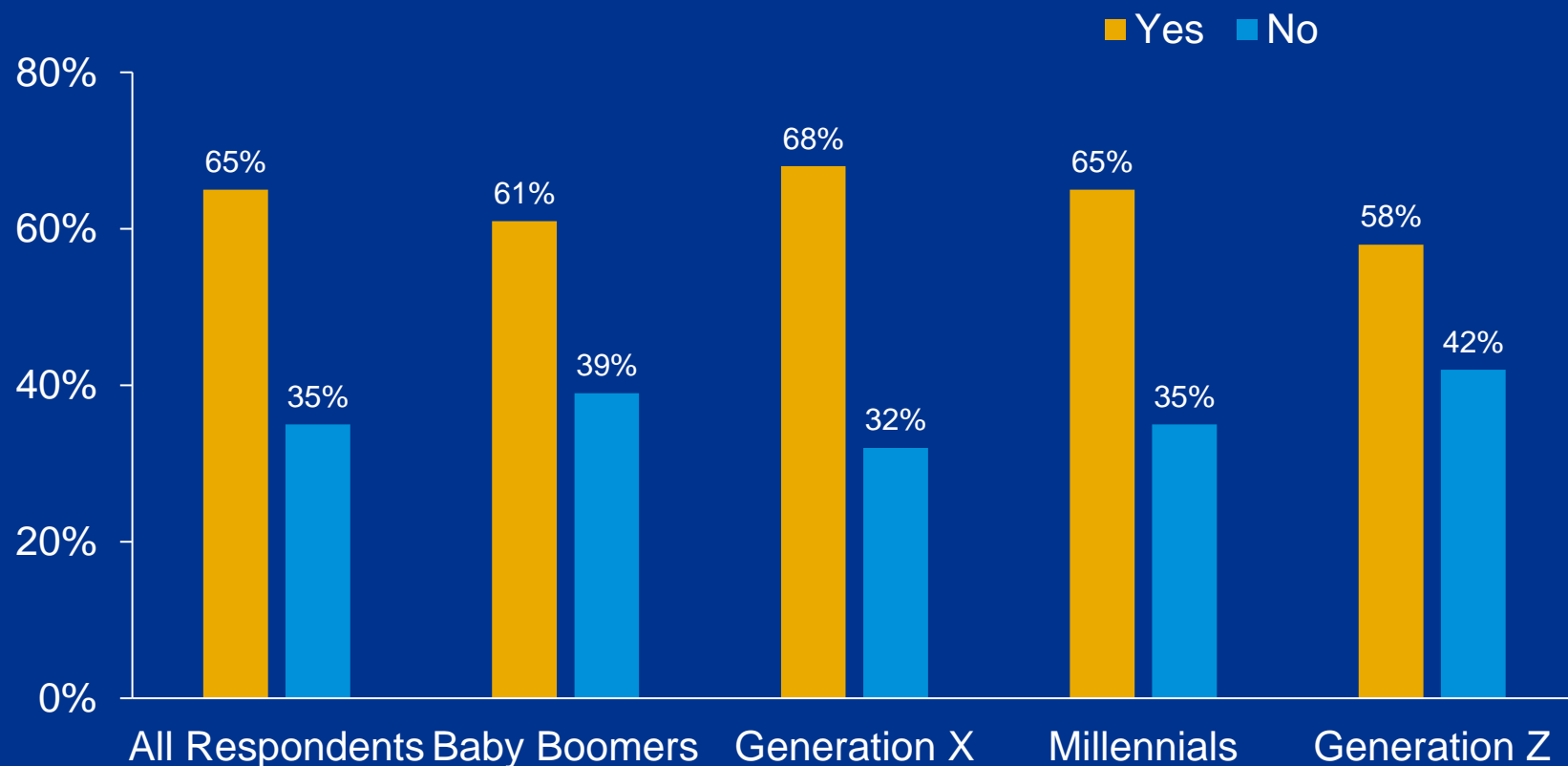
— 在大流行病的初期，大多數擁有學士學歷或以上的人都在家工作。隨著大流行病路徑的波動，相較於那些可以在家工作的人，必須回到工作崗位的人而言，將更容易受到大流行病對健康和經濟的影響。

Source: KPMG Economics, Bureau of Labor Statistics (July 2021), Haver Analytics

工作地點彈性高的公司較具工資議價力

遠端工作減薪

大多數受訪者表示，為了能夠在家工作，他們願意接受5%的減薪。



- 7月份接受調查的工人表示，他們願意減薪，以便維持在家工作。
- 面臨價格壓力或勞動力短缺的企業，可藉提供更具工作地點彈性來緩解難關。
- 只要COVID的變種仍然對健康構成威脅，在家工作的吸引力對許多人來說仍然是一個理想的選擇。
- 如果COVID不再是一個重大的健康威脅，採行混合或完全在家工作是否會持續仍待觀察。

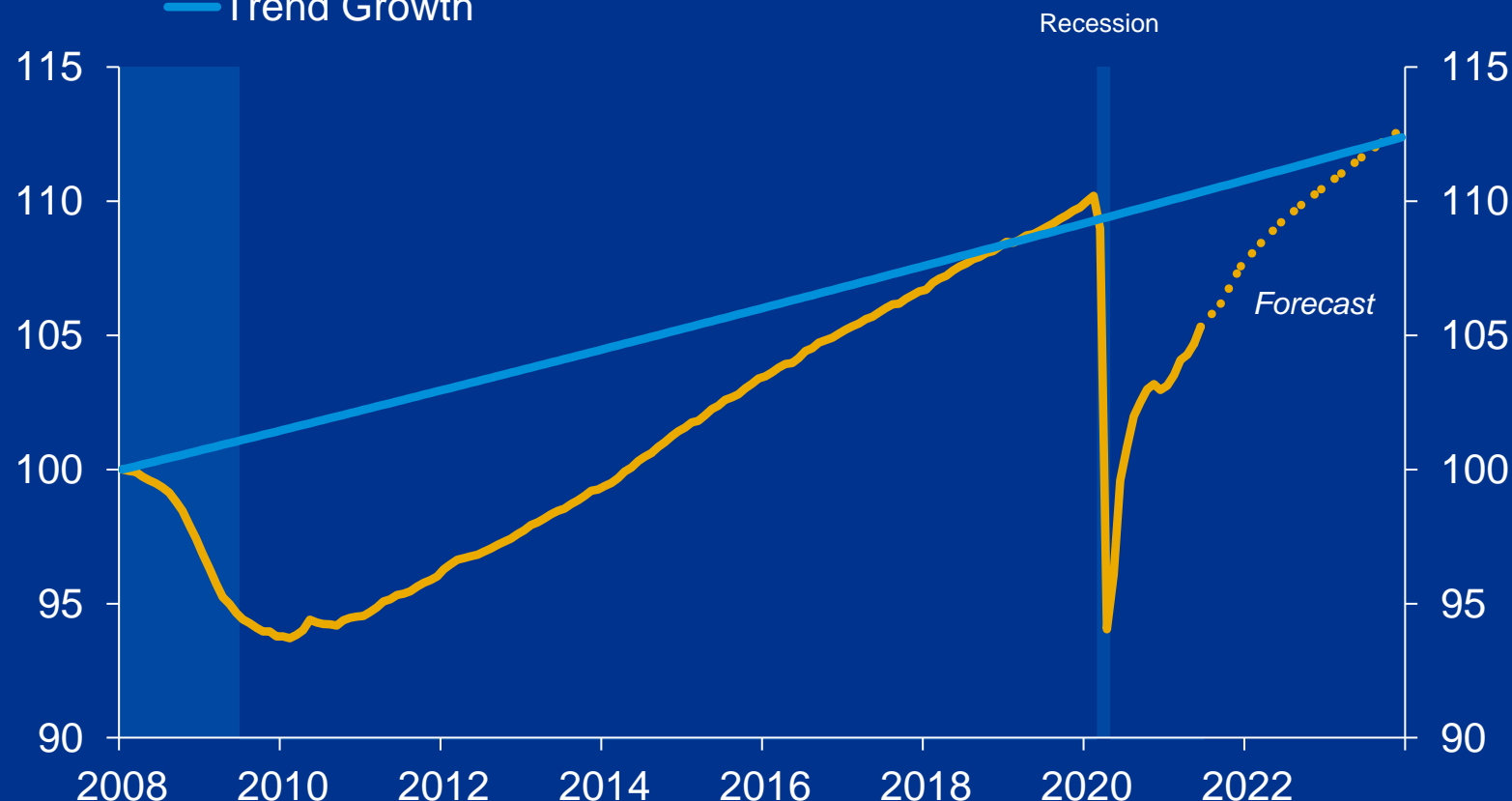
Source: KPMG Economics, Bloomberg, Breeze/Pollfish (July 2021).

美聯儲預計就業缺口將提供政策發揮的空間

總就業人數與趨勢

Indexed to January 2008

— Employment
— Trend Growth



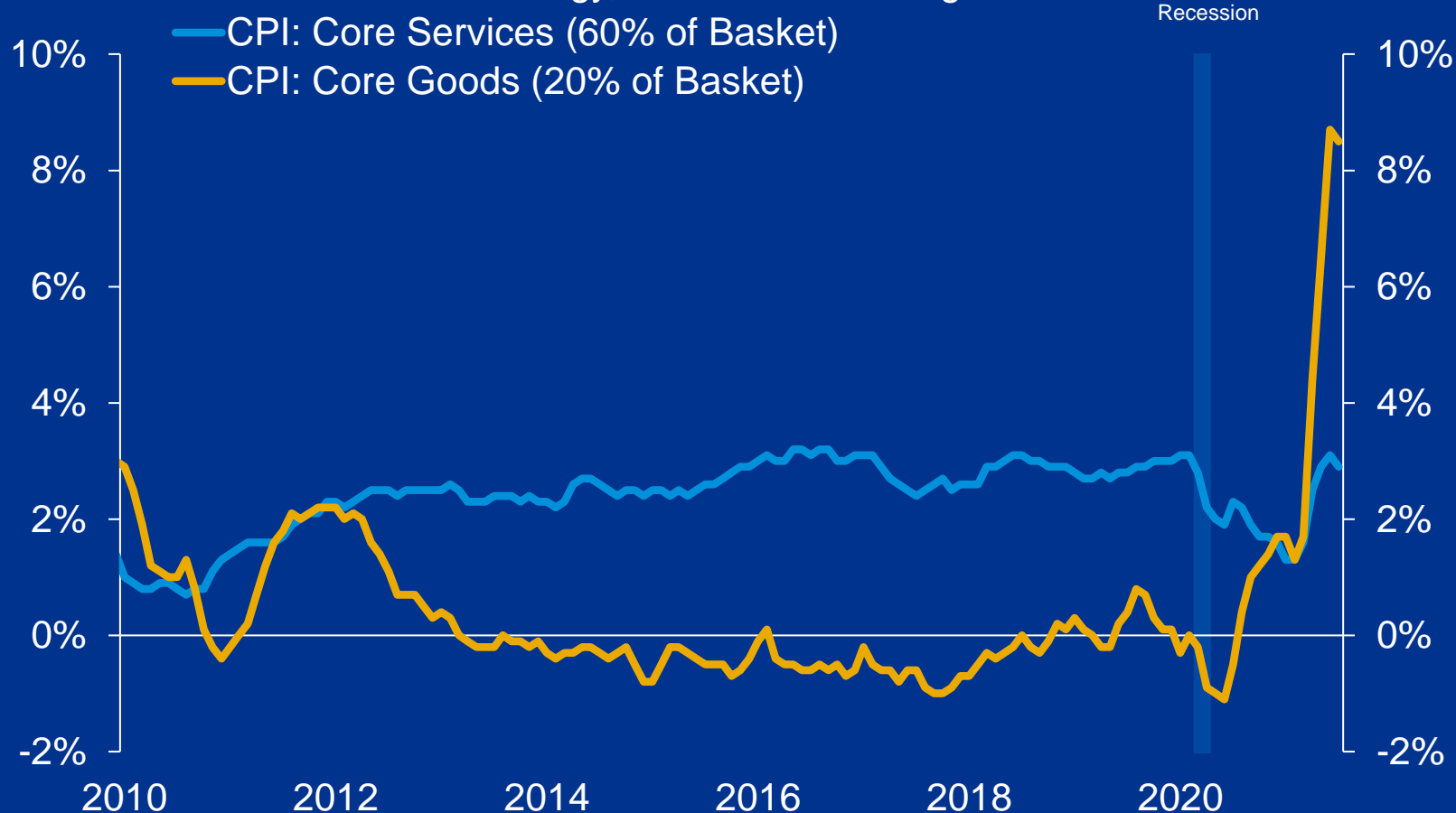
Source: KPMG Economics, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics

- 勞動力市場尚未飽和通常表示工資壓力將保持溫和，直到就業恢復。然而，許多工人因為這波疫情已經退休或離開勞動力市場。
- 此外，疫情下顧主運用工資吸引工人回到工作崗位變得不具吸引力，儘管此部分勞動失業率高於6%，但工資上漲壓力正逐漸形成。
- 在家工作的失業率接近3%，但供應仍保持強勁，目前還不清楚這部分工人的工資壓力何時會增加。
- 儘管有無數的風險，聯邦公開市場委員會(FOMC)仍將試圖制定一個恰如其分的貨幣政策。

截至目前，通膨動態反應消費動態

CPI主要組成

CPI Inflation Less Food and Energy, 12-month % Change

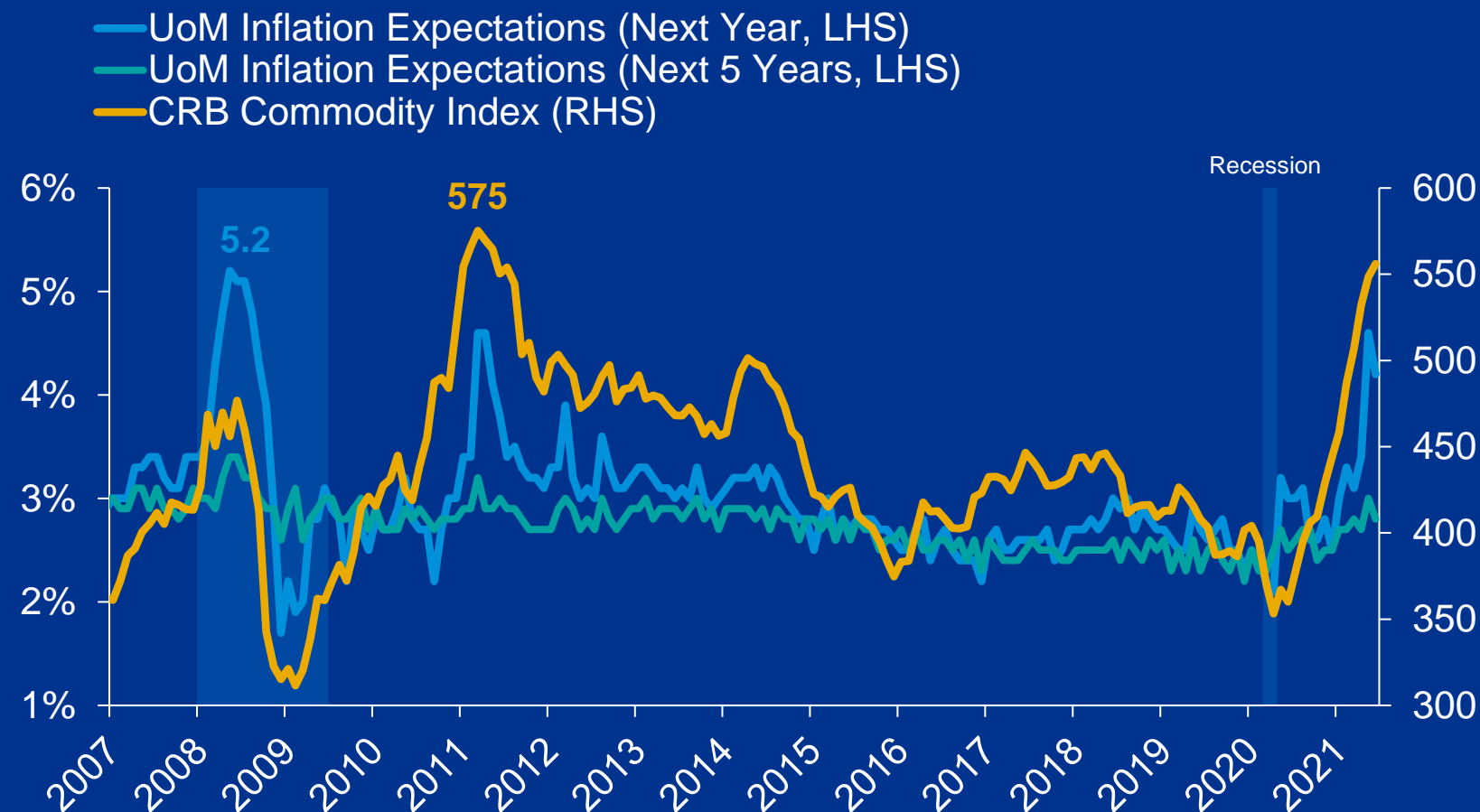


Source: KPMG Economics, Bureau of Labor Statistics (July 2021), Haver Analytics

- 物價指數上升的最大驅動力來自服務，源於去年夏天服務需求低迷的基數效應。
- 由於消費者報復性購買商品導致商品價格飆升；預計隨著消費縮減，減緩物價上漲的速度。
- 最新的零售銷售資料顯示，消費者正在降低商品消費並重新轉向服務消費。相應地，預期商品價格上漲將會緩和，儘管疫情造成的供應瓶頸有可能延長價格上漲的期間。

近期通膨預期反應商品價格變化

商品價格和通貨膨脹預期

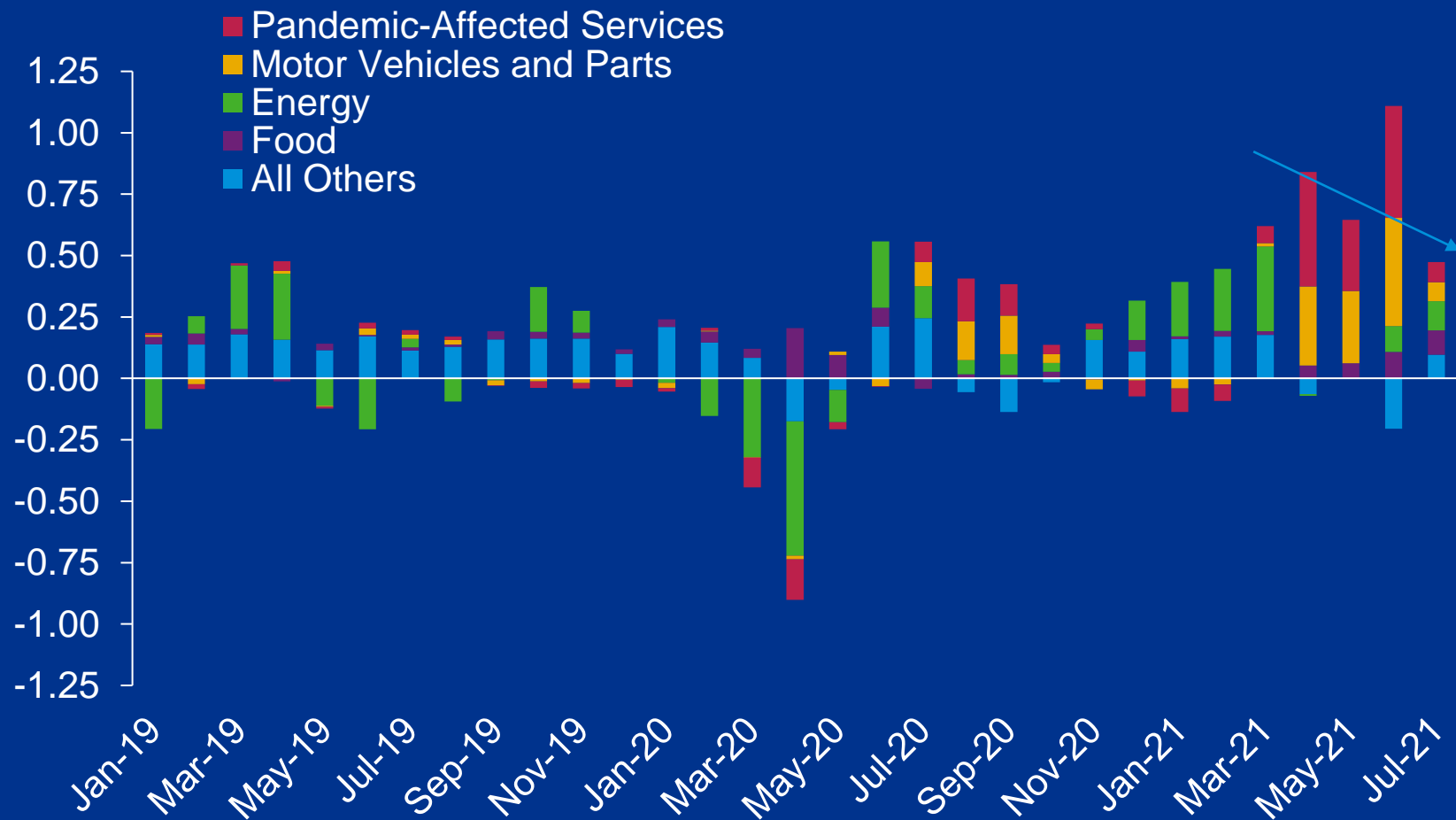


Note: LHS = Left Hand Side Axis, RHS= Right Hand Side Axis, CRB = Commodity Research Bureau
Source: Haver Analytics, Bloomberg, University of Michigan, Haver Analytics

- 通膨預期為消費者預期價格的變化。
- 短期內，消費者的預期跟隨商品價格的波動而變化，而非受長期或政策相關的預期。
- 長期預期對貨幣政策決策更有用。
- 1年 (Next Year, LHS) 和5年 (Next 5 Years, LHS) 的預期均顯示多數消費者認為價格上漲是過渡性的，這意味著價格上漲是由一次性因素造成的，如大流行病，而非結構性/長期性造成的。即使是過渡性的通貨膨脹也可能具破壞性和深遠影響的。

大流行病造成的通膨壓力暫時緩解

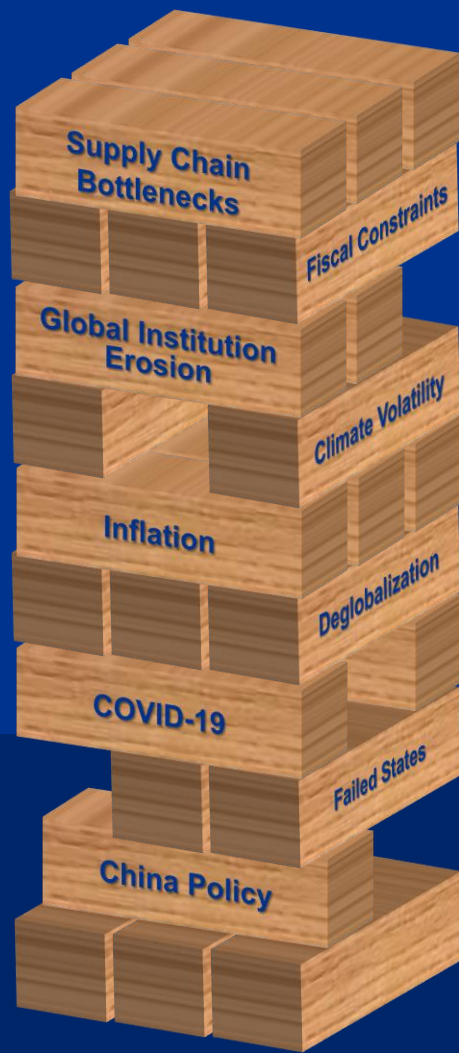
CPI月增長率



- 近期通膨壓力是由新車和二手車的短缺以及受大流行病影響的服務（如機票和酒店）推升所致。圖中顯示從3月份開始，隨著需求的回升，這些資料逐月上升。
- 7月份的月度增長速度有所減弱，主要是由於汽車零件的增長放緩，以及一些服務的價格增長回落。
- 展望未來，通貨膨脹的速度仍受疫情影響，若供應鏈持續受疫情影響，物價上漲仍可預期。同時，服務業的勞動供給也將持續受疫情影響。

Source: KPMG Economics, Bureau of Labor Statistics, Council of Economic Advisors, Haver Analytics

經濟風險像疊疊樂，拉錯了其中一塊...



- 全球經濟從大流行病的深淵中反彈，已比預期的強勁。然而，大流行病和其他風險仍持續存在著。
- 大流行病導致供應鏈瓶頸，進而造成通膨壓力。
- 疫情下加劇勞動力市場的摩擦，以及人口成長和勞動力參與的長期經濟損失。
- 其他風險並存下，有可能導致增長放緩或衰退。

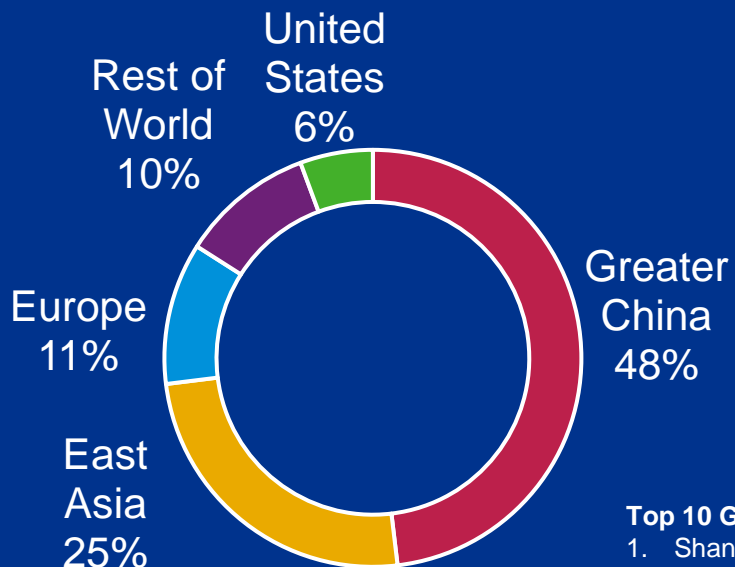
這些風險的複合可能導致經濟下降



亞洲嚴格的COVID政策可能影響世界最大的港口

大中華區占主要港口輸送量的50%左右

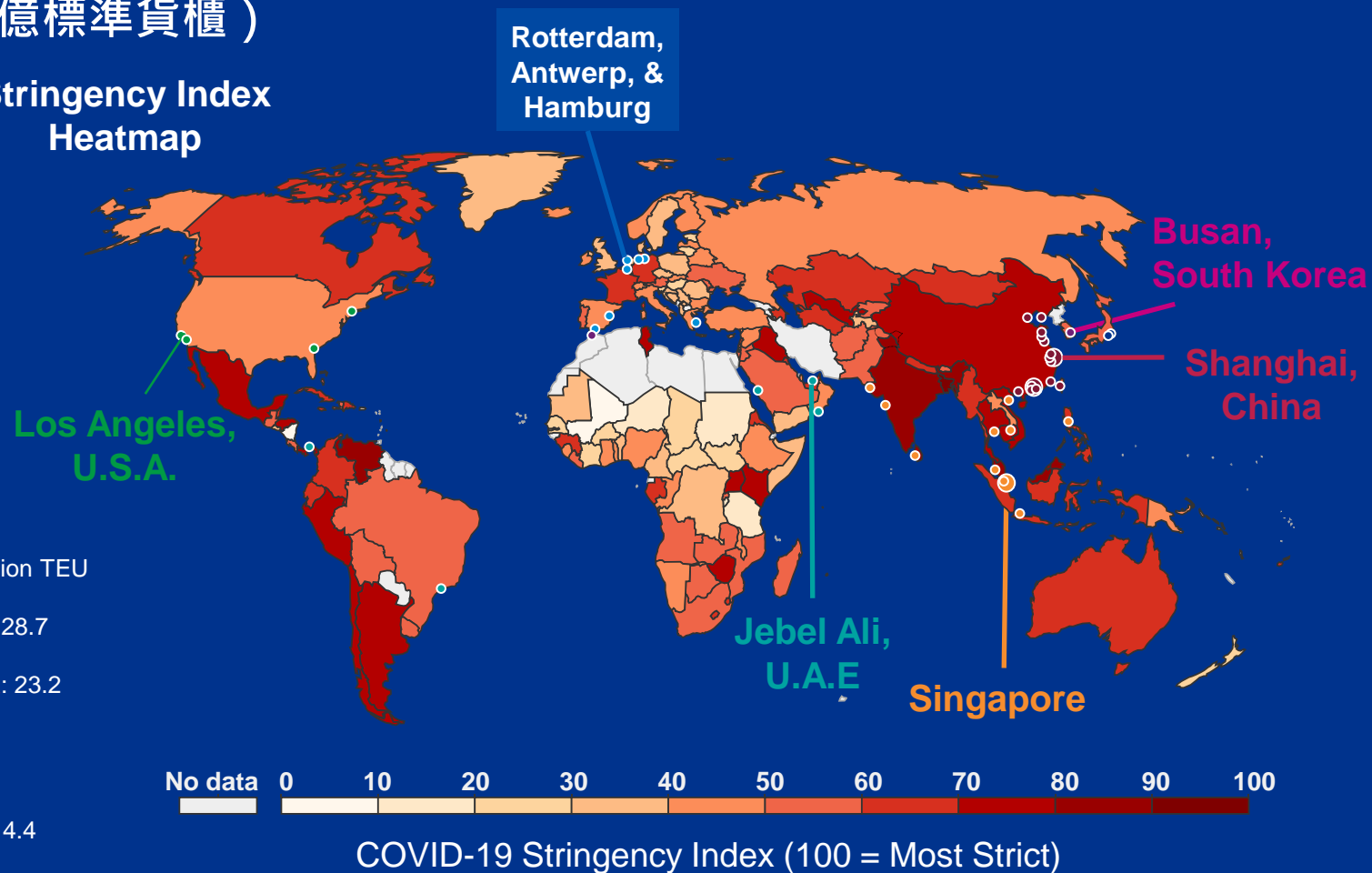
前50名貨櫃港口：2019年輸送量（5.126億標準貨櫃）



Top 10 Global Ports:

1. Shanghai, China: 43.5 Million TEU
2. Singapore: 36.6
3. Ningbo-Zhoushan, China: 28.7
4. Shenzhen, China: 26.6
5. Guangzhou Harbor, China: 23.2
6. Busan, South Korea: 21.6
7. Qingdao, China: 22.0
8. Hong Kong, China: 20.1
9. Tianjin, China: 18.4
10. Rotterdam, Netherlands: 14.4

Stringency Index Heatmap



Source: KPMG Economics, World Shipping Council, Map by OurWorldInData

25%的物流和電腦製造商面臨供應短缺問題

原料不足是生產短缺的一個關鍵原因

% of total respondents reporting this as a key issue (smoothed)

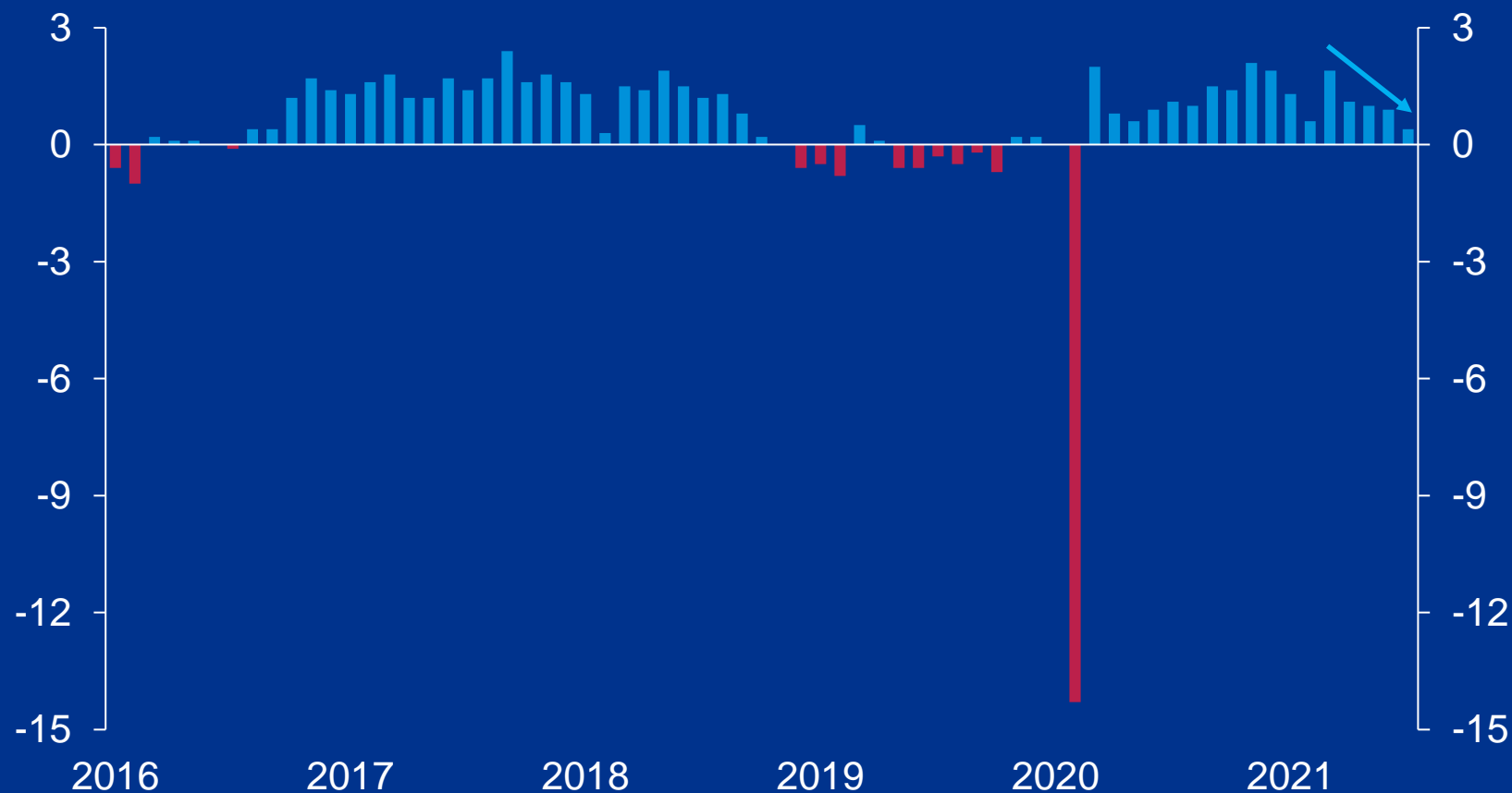


Note: Respondents were asked: "If this plant's actual production in the current quarter was less than full production capability, mark the primary reasons."

Source: KPMG Economics, Census Bureau, Federal Reserve Bank of Cleveland

中國日益嚴重的疫情影響將波及全球未來的經濟復甦

中國：製造業採購經理人指數(PMI)

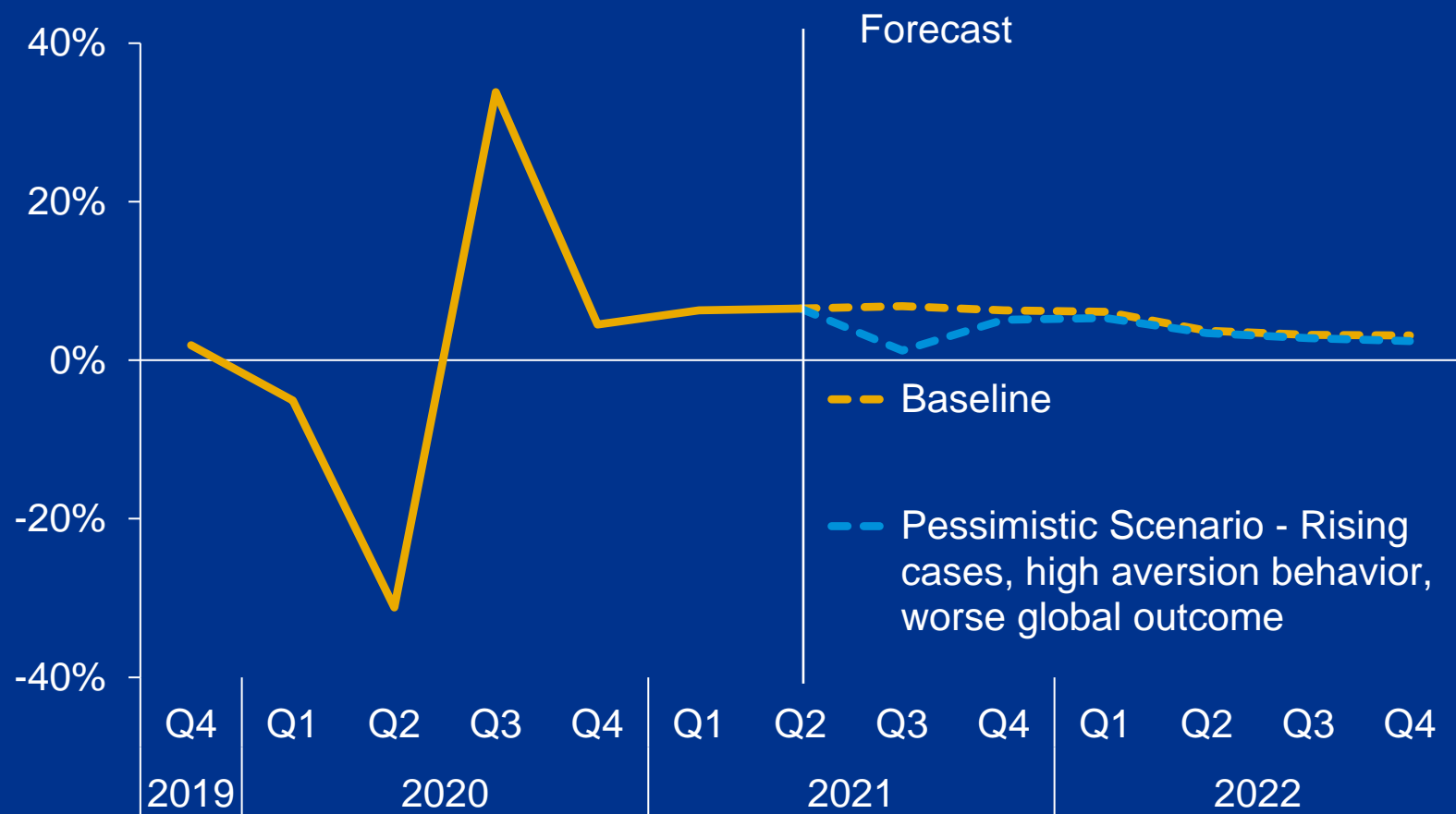


- 持續爆發的疫情，使中國的製造產業失去動力。
- 7月份，製造業PMI報告為50.4，說明製造業活動幾乎沒有增長。
- 中國8月份港口關閉的消息將導致供應鏈進一步中斷，並可能將PMI推至50以下（50以上等於擴張，50以下等於收縮。）
- 如果中國製造業跌入收縮區，其影響將波及全球的供應鏈、商品價格和需求，並減緩許多經濟體的復甦。

Source: KPMG Economics, China Federation of Logistics & Purchasing/CNBS (July 2021), Haver Analytics

美國GDP受COVID變種病毒的影響而出現風險下修

實質 GDP % Change, Annual Rate

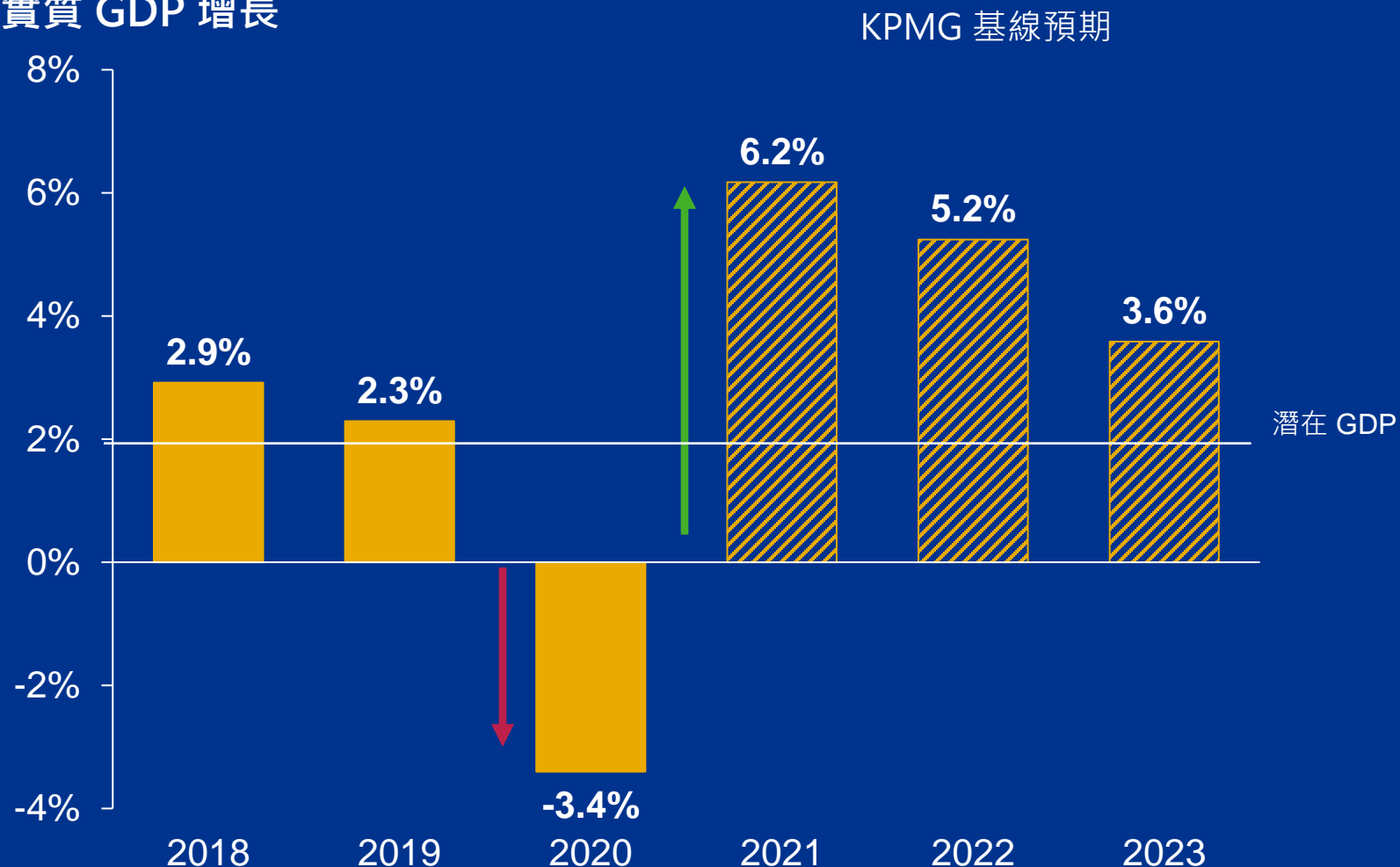


- 因為變種病毒肆虐，更多數據顯示美國經濟呈現緊張的跡象。
- 美國各大城市的公共交通需求急劇下降，在疫苗接種率低於50%的州，病例和住院率正在上升。
- 經濟中服務部分（占GDP近50%）在2021年下半年有可能因變種病毒的蔓延而出現疲軟結果。同樣，由於汽車和電腦設備等關鍵行業的供應不足，商品消費的步伐也將受到遏制。
- 如果變種病毒疫情加劇，GDP下修的可能性將會比預期更為嚴峻。

Source: KPMG Economics, Bureau of Economic Analysis (Q2 2021), Haver Analytics

GDP的回升將持續到2024

實質 GDP 增長



- 隨著經濟從大流行病復甦，美國經濟增長在未來三年將保持成長。
- 儲蓄率達二戰以來的最高，表示大量被壓抑的消費力，在預測期內可能會釋放，導致GDP增長率高於潛在GDP增長率。
- 預期技術擴散將有助於加速推動生產力，使增長超越全球金融危機後的時期，但不會引發明顯高於聯邦公開市場委員會(FOMC)目標的通貨膨脹率。

Source: KPMG Economics, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics

結論

KPMG經濟學家指出，美國和全球經濟的形態已經發生了轉變：

- 經濟復甦取決於病毒的路徑，儘管有疫苗開發，但疫苗交付的速度具不確定性；同時，變種病毒亦為前景帶來風險。
- 新興市場經濟體與以往大流行病的影響有許多相似處，例如缺乏足夠的財政、貨幣和衛生支持、無法提供疫苗和其他與健康有關的用品等。因此，這些新興市場經濟體將面臨在短期內恢復的挑戰。
- 美國勞動力下降超過預測，部分原因是大流行病加速此一現象。這種變化與過往大流行病在勞動力損失方面相似，但隨著人口老齡化，如果不藉提高生產力和提高勞動參與力來緩解，它有可能降低未來的經濟增長率。
- 全球對COVID的關注度超越其他風險，例如氣候變遷和去全球化等議題，然而考量時間對其他風險的緊迫性，仍應以正確且即時的行動來執行。

KPMG對主要經濟指標的預測

| Major Economic Indicators | | | | |
|--|-------|------|------|------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
| GDP and related (annual pct. chg from preceding period) | | | | |
| Real GDP | -3.4 | 6.2 | 5.2 | 3.6 |
| Personal consumption expenditures | -3.8 | 8.0 | 4.0 | 3.9 |
| Business Investment | -5.3 | 8.4 | 7.8 | 6.2 |
| Residential Investment | 6.8 | 10.7 | 1.1 | 4.0 |
| Exports | -13.6 | 4.9 | 7.8 | 7.7 |
| Imports | -8.9 | 13.2 | 5.1 | 6.1 |
| Government | 2.5 | 1.1 | 1.2 | 0.6 |
| Real disposable personal income | 6.2 | 2.2 | -2.1 | 3.5 |
| Final sales to domestic purchasers | -2.5 | 6.9 | 3.9 | 3.6 |
| Labor market (annual avg., percent) | | | | |
| Unemployment rate | 8.1 | 5.5 | 3.8 | 3.2 |
| Prices (annual pct. chg from preceding period) | | | | |
| CPI | 1.2 | 4.4 | 3.4 | 2.0 |
| CPI excluding food & energy | 1.7 | 3.4 | 3.2 | 2.4 |
| PCE | 1.2 | 3.4 | 2.3 | 1.7 |
| PCE excluding food & energy | 1.4 | 3.1 | 2.7 | 2.1 |
| Interest Rates (annual avg., percent) | | | | |
| Federal funds rate | 0.38 | 0.09 | 0.10 | 0.41 |
| 3-month T-bill yield | 0.37 | 0.04 | 0.07 | 0.37 |
| 5-year T-note yield | 0.54 | 0.75 | 1.22 | 1.71 |
| 10-year T-note yield | 0.89 | 1.44 | 1.79 | 2.09 |
| Baa corporate bond yield | 3.69 | 3.50 | 3.88 | 4.20 |
| 30-year mortgage rate | 3.11 | 2.95 | 3.42 | 3.78 |
| <i>*Note: 2020 actual, 2021 and later are forecasts</i> | | | | |

Note: Forecasts are inherently time sensitive and projections are dated as of August 11, 2021.

Source: KPMG Economics, BEA, BLS, Federal Reserve (Q2 2021), Haver Analytics, Moody's



Some or all of the services described herein may not be permissible for KPMG audit clients and their affiliates or related entities.

本文所述的部分或全部服務可能不得提供於KPMG的審計客戶及其附屬機構或相關企業。



home.kpmg/tw

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavor to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.

© 2021 KPMG, a Taiwan partnership and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.