



周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

### 概要

进入2015年下半年，我们继续被近期悬而未决的事情困扰着，并期盼着积极结果，使得全球经济得以保持复苏的态势。

确实，全球经济的状态令人担忧：中国的经济数据继续显示经济增长动能维持在一个“新常态”的缓和节奏，中国央行对此的回应是五月的再次降息，这已是六个月来的第三次。我们预期在三季度中有更多的宽松政策出台。不过，欧元区和日本经济增长出现改善，两地的经济数据均指向更好的发展前景，但是希腊可能会阻碍欧洲甚至是全球的经济复苏。2014年底全面下跌的油价在最近几个月日趋稳定，使得石油生产商得到些许安慰，缓和了油价会在下半年持续恶化的忧虑。另外，2015年的厄尔尼诺气候现象可能会改变最近商品（比如大米）价格的弱势，有利于亚洲以及全球的通胀回升。

对市场的一个主要的顾虑将仍会是关于美联储利息正常化的时间表。在2015年6月美国联邦公开市场委员会（FOMC）声明中，美联储主席Janet Yellen（珍妮特·耶伦）重申升息仍在2015年的议事日程中，但是继续强调升息仍将取决于数据的表现，相比起升息的准确时间，应更多关注升息的路径，因此升息可能会是一个逐步的过程。6月的FOMC会议上发布的2015年和2016年的散点图显示今年仍会有两次0.25个百分点的升息，2016年可能会有四次0.25个百分点的上升。但到底在何时呢？虽然我们对美联储将在6月开始升息的预估有误，但是我们仍然预计美联储的利息正常化会在2015年启动。根据散点图的趋势线，我们预期第一次的升息将会发生在2015年9月16-17日的FOMC会议上，12月15-16日的FOMC会议将宣布第二步的行动。我们进一步降低了预期升息趋势线，到2015年底预期联邦基金目标利率达到0.75%（之前为1.00%），到2016年底达到1.75%（之前为2.0%）。我们认为9月的FOMC会议会升息仍然是以下三个要素为前提：

1. 预计美国2015年2到3季度经济增长会有所反弹（与我们在2014年的经历相似）；
2. 趋紧的劳动力市场环境和不断增长的美国国内工资压力；并且最重要的是，
3. 美联储迫切希望摆脱持续的零利率政策环境。

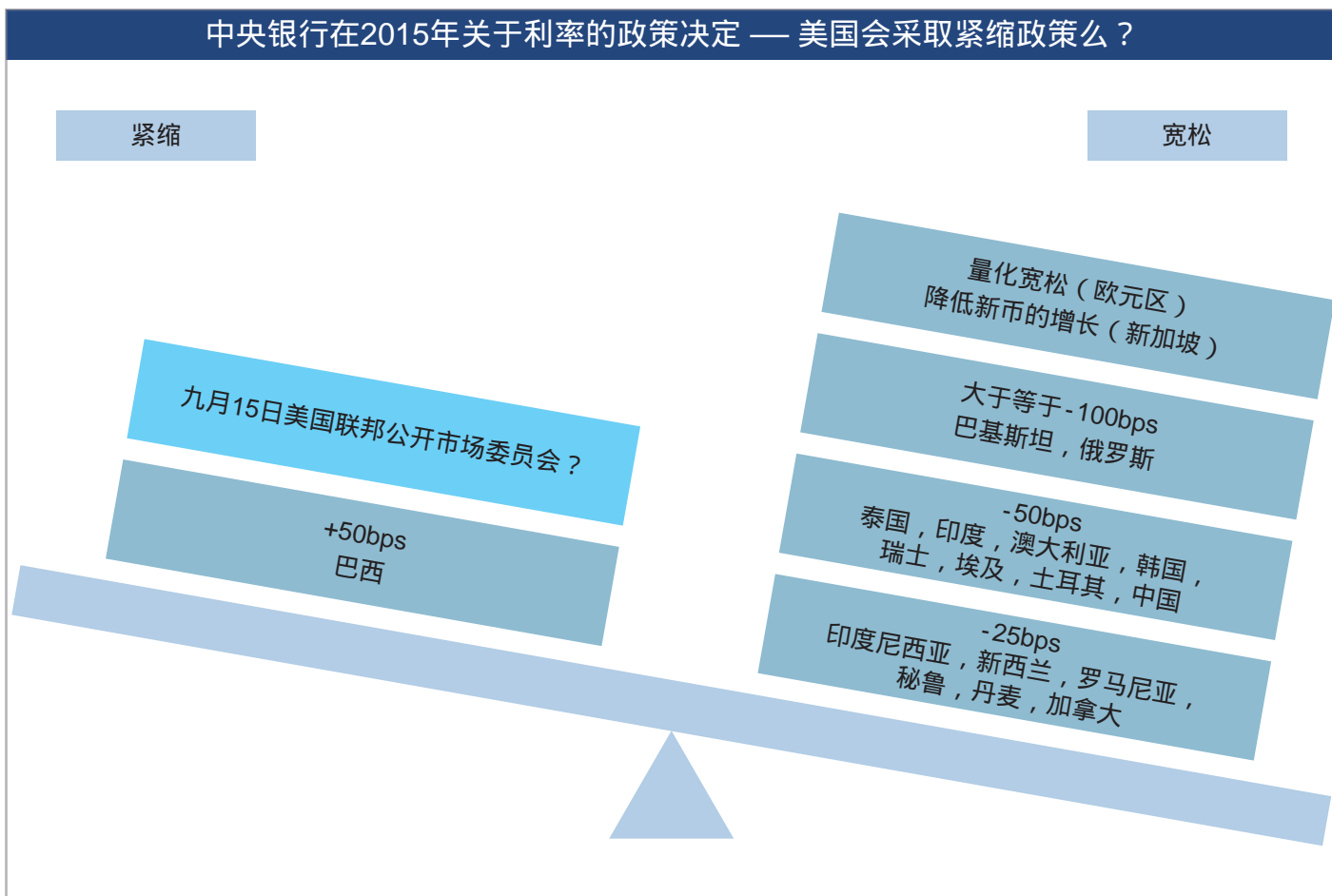
这意味着，鉴于美联储强调货币政策方针仍将取决于经济数据，因此我们预计的时间表和利息趋势线也会存在一些不确定性。此外，我们担心美国政治会重新成为2015年4季度联邦政策的风险因素，（就像2013年底伯南克任职美联储主席期间美国债务上限危机爆发的情形）可能会延迟9月会议的升息日程。特别是，我们担心2015年底美国会再次面对债务上限的问题（美国政府在2015年4季度将不得不提高债务上限\$18.113万亿来保持低于限额的水准）。有些人认为这一次将不同于上一次，因为2016年将举行美国总统大选，共和党和民主党的立法者都会避免政治边缘政策。但是面对美国政治的时候，什么都有可能发生。



周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

### 中央银行在2015年关于利率的政策决定 — 美国会采取紧缩政策么？



在美联储为今年的升息做准备时，另一个需要面对的就是过去悬而未决的问题——希腊。希腊债务问题始于2010年，在最初数年并不引人注目，在希腊反紧缩政府于今年一月上台执政以后，希腊问题再一次浮现在公众面前。虽然我们仍然假设（像之前的情况一样），在会议的最后一分钟协议可以达成，以解决希腊对国际货币基金组织的债务问题。但是我们不禁越来越担心，一些人为事件的发生会导致问题螺旋式地激化，事件将发展到难以控制的局面。以至于美联储在2015年5月29日的G7会议上提出对此发出警告。

引用Robert H. Schuller在会议上的发言：再一次，我们把开始升息当做一个仅需要等待时日才能做出的艰难抉择。美联储发现要开始升息周期仍然困难重重，因为太多的问题需要考虑。但是美联储等待的时间越长，要开始升息就越发的困难，与此同时市场价格也充分反应了这种状态。对比来看，希腊的艰难决定也令人难以消化。如果没有双方的退让，希腊很有可能选择做另一个极端的“艰难决定”，可能会导致灾难性的无法预测的结果。



周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

### 关于新加坡的焦点一：

#### 新加坡的政府债能否在全球债券大量抛售的背景下表现良好么？

新加坡政府债券的表现在全球大量债券抛售的背景下没有什么规律可循；在四月份的时候表现强劲，在六月份的时候表现疲弱。我们认为这种糟糕的表现是由于特殊的原因引起的，但这种原因在未来会显著减弱，并伴随着少量的国内供给量增加。预期新加坡政府债券的前景在未来将有所改善。

### 关于新加坡的焦点二：

#### 房地产：销售量下降，价格上升

个人住房销售下降超过了50%，但是平均价格只比最高点低了6%。然而不断上升的利率水平和房屋租赁的大幅下降会引发房价5%-10%的下降。由于许多买家违约，抵押住房销售大幅攀升。

高端住房销售由于供给的原因依然承受压力，普通住房的销售也由于供给过度而受到阻力。小面积住房销售也是表现疲弱。同时房屋空置率在供给过多的背景下又回到了历史最高水平，特别是在移民政策收紧的同时。

在房价下跌更多之前，新加坡政府不太可能转变政策方向。经济软着陆经常伴随着逐渐强劲的资产负债表和收紧的土地供给量。

### 关于中国的焦点一：

#### 丝绸之路经济纽带和21世纪海上丝绸之路

中国正在实行一项宏伟的计划，即通过陆上和海上丝绸之路将亚洲、非洲和欧洲连接起来。这项计划的产生是从长期的战略需要和短期的经济方面考虑的。这项计划正在实施中，政治方面有中国政府的支持，资金方面也通过建立丝绸之路基金、亚洲基础设施投资银行和金砖四国银行来解决。此外，多种基建项目也已经在丝绸之路沿线国家开始进行。

### 关于中国的焦点二：

#### 目标进入特别提款权货币篮子

中国今年一项关键的议程就是进入国际货币基金组织特别提款权货币篮子，因为五年计划在2015年即将到期。加入特别提款权可以加速人民币的国际化进程。然而由于中国仍未能满足国际货币基金组织在2011年设定的四项要求，所以今年的评估结果依然不容乐观。我们预测人民币进入特别提款权货币篮子的可能性为60%。由于中国一直致力于加入特别提款权货币篮子，因此人民币汇率突然下跌的风险相对较低，我们预测人民币对美元的汇率在2015年末会在6.20的水平上，同时今年人民币汇率波动区间或将从2%扩大到3%。



周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

### 关于中国的焦点三：

#### 市场开放措施

鉴于中国要加强金融市场和进一步开放资本账户，中国近期宣布了一系列的金融市场开放措施。这些措施包括抵押补充贷款（PSL），地方政府的债务置换项目，以及进一步开放给非银行机构和个人的大额存单项目，和批准负责离岸人民币清算和结算的银行参与银行间债券回购便利操作等。

### 关于中国的焦点四：

#### 人民币国际化的新进展

人民银行在2015年6月11日第一次发布了自2009年以来人民币国际化进程的报告。除了提供了宝贵的数据和信息，它还提到了官方的关于目前进程的评估和今后的发展。这份报告与国际货币基金组织在今年后半年的决定是一致的（更多细节请见焦点二）。主旨是人民币国际化要么通过贸易和投资来实现，要么是通过现金流动。如果人民币进入了特别提款权的货币篮子，那么人民币在全球范围内的使用和接纳将会加速。然而，即便没有成功加入特别提款权，相信人民银行也会继续寻求相同的路径。

### 全球外汇

#### 欧元/美元：

尽管希腊问题持续，欧元还是可以找到很多支持。在过去的三个月里，欧元追随德国国债波动，因为新一轮的德国国债抛售导致欧元走强。我们仍然认为3季度欧元/美元仍将走低，以反映对希腊和欧元区的担忧。我们一直认为希腊违约的后果比较严重。并且基于政治上的考虑，欧洲仍希望通过为希腊提供进一步的经济支持以避免退欧的发生。因此，和之前一样，我们认为在最后的时刻协议仍将达成。因此我们认为欧元的下跌空间很有限。

#### 英镑/美元：

以往，我们认为政治的不稳定和经济复苏缓慢是英镑下跌观点的主因。然而，进入今年下半年后，我们认为这种短期的不确定性已经过去了。事实上，另一个因素影响我们对英镑的看法是，英国央行继美联储提高利率后会成为下一个升息的主要央行。

#### 澳元/美元：

我们继续认为澳元兑美元的汇率会下跌，由于中国经济放缓，国内经济疲软，经济转型缓慢，以及澳大利亚央行采取宽松/谨慎的态度。我们认为澳元在接下来几个月会继续疲软，鉴于美国将要升利率。

#### 新西兰元/美元：

由于持续下跌的商品价格和仍然缓慢的经济增长，使得新西兰元将会面临进一步疲软。此外，新西兰的利率优势明显下降。由于央行将下调利率，并将保持较长时间，因此新西兰元未来仍会承压。



周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

### 美元/日元：

尽管今年没有任何新的宽松政策，日元今年也下跌了2.7%（6月18日的数据）。美元兑日元的汇率曾在六月初达到多年高点125，但是日本央行行长黑田6月10日呼吁货币稳定，提出日元的实际利率不应再进一步下降，导致日元对美元的汇率反弹至122。我们认为美元兑日元仍将会创新高，尽管该货币对或将在第三季度早期在120-124区间波动（不考虑突发的全球事件的前提下）。我们预计当美联储最终采取升息行动的时候（预计在2015年9月份），美元兑日元的汇率会最终突破125。

## 亚洲外汇

### 美元/人民币：

今年的焦点将是国际货币基金组织在2015年末之前对特别提款权的审查，以及中国迫切希望人民币加入特别提款权的货币篮子。这意味着人民币大幅贬值的风险相对较低，因为这会降低加入的几率。我们继续维持之前的预测，即美元兑人民币的汇率在2015年第三季度末保持在6.23的水平上，在2015年末保持在6.20的水平上。在年末之前汇率波动区间或会增大，或将在10月份国际货币基金或世界银行的年会期间。

### 美元/新加坡元：

美联储现在比过去八年低利率时代的任何时候都有可能开启它的利率正常化的周期，尽管6月18日美国联邦公开市场委员会发布的报告下调了未来利率上升速度。我们认为新加坡金融监管机构会保持新加坡元的名义有效汇率的上升趋势，鉴于核心通胀仍符合预期。我们下调了美元对新加坡元的上升轨迹，并预期汇率会在2015年末达到1.38，（早期预测为1.4）。

## 全球利率

### 美联储：

美联储在六月份继续保持超低利率政策，虽然耶伦提及利率在2015年将会提高，但是继续强调仍将取决于数据，而且利率提高将会是一个平缓的过程而不是一个精准的时点。六月份会议中更为鸽派的散点图也进一步强调这一观点。

我们现在预期美联储第一次提升利率将会发生在2015年的9月16-17日的会议中，但是我们下调了利率的轨迹，预计联邦基金目标利率在2015年末会达到0.75%，在2016年末达到1.75%。也就是说我们担心美国的政治边缘政策在2015年末会重现，并且影响到美联储在9月份的货币政策决定。

### 欧洲央行：

六月份的欧洲央行会议和新闻发布会没有什么惊喜。与预期一样，欧洲央行的主席德拉基强调央行的管理委员会会坚决实行量化宽松政策。所有政策利率将会保持不变，现在的资产购买计划的政策也未发生变化，也没有对现在政策的重新考虑和关于退出的讨论。欧洲央行现在的主要意图就是保持货币政策的平稳性。市场上关于量化宽松政策将逐渐减少的猜测将会在接下来的几个月或几个季度持续，但是我们仍然认为欧洲央行将维持不变，资产购买将会持续到2016年9月份。





周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

### 英格兰银行：

九个委员会委员在最近的英国央行会议投票决定将6月份的基准利率保持在0.5%，并且一致决定将中央银行的债券规模保持在3750亿英镑。虽然货币政策委员会的委员关于经济的看法和货币政策的立场没有发生实质性的变化，但他们整体的态度比早前趋于鹰派。考虑到最新的劳动力市场统计数据，威尔和麦卡弗蒂两个货币政策委员会的委员与大多数委员意见分歧，开始呼吁收紧货币政策。这或将会在8月份发生，与下一期的通胀报告同时出台（8月6号）。

### 澳大利亚储备银行：

在六月份的会议上澳大利亚储备银行决定将利率保持在历史最低水平2%。持续性的投资和消费萎缩为进一步的宽松政策带来更多的空间，我们认为中央银行仍倾向于评测由今年下调0.5个百分点带来的影响。而且，由于进一步利率下调的风险导致了房地产泡沫，澳洲央行也有所顾虑。尽管我们认为目前的2.0%或将是本轮宽松周期中较低的水平，但澳洲央行仍需评估金融监管局的紧缩措施、接下来的经济数据、以及澳币汇率变化等方面。

### 新西兰储备银行：

新西兰储备银行在六月份将利率下调了0.25个百分点到3.25%的水平。这是自2011年1月份以来的第一次利率下调，结束了由中央银行在2014年开始的利率上升的周期。更重要的是，中央银行强烈暗示最近的利率下调并不是一次性的。确实，增长放缓不仅突显了新西兰储备银行最近的决定，也显现出将来进一步的下调的必要性。我们预测3季度仍将会有0.25个百分点下调，届时利率会达到3.00%。此外，许多决定都要根据经济数据，许多人都会非常关注7月16号公布的季度CPI数据。

### 日本银行：

我们认为日本银行不太可能采取更多的宽松政策，在其2014年10月的刺激计划后，会一直保持现状到2015年第三季度。第一季度GDP的向上调整支持了我们的观点，并且表明了日本央行认为日本将会继续其平缓的经济复苏，并且不打算采取更多的宽松政策。我们重申我们的观点，日本银行的政策制定者认为通过进一步的货币宽松政策来提高通胀或将会适得其反，额外的刺激计划会引发大幅度的日元贬值，打击信心，并不利于通胀上升。日本银行行长在6月10号也提出进一步的日元贬值机会较小，同时暗示了日本银行不会采取更多的宽松政策，市场对未来宽松措施的预期也有所减弱。

### 中国人民银行：

在2015年5月10日，中国人民银行进行了6个月内第三次的利率下调，未来政策仍有调整的空间。存款准备金率的调整还有很长的一段路要走，特别是在目前18.5%的水平下（2009年只有15.5%，1999年至2003年间历史最低点3%）。我们认为2015年第三季度很有可能存款准备金率再下调0.5个百分点。而对于利率，鉴于当前一年期利率水平处于历史最低点附近，对于央行来说面临挑战。总结来说，中国的一年期贷款利率已经达到了自1991年以来的最低水平，但仍高于2008年12月份的低点5.31%。而一年期的存款利率已经与2008年12月的低点持平，并且与2002年2月的历史最低点相差不远。我们认为，2015年的第三季度或将面临新一轮的利率下调，同时2015下半年的数据或将企稳。这些调整很可能会伴随着宣布取消存款利率上限（最近一次是在5月10号提高到了1.5倍），鉴于中国将最终推行利率市场化。



周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

经济增长趋势									
变化百分比	2012	2013	2014	2015预测	2016预测	1Q15预测	2Q15预测	3Q15预测	4Q15预测
中国	7.7	7.7	7.4	6.8	6.8	7.0	6.8	6.7	6.9
欧元区	-0.9	-0.4	0.8	1.5	1.7	1.0	1.4	1.6	1.7
香港	1.7	3.1	2.5	2.6	2.8	2.1	2.2	2.3	3.5
印度尼西亚	6.0	5.6	5.0	5.0	5.5	4.7	4.9	5.1	5.1
日本	1.5	1.6	-0.1	1.0	1.5	-0.9	1.5	1.5	2.0
马来西亚	5.5	4.7	6.0	5.0	5.3	5.6	4.9	4.8	4.7
菲律宾	6.8	7.2	6.1	6.2	6.3	5.2	6.0	7.3	6.2
印度	4.8	4.7	6.9	7.4	7.7	7.3	7.5	7.5	7.3
新加坡	3.4	4.4	2.9	2.9	3.4	2.6	2.8	2.8	3.6
韩国	2.3	2.9	3.3	2.9	3.5	2.5	2.5	2.9	3.5
台湾	2.1	2.2	3.8	3.0	3.5	3.3	3.0	2.8	2.7
泰国	7.6	2.9	0.9	2.7	4.9	3.7	3.1	2.2	2.0
美国（季度环比）	2.3	2.2	2.4	2.5	2.5	-0.5	3.2	3.8	3.2

数据来源：CEIC，大华银行有限公司新加坡财政研究部测算



周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

外汇预测	截止2015/06/19	3Q15预测	4Q15预测	1Q16预测	2Q16预测
美元/日元	123	126	127	129	130
欧元/美元	1.14	1.09	1.10	1.12	1.12
英镑/美元	1.59	1.60	1.62	1.64	1.67
澳元/美元	0.78	0.75	0.74	0.74	0.73
新西兰元/美元	0.69	0.66	0.64	0.63	0.62
美元/新币	1.33	1.36	1.38	1.40	1.39
美元/马币	3.72	3.78	3.80	3.80	3.77
美元/印尼盾	13,314	13,500	13,600	13,700	13,500
美元/泰铢	33.7	33.5	34.3	34.6	34.3
美元/菲律宾元	45.0	43.0	42.0	42.0	41.0
美元/印度卢比	63.7	64.8	66.0	65.0	64.0
美元/台币	31.1	31.4	31.8	32.0	31.7
美元/韩币	1,103	1,130	1,140	1,150	1,130
美元/港币	7.75	7.75	7.75	7.80	7.80
美元/人民币	6.21	6.23	6.20	6.19	6.17

数据来源：路透社，大华银行有限公司新加坡财政研究部测算





周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

利率预测	截止2015/06/19	3Q15预测	4Q15预测	1Q16预测	2Q16预测
美元（美联储基金利率）	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25
欧元（再融资率）	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
英镑（债券回购率）	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
澳元（官方现金利率）	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
新西兰元（OCR）	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00
日元（OCR）	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新元（3个月 SIBOR）	0.82	1.05	1.15	1.22	1.27
印尼盾（BI Rate）	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
马币（隔夜拆借率）	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
泰铢（1日债券回购率）	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00
菲律宾元（隔夜债券回购准备金率）	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
印度卢比（债券回购率）	7.25	7.25	7.25	7.25	7.25
台币（官方折现率）	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
韩币（基本利率）	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
港币（基本利率）	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50
人民币（1年期流动资金）	5.10	4.85	4.85	4.85	4.85

数据来源：路透社，大华银行有限公司新加坡财政研究部测算



周五，2015年6月19日

## 2015年第三季度全球经济展望

### 免责声明

本文件来源于大华银行有限公司新加坡经济财政研究部（“研究部”），2015年第三季度。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。