



2015年9月21日

2015年第四季度全球经济展望

概要

美联储在 9 月公开市场委员会会议（FOMC）中仍维持利率不变。最近公布的美国经济和就业市场数据显示经济复苏状态良好，但美联储提及“近期全球经济和金融市场的波动或将在一定程度上限制经济活动表现，并对通胀水平构成压力。我们仍预计美联储会在 12 月首次升息，但是除了美国经济持续复苏之外，仍然有许多风险因素存在，（如中国经济增长下滑、金融市场波动、大宗商品价格大幅下跌、数月之后的欧洲选举、脆弱的新兴市场、美国债务上限谈判，等等）。虽然美国国内的经济状况已经允许开启升息步伐，但美联储是否会将如此多的外部因素都考虑在内，我们对此也存在疑虑。有关利率政策的讨论仍将继续，但越来越难有理由把利率持续维持在接近零的水平。而且美联储等待升息的时间越长所带来的风险就越大，甚至比更积极快速的升息所带来的风险更大。

而对于亚洲，在经历了 8 月的抛售之后市场也渐渐企稳。尽管在 9 月美联储公开市场会议（FOMC）之后美元兑欧元和日元显著走弱，但相对于亚洲货币，美元仍然维持其强势的态势。市场对于亚洲的担忧重燃，特别是对东南亚国家（如马来西亚、印度尼西亚和泰国），资金大量外流，就像当时 1997/98 年的东南亚危机。而我们认为这次并非 1997 年危机重现，因为东南亚国家的状态比起 97 年已经有显著的改善。我们会从以下几个方面来观察和衡量：1）货币流动；2）经常账户平衡；3）外汇储备；4）外债规模；以及 5）企业杠杆水平，东南亚（包括其他核心亚洲国家）的财务状况已经比 1997/98 财务危机时有很大提高。最近货币波动的幅度也相对平缓，波动的速度也比 1977/98 年要低，使得很多企业和个人有更多的时间做出反应，因此汇率也可以更多的扮演市场缓冲剂的角色，减少市场急剧波动传导并影响国内经济。亚洲国家的经常账户、外汇储备和外债规模自危机以来也已加强了很多。除了中国由于 2008 年推出的 4 万亿刺激措施所带来的债务上升问题，区内企业杠杆水平总的来说也有所改善。尽管我们认为中国当前整体的债务水平仍然可控，但随之而来的去杠杆和经济放缓给企业带来了极大的下行压力。

即便如此，各方面的改善也并不能杜绝突发危机伤害区内经济，比如“黑天鹅”事件。例如，虽然东南亚国家已经大力加强抵御 97/98 年危机的能力，但是若出现国内投资者的信心急速缺失而导致资金外流，将会迅速的传导至其他邻国进而引发区内的金融危机。因此，不但紧密的关注每日交易的金融市场变化很重要，其他非金融市场的变化同样重要。中国（已经上升为全球第 2 大经济体，也是亚洲最重要的贸易伙伴）将继续防止对整个东南亚国家经济的增长预期产生较大影响，因为其将继续稳步快速的推进经济结构调整和改革进程。但是美联储预计将在年底前升息，或将随着年底接近对新兴市场带来更多的压力和波动。



2015年9月21日

2015年第四季度全球经济展望

中国焦点

从（汇率）固定机制变化到贬值预期

伴随着接近2%的贬值，人民币在2015年8月11日固定汇率机制的变化引起了全球市场的混乱，因为投资者无法准确了解央行的真实意图：是一种更加市场化的外汇制度，或只是为了应对当前的经济下滑，未来人民币是否会出现更加急剧的、程度更大的贬值？

这种不确定性导致了全球外汇和金融市场的剧烈波动，人民币在岸价与离岸价之差在随后的几周内不断加大。紧接着中国管理层采取“口头影响”和市场措施去抑制人民币进一步贬值的预期。

我们认为中国通过人民币大幅贬值以增加出口优势或开启货币战争的可能性较小，因为中国清楚的知道这样做效果甚微。问题的关键是人民币进一步的双向波动仍将继续，因此管理外汇及市场风险非常重要。今年人民币已有数次类似的情况，鉴于货币对市场变动更加敏感，未来可能还会更多的出现此类情况。

全球外汇

欧元/美元：

我们并不认为9月20日的希腊选举会有过多的影响，因为现在比起今年年初选举时的风险要小很多。总的来说，我们认为欧元兑美元仍将疲弱，主要是受美国和欧元区货币政策差异所推动。然而，我们认为欧元下行空间有限。由于市场忧虑中国经济放缓和美联储货币政策的不确定性，使得欧元成为避险货币，因而意外上行。在各种因素影响下，欧元兑美元在年底前仍将处于1.12-1.13。

英镑/美元：

除非货币政策委员会内部分歧加大，否则英镑或会在短期内维持整理状态。即便如此，若未来几个月经济出现进一步稳固的信号，委员会或将更为鹰派，在升息的步伐上将更进一步。这将会提高英镑对投资者的吸引力，同时利率最终上行也将促使主要央行的货币政策分歧进一步扩大，而英镑也会在2016年初走强。

澳元/美元：

澳币在过去一个季度表现低迷。我们维持澳币疲弱的看法，将澳币2015年底汇率预期由0.740调低至0.710。事实上，我们认为中国经济持续放缓会影响全球经济增长的步伐，进而对大宗商品价格产生影响，这都将对澳币产生下行压力。澳联储与美联储政策分歧也加剧了澳币进一步走弱。

新西兰元/美元：

纽币仍然是G10货币中表现疲软的货币之一。鉴于货币政策依然继续宽松，因此纽币仍然脆弱。此外，中国经济下滑使得货币波动性增加，同时还伴随着美元纽币利差缩小带来的压力。我们预计纽币兑美元将继续承压下行，我们将年底目标价自0.64下调至0.62。



2015年9月21日

2015年第四季度全球经济展望

美元/日元：

虽然日本央行并未推出进一步的宽松措施，日元在2015年仍经历了两个不同阶段。美元兑日元在6月初升至125，创数年新高，截止6月12日，日元贬值了3.2%。但金融市场的波动又使得投资者转向避险资产，导致日元相对于美元升值2.8%至120之下（截止9月21日。我们预期美联储最终加息时（目前预计在2015年12月），美元兑日元必将突破120升至124。

亚洲外汇

美元/人民币：

中国人民银行在8月11日调整汇率固定机制，引发市场猜测：中国将通过人民币贬值来减缓经济下行带来的风险。然而由于国内疲软的经济活动与外部需求，以及美联储加息的预期，人民币仍然存在下行风险，但趋势性的贬值不是我们的核心观点。问题的关键是人民币进一步的双向波动仍将继续，因此管理外汇及市场风险非常重要。今年人民币已有数次类似的情况，鉴于货币对市场变动更加敏感，未来可能还会更多的出现此类情况。我们维持2015年末人民币汇率预期在6.50，2016年末在6.56。

全球利率

美联储：

美联储9月再次维持超低利率水平不变，即使耶伦提及加息仍在2015的计划中（包括10月的美国联邦公开市场委员会会议）。但即使美国经济和就业展望进一步提升，美联储仍强调对全球经济增长的担忧和国内的通货膨胀仍处低位的现状。

如今我们预计美联储的首次加息或将在12月15-16日美国联邦公开市场委员会会议，我们将利率上升轨迹降至更低的位置，预计联邦基金目标利率在2015年末到达0.5%，2016年末至1.5%。我们排除了10月加息的可能，因为我们预期美国政府停摆会再次发生，而在10月或11月的美国债务上限谈判使得美联储货币政策的抉择更加复杂，就像2013发生过的那样。

欧洲中央银行：

9月欧洲央行会议的关注点在于在央行决定保持政策利率在低位并且维持目前的量化宽松不变。欧洲央行也决定将单个债券购买限额占债券发行规模的比重从最初的25%提高到33%。我们相信除了“如有必要，会加大宽松力度”口号外，提高债券购买比例增加了可用债券的资金池，这也说明欧洲央行正倾向于推出更多货币政策而非减少。鉴于此，我们认为欧洲央行的量化宽松措施或扩展至2016年9月之后，如果欧洲央行最终加快宽松措施的节奏，我们也不会意外。

英格兰银行：

尽管英格兰银行在9月维持利率政策不变，但英国央行货币政策委员卡弗蒂(Ian McCafferty)仍然坚持升息25基点的提议。根据英格兰银行货币政策委员会官员们最近的论调，其他的货币政策委员会成员如Martin Weale甚至Kristin Forbes都加入了McCafferty的阵营并在十月要求开始利率正常化。委员会主席Mark Carney也已表示年内加息的可能性较低。尽管年底前升息的可能性不能被完全排除，但我们仍认为大多数委员在明年年初以前仍会对升息保持谨慎。



2015年9月21日

2015年第四季度全球经济展望

澳大利亚储备银行：

澳联储9月份维持其利率目标在一个相对较低水平2%。委员会成员清楚的评估了过往利率下调的正面影响和疲弱汇率对于经济的支持。除此之外，数据仍显示澳大利亚经济在最近几个月已经有所恢复。商业环境和信心已经处在上升的趋势中。劳动力市场也有改善，经济增长也正向房地产与服务部门再平衡。即便如此，澳联储仍密切关注中国局势的发展，尽管我们坚信更进一步的利率下调可能性不大。

新西兰储备银行：

低于预期的增长显示新西兰央行仍有更多的工作要做以刺激经济。正如此，新西兰央行在9月大幅下调其官方利率25个基点至2.75%。鉴于基督城重建缓慢，以及消费和商业信心疲弱已使新西兰的“摇滚明星经济”在年初结束，我们预计10月央行还会有另外25个基点降息。此外，中国经济放缓也对奶制品市场不利。

日本银行：

在日本银行于2014年10月的刺激措施之后，我们认为日本银行将维持现状至少到2015年底。鉴于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。我们维持基本观点，认为未来有两点因素将会促使日本央行实施更多宽松措施：（1）若美联储在10月27和28日会议上决定仍旧维持利率不变，这可能将导致美元走弱，美元兑日本急剧降至115或更低。（2）如果日本央行大幅下调经济增长和通货膨胀预期，并在2015年10月30日议息会议中将实现2%通胀目标时点由2016年上半年向后推迟。在9月17日美联储维持利率不变后，我们认为在10月30日日本央行会议实施进一步宽松措施的可能性仅为40%。

亚洲利率

中国人民银行：

与6月27日举措相似，中国央行在8月25日宣布同时下调基准利率和存款准备金率，1年期贷款利率下调25个基点至4.6%，1年期存款利率降至1.75%。主要存款准备金率下调了50个基点至18%。同时，当央行取消了一年期以上期限定期存款利率上限，即只有1年期和1年期以下的存款利率仍有1.5倍上限限制，这些举措意味着利率自由化又向前进了一步。下一次的降息降准或在2015年第4季度发生，其余利率限制将会取消以实现全面的利率自由化。我们预计未来存款准备金率至少还有两次50个基点下调的空间，而基准利率在年内至少还有一次25基点的下调，以确保2015年经济增长仍处在正轨上并将延续至2016年。



2015年9月21日

2015年第四季度全球经济展望

经济增长趋势									
变化百分比（同比）	2012	2013	2014	2015预测	2016预测	1Q15	2Q15	3Q15预测	4Q15预测
中国	7.70	7.70	7.30	7.10	7.00	7.00	7.00	7.20	7.10
欧元区	-0.80	-0.30	0.90	1.50	1.70	1.10	1.40	1.60	1.70
香港	1.70	3.10	2.50	2.40	2.20	2.40	2.80	1.30	2.90
印度尼西亚	6.00	5.60	5.00	4.80	5.40	4.70	4.70	4.80	4.80
日本	1.50	1.60	-0.10	0.50	1.50	-0.80	0.80	1.20	1.00
马来西亚	5.50	4.70	6.00	4.80	4.80	5.60	4.90	4.50	4.30
菲律宾	6.70	7.10	6.10	6.00	6.20	5.00	5.60	6.40	7.00
印度	4.80	4.70	6.90	7.40	7.70	7.50	7.00	7.50	7.40
新加坡	3.40	4.40	2.90	2.50	2.90	2.80	1.80	2.70	2.80
韩国	2.30	2.90	3.30	2.50	2.90	2.50	2.20	2.50	2.90
台湾	2.10	2.20	3.80	1.30	2.10	3.80	0.50	0.00	0.70
泰国	7.60	2.90	0.90	2.70	4.00	3.00	2.80	3.10	2.20
美国（季度环比）	2.30	2.20	2.40	2.50	2.50	0.60	3.70	3.00	2.80

数据来源：CEIC，大华银行有限公司新加坡财政研究部测算



2015年9月21日

2015年第四季度全球经济展望

汇率展望	截止2015/09/21	4Q15预测	1Q16预测	2Q16预测	3Q16预测
美元/日元	119.80	124	126	127	128
欧元/美元	1.13	1.12	1.13	1.13	1.14
英镑/美元	1.55	1.58	1.60	1.61	1.62
澳元/美元	0.72	0.71	0.71	0.70	0.69
新西兰元/美元	0.64	0.62	0.61	0.60	0.60
美元/新加坡币	1.41	1.43	1.45	1.46	1.44
美元/马来西亚币	4.25	4.20	4.18	4.15	4.06
美元/印尼盾	14,456	14,700	14,800	14,900	14,700
美元/泰国铢	35.7	35.5	35.8	36.0	36.0
美元/菲律宾比索	46.5	47.0	46.0	45.0	43.0
美元/印度卢比	65.8	66.0	65.0	64.0	63.0
美元/新台币	32.5	33.3	33.9	34.1	33.9
美元/韩币	1,173	1,250	1,300	1,300	1,250
美元/港币	7.75	7.75	7.80	7.80	7.80
美元/人民币	6.37	6.50	6.55	6.60	6.58

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



2015年9月21日

2015年第四季度全球经济展望

利率预测	截止2015/09/21	4Q15预测	1Q16预测	2Q16预测	3Q16预测
美元（美联储基金利率）	0-0.25	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	0.75	0.75	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）	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50
日元（OCR）	0-0.1	0.10	0.10	0.10	0.10
新元（3个月 SIBOR）	1.14	1.15	1.20	1.25	1.35
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	1.50	1.50
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	1.63	1.63	1.63	1.63
韩币（基本利率）	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
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）	4.60	4.35	4.35	4.35	4.35

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



2015年9月21日

2015年第四季度全球经济展望

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年第四季度。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。