



2016年第二季度 全球经济展望

大华银行（中国）有限公司个人金融服务部

央行货币政策仍然继续，但效果有限

今年1月IMF(国际货币基金组织)曾预测2016年GDP增速为3.40%，然而全球经济增长令人担忧，IMF或将对预期值进一步下修。IMF将在2016年4月进行下一轮的全球经济展望，无论其是否将全球经济增长下调0.1、0.2甚至0.5，新兴市场及发展中经济体总体仍受悲观情绪所影响(经济增速或将连续第6年放缓)。而对于发达经济体，尽管增长不均，但总体仍将保持温和向上趋势以支持全球经济。

尽管我们预期全球将增长放缓，但在1季度末市场信心似乎有所回暖。2016年初，市场曾面临多项担忧：中国经济“硬着陆”、美国经济复苏的不确定性、大宗商品(尤其是原油)的持续疲软、货币表现受到货币政策分歧的冲击、金融市场波动以及市场对于金融危机可能到来的担忧。目前来看，虽然这些忧虑没有完全消散，但在中国农历新年结束后的二月中旬，市场情绪似乎有所舒缓。

我们对于环球经济的展望仍维持以下观点：

- 1、预计中国增长将缓步进入“新常态”，经济增长将从投资制造导向转向消费服务导向，经济并未显现“硬着陆”迹象。
- 2、中国金融市场监管仍然面临挑战，虽然完全排除政策失误不太可能，但或不会出现重大失误。
- 3、美国经济仍在稳健复苏的轨道上，经济数据足以支持美联储在2016年继续收紧货币政策，但还不足以支持其做出超过两次升息25个基点的决定。
- 4、预期2016年美国原油和布伦特原油的价格将会在30—35美元/桶，但价格仍有下行至20—30美元/桶的风险，尤其是当市场对于主要原油生产国或将达成限产的愿望有所消退时(如在2016年6月2日，第169次OPEC会议)。
- 5、地缘政治的风险持续为全球经济和金融市场带来压力，包括英国脱欧(英国将在6月23日就是否退欧做出公投)、亚洲部分国家大选(4月13日的韩国议会选举，5月9日菲律宾的选举)、美国总统大选(11月8日)、拉丁美洲的经济困境及其可能导致的政治不稳定、以及叙利亚冲突和与之相随的欧洲移民危机。

各国央行将在全球经济复苏中起到重要作用。除了部分升息以保持货币坚挺防止资本外流的拉丁美洲央行和美联储(我们认为货币政策仍然温和，保持着0.25-0.5%利率)外；其他各国央行都几乎仍实行宽松的货币政策以支持国内经济的增长，尤其欧洲央行和日本央行开始并加强其非常规的负利率货币政策。

这些政策都进一步推动利率下行(10年期日本国债收益率首次为负)，也使银行的盈利受到威胁，储蓄的积极性下降，这并非完全利好经济。**实际上，最重要的问题在于如何实行有效的货币政策促进经济增长。**调节利率的货币政策对于抑制通胀可能颇有成效，但无论是以多么非常规的形式出现，这也很难成为支持/促进经济增长的良药。由于各主要经济体都缺乏促增长的财政政策(预计大部分经济体仍无法尽快实现，除了中国)。各央行将继续承担起促进经济复苏的责任，尽管其非常规的政策功效甚微，并可能引起负面的长期后果。

今年2月26-27日在上海举行的G20财长会议提及了这个议题，即货币政策可以促进经济增长，维持物价稳定，但单一的货币政策无法独自实现平衡增长。财政政策以及经济转型/改革也应该发挥其相应的作用。**宽松货币政策环境所反映的悖论也是美元近期超预期走弱的原因。**对于美元现阶段的相对疲软是否为暂时(如果是，将会持续多久)仍然是充满争议的话题。但与惯性思维不同的是，货币政策刺激及负利率进一步深化，反而将导致目前阶段各国货币走强。

我们认为这反常规的货币政策现象至少将持续至2016年2季度—3季度。基于此，我们综合考虑了近期美元走弱、以及非常规货币政策的影响后，略微调整了对汇率的预测：预期2016年底美元/新币降至1.36(前期预测值1.42)；美元/日元降至112(前期预测值122)；纽币/美元调高至0.70(前期预测值0.67)。预期美元/人民币将双向波动，并于2016年底时至6.45。**即使我们调整了对于美元的积极预期，在如今波动且不确定的市场中，受到消息面影响美元迅速走强的可能性仍存在。**因此，为应对超预期的汇率波动而进行货币对冲，仍然是有效降低风险和敞口的主要途径。

聚焦东盟：中国—东盟之纽带

东盟经济共同体将有利于加速货物和服务在其 10 个成员国间的自由流通，并扩大东盟的贸易领域（同时促进更多的区域内贸易）。然而，有担忧称东盟可能会将贸易/投资分流至周边的竞争国家，如中国。这样的担忧是无根据的。事实上，我们认为中国与东盟 10 个成员国的经济发展水平、具备的生产要素都不尽相同。因此各个经济体之间更有可能相互促进，互相推动彼此间的贸易及投资。

早在东盟未成立前，中国就已在各东盟成员国间扮演着重要的角色，成为连接其贸易和投资的纽带。中国与东盟各成员国的关系甚至可追溯至数千年前。如今，中国是 7 个东盟成员国（东盟成员共 10 国）的最大贸易伙伴；而东盟经济共同体则是中国的第 3 大贸易伙伴。自从 2001 年中国加入 WTO 以来，东盟与中国间的贸易总量增加了 10 倍，创造了更多就业机会，为两个经济体的居民带来更高的收入和更好的生活环境。今后，中国与东盟间的纽带不再是愿望，而是需求。如今中国正面临其国内“成长的烦恼”，即不断上升的人力成本、土地成本和放缓的经济增速。因此，寻找新兴的海外生产基地和市场成为其日渐增长的需求。无论从地理位置还是历史渊源来看，东盟都将是自然的选择。我们预期中国与东盟之间的贸易量将会增长将近 3 倍，从 2015 年的 4920 亿增长至 2030 年的 1.85 万亿。

聚焦中国：设定 2016 年增长和政策目标

在 3 月 5 日年度全国人民代表大会开始之际，中国总理李克强展示了 2015 年的工作报告并展望了 2016 年和第 13 个五年计划（2016 年—2020 年）。正如预期，2016 年的增长目标为 6.50%—7.00%（去年增长目标为 7.00% 左右，2015 年全年增速终值为 6.90%），并设立了 2016 年至 2020 年 GDP 增速 6.50% 以上的目标。这是近 20 年来，首次将目标设立为一个范围而非具体值。这预示着：1) 政府希望淡化对于经济增长指标的单一追求，而更加注重其他政策因素，例如经济改革、效率、生产力、价值增值以及劳动力市场的表现。2) 在全球环境和需求疲软的环境下，经济预期存在不确定性，这是中国无法控制的。而对于国内，挑战在于平衡经济增长和市场/产业的改革。我们认为增长范围的设定是较合理的，“经济硬着陆”的风险也很低，尤其是货币政策和财政政策都仍留有很大的操作空间。预期 2016 年中国 GDP 增速将在 6.80%，且随着经济体量不断增大，增速将在 2016 年至 2020 年间逐渐放缓。

大湄公河次区域的边境贸易：挑战与机遇

大湄公河次区域的合作将是十分积极的机遇，尤其是考虑到其成员国经济发展相对落后，且近十年来贸易在成员国间的大力发展。由于柬埔寨、老挝、缅甸和越南对外开放贸易，且各成员经济体近年来不断发展，贸易和合作发展的需求不断上升。由于边境三国地理位置的优越性，泰国可以以更低的价格且更便利的方式出口，因此其很大程度上得益于开放贸易。然而，边境贸易最主要的限制在于没有完整的运输体系和网络。若未来运输体系进一步完善，贸易机遇将增长，尤其是对于中国的跨境贸易。另外，应加快相应的基础建设以支持贸易发展。我们相信，与非洲经济共同体的融合将改变格局，降低贸易障碍并促进泰国与其周边国家的合作发展。这些都将促进货物在区域内更快更便捷得流通，这也将为当地居民带来福利，且有利于大湄公河次区域的扩大发展。

2016年石油展望：重回黑暗？

大宗商品价格下滑始于 2014 年，且受到原油价格下跌的拖累，直至 2015 年下半年才有所反弹。今年以来，各金融市场（商品、外汇和股票）的风险因素相较于其他因素（如央行政策）更为主导市场情绪。自从 2 月中旬以来，美国 WTI 原油期货开始其强劲的反弹，于 2016 年 3 月 17 日收于 40.20 美元 / 每桶，本年度第一次高于 40 美元。（这相比 2016 年 2 月 11 日的低点 26.21 美元 / 每桶，增幅达到 53% 以上）。而伦敦布伦特原油在 2016 年 3 月 17 日收于 41.54 美元 / 每桶。（相比 1 月 20 日的低点也增长了 49%）。石油价格的上涨带动市场风险偏好，推动亚洲及商品货币上涨和股票市场的复苏。原油价格的反弹可能是对之前跌势的过度修正，然而，最近其价格的复苏是否可持续，抑或只是对主要原油生产国冻产协议的短暂反映，这仍然需要后市的检验。

我们认为，原油价格的底部已经形成，但近期其价格的上涨可能是过度反弹。根据美国能源信息署的预测，供给和需求的错配 2016 年预期将会持续收窄，相较于 2015 年 204 万桶 / 天的水平，预计 2016 年将维持在 159 万桶 / 天，仍然供大于求。预期 2016 年 WTI 原油和布伦特原油的价格将会在 30—35 美元 / 每桶，但价格仍有下行至 20—30 美元 / 每桶的风险，尤其是当主要原油生产国协商的原油生产上限有所变化时（2016 年 6 月 2 日，第 169 次 OPEC 会议）。

汇市策略

美元何去何从？

年初至今，相较于大部分 G10 / 亚洲货币，美元走势相对疲弱。这主要是由于美联储顾虑市场波动而对升息的谨慎态度，市场也降低对美联储 2016 年升息的预期，由 4 次调降至 2 次。在各种非常规货币政策的影响下，美元强势不再。走势方面，目前美元看起来仍疲软，在接下来的 1—2 周有进一步下行的风险，但主要的美元支撑位（美元 / 马来西亚林吉特在 4.00；美元 / 印尼盾在 13000）仍然有效，尤其是这些国家的基本面并没有发生太大的改变以支撑其对美元的强势走势。预期美联储将在 6 月 16 日的美国联邦公开市场委员会（FOMC）上升息 25 个基点，这将对美元形成有效支撑。同时，我们也应该关注美国经济情况迅速向好的可能性。总而言之，预期区域性货币（新币、马来西亚林吉特、印尼盾和泰铢）与美元将保持宽幅交易区间。

全球货币

欧元/美元

对于欧央行近期的货币政策，我们持积极的态度，看好欧元区经济增长和通胀复苏，为欧元走势提供支撑。而对于美元，我们认为其逐渐收紧货币政策或将使美元升值。

英镑/美元

英国退欧的风险影响着市场情绪，也同时作用于货币走势。由于英国央行紧缩货币政策的推迟，英镑也面临着下行风险。

澳元/美元

尽管市场动荡，预期澳元/美元仍将向上。大宗商品价格的疲软以及脆弱的市场情绪为澳元带来下行风险。但总体来看，相对稳健的国内经济，且我们预期 2016 年现金利率保持稳定，这都对澳元的下行形成限制。

纽币/美元

新西兰联储在应对降低利率和货币贬值这两个问题上是十分谨慎的。我们预期纽币走势较为疲弱，因新西兰联储或通过口头方式对纽币进一步的干预。而在货币政策上，则有可能继续放水，例如进一步降低隔夜现金利率。

美元/日元

即使预期 2016 年日央行仍会进行更宽松的货币政策，但近期环球市场的波动以及日元“避险”的属性将美元/日元带到相对低位。而日本央行刺激政策若效果不佳，则有可能使美元/日元在 2016 年 2 季度重新测试 110 的位置，而这个位置附近预期会引来央行干预，此后可能会有温和上升。

亚洲货币

美元/人民币

今年 1 月，当卖出压力在最高点时，我们就曾提醒，市场对于人民币（以及中国经济展望）过分悲观。我们预期美元/人民币将在 2016 年二季度和三季度双边小幅震荡，并在年末至 6.45。近期在岸价格和离岸价格的稳健都显示出投机活动保持在低位。但是，美元对新兴市场货币仍存在反弹的可能，因此人民币贬值的压力仍然存在。更重要的是，人民币与一揽子货币之间相互影响，即使一揽子货币内部保持相对稳定，美元/人民币的汇率未来将存在更大的波动性和灵活性。

美元/新加坡元

近期美元 / 新加坡元的卖空主要是由于 3 月美联储会议的鸽派倾向 (从 2016 年 1 月的 1.44 至 3 月联储会议后的 1.36), 下降的趋势预计将持续, 2016 年 2 季度末预计将降至 1.34。但综观全局, 我们认为美国升息的预期仍能支持美元坚挺, 即至 2016 年末, 美元 / 新加坡元上升至 1.36。

主要央行利率

美联储

美联储在 3 月维持其 0.25%—0.5% 的基准利率不变, 并表示对美国经济发展充满信心, 但特别强调了对“全球经济和金融发展”的担忧, 并将未来利率曲线中值预期从 1.375% 降至 0.875%, 这也意味着今年可能只有两次加息, 这也是我们之前所预测的。预期未来美联储的加息进程将会更为缓慢, 2016 年加息 2 次, 年底时联邦基金目标利率达到 1%。虽然今年的展望带有一些不确定性, 并且联储加息散点图中也预示着风险仍然存在, 我们仍坚信美联储不会仅在 2015 年加息一次, 除非外部市场发生巨大的事件影响。

欧洲央行

三月, 欧央行重磅出击市场, 我们认为短期内其政策立场不会改变。新一轮的刺激政策传达了积极的信号, 为之后欧洲经济复苏与增长提供了支持。实施定向长期再融资操作是帮助银行减轻负利率政策的影响, 同时, 欧央行对于负利率影响的多重体系有所顾虑, 德国和法国拥有大量超额准备金, 似乎成为欧盟中为数不多得益于负利率的国家。所以, 这不仅传递了央行对欧洲银行业受负利率影响的担忧, 同时, 也是扩大欧元区信贷的一种做法, 如果一家银行向实体经济投放的贷款越多, 就可以从欧洲央行借入的资金也越多。

英国央行

在三月会议上, 维持当前政策不变的提议连续第二个月得到了一致通过。目前, 英国经济仍未明朗, 外围环境也具有很强的不确定性, 加息并不适合成为这样情况下的议题。我们相信, 加息迟早会来, 但是风险在于加息的时间被不断延后。

澳大利亚储备银行

澳联储在 3 月会议上决定将隔夜现金利率稳定在 2.0% 的水平上, 同时表示其仍将保持宽松货币的政策倾向。我们认为, 虽然隔夜现金利率仍然有下降的空间, 澳联储进一步宽松的需求并非十分迫切, 因此预期 2016 年现金利率维持在 2% 的水平。

新西兰储备银行

新西兰央行超预期地在 3 月会议上将其隔夜现金利率从 2.50% 下降至 2.25%。从新西兰央行的规划目标及央行行长惠勒在新闻发布会时的态度来看，在接下来的几个月中，仍可能会有一次 25 个基点的降息，降息的具体时间将会综合考虑国内外的情况决定。而由于房屋价格严重拉升通胀水平，预期隔夜现金利率会降低，但不会低于 2.00%。

日本央行

虽然三月日本央行维持其货币政策不变，但前几个月日本央行曾做出超市场预期的决定，且 2016 年仍有继续宽松货币的可能。在 3 月的议息会议后，2016 年未召开的会议为 4 月 27/28 日，7 月 28/29 日和 10 月 31 日 /11 月 1 日，在这些会议上将公布最新的展望报告。值得注意的是，白井早由里（2016 年 3 月 31 日）和石田浩二（2016 年 6 月 29 日），作为 1 月议息会议上四个反对者中的两个，本年度将退出参加议息会议。因此黑田在今年的会议上，推行 QQE 以宽松货币将受到更小的阻力，如今，我们预期今年日本央行再次推行刺激性货币政策的时间可能会提前至今年 4 月会议。到时，日本央行可能会扩大其资产购买计划，或者将其基础货币从 80 万亿增加至 90 万亿，而不再进一步降低其负利率，因为日央行需要一定的时间去检验其负利率造成的影响。

亚洲利率

中国央行

在公布其“稳健偏宽松”的货币政策倾向后，中国央行在 2 月 29 日降准 50 个基点，将主要银行的存款准备金比率下降至 17.0%。调整存款准备金比率是货币政策中强有力的一环，也是完善利率走廊建设的重要举措。中国央行在 2015 年 10 月 23 日降息，也是在一年内的第 6 次降息（存款利率：1.50%，贷款利率：4.35%）。未来利率及存款准备金率仍有进一步下行的空间，预期下一次降准将在 2016 年二季度进行。

经济增长趋势

变化百分比	2014	2015	2016 预测	3Q15	4Q15	1Q16 预测	2Q16 预测	3Q16 预测	4Q16 预测
中国	7.3	6.9	6.8	6.9	6.8	6.8	6.9	6.8	6.6
欧元区	0.9	1.6	1.7	0.3	0.3	1.5	1.6	1.7	1.8
香港	2.6	2.4	2.0	2.2	1.9	1.5	2.0	2.1	2.1
印度尼西亚	5.0	4.8	5.0	4.7	5.0	5.1	5.1	5.0	4.8
日本	0.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.5	1.0	0.8	0.7
马来西亚	6.0	5.0	4.2	4.7	4.5	3.9	4.1	4.4	4.5
菲律宾	6.1	5.8	5.9	6.1	6.3	6.4	6.1	5.8	5.5
印度	6.9	7.3	7.4	7.7	7.3	7.5	7.5	7.6	7.8
新加坡	3.3	2.0	2.7	1.8	1.8	2.0	2.7	2.8	3.3
韩国	3.3	2.6	2.9	2.7	3.0	2.9	3.1	2.8	2.8
台湾	3.9	0.7	1.1	-0.8	-0.5	-0.4	1.0	1.6	2.1
泰国	0.8	2.8	3.2	2.9	2.8	2.9	3.2	3.2	3.3
美国(季度环比)	2.4	2.4	2.5	2.0	1.0	0.8	3.5	3.0	2.8

数据来源: CEIC, 大华银行有限公司新加坡财政研究部测算

外汇预测	截止2016/03/22	2Q16预测	3Q16预测	4Q16预测	1Q17预测
美元/日元	111.9	110	111	112	115
欧元/美元	1.125	1.11	1.11	1.12	1.13
英镑/美元	1.438	1.39	1.43	1.46	1.47
澳元/美元	0.759	0.77	0.79	0.80	0.80
新西兰元/美元	0.677	0.67	0.69	0.70	0.71
美元/新币	1.361	1.34	1.35	1.36	1.39
美元/马币	4.038	4.05	4.08	4.10	4.10
美元/印尼盾	13,160	13,000	13,100	13,200	13,300
美元/泰铢	34.9	36.0	36.0	36.5	37.0
美元/菲律宾元	46.3	48.0	47.0	46.0	45.0
美元/印度卢比	66.5	69.0	70.0	71.1	72.2
美元/台币	32.4	32.1	32.3	31.9	31.6
美元/韩币	1,159	1,180	1,190	1,200	1,230
美元/港币	7.75	7.80	7.80	7.80	7.80
美元/人民币	6,490	6,47	6,50	6,45	6,44

数据来源: 彭博社, 大华银行有限公司新加坡财政研究部测算

利率预测	截止 2016/03/20	2Q16 预测	3Q16 预测	4Q16 预测	1Q17 预测
美元（美联储基金利率）	0.50	0.75	0.75	1.00	1.25
欧元（再融资率）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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）	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00
日元（OCR）	0.10	-0.10	-0.20	-0.20	-0.30
新元（3个月 SIBOR）	1.23	1.20	1.25	1.50	1.70
印尼盾（BI Rate）	6.75	6.50	6.50	6.50	6.50
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	1.75
菲律宾元（隔夜债券回购 准备金率）	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25
印度卢比（债券回购率）	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75
台币（官方折现率）	1.63	1.38	1.38	1.38	1.38
韩币（基本利率）	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25
港币（基本利率）	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50
人民币（1年期流动资本）	4.35	3.85	3.85	3.85	3.85

数据来源：彭博社，大华银行有限公司新加坡财政研究部测算

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”),2016年第二季度。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,包括进行营销、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。