



2016年第四季度 全球经济展望

大华银行（中国）有限公司个人金融服务部

在不安与希望交织中结束这一年

更缓慢的全球经济增长、美联储的加息预期、美国总统大选的不确定性、以及明天的希望。

当我们步入 2016 年的最后一个季度，全球经济增长在缺乏活力的交易和投资环境中变得更加缓慢，国际货币基金组织（IMF）将会在十月初的世界经济展望报告中再次降低经济增长预期，这将成为过去一年半中的连续第六次增长率下调。

即使八月份 PMI 数据中有一些亮点，但全球制造业展望在 2016 年下半年仍然显得暗淡无光。加上制造业与外部需求的紧密联系，这意味着外部需求仍存在不确定性，继续对出口大国带来挑战（如日本、德国、以及包括新加坡等更广泛的亚洲经济体）。

然而，也并非毫无希望。经过一年多的缩减后，在七月与八月的进出口数据中，中国、印尼、新加坡、韩国和台湾已经有了改善，这也许是经济转向的某种迹象，但是否可持续仍有待观察。

至于大部分央行的货币政策，长期或仍将保持“更低、更宽松、更持久”的立场。

唯一例外的是美国，美联储仍维持 2016 年至少加息一次的可能。市场公认，八月份的就业和 PMI 数据令人失望，并不能为三季度加息提供有力的支撑，这也导致了美元在九月 FOMC 会议后进一步走软。当然，尽管最新的就业和 PMI 数据不尽如人意，我们仍然预期在 12 月 13-14 日的 FOMC 会议中升息 25 基点。

有两个可以支持美联储升息的假设：第一，美国经济持续复苏和劳动市场改善（尽管物价水平仍未达到美联储目标）；第二，即便美联储开始升息，但仍将是渐进和平缓的，并且美联储最终的目标利率也会比其历史平均值低得多 - “新常态”利率。

地缘政治风险将是 2016 年最后几个月中最重要的风险因素，特别是在 6 月份英国意外脱欧后。最大地缘政治风险毫无疑问是 2016 年 11 月 8 日举行的美国总统大选，在我们看来两位竞选人获胜几率相当。因此，特朗普胜选并非不可能。如果希拉里·克林顿获胜，我们预期亚洲和亚洲市场将一切照旧。然而，特朗普政府将会对美亚贸易产生负面影响，全球贸易和亚洲货币或将面临压力上升。结果可能是亚洲各央行不得不维持更久的低利率水平以应对这种情况的发生。

在 2016 年底，意大利也可能因为公投而成为关注焦点，此次公投目的并非脱欧而旨在减小参议院的席位从而控制地方政府的话语权。意大利总理伦齐表示公投将会在 11 月 15 日至 12 月 5 日之间的某个周日举行，并且表示如若公投失利他将辞去总理一职。这话似曾相识，加之欧元区怀疑论的兴起，这可能成为驱逐伦齐并且使欧洲陷入混乱的一个导火线。

自 6 月英国脱欧公投后，目前市场已经平稳了许多，但我们的利率策略师仍然简明地表示“没有证据不等于证据没有”。所以我们保持谨慎态度，并且预期当英国触发第五十条启动脱欧程序时另一轮波动或再次出现。

至于中国，这个世界第二大经济体仍面临下行风险，并且会在以下方面持续地烦恼着投资者：第一，债务和杠杆的规模，特别是私企；第二，由于人民币贬值预期仍存，资金外流仍然是个问题；第三，地缘政治发展是另一个风险因素，特别是在 2016 年 7 月海牙仲裁常设法院驳回了中国对南海的领土主张后。

杭州的 G20 峰会（9 月 4-5 日）在没有引起太多市场影响的情况下举行并闭幕了，正如市场广泛预期的，习近平主席提出了 G20 应该是一个“行动的团队”而非“空口评说”的会议。在公报提及合作、政策协同、以及汇率无序波动的负面影响的同时，公报也提出了未来希望所在，并指明了一个关键的经济增长点：基础设施投资。发达经济体在当前财政与货币政策的限制下能否采取一些行动还有待观察。例如，美国处在大选年、欧元区面对预算限制。至于中国，在 2016 年 5 月就已经公布了基础设施投资计划，3 年内在 303 个运输基建项目上共投资人民币 4.7 万亿元（约合 7200 亿美元），这可为国内增长提供一定的支持，即使其作用可能不如 2008/09 年 4 万亿人民币刺激措施那么大。回顾 2008 年，4 万亿相当于中国 2007 年 GDP 总值的 14.9%、总投资额的 33.8%，这次的 4.7 万亿（持续三年）大致是中国 2015 年 GDP 总值的 6.9% 及固定投资额的 8.5%。

同时，很多公共或私人部门预测亚太区每年在基础设施上的投资将会需要几万亿美元。因此，只要这些公共或私人部门能协作共赢、将这些项目投入实践，亚洲及其区域经济就能保持活力。我们感觉到了亚投行在这一进程当中的重要作用。

聚焦新加坡货币政策

预期其在十月份会议中维持不变

近几个月疲弱的环球及国内经济继续让各大央行保持紧张，他们仍持鸽派立场。2015年1月以来新币名义有效汇率的三轮大幅下跌至0%表明了新加坡金融管理局（MAS）继续调降的空间有限，除非进一步降低汇率中点。尽管是在MAS所规定的零升值路线上，近期上涨的新币名义有效汇率仍促使很多人认为新币过于强势，特别是全球和国内经济状况尚未表现复苏迹象。因此，有预期表明央行或将降低中点。然而，因为在过去只在经济衰退时下调过汇率中点，况且现在公共和私人部门的经济指标和预测都没有显示出经济衰退，因此我们认为现在下调中点还为时过早。同时我们仍维持持美联储今年12月加息25基点的看法，市场行为也将进一步推动美元/新元汇率的走势并到年末达到1.38。

聚焦中国

特别提款权将进一步驱动市场改革

人民币加入特别提款权（SDR）一篮子货币的决议将会于2016年10月1日正式生效。虽然人民币成为储备货币具有长期意义，但短期来看对市场影响不大，并不会成为一个大事件，因为特别提款权（SDR）通常被应用于会计和估值流程而非公开市场中。然而，加入特别提款权（SDR）一篮子货币会加速中国市场的改革，并促使更多的资本账户开立以及资本双向流动。短期来看，鉴于中国正试图使人民币成为可信赖的储备货币，因此相信人民币大规模贬值的风险会比较低。然而，对人民币持负面态度的人们也许会考虑用避险交易来对冲贬值风险，如选择更具流动性及成本有效性的货币，例如美元/新元。

聚焦美国

2016 美国总统大选，如果特朗普获胜会怎样？

即将到来的美国总统大选可能对亚洲及亚洲金融市场产生潜在影响，特别是在贸易、货币以及地缘政治等方面。两位总统候选人具有同等的机会获胜。克林顿政府对于亚洲和亚洲市场的影响较小，因为其很可能是奥巴马政府的政策延续。基于特朗普的竞选演讲，特朗普政府会对美亚贸易产生负面影响，亚洲货币压力上升，结果将是亚洲各央行不得不继续保持更久的低利率政策。

如果说从英国脱欧中得到什么教训的话，市场自满的代价是非常昂贵的。这意味着美国总统大选结果的不确定性也是不可预测的，市场将受此影响而波动直至2016年11月8日。因此，为应对市场风险而采取相应预防措施再重要不过了。

外汇策略

美元扮演着相同的角色

在对美联储升息展望越来越疲态的现状中，仅12月加息一次并不足以激励市场去建立起够规模的美元头寸以支持其在年底走强。九月初债券下跌促使美元有短暂回升。然而，对美元的看法也无需过于悲观，毕竟美元作为安全资产，会因四季度的政治不确定性而需求上升，从而对美元构成支撑。总的来说，我们预计四季度美元指数将会在93-98区间波动。

利率策略

什么可以促使新加坡掉期利率利差 (SORS) 下降?

SORS 在 2016 年逐渐下降。因疲于预测美联储升息的现状使得对新币贬值的忧虑显著减弱。此外，逐渐平稳的区域市场也受惠于投资者不断追求收益引发的资金流入，这也有利于新加坡债券收益率溢价的降低。

全球外汇

欧元/美元

欧洲央行通过增加月度购债规模进一步加速其资产负债表的扩张，这将会继续抑制欧元表现。即使美联储未能如期升息，但其紧缩（即使渐进）的货币政策与欧元区非常宽松（很可能更宽松）的货币政策之间的对比将会使两者之间的分歧进一步加剧。更重要的是，我们认为英国脱欧会使欧元得到进一步承压。

英镑/美元

近期的宏观数据反映出好于预期的房屋、消费者信心以及经济活动趋势，缓解了人们对于脱欧会给经济增长带来风险的担忧。然而，我们认为现在不宜过早下定论。贸易、投资和商业信心问题对于英国经济来说仍存挑战，加上我们预计英央行或将进一步宽松的货币政策，因此我们维持英镑负面观点。

澳币/美元

鉴于澳洲较为正面的经济展望，以及相对于其他发达经济体相对较高的收益率，我们预期 2016 年底该货币对将在 0.78。虽然如此，我们也意识到低通胀等问题将使降息的可能性仍存，因此澳币上涨或面临空间限制。

纽币/美元

尽管今年早些时候利率下调，但纽币却持续走强，并在上一季度成为最强的 G10 货币。这可能会威胁和削弱这个以出口为主的国家、及其旅游业。除非新西兰央行大幅降息，否则我们认为纽币将受到新西兰正面的经济增长及奶制品行业复苏的支撑。

美元/日元

我们仍然预计日元会走弱，但其将更多受到美联储升息预期、而非日本央行宽松政策的影响，从九月的货币政策会议就可以看出。但是市场的波动性、辨别日本央行政策意图的难度、以及日元避险需求的不确定性，都会影响日元表现，因此我们认为该货币对在 2016 年末会接近 106。

亚洲外汇市场

美元/人民币

该货币对自6月英国脱欧后从6.60之下开始上升，目前看起来仍会维持在6.60至6.70之间。尽管对于英国脱欧余波的恐惧渐渐消退，汇率仍然难以有说服力地回落至6.60。另外，6.70也会成为十月一日人民币加入SDR之前的一个重要阻力位，因为G20公报对于汇率部分的声明也降低了人民币大幅贬值的风险。近期离岸人民币隔夜银行拆借利率上行显示出类似于2016年初央行重拳出击人民币贬值预期时的情形。

然而，鉴于美元受到美联储12月加息预期的良好支撑，我们将2016年末美元/人民币微调至6.68（从6.60）、将2017年中的汇率预期微调至6.65（从之前预期的6.62）。

美元/新币

尽管疲弱的经济增长以及相对强势的新加坡名义汇率趋势（尽管目前汇率加权指数中值仍处于0左右），使得市场对于央行在接下来的10月会议中下调中值可能性的预期有所增加，但我们认为讨论进一步的宽松还为时尚早。因为将汇率加权指数中值下调仅在经济衰退时发生过，而当前经济指标以及从公共和私营部门显示的预期数据来看，并无显示经济衰退迹象。我们维持美联储在12月升息25个基点的预期，因此或将会推动美元/新币在年底到1.38。

环球利率

美联储（FED）

9月美国联邦公开市场委员会的议息决议并没有改变我们在2016年至少升息1次的预期。除非任何不可预计的重大金融/经济事件发生，我们仍然认为美联储会在今年12月13-14日的议息会议上升息25个基点。预计美联储仍会采用去年正式升息前的方式，引导市场为下一次升息做准备。下一次议息会议会在11月1-2日召开。但由于这次会议的时间距美国大选（11月8日）仅有1周时间，而且距美国10月非农就业报告（11月4日）仅四天时间，鉴于此，预计美联储将会维持利率不变，并提供“前期指引”为12月升息做准备。而2017年，我们预计会有两次各25个基点的升息。

欧洲央行（ECB）

欧洲央行行长德拉吉表示仍为进一步宽松敞开大门，并随时准备使用各种政策工具以应对当前问题。鉴于此，我们预计欧洲央行最早会在2017年3月推出进一步宽松措施。同时欧洲央行也会使用一些工具来控制整个宽松措施，以避免出现无债可买的情况。年底前还有两次议息会议，预计最早10月会议中会有相关声明出台，但我们认为欧洲央行或将此推迟至12月，因届时将会公布新的宏观经济展望，以便为宽松政策提供更好的框架指引。

英格兰银行 (BOE)

央行利率仍然维持在极低水平，9位央行委员在9月议息会议中一致投票维持当前水平不变。货币政策委员会仍以9:0的投票维持央行债券购买计划规模在4,350亿英镑不变，会议纪要显示未来仍有降息的可能。因此，我们预计11月英国央行或将降息至0.10%。但是，行长卡尼曾明确表示并无计划将利率调至负值。因此，我们认为未来利率或将维持在0%-0.10%水平。

澳大利亚储备银行 (RBA)

目前对澳大利亚的经济和就业展望，支持我们对澳联储或将维持当前1.75%利率水平的展望。近期公布的GDP报告显示实体经济出现企稳迹象，因此将利率维持在目前水平是合适的。此外，澳联储需要观察今年5月和8月两次降息后的效果，同时也希望视美联储的行动而决定是否采取进一步措施。

新西兰储备银行 (RBNZ)

新西兰央行在今年9月议息会议上维持利率不变，符合预期。然而，央行仍持明确的宽松态度，显示未来还有进一步降息的可能。我们仍然相信，若纽币继续走强且核心通胀进一步走低，央行将再次降息。

日本央行 (BOJ)

央行在9月的货币政策会议中修改了货币政策框架，未来将采取债券利率曲线控制，取代当前货币规模控制的方式。同时，日本央行也放宽了债券购买范围的可能性，如市政债券和政府债券（因其将不再受债券购买规模的限制），如有必要将进一步降息。鉴于未来央行将采取利率曲线控制以及取消货币宽松规模限制，我们预计央行下一步措施或是将政策利率进一步下调至-0.2%水平（目前为-0.1%）。我们也预计日本央行会在今年底将加速其资产购买计划（或将在12月19-20日的货币政策会议上公布）。然而，我们对央行措施的效果持怀疑态度。

亚洲利率

中国人民银行（PBOC）

近期中国公布的数据企稳，但市场对负债和杠杆的忧虑仍存，以及房价有大幅上涨迹象（8月新房均价环比上涨1.3%，连续第17个月上涨，也是自2011年1月以来的最大环比涨幅）。未来几个月央行政策或将维持谨慎。我们预计2016年底最多有1次降息和2次降准。

新加坡经管局（MAS）

新加坡掉期利率利差（SORs）自2016年开始大幅下降。这是美联储升息疲弱以及温和投资环境刺激追求固定收益的必然结果。新加坡相对于美国的利率溢价过高难以维系，特别是在2016年下半年之后，美国货币市场改革增加了对于新资金的需求，并推动美元/新币外汇掉期重回折价。我们预计现况仍然具有韧性，因为近期经济数据推升美联储升息预期显著增强的可能性较低。因此我们认为新加坡掉期利率利差（SORs）会处于区间范围，且新加坡和美国的利率溢价在当前市场波动性较低的情况下或仍将承压。

印尼央行（BI）

央行主席阿古斯-马托哇都朱表示货币宽松措施或将持续到2016年底。央行今年已经累计降息125个基点，当前低通胀、疲弱增长、及相对稳定的汇率水平显示未来仍有再次降息的空间，但除非经济数据有变差的迹象，否则我们认为央行或仍将维持当前利率在5%的水平。如果央行选择再次降息，那或将很快宣布，因为美联储预计将在12月升息。

韩国央行（BOK）

央行2015年共降息50基点，今年6月降息25基点，显示央行的宽松措施比较谨慎。因仅依靠货币政策来提振经济增长有显而易见的副作用。自2014年下半年以来的低利率环境和不断走强的房地产市场使得国内负债水平已经开始上升。韩国的家庭负债与可支配收入比率在2016年1季度已达145.6%，超过1/3的家庭可支配收入会用于偿还债务。同时，央行也担心由于美国升息导致的资金外流。尽管如此，以我们看来，当前较低的通胀环境和疲弱的增长展望或将支持韩国央行在4季度再降息25基点至1%的新低。

马来西亚央行（BNM）

央行在7月意外将隔夜利率（OPR）降低25基点，主要是为了应对脆弱的国内增长和疲弱的外部环境。而随后的9月会议中央行维持OPR不变，我们的基本预测是央行在年底前会维持OPR在3.00%的水平。然而，如果经济数据特别是3季度的GDP（11月11日公布）显示增长仍然缓慢，或美国总统大选（11月8日）出现意外结果，央行或在11月23日的货币会议上再次降息。

泰国央行 (BOT)

央行在 9 月 14 日会议中维持利率不变。鉴于中期通胀预期仍处于目标水平附近，因此我们预计央行将维持当前利率水平至 2016 年底。目前货币政策仍然宽松，有利于经济复苏。因此，央行会将有限的货币政策空间留至将来使用，因为经济下行的风险仍存。

印度央行 (RBI)

央行在 8 月 9 日会议中维持利率不变，而 8 月通胀数据（同比 5.05%，7 月为 6.07%）为印度央行新任行长帕特尔提供了进一步宽松的空间。通胀下降的部分原因为西南季风过后食品价格有所下跌。然而接下来，全球商品价格上升，以及接下来几个月的公职人员工资上调完成后，或将导致通胀预期上升。因此，我们认为央行或将维持债券回购利率在当前水平至 2017 年 1 季度，之后央行将有可能调升利率 25 基点。

越南央行 (SBV)

央行或将在 2016 年维持货币宽松，鉴于经济增长疲弱。整体通胀预计在接下来的季度有所上升，主要由于当前的商品价格基数比较低，但核心通胀仍然温和可控。因此，我们预计央行或将在今年维持 6.5% 的政策利率不变，但 2017 年仍有继续宽松的可能。

经济增长趋势

变化百分比(年率)	2014	2015	2016 预测	2017 预测	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16 预测	4Q16 预测
中国	7.3	6.9	6.7	6.6	6.9	6.8	6.7	6.7	6.7	6.8
欧元区	1.1	2.0	1.4	1.0	2.0	2.0	1.7	1.6	1.3	1.3
香港	2.7	2.4	1.6	1.8	2.3	1.9	0.8	1.7	1.8	2.2
印度尼西亚	5.0	4.8	5.0	5.2	4.7	5.0	4.9	5.2	5.1	5.0
日本	0.0	0.5	0.6	0.8	1.8	0.7	0.2	0.8	0.7	0.7
马来西亚	6.0	5.0	4.2	4.5	4.7	4.5	4.2	4.0	4.2	4.4
菲律宾	6.2	6.3	6.4	6.3	6.2	6.5	6.8	7.0	6.1	6.0
印度	6.6	7.2	7.4	7.7	7.6	7.2	7.9	7.1	7.3	7.4
新加坡	3.3	2.0	2.2	2.4	1.8	1.8	2.1	2.1	2.2	2.3
韩国	3.3	2.6	2.8	3.0	2.8	3.1	2.8	3.3	2.7	2.6
台湾	3.9	0.6	1.3	2.0	-0.8	-0.9	-0.3	0.7	2.2	2.4
泰国	0.8	2.8	3.2	3.5	2.9	2.8	3.2	3.5	3.0	3.1
美国(季度环比)	2.4	2.6	2.0	2.7	2.0	0.9	0.8	1.1	2.5	2.3

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2016/09/23	4Q16预测	1Q17预测	2Q17预测	3Q17预测
美元/日元	101.2	106	109	110	111
欧元/美元	1.120	1.10	1.09	1.09	1.08
英镑/美元	1.306	1.28	1.24	1.22	1.20
澳元/美元	0.763	0.76	0.78	0.80	0.80
新西兰元/美元	0.728	0.73	0.75	0.75	0.76
美元/新币	1.359	1.38	1.41	1.42	1.41
美元/马币	4.124	4.15	4.10	4.08	4.00
美元/印尼盾	13,108	13,200	13,300	13,400	13,300
美元/泰铢	34.68	35.5	35.8	36	36.3
美元/菲律宾元	47.95	46.0	45.0	43.0	41.0
美元/印度卢比	66.67	68.9	70.4	71.9	70.5
美元/台币	31.39	31.8	31.5	31.2	31.4
美元/韩币	1,105	1,150	1,160	1,170	1,160
美元/港币	7.76	7.80	7.80	7.80	7.80
美元/人民币	6.670	6.68	6.66	6.65	6.63

来自: 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 2016/09/23	4Q16 预测	1Q17 预测	2Q17 预测	3Q17 预测
美元（美联储基金利率）	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
欧元（再融资率）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
英镑（债券回购率）	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10
澳元（官方现金利率）	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
新西兰元（OCR）	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50
日元（OCR）	-0.10	-0.20	-0.30	-0.30	-0.30
新元（3个月 SIBOR）	0.87	0.90	0.90	0.95	1.00
印尼盾（7天逆回购）	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
马币（隔夜拆借率）	3.00	3.00	2.75	2.75	2.75
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）	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50
印度卢比（债券回购率）	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75
台币（官方折现率）	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
韩币（基本利率）	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00
港币（基本利率）	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25
人民币（1年期基础贷款利率）	4.35	4.10	4.10	4.10	4.10

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。