

# 全球展望

2016年1月

## 2016年全球展望 - 概览

p3	经济	全球经济止步不前 - Peter Rosenstreich
p4	经济	中国：陷入信誉和竞争力困境 - Yann Queleenn
p5	经济	欧元区将在2016年面临考验 - Arnaud Masset
p6	经济	美国通胀和美联储利率曲线 - Peter Rosenstreich
p7	经济	日本央行可能被迫增加刺激 - Yann Queleenn
p8	经济	瑞士将面对现实 - Arnaud Masset
p9	商品	油价上涨空间有限 - Peter Rosenstreich
	免责声明	

经济

全球经济止步不前

全球经济止步不前

2016年全球GDP增幅可能会保持在此前复苏水平之下的3.0%左右。虽然增长预测略微高于2015年，但意外转好的空间有限。全球制造业连续12年下滑，尚未出现扭转的迹象。机会有限表明资产升值仍将温和，美联储的缓步升息路径也将不及“时点图”的预测。发达经济体处于周期中间，需要适应性的货币政策支持增长。由于需求疲弱以及商品价格低廉，新兴市场的增长前景更具不确定性。

美国连续第6年出现小幅复苏，令美联储开始利率正常化。我们预测美国今年经济增长2.6%，几乎与2015年增幅相同。国内需求仍旧稳固，足以抵消美元道指的出口竞争力下降以及能源价格疲弱。劳动力市场更加强健，去杠杆化的消费者将会开始支出。健康的消费群体将会推动房产和商品投资，并可以承受贷款成本的小幅上调。不过随着劳动力成本上升、劳动生产力增长缓慢以及利率上升，企业将更加难以提高盈利。

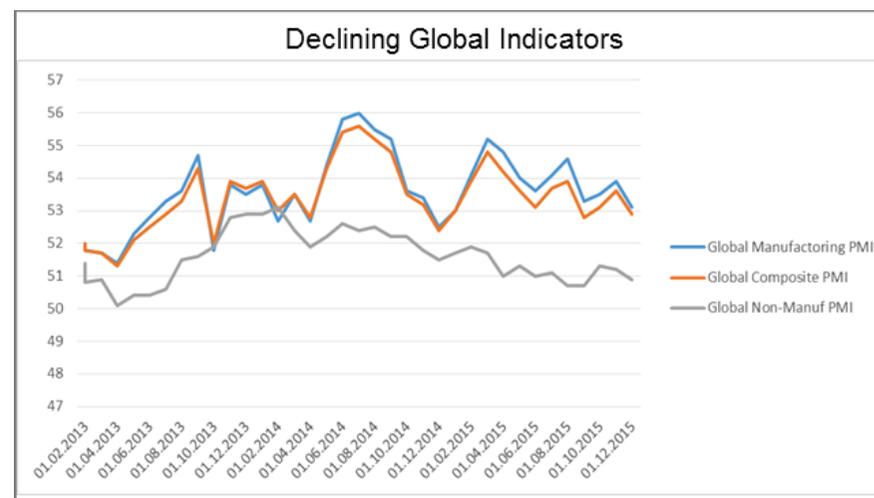
欧洲央行和日本央行将保持宽松

欧洲央行对欧元贬值的努力成功推动了欧洲出口和内部经济增长。赤字削减也释放了投资并支持增长。由于债务负担仍旧沉重，过高的债务水平会阻碍政策在经济下行周期中的发挥。因此，欧洲央行将准备扩大其QE计划。日本的刺激政策支持了经济环境。

然而通胀仍旧低于日本央行2%的目标，因此更多的货币政策刺激实际上意义不大。

新兴市场面临风险

在新兴市场上，担负外债并依赖于商品出口的大型经济体将处境艰难。在新兴市场之中，亚洲国家由于持有大量外汇储备、外债有限、灵活的汇率和政策弹性，状况相对比较稳健。然而中国、印度和东南亚的增长幅度与2015年相比，2016年是否会出现实质性的增强值得怀疑。



## 经济

## 中国：陷入信誉和竞争力困境

## 来自中国的不确定性

中国金融市场上周急剧动荡。股市两次下挫，出发了极具争议的熔断机制。中国政府设置的紧急关闭市场机制防止了市场继续走低。中国股指CSI 300指数仅仅在交易15分钟之后就大挫5%，触发熔断并停止了交易。中国股市的涨跌限制为7%，达到限制之后全天闭市。中国股市因此在1月7日全天仅交易了15分钟。

第一个问题是，中国股市的大挫是否揭示了更深层次的危机，是否表明当前从出口驱动模式向内需转型并不成功或并没有预期的顺利。我们相信1月份人民币大跌引起了对中国经济地位的担忧。自2005年以来，人民币兑美元已经上涨了33%。人民币在2015年8月贬值4.7%，今年以来该货币兑美元已经下跌约1.5%。很明显，中国央行(PBOC)最终决定加入货币战争，通过货币贬值刺激出口。从中国经济基本面看，显然本世纪前10年两位数增长的时期已经结束。即便如此，当前增幅也还不错：最近公布的GDP数据(2015年第三季度)年率增长6.6%，远高于美国的2.0%。与欧洲国家相比没有意义。另外需要清楚的重点是，2015年下半年人民币汇率价差扩大。我们简单阐述一下：CNH是离岸交易且为自由浮动货币，而CNY是在中国境内交易且汇率受到政府管制。重点在于，如果要保持人民币信心——人民币现在已经加入IMF特别提款权——中国必须持续关注CNH兑美元与CNY兑美元之间的价差。该价差在2015年下半年持续扩大，触发了投机和资本外流。

中国央行决定干预外汇市场，通过买回CNH缩小CHY/CNH的价差。不过该行动降低了离岸货币的流动性并极大的推高了隔夜利率。1月份第一周隔夜利率跳升至66.8%。

不过目前该利率已经回落至8%左右。因此下注CNH并套利CNY/CNH成本极高。CNH的下跌压力非常有限，但CNY的贬值(目前兑美元汇率基本与CNH相同)很明显发出了关于中国经济的错误信号，导致避险情绪推低中国股市。

经过数年的急速增长之后，中国正在寻求收入来源，而非像过去10年那样通过房产和工厂投资获取高额投资回报。在当前的全球动荡时期，中国难以找到收入来源。同时该国工业利润在去年12月下降1.4%，已经是连续第6个月下滑。全球经济通缩以及内需疲弱，将中国央行置于必须干预的境地。证据显示事实上中国生产者物价持续下挫，年率下降5.9%。最后但同样重要的是，中国改变股市规则已经引起了巨大的信誉危机。因此，投资者也会考虑是否将资金投向市场规则会在一夜之间改变的国家。

## 经济

## 欧元区将在2016年面临考验

对于欧元区而言，2015年又经历了动荡的一年。希腊危机在2011年以来暂时平静之后，再次站上前台。尽管希腊和债权国达成了协议(总体上牺牲了希腊的利益)，但希腊问题并没有解决，最快会在今年2月再次回到焦点。事实上，希腊官员认为，需要与欧元区债权人尽快达成免除债务协议才能避免2015年的闹剧重演。市场目前暂时将希腊问题搁置，但很快就会吸引目光。

## 再次出现裂缝

除了希腊局势之外，欧盟的团结也出现了其它的裂缝。在拥护了布鲁塞尔提议的节支政策多年之后，西班牙人民发出了反对声音并结束了持续30年的两党制系统。两名新当权者都来自反对节支的政党Podemos和中立派Ciudadanos。两者均是从反对腐败、严重失业和经济增长疲弱中崛起 -- -- 西班牙失业率在欧元区仅次于希腊居第二高位，达到活跃人口的20%。西班牙人民希望看到改变。不幸的是，希腊局势告诉我们，欧洲债权人在涉及到金钱方面时绝不会松口，意味着西班牙将成为“新的”希腊，这是市场最大的担心。

## 离开还是留下？

英国会不会留在欧盟？这将占据2016年的头条。戴维·卡梅伦承诺2017年底之前将对英国的欧盟成员身份举行公投。所谓“英国脱欧”的症结在于对移民的控制，英国政府希望欧盟实施管理改革，以便能够更好地控制流入英国的移民。

英国脱欧可能会引起经济衰退，而欧元区经济经过数年之后，才刚刚看到复苏的希望。由于英国退欧会对英国和欧元区都造成伤害，因此关于该话题的不确定性会对欧元带来影响，直至欧盟同意英国的要求，或者如果发展到举行公投并且英国选民选择保持在欧元区 -- --英国推出欧盟必然会导致欧元下跌。

## 关键的一年

2016年对于欧盟和欧元区将是非常艰难的一年，上面指出的问题将是未来12个月的关键推动因素。在欧元区竭力对抗欧洲通胀的同时，欧元下跌可能性显著高于上涨潜能。我们预测欧元兑美元将在年底跌至1.04，因为欧洲央行需要弱势欧元帮助经济复苏。

经济

美国通胀和美联储利率曲线

通胀改善但温和

美联储已经开始了首次升息，投资者现在关注的是升息路线。根据美联储官方的预测，美国经济预计将在2016年实现完全就业。一致认可的美国完全就业是失业率在4.75%至5.25%，从目前就业增长进度看，可能会在年中达到该区域的下线。随着美国实现完全就业，薪资增长也会加速。劳动力短缺会推动薪资并推升至少稳定的薪资推动型通胀。从更广泛的角度看，则有利于美国消费领域。负债下降、储蓄上升的更加健康的消费领域会将薪资增长视为提升经济近期程度的最终输入。充满信心的消费领域是让动荡的经济周期缓和的利好，然而这对总体通胀的外溢效应还不确定。在正常商业周期的当前阶段，紧缩的劳动力市场本该已经推动了薪资增长(击穿菲利普曲线)。

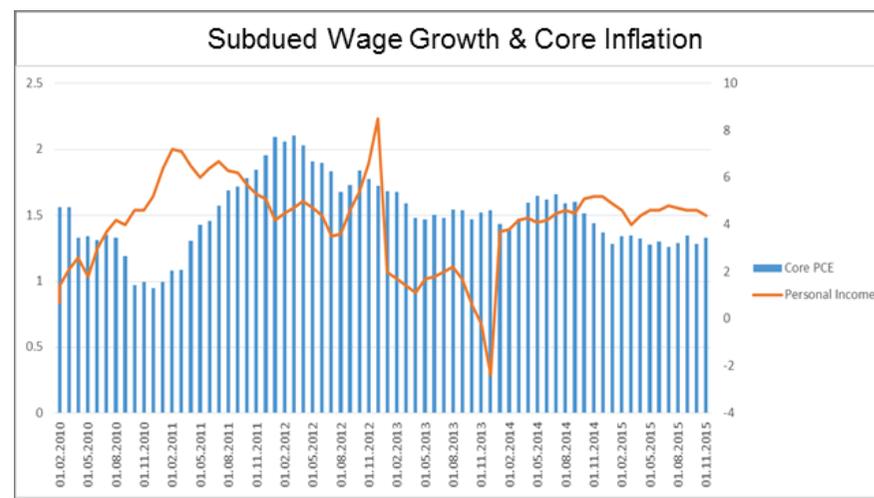
为什么薪资没有增长？

关于薪资增长惨淡，有两个主要理论。首先是生产力低下。生产力缺乏增长表明利润未能增长，因此雇主没有能力涨薪。其次，就业参与率下降影响了更紧缩劳动力市场的前景。然而实际上低就业参与率表明还有大量的潜在就业人员在观望，准备释放劳动力短缺。传统的通胀发展理论已经在2007-2009年经济衰退时期遭到了质疑。现在的问题只是该疑惑的延续。目前美联储规划的问题在于对正常传导机制的预期。

贸易加权美元不断上涨将压低核心商品的进口价格，并因此造成核心CPI和核心PCE通胀的更大下滑。

强势美元和低油价

不过由于薪资增长低迷以及强势美元、全球需求疲弱和低能源价格带来的更广泛的反通胀压力，美联储很难实质性的接近2%通胀目标。鉴于持续低于目标的通胀前景，耶伦对于刹车的担忧感觉有疑问。已经4次25个基点的升息预期看起来可能过高。我们预测2016年利率将上调至1.00%。



经济

日本央行可能被迫增加刺激

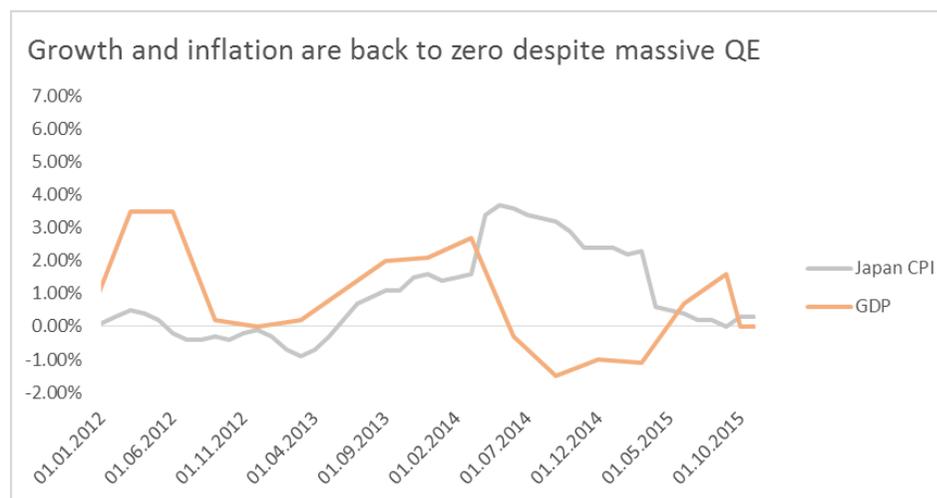
反通胀主导

日本在过去10年缺乏通胀的状况看起来有些令人担忧，同时债务/GDP比率超过230%且增长趋势疲弱(2015年为1%)。日本央行最近甚至宣布开始考虑在本月早些时候的货币政策会议上调降2016年通胀前景。这将主要归咎于低商品价格。我们同样相信日本政策制定者明显低估了油价的跌势。总之，很明显的是今年不会达到2%的通胀目标。数月前这还是2016年底的目标。

在此背景下，我们坚定地认为日元将继续上涨。日本货币通常会在避险阶段被视为避险货币。中国股市下挫触发了资金流向日元。此外，美国经济的真实状态尚不明确，金融市场对于美联储的紧缩步调也不清楚。这些不确定性令日本陷入矛盾，即经济放缓的同时货币升值。因此，很明显日本需要全球经济复苏。事实上其避险状态对于该国的经济复苏无益。这可能拉低日本通胀，因为日本消费者会倾向于以更低的价格购买进口商品。强势日元正在侵蚀当前的货币政策。即便如此，我们并不认为当前水平的日元被高估。

从一些基本面的角度看，我们可能认为总体状况正在改善。11月经常帐达到1.14万亿日元，远高于预期水平，连续17个月实现盈余。这也给日本首相安倍晋三带来了一些支持，而他正在通过其安倍经济学竭力推动日本经济。

然而这是去年6月以来的最小盈余，而且盈余主要来自日元贬值推动的旅游业。另一方面，贸易赤字回到2710亿日元。目前原油价格将持续下跌，会在不久后提升贸易帐。美元兑日元目前交易于116附近。我们认为在未来几年，日本央行将被迫增加经济刺激，以抑制日元强势。我们看到合理的证据证明该央行将提高债券购买规模。日本已经全部押注，因此当前不会在没有更深度衰退风险的情况下停止货币政策。此外，日经指数已经大幅下挫。在过去一个月，该日本股指已经下跌了约10%。尽管货币政策制定者发表一些言论，但日本央行并没有多少回应空间，尤其是如果关于美联储后续升息以及全球动荡的不确定性仍旧持续。



## 经济

## 瑞士将面对现实

## 瑞士央行解除汇率绑定一周年

就在一年前，瑞士央行决定解除瑞郎兑欧元的汇率绑定，出发了外汇市场海啸。与当时主要对外汇市场参与者带来的即时负面结果不同，其对瑞士经济的真实、长期影响在过去的一年逐渐清晰。最初，人们预计其附带效应对瑞士经济将是灾难，但最终结果并没有想象中的恶劣。不过我们相信瑞士企业已经使用了所有可能的工具来保护其业务和员工，例如大幅削减利润并将成本降至最低。对瑞士经济的真实影响在首次在2015年后期开始显现，向下调整的进程会贯穿整个2016年，因为该经济体将离开风暴之眼，并面对艰难困境。随着强势瑞郎的长期效果开始显现，劳动力市场的压力将逐步增加，一些企业可能迁至更加廉价的地点。结果是瑞郎的升息压力将在某种程度上减轻，因为投资者会在国外找到更加的投资机会。不过我们相信欧洲的各种政治不确定性，包括英国脱欧、西班牙社名党、希腊债务危机和反通胀压力，以及欧洲央行加大QE的可能性上升，都会缓和这一压力。我们因此预计欧元兑瑞郎将在2016年走势震荡，但我们也不排除将出现更多的波动。瑞士央行将保持观望，因为其没有足够的获利对抗欧洲央行；然而瑞士央行行长乔丹可能会在必要的情况下再次降息。从政治经济的角度看，2016年将是非常关键的一年，因为瑞士人民将就一些关键事务投票，这会影响到该国与欧盟关系的主要方向。

事实上，瑞士保持其独立性的意愿对这个出口导向的经济体带来巨大风险。首先是2月28日就寻求加强对驱逐外国人罪犯的提议投票。瑞士选民已经同意了第一文本，但瑞士人民党——该党相信瑞士议会为了遵从欧盟法规以便进入欧盟市场，在第一文本中打了折扣——希望现在增强其适用性。瑞士人民还将对食品和农产品的投机禁令投票。一旦该决议通过，将对瑞士经济造成严重打击，强迫公司和投资者开始在国外寻找新的机会。

在接下来的一年中，考虑到上述所提到的全部因素，我们相信欧元兑瑞郎可能会在更加动荡的环境下区间波动，年底目标为1.08。目前，欧元兑瑞郎保持在1.09上方，即便是在压倒性的全球避险情绪之下。

## 商品

## 油价上涨空间有限

油价2016年为45美元/桶

虽然已经跌至低位，油价仍在2016年将面临严峻挑战。基本面问题增加可能令布伦特和WTI原油价格在2016年保持在45美元/桶附近。美国解除制裁会导致布伦特和WTI原油之间保持低价差。供应过量持续、对中国经济前景的担忧挥之不去、OPEC成员国分歧以及升至厄尔尼诺推动的暖冬都是油价维持低价的原因。这种基本状况的风险以及油价推迟反弹，将带来严重供应冲击，主要生产商将会停产。

供应继续过量

由于价格没有停止下跌，预计生产商将很快缩减产能。事实上，高成本的供应商已经放缓了生产，同时很多其它供应商还在增加产出。美国钻探装置数量已经在2015年减少65%，然而实际原油产出量仅小幅下降。目前每桶收入下降会迫使供应商进一步降低产出，以弥补预算缺口。OPEC每天的原油产量仍旧超出配额100万桶。该组织在12月4日会议上重申将致力于低成本策略，以夺回市场份额并将竞争者挤出市场。如果伊朗制裁解除，很可能沙特阿拉伯将掀起OPEC内部的价格战，向市场倾入大量原油，防止伊朗争夺市场份额。

俄罗斯和加拿大等非OPEC石油产出国则通过货币贬值和外汇市场来弥补成本。最后，炼油商是原油的主要买家，但现在已经大大最大库存，美国炼油商将在2月开始停产检修。缺乏持续的需求将对油价带来额外的压力。

3月反弹的预期

不过低价格的影响可能在年中缩小产出，带来小幅反弹。根据IEA的调查，石油项目的投资已经下降20%。缺乏新投资表明当油井停产时，他们也会选择观望。在此背景下，即便是全球制造业疲软，原油的需求也会稳步增加。然而我们预测政策宽松和财政支出带来的中国状况改善，会令这个全球第二大原油消费国的需求回暖。

不过油价上行空间将有限。生产商收入紧缺表明他们会在油价上涨时释放额外产能。尤其是页岩气开采可以针对价格变化迅速调整产能。美国石油产出比预期更加灵活，因为生产商为了生存而削减了成本。高度标准化运作的页岩气开采油井以及可以对产出进行微调，让他们具有传统石油生产商所缺乏的灵活性。

## 免责声明

瑞讯银行已经尽最大的努力确保本报告引用及使用的数据的可靠性，但并不保证所有的数据都正确。且瑞讯银行及其下属公司对本报告内容的错误、遗漏，或相关准确性、完整性或可靠性不承担任何责任。本报告并不构成卖出和/或买入任何金融产品的推荐，且不可视为诱导和/或提供进行任何交易。本报告仅为经济研究，并非试图构成投资建议，或诱导进行证券或任何其他类型的投资交易。

尽管每种投资均包含一定程度的风险，但进行场外外汇交易的亏损风险会非常巨大。因此如果您考虑在该市场交易，应该注意到相关的风险并因此在投资之前作出明智的决定。本报告的内容并非构成交易建议或策略。瑞讯银行非常努力的提供可靠、广泛的信息，但我们并不声称信息为准确或完整。此外，我们在报告中的观点或数据改变时没有提醒义务。本报告中所陈述的所有价格仅提供信息之用，并非对某种证券或其他投资工具的估值。

本报告仅会在适用法律允许的环境中发布。本报告的内容并非声明以上任何投资策略或推荐适合或合适每个接收者所处的环境，或构成个人推荐。本发布产品仅为提供信息之用，并非构成建议，且在任何法律管辖区不能被认为是诱导或提供买入或买入任何证券或相关金融工具。除了与瑞讯银行及其下属公司和附属机构相关的信息外，我们没有明确或是隐晦的声称或保证本报告信息的准确性、完整性或可靠性，或试图将其制作成报告所指证券、市场或行情的完整论述或总结。瑞讯银行并不保证投资者将盈利，或与投资者分享任何投资盈利，或对任何投资亏损承担任何责任。投资涉及风险，投资者应该谨慎作出投资决定。接收者不能将本报告视为其自己判断的替代。本报告表达的任何观点仅提供信息之用途，可在不做通告的情况下作出修改，由于使用不同的推断和标准，本报告的观点可能与瑞讯银行其他业务部门或团队的观点不同或对立。瑞讯对于基于本报告全部或部分作出的交易、结果，不论盈利或亏损，并不能被绑定或承担责任。

瑞讯银行策略部门完全有权利单方面决定研究的开始、更新和停止。本报告的分析基于多种推断。不同的推断方式可能造成非常不同的结果。负责制作本报告的分析师可能与交易部门、销售部门和其他部门沟通，以收集、整合及解释市场信息。瑞讯银行没有义务更新或保留本报告内容，对于基于本报告全部或部分作出的交易、结果，不论盈利或亏损，瑞讯不承担责任。

瑞讯银行明确禁止在没有获得瑞讯银行书面批准的情况下对外传播全部或部分本报告。对于第三方作出的与此相关的任何行动，瑞讯银行不承担任何责任。© 瑞讯银行 2014。版权所有