



# 联博全球经济展望

## 重点摘要:

**全球经济** – 全球经济维持温和成长，但经济与金融市场环境仍为主要顾虑。

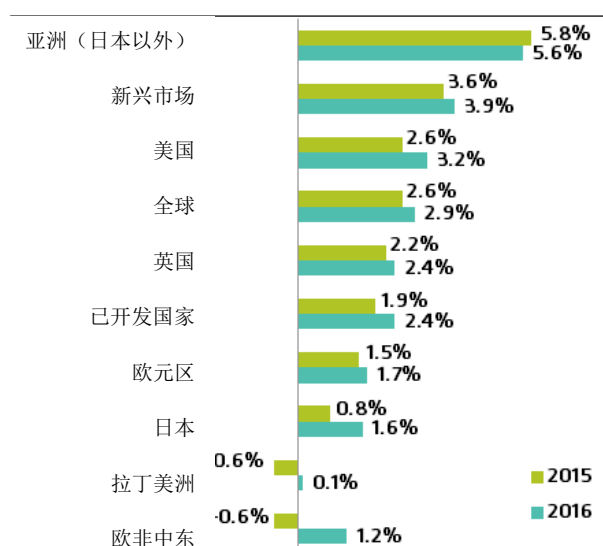
**美国** – 在消费支出与房市表现力度的支撑下，美国经济应可成长3.2%。

**欧洲** – 预期欧元区经济将持续复苏，但复苏力度可能不足以让核心通胀稳定上升，因此货币政策有进一步松绑的机会。

**日本** – 2016 年的三大关注焦点：薪资水平、政治环境与日本央行政策转向与否。

**中国** – 经济成长仍具挑战，但经济再平衡尚在进行之中。

联博全球年度经济成长预测



当前预测不代表未来结果。

统计截至2016年1月5日。

欧非中东指新兴欧洲、中东与非洲。

数据来源：联博。

## 全球展望

**全球经济成长依旧平缓** 2016 年，全球经济成长率预估为 3.1%，略高于 2015 年的预估值 2.6%。全球经济成长将维持平缓表现，其中已开发国家经济的上行与下行风险相近，但许多新兴市场的经济前景则偏疲弱。

出口市场表现不振与疲弱的大宗商品价格，为影响 2016 年初总经环境的关键要

素。此影响对新兴市场最为显著，多国央行可能将被迫松绑货币政策，藉此直接支持国内经济或推动汇率进一步贬值与调整。

### 对中国经济的疑虑

中国人民银行的一举一动备受外界关注。中国正从投资与出口导向转型为消费与服务导向的经济体，但经济转型造成的影响高于预期。此外，人民币汇率政策出现改变，从过去紧盯美元，转为参考一篮子货币，藉此支持国内经济活动并提升出口业者的竞争力。尽管如此，2016年中国仍需采取一连串的货币宽松政策。

### 已开发国家经济发展分歧

新兴市场的经济增长率与政策决策，以及政策执行的成效不仅对全球经济造成显著影响，亦可能左右许多已开发国家央行的货币政策。目前为止，已开发国家，尤其是美国与欧洲，仍处于正向的经济环境与经济成长趋势，联博预期美联储将渐进地升息并推动政策利率正常化。

## 美国展望

### 消费支出与房市表现支撑 2015 年经济成长

2015 年美国经济表现好坏参半。整体而言，美国经济成长率预估介于 2.25%至 2.5%之间，经济成长主要来自表现较强劲的消费支出与房市表现。去年实际消费支出成长率预估为 3.1%，写下 10 年来的最高成长幅度。此外，2015 年汽车销售量（1730 万辆）逼近历史纪录，不仅支撑消费支出表现，并显示消费者确实将油价下降省下来的钱，用于买新车、旅游、与餐饮。

此外，房市投资亦是整体经济成长的一大贡献来源。购买新屋与房屋修缮支出写下 9%的成长率，且新屋开工数重回 2007 年的高点。劳动市场表现稳健（新增 260 万个工作机会），加上家庭组成数大幅攀升，同样有助于刺激房市支出强劲成长。

另一方面，能源产业资本支出大幅拖累企业投资表现。受到采矿业与钻油平台支出重挫，非住宅新增营建支出下降 1%。此外，设备与软件项目（不含添购新车）的企业支出仅微幅成长，因为能源产业添购工业机具的规模也显著下降。最后，强势美元与主要贸易伙伴经济成长表现不一，导致境外需求疲弱。

在消费支出与房市持续成长的支撑下，预期 2016 年美国实际 GDP 成长率可能达到 3.2%。此外，过去一年来能源产业对于经济表现的负面影响可望消散，且可自由支配之国防支出与非国防支出成长，应可令政府支出写下当前经济复苏周期最大的成长幅度。

有鉴于能源价格将微幅反弹，联博预期美国整体通胀将上升至 2%左右的水平，联邦基金利率亦将在 2016 年底上升至 1.5%。

## 欧洲展望

### 2015 年底经济稳健成长

12 月调查数据显示，2015 年底时，欧元区经济未受法国疲弱的经济疲弱的拖累，呈现坚实而有力的状态（法国疲弱的原因之一是受 11 月恐怖攻击影响）。12 月欧元区复合采购经理人指数（PMI）写下 2015 年高点，同时基础广泛的经济信心指数（economic-sentiment indicator, EPI）来到 2011 年 4 月以来的最高水平，此外，EPI 中服务业指数达到 2007 年 10 月以来的最高水平，显示欧元区内部的经济复苏力道。

### 可望持续复苏

在低油价与财政与货币刺激政策日增的带动下，联博预期欧元区经济将持续复苏。根据最新的预测结果显示，2016 年欧元区经济成长率可以达到 1.7%，略高于 2015 年的 1.5%。成长转强有好几个原因，其中是以整个地区转为采取扩张性

财政政策较为明显。但是，欧元区经济复苏前景仍面临重要的挑战，尤其是新兴市场疲弱的经济成长。除非外在因素有所改善，否则欧元区经济很难大幅加速成长。

不同于经济成长表现，2015 年欧元区通胀表现不振，整体通胀维持 0.2% 不变。造成通胀原地踏步的原因有二。首先，油价再度走跌，持续对通胀带来下跌压力（12 月整体通胀因此减少 0.6%）。其次，尽管经济正在复苏，但成长力道并未强劲到能够稳定推升核心通胀的地步。

对欧洲央行而言，疲弱的整体通胀与核心通胀都是问题，因为欧元区整体通胀已经连续 18 个月低于 0.5%；低通胀环境延续越久，欧洲央行就越担心未来可能无法控制通胀预期水平。唯有核心通胀显著上升，欧洲央行才会有信心让整体通胀回到、并稳定维持在目标水平，这也是结束量化宽松政策的先决条件。

### 核心通胀将持续走弱，令欧洲央行扩大松绑货币政策

然而，除非油价继续下降，否则基期效应将在未来一年推升欧元区整体通胀。尽管如此，欧元区经济复苏速度仅能缓慢降低闲置产能，同时全球物价上涨的压力依旧疲弱，因此要推升核心通胀不是件容易的事情，尤其是欧元贬值短暂推升通胀的效果开始消散，且服务业通胀稳定处于历史低点。除非欧元区经济出乎意料地强劲成长，或是欧元再度大幅贬值，联博认为 2016 年欧元区核心通胀将维持接近 1% 的水平。欧洲央行对于长期低通胀的忧虑众所皆知，因此欧洲央行可望扩大货币宽松政策，进一步抑制德国公债殖利率与支撑欧元区周边国家债券市场。同时，尽管此举将使欧元面临贬值压力，但欧元进一步贬值的幅度可能有限。

### 外部经济成长风险，内部政局风险

基本上，联博预期欧元区经济将持续复苏，但成长率可能无法强劲到令核心通胀稳定上升的程度，因此欧洲央行必须进一步货币宽松政策。此外，有多项风险需要密切关注，其中最重要的风险当属新兴市场经济与金融市场进一步恶化，令欧元区经济成长率不如预期。另一方面，政治环境将是欧元区内部的主要风险。尽管今年没有重要的选举活动，但政治环境分裂已成为不争的事实，阻碍西班牙、葡萄牙、与希腊等国的施政。除此之外，英国可能会举行公投决定是否留在欧盟，同时还有去年的中东移民/难民潮再度涌入的风险。

## 日本展望

随着进入 2016 上半年，日本有三大关注焦点。

### 2016 年的三大关注焦点：薪资水平、政治环境与日本央行政策转向与否

首先，以下几项经济统计数据值得密切关注。日本国内资本支出是否会复苏？通胀，尤其是日本央行新采用的核心通胀指数，是否会持续上升？最重要的是，第一季即将到来的年度薪资协商（春斗）结果会是如何？这些因素将左右外界如何看待日本未来的经济成长展望。

其次，2015 年日本没有选举活动，但今年国内政坛又将出现变化，日本将在 7 月改选上议院。目前有传言指出，首相安倍晋三可能会解散下议院，试图同时改选上下议院（但首相安倍晋三在新年文告中极力撇清）。

尽管如此，联博认为上半年不会出现太过具争议性的政策。日本将稍微扩大财政刺激措施（加上先前已宣布动用预备预算）。此外，首相安倍晋三将持续推动「新三箭」取代「旧三箭」，藉此宣示日本已「走出通货紧缩」。

一旦日本宣布「走出通货紧缩」，日本央行的政策也将受到部分影响，这是在 2016 年得观察的第三件事。去年 12 月，日本决定微调调整质量兼具的货币宽松政策，延长日本央行收购公债的时间，并使得日本公债殖利率曲线在过去几个星期呈现多头趋平的走势（但央行总裁黑田东彦不愿称呼此次的「政策调整」为近

一步的「宽松」)。

更重要的是，日本央行此举将使得未来六个月潜在的政策走向更加狭隘，与其再次大幅松绑货币政策（亦即另一波的「重炮」），日本央行可望维持现行的货币政策，或是反过来缩减资产收购规模。尽管如此，这些都只是时间上的问题。今年下半年，预期各界对于日本央行的「下一步」将进行日益热烈的讨论。尽管日本央行有缩减资产收购规模的机会，但也看到越来越多人讨论日本央行设定利率目标的可能性（亦即将 30 年期日本公债殖利率限制在特定水平）。有鉴于上述的不确定性，联博认为日本公债的波动性将略微上升，而日圆可望升值。

### 澳洲与新西兰展望

#### 澳洲的下行风险焦点转移到房市

无论是澳洲或新西兰在 2015 年面临的许多重大经济议题，都将延续至 2016 年。大宗商品价格下降对经济表现的拖累程度究竟有多大？房市发展过热最终会带来怎样的后果？除了房市与大宗商品，其他经济活动究竟能有多大的成长幅度？

目前看来，新西兰在上述挑战之下表现渐入佳境。相较之下，澳洲不动产市场面临动荡调整的风险，将成为各界未来 6 个月讨论的议题。去年底，澳洲房价已表现疲弱，同时营建活动的领先指标亦维持疲弱走势。

有鉴于澳洲面临较为显著的下行风险，联博对澳币汇率的看法也略微负面。尽管基本观点认为两国央行不会改变货币政策，但澳洲央行进一步宽松政策的机率明显高于新西兰。

### 新兴市场展望

#### 巴西：身陷恶性循环中

**拉丁美洲：** 尽管今年拉丁美洲没有太多的选举活动，仅有秘鲁与多米尼加举行总统大选，但联博预期政治局势发展将左右经济政策的规划与执行。

尽管巴西 2015 年经济萎缩的幅度比初步预估要严重许多，但通胀仍突破 10%。巴西央行表示，在 2018 年前通胀将难以达到目标水平，因此不排除可能将进一步升息。然而，巴西目前身陷严重经济衰退，因此政治环境是否允许央行实行货币紧缩政策，仍是个未知数。上个月，巴西总统罗塞芙 (Dilma Rousseff) 将财政部长李威 (Joaquim Levy) 解职，由规划部长巴波萨 (Nelson Barbosa) 接任。自从巴西丧失投资等级的主权评等之后，巴西经济陷入严重衰退，前财政部长李威的地位便岌岌可危。原先，李威计划在去年初精简政府开支，但受到国会僵局的影响，精简计划胎死腹中。此外，经济萎缩亦使得政府收入下降。据闻新任财政部长巴波萨有意放慢财政紧缩的速度，避免经济活动受到更进一步的负面冲击。巴波萨计划在 2016 年实现 0.5% 的主要财政盈余，前任财长李威的目标则是 0.7%。然而，有鉴于 2016 年巴西 GDP 可能会再度萎缩，因此巴波萨能否实现财政目标仍是未知数。联博预期今年巴西主要财政盈余将低于官方目标，可能会接近于 0% 甚至是略微低于 0%。此外，主权负债相对于 GDP 的比例可能会进一步恶化，且在 2016 年初巴西主权评等可能至少会再调降一次。同时间，巴西总统仍旧面临弹劾的风险，国营石油公司 Petrobras 的交易贿赂案仍在调查中。有鉴于种种政治不确定性挥之不去，巴西企业与消费者信心可能难以回复，目前经济活动严重萎缩的情形也难以改善。

#### 阿根廷：新任总统身负众望

阿根廷新任总统马克里 (Mauricio Macri) 一上任便火速推动深度经济改革，主要政策之一便是解除外汇市场限制。如此大胆的政治举动展现成效，且阿根廷披索的汇率未如反对派所预期地剧烈波动。此外，阿根廷政府提高利率，透过美国法

院指定的仲裁机关与海外债权人重启债务协商，并着手改革阿根廷国家统计与普查局（INDEC）。上述有利于市场的政策措施引发投资人正面的回响，但阿根廷政府仍面临重大挑战，包括阿根廷披索贬值导致进口通胀推升国内物价、欠缺取得国际融资的管道、以及反对党取得参议院多数席次，因此推动改革法案将更加困难。

### 委内瑞拉：执政党与反对党的冲突

委内瑞拉反对党在 12 月的期中选举取得大幅胜利，16 年来首次取得多数席次。然而，执政党清楚表示将对抗多数反对党的意见，执意在新国会就职前任命新的大法官。总统马杜洛（Nicolas Maduro）改组内阁，任命极端派的财政部长，显示执政党无意推动亟需的市场改革。目前看来，未来几个月执政党与反对党的摩擦仍难以改善，因此委内瑞拉的政治波动性将上升。此外，目前油价显示委内瑞拉今年的偿债能力将受到考验。

### 低通胀造就更多的宽松政策

**亚洲（日本以外）：**亚洲经济成长前景仍充满挑战，出口与内需表现依旧不振。唯一的亮点在于商品价格走弱将使得通胀维持温和水平。此外，尽管圣婴现象的影响令人忧心，但粮食通胀目前维持稳定。这些因素将使得多数亚洲央行，包含中国、台湾、韩国、印度尼西亚、与泰国，拥有充足的政策松绑空间。此外，随着经济成长疑虑加深，财政刺激政策亦可望扩张，尤其是中国政府可能更愿意加速推动公共建设计划，以弥补疲弱的出口需求。尽管如此，印度尼西亚与马来西亚可能是两个例外的国家，因为此两国必须维持财政纪律，以重拾政策的可信度。

### 人民币面临贬值压力，但观察新的一篮子货币为评估人民币汇率前景的关键

人民币在去年 11 月底加入特别提款权一篮子货币后，中国人民银行便调整外汇政策。近期趋势显示中国人民银行将采用一篮子货币制订人民币汇率中间价，同时允许人民币/美元汇率的波动性扩大。此举可能使得资金加速外流，导致人民币在近期内进一步走弱。整体而言，联博预期中国人民银行仍将试图维持人民币兑一篮子货币的汇率稳定性，因此今年要评估人民币的汇率前景，美元的汇率走势将是关键。

### 中国经济再平衡持续进行中

目前中国国内经济正处于结构性再平衡阶段，持续迈向消费与服务导向的经济体，重工业与低附加价值制造业等旧经济活动持续放缓。服务业成长率，尤其是电子商务与金融服务，仍稳健成长。故此，在可预见的未来内，北京当局面临的压力不致于大到需推出「重炮」刺激政策以挽救经济成长。联博持续预期中国将在 2016 年继续调降存款准备率与政策利率，同时也将微幅扩张财政政策。

### 低油价有利于中/东欧经济成长，但低通胀将对政府财政带来潜在挑战

**欧非中东：**2015 年底油价加速下跌，将持续令欧非中东各国的经济成长率、通胀、与货币政策在近期内加速分歧。中/东欧国家经济活动，尤其是捷克、匈牙利、波兰、与罗马尼亚，将受惠于商品价格下降与欧元区稳定的经济成长。能源价格进一步下跌，令多数中/东欧国家央行无法实现通胀目标，因此各国央行进一步松绑货币政策的空间更大，进而支撑经济成长。然而，低通胀将对政府财政造成威胁。波兰等国可能会被迫在最新公布的预算展望中，下修原先过度乐观的通胀预期，并上修 2016 年的财政赤字预测结果。

### 俄罗斯将维持审慎的政策态度

油价再度下降，将令俄罗斯实体经济活动持续面临压力，因此对于 2016 年的经济预测面临些微下修风险。由于油价下降无法支撑近期经济成长，因此俄罗斯决策官员将维持严谨的政策态度。联博认为俄罗斯财政部将修正公共支出计划，确保 2016 年财政赤字维持在接近 3% 的水平。此外，倘若古德林（Alexei Kudrin）如传言般回任财政部长，届时俄罗斯财政政策将可重拾信任。俄罗斯央行将于 2016 年进一步松绑政策，但面对卢布贬值与居高不下的通胀预期，俄罗斯央行将于第一季维持审慎的政策态度。

### 土耳其与南非的货币与财政政策可信度将受到质疑

土耳其与南非仍将是 2016 年的关注焦点，尤其是两国的政策可信度。毫无疑问的，土耳其受惠于商品价格下跌与政治稳定性改善，但是土耳其近期市场信心再度受到影响，因为土耳其央行不愿实现货币政策正常化的承诺，而且只看短期波动性，不愿正视前瞻指标。土耳其需要紧缩货币政策来面对国内不断上升的通胀，但即便面对严峻的政治压力，土耳其央行似乎准备冒险延后升息的时间。至于南非，货币政策的可信度仍高，尽管财政部长聂涅（Nhlanhla Nene）突然在去年 12 月遭到免职，令外界对政府财政的信心受到冲击。南非政府重新任命戈登（Pravin Gordhan）为财政部长，应有助重拾政策可信度，但南非的货币紧缩政策，为疲弱的经济成长动能的原因之一，将对南非的财政收支与投资等级信用评级带来挑战。

### 中东国家财政整顿与沙特阿拉伯/伊朗关系仍是观察重点

中东地区，政府财政与沙特阿拉伯/伊朗的关系将成为低油价环境下的观察重点。自 2011 年阿拉伯之春爆发以来，沙特阿拉伯财政支出居高不下，为受到油价下跌冲击最为严重的国家，尽管油价下挫大部分是自作自受。然而，近期沙特阿拉伯宣布远大的财政改革措施，显示该国准备更加严正地看待长期低油价的持续。沙特阿拉伯之所以压低油价，目的之一在于削弱伊朗解除石油禁运后的原油出口收入。此外，沙特阿拉伯处决什叶派传教士尼姆（Sheikh Nimr al-Nimr）并与伊朗断交，令两国敌对程度恶化，什叶派与逊尼派的对立深化，短期内情势难以逆转。

### 商品价格下降，令边境市场汇率贬值、维持货币紧缩政策与通过 2016 年修正预算

**边境市场：**商品价格依旧疲弱、及今年的经济成长率预测值下修，令许多非洲商品出口国提前采取预防行动。自从油价开始走跌，安哥拉央行已令汇率两度贬值，今年初再度决定让汇率贬值 15%。除了货币贬值之外，安哥拉央行持续调升政策利率，藉此对抗通胀上升，同时严格管控外汇市场，藉此维持庞大的外汇存底。外界呼吁尼日利亚应起而效尤，令汇率贬值的声浪越来越大，且地下汇市显示尼日利亚汇率应该要贬值 30%。到目前为止，尼日利亚政府持续抵抗汇率贬值，但预期汇率将在几个月内下滑，因为尼日利亚政府准备扩大支出以支撑经济成长与基础建设开发，因此先使货币贬值再设法筹措外部资金，方为明智之举。最近，尼日利亚政府决定取消燃料补贴，此与总统布哈里（Buhari）先前的承诺背道而驰，因此联博认为同样的情形也会发生在外汇管理政策上。中非与南非区国家正准备审议 2016 年预算案，尽管各国有意进一步删减财政支出，但落后的基础建设成为未来经济成长的一大隐忧，因此国际货币基金建议更大规模的结构性改革政策，聚焦扩大税基与加强取缔逃漏税，尤其是灰色经济地带。

---

#### 风险声明

1 个基点=1/100 个百分点

本材料中包含的信息反映了 AllianceBernstein L.P.或其关联机构的观点以及截至本材料印刷日 AllianceBernstein 认为可信的信息。AllianceBernstein L.P.对相关数据的准确性不做任何陈述或保证，而且无法保证本材料中的任何预测或观点将得以实现。

过往的业绩不能保证将来的表现。本材料中陈述的观点也有可能在本材料付印后发生变化。本材料信息仅供参考，不构成任何投资建议。AllianceBernstein L.P.或 Bernstein 不提供任何有关税务、法律或会计的建议。

本材料未考虑任何投资人的投资目的或财务状况，投资人在作出投资决策前应与相关专业人士讨论其具体情况。本材料由 AllianceBernstein L.P.提供。本材料或其中包含或援引的任何信息均不构成在中华人民共和国("中国")，就本材料而言，不包括香港、澳门和台湾)境内销售任何 AllianceBernstein 或其关联机构所提供的金融工具、产品或服务的要约或购买前述金融工具、产品或服务的要约邀请。在考虑本材料时，阁下应该与上述相关领域的专业人士就阁下的具体情况进行讨论。© 2016 AllianceBernstein LP

[A/B] 标志为 AllianceBernstein 的服务标记，而 AllianceBernstein®为注册商标，须获得其拥有人 AllianceBernstein L.P.的批准方可使用。