

2015 年国外经济宏观形势展望

2015 年 1 月 12 日

核心观点

- ❖ **美国经济逐渐走强，加息预期强烈。**2014 年美联储宣布退出 QE，原油价格下跌、失业率下降、消费信贷扩张等因素促使经济从复苏中很快走出来。2015 年加息预期强烈，但是美联储对于其加息的时间点暂时未定，预计约为年中期间。
- ❖ **欧元区经济面临波动，改善可能性和风险并存。**2014 年欧元区表现平平，整体经济较为低迷，成员国之间发展分化很大。欧洲央行实施的负利率政策效果不佳，明年或将采取欧洲版 QE 政策，使得欧元进入下行趋势。但同时还需要考虑成员国之间的其他风险事件发生的可能性，如选举等事件所造成部分国家执政党政策改变的风险。
- ❖ **日本经济政策效果不佳，疲软状态或将持续。**2014 年日本政府通过提升消费税来刺激通胀和需求，其效果正在逐渐减弱，同时日本政府还配以意料之外的超量化宽松的货币政策。由于安倍第一、二支箭的效果负面影响更大，同时第三支箭没有达到预期效果，使得日本的经济继续低迷。
- ❖ **新兴经济体分化发展，受美元加息影响较大。**由于国际上的经济体的货币政策分化，导致了美国对欧洲和日本的息差扩大化，使得美元指数上升，而其造成的结果是资金回流美国，对于新兴经济体造成了资金流出的巨大风险。同时原油价格持续下跌，导致新兴经济体中许多资源型出口国的货币贬值。新兴经济体面临风险，但部分新兴经济体已经具备较强的自身防风险能力。



基金管理总部

基金经理 陈磊

电话：021-68591607

邮箱：chenlei@changyucapital.com

基金经理 袁波

电话：021-68591620

邮箱：yuanbo@zongyiholding.com

基金经理 杨滕

电话：021-68591618

邮箱：yangmeng@zongyiholding.com

主笔研究员 葛忻悦

电话：021-68591608

邮箱：gexinyue@zongyiholding.com

联络人 刘莉华

电话：021-68591612

邮箱：liulihua@zongyiholding.com

2015 年国外经济宏观形势展望

2015 年全球经济形势将继续分化，全球经济将面临通缩压力，伴随着大宗商品价格的下跌，压力还在进一步加剧。在这样的大环境下，各大经济体的发展趋势大相径庭，货币政策也出现较大的分化。全球经济仍处于从危机底部缓慢爬升的状态，世界经济的增长低于此前 IMF 的预计。

美国经济将进一步走强，消费信贷规模扩张，失业率下降，通胀水平稳定等诸多因素都使得美国在 2015 年的发展前景一片光明。而与此相反的是，欧元区由于财政紧缩后导致欧元缺乏生机，信贷规模下行，日本也存在着消费税上调后刺激效果不明显，安倍第一、二支箭的效果减弱，第三支箭未达到预期效果使得经济状况持续低迷的问题。对此，欧元区很可能采取进一步的宽松政策，以平复通货紧缩下民众的不满，同时日本也需要防范再次陷入衰退的风险。

1. 美国经济逐渐走强，加息预期强烈

回顾 2014 年美国的经济情况，经济由复苏逐渐转向扩张，未来增长势头明显。从 2009 年至今，美国已经逐步完成去杠杆，在 2014 年美联储宣告全面退出 QE。各机构对于美国未来的 GDP 增速也都是持看好的意见。

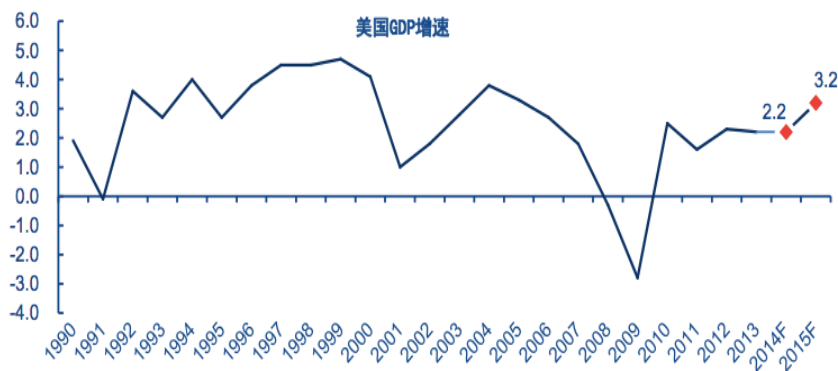


图 1 2014 和 2015 年美国GDP增速预测

2015 年美国的发展趋势及其原因主要可以从外部和内部两个方面进行分析。

从外部环境进行剖析，全球原油价格持续走低，甚至出现鲜有的暴跌，对于美国经济的影响是一种利好。因为国际原油价格的不断下行，会使得成品油的成本逐步降低，而使得资金可以用于其他的消费支出。除能源之外，农产品、工业金属均出现下跌。同时，美元走强虽然会对经济增速产生负面影响，但是经测算后，基本还是可以和油价下跌的利好进行抵消。

从内部因素进行剖析，针对美国 2015 年的发展形势而言，地产的复苏和个

人消费信贷提升是未来使得美国经济可以稳步上行的两个最主要的因素。由于美国经济复苏，使得失业率下降，劳动力市场具有较强的改善，最直接地提升了民众们的消费意愿和信心。个人消费意愿的上升会进一步推动住房信贷的恢复，即拉动美国居民个人住房需求。从新屋销售和成屋销售的趋势当中，反映了美国房地产市场的波动，但也标示了向好的趋势。房地产和消费市场二者的发展相结合，将对 2015 年美国 GDP 的增速提供有力的支撑。

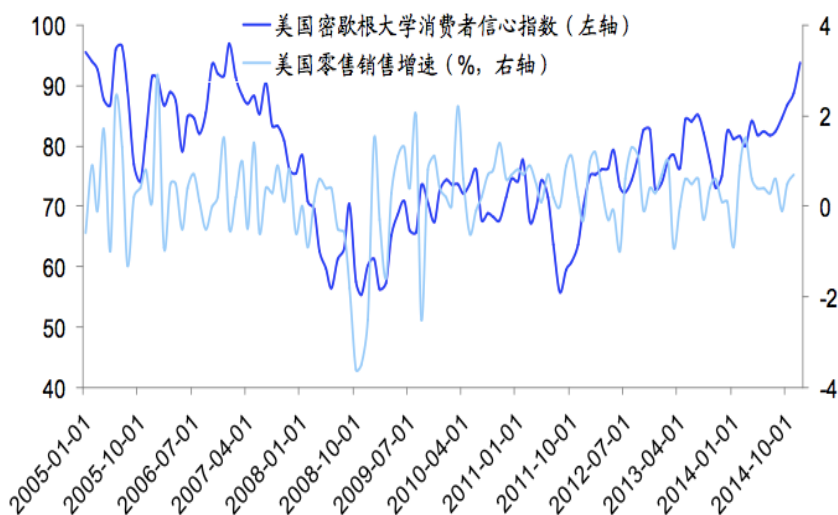


图 2 美国消费市场复苏有力



图 3 美国就业情况良好

未来美国在货币政策的选择上，趋向于温和加息的路径。有关于加息的信息，从耶伦 12 月份的讲话当中，我们可以感知到一定的市场信息，在未来的一年当中，美国加息几乎是必然的趋势，美联储对于美国的经济形势还是很有信心的，但是他们对于加息时点的选择上还是较为谨慎的。目前为止市场对于加息的预期基本上是在 2015 年 6、7 月份左右，预计届时美联储会召开议息会议，进行 2015 年的首次加息，加息幅度预计在 25bp-50bp，如届时未能加息，则可能在 2016 年 1 月份进行加息操作。

对于财政政策的选择上，美国共和党会希望通过缩减预算赤字、整固财政的方式来降低政府对于经济的干预，所以 2015 年和 2016 年预计应该会有较为低的赤字。



图 4 美国预算赤字占 GDP 的比重 (%)

2. 欧元区经济面临波动，改善可能性和风险并存

回顾 2014 年，欧洲从的债务危机中逐步走出来，经济开始缓慢复苏。受到原油价格下跌的影响，民众的消费出现起色，政府支出也在逐渐加大。但是由于地缘政治和受外部经济体经济增速放缓的影响，欧盟出口量回落，拉低经济增长速度。欧元区的通缩压力一直在不断加大，究其原因，主要还是服务业复苏缓慢和欧元升值所造成的。而欧元区和其他地区不一样的困难在于，欧元对外贬值则对内也贬值，反之亦然。所以欧元的升值会导致通缩的加剧。

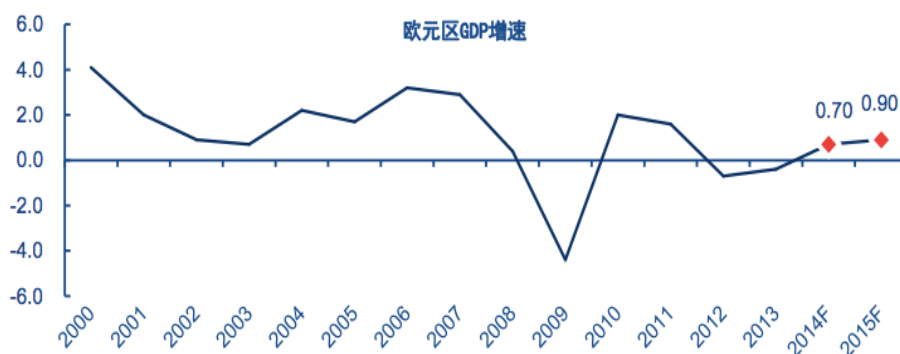


图 5 2015 年欧元区增速预测

在 2014 年下半年开始，欧洲央行进入了负利率时代，挽救了银行和欧元区国债，但是同时也造成了实体经济的贷款资金成本上升，使得经济复苏乏力。虽然采取了两轮 TLTRO 新型货币工具的使用，但是两轮 TLTRO 共注入 2124.4 亿欧元，收效仍旧不够明显。

2014 年各成员国之间发展差距大相径庭，龙头德国表现依旧强健，消费和出口拉动经济增长效果明显，但受到投资疲软抵消。德国、爱尔兰等制造业优

势明显的国家复苏得更为迅速。英国政府紧跟美国，进入加息周期，但加息计划受通缩影响可能会有所延后。其主要原因是欧元区整体恢复速度缓慢，拖累英国的 GDP 增速和通胀。希腊在通缩的政策下，失业率一直居高不下，民众不满央行的财政紧缩政策，由于年底大选失败，将会在 2015 年再次进行大选，未来可能存在着退出欧元区，对外债违约的风险。

2015 年欧元区的发展趋势及其原因主要可以从外部和内部两个方面进行分析。

从外部来看，原油价格的下跌会对欧洲各个成员国起到双重的影响。原油价格下跌会使得企业的成本下降，促进部分企业的更好发展，同时也会促进个人消费的提升。

从内部来看，欧元区各成员国之间还是有政策的分化，还存在很多的不确定风险。俄乌关系堪忧，乌克兰和俄罗斯是否继续维持现状还是乌克兰获得独立等等都无法确定，未来发展趋势十分不明朗，所以地缘政治风险需要纳入考虑。希腊大选换届可能使左翼联盟（Syriza）获权，可能会使得欧盟面临希腊退出欧元区的风险或者放弃财政紧缩政策的情况，更可怕的是还有可能带动其他国家进行违约。除此之外，英国和西班牙的大选也将对欧元区未来的发展造成影响。

在政策的实施方面，针对 2015 年欧元区的发展，在增长缓慢以及通缩风险的共同影响下，还是存在着较强的不确定性的，一向以维持货币稳定为长期目标的欧洲央行有很大可能性会开始启动欧洲版 QE，进行国债的购买。这种欧洲版的 QE 很大程度上是参照于美国的模式，但是由于不存在欧洲国债，国债购买针对的是各个国家的主权债，在购买的品种、数量上就有很大的技术性问题，也会有很大的政治性因素。虽然市场对于欧洲央行推出欧洲版 QE 的预期十分强烈，但政策实施的时间点和是否会真的进行实施还不能够确定。预计在 2015 年，欧洲央行所采取的措施将扩大其资产负债表规模约 1 万亿欧元。其目的当然是非常明确地，希望能够提升通胀。

3. 日本经济政策效果不佳，疲软状态或将持续

2014 年日本政府通过提升消费税来刺激通胀和需求，其效果正在逐渐减弱，同时日本政府还配以超量化宽松的货币政策。2014 年 10 月，日本央行的超预期宽松政策出乎大家意料，造成了日元的大幅度贬值。日本扩大每年基础货币的刺激目标到 80 万亿日元，同时央行每年还将增加 30 万亿日元的债券购买规模，并且延长国债的持有期限等等具体措施。由于安倍第一、二支箭的效果负面影响更大，同时第三支箭没有达到预期效果，使得日本的经济继续低迷。

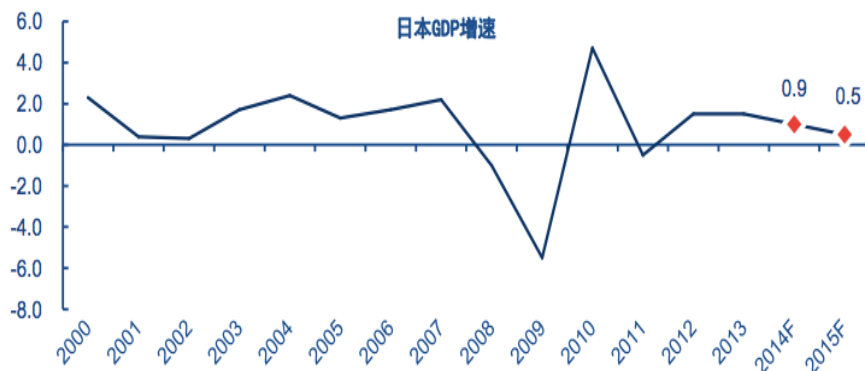


图 6 2015 年日本经济预期（中信证券观点）

日本消费税的提升导致其信贷增速出现下降，将通胀提升到 2% 困难重重。消费税的提升使得前一个季度的消费需求扩大，但只能在短时间内提升通胀水平，长久来看还是很难维持。因为日本的名义工资增速慢于通胀的提升速度，使得实际工资呈现负增长，势必会影响到日本民族的实际消费需求，使之缩减，进而拉低 GDP。

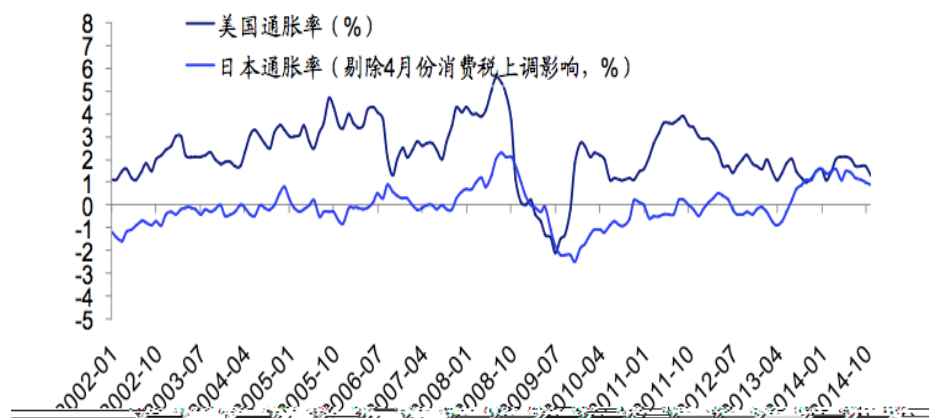


图 7 日本通胀率走势图

安倍经济学自身矛盾重重导致其实施效果并不理想。安倍经济学认为，只有当日元贬值程度很大时，日本跨国企业才会考虑将生产线移回国内，只有当通胀维持在高位时，才会有名义工资的压力。安倍第一、二支箭进行财政扩张和量化宽松，会使得日本政府和央行的干干率增加，同时逐渐积累风险。同时第三支箭没有达到预期效果将会进一步使得经济低迷。

日本央行如果不进行结构性改革，而是一直采取和 1989 年日本信贷泡沫破灭时期一样的扩大量化宽松的政策，维持零利率的措施，还是难以从根本上挽救其通胀和经济状况。日本人口结构决定了日本的劳动力增速无法过快，使得工资总额的增速也相应放缓，所以从民众的日常需求上来说，根本性的总需求很难得到提升。

4. 新兴经济体分化发展，受美元加息影响较大

2014 年由于国际上大的经济体的货币政策分化，导致了美国对欧洲和日本的息差扩大化，使得美元指数上升，而其造成的结果是资金回流美国，对于新兴经济体造成了资金流出的巨大风险。同时原油价格持续下跌，导致新兴经济体中许多资源型出口国的货币贬值，其中最具代表性的就是俄罗斯、印尼等。在 2014 年 12 月 16 日北京时间晚间美元兑卢布延续前一日上涨态势，期间曾突破八十大关，一度飙升至 80.10 美元/卢布，贬值多达 19%，并使得卢布汇率创下 1998 年来的历史最低点。

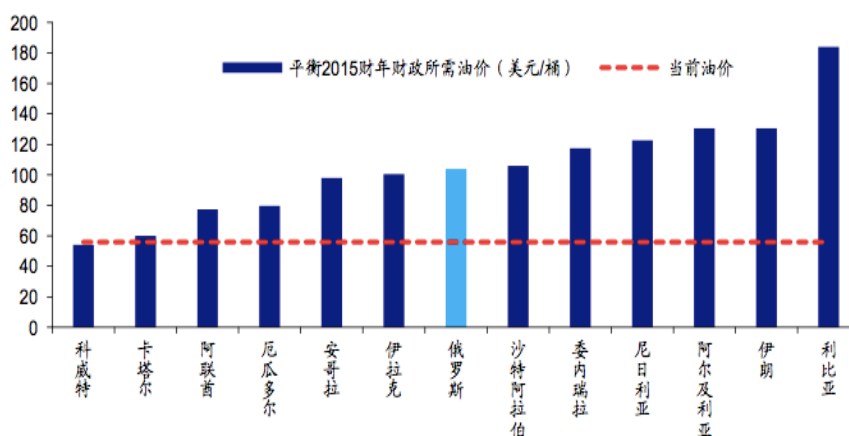


图 8 各国平衡财政收支所需油价

在 2015 年，新兴经济体面临的最大的风险就是美联储将纳入加息周期所造成的影响。美联储加息时间虽然未定，但是加息预期已经十分明确，一旦加息，对于依赖于短期外债和外汇储备紧缺的国家具有很大的危险，同时对于由海外市场支撑，并且会产生大量资本回撤至美国的国家也有很大的负面影响。对于资源型的国家，如中东，则将会面临更强的压力与威胁。

但是值得一提的是，新兴经济体应对美国加息的能力也越来越强。美国经济复苏势头强劲，欧洲假如不出现大的变化与波动，则对于制造业为主的国家来说，将会有出口上的增长，如东盟。对于政局稳定、外汇储备充裕，经常账户赤字减小、具有较少短期外债的国家来说，美国加息对其影响还是有限的，如印度、印尼等。

主要参考报告：

20141124-中信证券-中信证券国际宏观周报：2015 年前瞻，全球分化，美国脱颖而出-569618

20150106-申银万国-申银万国全球前瞻：2015 不得不防的黑天鹅事件

20141224-海通证券-海通证券 15 年海外宏观报告：谁让你心动，谁让你心痛

20141231-中信期货-中信期货 2015 年全球宏观经济展望：央行政策分道扬镳，全球经济挣扎前行

一般性声明