

2016 年 01 月 15 日

殷忧启明

——2015 年全球经济回顾与 2016 年展望

相关研究

掘金供给革命——2016 宏观经济报告
2015-11-25

十三五中国经济的五大趋势：步入新周期
2015-07-27

证券分析师

李一民 A0230515080002
liyim@swsresearch.com
李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com

联系人

余子珍
(8621)23297818×7595
yuzz@swsresearch.com

感谢实习生成晓辉、邵翔和王超逸

对文本的贡献

结论或者投资建议：

- 很多投资者反映现在很难找到一篇概览式的、且契合中国投资者的全球经济报告，对于热点问题也没能形成前因后果般系统性的分析。值此辞旧迎新之际，我们隆重推出这篇褐皮书式的全球经济报告，对应上周中国经济蓝皮书，相得益彰。
- 本报告中我们参照 IMF、OECD、WB 等机构年度展望报告的行文范式，以国别来分章节，对资本市场最为关注的经济和政策变量进行分析，并以专栏形式对若干比较有意思的话题进行单独探讨。涉及到的关键点包括：经济增长、投资、消费、贸易、通胀、大宗商品、货币政策与货币政策 8 个方面。既包括 2015 年全球经济的全景式回顾，也包括 2016 年全球经济的前瞻。
- 2015 年，美国经济延续复苏的格局，国内贸易以及房地产市场是支撑经济的动能所在，但家庭支出与制造业投资仍然呈现比较谨慎的态度，产出和就业的持续改善预计会给中长期通胀带来上行。如果投资难以快速改善，美国中长期风险不小，4 次加息必须建立在更强的经济数据以上。目前美联储与市场预期存在分歧，预计这一分歧的纠正会在 6 月涌现，动荡难免。
- 欧洲通胀率的快速恢复是 2015 年最大亮点。2015 年第三季度 GDP 保持着欧债危机以来的新高，复苏形态上确定性反而还高于美国。作为经济领头羊的英法德三国，表现依然较快恢复，“欧猪五国”除希腊之外表现出较好的态势。固定资产投资的增长十分不稳定，是欧洲进一步复苏的一大隐忧，因此 QE 与通胀的正反馈将鼓励欧央行把目前的货币政策延续下去。
- 新兴市场国家普遍遭遇经济发展的困难，发展情况出现了明显分化。以金砖五国（BRICS）为例，中国和印度以加工制造为主，依然保持着较高增速与较低通胀，货币政策与国内改革有很大空间。俄罗斯、巴西和南非，都是资源出口大国，由于全球产业结构调整 and 大宗商品价格低迷，滞胀风险严峻，政策捉襟见肘。我们不认为新兴市场会重陷 97 年金融危机，需警惕个别国家外汇储备正急剧缩水。
- 2016 年，全球经济可能还是不能表现出非常明显的复苏。全球经济主要呈现的三大特征包括：一是发达经济体与新兴市场分化更大；二是大宗商品产能去化继续，通缩风险大于滞胀；三是依靠“连帮带”模式走不出衰退死循环。
- 我们预测 2016 年全球 GDP 增速为 3.2%，2015 年全球 GDP 增速是 3.0%，这意味着全球经济可能会出现极弱的好转。但是，2016 年的 GDP 增速差于 2014 年的实际 GDP 增速，也就是说经过六年之久，全球经济还不能达到增长的格局。对经济体进行分别评估，我们认为发达经济体尤其是美国经济表现健康良好，欧洲经济受益于宽松延续保持强劲，而我们对于新兴市场的看法则偏向悲观。格局的不稳定性给全球投资者带来的避险需求，以及美联储加息周期开启，我们看强美元走势。
- 报告较长，建议没有特别覆盖的读者可以直接通过目录，进入 6 个热点专栏问题。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 2015 年国别经济形势回顾.....	5
1.1 美国：殷忧启明	5
1.2 欧洲：春江水暖	11
1.3 新兴市场：多难兴邦	17
2. 2016 年全球经济形势展望.....	24
2.1 不容乐观的全球复苏进程.....	24
2.2 发达经济体与新兴市场分化更加明显	27
2.3 商品产能去化继续，通缩风险大于滞涨.....	29
2.4 依靠“连帮带”模式走不出衰退死循环.....	34
专栏 1：加息路径的基本判断	10
专栏 2：巴黎恐怖袭击对欧洲复苏的影响	17
专栏 3：巴西非典型性“滞胀”是否具有普遍性.....	19
专栏 4：新兴市场重陷 97 年金融危机的讨论	22
专栏 5：美国经济是否会陷入滞胀？	31
专栏 6：如果油价的反弹，会使美国 CPI 大涨吗？	33

图表目录

图 1: 实际 GDP 及各组成项目环比增长率	5
图 2: 各组成项目对实际 GDP 环比增长拉动率	6
图 3: 新增非农就业人数、官方 U3 失业率与 U6 失业率	6
图 4: 实际时薪同比增幅与密歇根消费者信心指数	7
图 5: 制造业 PMI 和费城联储景气指数	7
图 6: 产能利用率与工业产出环比	8
图 7: NAHB 房地产市场指数与房价指数环比变动	8
图 8: CPI 同比与核心 CPI 同比	9
图 9: 2016 年不同时点联邦基准利率水平的预期 分布（纵轴为百分比）	9
图 10: 2015 年 9 月, 官员对利率的预测值	10
图 11: 2015 年 12 月, 官员对利率的预测值	10
图 12: 欧元区经济实际 GDP 增长	12
图 13: 欧盟 28 国经济实际 GDP 增长	12
图 14: 英法德 3 国实际 GDP 环比增长 (%)	12
图 15: 意希西三国实际 GDP 环比增长 (%)	12
图 16: 欧元区总固定资产形成额增长不稳定	13
图 17: 分国别看政府预算余额占 GDP 比重 (%)	13
图 18: 2015 年 HICP 和核心 HICP 走势	14
图 19: 利率走廊体系(%): 欧元区负利率时代	15
图 20: 欧元区货币增长 2015 年提速	15
图 21: ECB 总资产与欧元区银行部门国内信贷变化	16
图 22: 欧元区银行部门国内信贷组成部分同比变化	16
图 23: 欧元区银行部门国外净资产变化	16
图 24: 金砖国家 BRICS 实际 GDP 同比增幅 (%)	18
图 25: BRICS 各国货币 2015 年年初至今的贬值情况 (%)	18
图 26: 巴西实际 GDP 及各产业同比增速	19
图 27: 巴西广义 CPI 与广义 IPA 同比增速	19
图 28: 巴西能源消费价格上升迅猛 (同比: %)	20

图 29: 俄罗斯 CPI、PPI 同比增速	21
图 30: 印度进出口和油品进口同比增速.....	22
图 31: 拉美四国外债规模变化 (亿美元)	23
图 32: 新兴市场严峻 8 国外汇储备变动 (亿美元)	23
图 33: OECD 经济体增长先行指标	24
图 34: OECD 欧洲经济体增长先行指标	25
图 35: OECD 发展中经济体增长先行指标.....	25
图 36: IMF 近三次全球增长预测与调整幅度	26
图 37: 全球增长周期: 发达国家领跑, 新兴市场滞后	27
图 38: 发达经济体与新兴经济体经济增速差距在缩小.....	错误!未定义书签。
图 39: 发达与新兴经济体对世界经济贡献率 (PPP 加权)	28
图 40: 大宗商品上下游结构的传导周期.....	29
图 41: EIA 原油库存增加量与 OPEC 总产能	30
图 42: EIA 精炼厂产能利用率	30
图 43: 必和必拓铁矿石产量	31
图 44: 美国、欧元区与日本通货紧缩状况	31
图 45: 加息周期启动后 12 个季度内实际 GDP 的表现 (启动季度 GDP=100) .	32
图 46: 加息启动后 3 年内 CPI 的表现 (同比: %)	33
图 47: 加息启动后 3 年内核心 CPI 的表现 (同比: %)	33
图 48: 2015 年美国 CPI 的组成部分 (占比: %)	33
图 49: WTI 原油价格与同期 CPI 环比数据.....	34
图 50: 中国进口与大宗商品出口国出口增速.....	35
图 51: 新兴市场国家 (亚洲、拉美) 资本市场资金净流动 (十亿美元)	36
图 52: 非金融部门偿债率 (%)	36
图 53: 新兴市场收益率与 10 年美债收益率的相关性.....	36
表 1: 美联储委员对未来利率水平的预期	11
表 1: 美联储历史加息周期与幅度	11
表 3: 全球及主要经济体 GDP 增速的预测	26

本文中，我们从国别形势与热点问题两条主线，就经济增长、投资、消费、贸易、通胀、大宗商品、金融市场与货币政策 8 个方面入手，全面梳理了 2015 年的全球宏观经济形势，并对 2016 年的全年大格局与热点问题作出前瞻判断。

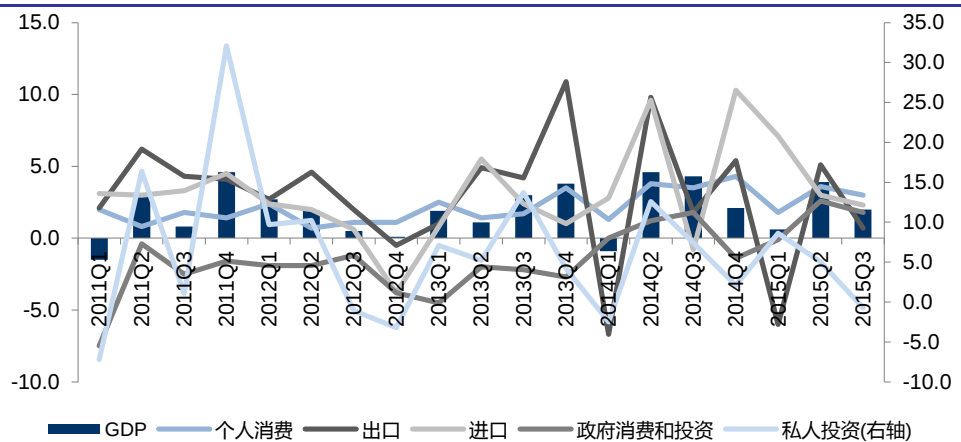
1. 2015 年国别经济形势回顾

1.1 美国：殷忧启明

本节中，我们主要从总体经济运行情况、就业与消费状况、投资状况、通胀与货币政策四方面来对美国 2015 年宏观经济形势进行回顾。重点我们关注美国的就业以及房地产市场，这两点也是支撑美国 2015 年经济复苏的驱动力，是美国 2015 年经济的“亮点”所在。

2015 年美国延续复苏的格局，但复苏脚步仍然比较缓慢。前三季度美国 GDP 同比增长率分别为 2.9%、2.7%、2.1%，较 14 年分别上升 1.2 个百分点、0.1 个百分点和下降 0.8 个百分点。虽然增长趋势难言乐观，但相对于其它发达国家来说 2% 的增速仍然是中高速的。四季度受到就业强劲表现以及房地产市场回暖的共同推动，料将保持 2% 以上的增速。

图 1：实际 GDP 及各组成项目环比增长率

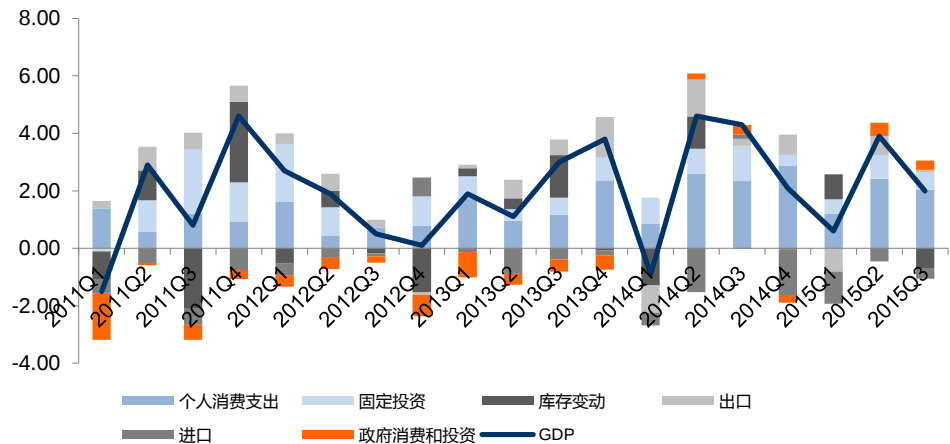


资料来源：Bloomberg, BEA, 申万宏源研究

从 GDP 的各组成项目来看，受益于就业转暖状况比较乐观，2015 年前三季度个人消费环比分别增长 1.8%、3.6% 和 3%，这一良好趋势在 2014 年底已经显现，因此得到提前预期。2015 年私人投资在极低利率下仍然低迷，环比增长率由一季度 8.6% 下降到三季度 -0.7%，投资意愿持续疲弱，已经开启的加息事实可能会造成进一步下滑，导致私人投资在 2016 年继续负增长。受到美元持续强势以及全球经济放缓影响，美国出口较上一年出现大幅下滑，前三季度的出口环比分别为 -6.0%、5.1%、

0.7%；政府消费和投资 2015 年则保持相对平稳的状态，与 14 年基本持平，对 GDP 的拉动率上升。

图 2：各组成项目对实际 GDP 环比增长拉动率

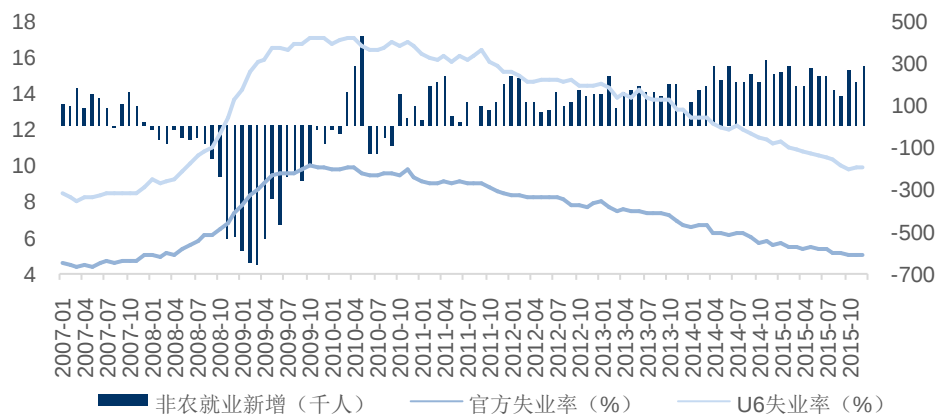


资料来源：Bloomberg, BEA, 申万宏源研究

就业来看，2015 年美国创造了 265 万个非农就业岗位，就业市场表现为 1999 年以来最好的年份之一。官方失业率 2015 年持续下降，目前失业率已经接近充分就业状态。12 月，美国新增非农就业岗位 29.2 万个，创年内新高，劳动力参与率为 62.6%，四季度平均失业率保持 5.0%。种种迹象显示，美国经济正向预期的方向迈进。

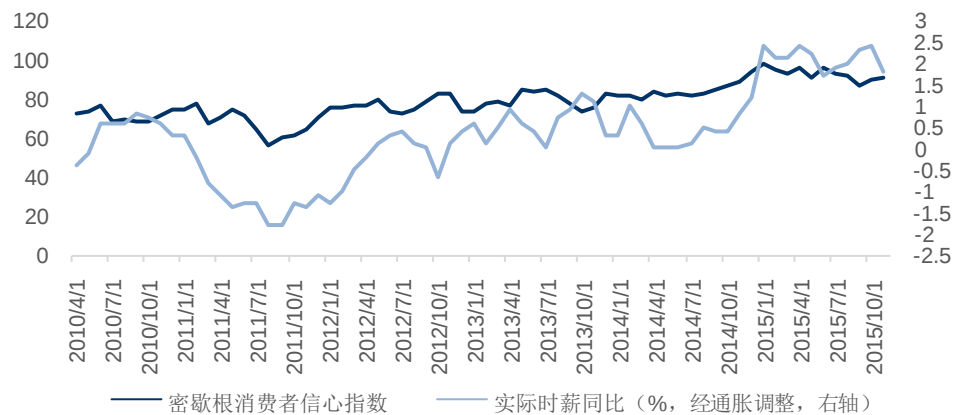
就业的持续改善最直接的影响是拉动消费，消费者信心始终与薪资增长有密切相关。在美联储宣布十年来的首次加息后，市场的关注焦点开始从新增就业人数转移至了薪资增速上。2015 年个人收入与个人支出环比均在稳步上升，受到就业的带动作用，消费者的消费意愿已经出现明显的改善。但四季度上升趋势再减弱，并且个人收入的环比增幅持续高于个人支出的环比增幅，说明个人支出仍然处于比较谨慎的态度，是在全球经济增长疲弱的背景下，美国国内贸易已经表现出一定的弹性。

图 3：新增非农就业人数、官方 U3 失业率与 U6 失业率



资料来源：Bloomberg, BLS, 申万宏源研究

图 4：实际时薪同比增幅与密歇根消费者信心指数

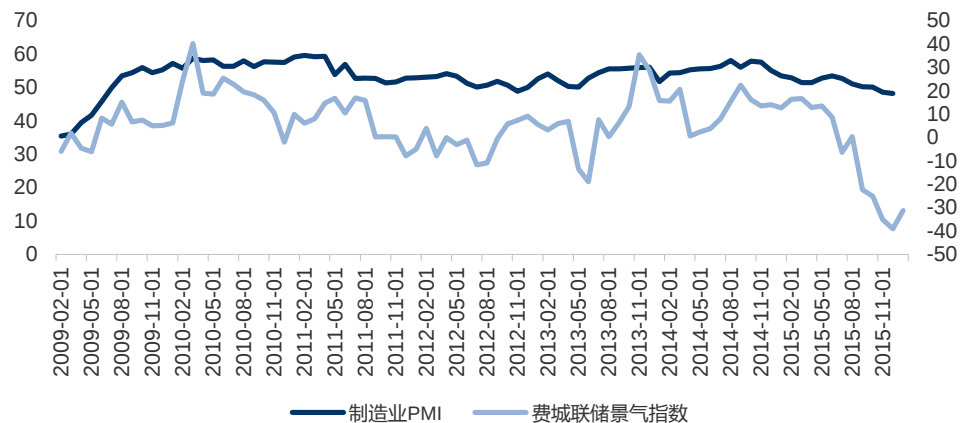


资料来源：Bloomberg, BLS, 申万宏源研究

投资方面，首先我们看到 GDP 中的固定资产投资并未显著提升，去库存反而贡献了负增长。由于全球经济增速放缓、大宗商品大跌价格低迷、美元强势，都使得海外对美国制造业的需求减少，美国工业行业增长受挫，美联储公布的工业产出环比持续下降，且为负值。ISM 制造业 PMI 以及费城联储景气指数 2015 年处于持续下降的形势，且费城联储景气指数持续为负值表明商业活动在持续萎缩，制造类企业的业务活动在持续下滑。

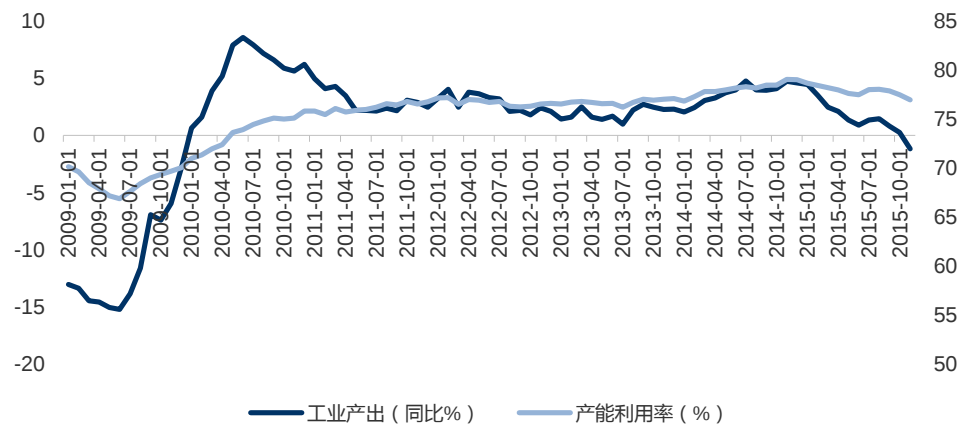
产能利用率上，虽然回升到较正常水平但仍未达到均衡状态。8 月份产能利用率一度达到 78.1%，但还未回到 80% 以上水平，总体来看产能利用率较正常水平仍有差距，虽然一直处于缓慢上升的趋势中，但也不能说明制造业已足够强劲。

图 5：制造业 PMI 和费城联储景气指数



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

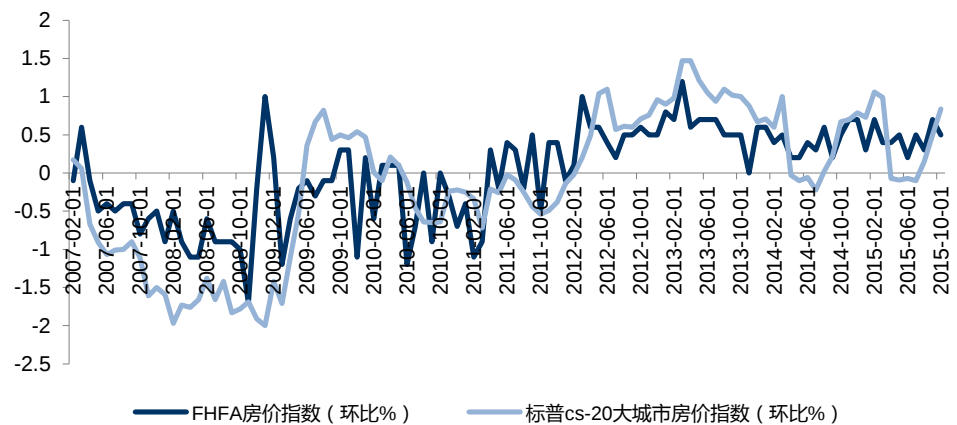
图 6：产能利用率与工业产出环比



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

房地产市场已经出现明显回暖迹象，逐步走出 2008 年的阴霾。2015 年美国新屋销售数量虽然波动较大，但仍处于持续上升状态。美国 NAHB 房产市场指数作为衡量建筑商对未来房产市场的看法来预测未来房产市场走势的指标，2015 年该指数持续上升，表明房价的逐步回暖。受到需求的提振，2015 年新屋开工与建筑许可也还需增加，表明房地产市场投资正在稳步回升，但强度也并未超前。房地产市场的回暖也是帮助 2015 年带动美国经济持续上升的主要动力，前景待查。

图 7：NAHB 房地产市场指数与房价指数环比变动



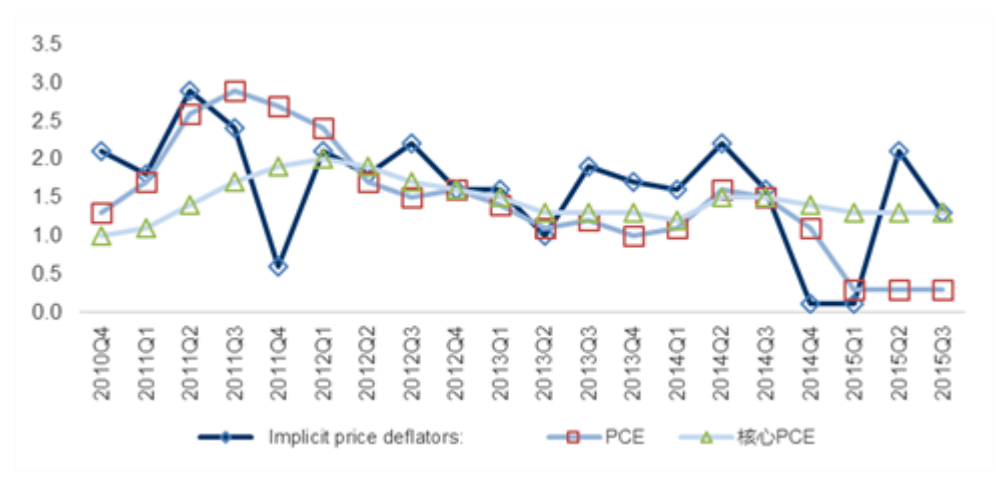
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

通胀形势是美联储货币政策的主要参考，鉴于就业数据已达目标。受到能源价格持续走低与国内弱复苏影响，CPI 同比持续处于低位。2015 年上半年 CPI 同比在 0 左右小范围内波动，3 月份 4 月份 CPI 一度出现负值分别为 -0.1%、-0.2%。但我们一直强调，美联储的通胀目标盯住核心 PCE，并非 CPI 或核心 CPI，目前来看核心 PCE 与核心 CPI 同比则正保持相对稳定，正逐渐达到 2% 的水平。自 1990 年代初以来的实证经验表明，菲利普斯曲线代表的就业与通胀的关系大致稳定。因此，产出和就业长期趋势的持续改善预计会给通胀带来上行压力，至于能源与商品价格的下跌，对货币政策的影响并没有那么直接。

加息政策，依旧是大家有耐心读完美国经济形势后最关心的问题。12月16日美联储最终决定提高联邦基金利率水平 25 个基点，将联邦基金利率目标区间由 0-0.25% 提高到 0.25%-0.50% 的水平。此次加息意味着美联储货币政策开始正常化以及加息周期的重启。美联储充分肯定了近期劳动力市场的强劲表现以及对于通胀水平达到目标水平的十足信心，对 16 年经济增长预期的上修也反映其对于经济的乐观态度。

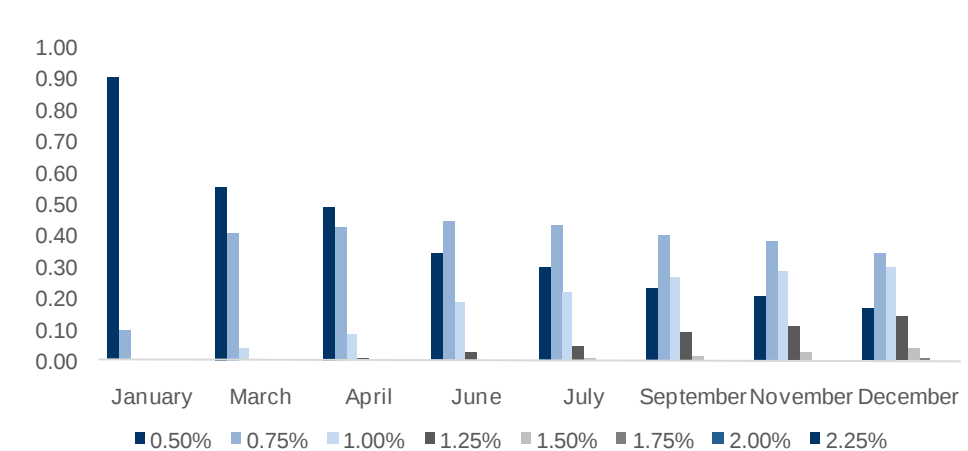
但经过以上分析，我们认为目前有两大分歧。第一，联储内部的分歧，考虑到 2016 年，美联储成员换届，鹰派成员将明显增加，目前的发言立场显得更加激进，明年美联储内部或出现更多分歧。第二，市场与联储的分歧，期货价格显示全年两次加息仍为主流预期，预测 3 月第二次加息的概率为 40.9%、6 月第三次加息的概率为 21.5%，联储则预计全年 4 次，这一分歧的纠正会在 6 月涌现，动荡难免。我们认为，美国中长期风险不小，4 次加息必须建立在更强的经济数据以上。

图 8: CPI 同比与核心 CPI 同比



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 9: 2016 年不同时点联邦基准利率水平的预期 分布 (纵轴为百分比)



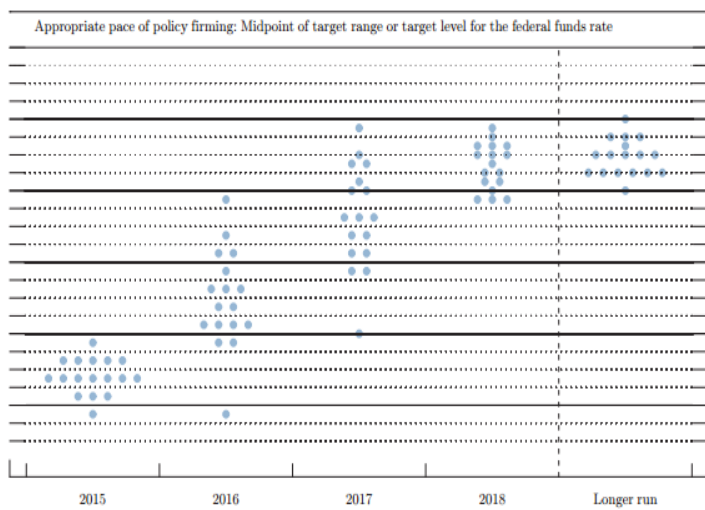
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

专栏 1：加息路径的基本判断

12月16日FOMC会议后，美联储宣布将联邦基金利率目标区间由0-0.25%提高到0.25%-0.50%的水平，符合之前市场的一致预期。与此同时，从经济预期与利率点阵图来看，对比此次会议与9月会议的情况，美联储对于未来的加息路径更加谨慎。如下两点有助于我们对美联储未来的加息路径形成正确的判断：

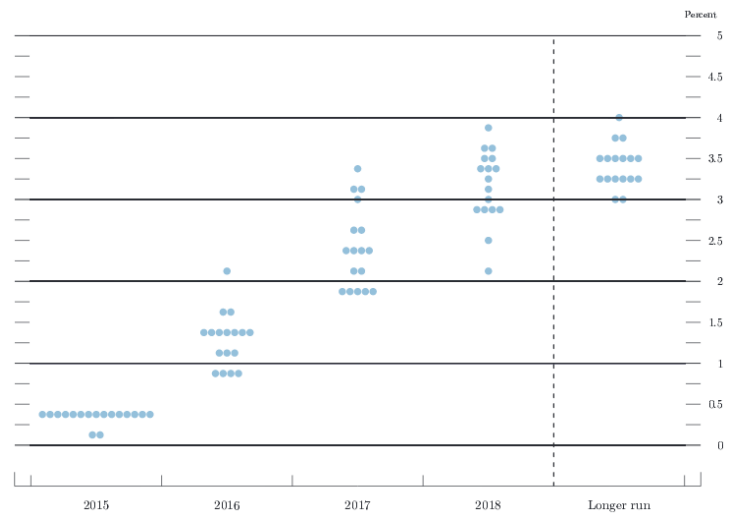
- 维持2016年联邦基金利率目标水平，下调2017以及2018年联邦基金利率预期水平。2016年联邦基金利率水平依旧保持在1.375%的预期水平，但2017以及2018年联邦基金利率预期水平分别下降0.1个百分点，表明未来美联储加息的路径会更加谨慎，这也符合我们之前“渐进加息”的预期。
- 虽然利率点阵图的中枢整体下移，但2016年末利率目标为1.375%，即明年4次加息可期，且支持人数由3人上升至7人，加息路径的意见更为一致。此外，12月23日美联储FOMC委员洛克哈特明确表示其本人对循序渐进加息的理解是每隔一次会议加息一次，因此我们认为2016年四次加息是美联储所希望看到的。

图 10：2015 年 9 月，官员对利率的预测值



资料来源：Federal Reserve System, 申万宏源研究

图 11：2015 年 12 月，官员对利率的预测值



资料来源：Federal Reserve System, 申万宏源研究

对比官方以及市场对于2016年加息的预期，当前存在一定的差距。但我们认为这种差距会随着美联储的历次会议而得到纠正，因为从15年的情况来看，由联邦基金利率期货所隐含的概率具有极强的预测性，虽然这一预期并不是任何时候都准确。2015年对于加息有过两次大的超前误判，2015年6月的加息的预测随着4月议息会议被提前纠正，而2015年9月的那次的预测在当月美联储表态才得到纠正（具体可参阅报告《翻牌在即，AAKKQQ的手牌怎样打——用美国联邦基金利率期货洞悉2016年加息节奏及大类资产定价影响分析》）。因此，我们认为2016年3月份、6月份的会议结果可能会是纠正分析的时点，具体还是要看经济基本面。

从利率点阵图来看，2018 年联邦基金目标利率中位数为 3.250%，也就是说如果加息的外部条件具备的话，此次加息周期将为 36 个月，加息幅度约为 300bp。

表 1：美联储委员对未来利率水平的预期

Pace of Policy Firming	2015	2016	2017	2018	Longer Run
Median	0.375%	1.375%	2.375%	3.250%	3.500%
Prior median expectation	0.375%	1.375%	2.265%	3.375%	3.500%

资料来源：Federal Reserve System, 申万宏源研究

对比美联储 1990 年以来的四次加息周期，我们认为此次加息周期将会是弱于以往并且久于以往的。

表 2：美联储历史加息周期与幅度

	1994	1997	1999	2004	2015E
加息周期（月）	17	—	18	36	36
加息次数	7	1	6	17	—
加息幅度（BP）	300	25	175	425	300

资料来源：Federal Reserve System, 申万宏源研究

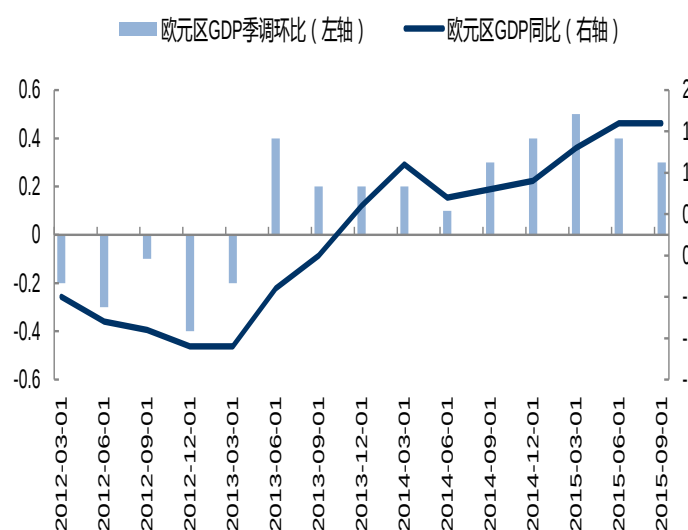
1.2 欧洲：春江水暖

本节中，我们主要从总体经济运行情况、消费状况、投资状况、通胀与货币政策四方面来对欧洲 2015 年宏观经济形势进行回顾。我们关注两条主线：一是在经济上，欧洲极度宽松的货币环境——负利率和 QE 加码；二是在政治上，失业率高企、难民危机，以及恐怖主义威胁，极右势力分化。

2015 年欧洲经济逐步进入了稳定的复苏阶段。2015 年第三季度，欧元区实际 GDP 同比增长 1.6%，保持着欧债危机以来的新高，环比增长 0.3%，连续 9 个季度环比正增长；欧盟 28 国和欧元区 19 国增长趋势保持一致，整个欧洲已经步入稳定复苏阶段。

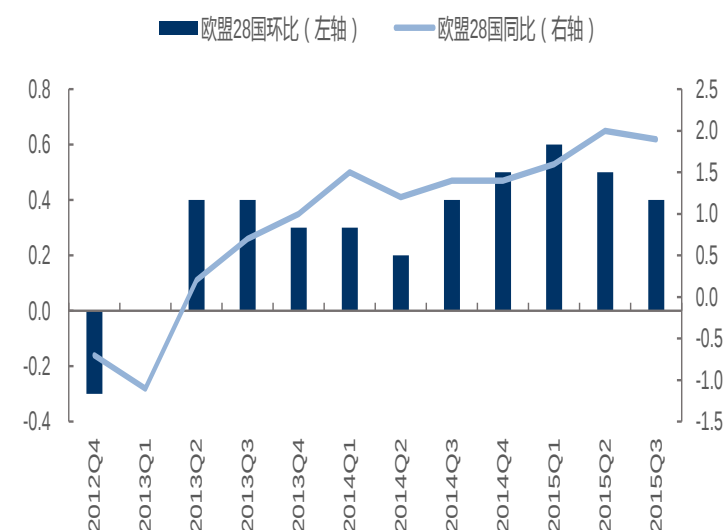
作为经济领头羊的英法德三国，经济表现依然稳健，经济从危机中较快恢复，从 2014 年第三季度开始一直保持环比正向增长。而“欧猪五国”除希腊受制债务危机在第三季度环比下降-0.9%外，2015 年都表现出较好的经济复苏态势。西班牙，2015 年前三季度分别同比增长 2.6%，3.4%和 3.4%。

图 12: 欧元区经济实际 GDP 增长



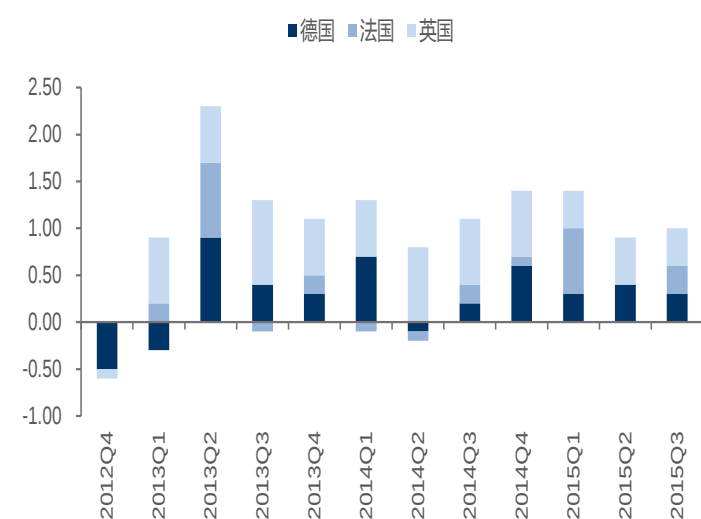
资料来源: WIND、申万宏源研究

图 13: 欧盟 28 国经济实际 GDP 增长



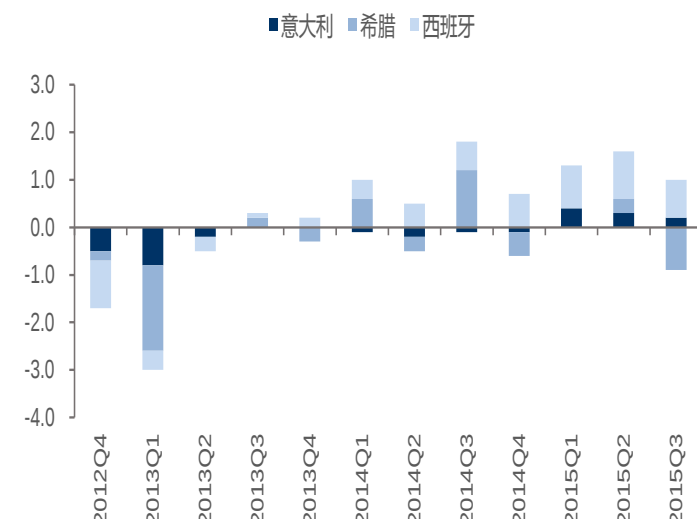
资料来源: WIND、申万宏源研究

图 14: 英法德 3 国实际 GDP 环比增长 (%)



资料来源: Eurostat, 申万宏源研究

图 15: 意希西三国实际 GDP 环比增长 (%)



资料来源: Eurostat, 申万宏源研究

消费是 2015 年 GDP 增长最主要的动力来源，从欧元区 GDP 按支出法分解的各部分来看，消费对前三个季度拉动率分别是 0.25%，0.18%和 0.24%，而固定资产投资贡献几乎为 0。欧洲家庭消费自 2013 年第四季度起，同比加速增长，至 2015 年第三季度同比增长 1.74%；最终消费的另一组成部分是政府部分消费，欧洲政府部门消费领先于私人消费进入上升通道，从 2012 年至今保持 12 个季度环比正增长，有力推动了经济的复苏。

欧元区固定资产投资的增长十分不稳定，是欧洲进一步复苏的一大隐忧。2015年，欧元区固定资产总投资额在前两季度分别环比增长 1.51%和 0.08%，但是在第三季度却收跌 0.01%。相对欠发达的意大利等国，固定资产投资增长低迷，拖累整体经济基本面。

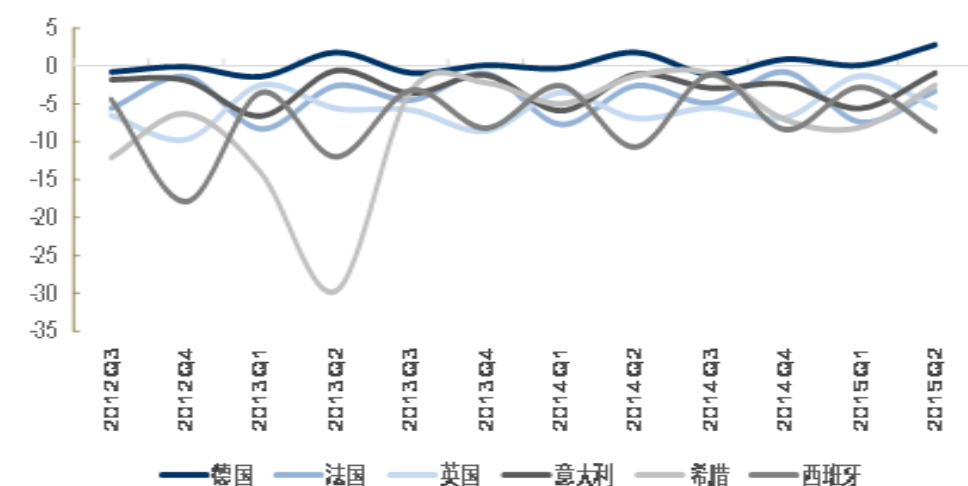
信心与财政是拖累固定资产投资低迷的两大因素。欧元区 Sentix 投资者信心指数来看，该指数在 2015 年 4 月到达全年的最高点 19.96，说明市场上的投资信心不足，欧洲经济的复苏前景依然充满不确定性。而赤字率的红线导致整体投资的紧缩。2015 年全年该比率的确呈下降趋势，一度控制在 2%以内。从同国家来看，大多数国家在 2015 年实施的是紧缩的财政政策，其中德国在 2015 年实现预算盈余。而例外的两个国家是西班牙和英国，英国由于年内并未实施大规模的宽松政策，通过适当的财政政策进行刺激；西班牙由于经济增速较突出，虽然增加了财政赤字，但是政府的债务负担反而下降了。

图 16：欧元区总固定资产形成额增长不稳定



资料来源：ECB，申万宏源研究

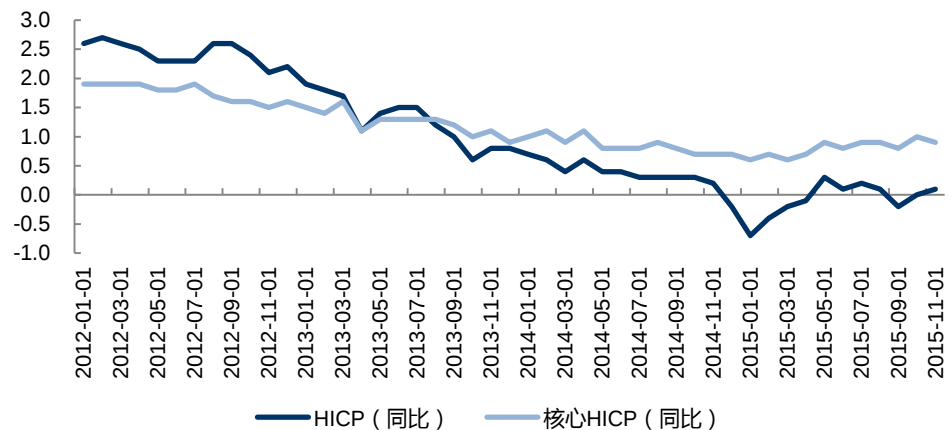
图 17：分国别看政府预算余额占 GDP 比重 (%)



资料来源：ECB，申万宏源研究

通胀率的快速恢复是 2015 年欧洲经济的最大亮点。欧元区 HICP 基本趋势是先跌而后震荡企稳, 1 月份 HICP 跌至近年来的低点, 为-1.6%, 主要原因在于 1 月能源价格急跌, 拖累欧元区整体通胀水平。而后在能源价格继续探底的格局下, HICP 上升企稳, 开始向 0 值上方震荡。从 HICP 的组成部分来看, 能源价格的不断下跌是拉低欧元区最主要的直接原因, 而食品则是稳定通胀最主要的因素。鉴于大宗商品及能源价格持续走低, 通货膨胀短期内大幅上涨难度较大, 但已体现出 QE 政策所发挥的积极影响。

图 18: 2015 年 HICP 和核心 HICP 走势

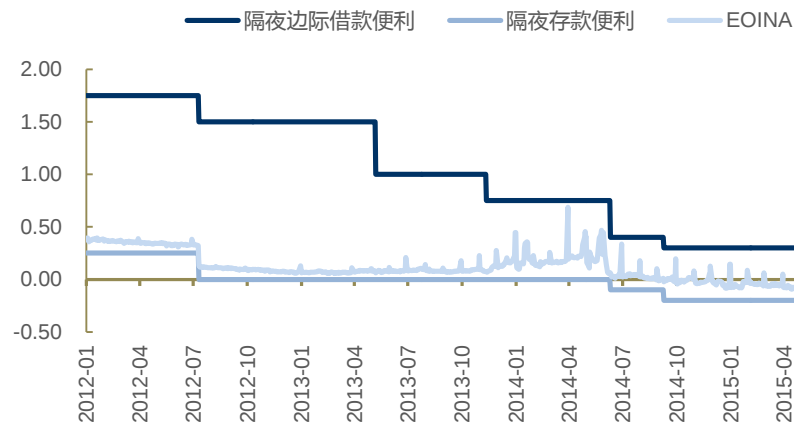


资料来源: WIND, 申万宏源研究

2015 年, 欧元区在保持隔夜贷款利率 0.3% 水平的情况下, 隔夜存款利率下调至 -0.2%, 并在 2015 年 12 月进一步下调至 -0.3%, 作为利率曲线基准利率的 EOINA(银行间欧元有效隔夜拆借利率)在 2015 年一直处于零以下的水平。欧元区货币总量增速进入 2015 年以来明显加快。1 月欧洲央行决定自 2015 年 9 月起, 扩大每月购债规模至 600 亿欧元之后, 欧元区 M1 增速加快, 6 月之后基本保持在月度 12% 左右的速度, M2、M3 增速也有上升但仍未超过 6%。

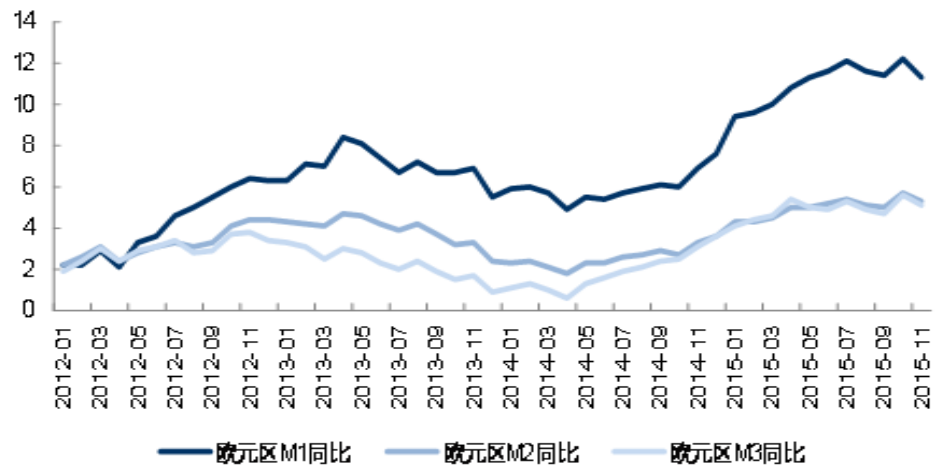
而另一方面, 市场预期的英国央行首次加息也并未落地, 自 2009 年以来, 基准利率一直保持在 0.5% 的水平, 英镑的隔夜拆借利率 2013 年以来, 也一直保持在 0.4%-0.5% 之间。英国货币政策收紧的预期, 反而导致 M2 增速在 2013 年 10 月到达局部顶点后, 一路走低, 到 2015 年第一季度, M2 增速在 2015 年 2 月一度萎缩 2.08%。

图 19：利率走廊体系(%)：欧元区负利率时代



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 20：欧元区货币增长 2015 年提速

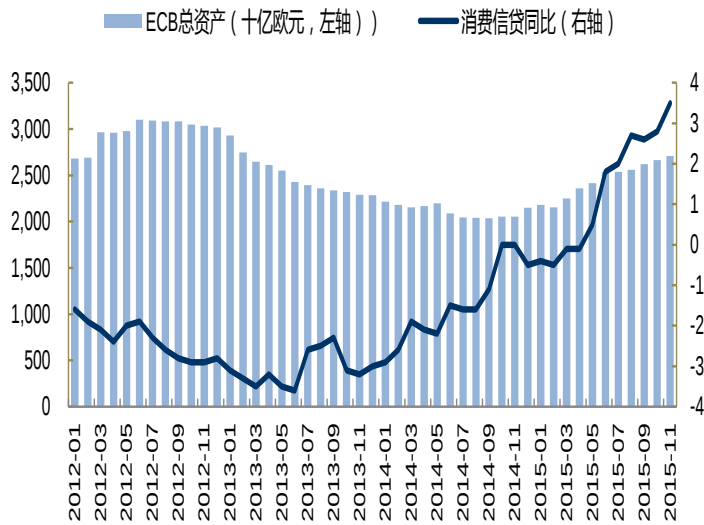


资料来源：WIND，申万宏源研究

由于极度宽松的货币环境以及相关的配套政策措施，以及海外市场的低迷，2015年欧洲银行部门信贷配置的重心由海外市场逐步转向国内（欧元区）市场。2014年12月，国内信贷增长由负转正，截至2015年11月，同比增长率全年为正，其中11月同比增长3.36%，国内信贷规模达16.6万亿欧元，超过2011年的高点。从国内信贷的组成部分来看，对政府部门的信贷在2014年6月率先扭转跌势，大幅上涨；对非政府部门信贷的同比增速则在2015年3月由负转正，但是增长势头远不及政府部门。

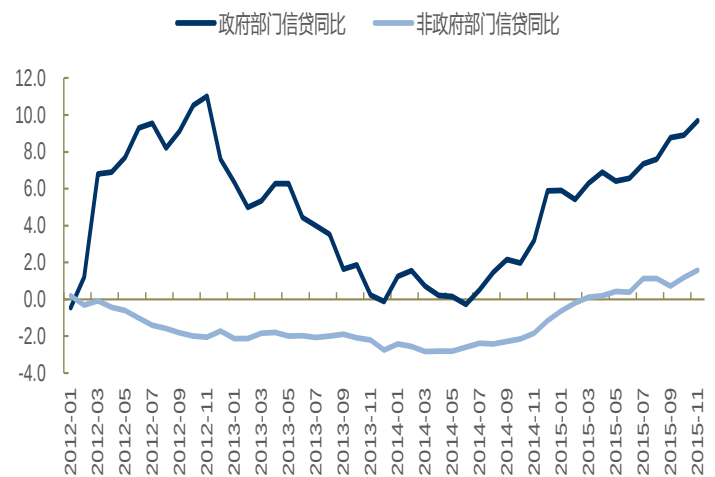
消费信贷经过多年的萎缩之后，在2015年第二季度终于转为扩张，之后一直把持上涨趋势；而企业信贷方面，2015年公司拆借利率持续走低，企业信贷需求在经过2年的负增长后，从2014年起，保持正向扩张趋势。

图 21: ECB 总资产与欧元区银行部门国内信贷变化



资料来源: ECB, 申万宏源研究

图 22: 欧元区银行部门国内信贷组成部分同比变化

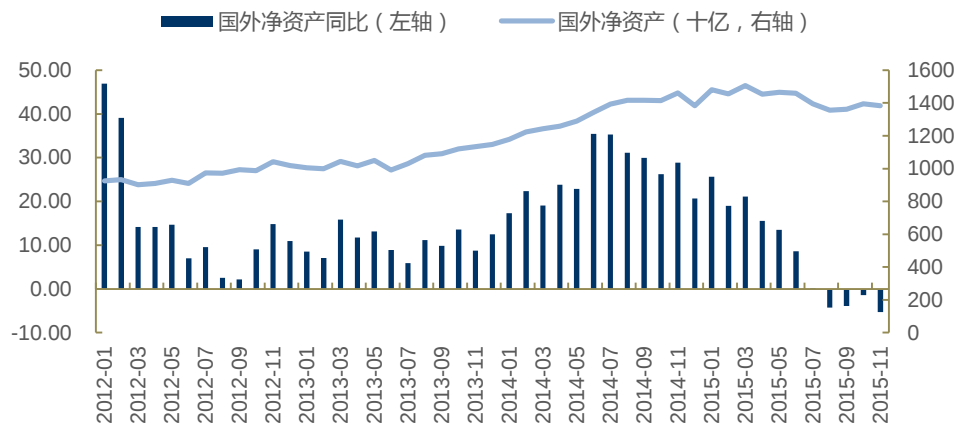


资料来源: ECB, 申万宏源研究

另一方面，2015 年欧元区银行部门海外净资产同比增速放缓，并在下半年出现回落。银行流动性回归欧元区，2015 年下半年流动性极其宽松。2015 年欧元区国债收益率持续走低，10 年国债由于希腊债务危机的影响，风险溢价上升，但是没改变收益率下行的趋势，而 1 年和 2 年的短期国债即期收益率在 2015 年下半年由正转负。

我们预计，2016 年欧央行会延续宽松，信贷、通胀、经济之间的正反馈仍会延续，日渐回暖的经济活跃度将鼓励欧央行把目前的货币政策延续下去，而更具延续性的增长动力则来依赖于财政政策。

图 23: 欧元区银行部门国外净资产变化



资料来源: ECB, 申万宏源研究

专栏 2：巴黎恐怖袭击对欧洲复苏的影响

这次极为严重的暴恐事件使目前已经非常复杂的中东与欧洲地缘政治格局面临更加扑朔迷离的未卜前景，前期公布的欧元区第三季度 GDP 增长低于预期，这次事件将使得尚未从经济泥潭脱离出来的欧洲经济处于雪上加霜的险恶境地。这将对未来的中东、欧洲乃至世界地缘政治格局带来新的变化，世界经济复苏将会面临更加复杂的因素，全球经济的不确定性增加。

我们可以从美国 911 事件的影响来给此次事件的影响进行一些猜测。回忆美国东部时间 2001 年 9 月 11 日上午，美国五角大楼发生了一次巨大的爆炸，事件共造成 3201 人（包括 343 名消防员）遇难，从此美国进入十年反恐战争。911 事件发生后，美国封闭了所有的关口和与墨西哥的部分边界，暂时中断了与全球所有国家和地区贸易和物流，对严重依赖美国市场的加拿大、墨西哥等国家的出口影响较大。美国一直在国际市场上占最重要的地位，其进口额占全球贸易的 25% 左右。美国经济出现衰退，其进口必然萎缩，从而影响全球贸易的发展。

根据 IMF 发布的全球实际 GDP 增速的数据，2001 年全球经济出现大幅下降，从 2000 年的 4.79% 降为 2.46%，2002 年处于恢复期，实际 GDP 增速反弹到 3.01%，之后 5 年经济逐渐恢复 911 事件前的状态，维持 4%-5% 左右的水平。美国 2001 年第三季度实际 GDP 增长率也从上季度的 0.94% 下降到 0.49%，第四季度继续下降到 0.21%，之后 2 年都一直在 2% 左右波动，大不及 911 事件前 2000 年 4% 左右的增速。

我们在 14 年末提出《2015：逆全球化进程是在扭转还是深化》。顾名思义，逆全球化就是与全球化相反的过程，指世界各国及地区在经济、贸易、技术、文化及政治等各个维度方面的去整合化。2008 年金融危机令各国突然退回到狭隘主义，巴黎 1113 事件是 911 事件经由次贷危机发酵反馈出来的强大回升，这一狭隘主义凸显在地缘政治摩擦与反服贸等贸易保护行为，欧亚局势的巨变并绝不仅于此。

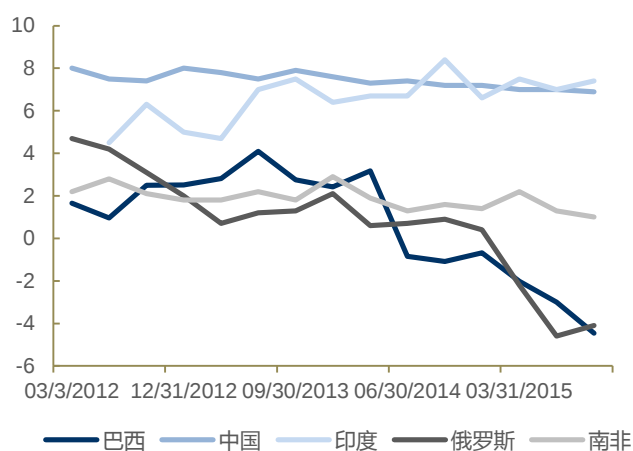
1.3 新兴市场：多难兴邦

2015 年，新兴市场国家普遍遭遇经济发展的困难，发展情况出现了明显分化。以金砖五国（BRICS）为例，中国和印度，两个国家是全球范围内重要的加工制造的出口大国，虽然面临转型之痛，但是依然保持着较高的经济增速。而另一方面，俄罗斯、巴西和南非，都是资源出口大国，由于全球产业结构调整 and 大宗商品价格低迷，经济表现走向了另一个极端。南非相对来说经济增速和通货膨胀则保持稳定。

俄罗斯和巴西，2014 年随着国际大宗商品价格进入快速下行轨道，两国的经济增速由正转负，持续降低，在 2015 年第二季度之后，双双触及 -4% 的低点，而且从我们对 2016 年全球经济形势的判断来看，也许最坏的时刻还没有来临。由于经常项目恶化、货币贬值而带来的输入型通胀，几乎使 CPI 在 GDP 负增长的同时加速上扬。那么，为什么从 GDP 和 CPI 的数据来看，俄罗斯的滞胀程度似乎要更胜于巴西，而

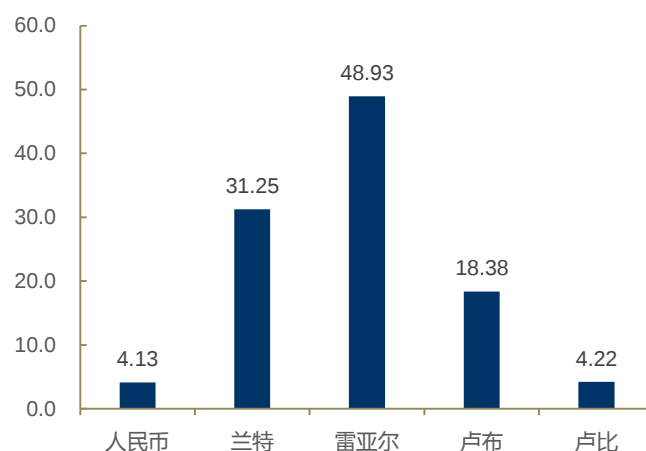
在现实中人们却更担心巴西会爆发经济危机？是否有在整个新兴市场恶性扩散的可能？

图 24：金砖国家 BRICS 实际 GDP 同比增幅（%）



资料来源：Bloomberg；申万宏源研究

图 25：BRICS 各国货币 2015 年年初至今的贬值情况（%）

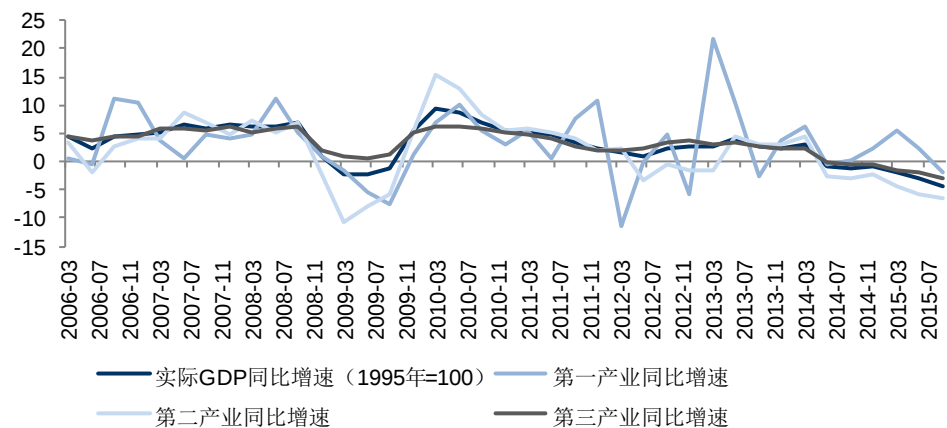


资料来源：Bloomberg；申万宏源研究

2015 年巴西经济持续衰退，今年第三季度巴西国内生产总值（GDP）为 1.481 万亿雷亚尔，环比萎缩 1.7%，同比萎缩 4.5%。这也是自 1996 年以来，巴西首次出现连续三个季度 GDP 萎缩的情况。巴西今年一季度 GDP 同比萎缩 2.02%，一季度巴西 GDP 环比增速已从 -0.2% 向下修正至 -0.7%；二季度 GDP 环比萎缩 1.9%，同比萎缩 3%，创下逾 6 年来最严重下滑。由于大宗商品价格持续探底，并且由于中国等主要进口国的需求减少，巴西铁矿石出口受到了冲击，GDP 连续三季度负增长，已符合理论上的衰退定义。

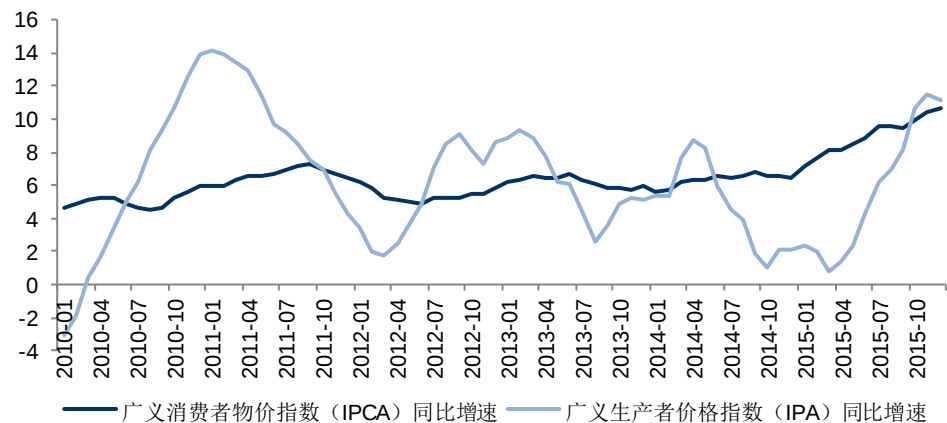
巴西 CPI 仍在快速上涨，创 13 年新高。从巴西的主要价格指数来看，目前巴西通货膨胀严重，经济停滞不前，经济面临滞胀危机。巴西地理统计局 (IBGE) 周五公布的数据显示，巴西 2015 年消费者物价指数 (IPCA) 同比增速为 10.67%，大幅高于 2014 年的 6.41%，是政府通胀管理目标 4.5% 的两倍多，是自 2002 年以来的最高水平。自 1999 年巴西央行在通胀目标机制下设定容忍范围以来，2015 年是巴西第四次超出容忍范围。数据显示，2015 年巴西物价上涨幅度最大的是电力和燃油，分别比 2014 年上涨了 51% 和 21.43%，带动其他物价也不断攀升。

图 26: 巴西实际 GDP 及各产业同比增速



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 27: 巴西广义 CPI 与广义 IPA 同比增速



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

为了解决高通胀问题,巴西在 2015 年连续 5 次上调了隔夜基准利率,每次上调 50 个基点,总计上调 250 个基点,最后一次 2015 年 7 月上调基准贷款利率 50 个基点至 14.25%,创下十年来的历史新高。巴西国家财政部 12 月 28 日公布,11 月政府部门、巴西央行和社会保障支出达 212.79 亿雷亚尔 (54.7 亿美元),远超 10 月赤字 122.7 亿雷亚尔,创巴西 1997 年开始发布该数据以来最大规模的财政赤字。

专栏 3: 巴西非典型性“滞胀”是否具有普遍性

从基本面的分析我们看出巴西的滞胀现象具有诸多独特之处: 1) 在大宗商品市场低迷的情况下,国内部门下行压力大于贸易部门; 2) 在国际能源价格下行的环境下,能源成本却节节升高。

我们将原因分为结构性原因,制度性原因和特殊原因

1、结构性原因:

资源出口型新兴市场国家普遍存在的问题，经济增长中资源出口所占份额大，致使产业结构不合理，资源出口部门占比大，致使经济内生稳定性差。国际市场和贸易条件恶化对于经济增长和通货膨胀都有直接而显著的影响；

2、制度性原因：

罗塞夫政府对于经济过度而无效的干预。背后原因是选举政治内含的政治周期问题。罗塞夫政府为了配合刺激经济，对于电价，油价等原材料价格实施了价格控制政策，比如 2013 年对电价实施补贴，这极大地扩张了政府赤字，在 14-15 年经济下滑，货币贬值的情况下，政府收支难以为继，价格放开后的报复性反弹，加上货币大幅贬值造成的输入性通胀，继而造成 CPI 持续走高；

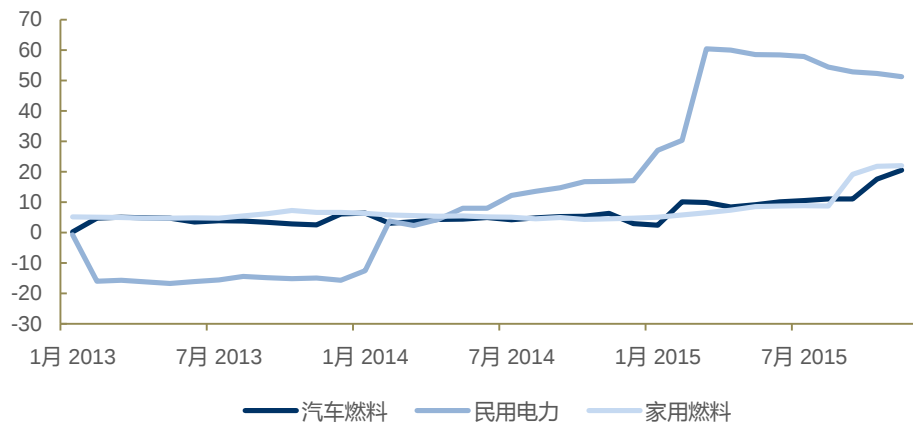
3、特殊原因：

1) 国内政治经济形势动荡：罗塞夫政府的民意支持率持续走低，巴西众议院通过了总统弹劾案，增加了巴西政治的不确定性；

2) 政府信用下降：标准普尔和惠誉先后将巴西主权信用调整为垃圾级；财政改革受阻，鹰派财长阿金·莱维辞职，政府预算改善不确定上升；

3) 厄尔尼诺现象：异常的降雨和大面积干旱，影响到巴西农业的发展，同时对以水电为主的能源价格体系造成冲击。

图 28：巴西能源消费价格上升迅猛（同比：%）



资料来源：Bloomberg；申万宏源研究

我们认为结构性原因是资源输出型新兴市场国家所共有的原因，属于经济发展的长期范畴。而政府无效管制和预算持续恶化等制度性原因，属于中期经济因素，在巴西具有特殊性，叠加上一系列的短期特殊原因，使得巴西经济出现了“危机”的征兆，所以我们认为巴西特殊的“滞胀”现象并不具备典型性。

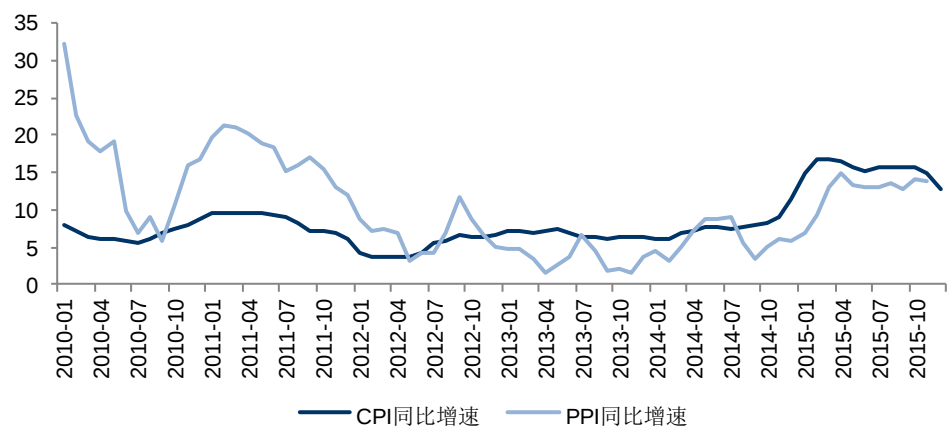
俄罗斯 2015 年经济形势比 2014 年差，2014 年俄罗斯 GDP 增长 0.6%，2015 年则出现了 3.7% 的负增长。2015 年全年俄罗斯经济处于持续下滑中，前三季度的实

际 GDP 同比增速均为负值，为 2010 年以来首次出现负值。能源价格下降和西方制裁，是造成俄罗斯经济下滑的主因。

2015 年俄罗斯进出口均呈现下跌的走势。出口方面，3 月份同比增速避开了 2014 年后半年的负值，出现小的波峰值 4.5%，之后的两个季度增速转而下降，到第三季度同比增速为 -1.9%。2015 年 1 月 28 日，俄罗斯政府批准并颁布了 2015 年反危机计划，其核心是支持进口替代和非原材料商品包括高科技商品出口、促进中小企业发展和优化预算开支和稳定银行系统。这一反危机计划取得了一些成果。

2015 年全年，俄罗斯面临高通胀压力。从 CPI 价格指数来看，除 12 月俄罗斯前 11 个月 CPI 同比在 15% 左右，创 10 年以来新高。无法改变的是，俄罗斯卢布危机将进入第二阶段，国内通货膨胀进一步推动卢布贬值，而卢布贬值反作用于通货膨胀。俄罗斯面临通胀和复苏之间的两难抉择，高居不下的通胀率让俄罗斯央行陷入了两难境地，2015 年全年降息了 5 次，总共降息 6 个百分点，下半年开始维持 11% 的基准利率不变。

图 29：俄罗斯 CPI、PPI 同比增速



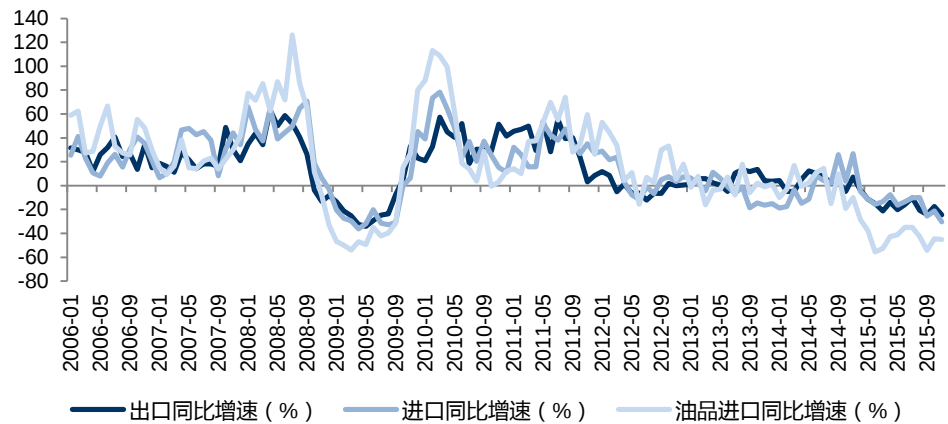
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

印度经济则保持稳定增长的状态，2015 年全年第一、二、第三季度的 GDP 同比增速分别为 7.5%、7%、7.4%，与 2014 年同期相比，第三季度增幅有所下滑，但是第一季度和第二季度的增幅都有所上升。得益于油价仍处于相对低位，雨季降水充沛，以及通胀较为温和，年初以来印度央行多次降息刺激经济，2015 年印度经济增长明显，加上莫迪政府推动制造业和信息技术等领域发展并实施相关改革举措，印度经济展现良好态势。

但是制造业情况不容乐观。去年 12 月，印度制造业 PMI 2 年多来首次跌破 50 这一荣枯分水岭。莫迪政府去年 5 月上台，因此该年度预算案是本届政府第一份完整的年度预算案，凸显了推动基础设施建设、改善企业经营环境的政策取向。2015 年全年财政处于赤字状态，但是赤字的规模在下降。帮助控制财政赤字的主要贡献因素之一，是通过减少补贴来放宽对油价的管制。

以上这些因素，再加上一个亲商政府旨在结构性改革的多项措施，已经使得印度成为全球经济舞台上的一个亮点。

图 30：印度进出口和油品进口同比增速



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

专栏 4：新兴市场重陷 97 年金融危机的讨论

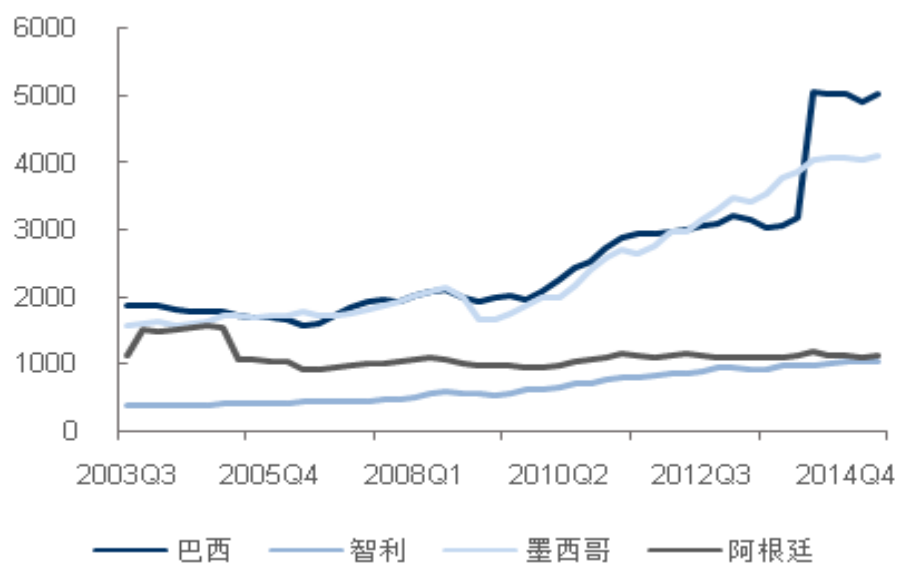
在考虑美国加息对国际新兴市场的影响时，我们自然想到美国 90 年代加息前后，新兴市场爆发的一系列危机：如 1994-1995 年的墨西哥金融危机，1997-1998 年爆发的亚洲金融危机，2001-2002 年的阿根廷金融危机。究其原因，我可以做一下归纳：

- 1、金融资本账户完全开放；
- 2、实行固定汇率制度，而外汇储备相对不足；
- 3、经常项目赤字，外债负担持续走高；

在这个基础上，我们需要关注新兴市场风险，特别需要注意如下三个方面的变化：2014 年以来资本净流入的趋势扭转；而资本净流出可能会引起国际外汇储备的下降，在经常性赤字增加和外债累计量提高的情况下，存在国际收支危机的可能性；另一方面，市场出现了新的趋势，新兴市场国家资本市场对美国市场变动的敏感性近年来逐步提高，美国进入加息周期，可能会加重新兴市场债务负担。

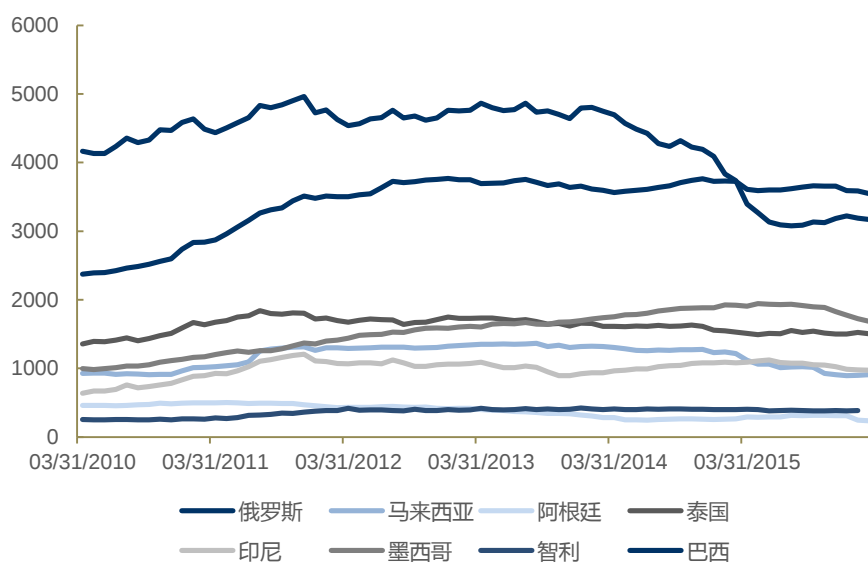
资本外流，自然会让人担心各相关国家的外汇储备。我们主要分析了之前发生过国际支付危机以及当前经济形势较为严峻的 8 个国家，可以看出，作为金砖国家的巴西和俄罗斯，外汇储备充足，尽管俄罗斯由于受到经济制裁，外汇储备一度急剧下滑，但进入 2015 年后基本稳定。外汇储备比较低的是拉美的阿根廷和智利，2015 年第二季度，二者的非黄金外汇储备为 313 亿和 385 亿美元。而东南亚的印度尼西亚、马来西亚和拉美的阿根廷和智利，在外汇储备不充足的情况下，保持着较高的外债比率。

图 31：拉美四国外债规模变化（亿美元）



资料来源：BIS；申万宏源研究

图 32：新兴市场严峻 8 国外汇储备变动（亿美元）



资料来源：BIS；申万宏源研究

美国加息的启动，意味着 2016 年资本格局的改变，资本外流是新兴市场必须面对的问题。在这个基本共识下，我们认为 2016 年，我们需要风险点的暴露要重点关注两方面，其一是传统的某些低储备，高负债国家可能存在的国际收支风险；另一方面还需关注，市场相关性上升导致企业债务负担上升而带来的违约风险。

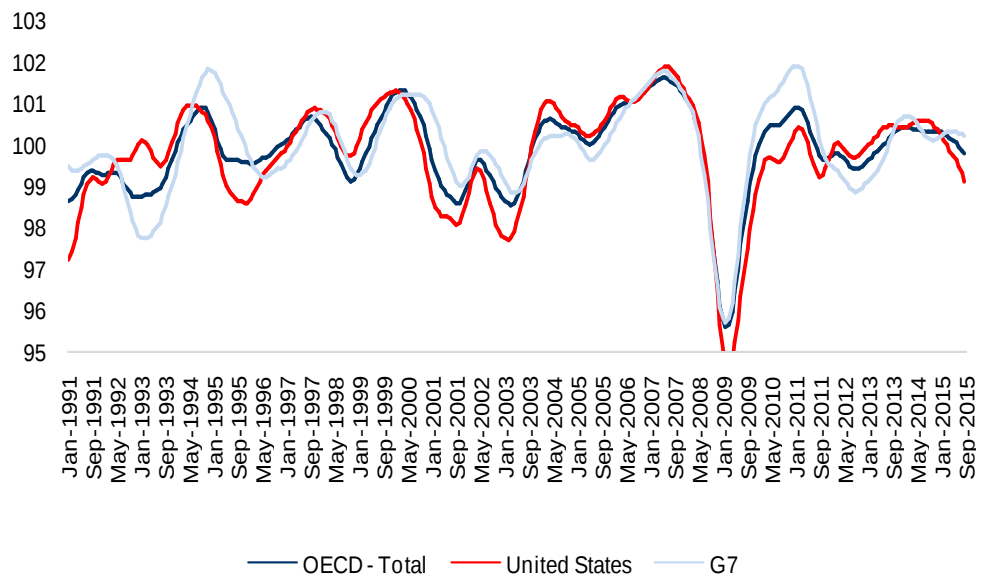
2. 2016 年全球经济形势展望

2.1 不容乐观的全球复苏进程

2014 年全球 GDP 同比增速是 3.4%，而根据 IMF 最新 10 月份的全球经济预测数据，2015 年 10 月 IMF 将对于 2015 年全球经济增速的预测值从 2015 年 4 月份的 4% 下调至 3.1%，目前对 2016 年经济预测为增长 3.56%。理论上来看，美国作为全球最大的经济体之一，其经济复苏应引导全球经济进入复苏，那么全球经济增速也应处于上升阶段。但是从目前来看，2008 年的金融危机是二战后对全球经济影响最深时间最长的危机，而且这个危机对经济的滞后影响在此后的六年还在延续。

图中是 OECD 对于各经济体综合先行指标（CLI）得到的比较图，从图中我们看到，所有的 OECD 国家包括美国、日本等，都处于疲软的状态，金融危机后的六年以来经济基本面难言趋稳。值得注意的是，从图中可以看到，尽管 OECD 整体经济形势是下降的，但是欧元区是走平的，这个是和欧洲坚定的 QE 政策有关的。我们回顾过往历年对于全球经济的预测均过于乐观，2016 年务须谨慎的看待全球经济复苏的节奏。

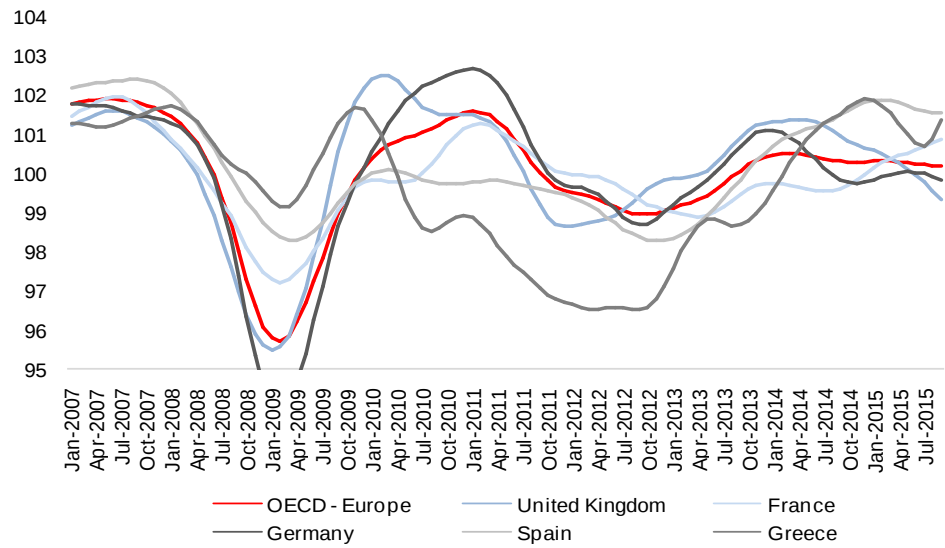
图 33：OECD 经济体增长先行指标



资料来源：OECD, Bloomberg, 申万宏源研究

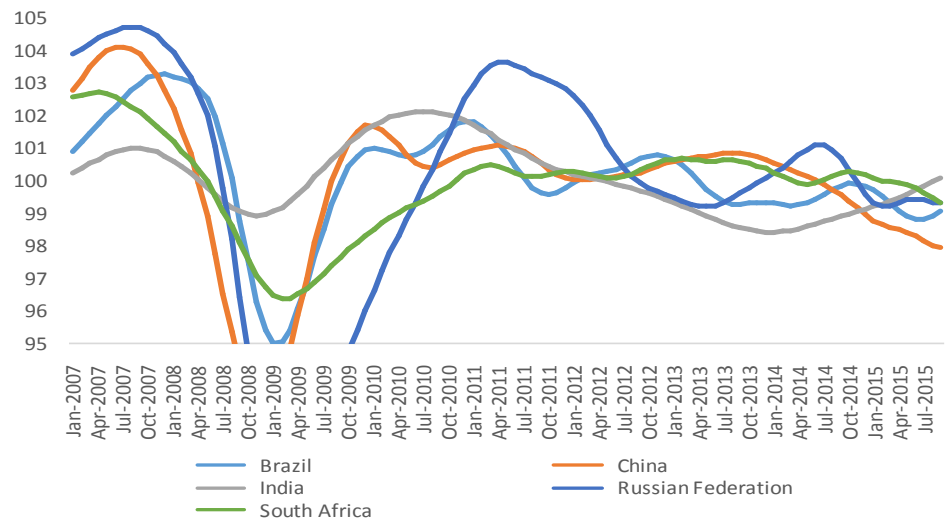
新兴经济体的经济表现比发达国家更差，尤其最不理想的是中国。长期保持 6.5% 以上的增速，保证达到 2020 年的经济目标。这一过程看上去是平稳见底，但是如果和其他新兴市场国家相比的话，中国的整体指标是处于最下面的。我们看到中国带头响应的新兴经济体整体格局在 2015 年开始下滑，继续受困于大宗商品下跌、过剩产能去化、政治动荡，部分国家面临多重问题与通胀加剧，预测新兴经济体在 2016 年连续下滑。

图 34: OECD 欧洲经济体增长先行指标



资料来源: OECD, Bloomberg, 申万宏源研究

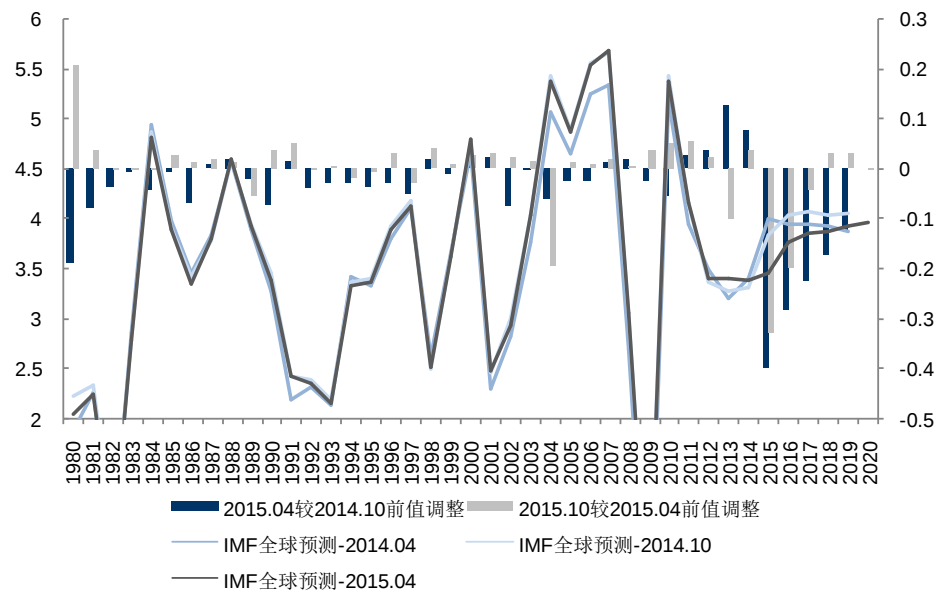
图 35: OECD 发展中经济体增长先行指标



资料来源: OECD, Bloomberg, 申万宏源研究

世界各大官方和分析机构, 在过去的一年接连下调对全球经济增速的中长期判断。代表 IMF 全球增长预测的折线中枢在不断下移, 表明对全球的经济信心在下降。通过对数据图表的观察, 总的来说, 2016 年发达国家经济确实在逐步的复苏, 但是复苏状况并不稳定, 风险依旧不容忽视; 新兴市场经济引擎失速风险同样存在。

图 36: IMF 近三次全球增长预测与调整幅度



资料来源: IMF, Bloomberg, 申万宏源研究

下表是我们对于全球经济和主要经济体的预测, 我们预测 2016 年全球 GDP 增速为 3.2%, 2015 年全球 GDP 增速是 3.0%, 这意味着全球经济可能会出现极弱的好转。但是, 2016 年的 GDP 增速差于 2014 年的实际 GDP 增速, 也就是上面阐述的经过六年之久, 全球经济还不能达到增速的格局。对经济体进行分别评估, 我们认为发达经济体尤其是美国经济表现健康良好, 欧洲经济受益于宽松延续保持强劲, 而我们对于新兴市场的看法则偏向悲观。格局的不稳定性给全球投资者带来的避险需求, 以及美联储加息周期开启, 我们看强美元走势。

我们认为 2016 年全球经济可能还是不能表现出非常明显的复苏。此外, 发达经济体与新兴市场将在 2016 年出现分化, 无论从经济增速还是宏观政策来看, 2016 年的全球经济将面临以下特征:

- 1、发达经济体与新兴市场分化更加明显;
- 2、商品产能去化继续, 通缩风险大于滞涨;
- 3、依靠“连帮带”模式走不出衰退死循环。

表 3: 全球及主要经济体 GDP 增速的预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
全球					
彭博一致预期(根据各国预测值加权平均)	3.3	3.4	3.0	3.3	3.5
IMF			3.1	3.6	3.8
世界银行			2.8	3.3	3.2
申万			3.0	3.2	3.5
美国					
彭博一致预期	1.5	2.4	2.4	2.5	2.4

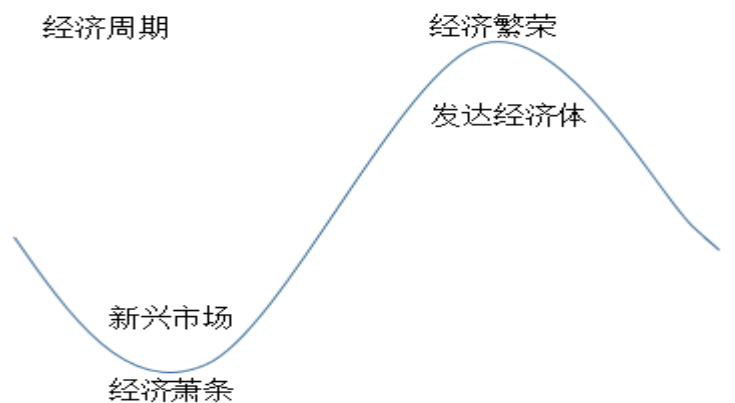
IMF			2.6	2.8	2.8
世界银行			2.7	2.8	2.4
申万			2.5	2.6	2.6
欧元区					
彭博一致预期	-0.3	0.9	1.6	1.7	1.7
IMF			1.5	1.6	1.7
世界银行			1.5	1.8	1.6
申万			1.5	1.7	1.8
日本					
彭博一致预期	1.6	-0.1	0.7	1.1	0.6
IMF			0.6	1.0	0.4
世界银行			1.1	1.7	1.2
申万			0.6	0.9	0.8
金砖五国					
彭博一致预期	5.4	5.0	4.6	5.2	5.6
申万			4.6	4.5	5.0

资料来源：彭博、IMF、联合国、申万宏源研究

2.2 发达经济体与新兴市场分化更加明显

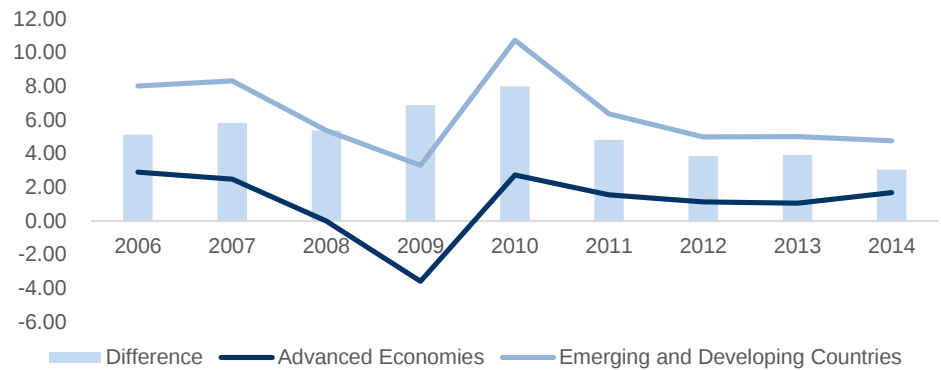
新兴市场和发达经济体经济增速的此起彼落,似乎到了一个转折关口。根据 IMF 的数据,2015 年二季度,不包括中国的新兴经济体,经济增长了 1.8%,而发达国家的经济增速为 2%。这是 2001 年以来,不包括中国的新兴经济体增速首次落后于发达国家意味着新兴市场的经济增速。即使将中国包括在内,发达经济体与新兴经济体的差距也在不断缩小。长期以来,新兴市场国家形成了出口依赖型的经济增长模式,发达经济体则长期依赖进口。在现今全球经济复苏缓慢以及大宗商品价格持续低迷的情形下,虽然发达国家出现了复苏迹象,但我们认为只有当发达国家的需求恢复到较高水平才会重新拉升商品出口国的出口,也就是说,经济周期决定了发达经济体复苏带动新型经济复苏是存在时滞的。

图 37：全球增长周期：发达国家领跑，新兴市场滞后



资料来源：IMF，申万宏源研究

图 38：发达经济体与新兴经济体经济增速差距在缩小



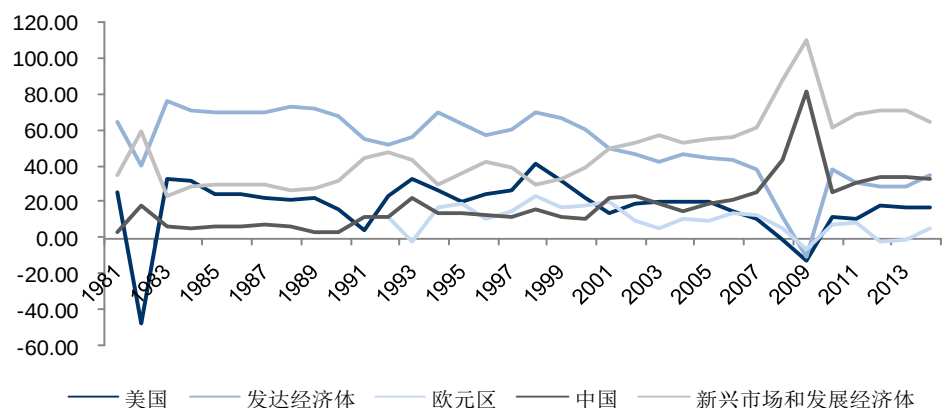
资料来源：IMF，申万宏源研究

发达经济体中，美国的复苏情况在全球来看仍算强势，美联储 12 月加息也已经开启加息周期；对欧元区而言，去年底欧央行祭出 QE 大招，成功带动欧元区经济改善，今年以来 GDP 增速持续上行，当前经济复苏趋势较为明确。日本方面，得益于从 2009 年开始采取的扩张性货币政策等一系列刺激措施，即“安倍经济学”，日本经济迅速走出了金融危机的阴影；英国经济也在 2013 年开始出现复苏，复苏的主要原因也是受到英国货币当局采取的低利率政策刺激以及欧元区经济的企稳。

长期以来，新兴市场国家形成了出口依赖型的增长模式，发达经济体则长期依赖进口。在现今全球经济复苏缓慢以及大宗商品价格持续低迷的情形下，发达国家的需求骤减导致新兴市场国家的出口大幅下降。而我们看到，虽然发达国家出现了复苏迹象，但我们认为只有当发达国家的需求恢复到一个阶段才会重新拉升商品出口国，也就是说，中间传导的时滞是存在的。

我们认为，2016 年的全球经济主要依赖与发达国家，但由于新兴市场对世界经济贡献率依旧高于发达国家，因此 2016 年的全球增速仅仅呈现微弱增长，由 2015 年的 3.0%，加快至 3.2%而已，难言乐观。

图 39：发达与新兴经济体对世界经济贡献率（PPP 加权）



资料来源：IMF，Bloomberg，申万宏源研究

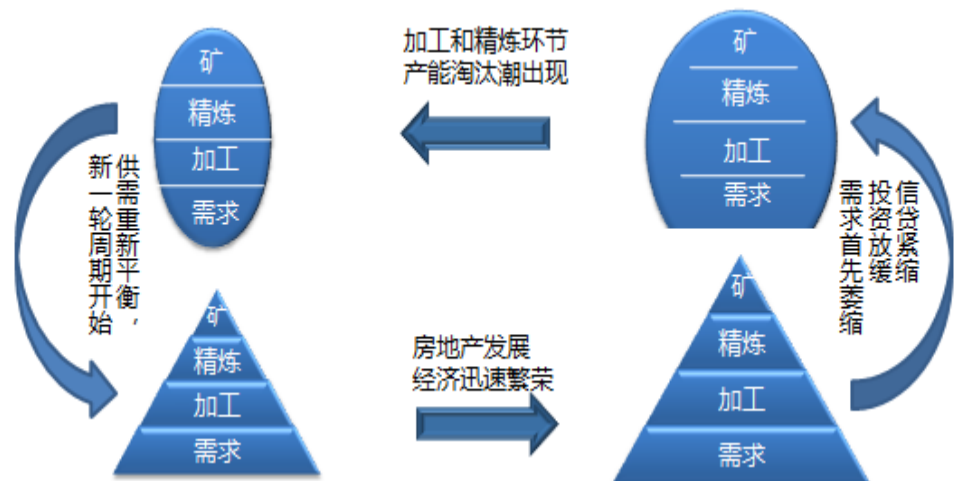
2.3 商品产能去化继续，通缩风险大于滞涨

根据 IMF 的测算，由于大宗商品价格前景疲软，相比 2012-2014 年，大宗商品出口国 2015-2017 年的年增长率可能下降 1 个百分点。在能源出口国，这种不利影响估计更大，同期平均约为 2.25 个百分点，反映了过去一年石油价格的大幅下跌。

对于 2016 年大宗商品的判断，图中反映的是大宗商品上下游结构的传导周期变化。大宗商品周期基本上是从左下角金字塔型结构开始演变的，包括需求、加工、精炼、矿四个产业链环节。接着，信贷扩张，房地产投资增加，经济迅速繁荣，从需求端向上传导，最后整个上中下游都扩大，形成右下角的大型金字塔结构。这个演变过程是 2008 年前全球经济经历的变化。2008 年金融危机发生后，全球经济长期陷入低迷状态，需求首先萎缩，造成加工、精炼环节出现去产能过程，此时矿业端由于前期巨大的投资处于扩张期。下一阶段信贷萎缩，投资萎缩，在加工和精炼环节去掉过剩产能后，矿业端也开始去产能，进入收购潮，供需重新趋于平衡。

我们认为全球经济正处于第三和第四个阶段中间，意味着大宗商品去化还没有完成，页岩气与铁矿石产业链还未见到规模性的减产，这个完整周期没有走完，因此很难谈大宗商品衰退见底了。对大宗商品的影响还会持续一段时间，2016 年大宗商品过剩产能的出清将是一场旷日持久的战争。

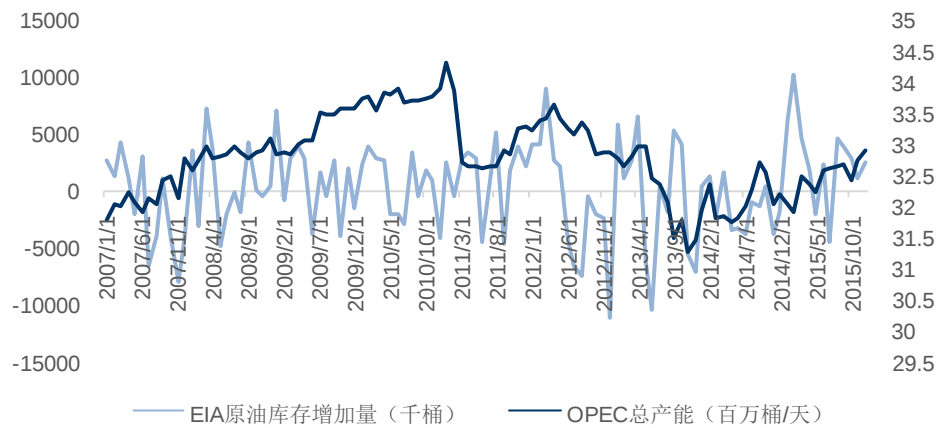
图 40：大宗商品上下游结构的传导周期



资料来源：申万宏源研究

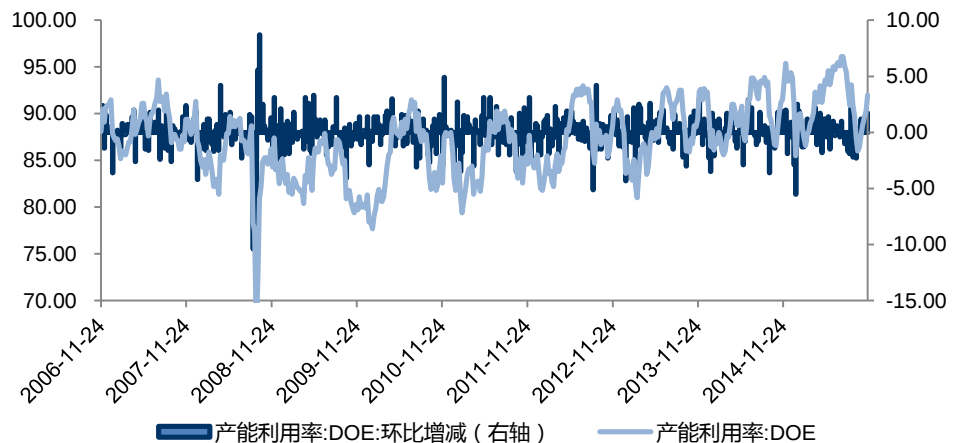
美国能源信息署每周公布的 EIA 原油库存增加量，可以看出美国原油库存还没有进入缩减阶段。2015 年全年的 OPEC 总产能虽然有波动，但是中枢上移，并且预计 2016 年将继续上升，可见 OPEC 没有在缩减产能。美国能源部（DOE）公布的 EIA 精炼厂设备利用率即产能利用率，美国 11 月 EIA 精炼厂设备利用率为 92.0%，此前一周为 90.3%。精炼厂设备利用率也就是产能攀升，表明有更高比例的原油转化成了汽油和其它燃料，原油需求增加。这也表明原油矿业的精炼环节去产能可能已完成，下一阶段会进入矿产环节。

图 41: EIA 原油库存增加量与 OPEC 总产能



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

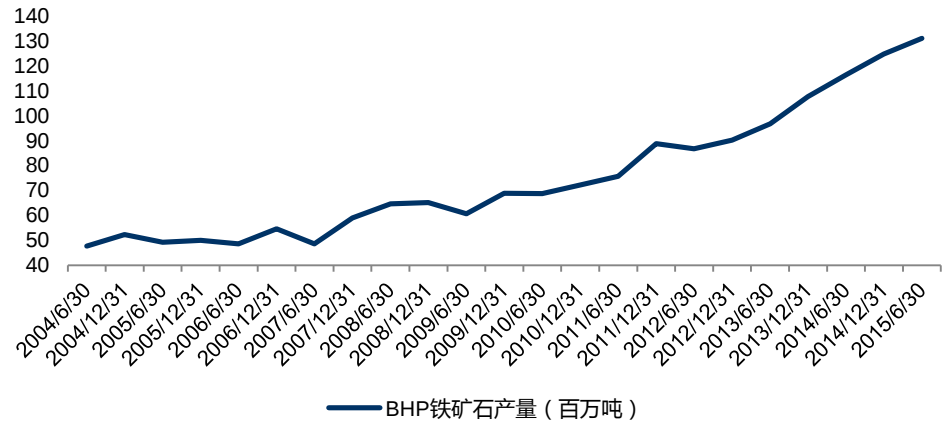
图 42: EIA 精炼厂产能利用率



资料来源: WIND, 申万宏源研究

铁矿石巨头澳大利亚必和必拓公司（BHP）每半年公布一次的铁矿石产量，数据显示，必和必拓从 2004 年开始铁矿石产量的总体趋势是上涨的，并且从 2012 年以来，铁矿石产量持续上升，表明矿业巨头没有开始缩减产能。尽管中国等大进口国的需求减少带来铁矿石价格持续下跌，行业巨头依然坚持不减产。必和必拓全球市场营销总裁白伟诚(Arnoud Balhuizen)表示，尽管部分竞争对手遭遇商品价格低位的冲击，但必和必拓不会减产，因为其相关业务为公司带来了现金流。力拓 CEO Sam Walsh 也表示，如果力拓减产，相应的供应缺口也将会被其他企业补上。必和必拓、淡水河谷、力拓以及 FMG 这四家全球最大铁矿石供应商的生产成本都为十几美元，仍低于目前价格。很多边缘厂商以及新矿企，可能要被挤出市场。这也暗示了目前矿业端还没进入淘汰收购潮，大宗商品的供需还未平衡。

图 43：必和必拓铁矿石产量

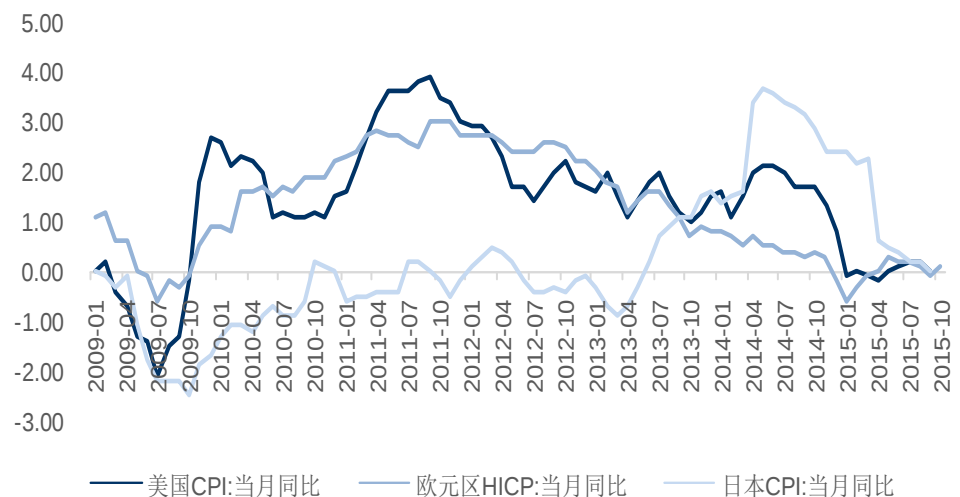


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

因此商品价格尚未见底，甚至会在底部徘徊较长一段时间的判断，令我们认为不仅仅是会继续深度影响资源出口型新兴市场的经济形势，同样 2016 年发达国家通货的情况也难以得到实质性改观，通缩风险仍在。

美国、欧元区以及日本各国的 CPI 可以反映经济复苏的热度。目前，美国要开始加息，欧洲使用坚定的宽松政策，日本在做 QE 后接着需要 QQE 来刺激经济。图中表明这三大发达经济体仍徘徊在零通胀的状态，前面我们已讨论过，2015 的经验说明三大经济体普遍面临投资不足，经济不振，经济经历刺激和宽松，还是比较脆弱的状态。而当前通缩对经济的影响会体现在投资周期的滞后，同时投资的滞后会导致雇佣人工的滞后，进而劳动生产率和工资增长是极其缓慢的，接着会造成消费重新陷入的增长缓慢。

图 44：美国、欧元区与日本通货紧缩状况



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

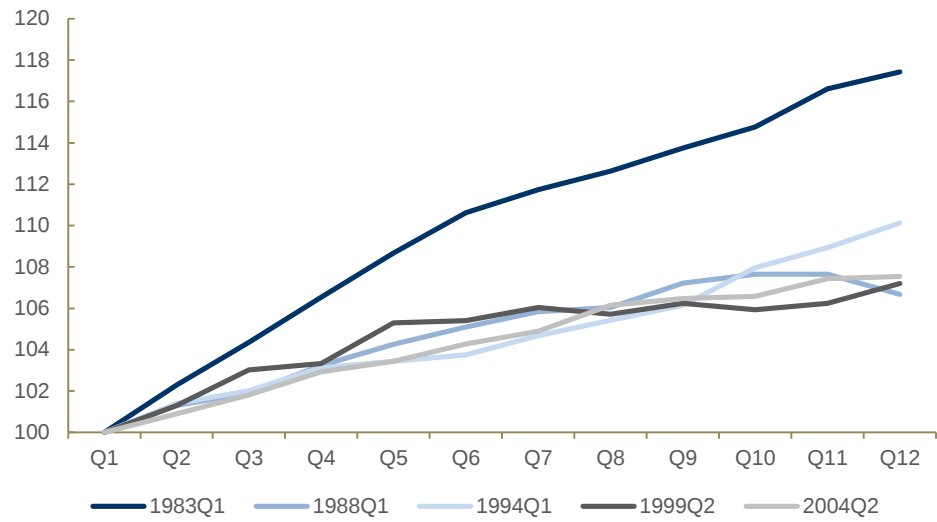
专栏 5：美国经济是否会陷入滞胀？

以史为鉴，美国不存在“加息导致滞胀”的“传统”。

自 1982 年以来，美国经济经历了 5 次较明显的加息周期。从美联储公布的联邦基金目标利率上，我们可以看出这 5 次加息周期分别是：1983 年 3 月-1984 年 8 月；1988 年 3 月-1989 年 5 月；1994 年 2 月-1995 年 2 月；1999 年 6 月-2000 年 5 月和 2004 年 6 月-2006 年 6 月。这几次加息之后的经济特征为：

1、经济增长的表现。从趋势上说，历史上加息之后，经济都是向上发展的；从增长幅度来说，早期 1983 年加息后的季度平均环比增长率在 1% 以上；而之后 4 次加息后，经济增长的季度平均环比增长率在 0.5%-1% 之间。

图 45：加息周期启动后 12 个季度内实际 GDP 的表现（启动季度 GDP=100）



资料来源：WIND；申万宏源研究

2、通货膨胀的表现。对美国 5 轮加息周期启动后 CPI 指数的变动情况进行统计分析，我们发现历史上 5 次加息周期启动后 3 年内 CPI 的走势有如下一些规律：

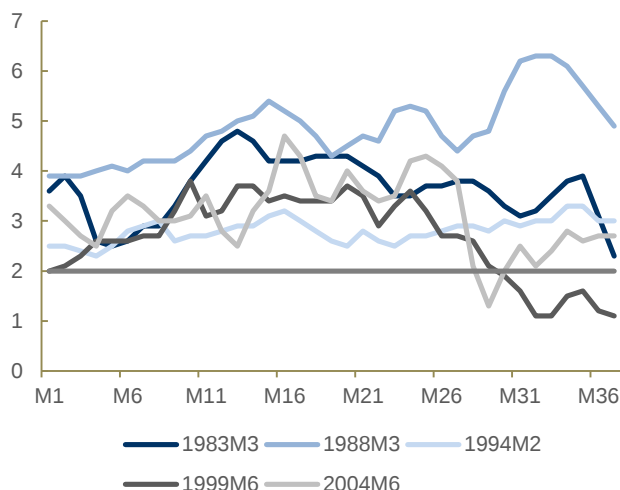
（1）无论是 CPI 还是核心 CPI，在加息周期启动后的 3 年里，大部分时间都在美联储 2% 的目标通胀率水平之上；

（2）在加息启动后 CPI 会有一个上升的趋势，这个趋势会持续 11 个月到 16 个月的时间，而后 CPI 会震荡向下（1988 年除外）；

（3）80 年代的通胀率普遍要高于 90 年代及之后的通胀率。90 年代及之后的时期，加息后 3 年 CPI 的震荡区间在 2%-4% 之间，核心 CPI 震荡区间在 2% 到 3% 之间。

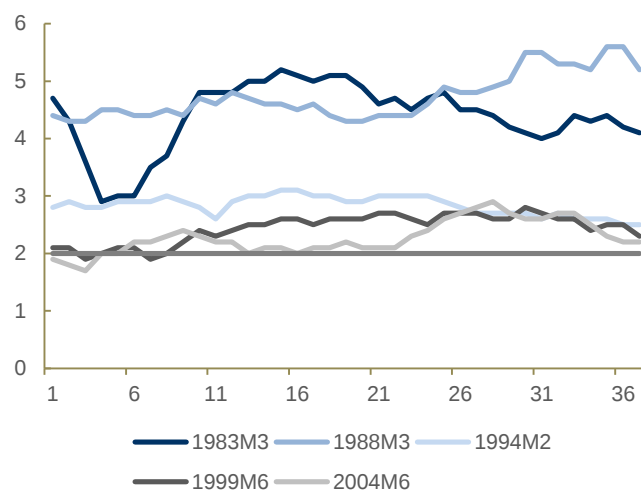
综合以上数据，我们发现历史上加息启动的三年内，首先，美国经济基本没有出现经济负向增长的情况；其次，CPI 指数在 90 年代后的 3 次加息周期启动后 3 年内大多数时间在 2% 到 4% 之间波动。经济发展稳定，并未出现过滞胀的现象。从历史上看，加息导致滞胀在美国没有先例。但需要注意一点，美国目前的核心通胀率勉强达到 2%，本次加息究竟是更像 2004、1999 或是 1997，尚属未知，更多要看经济走强能否持续，因此通缩风险大于滞胀。

图 46: 加息启动后 3 年内 CPI 的表现 (同比: %)



资料来源: Bloomberg; 申万宏源研究

图 47: 加息启动后 3 年内核心 CPI 的表现 (同比: %)



资料来源: Bloomberg; 申万宏源研究

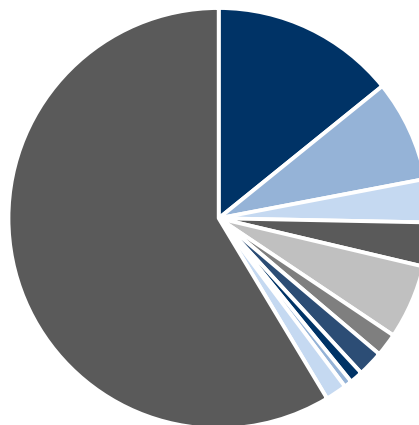
专栏 6: 如果油价的反弹, 会使美国 CPI 大涨吗?

再次强调, 以上讨论的是我们的基本情形, 但有一种可能性得到大家重点关注。假如 2016 年大宗商品去产能的进程比我们预想的要快, 比如 OPEC 急剧减产、页岩气生产商资本开支急剧收缩, 已经极低的原油价格是否会出现剧烈反弹。而这一情况是否会传导至美国 CPI 数据, 反而增大了加息加速的风险?

首先我们对美国 CPI 数据进行分解, 美国 CPI 的组成可以大致分成四个部分: 食品 (14.19%), 能源 (7.82%), 除去食品和能源以外的其他商品 (19.38%) 和服务 (除能源服务) (58.61%)。

图 48: 2015 年美国 CPI 的组成部分 (占比: %)

- 食品
- 能源
- 家居陈设与用品
- 服装
- 交通运输商品减去车用油
- 医疗保健商品
- 休闲商品
- 含酒精饮料
- 教育与通讯商品
- 其他商品
- 服务, 能源服务除外



资料来源: WIND; 申万宏源研究

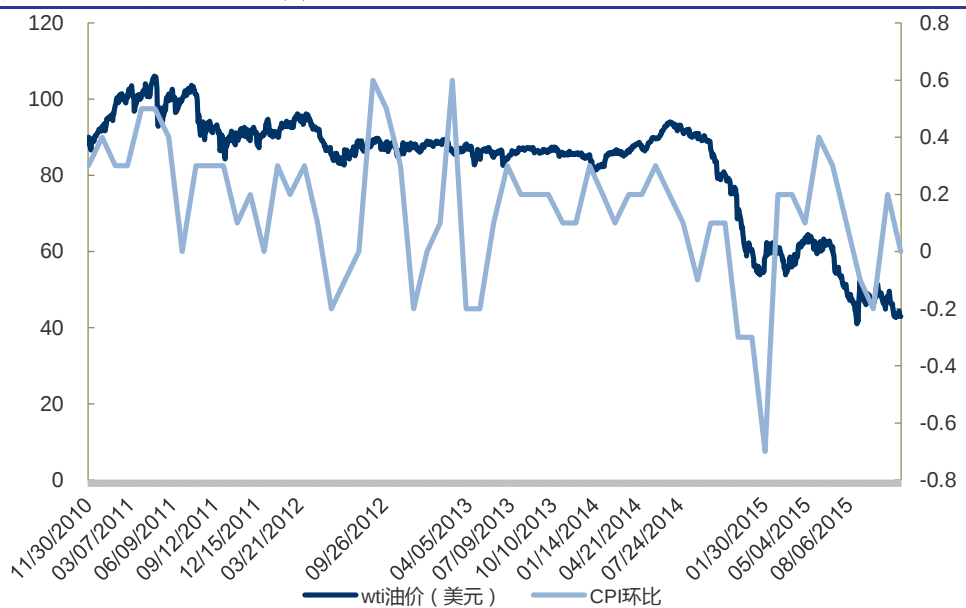
对 CPI 各部分进一步的分析我们发现, 能源部分从 2014 年初就进入了下行轨道, 食品在今年年初也未能幸免于难, 但是占比最高的服务部分却一直保持着同比 2% 以上的上行趋势。而在服务中, 表现突出的是住宅服务、医疗保健服务和运输服

务，因此能源下跌对美国 CPI 的影响并不大，对剔除食品与能源价格的核心 CPI 影响则更为间接。这是在国际大宗商品价格“跌跌不休”，欧洲和日本普遍面临通缩风险之下，美国核心 CPI 已在接近美联储 2% 的通胀目标的原因。如此“惊艳”的数据极大地坚定了美联储加息的决心。

我们参考了美联储的相关工作论文，并对石油价格和美国 CPI 的历史数据进行了回归分析。我们使用的 2010 至 2015 年 11 月的月度数据，结果发现，无论是对于 CPI 的同比还是环比数据，石油价格变化的影响都非常小（2% 左右），几乎可以忽略不计；而相关更严格的研究表明，1980 年之后，油价变动对于 CPI 的影响大致与其在 CPI 所占的份额相当，而对核心 CPI 则几乎没影响。主要原因在于沃尔克和格林斯潘时代的美联储实施了独立和更加注重市场预期引导的货币政策，切断了石油价格冲击和高通胀之间的联系。

从如今美联储的运作上，可以看出预期引导是其政策的重点之一，在此基础上，我们也有理由相信石油波动对于美国通胀率的直接影响依然是十分有限的，联储加息的步伐更取决于国内经济活性。

图 49：WTI 原油价格与同期 CPI 环比数据



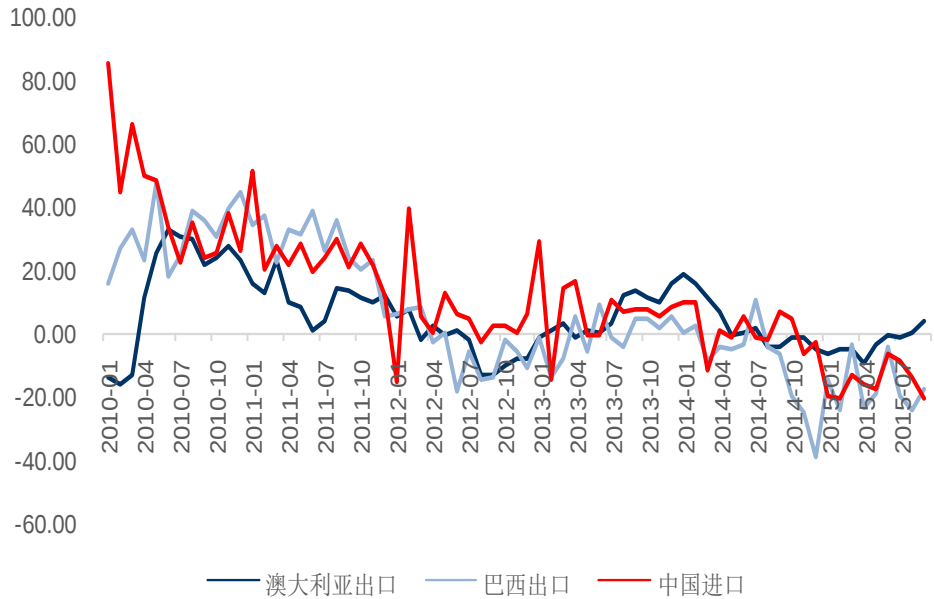
资料来源：Bloomberg；申万宏源研究

2.4 依靠“连帮带”模式走不出衰退死循环

新兴市场一度是世界经济增长的引擎，但是当前新兴经济体状态更为不理想，以发达国家带动新兴经济体，金砖国家联动全球贸易活动的“连帮带”模式恐难为继。发达国家更多依赖国内贸易来支持复苏，也可以看到新兴市场国家在力求转变出口和投资导向的经济增长模式，对整个大宗商品的依赖在不断的收减，经济增长目标也在放低。

2000 年以前，美国 GDP 占全球 GDP30%，吸引全球市场超过四分之一的直接投资（FDIs），进口占全球 20%；中国 GDP 仅占全球 GDP3.5%，吸收 3.2% 的出口和 3% 的 FDI。2014 年开始，世界已经进入双核模式，中国对全球 GDP 贡献率达到了 13.5%（美国：22.5%），进口占全球出口量 10%（美：12.5%），FDIs 占比 10.5%（美：7.5%），整体拉动了资源出口国增长，形成全球贸易闭环的转动。我们把这个模式成为南北协同的“连帮带”模式。

图 50：中国进口与大宗商品出口国出口增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

而 2015 年，发达国家在危殆之后迟迟未见好转，严重依赖原材料出口的新兴市场国家，在产能被闲置过久之后则被迫去化。此时，诸多结构性问题暴露出来了，比如增长点缺失、人口老龄化、制度缺陷或政治动荡等问题。外债的积累加大新兴市场国家应付外部冲击的脆弱性。新兴经济体中资本外逃总量通常与债务规模成正比。

新兴市场资金流出速度在加快。IMF 数据显示，2009 年到 2012 年间，总计有 4.5 万亿美元资金从发达经济体流入发展中和新兴经济体，占同期全球资金流动规模的一半。如今，国际资本流动的方向发生了周期性逆转。这些经济体 2014 年下半年净资本流出总计达 3924 亿美元。今年第一季度还有 800 亿美元流入新兴经济体，但第二季度从新兴市场流出的资本规模就达 1200 亿美元。从年初至今，新兴股票市场股票基金的净赎回已高达 397 亿美元，市场上最大的 RQFII、ETF 亦出现近 300 亿元的资金撤离，整体规模缩水 60%。美英收紧货币政策亦将导致国际资本继续从新兴市场回流西方成熟市场，美元走强也将进一步加大新兴经济体面临的外部压力，尤其可能对蒙古、土耳其、南非、俄罗斯、印尼、乌克兰金融和经济的稳定性造成较大的冲击，而其他新兴经济体也将面临本币贬值和资本外流加剧的局面。

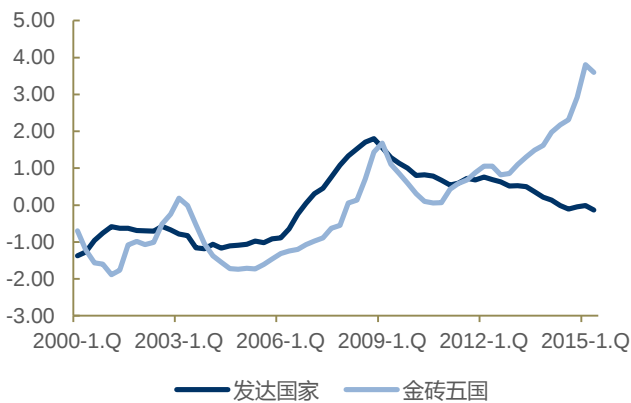
图 51：新兴市场国家（亚洲、拉美）资本市场资金净流动（十亿美元）



资料来源：BIS；申万宏源研究

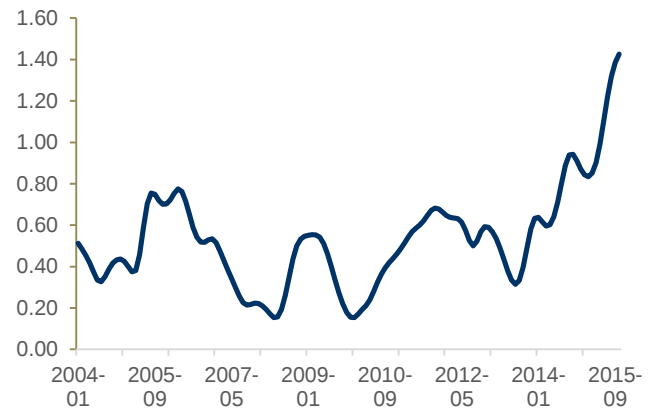
在资本自由流动的环境下，不同市场上的预期渐趋一致。新兴市场收益率水平与美国市场的相关系数从 2014 年以来一直上升，因此加息的外溢效应必定影响新兴市场流动性。另一方面，由于之前的发展预期和宽松的货币环境，新兴市场信贷近年来迅速扩张，企业部门的偿债负担也在不断增加。在当前美国加息的背景下，新兴市场的信贷违约风险存在上升趋势。

图 52：非金融部门偿债率（%）



资料来源：BIS；申万宏源研究

图 53：新兴市场收益率与 10 年美债收益率的相关性



资料来源：BIS；申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。