



专题报告
2019年1月

发达国家经济 分析与展望

ECONOMIC ANALYSIS
AND OUTLOOK:
DEVELOPED COUNTRIES

发达国家经济分析与展望（2019 年 1 月）

研发部 徐永 黄田

摘要

全球经济去年增长表现分化，中国经济增长放缓，新兴经济体波动频繁，美国经济一枝独秀，欧日经济增速缓慢。预期发达经济体 2019 年将从增长分化转向收敛，美国经济就业情况仍保持一定韧性，但持续加息导致金融条件收紧，耐用品消费增速下降，投资表现分化，房地产市场降温，叠加特朗普税改利好因素的逐渐减弱，美国经济 2019 年增长将会回落，美联储加息次数也将较 2018 年明显减少。欧日经济面对外部需求放缓，2019 年预期增长也将继续下行。欧洲经济缓慢复苏，欧洲区域的政治风险仍不容忽视，欧洲央行已经退出量化宽松，面对通胀回升的局面，2019 年仍有可能启动加息；日本经济低速增长，政府高负债率将继续对日本的经济复苏形成约束，日本央行量化宽松政策持续，但操作空间日益狭窄，消费税提高对个人消费还将产生负面影响，通胀水平达标仍将是其长期目标。

目录

第一部分 美国经济增长动能放缓	5
一、耐用品消费增速下降	5
二、投资表现分化	7
三、房地产市场降温	8
四、特朗普系列政策效果显现	10
五、明年加息次数可能减少，美元上涨空间亦有限	14
六、总结及展望	16
第二部分 欧洲经济缓慢复苏	16
一、欧洲缓慢复苏，增速下行	16
二、欧洲政治风险不容忽视	20
三、欧洲央行加息前景	22
四、总结及展望	24
第三部分 日本经济复苏放缓	24
一、经济复苏态势放缓，景气度良好	25
二、消费、投资、出口走势均疲弱	26
三、较宽松货币政策持续，通胀继续回升但依然不高	28
四、财政压力继续增加，政府债务居高不下	29
五、总结及展望	32

图表目录

图表 1 美国 GDP 走势.....	5
图表 2 美国外贸顺差走势.....	5
图表 3 美国个人消费支出走势.....	6
图表 4 美国工人工资及消费者信心走势.....	6
图表 5 美国劳动就业和 CPI 走势.....	7
图表 6 美国私人投资贡献率.....	7
图表 7 美国私人投资表现.....	8
图表 8 美国 PMI 走势.....	8
图表 9 美国房地产市场销售情况.....	9
图表 10 美国房贷利率走势.....	9
图表 11 美国房价指数走势.....	10
图表 12 特朗普上任以来的主要政策整理.....	10
图表 13 美国个人总收入结构.....	12
图表 14 美国企业海外利润汇回情况.....	13
图表 15 公众持有的联邦债务占 GDP 比重.....	14
图表 16 美联储资产规模变化.....	15
图表 17 美元利率汇率表现.....	15
图表 18 欧盟经济表现.....	17
图表 19 欧洲最终消费及投资情况.....	17
图表 20 德法英经济走势.....	18
图表 21 欧盟对华出口情况.....	18
图表 22 欧元区 PMI 走势.....	19
图表 23 欧元区通胀表现.....	19
图表 24 欧洲失业率数据.....	20
图表 25 意大利经济表现.....	21
图表 26 意大利政府负债率表现.....	21
图表 27 英国经济表现.....	22
图表 28 欧洲产能利用率情况.....	23
图表 29 欧元区信贷增速.....	23
图表 30 欧元区 M1 和 M3 走势.....	24
图表 31 日本 GDP 总值及同比增速.....	25
图表 32 日本失业率.....	25
图表 33 日本制造业 PMI.....	26
图表 34 日本服务业 PMI.....	26
图表 35 日本私人消费及增速.....	27
图表 36 日本固定资本形成总额及增速.....	27
图表 37 日本商品和服务出口总值及增速.....	28
图表 38 日本商品和服务进口总值及增速.....	28
图表 39 日本 CPI 增速.....	29
图表 40 日本 PPI 增速.....	29
图表 41 日本 65 岁以上人口占比.....	30
图表 42 日本社会保障费支出及占比.....	30
图表 43 日本国家债务余额及负债率.....	31

图表 44 日本国家债务清偿及占比	31
图表 45 日本 10 年期国债利率走势	32

新世纪评级版权所有

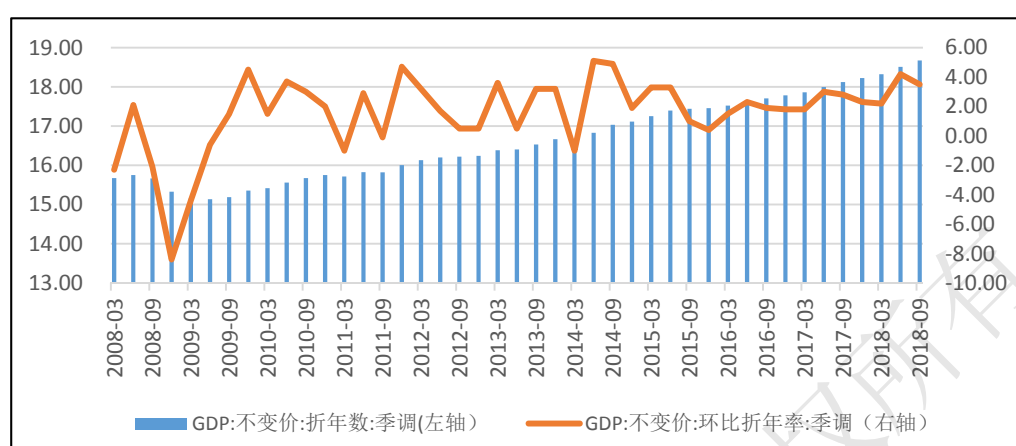
第一部分 美国经济增长动能放缓

2018 年美国一枝独秀增长强劲，全年加息四次，不过随着美国国内耐用品消费增速放缓、住宅投资及房地产市场降温，减税效应逐渐消退等因素逐步显现，2019 年美国经济增长势头将会放缓，欧美经济增速也将由分化转向收敛。

一、耐用品消费增速下降

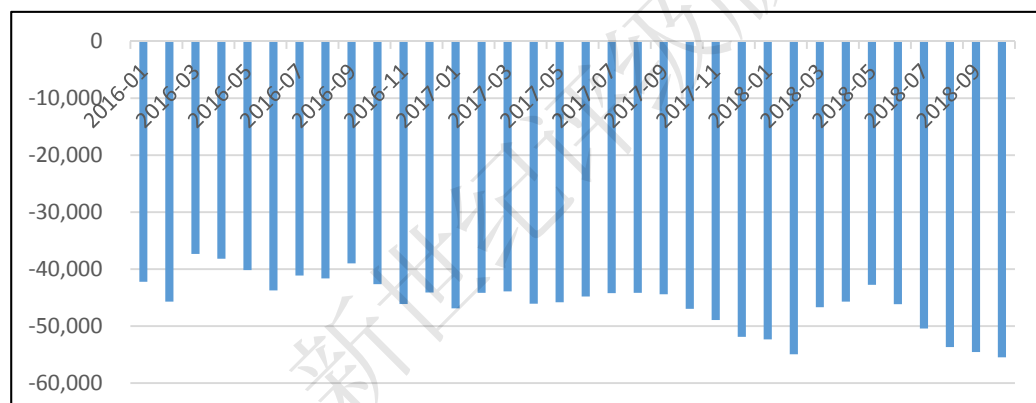
2018 年前三个季度美国经济增长环比折年率分别为 2.2%、4.2%和 3.5%，三季度的增长势头有所放缓。美国私人投资保持强劲，个人消费持续增长，但中美贸易摩擦对其净出口的负面影响逐步显现，美国贸易逆差规模进一步扩大，三季度商品和服务净出口对 GDP 的拉动率从二季度的 1.22%大幅下降至-1.91%，美国出口部门正在自食其果。

图表 1 美国 GDP 走势（单位：万亿美元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级

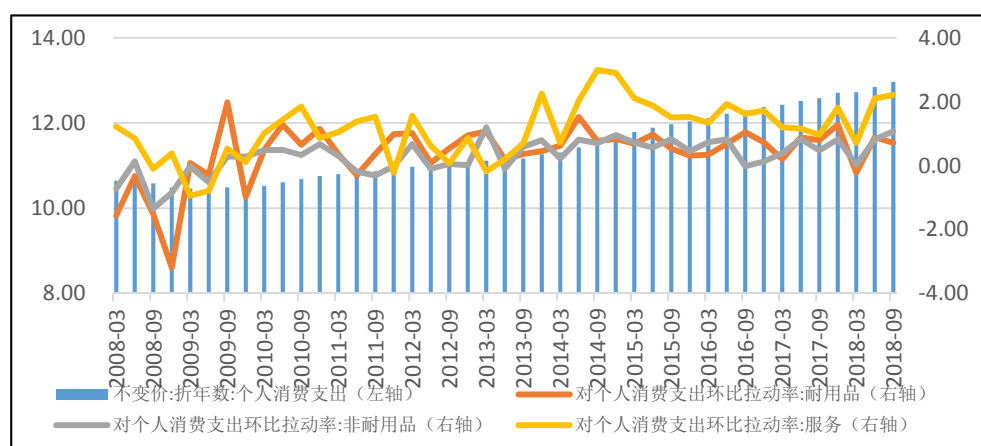
图表 2 美国外贸顺差走势（单位：百万美元）



数据来源：Wind，新世纪评级

特朗普政府 2017 年底推出的税改等系列政策，刺激了美国个人消费较快增长，其中个人非耐用品消费及服务消费二季度以来增速明显回升，不过受加息等因素影响，耐用品消费增速持续下降，并可能在税改利好因素逐渐释放后，成为在 2019 年拖累美国经济复苏的重要因素。

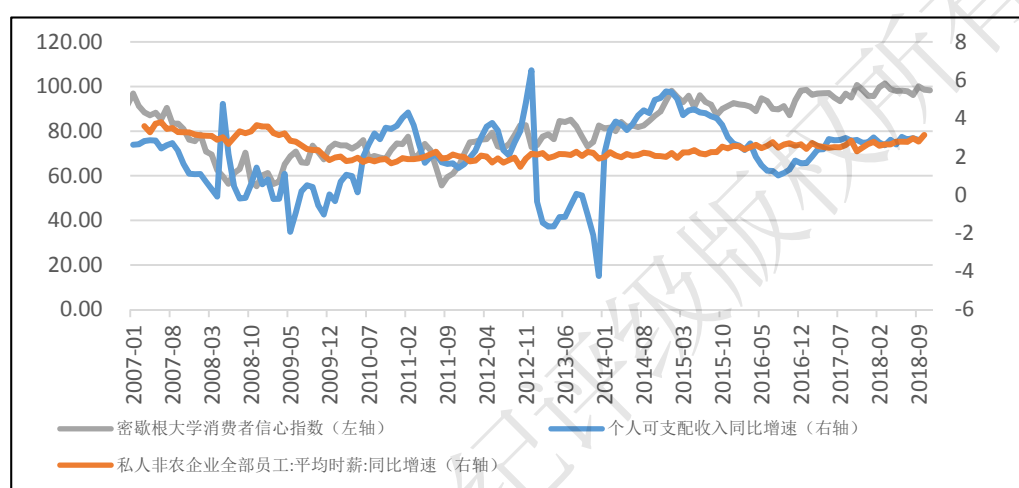
图表 3 美国个人消费支出走势（单位：万亿美元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级

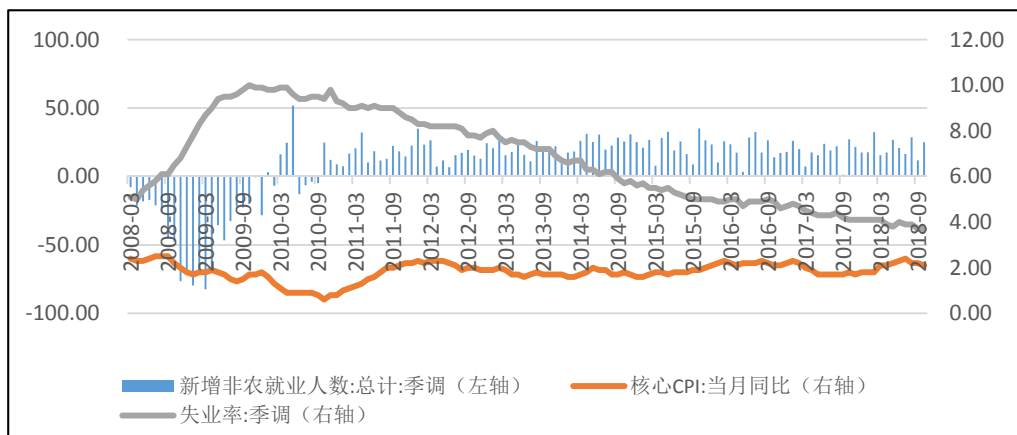
劳动市场的持续改善为个人消费增长提供了支撑。美国失业率持续下降，2018 年 11 月份已经下降到记录低点的 3.7%，低于 4.6% 左右的自然失业率；非农职位空缺率强劲上升，从 2017 年底的 3.7% 上升到 2018 年 10 月的 4.5%，强劲的就业需求导致美国工人的工资持续增长，制造业工人 2018 年 11 月的平均时薪已经达到 27.2 美元，消费者信心指数趋势上行。

图表 4 美国工人工资及消费者信心走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

图表 5 美国劳动就业和 CPI 走势（单位： %）



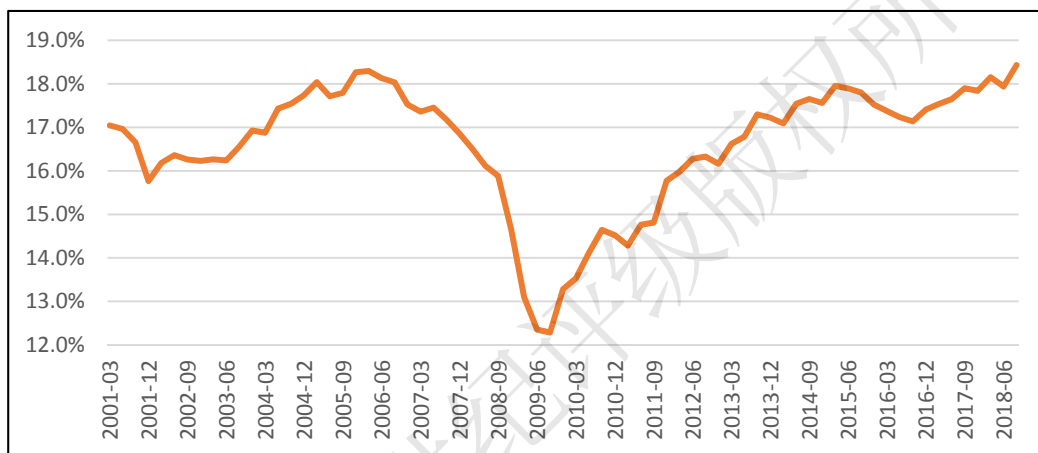
数据来源：Wind，新世纪评级

2018 年美国通胀水平持续回升，核心 CPI 从 3 月份起均在 2% 以上，2018 年 10 月份为 2.1%，支撑了美联储的持续加息；美国 2018 年的进口价格指数同比增长先升后跌，7 月份达到 4.8%，10 月份基本回到年初水平，关税因素对美国 2018 年价格水平的影响整体较为有限。

二、投资表现分化

2008 年金融危机后私人投资成为对冲美国经济下行的重要武器，本轮投资自 2016 年下半年，增速也不断反弹，到 2018 年 3 季度投资在 GDP 中的贡献率已经达到 18.4%，显著高于金融危机期间最低不到 13% 的水平。

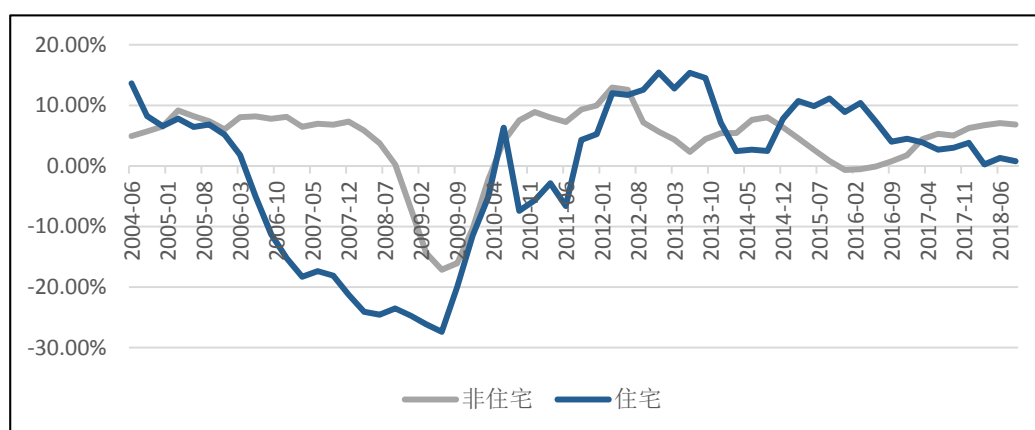
图表 6 美国私人投资贡献率



数据来源：Wind，新世纪评级

分项来看，住宅投资和非住宅投资呈现较为分化局面，建筑、知识产权等投资持续反弹，住宅投资增速则明显放缓，设备投资的增速在 1 季度达到高点后，也逐步下降。

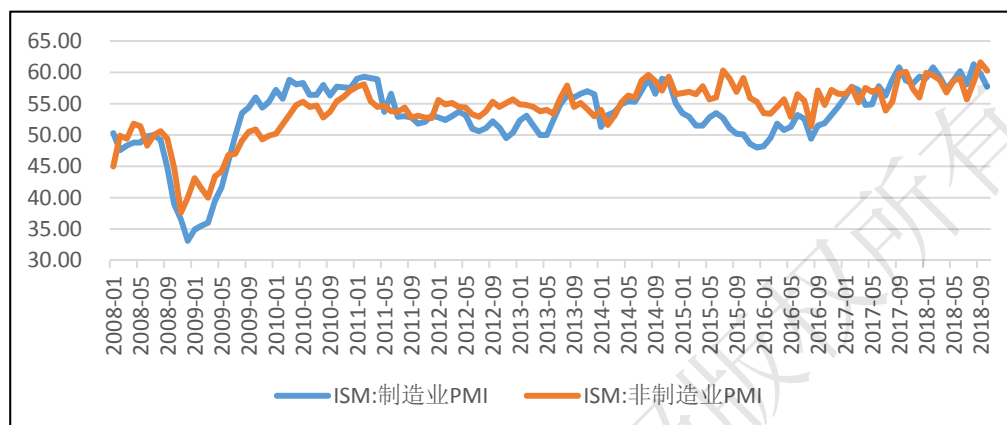
图表 7 美国私人投资表现



数据来源：Wind，新世纪评级

整体而言，2018 年美国制造业投资维持着较高的景气，PMI 指数 11 月份达到 59.3%，非制造业 PMI 指数 11 月份达到 60.7%，不过预期高景气的持续性不强。分项来看，新订单指数波动走低，2018 年 10 月份低至 57.4，11 月份有所反弹；新出口订单指数 2 月份以来持续走低，11 月份为 52.2，美国未来内外需增长都有下降压力。不过，订单库存指数 5 月份以来持续走低，预期在需求下降的情况下，美国制造业可能会有一波主动补库存的过程，支撑制造业投资继续增长。

图表 8 美国 PMI 走势（单位：%）

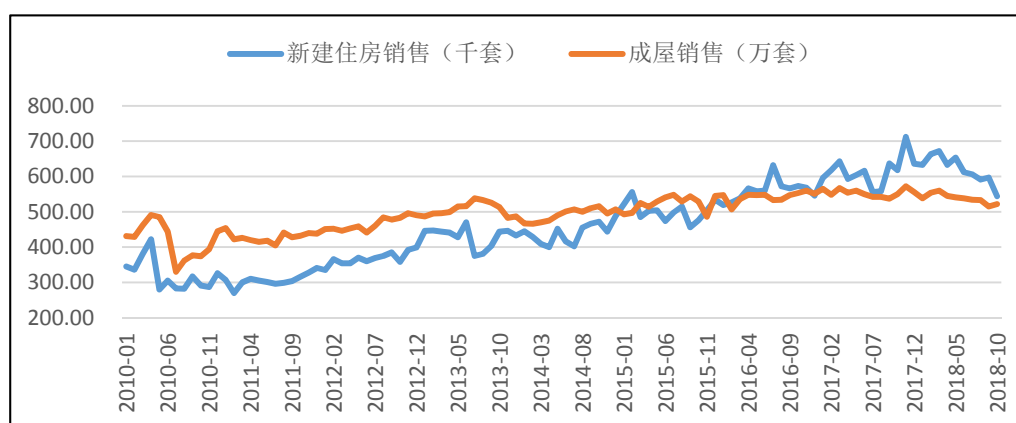


数据来源：Wind，新世纪评级

三、房地产市场降温

房地产行业在美国经济中占据着重要地位，2017 年在 GDP 中的比重达到 12.15%，高于农业、制造业、信息业以及金融保险业，不过从房地产的投资和销售数据来看，美国房地产市场已经出现了颓势。

图表 9 美国房地产市场销售情况

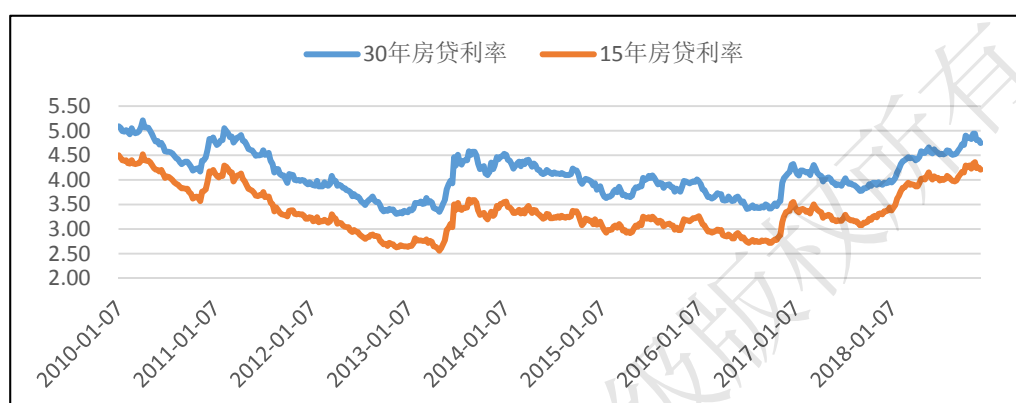


数据来源: Wind, 新世纪评级

美国成屋销售套数 2018 年 10 月为 522 万套, 较去年 12 月的 556 万套小幅下降, 新屋销售的下降趋势更为明显, 2018 年 10 月为 54.4 万套, 而去年 12 月为阶段性高点 63.6 万套。

美国房屋销售下滑与不断上涨的房贷利率相关, 美联储此轮加息周期启动以来, 美国 30 年期固定利率抵押房贷利率已经从 2015 年底的 4.01%, 上涨到 2018 年 11 月底的 4.8%, 虽然低于同期美联储加息的幅度, 但持续的加息必将增加购房者的利息负担, 降低房地产市场的需求。

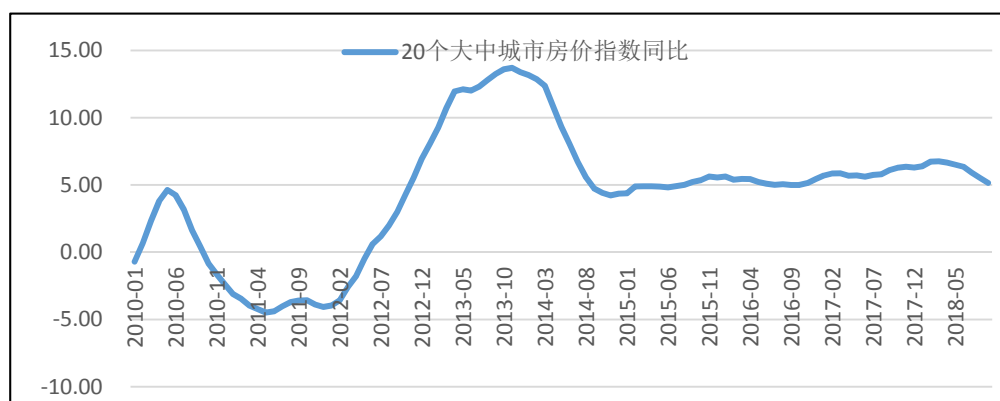
图表 10 美国房贷利率走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级

与住宅销售下降叠加的还有房价的下跌, 2018 年 2 季度以来, 美国 20 个大中城市的标准普尔/CS 房价指数同比持续下降, 房地产价格下降会影响投资性需求, 而需求下降又会进一步抑制房地产价格。

图表 11 美国房价指数走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

房价下跌、房地产销售的下滑不可避免将传导到房地产投资，从房地产投资的走势来看，此轮加息以来也是不断走低，到 2018 年三季度末同比增速已经不到 1%，2019 年不排除会出现负增长，房地产市场出现的疲势将对 2019 年美国经济产生负面影响。

四、特朗普系列政策效果显现

特朗普上台后，几乎兑现了其竞选时的所有承诺，废除奥巴马医保法案、执行减税、引导制造业资本回流、扩大基建以及限制移民等组合政策，其中减税政策集中在降低个人所得税、企业所得税以及降低企业海外投资利润汇回税率等，对个人消费、企业税后利润等都产生了正面影响。

图表 12 特朗普上任以来的主要政策整理

政策	时间	主要政策内容
《减税和就业法案》	2017 年 12 月 22 日通过 2018 年 1 月 1 日起生效	未来十年预计减税规模为 1.5 万亿美元。 企业方面：1、将联邦企业所得税的八档超额累进税率（大公司平均税率为 35%）统一调降至 21%，对规定范围的中小企业不征公司所得税；2、对设备投资进行一次费用化处理（直至 2023 年，此后费用化比率逐步降低）；3、征税原则由全球征税向“属地原则”过渡，尽可能避免在海外投资的美国企业向美国 and 东道国重复交税，下调海外利润汇回的适用税率，对跨国公司汇回海外利润征收的税率由 35%调降至 15.5%（现金）、8%（非现金）。 个人方面：1、维持个税七档税率，除 10%和 35%税率维持不变外，其余 5 档不同程度下降，税改后税率设定为 10%、12%、22%、24%、32%、35%和 37%；2、提高个人及家庭单位的标准扣除额度至 1.2 万、2.4 万美元（此前为 0.65 万、1.3 万美元）；3、遗产税起征点翻倍至 1100 万美元；4、取消和调整数十项税收抵免和扣除，包括：儿童税收抵免翻倍（从 1000 美元每人增至 2000 美元每人），建立新的家庭税收抵免制度；取消杂项列举扣除；取消特定分项扣除的限制；保留州税和地方税（state and local tax，SALT）扣除，但扣除上限调整为 10000 美元；增加慈善捐款的税收扣除额度；提高医疗费用扣除占应税收入的比例上限；提高个人替代性最低税（Alternative Minimum Tax）的门槛，简化税制

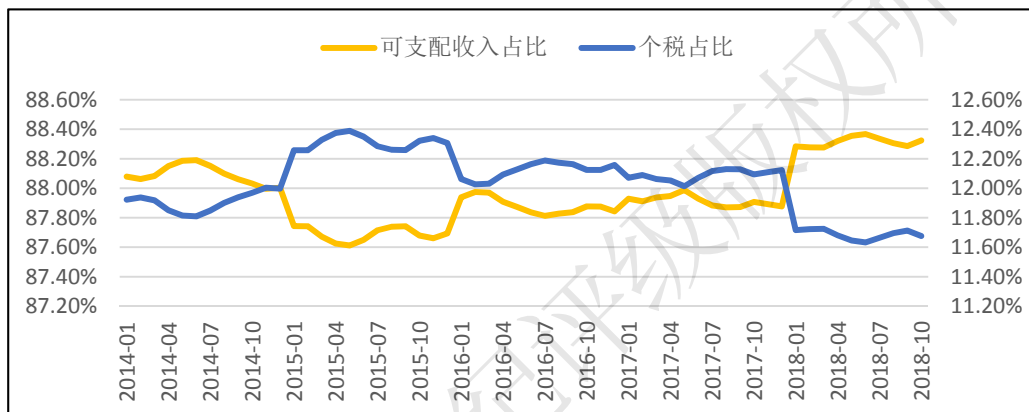
		等。
贸易保护主义政策	2017 年以来	特朗普上任以来的贸易议程包括美国贸易政策的原则、目标和优先议程。原则是以为美国争取更自由公平的方式扩大贸易，促进经济增长、扩大就业，提高与贸易伙伴的对等互惠，强化本国制造业基础，扩大农业、服务业、工业出口。这些目标将通过侧重于双边谈判而非多边协商、重新谈判和修改一些贸易协议的方式达成。 优先议程包括：1、在贸易政策上保卫国家主权。主要强调依据美国在 1995 年世贸组织成立、继续参加时签署的争端解决谅解协议（DSU），世贸组织通过争端解决机制作出的发现、政策建议和法律要求不能增加或减少美国在世贸组织协议下的权利和义务。2、严格执行美国贸易法。强调美国国会过去通过了一系列保护美国市场不被不公平贸易行为（倾销、进口商品的补贴等）所扭曲的法律，这些法律符合关税协定。美国厂商有权申请反倾销和反补贴贸易救济。此外，1974 年贸易法的 201 条款规定对受到进口增长严重伤害的本国产业，美国总统可进行救济。美国贸易代表办公室在必要情况下有权请求该保护性调查。1974 年贸易法下的 301 条款授权美国贸易代表办公室采取行动应对那些违反国际贸易协定或不合理、歧视性、对美国商业造成负担或限制的外国行为。3、运用杠杆打开外国市场。无论世贸组织规则、双边和多边贸易规则的起草、执行和运用均应找出办法修正以明确指出自由市场原则，还应明确要求参与国需有透明的法律和监管体系。4、谈判新的更好的贸易协议。主要通过双边谈判，争取到更高标准的公平贸易条件，并对不公平贸易伙伴毫不犹豫地运用任何可能的法律手段。 基于以上贸易议程，2017 年以来，美国政府频繁使用“双反”调查等救济措施打击不公平贸易行为。2017 年全年发起 54 次反倾销调查，下发 32 项反倾销命令；发起 25 次反补贴调查，发布 11 条新反补贴命令。此外，还发起了 301 调查和特别 301 调查。
	2017 年 1 月 23 日	特朗普上任美国总统第一天，宣布美国退出跨太平洋伙伴关系协定（TPP）。
	2017 年 8 月 16 日	特朗普政府开始与加拿大和墨西哥就北美自贸协定（NAFTA）重新谈判，谈判涵盖及旨在修改的内容包括知识产权保护、监管规则、政府采购、劳工、环境、数字贸易、国有企业等方面。
	2018 年 3 月 27 日	美韩就韩美自由贸易协定（FTA）修订达成一致，对于韩对美汽车、钢铁、药品进口方面的调整达成协议。
	2017 年以来	特朗普上任之初就宣称缩小美中之间巨额的贸易逆差，随后陆续对中国发起了“双反”调查、授权美国贸易代表办公室（USTR）开展的所谓的“中国不公平贸易行为”调查、301 调查、232 调查等，并陆续发布针对新能源汽车、航空航天、高铁装备、信息技术、新材料、机器人、生物医药、医疗器械以及农机装备等领域加征关税，中美贸易关系由贸易摩擦逐步升级为贸易战。
新移民政策	2017 年	1. 提出“改革美国移民强化就业法案（Reforming American Immigration for Strong Employment Act）”即 RAISE 法案，将移民签证数量降至十四万，使得目前的程序转变为一个积分系统，是否满足移民条件将基于个人年龄，教育程度，英语流利度，工作机会，卓越成就和在美投资意愿等一系列条件所获得的积分。 2. 新行政命令规定，合法移民不可以再享受美国福利，绿卡持有者不准居住老年公寓，不得享受美国的公共免费医疗，住在老年公寓的移民将被遣返。 3. “买美国产品，雇美国工人”，保护美国工人的工作，提高工资，创造就业机会且提升就业率，将废除实行已久的特殊专业人员临时工作签证 H-1B 抽签制

		度，对于在美国高校毕业的学生可以优先提供 H-1B 签证；雇主员工人数超过 50 人，持有 H-1B 和 L1 工作签员工在 50% 以上的公司，不允许申请新的 H-1B。 4. 对于持旅游签证的非法滞留者，并已取得美国身份的人，将采取极为严格的手段进行整肃，统统遣返。 5. 中止童年入境者暂缓遣返计划。 6. 修筑美墨边境墙，避免大批拉美裔非法移民从南部进入美国。 7. 收紧穆斯林国家公民的旅行签证。 8. 打击非法移民“零容忍”政策。
基础设施建设计划	2018 年 2 月 12 日	特朗普提出未来十年规模 1.5 万亿美元的基建投资计划。 1. 在资金来源上，方案希望通过国会立法在未来十年间联邦政府财政支出 2000 亿美元，其他资金来自私人部门和地方政府； 2. 配套实施机构和制度改革，例如推动闲置联邦土地的出售以增加财政收入并提供资金支持； 3. 精简审批流程，把环评方面的审批时限缩短至 2 年； 4. 投资方向将重点集中在美国农村地区。 联邦政府未来十年 2000 亿美元投资的具体分配为：1、1000 亿美元的激励机制，以鼓励地方政府和私人部门的投资；2、500 亿美元的农村发展基金，主要投资于农村基础设施、包括宽带互联网；3、200 亿美元用于投资有商业转化价值和竞争优势的创新型基建项目；4、200 亿美元用于扩大基建融资，以通过联邦信贷计划支持私营部门基建投资；5、100 亿美元用于设立联邦周转基金以支持购买、建设、翻修联邦土地。

数据来源：新世纪评级根据公开资料整理

从个人的可支配收入来看，个人可支配收入在总收入中的占比和个人所得税在总收入中的占比出现了明显此消彼长的局面，刺激了美国消费的较快增长和经济复苏。

图表 13 美国个人总收入结构

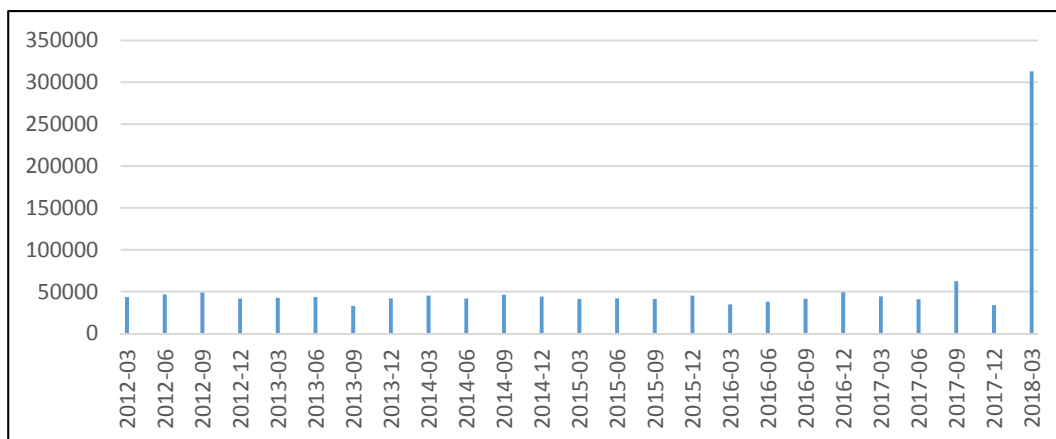


数据来源：Wind，新世纪评级

从海外利润汇回的情况来看，此前每个季度的汇回规模长期稳定在 500 亿美元上下，但海外汇回税率从 35% 下降到 8%（非现金）后，汇回规模出现了井喷，2018 年 1 季度达到了 3130.17 亿美元，这些回流的美元使得 2018 年新兴市场普遍面临较为严重的资本流出，但为美国的制造业投资、基建计划充实了资金来源，

是 2018 年美国强劲增长的重要推动力。

图表 14 美国企业海外利润汇回情况（单位：百万美元）



数据来源：Wind，新世纪评级

美国海外利润规模较大的行业主要为信息技术等高科技行业，主要上市公司有苹果、微软、谷歌等，大量汇回的利润部分被用作了美股回购，助推了美股 2018 年前三季度的良好表现。

伴随减税的，还有企业利润的持续改善，2018 年 3 季度，企业利润的同比增速高达 10.34%，预期这会支撑私人投资未来一段时间内持续保持一定增长。

不过随着减税效应的逐步消退，预期海外利润汇回的速度会逐步放缓，企业利润增速随着人工成本及融资成本增加，预期也可能会有所回落，四季度以来美股也出现波动调整，减税政策对美国经济的刺激效应明年将趋向减弱。

特朗普的基建计划实施进展相对落后于减税及移民等政策，2018 年 2 月白宫才正式向国会递交基础设施建设的具体计划，预期基建投资将成为特朗普中期选举后即 2019 年施政的重要内容。

具体来看，特朗普的基建计划的规模约为 1.5 万亿美元，其中联邦政府的出资是 2000 亿美元，时间跨度达到 10 年，特朗普基建计划除了投资拉动效应外，很重要一点是解决美国低学历工人的失业和就业等问题，预期这将对其政治选票有极大的支撑作用。

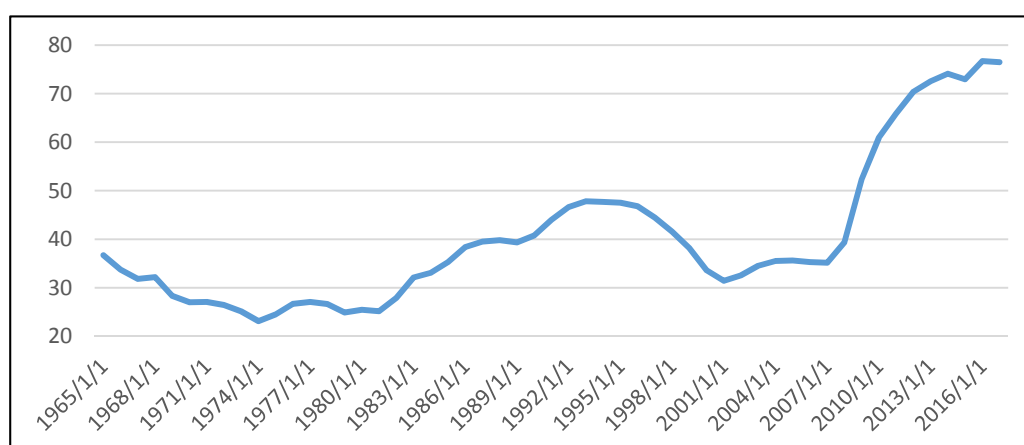
根据经济顾问委员会（CEA）的分析，10 年 1.5 万亿美元的基础设施投资计划可以使 GDP 增长率增加 0.1 至 0.2 个百分点。CEA 估计，1.5 万亿美元的基础设施投资将导致在十年内平均雇用 290,000 到 414,000 名额外基础设施工人，当前估计有 350,000 名基础设施工人失业，基建计划可以填补职位空缺。

由于基建一直是美国民主党的重要施政内容，预期在基建计划方面特朗普政

府将和民主党展开更多合作，进度推进也可能受到两党合作的牵制。

在基建中控制联邦政府债务的支出，有利于缓解当前美国政府债务扩张给美国经济带来的负面影响。截至 2017 年末美国公众持有的联邦债务占 GDP 的比重为 77%，处于第二次世界大战后不久的最高水平。美国国会预计，如果现行政策基本保持不变，不断增加的预算赤字将在未来 30 年内大幅增加债务，未来十年将达到 GDP 的 100%，到 2048 年达到 152%。赤字将从 2018 年的 3.9% 上升到 2048 年的 9.5%，这些主要支出包括老龄化上升后提高的医疗保健支出等。债务、赤字及其带来的利息负担和支出约束，将对美国经济增长产生明显约束，国会预计美国未来 GDP 的增长在税改失效前将主要为平稳增长，之后才有望提升涨幅。

图表 15 公众持有的联邦债务占 GDP 比重（单位：%）



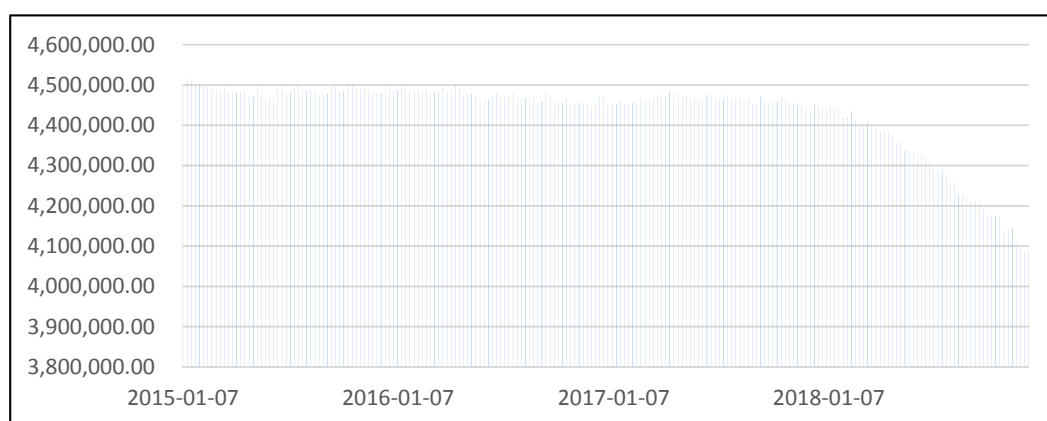
数据来源：Wind，新世纪评级

五、明年加息次数可能减少，美元上涨空间亦有限

美联储 2018 年加息了四次，截至 12 底美联储的总资产规模也因为缩表降到了 4.08 万亿美元，较 QE 退出前资产减少超过 4000 亿美元。

伴随美联储加息，美国国债收益率明显走升，10 年期美债的收益率 11 月初最高上涨到了 3.24%，较年初上涨超过 80BP，不过 11 月以来 10 年美债收益率快速下行，并在 12 月下行至 2.8% 下方，1 年期美债收益率的上涨节奏则略滞后于 10 年期，在 2.7% 附近横盘了 2 个月多月后才在 12 月中旬开始明显下行。

图表 16 美联储资产规模变化（单位：百万美元）

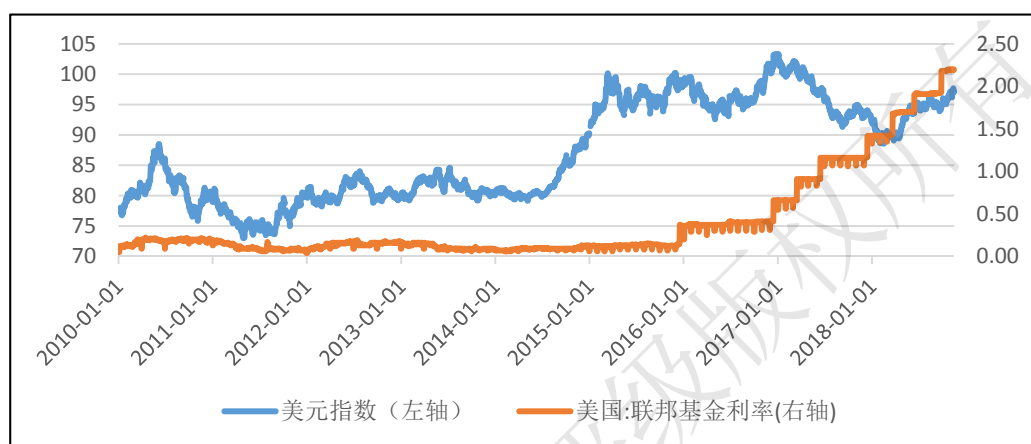


数据来源：Wind，新世纪评级

美债当前的这种表现，与美国当前仍处加息周期，但由于投资、房地产市场以及耐用品消费等领域的数据已经转弱，市场对明年美国 GDP 增长的预期转向悲观有关。

美元指数在加息背景下，2018 年二季度以来也是明显走强，12 月底在 97 附近，从美元指数历年走势来看，美联储收紧货币政策期间，美国经济增长强劲，美元利率和汇率容易呈现双升的局面，2015-2016 年美联储刚开始启动加息时也出现了这种状况。

图表 17 美元利率汇率表现（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

不过预期 2019 年美元指数和美元利率继续保持双升的可能性较小，原因除了美国经济已经呈现的放缓局面可能影响加息频率外，2019 年欧洲央行可能在 QE 退出后首次启动加息，将可能支撑欧元走强，这将对美元指数形成较强的压制。

六、总结及展望

2018 年美国私人投资保持强劲，制造业投资维持着较高的景气，个人消费持续增长，但耐用品消费增速已逐步放缓，美国房地产市场也出现了颓势。

特朗普政府减税、基建以及限制移民等组合政策，对个人消费、企业税后利润等都产生了正面影响。不过随着减税效应的逐步释放，预期海外利润汇回的速度会逐步放缓，减税政策对美国经济的刺激效应明年将趋向减弱。

特朗普的贸易保护主义和关税加征政策，2018 年持续扰动美中等大国政治关系，但 2018 年美国贸易逆差继续扩大，特朗普政府的霸权政策对美国经济的拖累效应显现，预期美国 2019 年仍将主动在全球挑起贸易摩擦争端。

特朗普的基建计划实施进展相对落后于减税及移民等政策，基建投资将成为特朗普中期选举后即 2019 年施政的重要内容。基建计划除了投资拉动效应外，还有利于促进就业，预期这将对特朗普的民意支持率形成支撑，但基建投资进度可能受到两党合作进程的牵制，美国政府关门也将对美国经济形成负面影响。

2018 年美联储四次加息，美元指数上升，不过随着美国经济增长逐步放缓，预期 2019 年美元利率汇率继续双升的可能性较小，2019 年美联储加息的次数较有可能在 1-2 次，美元大幅上升的空间有限，欧美经济增速将由分化逐步收敛。

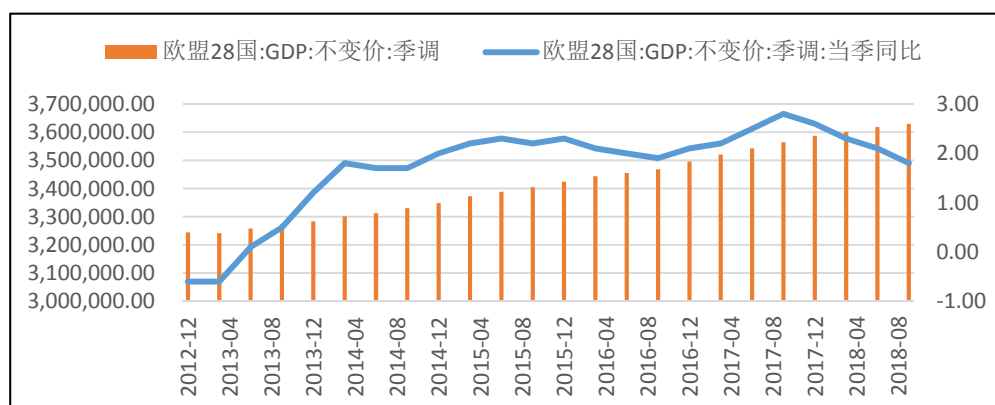
第二部分 欧洲经济缓慢复苏

欧洲经济增速整体低于美国，但欧洲经济在欧债危机及欧洲央行 QE 后持续反弹，2017 年四季度以来，欧洲经济在欧元升值、英国脱欧等因素扰动下，增长速度放缓。

一、欧洲缓慢复苏，增速下行

2018 年欧洲经济缓慢复苏，前三季度 GDP 同比增速分别为 2.3%、2.1%和 1.8%，较去年末的 2.6%持续下行，QE 以来欧洲经济增速有所反弹，不过目前已经呈现复苏乏力之态。

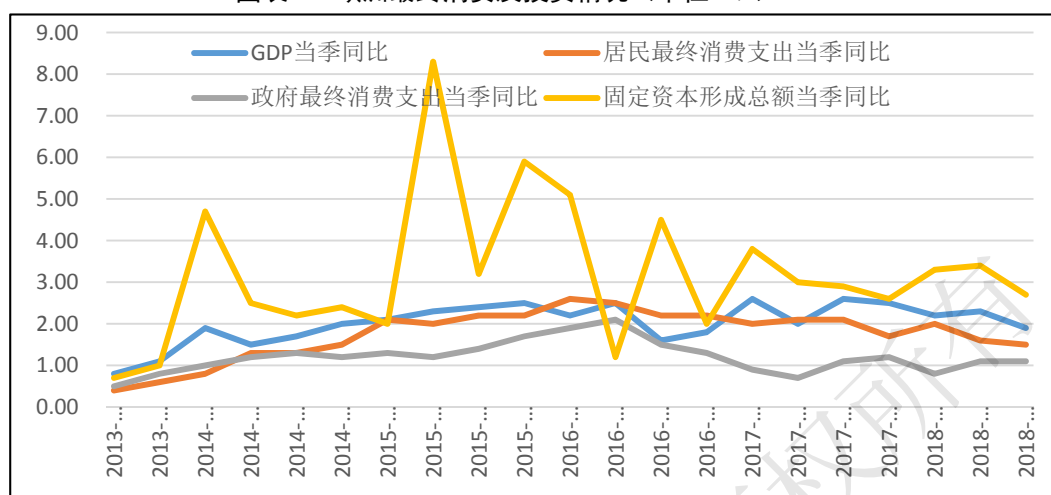
图表 18 欧盟经济表现（单位：百万欧元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级

分项来看，居民消费和固定资产投资在 2018 年一季度时都有所反弹，但之后都反弹向下，欧洲的整体内需情况仍然较弱。根据欧洲央行 12 月份的判断，欧洲经济增长状况总体均衡，但是由于地缘政治因素、保护主义、新兴市场风险以及金融市场波动，对经济前景的判断整体并不乐观。

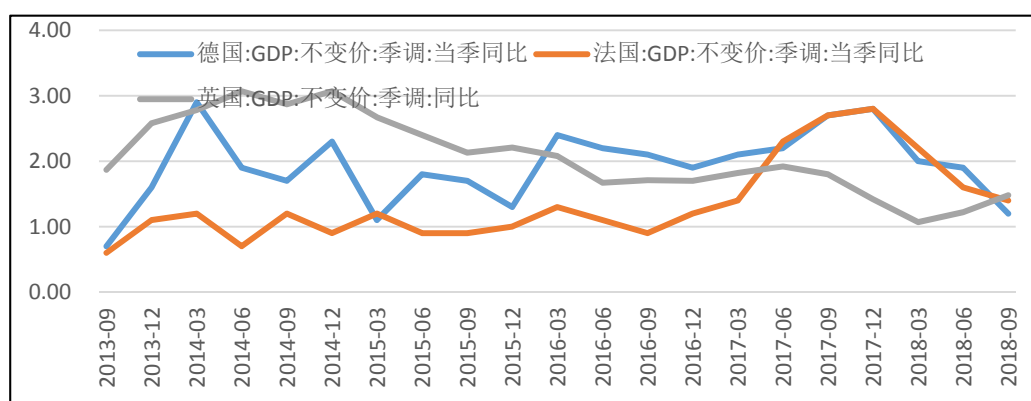
图表 19 欧洲最终消费及投资情况（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

分国别来看，2018 年德国、法国经济增速持续下行，英国经济二季度以来则有所反弹。在特朗普政府减税效应下，英国政府较早地宣布要在 2020 年前将企业税下调至 17%，其个人所得税的免除额部分也逐步动态提高，减税降低了企业经营成本，提高了个人可支配收入，支撑了英国经济在欧洲体系内的逆势表现。

图表 20 德法英经济走势（单位：%）

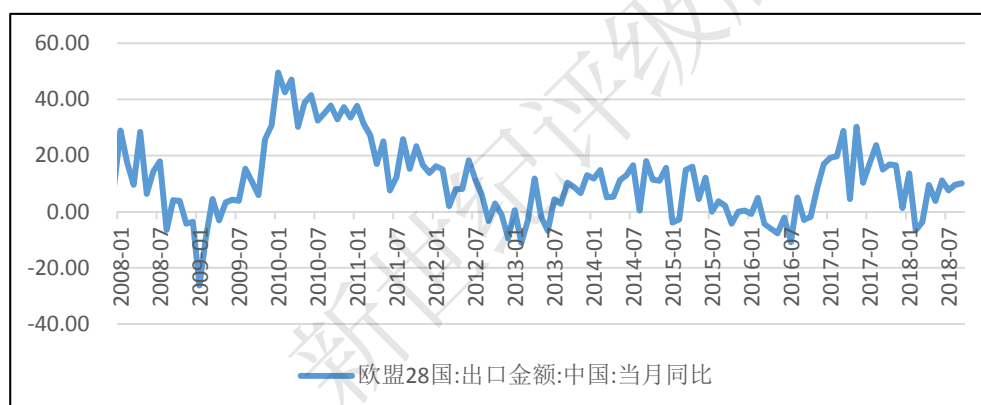


数据来源：Wind，新世纪评级

外贸方面，欧洲2018年进出口贸易同比增速反弹，10月份的增速为15.09%，较去年12月的-0.5%走高，这可能与去年同期基数相对较低有关，整体2018年欧盟贸易差额逐步走低，净出口对GDP同比增速的拉动率在下降，第三季度为0.02%。前三季度欧盟贸易净出口分别为1362亿欧元、1553亿欧元以及1333亿欧元，出口对GDP同比的拉动率走势也是下降，前三季度分别为1.72%、1.62%和1.11%。

分国别方面，2018年欧盟对美国的出口反弹较为明显，10月份的对美出口同比增速甚至高达26.3%，对日本的出口增速与以往相比整体较为平稳，2018年欧盟和美国、日本均就贸易关系达成了协议，双方致力于消除关税和贸易壁垒，同时美国对欧盟汽车出口拟增加关税最终有可能被德国增加在美国的汽车产业投资等措施替代，对欧盟的贸易增速有一定的支撑。对华贸易方面，今年中欧贸易逆差的规模较为稳定，2018年欧盟与中国之间的进出口贸易增速在整体增速反弹的带动下也出现回升。欧盟对出口贸易的依赖程度较高，在全球贸易摩擦加剧的情况下，预期2019年欧盟对外的贸易增速有较大的下行风险，拖累欧洲经济增速向下。

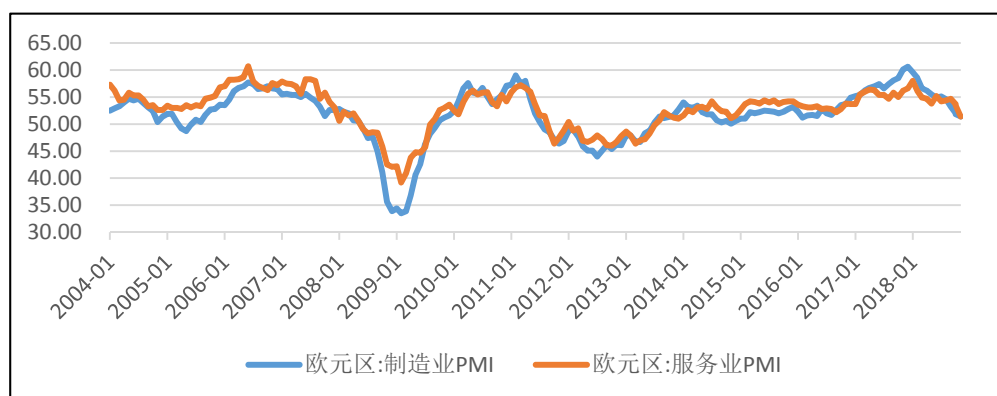
图表 21 欧盟对华出口情况（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

从 PMI 的走势来看，2018 年欧元区的 PMI 指数也结束 2017 年上行态势，全年下行，欧元区制造业和服务业 PMI 指数初值 12 月份均为 51.4%，法国则分别为 49.7% 和 49.6%，跌破枯荣线。

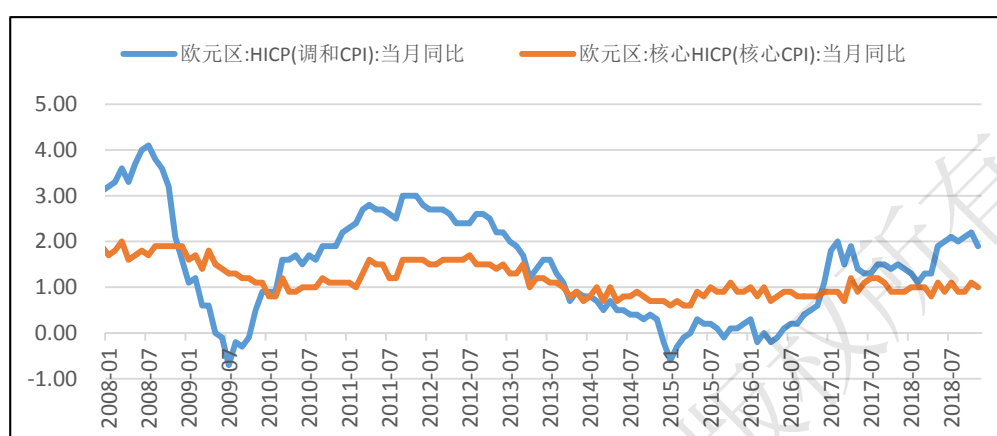
图表 22 欧元区 PMI 走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

通胀方面，伴随量化宽松、人工成本上升及全球油价走高，2018 年前 10 个月欧元区 HICP 持续走高，10 月份 HICP 和核心 HICP 分别为 2.2% 和 1.1%，11 月份则分别回落至 1.9% 和 1.0%。

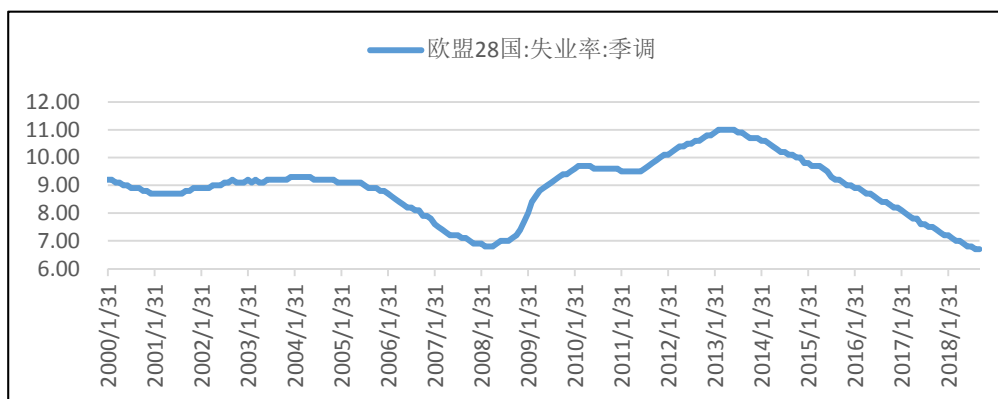
图表 23 欧元区通胀表现（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

就业方面，由于就业人数增速的持续下降，加上时薪成本的走高，欧盟 2018 年的失业情况持续改善，10 月份已经下降至 6.7%，较 2013 年的 11% 的高点明显回落。

图表 24 欧洲失业率数据（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

二、欧洲政治风险不容忽视

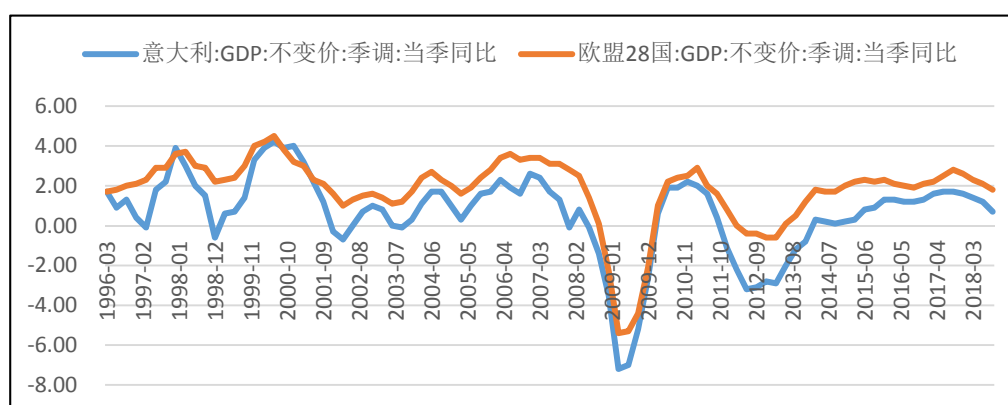
当前欧盟面临的一项重大不确定性，在于其区域内不断上升的政治风险，表现在意大利的民粹政府及预算危机、英国可能的“硬脱欧”风险以及德国、法国的民粹政党、动乱等风险。

意大利近年来政治风波不断。2016 年政府内阁提出了宪法修正案，拟修改议会体制，并进行了全民公投，在遭到否决后内阁总理辞职。今年新一届的议会大选，由于一度缺乏单一党派完成组阁，还出现了两个月的“悬浮议会”，此后右翼的五星运动党和北方联盟党联合组阁，也一度因为拟任命的财政部官员反欧元立场等问题而一波三折。在内阁动荡终于解决后，意大利政府 2018 年 9 月又提交了备受争议的财政预算案，拟将 2019 年财政预算赤字占 GDP 目标定为 2.4%（4 月份时该目标仅为 0.8%）。这一赤字率超过了欧盟为上一届意大利政府设定的 2018 年 1.6% 和 2019 年 0.8% 的赤字率目标，触发了欧盟可能对其启动惩罚机制的“超额赤字程序”，并使得市场预期意大利可能退出欧盟或者欧元，波及意大利及欧盟区域内的股票市场和债券市场。

虽然 12 月份意大利政府提交了新版预算案，将赤字率从 2.4% 降到 2.04% 并最后和欧盟达成了妥协，但明年 5 月即将举行的欧洲议会选举，右翼党派将继续给欧盟未来的政策走向带来不确定性，并可能在政府债务、财政赤字等方面提高区域内的主权风险。

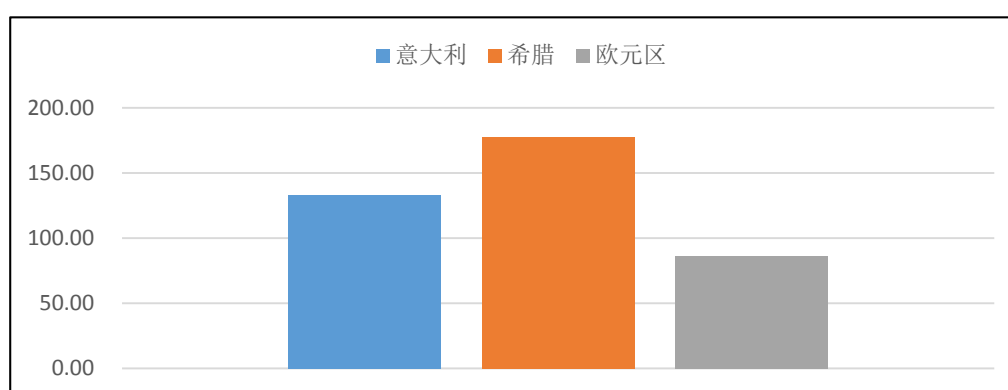
作为欧元区的第三大经济体，意大利近年来经济增速持续低于欧盟平均水平，政府为了维持高福利和获得选票，采取了降税、增加政府债务扩大开支的做法，使得意大利的政府杠杆率显著高于欧元区的平均水平，仅次于希腊，穆迪公司已于 10 月 19 日将意大利的本币长期评级从 Baa2 下降为 Baa3。

图表 25 意大利经济表现（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

图表 26 意大利政府负债率表现（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

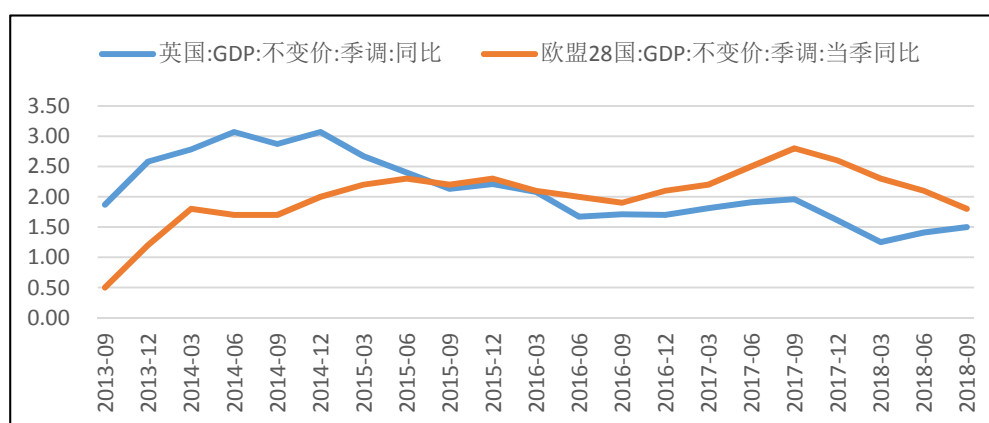
英国可能存在的“硬脱欧”风险，是欧洲政治风险的另一大隐忧。2016年英国经过全面公投决定脱欧，英国首相特蕾莎梅上台，2017年3月29日英国正式启动脱欧程序以来，英国脱欧风波不断，今年11月英国与欧盟终于就脱欧协议达成了一致，但脱欧协议还面临英国议会通过的问题，英国议会已经于1月15日投票否拒了政府的脱欧协议，而这距离2019年3月29日脱欧过渡期仅有两个多月的剩余时间，英国无协议脱欧或者二次公投留欧的可能性上升。

英国脱欧问题当前存在多处难点，首先由于担心脱欧拖累英国经济，英国国内本身在脱欧问题上民意分歧较大。一是留欧情绪上升，部分民众希望进行二次公投留在欧盟体系内，二是部分民意希望英国采取挪威模式即英国以“欧洲自由贸易协会”和欧洲经济区成员国，而不是欧盟成员国的身份留在欧洲体系，在具有对欧盟单一市场进入权的同时保持相当大的独立性。

英国脱欧还面临一个关键难点在于北爱尔兰问题，英国、北爱尔兰与爱尔兰地区的冲突关系在90年代北爱和平协议通过后一度缓解，但脱欧协议将使得北爱与爱尔兰之间可能再次形成硬边界，引发地区局势重新紧张。虽然欧盟的保障协议同意在北爱尔兰边界形成“开放式结局”，即英国放弃对北爱尔兰边界的主

张，在欧盟统一标准下，北爱尔兰边界商品流通无需检查，北爱尔兰到英国其他地方仍需检查，同时英国和欧盟暂时维持一个“单一海关区”，但这种安排将可能使得英国首相在国内遭遇保守党的抗议，其自身有遭到弹劾下台的风险，加剧英国“硬脱欧”的风险。英国自脱欧以来，GDP 增速就显著低于欧盟平均水平，2018 年二季度以来虽然 GDP 增速有所反弹，但一旦“硬脱欧”，英国与欧盟此前的所有贸易协议将直接失效，英国及欧盟区域内的贸易、投资活动都将受到负面影响，加剧英国和欧盟经济下行压力。

图表 27 英国经济表现（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

除了意大利和英国的问题，欧盟经济的火车头德国、法国当前也面临着民粹党派分裂、移民以及国内暴乱等问题。德国政坛进入“后默克尔时代”，同时极右翼政党德国选择党的崛起，对于德国的经济、移民及外交政策都将产生重要影响，并可能影响未来欧洲一体化的推进；法国的贫富分化、劳工问题，因为“黄马甲运动”持续恶化，并有在法国邻国及周边国家蔓延的势头，在全球单边主义、贸易保护主义等不断上升的情况下，欧盟体系各国家的政治风险上升，冲击其货币联盟的稳定性。

三、欧洲央行加息前景

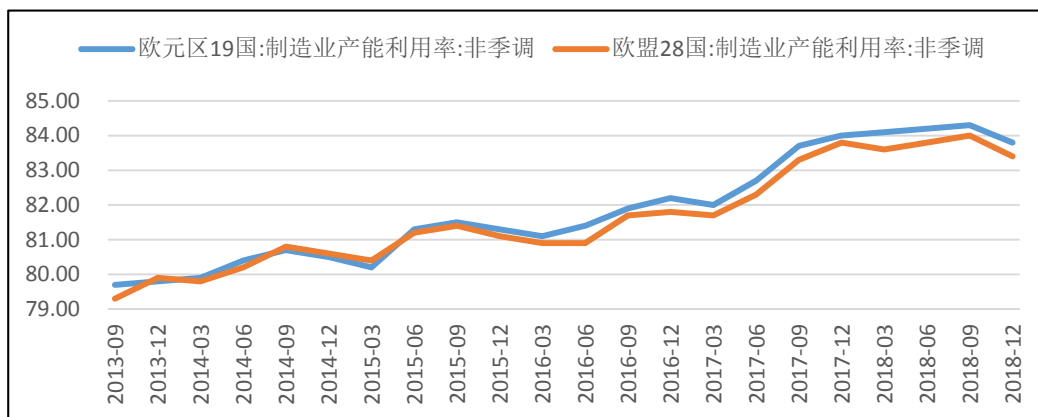
面对经济下行的压力和上升的政治风险，欧洲的财政货币政策协调也将变得更加复杂，欧洲央行已经在 12 月的最新议息会议上明确于 2018 年底退出 QE，并将在 2019 年夏天之前维持现有利率水平，同时本金到期再投资计划将维持到加息启动后的较长一段时间。

但对于具体的加息时间，虽然目前多数预期欧洲央行会在 2019 年三季度开始首次加息，但由于经济数据的走弱，特别是外部需求的放缓，将加息推迟到 2020 年也有较大的可能性，特别是作为欧洲最大的两个贸易伙伴，美国、中国经

济都可能面临下行的情况下。

欧元区的经济数据并不支撑欧洲央行过早加息。如前所述，欧洲经济增速正在逐步下行，欧元区 2018 年前三季度的环比增长率分别为 0.4%、0.4%和 0.2%，出口的拉动率分别为-0.34%、0.49%和-0.05%。欧洲制造业的产能利用率也出现走弱，欧元区的产能利用率还没有恢复到金融危机前的水平，更是在四季度转头向下，使得投资活动扩张速度可能放缓。

图表 28 欧洲产能利用率情况（单位：%）



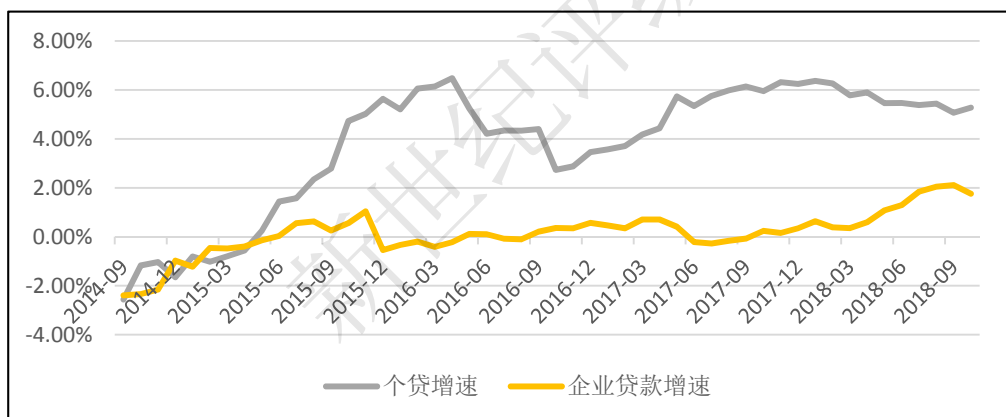
数据来源：Wind，新世纪评级

受欧元区出口和投资可能下降等预期，欧洲央行最新对 2018 年、2019 年的 GDP 预测分别为 1.9%和 1.7%，低于 2018 年 9 月份时预测的 2.0%和 1.8%。

不过工资、通胀当前依然较好，依然使得欧洲央行对于加息可以保持相对乐观。由于劳动力相对紧缺，欧元区的工资增长仍在持续，虽然油价下跌可能压低通胀水平，但在工资等因素拉高下，欧洲央行对 2018 年、2019 年的 HICP 预期分别为 1.8%和 1.6%，9 月份时的预测均为 1.7%。

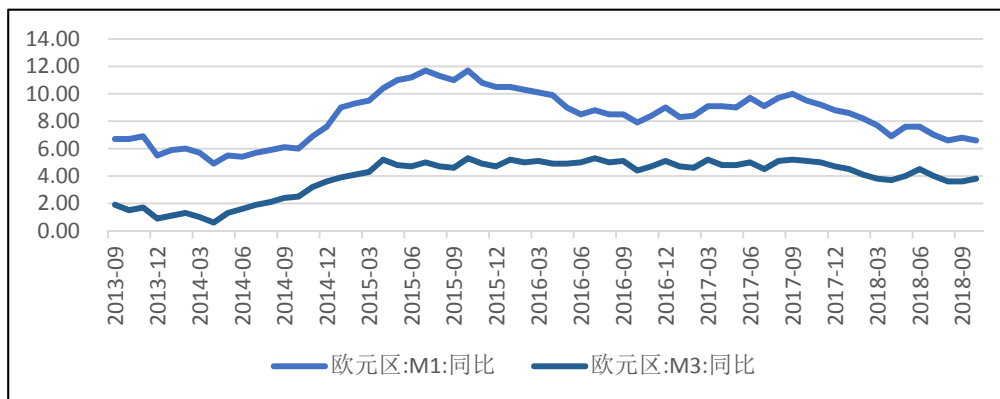
欧元区家庭和企业贷款增速 2105 年来整体走升，但整体货币供应量的增速仍在下降，这可能也是欧洲央行表示在加息后仍将维持再投资计划较长时间的重要原因。

图表 29 欧元区信贷增速



数据来源：Wind，新世纪评级

图表 30 欧元区 M1 和 M3 走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级

除了货币政策，欧洲当前面临外部需求放缓、新兴经济体动荡、贸易保护主义等挑战，对内还需要继续推动多重改革，包括金融、经济、政治和财政联盟的建设以及欧洲一体化的推进，2019 年将举行的欧洲议会选举也将是较为关键的事件，对欧洲未来一体化政策的推进及经济政治前景走向都将产生较大的影响。

四、总结及展望

欧洲经济由于结构性原因潜在增速不高，不过欧洲经济产能利用率当前处于高位，通胀明显回升，劳动人数及失业率明显下降，银行信贷明显回升，欧洲央行 2019 年仍有加息的可能。

欧洲 QE 以来经济持续反弹，2018 年在全球经济放缓及外贸需求下降等因素影响下，经济增长速度放缓，2019 年经济增速可能继续下行，欧洲经济仍处于缓慢复苏状态。

欧洲区域内不断上升的政治风险不容忽视，意大利财政预算危机、英国脱欧风险、德国右翼民粹政党、法国黄马甲运动等，使得欧洲政局持续动荡，影响欧洲一体化及经济全球化进程，并将对区域内的贸易、投资、移民、劳工、安全等问题产生较大影响，拖累欧洲经济复苏进程。

第三部分 日本经济复苏放缓

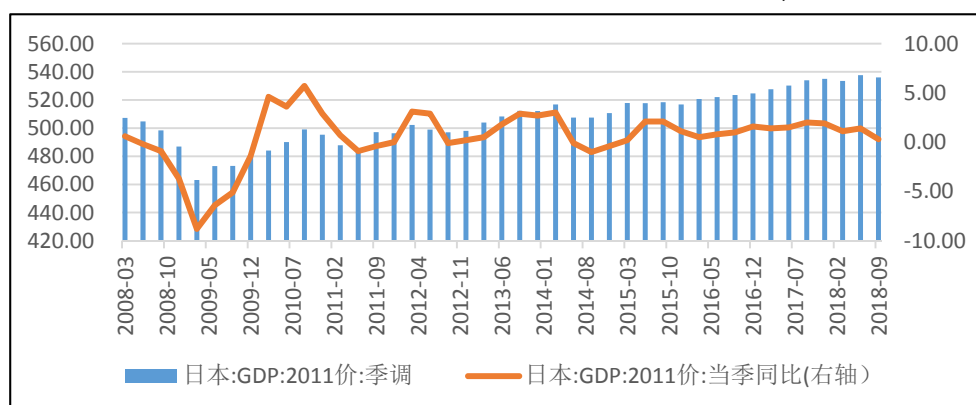
2018 年前三季度，受全球经济景气度回落影响，日本消费、投资和外贸均表现疲弱，经济增速放缓。日本通胀中枢继续上升但依然不高，较宽松货币政策和积极的财政政策持续，少子老龄化越发严峻给日本财政带来了巨大的压力，政府

债务居高不下，实现基础财政盈余的目标一再推迟。日本利用宽松刺激政策来解决其深层次结构性问题的效果并不显著，短期内经济仍面临一定压力，复苏基础仍脆弱。

一、经济复苏态势放缓，景气度良好

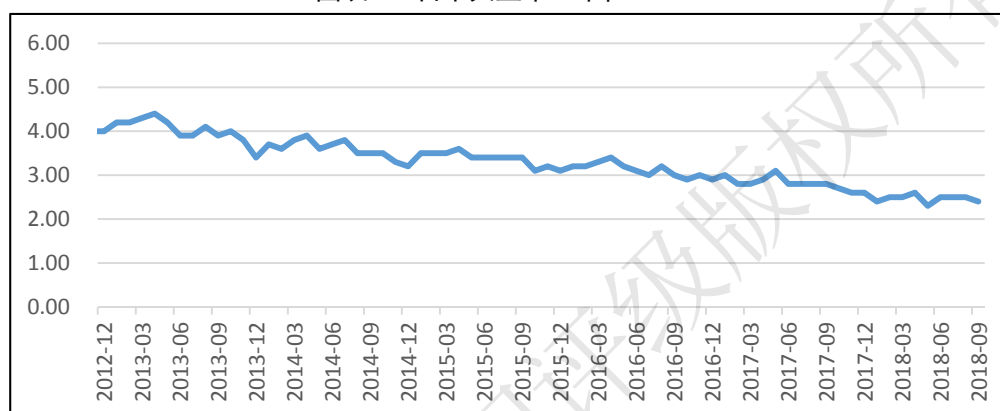
2018年前三个季度日本季调后实际GDP总量分别为533.52万亿日元、537.53万亿日元和535.95万亿日元，分别同比增长1.10%、1.40%和0.30%，增速较2017年同期有所降低，复苏态势有所放缓。同时，日本的失业率继2017年之后继续下降，2018年9月为2.4%，达到2008年以来的历史低位，显示出日本就业形势继续改善，仍处于较为充分的就业状态。

图表 31 日本 GDP 总值及同比增速（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 32 日本失业率（单位：%）

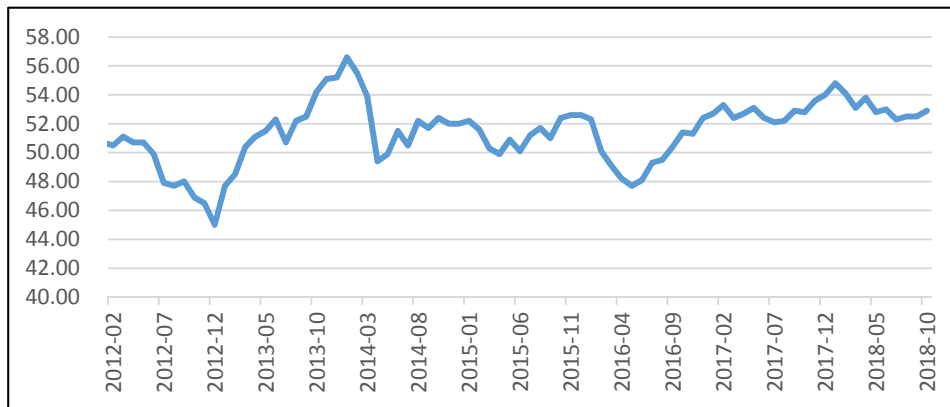


数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018年1-10月日本制造业及服务业PMI均处于50%的枯荣线上方，表现良好。其中，制造业PMI总体景气度较上年同期高，2018年1月达到54.8%，高于上年全年最高值54.00%，此后波动中小幅下降，但均维持在52.0%上方；服务业PMI整体景气度稍逊于去年同期，4月份最高为52.5%，较上年的最高值53.4%下降，但均在51.0%左右徘徊。日本制造业及服务业PMI均处枯荣线以上，显示

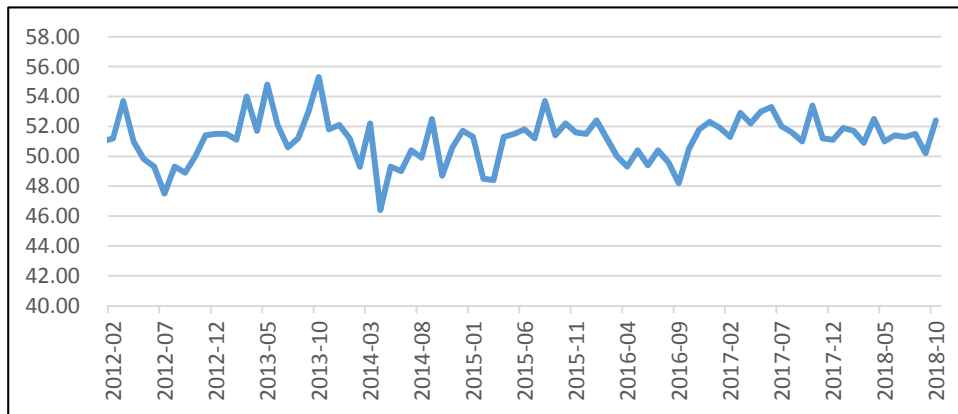
日本景气度仍处复苏区间。

图表 33 日本制造业 PMI（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 34 日本服务业 PMI（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

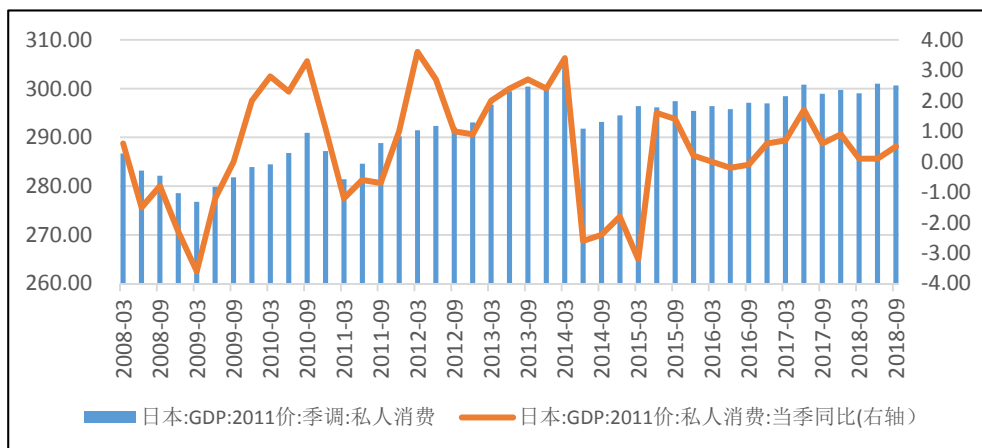
二、消费、投资、出口走势均疲弱

2018 年前三季度，日本的消费、投资、出口三项经济指标均呈现一定程度的走弱，其中消费和投资增速下降较为明显。

2018 年前三季度日本季调后不变价私人消费总额分别为 299.04 万亿日元、300.99 万亿日元和 300.65 万亿日元，同比增速分别为 0.10%、0.10%和 0.50%，较去年同期的 0.70%、1.70%和 0.60%下降幅度较大，为 2016 年第四季度以来的最低水平，表明 2018 年前三季度日本消费乏力。

在 2014 年消费税上调对日本消费增速的影响尚未消退的情况下，2018 年 10 月，安倍首相在召开的内阁会议上确认了将于 2019 年 10 月再次将消费税由现在的 8%上调至 10%。消费税的再次上调可能会拉低日本的消费增速，影响日本经济的复苏进程。

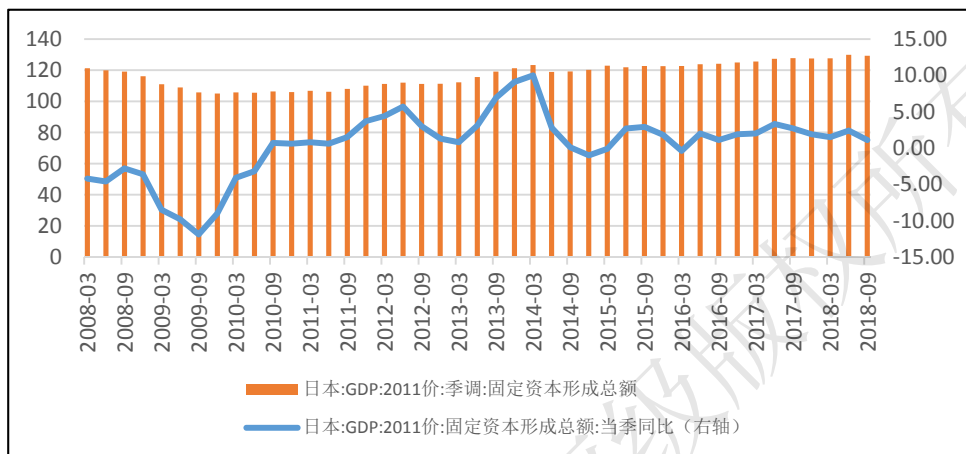
图表 35 日本私人消费及增速（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

投资方面，2018 年前三个季度日本季调后不变价固定资本形成总额分别为 127.67 万亿日元、129.92 万亿日元和 129.31 万亿日元，同比增速分别为 1.50%、2.40%和 1.10%，增速较上年同期的 2.00%、3.30%和 2.70%有所下降。虽然日本仍实行较宽松货币政策和积极的财政政策，但投资增速仍不太乐观。为了刺激投资需求、缓解消费税再次上调带来的冲击，安倍政府考虑在 2019 财年预算中推出 2 万亿日元的一揽子刺激计划，包括消费激励措施和基础设施投资，日本的投资情况可能会在系列政策刺激下有所回暖。

图表 36 日本固定资本形成总额及增速（单位：万亿日元，%）

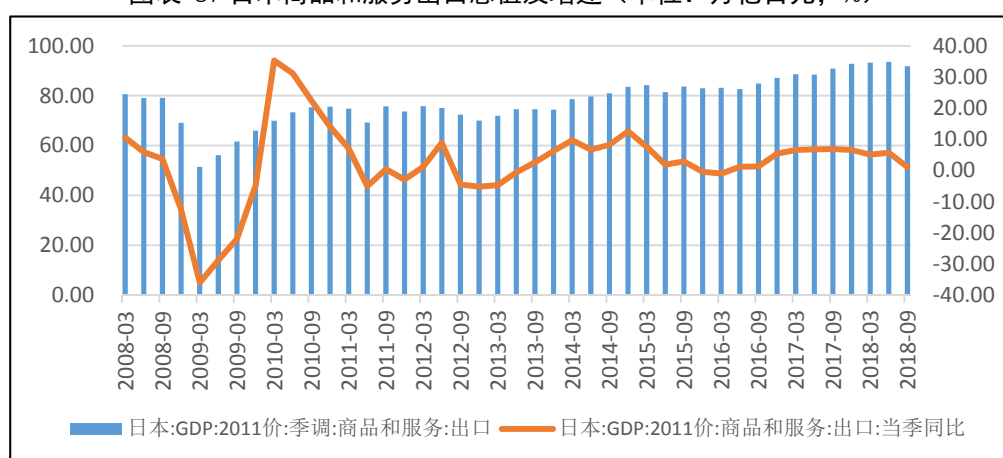


数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018 年前三个季度日本季调后不变价商品和服务出口总额分别为 93.23 万亿日元、93.55 万亿日元和 91.84 万亿日元，同比增速分别为 5.10%、5.70%和 1.10%，较 2017 年同期的 6.60%、6.80%和 6.90%明显下降，出口增速有所下降是日本经济复苏放缓的原因之一。日本出口增速下降主要受特朗普贸易保护主义对全球贸易冲击的影响，同时日元具有避险资产的特征，中美贸易摩擦的不断升级给日元带来了升值压力，进一步打击了外向型特征明显的日本经济的贸易出口。

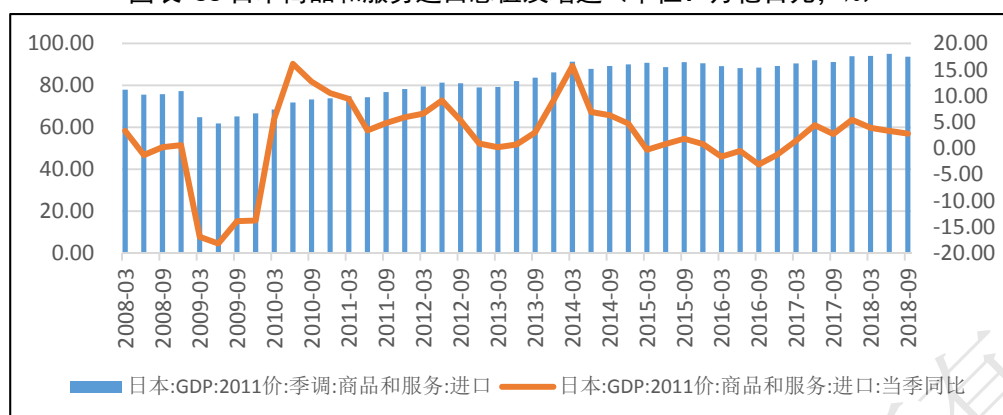
2018 年前三季度日本商品和服务进口总额也有所增长，分别为 94.05 万亿日元、95.01 万亿日元和 93.65 万亿日元，分别同比增长 3.90%、3.30%和 2.80%。

图表 37 日本商品和服务出口总值及增速（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 38 日本商品和服务进口总值及增速（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

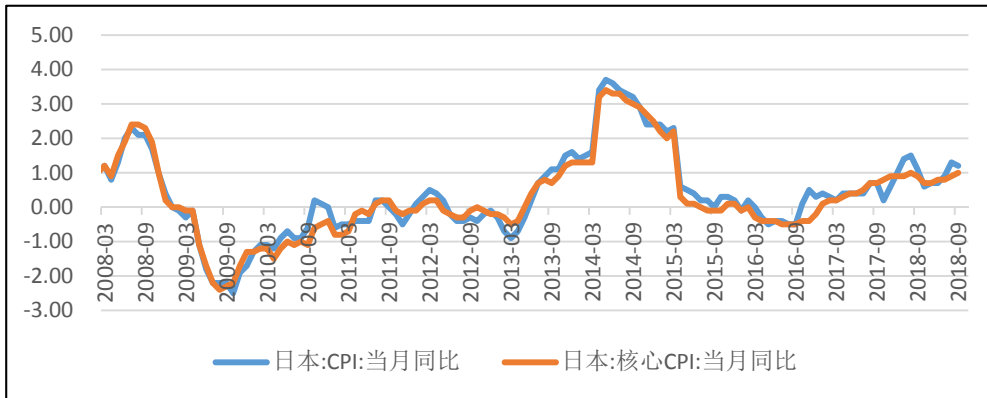
三、较宽松货币政策持续，通胀继续回升但依然不高

2018 年日本央行继续施行较宽松货币政策，短期利率维持在-0.1%的超低水平，继续购买长期国债，使长期利率维持在零左右运行，通过长短期利率操作维持货币宽松直至实现 2%的物价稳定目标。财政政策方面，日本将继续实施积极财政政策。基于对国内经济持续复苏的判断，安倍晋三认为国民可以承受一定程度的家庭负担，明确表示从 2019 年 10 月起将消费税税率由 8%提高到 10%，同时为避免增税对经济造成不良影响，安倍鼓励更多的公共支出，将消费税上调的 2%全部用于因老龄化而膨胀的医疗及看护费、育儿支援等，此外，规定对国民影响最大的食品消费税继续维持在 8%，对 2019 年 10 月 1 日以后的楼房、汽车等大型耐用商品出台对应的优惠政策等。

受安倍经济学较宽松货币政策和积极财政政策的刺激，日本的通胀中枢较上

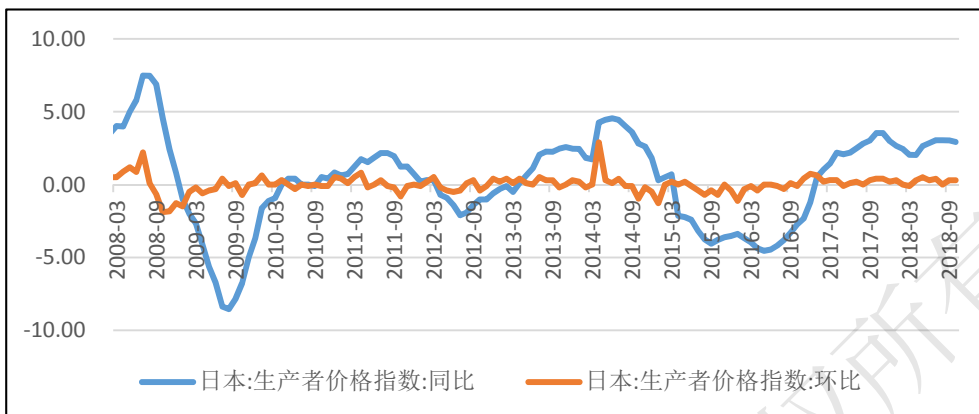
年有所上升，9月CPI及核心CPI同比增速分别为1.20%和1.00%，较上年同期分别高出0.5和0.3个百分点，达到近三年半以来的最高水平，但仍低于日本央行2%的官方目标。PPI方面，与CPI走势相同，2018年1-9月日本PPI同比增幅亦处于波动中上升的阶段，9月为3.03%，环比除3月份以外，其余月份均表现正增长。

图表 39 日本 CPI 增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 40 日本 PPI 增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

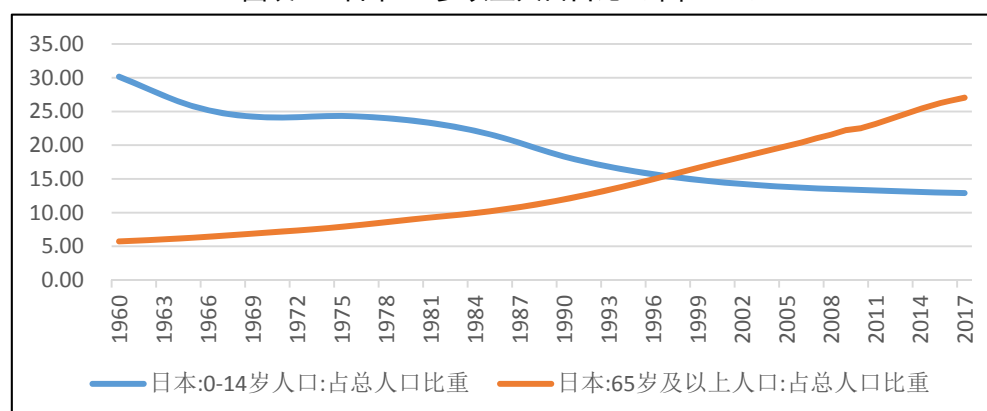
四、财政压力继续增加，政府债务居高不下

2018年前三季度日本消费、投资和出口表现疲弱，但得益于较宽松货币政策的刺激，虽然经济复苏走势放缓，但仍处缓慢复苏过程中。中长期看，日本经济能否保持稳定增长态势，关键在于日本政府能否有效解决少子老龄化及其带来的财政支出增加、政府债务居高不下等难题。

根据世界银行统计数据，截至2017年，日本0-14岁人口在总人口中占比不断下降，2017年为12.89%；65岁及以上人口占比不断提高，2017年为27.05%，为全球最高。随着日本少子老龄化形势愈发严峻，尽管日本积极采取措施，如引入外国劳动力，增加女性就业等，但劳动力市场改革步伐仍然滞后，同时少子老

龄化带来的养老医疗支出增加、居民收入增长滞缓、家庭储蓄减少等问题日益凸显，劳动生产率的增速难以抵消老龄化带来的负面影响。

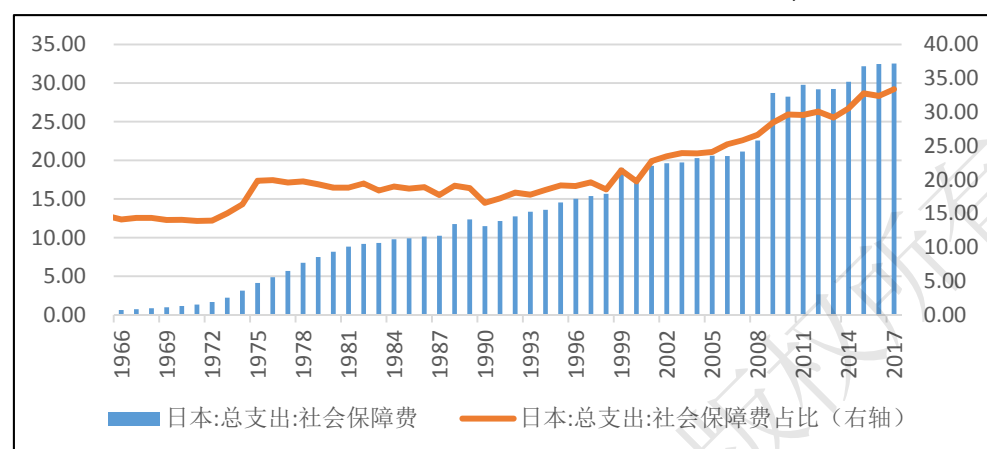
图表 41 日本 65 岁以上人口占比（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

伴随着少子老龄化的不断加剧，日本的社会保障支出逐年增长，2017 年社会保障费支出为 32.54 万亿日元，占政府一般会会计总额的比例达 33.39%，2018 年因老龄化而膨胀的社会保障费预算为 32.97 万亿日元，占比约 33.74%，日益增长的高额社会保障费支出给日本政府带来了巨大的财政压力。

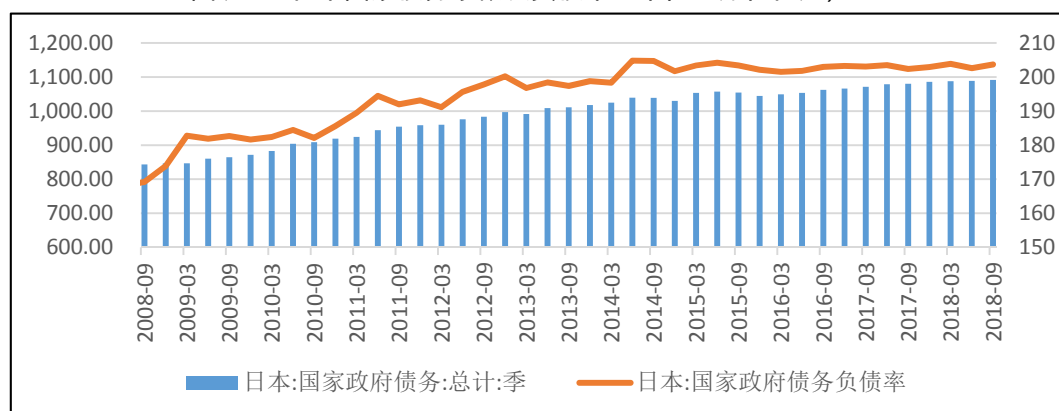
图表 42 日本社会保障费支出及占比（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

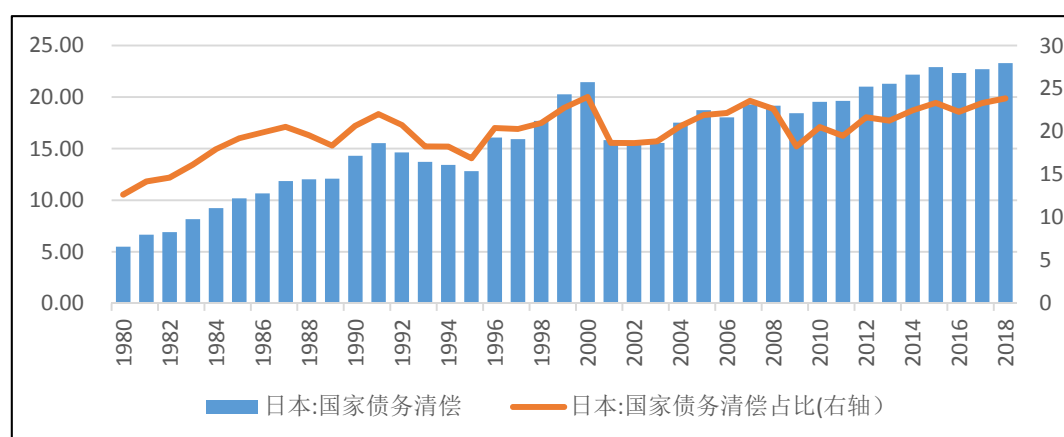
日本政府长期以赤字财政来刺激经济增长，导致政府债务总额连年增加，政府负债率常年居高不下。2018 年 9 月，日本国家政府债务总额创历史新高，达到 1091.77 万亿日元，国家政府债务总额占 GDP 的比例高达 203.71%，远高于其他主要发达国家，政府负债率高居全球第一。伴随着债务总额以及债务率的不断上升，日本每年财政支出中用于债务清偿的比例逐年上升，截至 2018 年 7 月，日本政府偿债支出高达 23.3 万亿日元，占一般会会计支出预算总额的 23.85%。

图表 43 日本国家债务余额及负债率（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 44 日本国家债务清偿及占比（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

为降低高额的债务偿还成本，日本央行持续压低国债利率，2016年7月，10年期国债利率最低达到-0.297%，随后有所上升，2018年上半年基本在零左右徘徊，10月达到近两年最高，也仅0.158%。虽然日本通过实行低利率政策，并控制国债发行规模来缓解日本政府债务支付压力，但政策效果较为有限，政府债务负担仍较重。

图表 45 日本 10 年期国债利率走势（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2018 年年初安倍政府表示，推迟五年到 2025 年实现中央和地方基础财政收支盈余的目标，但根据 2018 年 1 月日本内阁府的估算，在“实现增长的情况下”预计到 2027 年才能扭亏为盈。为增加税收从而实现财政盈余、促进经济增长，安倍政府如期宣布将于 2019 年 10 月 1 日起上调消费税，同时制定公共项目支出计划，加强基础设施建设，并刺激对汽车和房屋等耐用消费品的消费。尽管有安倍政府灵活的财政政策刺激，但受外部需求疲弱和特朗普贸易保护主义影响，日本经济发展仍面临一定压力，其政策效果仍难以达到预期。

五、总结及展望

在全球经济景气度回落的背景下，2018 年前三季度，日本消费、投资和外贸均表现疲弱，经济复苏态势放缓。在较宽松货币政策和积极财政政策刺激下，日本通胀中枢继续上升但依然不高。日本的少子老龄化问题愈发严峻，随之而来的日益增长的高额社会保障费支出给日本政府带来了巨大的财政压力，因此安倍政府将实现中央和地方基础财政盈余的目标推迟到 2025 年。为解决日本常年通货紧缩以及少子老龄化等问题，日本政府长期用赤字财政刺激经济增长，政府债务压力增加，负债率常年居高不下。为了实现财政盈余，促进经济增长，日本政府制定了灵活的刺激政策，但由于日本存在深层次结构性问题，叠加复杂的外部国际经济形势，短期内日本经济仍面临一定压力，2019 年经济复苏的基础仍不牢固。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、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本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，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，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。

公司刊物

书籍系列



资信评级



英汉信用评级
词汇手册



信用评级基础
知识

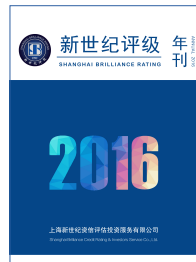


新世纪信用评级
研究与探索



新世纪信用评级
国际研究

期刊系列



新世纪评级（季刊）

新世纪评级（年刊）

研究系列



宏观经济分析与展望

地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>