

2015.11

美欧日经济复苏 的基础尚不稳固



United States and Europe-based
Economic Recovery Is Not yet Solid

公司简介



总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
分 析 师：郭继丰
齐 涵

联系人：齐涵
电话：021-63501349
邮箱：qh@shxsj.com

重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”）成立于1992年7月，是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。

新世纪评级自成立以来，立足上海、服务全国、辐射全球，为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了除中国台湾、香港、澳门外的全部省市，涵盖了全部信用评级业务品种。

同时，新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了技术合作关系，形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法，有力地促进了中国信用评级行业的发展。

新世纪评级在20多年的发展中取得了八个第一。在资质方面，新世纪评级是全国第一家取得中国人民银行（1997）、发改委（2003）、保监会（2003/2013）、证监会（2007）等全部资质的信用评级机构；在研究方面，新世纪评级出版了全国第一本以国际视野介绍的《资信评级》（1996）著作、全国第一本《英汉信用评级词汇手册》（2009）；在业务方面，新世纪评级出具了全国第一份投资价值报告——《青岛啤酒股份公司投资价值报告》（1994）、评定了全国第一支证券公司债券——国泰君安短期融资券（2005）、评定了全国第一批三支中小企业集合票据（2009）、评定了全国第一支外资银行人民币债券——三菱东京日联银行（中国）有限公司金融债券（2010）、评定了全国第一支地方政府债券——广东省地方政府债券（2014）。

新世纪评级将坚持“以本土信用评级机构为平台、以本土信用评级人员为主体、为本土及国际化信用评级市场服务”的发展战略，为中国信用评级市场和行业的发展、中国金融风险的防范和化解、中国金融的国际化贡献自己的力量！

公司资质

- 中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；
- 中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；
- 中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；
- 中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

摘要

美欧日等发达国家经济总体呈复苏态势，但复苏的基础尚不稳定。美国总体增长态势较好，但对外贸易有所萎缩，市场信心减弱。欧盟保持温和复苏的趋势，投资需求尚未完全恢复，主权债务的风险依然存在。日本经济略有好转但仍显疲软，消费尚未走出阴影，而且政府债务风险加重。老龄化问题从结构上制约了日本经济增长并加剧了财政政策面临的矛盾。受全球油价低迷的拖累，各国普遍存在通货紧缩的倾向，增加了复苏过程中的变数。从政策取向来看，发达国家将普遍维持宽松的货币政策以刺激增长并力图实现通货膨胀目标。美国更加注重以高新产业为主导的产业结构调整以及以亚太地区为重点的对外贸易整合。欧盟部分国家将继续实行财政、就业和社会保障等领域的改革以解决债务危机，但具体过程面临波折。日本在财政收、借、付等方面转换腾挪以实现经济增长、社会稳定和债务可持续等目标的兼顾，但迫于老龄化的压力将面临更多财政矛盾。日本政府将继续在人口、就业等方面推行结构性改革，但短期内难以扭转日本经济的疲态。

关键词：复苏、不稳定、货币宽松、结构改革

目录

一、美国经济温和复苏中基础存在不稳定性.....	1
(一) 美国的 GDP 保持温和增长.....	1
(二) 美国就业形势向好.....	2
(三) 美国消费整体平稳中信心指数下降.....	3
(五) 美国房地产市场销售数量快速增长中趋势放缓.....	6
(六) 美国进出口贸易恶化.....	7
(七) TPP 协议短期内对美贸易结构影响不大.....	8
(八) 美国通货膨胀水平不及预期.....	8
(九) 美国量化宽松货币政策退出后加息决定尚待观察.....	11
(十) 美元汇率继续上升的空间有限.....	12
(十一) 美国创新战略为美国经济的增长指出了战略性方向.....	12
(十二) 美国总体经济形势与宏观政策取向.....	12
二、欧盟经济低速增长趋势明显.....	13
(一) 欧盟经济维持低速增长的同时就业市场见底趋势明显.....	13
(二) 欧盟的制造业和服务业 PMI 略有增强.....	14
(三) 欧盟消费支出回升有利于促进经济的复苏.....	14
(四) 投资疲软是制约欧盟经济增长的主要原因.....	15
(五) 欧盟进出口的增长和中欧贸易区域的建设将推动欧盟经济增长.....	16
(六) 欧盟的通货紧缩为货币政策的宽松提供了环境和条件.....	16
(七) 欧盟的工业和服务业信心指数不足限制欧盟经济的增长.....	17
(八) 欧洲央行的量化宽松政策初见成效.....	18
(九) 欧盟经济仍受到主权债务风险的威胁.....	19
(十) 欧盟总体经济形势与政策倾向.....	22
三、日本经济的疲软状态仍将持续.....	22
(一) 日本经济在疲软中前行.....	22
(二) 日本就业率增长的同时老龄化加速.....	23
(三) 日本制造业和服务业 PMI 短期略有好转.....	24
(四) 日本居民消费尚未走出阴影.....	24
(五) 日本企业投资温和上升.....	25
(六) 日本通缩压力加剧.....	26
(七) 持续宽松的货币政策.....	27
(八) 日本财政政策面临较多束缚.....	28
(九) 安倍“新三支箭”难以扭转日本经济的疲软.....	30
四、结论和展望.....	31

图表目录

图表 1: 美国 GDP 同比增长率.....	2
图表 2: 美国失业率与新增非农就业人数.....	2
图表 3: 美国服务业和制造业 PMI	3
图表 4: 美国个人消费支出及占 GDP 比重.....	3
图表 5: 美国社会零售总额.....	4
图表 6: 美国消费者信心指数.....	5
图表 7: 美国个人投资者对美国国债持有量.....	5
图表 8: 美国私人投资总额.....	6
图表 9: 美国新建住房销售住房和已开工的新建私人住宅.....	6
图表 10: 美国 CS 房价指数和住房购买力指数.....	7
图表 11: 美国进出口总额同比变化.....	7
图表 12: 美国 ISM 制造业进出口 PMI	8
图表 13: 美国 CPI 和 PPI 同比变化	9
图表 14: 石油价格变化.....	9
图表 15: 美国库存与销售状况.....	10
图表 16: 美国全部工业部门产能利用率.....	10
图表 17: 美联储证券持有和净购买量.....	11
图表 18: 美国联邦基金利率和国债收益率.....	11
图表 19: 名义美元对主要货币的指数.....	12
图表 20: 欧盟 27 国的经济增长水平.....	13
图表 21: 欧盟 27 国的失业率水平.....	14
图表 22: 欧元区制造业和服务业 PMI 变化情况	14
图表 23: 欧盟 27 国居民消费支出.....	15
图表 24: 欧盟 27 国固定资产形成总额.....	16
图表 25: 欧盟 27 国进出口增长状况.....	16
图表 26: 欧盟 27 国的 CPI 和 PPI.....	17
图表 27: 欧盟工业和服务业信心指数.....	18
图表 28: 欧元区同业拆息利率和 10 年期政府债券收益率.....	18
图表 29: 欧元区货币供给规模和同比变化.....	19
图表 30: 欧盟五国一般性政府债务占 GDP 的比重.....	19
图表 31: 欧盟五国公共财政平衡占 GDP 的比重.....	20
图表 32: 欧盟五国的主权评级变化.....	20
图表 33: 英国、法国和比利时的一般性政府债务占 GDP 的比重.....	21
图表 34: 英国、法国和比利时公共财政平衡占 GDP 的比重.....	21

图表 35: 日本 GDP 季度增长率.....	23
图表 36: 日本就业人数与失业率.....	23
图表 37: 日本采购经理人指数.....	24
图表 38: 日本私人消费总额及增长率.....	25
图表 39: 日本资本形成总额及增长率.....	26
图表 40: 日本通货膨胀率.....	26
图表 41: 日本利率与汇率.....	27
图表 42: 日本央行持有政府债券与 ETF 基金总量	28
图表 43: 日本政府债务占 GDP 比重.....	29
图表 44: 日本财政赤字占 GDP 比重及预测.....	30
图表 45: 各国 65 岁及以上人口占总人口比重.....	31

美欧日经济复苏的基础尚不稳固（2015.11）

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
研发部 郭继丰 齐涵

以美欧日为代表的发达经济体不仅复苏强度和表现各不相同，而且经济复苏整体基础尚不稳固。从复苏的强度看，美国的复苏强度较大，欧盟比较温和，日本则相对疲软。从复苏的基础性因素看，美国就业形势、制造业和服务业 PMI 指数、私人投资、房地产市场销售等指标表现较好；欧盟就业市场见底趋势明显、制造业和服务业 PMI 略有增强、消费支出回升有利于促进经济的复苏、进出口的增长和中欧贸易区域的建设将推动经济增长，并且紧缩性的财政政策有利于化解欧盟主权债务风险；日本就业形势有所好转，投资需求呈现复苏态势。从复苏的不稳定因素看，美国经济增长趋好的指标有放缓迹象，进出口贸易略有萎缩，通胀水平不及预期；欧盟的投资疲软、工业和服务业信心指数不足限制了经济的增长，并且主权债务风险的威胁依然存在；日本难以消除老龄化对经济增长的抑制，消费阴影、通货紧缩与政府财政问题并存，安倍“新三支箭”短期内难以扭转日本经济的疲软状态。

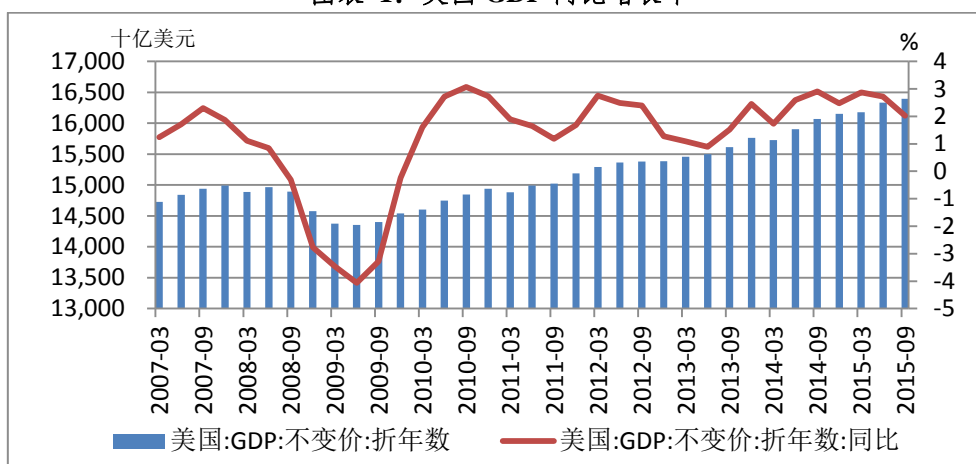
一、美国经济温和复苏中基础存在不稳定性

2015 年美国保持了良好的增长态势，但是美国经济复苏的基础尚不稳固，主要表现为零售总额、消费信心指数、私人投资、房地产市场销售、进出口等指标呈现出趋弱或放缓迹象，以及国内存在一定的通缩压力。这些因素尤其是通缩问题使得美国退出量化宽松货币政策后的加息决定仍需观察，也整体上确定了美元汇率上升空间有限。尽管在美国的主导下，2015 年 10 月 TPP 成员国基本达成了协议，但是短期内对外贸易难有实质改进，也难以促进美国的经济增长；不过，美国 2015 年披露的《美国创新新战略》在战略上为美国未来经济的增长提供了方向。

（一）美国的 GDP 保持温和增长

美国 GDP 总量 2015 年保持了良好的增长态势，反映出美国经济自 2008 年金融危机受创以来，在政府的调节下逐渐回复常态的趋势。具体来看，2015 年第一、二、三季度美国 GDP 同比分别增长 2.88%、2.72% 和 2.02%，处于近 5 年来的较高水平。自 2013 年第四季度以来，美国经济总体上维持了高于 2% 的增长率，显示出较强劲的复苏态势。

图表 1: 美国 GDP 同比增长率



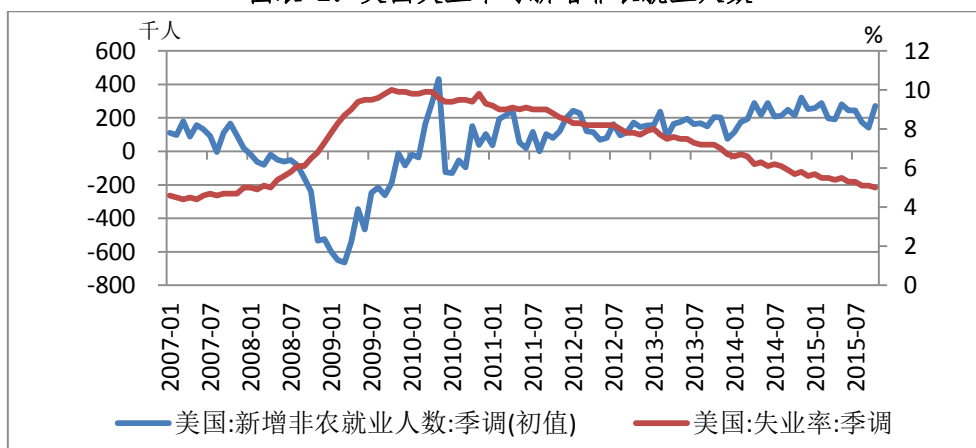
数据来源: wind 资讯

美国 GDP 同比增长率的波动性也在减弱。在复苏过程中,美国 GDP 曾呈现出加速与减缓交替的局面。2010 年美国国民经济总体实现了接近 3% 的同比增长率,但 2011 年的四个季度持续徘徊在 2% 以下。这种震荡和交替一直持续至 2014 年第二季度,之后美国 GDP 总体上维持了近两年的温和同比增长,而没有出现大幅减速,说明美国经济增长趋势的稳定性增强。

(二) 美国就业形势向好

2015 年前三季度美国失业率持续降低, 10 月失业率已降至 2008 年金融危机以来的最低值 5.0%, 显示出美国就业市场的向上态势。与此相应, 新增非农就业人数也维持在金融危机以来的较高水平, 2015 年大多数月份均接近或超过 20 万人/月, 并且 2 月新增非农就业人数达到了 28.8 万人。这反映出在量化宽松政策的刺激下, 美国劳动力需求复苏、就业市场总体向好。在政策制定者持续的监控与调整下, 预计 2016 年失业率将维持在较低水平, 并且还有进一步下降的空间。

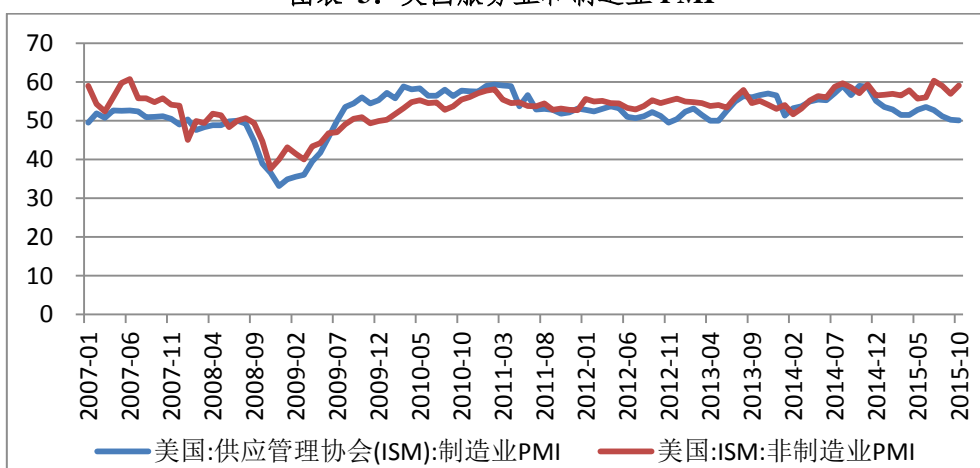
图表 2: 美国失业率与新增非农就业人数



数据来源: wind 资讯

美国供应管理协会（ISM）公布的数据显示，2015 年前三季度美国制造业和服务业采购经理人指数（PMI）总体上保持在 50 以上的乐观水平，但是出现一定的分化。具体来看，本年 1-10 月服务业 PMI 始终维持在 55 以上的高水平，并在 7 月份达到了 60.3 的峰值。制造业 PMI 也维持在 50 以上，但是下半年呈现出回落的倾向，从 6 月份开始从最高值 53.5 回落至 10 月份的 50.1。在扩张性政策的刺激下，美国制造业和服务业逐渐复苏，服务业依然保持较好的态势，但是制造业已经出现了放缓的迹象。

图表 3：美国服务业和制造业 PMI

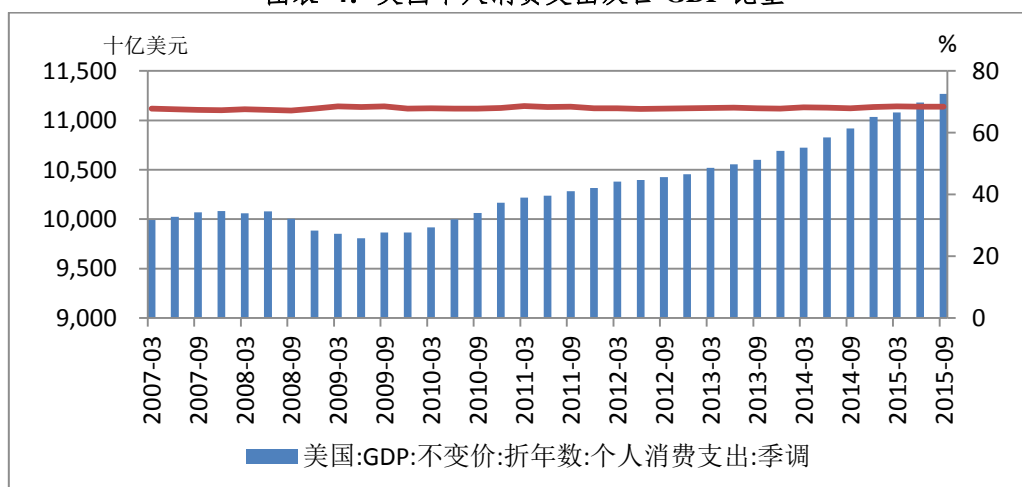


数据来源：wind 资讯

（三）美国消费整体平稳中信心指数下降

2015 年前三季度美国个人消费支出总量继续稳步增长，已经显著高于危机前水平，显示出较为强劲的增长态势。从占比上来看，美国个人消费总额占 GDP 比重非常平稳，一直维持在 68% 左右的水平，可见消费在美国经济循环中起着稳定和支撑的作用。

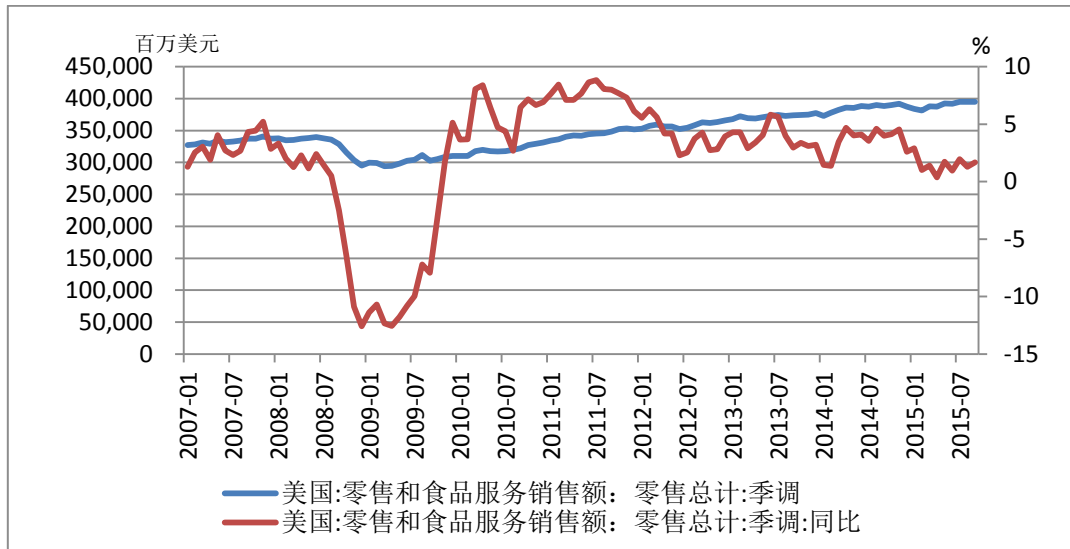
图表 4：美国个人消费支出及占 GDP 比重



数据来源：wind 资讯

2015年美国社会零售总额增长较缓慢，至第三季度末仅与2014年末水平大概持平。从增长率来看，2015前三季度社会零售总额同比增长率总体低迷，一直徘徊在2%以下，远低于2014年的3%-5%的同比增长率。可见商品消费在经历了2014年的较高增长后，呈现出了一定的疲软倾向。这意味着美国制造业的部分需求增长乏力，可能造成制造业动力不足，这与制造业PMI近期的回落有所呼应。

图表 5: 美国社会零售总额

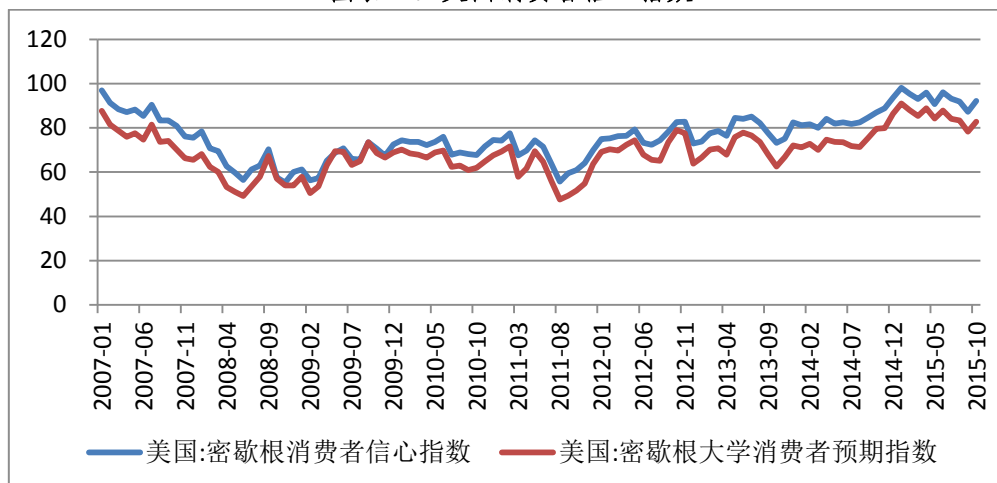


数据来源: wind 资讯

美国密歇根大学消费者信心指数与消费者预期指数在经历了2014年全年高涨之后，2015年总体上双双呈现下降趋势，显示出消费层面对经济发展的预期不及往年。2015年1月消费者信心指数与预期指数曾分别达到98.1和91.0，为危机以来的最高水平，但是此后总体上呈现回落的态势，9月份分别降至87.2和78.2的年内低点，10月份有小幅回升。总的来看本年美国消费者乐观程度有所下降。

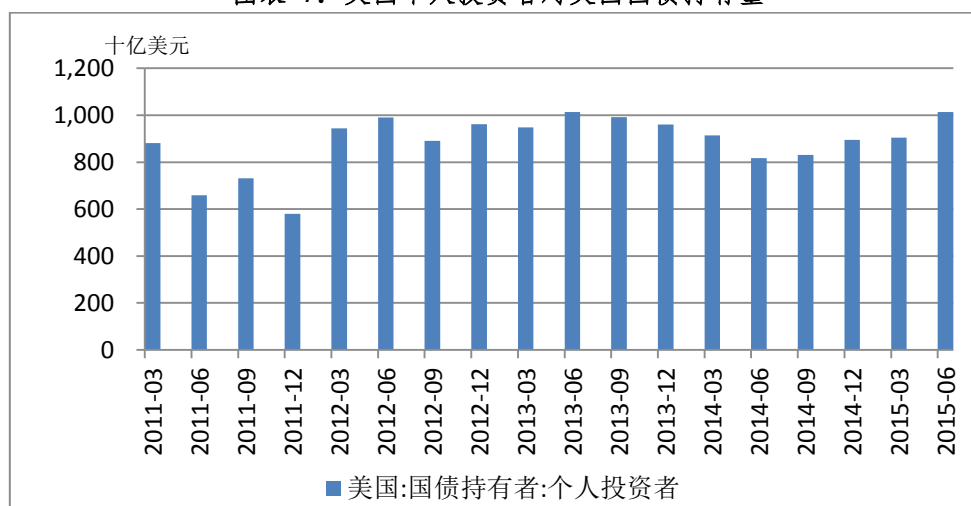
这种情绪也可以从美国个人投资者的资产配置面反映出来，2015年前两季度美国个人投资者的国债持有量快速增加，从2014年末的约8900亿美元提高到了1万多亿美元，达到了五年来的最高水平。本年10月份国内各种类型投资者已经持有美国政府债券的33.1%，达到了创纪录的4.3万亿美元。国内投资者近期增持国债这一重要的避险资产，说明其对经济发展的信心有所下降。

图表 6: 美国消费者信心指数



数据来源: wind 资讯

图表 7: 美国个人投资者对美国国债持有量

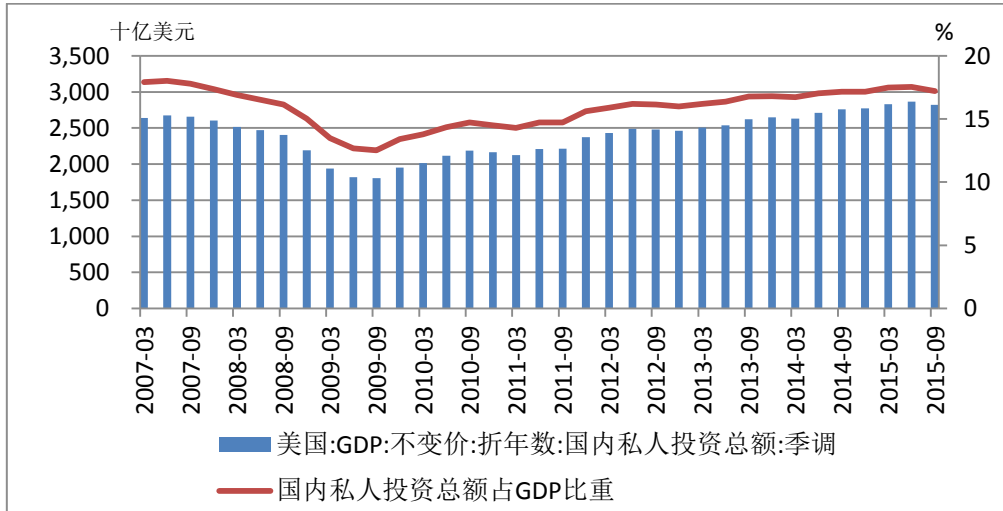


数据来源: wind 资讯

(四) 私人投资总额增长中步伐放缓

在扩张性货币政策的刺激下,美国国内私人投资总额有所增长,已经略高于危机前水平,但增长步伐较缓。从结构上看,危机以来私人投资占 GDP 比重总体呈上升态势,2015 年第三季度末已经达到 17.22%,接近 2007 年第一季度 17.92% 的高位。私人投资在美国经济的复苏过程中起到了拉动的作用。但是 2015 前三季度投资占 GDP 比重逐渐趋稳,没有了去年的较快增长态势,并且第三季度环比有微弱的下降,说明投资需求已经放缓,对经济的拉动作用正在减弱。部分原因是美联储于 2014 年 11 月开始逐渐退出第三轮 QE 政策而使得投资领域的刺激减弱。

图表 8：美国私人投资总额



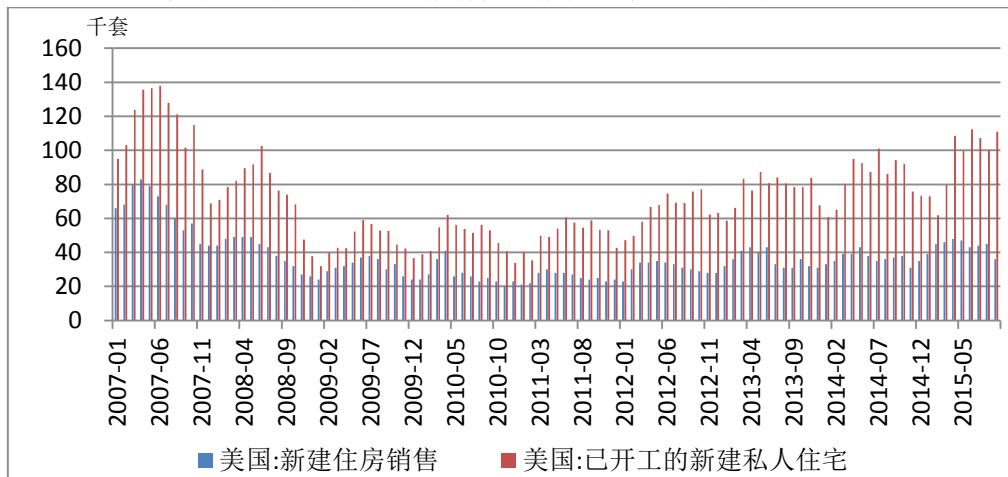
数据来源：wind 资讯

(五) 美国房地产市场销售数量快速增长中趋势放缓

在金融危机中受创的美国房地产行业显示出复苏的态势。2014 年以来美国新建私人住宅总体上呈现上升态势，2015 年 1 月至 4 月，从 7.3 万套/月升至 10.8 万套/月，上涨了近 50%。此后第二、第三季度新建私人住宅量呈现波动但总体维持在 10 万套/月以上，9 月份达到了 11 万套的年内高位。美国住房建设活动呈现回暖趋势。另一方面，新建住房销售量第一季度稳步增长，在 4 月份达到 4.8 万套/月的年内高位后，二、三季度持续回落，9 月降至 3.6 万套的低位。

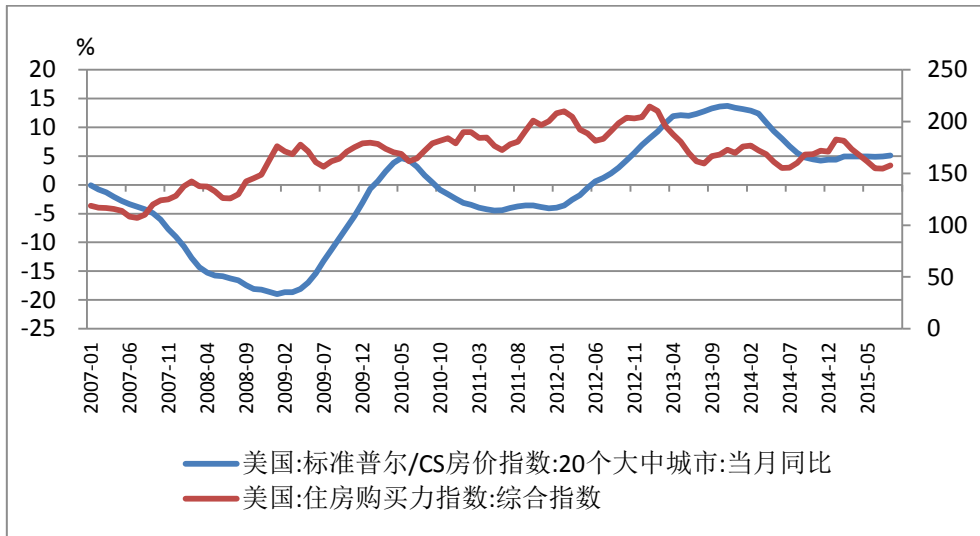
美国房价指数经历了危机时的暴跌后逐渐恢复，2015 年前三季度大体维持在 5% 左右的同比增长率。衡量居民对住房购买能力的住房购买力指数远高于危机前水平，说明房价仍处在理性的区间。总的来看美国住房市场处在健康的复苏过程中。厂商投资活动总体增加，对总产出有拉动作用。但住房购买需求呈现出疲态，全面复苏尚需时日。

图表 9：美国新建住房销售住房和已开工的新建私人住宅



数据来源：wind 资讯

图表 10: 美国 CS 房价指数和住房购买力指数



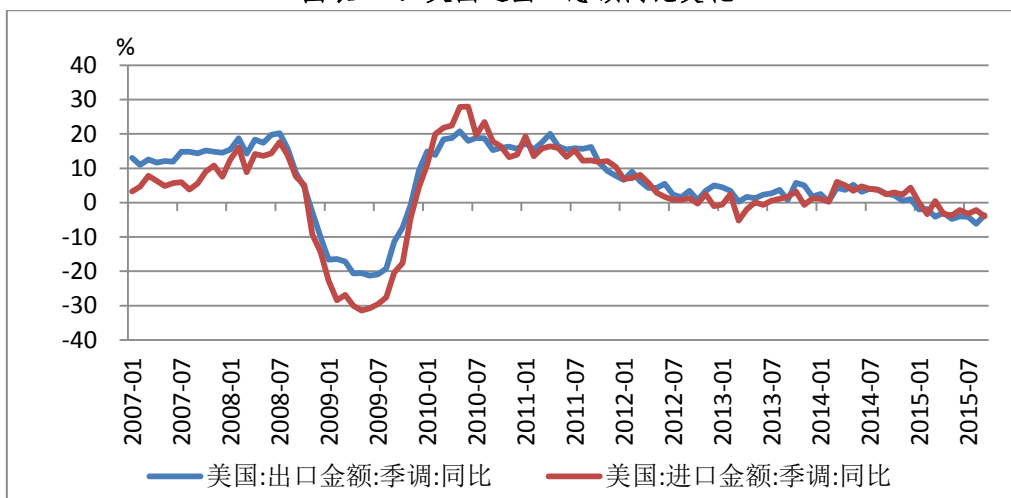
数据来源: wind 资讯

(六) 美国进出口贸易恶化

2015 前三季度美国进口总额与出口总额一转去年的增长趋势, 双双同比下滑, 并且有加速的倾向。至 2015 年 8 月美国出口金额同比降幅达到了 6.19%, 为经济危机以来的最大幅度, 进口金额同比降幅则为 2.16%。

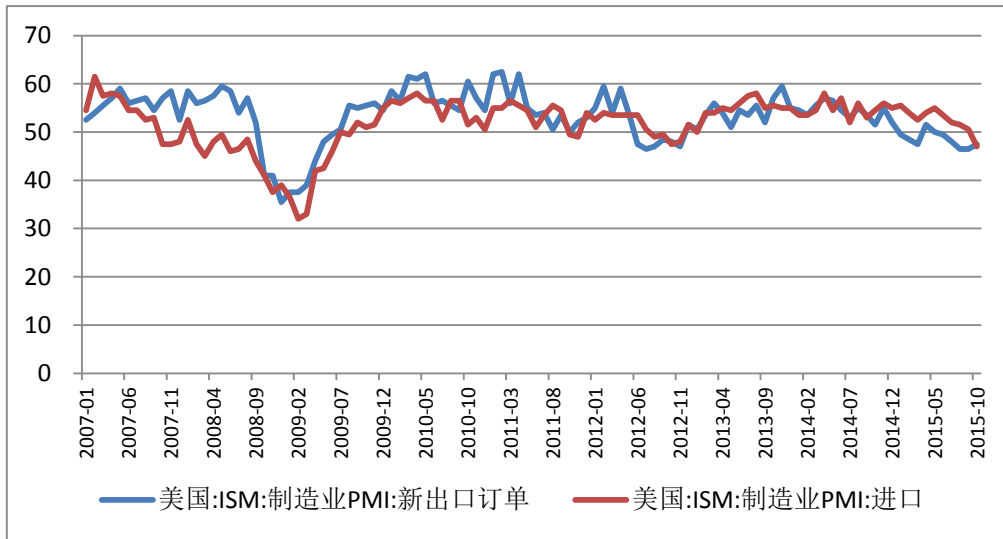
重要的进出口先行指标, PMI 进出口订单量也表现堪忧。其中出口订单分项 2015 前三季度大体徘徊在 50 以下, 并且 9 月份降到了 46.5, 为经济危机以来的最低值。进口订单分项 PMI 虽然仍维持在 50 以上, 但也从 1 月的 55.5 下降至 9 月的 50.5。美国的对外贸易继 2014 年的回升后表现出了颓势, 将会对经济的复苏形成拖累。

图表 11: 美国进出口总额同比变化



数据来源: wind 资讯

图表 12: 美国 ISM 制造业进出口 PMI



数据来源: wind 资讯

(七) TPP 协议短期内对美贸易结构影响不大

2015 年 10 月 5 日,《泛太平洋战略经济伙伴关系协定》(TPP)在美国亚特兰大的谈判中取得实质性进展,参加谈判的澳大利亚、文莱、加拿大、智利、日本、马来西亚、墨西哥、新西兰、秘鲁、新加坡、美国和越南等 12 个亚太地区国家在谈判会议后召开记者发布会,表示 TPP 协议已经基本达成。经过近 6 年的谈判,一个涵盖 8 亿人口、占世界 GDP 总值比重 40%的全球最大自由贸易区也将形成。

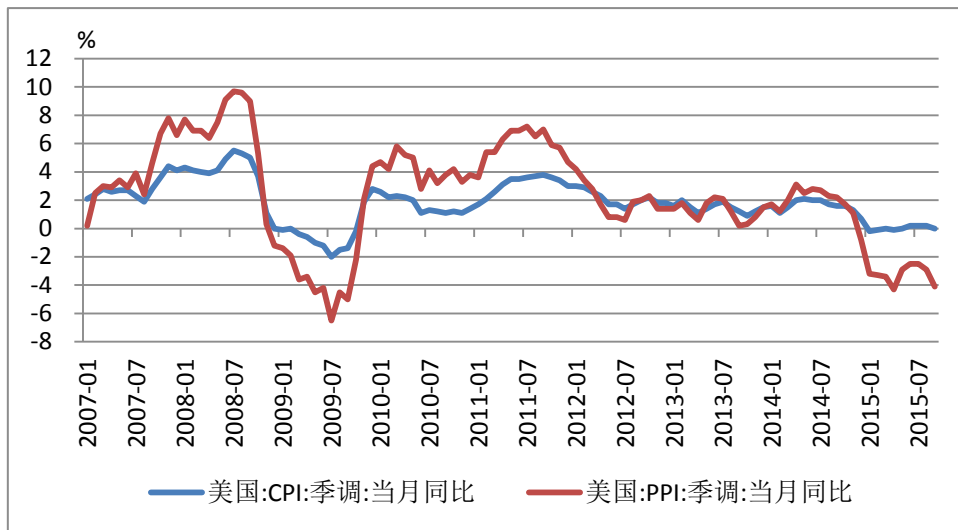
TPP 协议是一项在亚太地区部分国家之间缔结的自由贸易协定,直接的内容是促进成员国在经济贸易等领域的合作,是历史上诸多自由贸易协定中的一个。而其近来之所以备受关注,直接原因在于 TPP 的自由与标准远高于传统的自由贸易协定,深层原因在于该协议反映了亚太地区复杂的地缘政治关系。

TPP 作为美国“亚太再平衡战略”的重要构成,是一个具有一定排他性的贸易协定。TPP 协议可能会在亚太地区转移、消减和促成一些产业链条,引起各国产业结构和对外贸易调整,短期内难以扭转美国的对外贸易,长期难以改变亚太地区经济融合的趋势。

(八) 美国通货膨胀水平不及预期

美国的消费价格指数(CPI)与生产价格指数(PPI)2015 年前三季度增长不及预期。其中 CPI 增长极为缓慢,并且某些月份有一定的萎缩;而 PPI 在前三季度始终保持同比下跌的态势,最大当月同比跌幅达到了 4.3%。可见美国工业领域已经面临一定的通缩问题,并且正向整个供应链蔓延。消费物价水平受到拖累,已经结束了上升趋势,9 月份同比涨幅为 0。

图表 13: 美国 CPI 和 PPI 同比变化

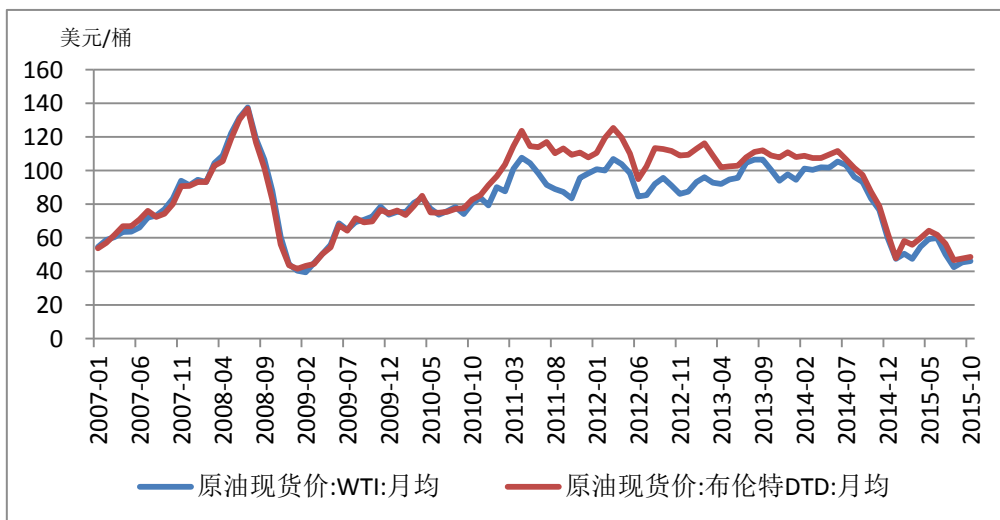


数据来源: wind 资讯

美国当前的通缩压力有多方面原因。从国际方面来看,石油价格低迷从产业链源头上造成了许多发达国家物价水平的下行趋势。自 2014 年下半年以来,国际石油价格一路下滑,本年 9 月份北海布伦特与美国德克萨斯原油现货价格均已跌破 50 美元/桶。油价低迷的原因主要是海湾地区主要产油国为维持市场份额,在国际石油需求下滑的情况下仍然维持原产量以排挤试图进入市场的页岩油生产商。

油价下跌意味着诸多工业领域生产者成本的下降,尤其在需求尚未完全复苏、部分国家工业领域仍然存在一定过剩的形势下,成本下降为生产者在维持利润的条件下降低出厂价格提供了空间,从而会增强其降价的意愿。因此低油价是发达国家低通胀现状的一大原因。

图表 14: 石油价格变化

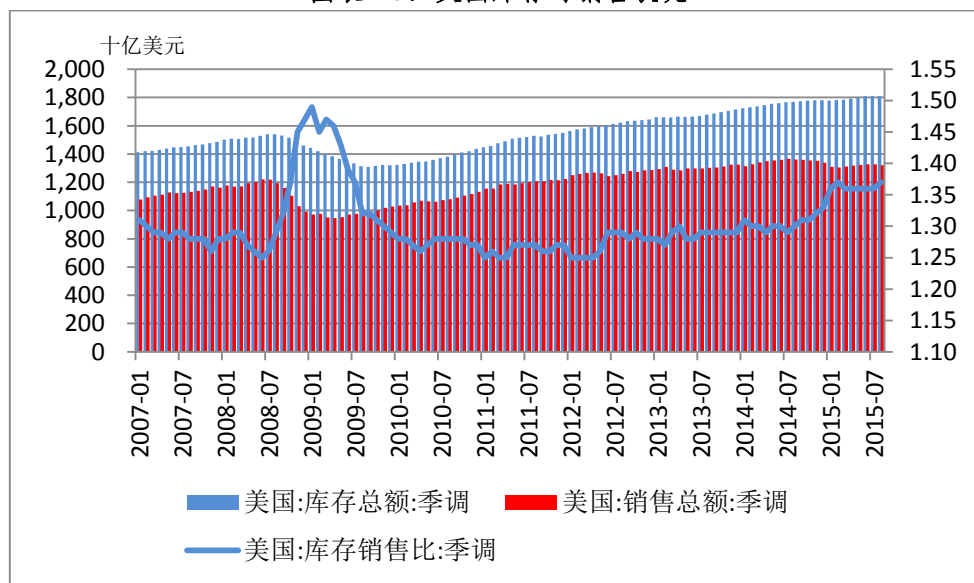


数据来源: wind 资讯

从国内来看，工业领域呈现一定的过剩倾向。2015年1-8月份美国库存总额持续上升，高于危机前和危机时水平。销售总额在2015年第一季度有所下降，并且此后一直增长乏力，使得向上的库存与低迷的销售距离逐渐拉开。库存销售比相应上升，已经达到了1.37，为危机以来的最高水平。面对需求方面尤其是投资需求的放缓，美国的制造业在较快增长后现在出现了一定的滞销倾向。

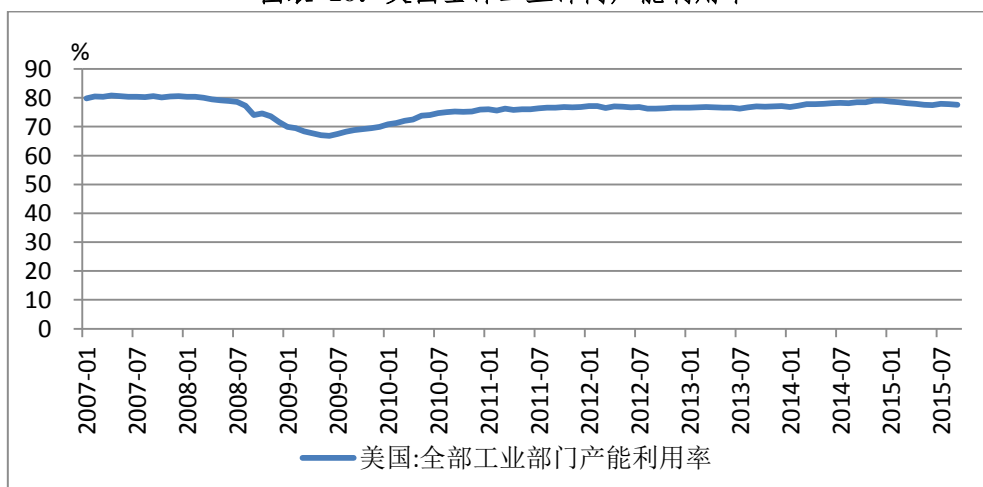
反映美国工业部门生产能力使用情况的产能利用率自2014年末以来也在下降，已经由2014年底的79.04%稳步降至2015年9月的77.54%。说明美国工业在2014年积极生产后今年有所趋冷，而使得部分生产能力闲置。这也反映出美国工业领域过剩现象有所抬头。

图表 15: 美国库存与销售状况



数据来源: wind 资讯

图表 16: 美国全部工业部门产能利用率

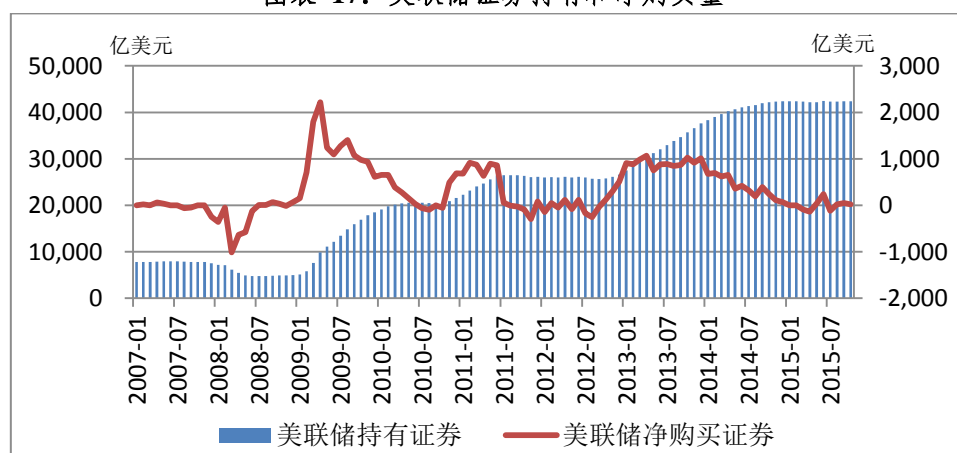


数据来源: wind 资讯

（九）美国量化宽松货币政策退出后加息决定尚待观察

自 2014 年 11 月美联储正式开始结束第三轮量化宽松（QE）政策以来，2015 前三季度的净购买证券额已基本降至 0，同时美联储持有证券额也维持在了数倍于危机前的水平。三轮量化宽松政策比较成功地推动了美国经济的复苏，但其结束也暴露出经济复苏基础的一些脆弱性。

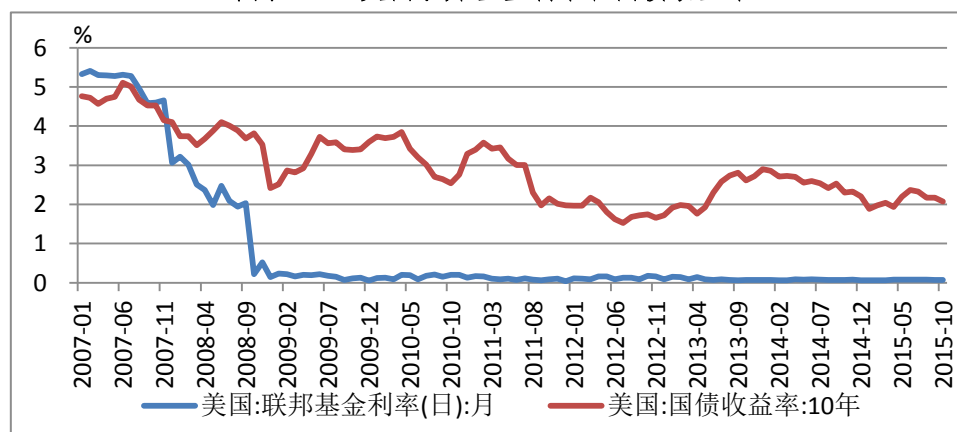
图表 17：美联储证券持有和净购买量



数据来源：wind 资讯

危机以来美国联邦基金利率一直维持在超低水平，并且本年徘徊在接近 0 的最低值。美国 10 年期国债收益率也远低于危机前水平。2014 年 10 月美联储宣布，如果预期通胀率持续低于 2% 的长期目标，那么“相当长时期内，维持联邦基金利率在 0 到 0.25% 的范围都可能是适当的”。当前美国的经济形势比较复杂，一方面 GDP 总量与就业形势均保持良好的复苏态势，另一方面制造业呈现一定的疲态并且通胀水平持续低于目标。这些因素使得美联储的加息决定尚需观察。但是在当前经济复苏基础不稳、其他发达国家仍然维持量化宽松政策的背景下，就算美国真的开始加息，估计初始的路径也会非常审慎，长期将继续维持低利率。

图表 18：美国联邦基金利率和国债收益率

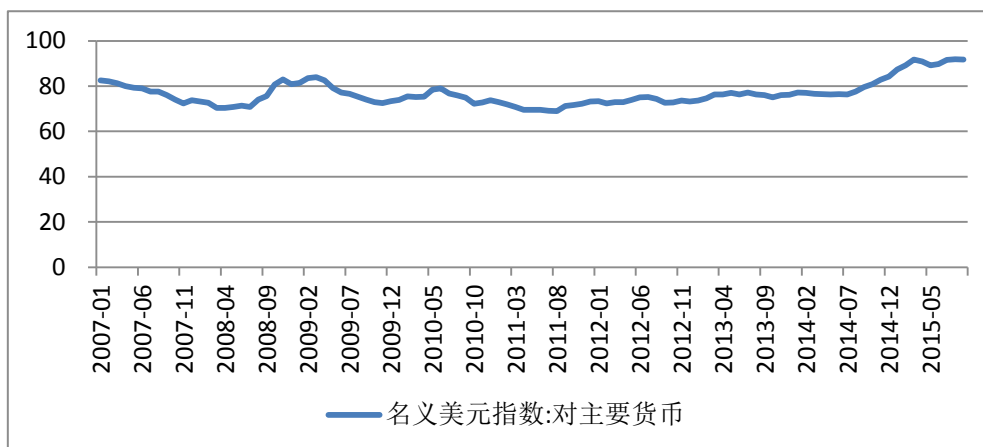


数据来源：wind 资讯

（十）美元汇率继续上升的空间有限

美国在 2014 年独树一帜的复苏使得美元相对于全球主要货币走强，美元指数已经攀升到了近十年内的最高点。其主要原因是美国的持续复苏和 2015 上半年美联储的加息预期使得投资者更加青睐美元资产。但是 2015 年初以来，美元指数已经停止上升并且出现了一定的波动。美国经济复苏的放缓以及加息预期的减弱，使得投资者对美元资产的态度趋于冷静，美元汇率继续上升的空间有限。

图表 19：名义美元对主要货币的指数



数据来源：wind 资讯

（十一）美国创新新战略为美国经济的增长指出了战略性方向

2015 年 10 月底，美国白宫再次发布《美国创新新战略（New Strategy for American Innovation）》中列举 9 大战略领域，包括先进制造、精密医疗、大脑计划、先进汽车、智慧城市、清洁能源和节能技术、教育技术、太空探索、计算机新领域。美国创新新战略的九大领域不仅表明美国力图在科学技术方面将努力保持全球的领先地位，也显露出美国政府加强经济增长和全球竞争力的着力点，为美国及全球经济未来的增长和发展在技术上做了战略性的准备。

（十二）美国总体经济形势与宏观政策取向

美国经济总体上保持温和复苏的态势，总需求三驾马车中消费随总产出稳步上升，已经显著高于危机前水平，对经济总量起着稳定和支撑的作用，并且带动了服务业的持续增长；房地产等投资需求的增长步伐已经放缓，对经济的拉动作用在减弱，同时制造业方面出现了轻微的过剩倾向，使得库存水平相对升高；进出口总额则较上年有所下滑；国际油价低迷加剧了国内的通缩压力。在美联储结束第三轮 QE 政策后，美国经济复苏过程中存在部分不稳定因素，经济复苏的基础尚不牢固。

总的来说美国经济尚未完全从危机中复苏，第三轮 QE 的结束使得经济暴露

出一定的脆弱性。预计美联储将持续观测经济状况、尤其是 2% 长期通胀目标的实现情况，以作为加息决定的参考。从长周期来看，美国经济处在走出衰退的上升通道中，只是复苏的具体途径会伴随反复和波折。

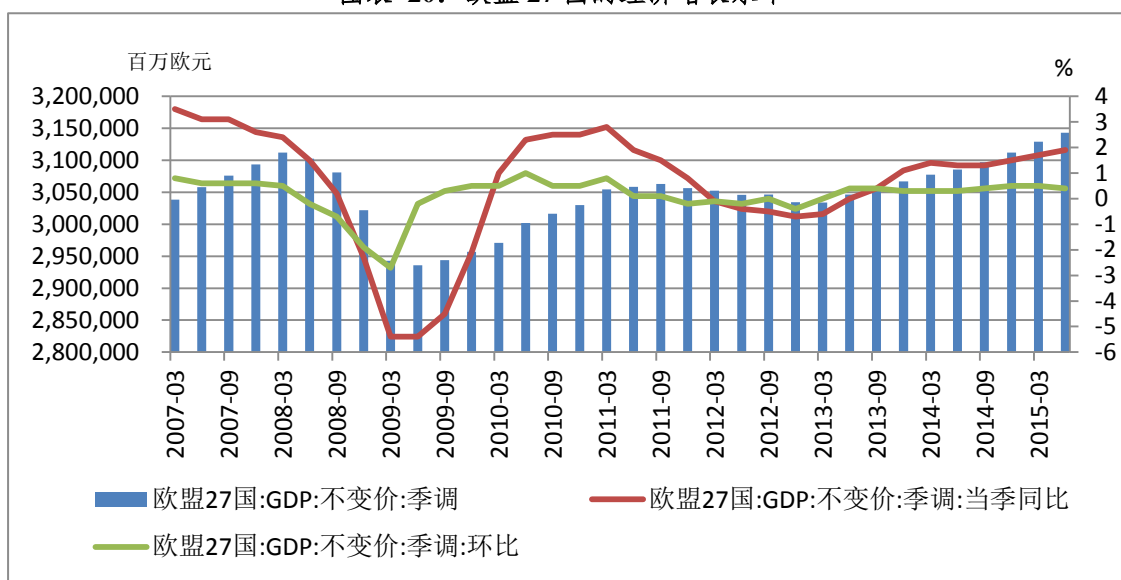
二、欧盟经济低速增长趋势明显

欧盟经济维持低速增长的同时就业市场见底趋势明显、制造业和服务业 PMI 略有增强、消费支出回升有利于促进经济的复苏、进出口的增长和中欧贸易区域的建设将推动欧盟经济增长，欧盟实行紧缩性的财政政策有利于化解欧盟的主权债务风险。同时，欧盟的投资萎缩、工业和服务业信心指数不足制约和限制了欧盟经济的增长，欧盟经济仍受到主权债务风险的威胁。不过，欧盟的通货紧缩为货币政策的宽松提供了环境和条件，欧洲央行的量化宽松政策初见成效。

（一）欧盟经济维持低速增长的同时就业市场见底趋势明显

欧盟各国 GDP 总量稳步增加，2015 年第二季度欧盟的经济总量已经高于危机前水平。从同比来看，欧盟经济增速不高但比较平稳，2015 年以来 GDP 保持了 1.5% 以上的增长水平，2015 年二季度达到 1.9%；从环比来看也维持了去年的温和低速增长趋势。

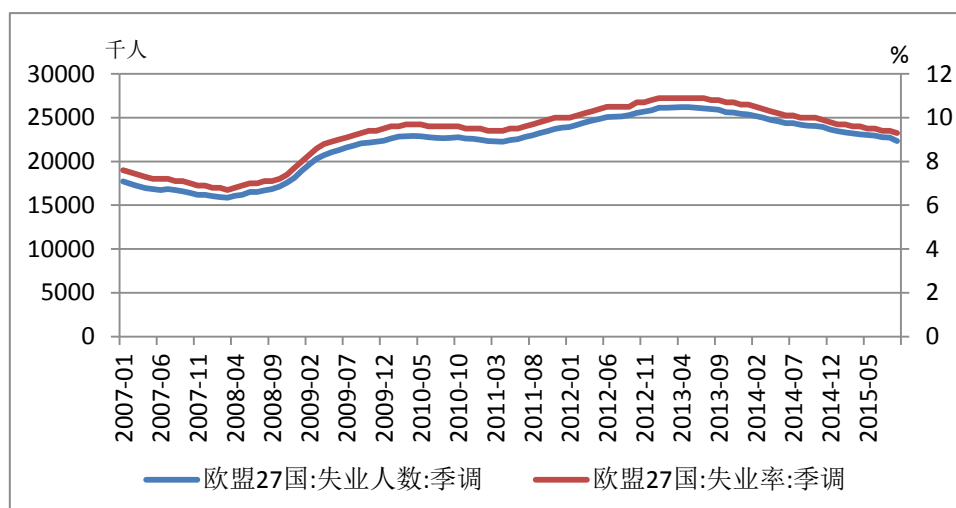
图表 20：欧盟 27 国的经济增长水平



数据来源：wind 资讯

与经济的复苏态势相应，2015 年上半年欧盟各国失业人数和失业率持续下降，但是降幅有所减缓。2015 年 8 月失业率降至 9.4%，但距离危机前 6.7% 的最低值尚有相当的差距，仍有进一步下降的空间。

图表 21：欧盟 27 国的失业率水平

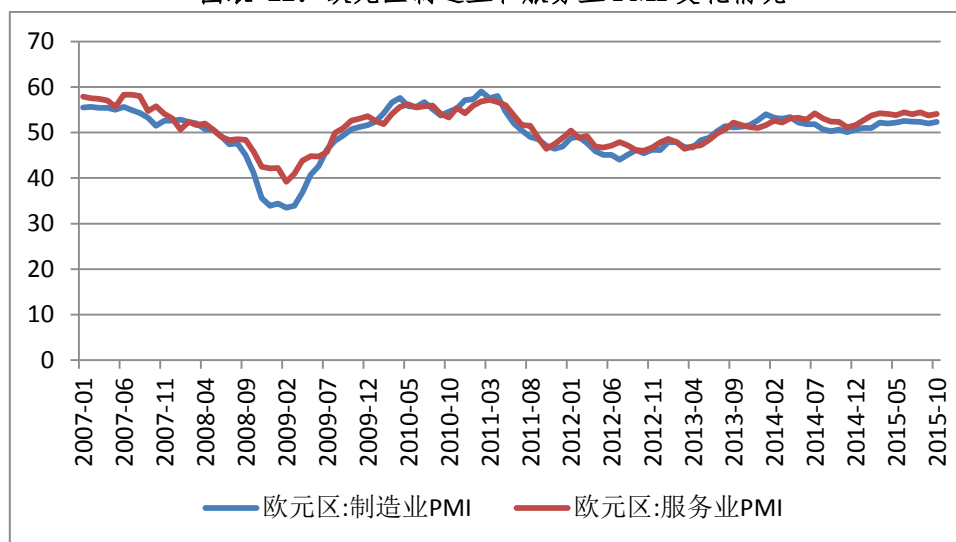


数据来源：wind 资讯

（二）欧盟的制造业和服务业 PMI 略有增强

欧元区制造业和服务业的采购经理指数（PMI）在 2015 年前三季度均维持在 50 以上，与去年全年相比均有所提高，显示出生产者对经济运行预期略有增强。从两大行业的关系来看，本年服务业 PMI 持续高于制造业 PMI，体现出服务业的发展态势比制造业略好。值得注意的是，第三季度两大行业 PMI 均停止了上行的步伐，并出现了轻微的回落。欧盟经济的复苏比美国要显得弱势。

图表 22：欧元区制造业和服务业 PMI 变化情况



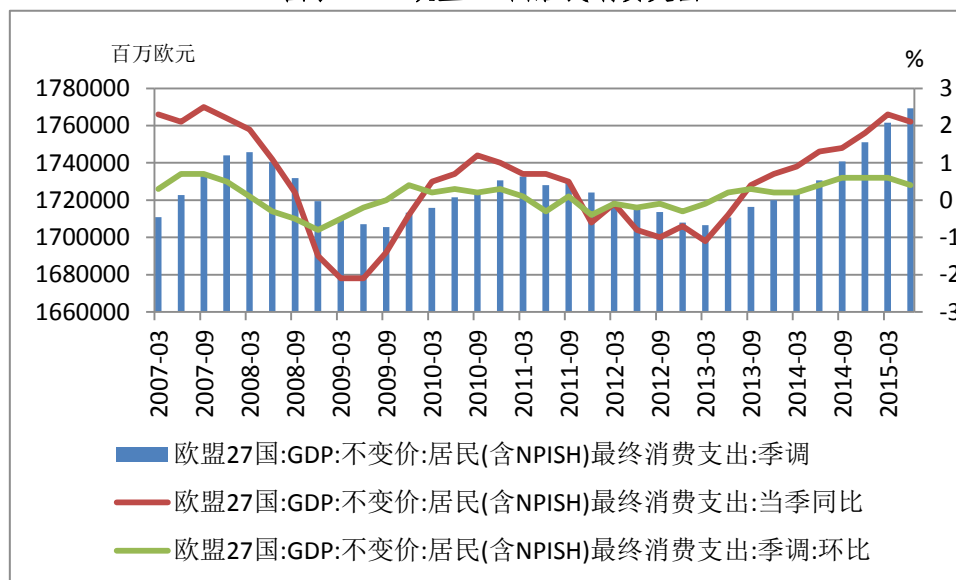
数据来源：wind 资讯

（三）欧盟消费支出回升有利于促进经济的复苏

欧盟各国的居民最终消费支出与总产出一样呈现出稳步上升的态势，至 2015 年第三季度末欧盟各国的最终消费支出总额已经超过危机前水平。从同比

来看，居民最终消费持续以略高于 2% 的速度温和增长；从环比来看，欧盟消费支出 2015 年前三季度环比增长率均为正向，显示出持续增长的动力，对欧盟经济的复苏起着稳定和支撑的作用。

图表 23：欧盟 27 国居民消费支出



数据来源：wind 资讯

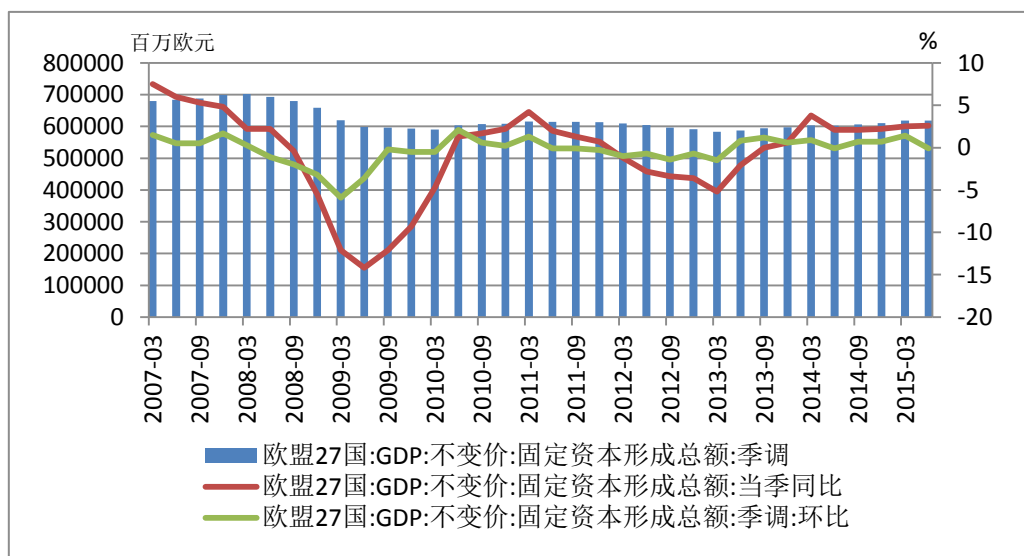
(四) 投资疲软是制约欧盟经济增长的主要原因

2015 上半年欧盟国家固定资产投资总量仍然远低于危机前水平，甚至与危机时水平大致持平，而尚未从危机的阴影中走出来。在 2010 年间略有恢复之后，投资需求在 2011-2013 年间持续萎缩，2014 年也增长乏力。在量化宽松政策的强力刺激下，2015 年上半年固定资产形成额有所恢复，同比增长维持在 2% 以上，环比来看也基本保持了上升的态势但是增长速度较低。

欧洲央行的量化宽松政策使得投资有了一定的起色，但是目前投资需求仍然需要进一步的增长以支持经济的复苏。本轮 QE 政策将持续到 2016 年将为固定资产的投资提供动力，但是步伐可能比较缓慢。

同时，需要特别关注的是，中国倡议的“一带一路”战略与欧盟经济发展战略的对接，将有利于促进欧盟固定资产投资，有利于推进欧盟经济的增长。尤其是在中国与英国已经达成基础设施投资等协议的示范效用下，将有利于促进两大经济体的战略对接。

图表 24：欧盟 27 国固定资产形成总额

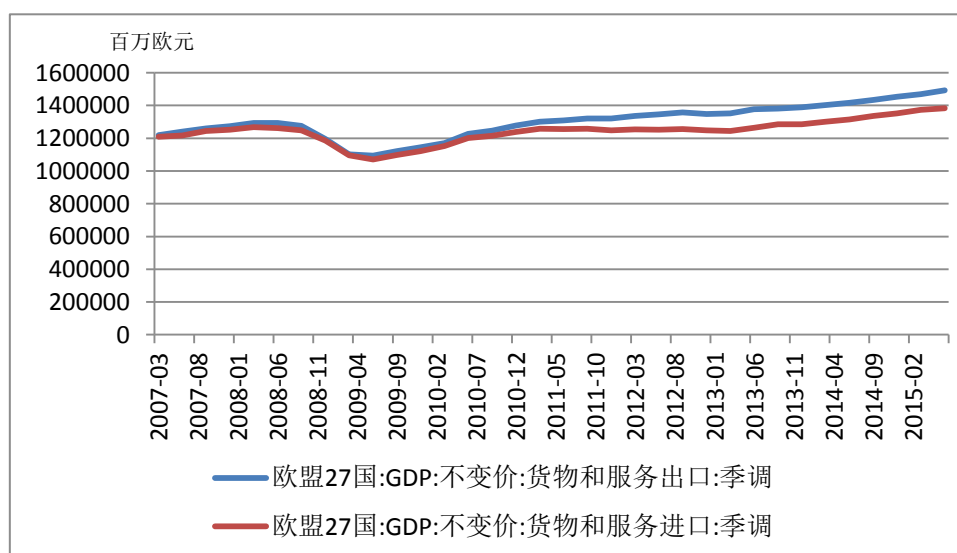


数据来源：wind 资讯

（五）欧盟进出口的增长和中欧贸易区域的建设将推动欧盟经济增长

2015 年上半年欧盟国家进出口双双增长，并且出口增速略快于进口，显示出三驾马车中的净出口需求对经济的拉动作用。当前英、德等主要国家正与中国展开更多的贸易活动，在习近平前不久结束的对英国访问中，两国签署了 4000 亿美元的贸易订单。在美国持续推进“亚太再平衡”战略和 TPP 协议签署的背景下，预计中欧双方将寻求更多的合作共赢机会。

图表 25：欧盟 27 国进出口增长状况



数据来源：wind 资讯

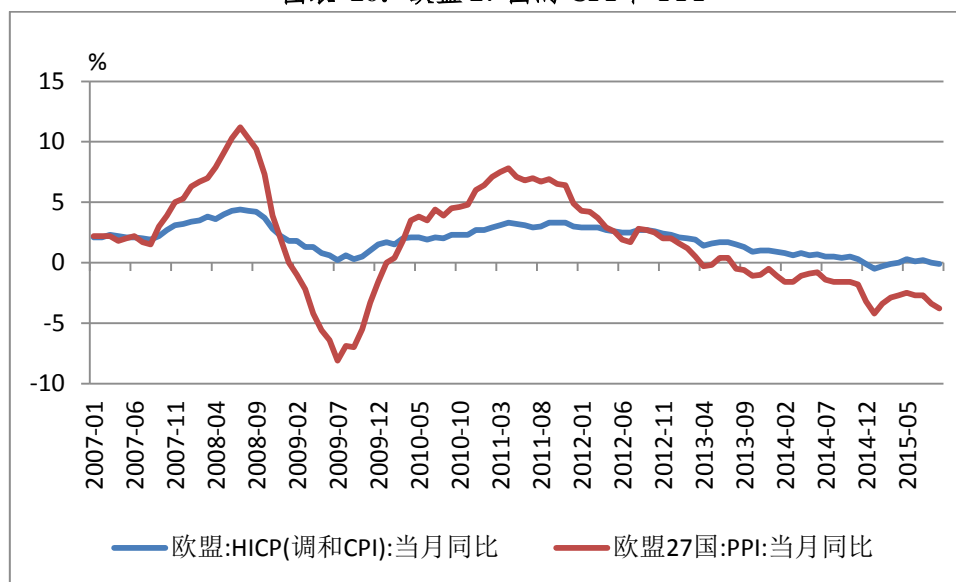
（六）欧盟的通货紧缩为货币政策的宽松提供了环境和条件

欧盟国家的通货膨胀指数与美国相似，也表现出了双双下行的态势。其中生

生产者出厂价格指数（PPI）延续了 2014 年的跌势，并且跌幅继续扩大，2015 年二季度末已经接近-4%。消费者物价指数（CPI）也结束了上升的趋势，徘徊在 0 增长的临界水平。

物价水平的低迷以及两个指标一定程度的分化有复杂的原因。一方面，近年来欧盟投资需求增长缓慢，仅在近几个月才出现起色，使得工业领域持续面临一定的过剩局面而暂时难以恢复。另一方面，全球石油价格的走低，使得工业成本降低，促使生产厂商有意愿降低价格而加快存货出清，这也加剧了通缩的压力。CPI 有服务业作为支撑，因此尚没有出现工业领域价格快速下降的情况。但是通缩如果一直持续将早晚拖累服务业和总产出，甚至导致“价格-工资”的恶性循环而中伤经济。

图表 26: 欧盟 27 国的 CPI 和 PPI

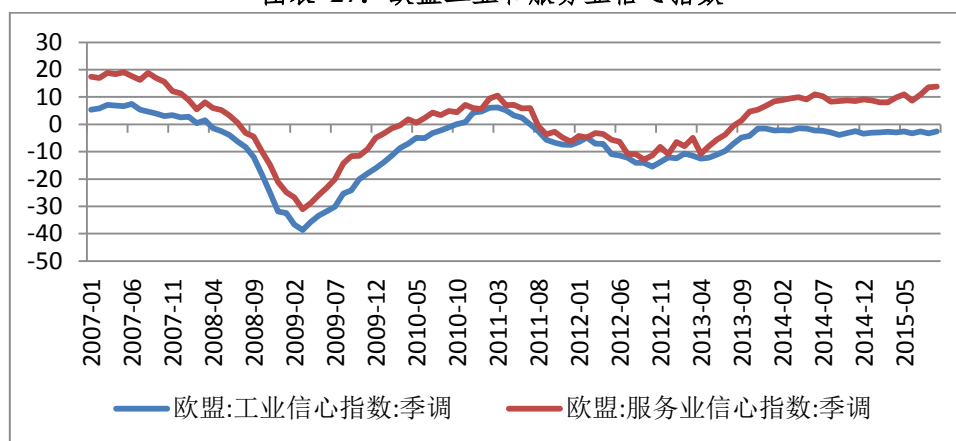


数据来源: wind 资讯

(七) 欧盟的工业和服务业信心指数不足限制欧盟经济的增长

消费领域和投资领域冷暖不均的状况，已经映射到了市场预期中。2015 年上半年服务业信心指数持续提高，达到了 2008 年危机以来的最高水平，显示出欧盟市场对服务业前景的乐观。于此相反，欧盟工业信心指数则一直低迷不振，徘徊在 0 以下的水平。这种悲观预期有可能进一步加剧欧盟国家的通缩压力。

图表 27：欧盟工业和服务业信心指数



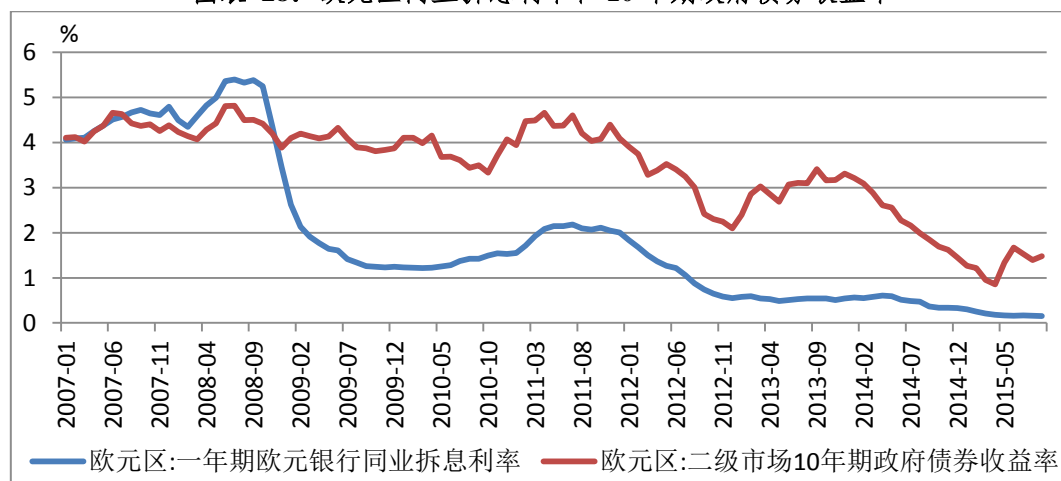
数据来源：wind 资讯

（八）欧洲央行的量化宽松政策初见成效

欧盟经济的增长不仅受到 08 年金融危机的影响，也为部分成员国的主权债务危机所拖累。各国一方面要尽力将经济从危机中恢复，另一方面却又要削减政府开支以减少债务风险、恢复政府的公信力和投资者信心。但是紧缩的财政政策——包括增加税收、削减社会福利支出等——将会降低个人可支配收入和企业利润，从而将对经济增长产生抑制。因此宽松的货币政策似乎成了欧盟尤其可以依赖的工具。在使用了包括降息、长期再融资操作(LTRO)、直接货币交易(OMT)、定向长期再融资操作(TLTRO)等多种宽松货币政策工具而收效不大的情况下，欧洲央行终于决定效法美联储推出量化宽松政策，从 2015 年 3 月至 2016 年 6 月每个月购买约 600 亿欧元的欧元区成员国政府债券。

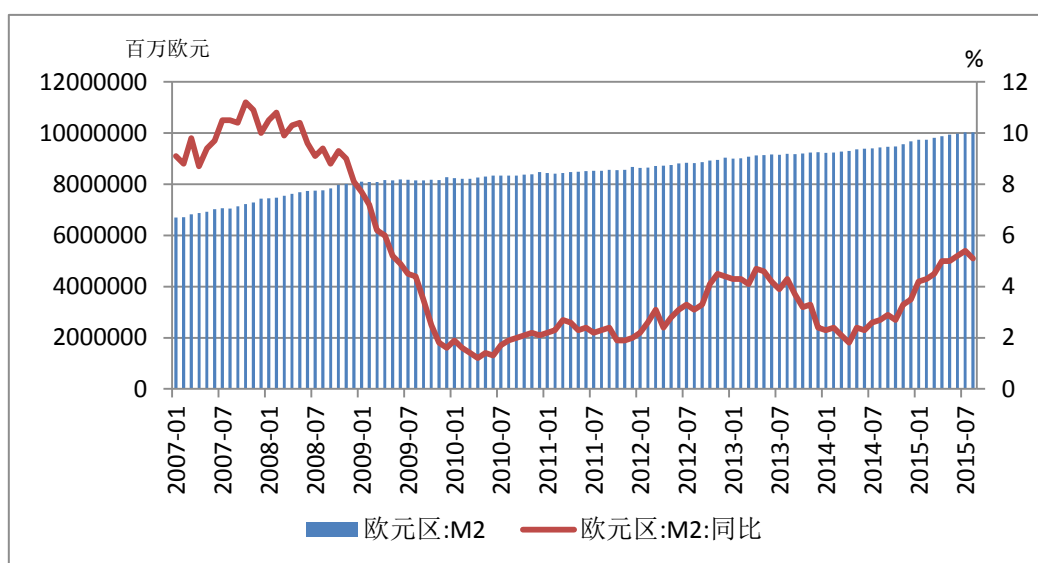
欧盟的量化宽松政策起步较晚、而且次数和规模远不及美国。从政策效果来看，欧盟的 QE 已经初见成效，实现了投资的温和复苏和经济的平稳上升。但是与消费增速相比，投资增速仍然处在较低的水平。

图表 28：欧元区同业拆息利率和 10 年期政府债券收益率



数据来源：wind 资讯

图表 29：欧元区货币供给规模和同比变化

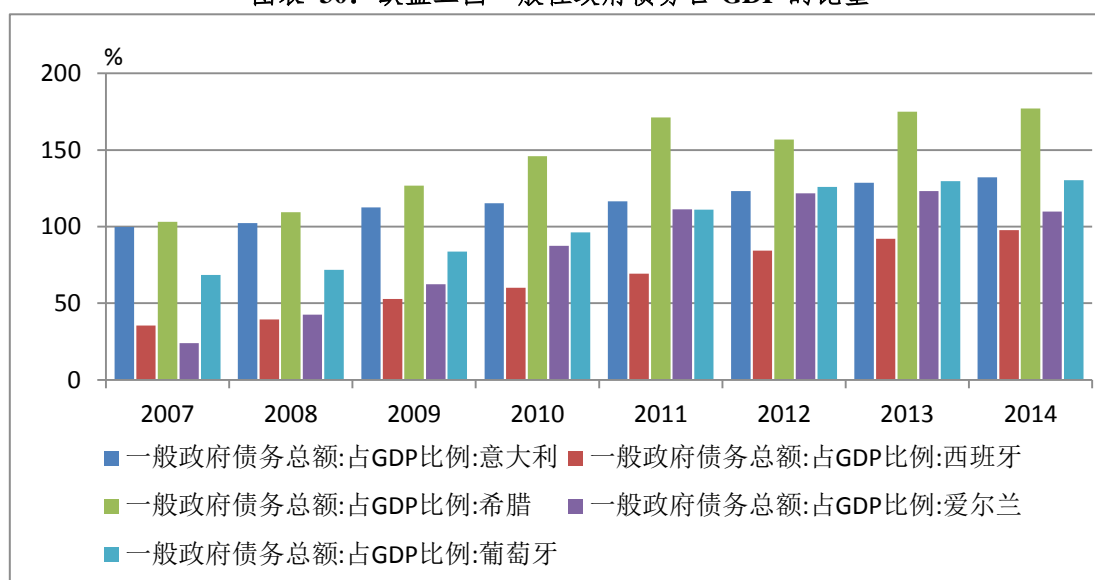


数据来源：wind 资讯

（九）欧盟经济仍受到主权债务风险的威胁

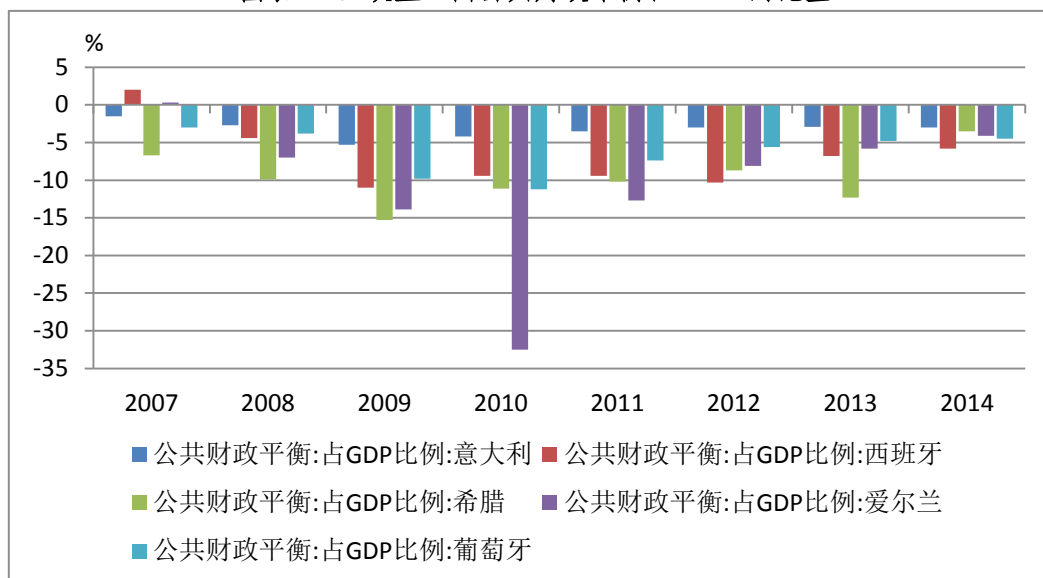
成员国尤其是被称为“欧猪五国”的葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙等五个国家的主权债务风险，一直是欧盟需要解决的问题。在饱受主权债务危机导致的经济和社会问题后，欧盟各国尤其是上述五国开始了缩减债务和赤字的历程。现在欧盟国家政府债务占 GDP 比重增长率已经放缓，而财政赤字占 GDP 比重则持续下降，2014 年五国的赤字比重大体上均降低至-5%以内。

图表 30：欧盟五国一般性政府债务占 GDP 的比重



数据来源：wind 资讯

图表 31：欧盟五国公共财政平衡占 GDP 的比重



数据来源：wind 资讯

欧洲五国债务偿还前景的好转使得国际评级机构对其主权债务的评定等级有所上升，但是与危机前等级相比仍有较大差距。财政赤字的减少可以暂时缓解主权债务风险，但是要实质地扭转债务恶性循环，欧盟各国必须回归到利用财政盈余来偿债而不是利用新增债务来偿债的轨道上来。当前的财政赤字只是缩小而并没有消除，意味着五国偿还债务的能力仍然较弱，无法避免借新还旧的窘境。如果赤字持续下去，就算数量减少，长远仍可能爆发危机。因此应继续调整财政结构、缩减财政支出尤其是福利支出，否则无法真正消除危机。

图表 32：欧盟五国的主权评级变化

国家	危机前	危机时	危机后
葡萄牙	2009 年 Aa2	2012 年 2 月 Ba3	2015 年 11 月 Ba1
爱尔兰	2009 年 Aaa	2011 年 7 月 Ba1	2015 年 9 月 Baa1
意大利	2009 年 Aa2	2012 年 7 月 Baa2	2015 年 11 月 Baa2
希腊	2009 年 A2	2012 年 3 月 C	2015 年 11 月 Caa3
西班牙	2009 年 Aaa	2012 年 6 月 Baa3	2015 年 11 月 Baa2

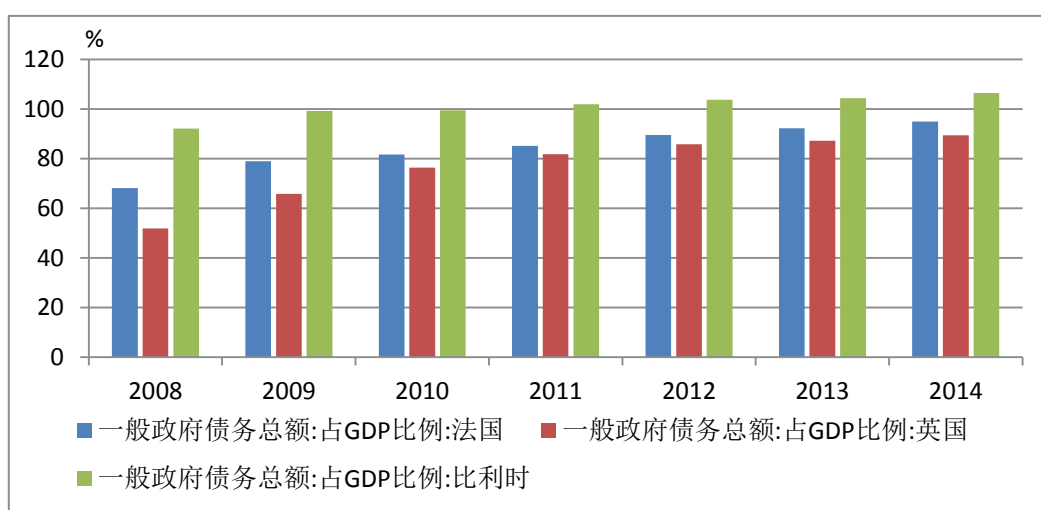
数据来源：Moody's

除了上述五国之外，欧盟成员国中还存在几个债务规模、财政赤字都增加，可能产生以“贷还贷”向的国家。各国中政府债务占 GDP 比重接近 100% 的国家有英国、法国和比利时。这三个国家的财政余额近年来也持续为负。英、法两

国的产业结构比较健全，并且对外依存度较小，因此稳定性比较高，债务现金流的可预期性也比较强。但是比利时经济对外依存度则相当高，工业制品的出口占比在 50% 以上，如果外部经济环境恶化，则该国的债务违约风险将迅速升高。

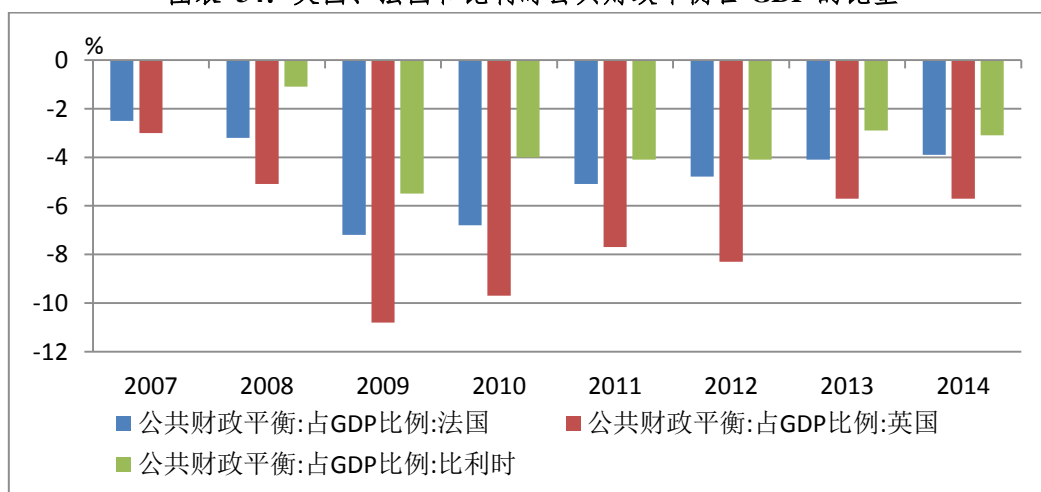
欧盟各国乃至整个发达国家世界较高的主权债务水平是民选政治传统与功能财政思路共同影响的结果，一定程度上是西方国家政治、经济体制演进的必然产物。其债务资金主要用于福利和保障性支出，一方面有利于社会稳定和政治需要，另一方面可以维系经济供求平衡、实现平稳增长，因此对西方的政经体制有相辅相成、相互加强的作用。但是与市场竞争体制会演化出过剩危机一样，债务经济规模的扩大也可能导致主权债务危机。

图表 33：英国、法国和比利时的一般性政府债务占 GDP 的比重



数据来源：wind 资讯

图表 34：英国、法国和比利时公共财政平衡占 GDP 的比重



数据来源：wind 资讯

（十）欧盟总体经济形势与政策倾向

欧盟经济维持低速增长的同时就业市场见底趋势明显、制造业和服务业 PMI 略有增强、消费支出回升有利于促进经济的复苏、进出口的增长和中欧贸易区域的建设将推动欧盟经济增长，欧盟实行紧缩性的财政政策有利于化解欧盟的主权债务风险。同时，欧盟的投资萎缩、工业和服务业信心指数不足制约和限制了欧盟经济的增长，欧盟经济仍受到主权债务风险的威胁。不过，欧盟的通货紧缩为货币政策的宽松提供了环境和条件，欧洲央行的量化宽松政策初见成效。

藉此，欧盟在未来仍会继续实施量化宽松的货币政策和紧缩性的财政政策，继续推进与美国的 TPP 协议的谈判、推进与中国“一带一路”战略的对接，推动欧盟经济的增长和发展。

三、日本经济的疲软状态仍将持续

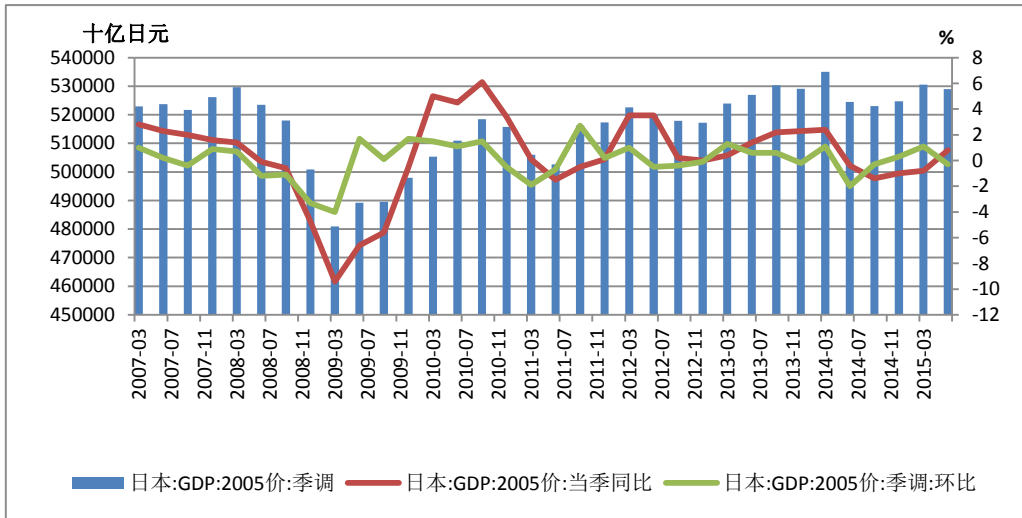
日本经济增长整体疲软，就业态势的好转难以扭转老龄化对经济增长的抑制，PMI 和投资略有的好转与消费阴影、通货紧缩与量化宽松并存，政府债务沉重、财政资金紧张，安倍“新三箭”难以挽救日本经济的疲软状态。

（一）日本经济在疲软中前行

日本经济自 2008 年金融危机受到冲击而大幅下滑之后，目前已经逐渐恢复至危机前水平，但尚且没有明显的进一步增长，而是呈现出波动的态势。日本 GDP 在 2013 年恢复至危机以来最高水平，但 2014 年出现一定的萎缩，而本年前两季度又有所增长，大体上与 2013 年下半年水平相当。

从增长速度来看，自 2009 年底开始复苏以来，日本 GDP 同比增幅总体上呈下降趋势，从最高 6.1% 跌至 1% 以内甚至负值。这种放缓除了同比基数的影响之外，更多的原因是近年经济本身的疲软。这一点在从环比上得到体现：14、15 两年 GDP 环比增长率在 0 附近徘徊，呈现出正负交替的不稳定性。这种不稳定性主要是 14 年消费突然下跌与投资需求不足导致的，随着消费重新企稳、投资温和复苏，预计经济的稳定性将有所增强。

图表 35: 日本 GDP 季度增长率

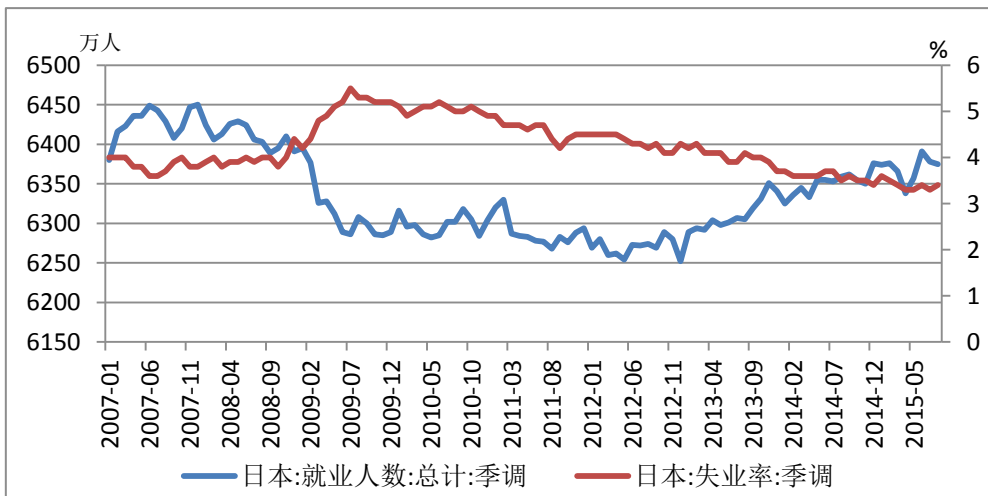


数据来源: wind 资讯

(二) 日本就业率增长的同时老龄化加速

日本失业率自 2009 年 9 月达到峰值以来, 一直逐渐下降, 2015 年 8 月已经降至 3.4%, 低于危机前水平, 但是与去年同期相比仅下降了 0.1 个百分点, 说明失业率进一步改善的空间比较有限。与失业率走低相呼应, 日本的就业人数总额总体走高, 但是仍然低于危机前水平。一方面原因是日本近年来老龄化步伐加速, 劳动年龄人口数量减少, 而出现了失业率和就业人数均低于往年的局面。因此日本失业率的持续降低并不能完全归功于经济的复苏, 另一方面原因则是人口结构变化导致的劳动力短缺。总体来看日本就业形势保持在较好的状态, 但是由于经济增长疲软和自然失业状态的存在, 进一步下降的余地有限。

图表 36: 日本就业人数与失业率

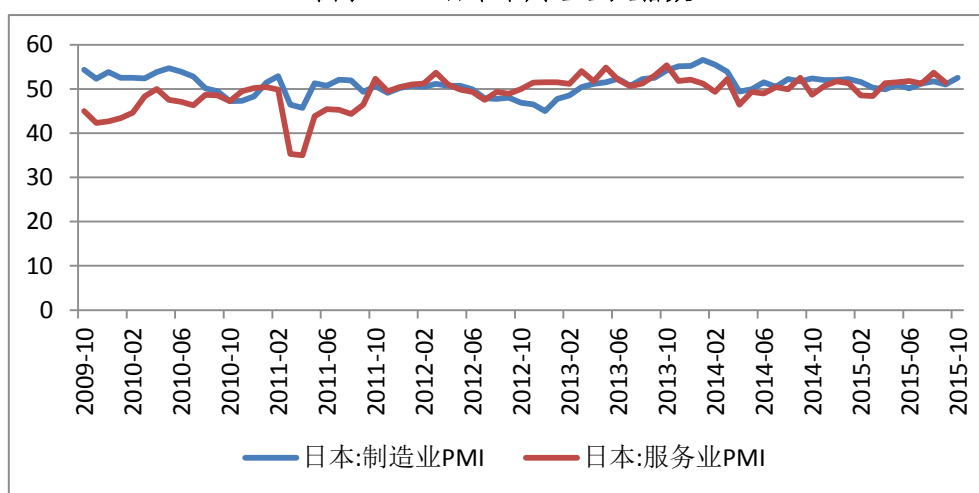


数据来源: wind 资讯

（三）日本制造业和服务业 PMI 短期略有好转

2015 年前三季度日本制造业和服务业 PMI 指标短期略有好转。第一季度的部分月份 PMI 尚且在 50 的临界水平之下，而第二、三季度基本所有月份均高于 51，说明生产面对经济的预期有所改善。第一季度服务业 PMI 一定程度上延续了去年的颓势，2、3 月仅略高于 48。但第二、三季度已经全面高于 51。制造业 PMI 则全年总体上维持在 50 之上，且第三季度均高于 51。可见下半年日本制造业和服务业态势均将有所好转。

图表 37：日本采购经理人指数



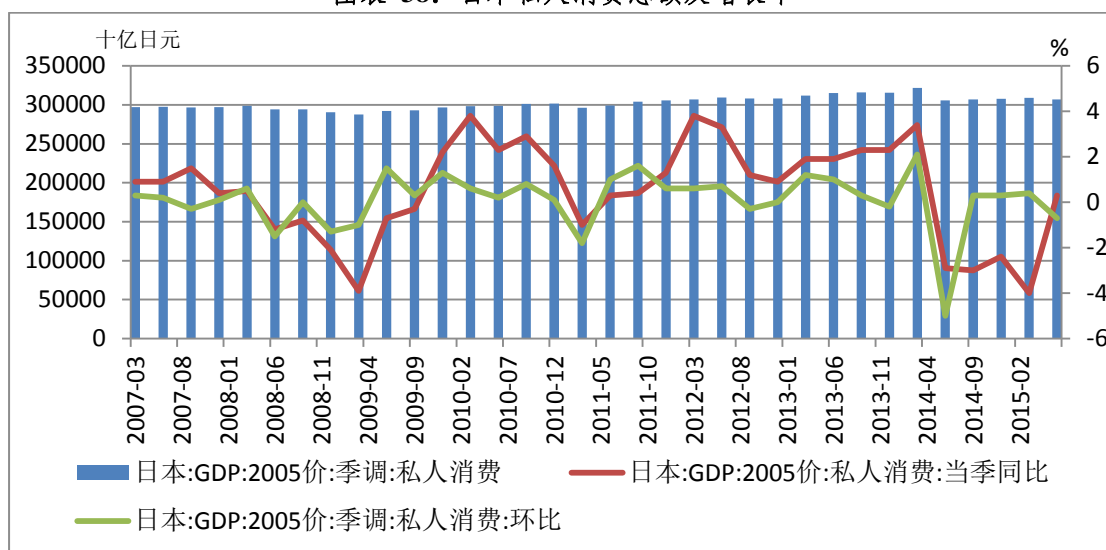
数据来源：wind 资讯

（四）日本居民消费尚未走出阴影

2015 年上半年日本的私人消费需求有些微增长，但尚未走出消费税上调的阴影。自金融危机以来私人消费保持着温和的上升，大多数季度同比增长率维持在 2% 以上，并且基本保持着每季环比正增长的稳定态势。至 2013 年第四季度私人消费已经比 2009 年底增长了近 10%。但是 2014 年 4 月，日本政府为了补充财政收入以应对不断增加的养老金和社会保障等财政支出，将消费税从 5% 上调至 8%。这直接导致日本私人消费需求温和、稳定的态势被打破，并出现了断崖式的下跌，环比跌幅达到 5%。

消费需求出现断层后虽然保持着微弱的环比增长，但同比来看尚未恢复到消费税上调之前的水平，而仅与 2012 年底的水平持平。目前看来消费需求已经企稳，并且于 15 年第二季度出现了微弱的 0.3% 的同比正增长，说明其正在缓慢走出阴影，但完全恢复尚需时日。

图表 38：日本私人消费总额及增长率



数据来源：wind 资讯

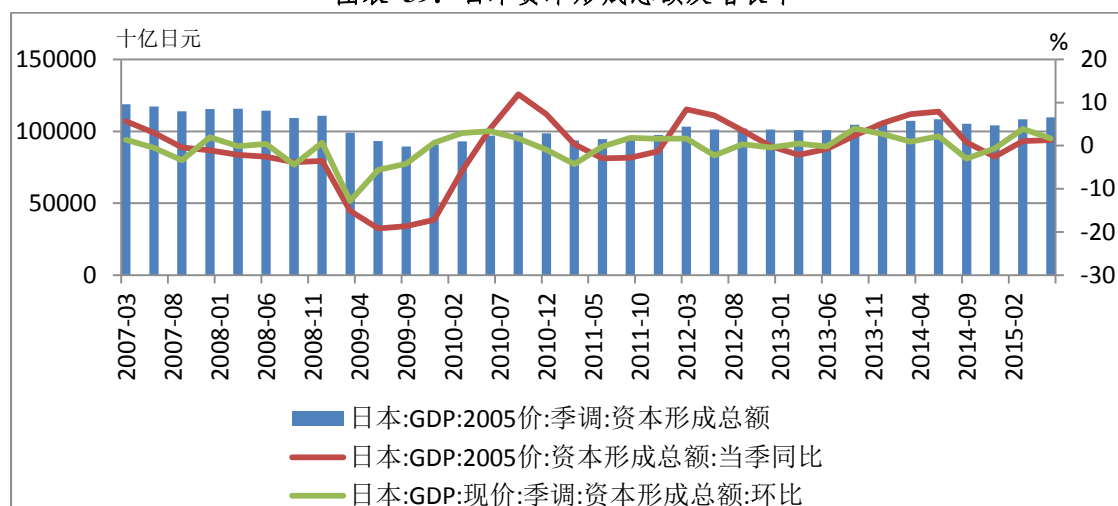
（五）日本企业投资温和上升

2015 年前两季度日本资本形成总额同比和环比均保持了增长的态势，但是与往年相比势头已经减弱。继 14 年下半年的下滑之后，本年第一、第二季度总投资额同比分别增加 1.1%和 1.3%，环比增幅也由负转正，分别为 3.9%和 1.7%，展现出上升的势头。

近年来日本投资需求的波动与央行执行的“量和质的货币宽松”（QQE）有关。2013 年 4 月，在货币持续通缩和投资需求下滑的背景下，日本央行提出 QQE 政策，开始向市场注入巨额流动性。随后的 13 年下半年与 14 年上半年间物价水平与投资需求均保持了正向增长。但 14 年下半年，随着货币宽松效力减弱，物价与投资出现了下行。以此为背景，日本央行于 14 年 10 月推出了第二次 QQE，再次向市场强力注水。随后的 15 年上半年间，资本形成总额再次转落为升，但是与之前最高 7.9%的同比增幅相比，势头已经减弱。

日本的投资需求近来相当程度上依靠央行量化宽松政策的支持。在之前的货币宽松效力减弱使得通缩态势加剧、投资复苏力度尚小的情况下，预计日本央行将继续推行 QQE 政策。

图表 39：日本资本形成总额及增长率



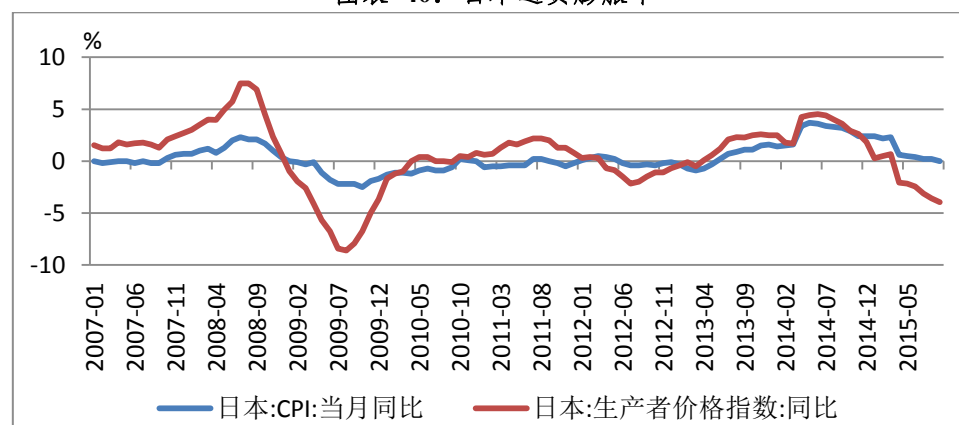
数据来源：wind 资讯

(六) 日本通缩压力加剧

2015 年前三季度日本通胀水平延续了去年的下行态势。居民消费物价指数 CPI 同比增幅持续下降，至 8 月份已经降至 0.2%，环比增幅也呈现出正负交替的不稳定性。生产者价格指数 PPI 则于第二季度完全进入跌势，同比跌幅已经扩大至 3.95%，环比也持续下跌且速度加快。

日本物价水平由衰转盛又由盛转衰的过程伴随着复杂的原因。2013 年 4 月开启的安倍经济学施行了超级量化宽松、日元大幅贬值等政策，在巨量流动性和高输入成本的推动下，日本在 2013、2014 两年扭转了通缩的倾向而进入一段通胀时期，CPI 和 PPI 同比增幅曾一度在 3% 和 4% 以上。但是 2014 年下半年日本物价水平开始放缓，并且逐渐进入了下滑通道。除了消费税提高中伤消费需求、宽松性货币政策效力减缓的因素之外，国际大宗商品尤其是石油价格的走低也有相当的影响。在通缩态势加剧、投资需求增长乏力的情况下，日本将继续维持宽松的货币政策以刺激经济增长和实现 2% 的通胀目标。

图表 40：日本通货膨胀率

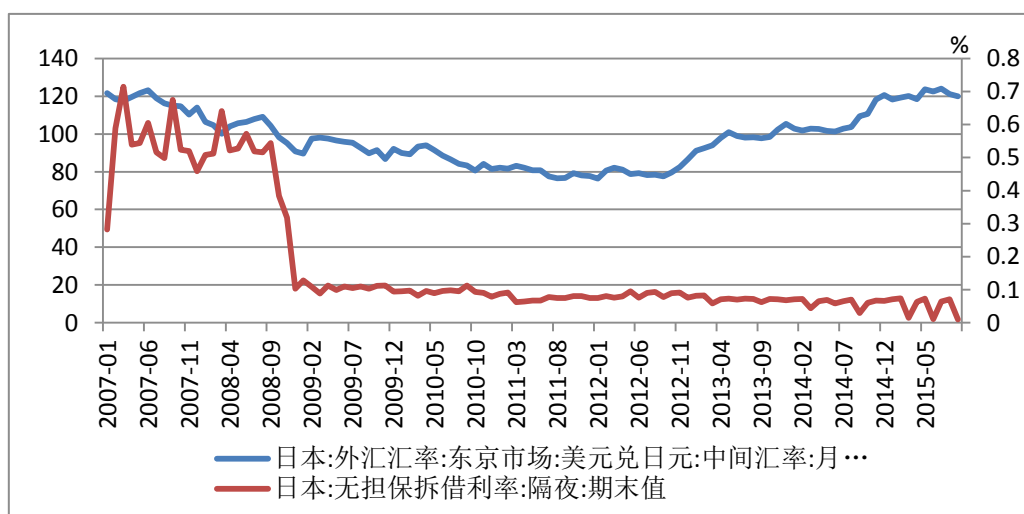


数据来源：wind 资讯

（七）持续宽松的货币政策

日本近年来一直维持宽松货币政策，并且力度逐渐增加。2013年4月开始超级量化宽松政策时，央行祭出了增持政府国债以投放基础货币、促进日元大幅贬值和扩大年金、公积金等政府基金入市的政策，向市场注入大量流动性。2014年10月日本央行实施了第二次QQE，将量化宽松进一步扩容。其主要内容是将基础货币投放量由每年约70万亿日元增至每年80万亿日元、将长期国债的每年增持额度增加至80亿日元、将长期国债的持有期限由原来的7-10年再增加3年，将ETF、房地产投资信托的购入基础增至三倍，总的来说就是进一步向市场提供流动性。

图表 41：日本利率与汇率

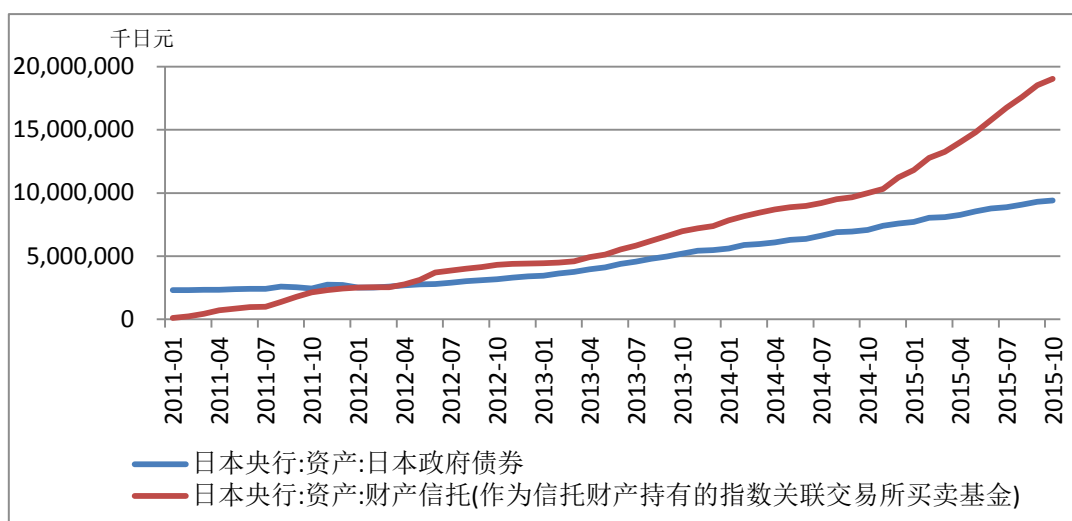


数据来源：wind 资讯

本年10月底刚刚结束的议息会议上，日本央行决定维持现行货币政策不变，继续以每年80万亿日元速度扩大基础货币规模。具体来说将继续以每年80亿日元的速度增加国债持有量；分别以3万亿和900亿日元的速度增加ETF基金和房地产投资信托持有额度；将商业票据和公司债券未偿余额分别维持在2.2万亿日元和3.2万亿日元。

日本央行货币政策仍然将稳定的通胀水平作为主要目标。其在本年10月货币政策声明中表示，将“审视风险，必要时调整政策，将持续实施宽松政策直到稳定实现2%通胀目标”。日央行还称CPI一段时间内可能维持在0水平，下调2015-2017年CPI预期是因为油价低迷，并预计通胀预期将持续改善。

图表 42：日本央行持有政府债券与 ETF 基金总量



数据来源：wind 资讯

日本的量化宽松政策施行两年多以来，曾出现过较大成效，实现了投资、出口的走高和通货膨胀的回归。在 14 年消费税上调和国际油价低迷的背景下，日本消费、投资出现波动并且物价持续低迷。在衰退风险和通缩压力并存的情况下，日本央行将效仿其他发达国家的做法，在长期内继续推行超级量化宽松政策。

(八) 日本财政政策面临较多束缚

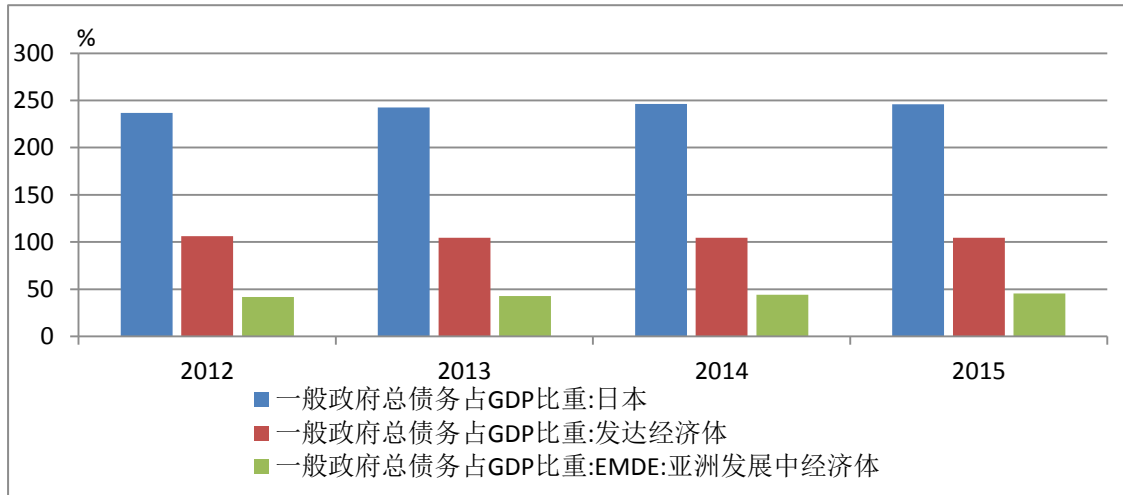
日本政府近年来一直推行“机动灵活的财政政策”。在税收方面，一方面降低企业税以激发企业投资意愿、另一方面提高消费税以弥补税收缺口、缓解财政赤字；在支出方面，增加“社会保障”、“灾后重建和防灾”、“激活地方经济”等领域的财政支出以应对老龄化问题和提振经济。

从内容上来看，日本财政政策所要实现的“机动灵活”实质上是为兼顾经济增长、社会稳定和债务可持续等目标而在不同的财政收、支、借渠道之间转换腾挪。其主要思路是通过减免企业税和增加财政支出来刺激经济、实现增长和通胀的良性循环，借助债务来支持财政预算，借助消费税来弥补企业税缺口、缓解债务风险。因此安倍经济学的“机动灵活的财政政策”总的来说是以消费作保的财政扩张政策，意图借助债务和赤字来促进增长和应对社保支出，同时依靠消费的稳定性和暂时牺牲一部分消费需求来缓和债务增加积累的违约风险，最终达到经济增长、社会稳定和债务可持续三个目标的兼顾。

随着上述财政政策的实施，日本政府的总债务占 GDP 比重也在攀升，根据 15 年财政预算，日本一般政府总债务占 GDP 比重已达到 245.9%，较安倍经济学实施之前的 2012 年增长了近 10 个百分点。与此相对比，15 年世界发达国家政府负债的一般水平为 104.46%，并且呈下降的态势，较 12 年降低了近 2 个百分

点；亚洲发展中国家的政府负债一般水平为 45.59%。日本的负债水平已经远远超过其他国家，包括希腊等深陷主权债务危机的欧洲五国。另一方面，日本的财政余额近年来持续为负，已经逐渐陷入“以贷还贷”的恶性循环。但是与希腊等国不同、与英法等国相似的是，日本的产业结构比较健全、稳定，对外依存度较小，因此尚且没有出现大规模违约。

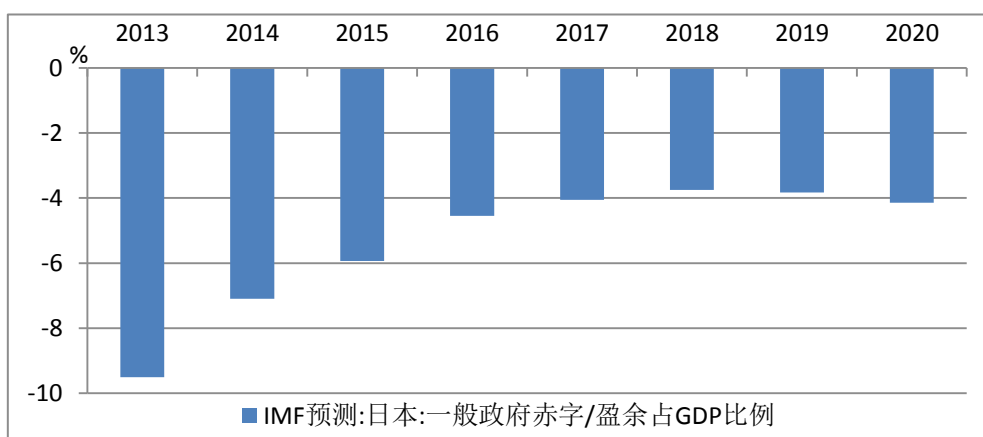
图表 43：日本政府债务占 GDP 比重



数据来源：wind 资讯

日本财政循环所体现出的不可持续性近年来已经引起了国际上的关注。穆迪、惠誉等国际评级机构曾相继下调日本国债信用等级或信用展望，主要原因就是日本政府债务规模的升高和偿还能力的降低。而慑于欧洲国家债务危机的前车之鉴，日本国内对这一问题的警惕也有所加强。在推行扩张性财政政策的同时，日本政府不得不将消费税率从 5% 上调至 8% 以缓和赤字与风险，并且本年 3 月底日本国会参议院正式决定从 2017 年 4 月开始将消费税税率上调至 10%（这比原定的时间推迟了一年半，主要原因是对消费萎缩的担忧）。但是即便是 10% 的税率也难以满足日本政府的高额财政支出。根据国际货币基金组织的预测，如果维持现行政策，日本未来财政赤字将有所下降但仍将持续为负，难以实质性地缓解其债务风险。近日 IMF 建议日本逐渐将消费税上调至超过 10% 并且缩减不断增长的社会保障支出，以获得“乐观的公共财政前景”。

图表 44：日本财政赤字占 GDP 比重及预测



数据来源：wind 资讯

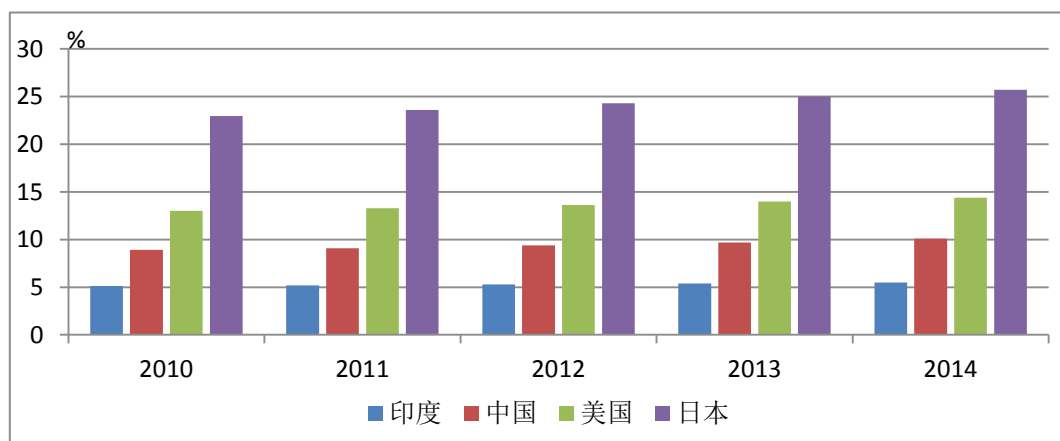
（九）安倍“新三支箭”难以扭转日本经济的疲软

日本首相安倍晋三近日在连任自民党总裁的时候表示，“安倍经济学”即将进入第二阶段，其核心是发展经济、改善社会保障、支持儿童培育等“新三支箭”。具体来说：提振日本经济并在 2018 年任期内使 GDP 增至 600 万亿日元(约合 5.1 万亿美元)；增加提供特殊护理服务的养老院数量、杜绝因家庭护理而放弃工作的现象发生；平均生育率达到 1.8。

从内容来看，安倍经济学“新三支箭”与“旧三支箭”相比，更追求从结构上解决日本当前的困境。日本政府目前所面临的许多政策矛盾，根本上是经济增长与人口结构之间的矛盾所导致的。日本老龄人口占总人口比重已经达到 25% 以上，高于大多数国家，并且呈逐年递增的态势。老龄化问题导致了养老、社会保障支出的增加，使得财政赤字高居不下，增加债务的不可持续性；另一方面，老龄问题影响到了日本就业问题，目前每年约有 10 万人因需要照顾家中老年人而放弃工作。依靠政府在各个财政渠道之间的拆补来应对老龄问题具有不可持续性，因为不断加剧的老龄化将一方面通过影响就业来局限总收入从而局限政府收入，另一方面将迫使政府不断增加保障支出，最终将导致财政收支体系的崩溃和主权债务危机。

安倍政府提出的“新三支箭”，意图在于维持经济刺激措施的同时调整人口和劳动结构，以从结构上解决老龄化问题对经济和财政的压迫。与“旧三支箭”相比，相同之处在于二者实质上都是在解决经济发展、社会稳定和债务可持续等目标之间的矛盾，不同之处在于“新三支箭”的措施立意更高、更似“釜底抽薪”，但相应地实施起来也更长久、困难，短期内难以扭转日本经济的疲软现状。要通过结构性调整来实现经济自我稳定增长，日本的政策制定者尚且任重而道远。

图表 45：各国 65 岁及以上人口占总人口比重



数据来源：wind 资讯

四、结论和展望

以美欧日为主的发达国家经济呈现复苏态势，但是复苏的基础尚且不够牢固。美国失业率已降至金融危机以来的最低水平，PMI 指数处于乐观水平，消费、投资需求持续上升，房地产建设活动逐渐回暖，但是各项增长的速度正在放缓；另一方面，美国进出口贸易额略有萎缩，消费者信心指数下降，同时居民资产配置趋于保守，显示出美国经济复苏过程存在不稳定因素。欧盟失业率逐步下降，但距离危机前水平尚有差距，制造业和服务业 PMI 指数表现乐观，消费需求和进出口贸易额保持上升态势，但是投资需求增长相对缓慢，尚未恢复至危机前水平，工业信心指数低迷与主权债务风险犹存等因素也增加了欧盟经济复苏的变数。日本就业形势好转但是为老龄化问题所制约，制造业和服务业 PMI 指数略高于临界水平，投资需求温和增长，但是与去年相比速度有所减弱；日本消费需求因上调消费税受到创伤后尚未走出阴影，拖累了经济增长；老龄化问题对日本经济产生了抑制，并且加剧了日本政府财政政策所受到的束缚以及主权债务积累所引起的风险。受全球大宗商品尤其是石油价格走低的影响，各国普遍存在通货紧缩的倾向，从而增加了经济复苏的变数。总的来看，美欧日等发达国家经济处在复苏的过程中，但是也存在不稳定性。美、欧复苏态势较好，而日本则相对疲软。

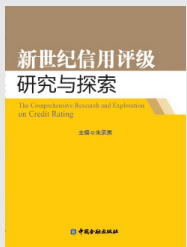
在总需求各项增长速度放缓、国内面临通缩压力的背景下，美联储将持续观测经济状况、尤其是 2% 通胀目标的实现情况以作为加息决定的参考。即便加息进程开始，美联储也将长期维持低利率。从产业和贸易结构上来看，本年 10 月的《跨太平洋伙伴关系协定》和《美国创新新战略》昭示着培育高新技术产业以及亚太地区贸易结构整合将是近年来美国产业结构和地区贸易政策的重点。欧洲的流动性投放已经收到了较好的效果，但是起步相对较晚，再加上对通缩的担忧，预计欧洲央行将在未来一段时间内维持量化宽松政策。面对尚未消除的主权债务

风险，欧盟成员国的财政政策近期将以紧缩为主。风险较高的希腊等国在就业和社会保障等方面的改革将继续进行，但是由于政治和居民生活等因素，其具体过程将面临反复与波折。在亚太地区关系愈发复杂微妙的背景下，欧洲国家与中国的贸易往来将会增加，为欧盟的经济增长提供新的动力。面对经济疲软与通缩压力共存的局面，日本将持续向市场注入流动性。由于老龄化问题和债务风险的压迫，日本政府在财政上将继续面临矛盾的选择。安倍首相最近提出的经济改革“三支箭”说明日本正试图调整人口结构以从根本上解决老龄化趋势带来的诸多经济问题，但是短期内难以扭转经济的疲态。

公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立于1992年7月，是一家专业从事债券评级、企业资信评估等信用服务业务的全国性信用评级机构，是我国信用评级行业第一家取得包括人民银行、证监会、发改委、保监会等全部评级资质的评级机构。

书籍系列



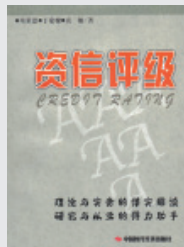
新世纪信用评级研究与探索



企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

期刊系列



新世纪评级（季刊）

新世纪评级（年刊）

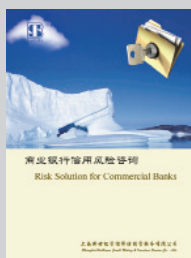
产品系列



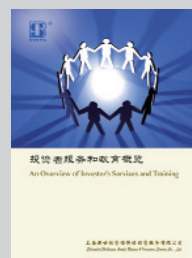
主体评级概览



债项评级概览



商业银行信用风险咨询

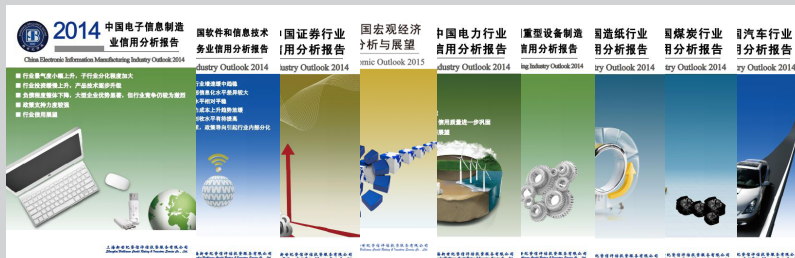


投资者服务和教育概览

研究系列



中国宏观经济分析与展望



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>