

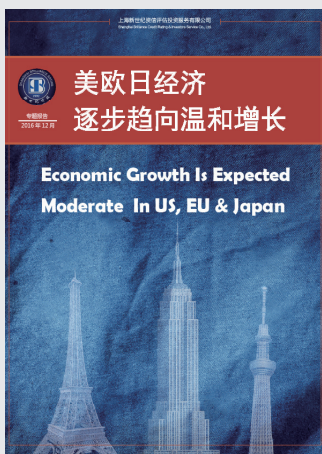


专题报告
2016年12月

美欧日经济 逐步趋向温和增长

Economic Growth Is Expected Moderate In US, EU & Japan





总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
分析师：齐 涵 黄 田

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。



微信扫一扫
关注“新世纪评级”

<http://www.shxsj.com>

更多内容请登录
新世纪评级官网

公司简介

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、资产证券化等结构化融资、境外企业在境内发行熊猫债的融资提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了中国大陆全部省市及香港地区和境外的部分国家和地区，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全面战略合作，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。

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

2016 年前三季度美国经济出现一定的波动性，但是仍然保持温和增长的态势，就业市场现筑底迹象。美国个人消费需求呈现稳步增长的态势，而投资需求则出现了一定的波动，对外贸易颓势有所改善。美国房地产市场出现理性增长的区间内。通胀水平有所升高，生产领域通缩态势继续收敛。虽然中长期通胀预期升温，但是在国内外经济环境仍然比较脆弱的背景下，美联储维持鸽派的加息进程或许是适宜的。欧盟经济维持温和增长的同时失业率进一步降低，消费支出回升有利于促进经济的复苏，投资仍然处于复苏的过程中，进出口的增长将推动欧盟经济增长。欧央行的量化宽松政策对经济和通胀的刺激作用正在显现，但是随着中长期通胀预期逐渐抬头，未来欧央行的货币宽松可能会受到制约。英国脱欧不利于英国与欧盟的社会经济发展与欧洲地区的融合，交流与合作仍然是欧盟的长期趋势。随着结构性矛盾的暂时缓释，日本经济已经进入低速增长的区间。日本消费需求仍然没有完全走出消费税上调的阴影，而需要进一步的复苏。投资处于低速增长的状态，对外贸易则趋冷。人口与劳动结构的恶化将使日本在相当长的时间中面临结构性问题，表现为经济增长、政府信用与社会保障之间的矛盾，从而推高日本国别风险。日本的结构性矛盾可以通过劳动与分配制度的改革来缓和，而根本解决途径在于生产领域的效率改进，但是需要很长的时间。

关键词：温和增长、货币宽松、结构改革

目录

一、美国经济在波动中温和增长	1
(一) 经济与就业势头减弱但仍温和	1
(二) 消费稳步增长, 投资出现波动	3
(三) 房地产市场理性增长	4
(四) 美联储加息偏鸽派为宜	6
(五) 美国总体经济形势与宏观政策取向	7
二、欧盟经济处在温和复苏通道中	8
(一) 经济与就业平稳增长	8
(二) 消费稳中有升投资仍待复苏	9
(三) 扩张的量化宽松利于防范通缩	11
(四) 欧盟融合的长期趋势不变	12
(五) 欧盟总体经济形势与政策取向	13
三、日本经济处在低速增长阶段	14
(一) 经济低增长失业率触底	14
(二) 消费尚待复苏投资低速增长	15
(三) 通缩加剧宽松加码	16
(四) 结构性问题推高日本国别风险	17
(五) 日本经济总体形势及政策取向	20
四、结论和展望	20

图表目录

图表 1: 美国 GDP 不变价	1
图表 2: 美国 GDP 同比与环比增速.....	1
图表 3: 美国新增非农就业人数.....	2
图表 4: 美国失业率	2
图表 5: 美国制造业 PMI	2
图表 6: 美国非制造业 PMI	2
图表 7: 美国个人消费支出	3
图表 8: 美国消费者信心和预期指数.....	3
图表 9: 美国私人投资与政府支出.....	4
图表 10: 美国库存销售比	4
图表 11: 美国进口与出口同比增速.....	4
图表 12: 美国 PMI 出口订单量	4
图表 13: 美国新住房销售与开工	5
图表 14: 美国已开工新建私人住宅.....	5
图表 15: 美国住房贷款总额与数量.....	5
图表 16: 美国住房贷款构成	5
图表 17: 美国基准利率	6
图表 18: 美国国债收益率	6
图表 19: 美国 CPI 同比增速	6
图表 20: 美国 PPI 同比增速.....	6
图表 21: 部分发达经济体货币对美元汇率.....	7
图表 22: 部分新兴市场货币对美元汇率.....	7
图表 23: 欧盟 GDP 同比增速.....	8
图表 24: 欧盟失业率	8
图表 25: 欧元区制造业 PMI	9
图表 26: 欧元区服务业 PMI	9
图表 27: 欧盟最终消费支出	9
图表 28: 欧盟居民和政府消费支出增速.....	9
图表 29: 欧盟投资需求	10
图表 30: 欧盟进出口贸易	10
图表 31: 欧盟五国政府债务占 GDP 比重.....	10
图表 32: 欧盟五国财政平衡占 GDP 比重.....	10
图表 33: 欧元区基准利率	11
图表 34: 欧央行 QE 政策	11
图表 35: 欧元区 CPI	12
图表 36: 欧盟 28 国 PPI.....	12
图表 37: 英国对外进出口构成	12
图表 38: 日本 GDP 总值与增速.....	14
图表 39: 日本失业率	14
图表 40: 日本制造业 PMI	15
图表 41: 日本服务业 PMI	15
图表 42: 日本私人消费	16

图表 43: 日本固定资本形成总额	16
图表 44: 日本商品和服务出口	16
图表 45: 日本商品和服务进口	16
图表 46: 日本 CPI	17
图表 47: 日本 PPI	17
图表 48: 日本央行基准利率	17
图表 49: 日本央行量化宽松政策	17
图表 50: 日本老龄人口占比	18
图表 51: 日本劳动抚养比	18
图表 52: 日本社会保障费占财政支出比重	18
图表 53: 日本财政收入对债务依存度	18
图表 54: 债务清偿占财政支出比重	19
图表 55: 2015 年一般政府债务占 GDP 比重	19
图表 56: 消费税对日本 GDP 增长的影响	20

美欧日经济逐步趋向温和增长

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
研发部 齐涵 黄田
(2016年12月)

美欧日等发达经济体总体上保持温和增长的态势,同时存在一定的不确定性。美国经济在经过较强劲复苏后,呈现出一定的波动性,但温和增长的趋势不变。欧盟经济在扩张性货币政策的刺激下,维持复苏的状态,但英国公投脱欧增加其不确定性。日本经济进入低速增长的通道,但结构性矛盾推高其长期国别风险。

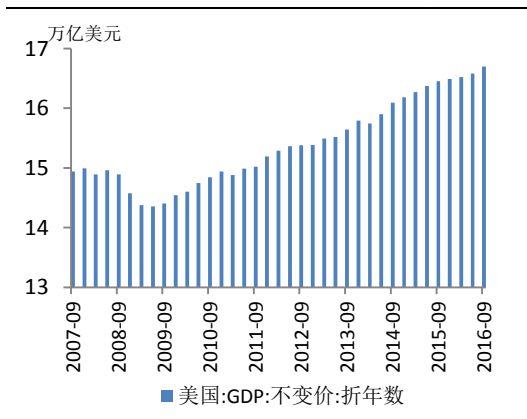
一、美国在波动中温和增长

经过较强劲的复苏之后,2016年前三季度美国经济增长速呈现出一定的波动性,但仍然保持温和增长,失业率现筑底态势。消费稳步增长,投资出现波动,外贸颓势改善。房地产市场理性增长。在国内外经济环境不确定性增强的条件下,美联储加息偏鸽派为宜。

(一) 经济与就业势头减弱但仍温和

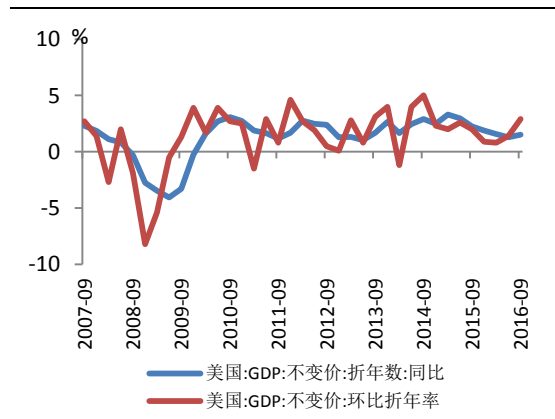
2016年前三季度,美国GDP不变价折年数分别为16.53万亿美元、16.58万亿美元和16.7万亿美元,总体上保持了温和上升的态势(如图表1)。从增长率来看,前三季度美国GDP同比增速分别为1.57%、1.28%和1.50%,环比折年增速分别为0.8%、1.4%和2.90%(如图表2)。而2015年前三季度其同比增速分别为3.31%、2.98%和2.24%,环比折年增速分别为2%、2.6%和2%。不论从同比还是环比来看,2016年前三季度美国GDP增速总体上均较去年同期有所下降,显示出美国经济在经历了2014年和2015年的较强劲复苏之后,开始呈现出一定的波动性。

图表 1: 美国 GDP 不变价



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

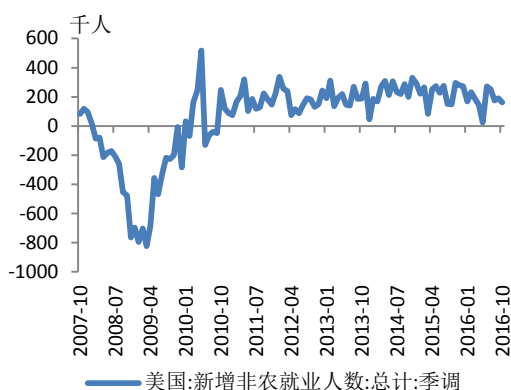
图表 2: 美国 GDP 同比与环比增速



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

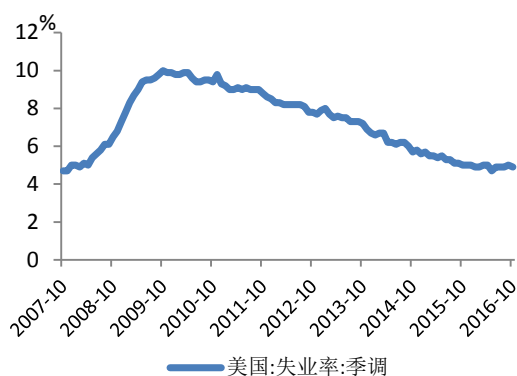
2016年1-10月，美国月度新增非农就业人数总体上在20万人附近波动，并且绝大多数月份处在15万人-25万人的区间内，其中最高值为6月27.1万人，最低值为5月2.4万人（如图表3）。2015年同期内，该指标在大多数月份都处于20万人以上，可以看出本年就业市场复苏势头稍弱于去年。近年来，美国失业率总体下降，2016年1-10月总体上处于5%以下，但是在5月份触及4.7%的低点之后，出现小幅度的反弹，10月份为4.9%（如图表4）。与经济总量相似，在多年的复苏之后，美国就业市场呈现筑底的迹象，并且出现一定的波动。

图表 3：美国新增非农就业人数



资料来源：Wind，新世纪评级整理

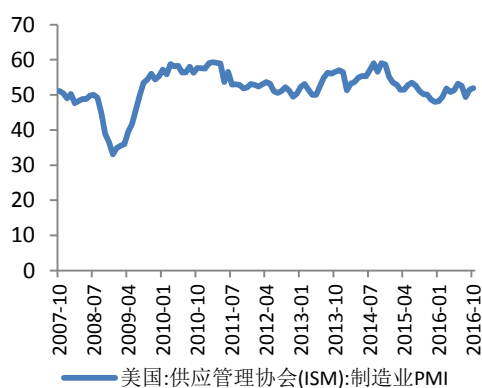
图表 4：美国失业率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

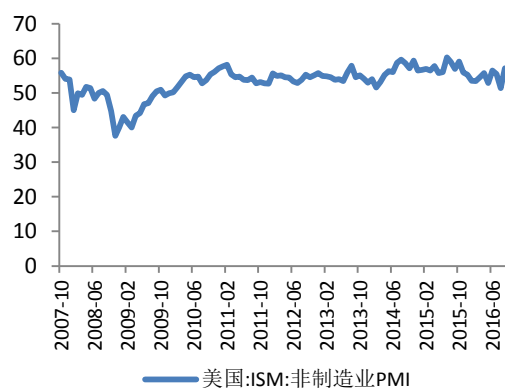
美国供应管理协会（ISM）公布的数据显示，2016年1-10月美国制造业和非制造业采购经理人指数（PMI）总体保持在枯荣线以上。非制造业PMI表现仍然乐观，所有月份均在52以上，9月份更高至57.1，显示出较强的增长预期。制造业PMI总体上也在枯荣线之上，但是乐观程度稍逊于非制造业。与2015年相比，本年制造业与非制造业PMI均总体下降。2015年1-10月制造业PMI全部处在50以上，本年则有部分月份低于该水平；2015年1-10月美国非制造业PMI全部在55以上，本年则总体处在55之下。总体来看2016年1-10月美国制造业PMI与非制造业PMI表现均仍然乐观，但是程度略逊于去年。

图表 5：美国制造业 PMI



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 6：美国非制造业 PMI



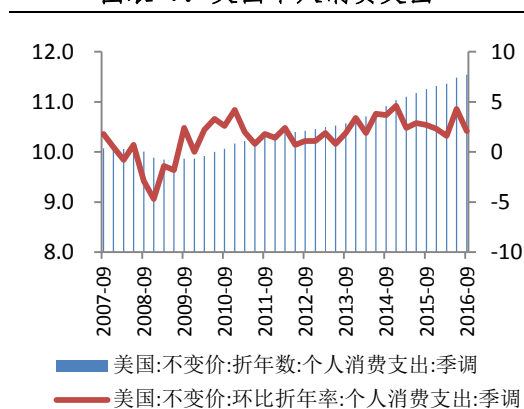
资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）消费稳步增长，投资出现波动

2016 年前三季度美国不变价个人消费支出折年数分别为 11.37 万亿美元、11.48 万亿美元和 11.54 万亿美元，保持了温和的增长态势。从增长速度来看，2016 年前三季度个人消费支出环比折年增速分别为 1.60%、4.30%和 2.10%，去年同期则分别增长 2.90%、2.70%和 2.30%（如图表 7），本年美国个人消费支出总量保持了较稳定的增长态势。

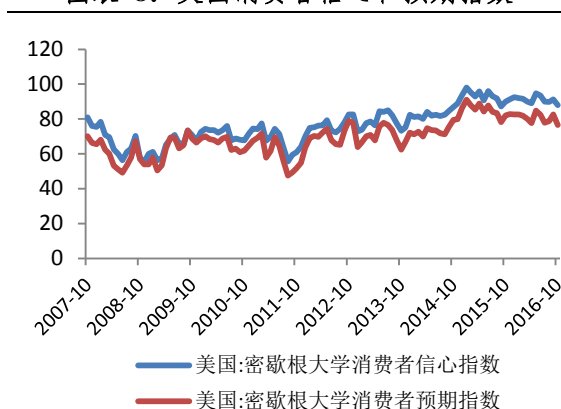
2016 年 1-10 月美国密歇根大学消费者信心指数大致在 90 附近波动，比 2015 年同期 95 的平均水平有小幅下降，但是仍远高于次贷危机至 2014 年的同期总体水平，可见消费者信心仍然温和。消费者预期指数表现出相似的态势，本年 1-10 月处在 80 附近的水平，略低于去年的 85 平均水平，但仍高于 2014 年及其前几年（如图表 8）。总结来说，美国个人消费支出增速、消费者信心指数和消费者预期指数都保持增长的态势，但势头弱于去年。

图表 7：美国个人消费支出



资料来源：Wind，新世纪评级整理

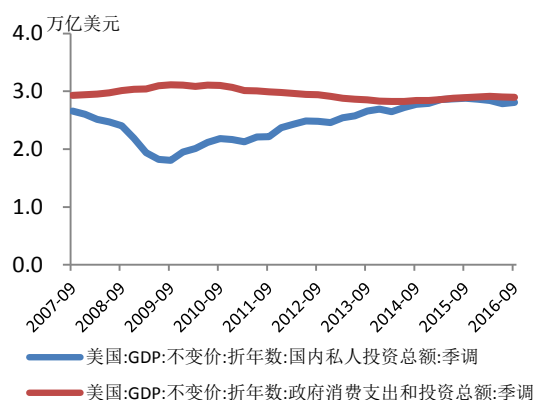
图表 8：美国消费者信心和预期指数



资料来源：Wind，新世纪评级整理

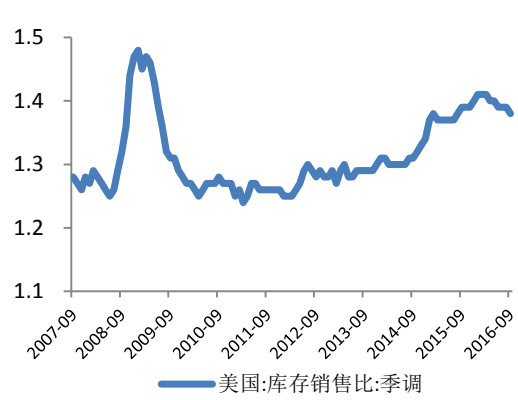
2016 年前三季度美国国内私人投资总额分别为 2.84 万亿美元、2.78 万亿美元和 2.81 万亿美元，环比呈现出轻微下降的态势，与去年同期相比则出现回落，可见美国国内私人投资需求的增长态势有所减弱，这是美国经济本年出现波动的主要原因。私人投资增长态势的减弱主要源于美国货币政策的常态化以及企业库存的积累。2012-2015 年美国库存销售比持续上升，在 2015 年底达到 1.4，仅略低于次贷危机时 1.45 的水平，因此企业的库存压力有所增加，使其投资意愿降低。但是 2016 年 3 月以来，库存销售比由 1.41 降至 1.38，说明近期企业库存压力有所缓和。2016 年前三季度美国政府消费与投资支出分别为 2.91 万亿美元、2.9 万亿美元和 2.9 万亿美元，大体上与 2015 年下半年持平，显示出些微的增长乏力。作为政府负债率较高的国家之一，美国难以持续利用扩张性的财政政策刺激经济增长。

图表 9: 美国私人投资与政府支出



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 10: 美国库存销售比

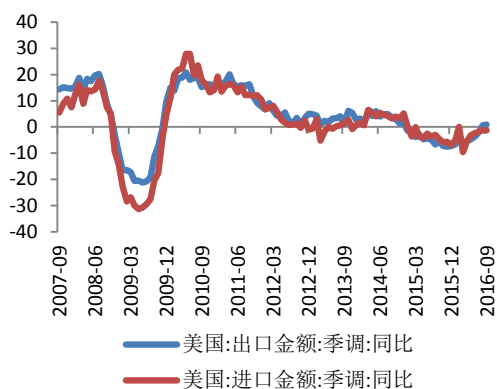


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

2016 年前三季度美国进出口金额同比跌幅持续收窄。出口金额同比增速由 1 月份-6.72% 升至 9 月份 0.88%，进口金额同比增速由 1 月份-5.1% 升至 9 月份-1.31%（如图表 11）。美国对外贸易的颓势有很大改善。

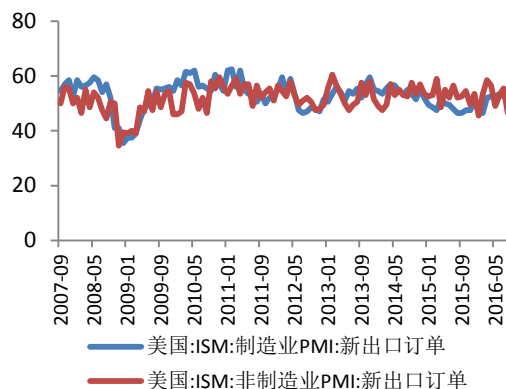
2016 年美国制造业和非制造业 PMI 出口订单量表现良好，制造业出口订单在去年总体处于枯荣线以下，本年 3 月份以来则始终处在 52 之上，说明外部需求升温带动制造业企业预期好转。非制造业出口订单表现与上年相似，总体在枯荣线以上（如图表 12）。总的来看美国贸易环境有所好转，尤其是出口需求的复苏有利于拉动经济增长。

图表 11: 美国进口与出口同比增速



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 12: 美国 PMI 出口订单量



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

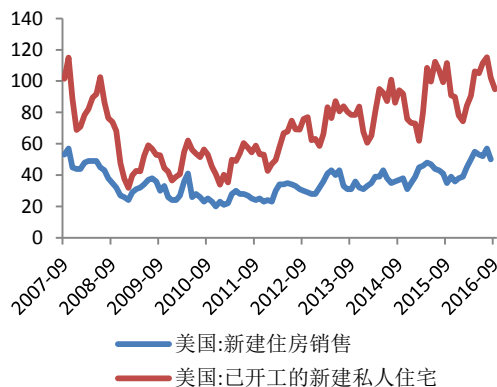
（三）房地产市场理性增长

2016 年 1-10 月美国新建住房销售量总体上位于 5 万套/月的水平之上，其中 7 月份销售量高至 5.7 万套，并且总体上呈现增长的态势。去年同期内美国新建住房销售量全部处在 5 万套/月之下，并且大多数月份在 4.5 万套/月之下，可见本年美国新建住房需求持续回暖。2016 年 1-10 月美国已开工新建私人住宅总体上位于 10 万套/月以上，延续了 2015 年的复苏态势。总体上，美国房地产供需

温和增长，并且总体平衡。

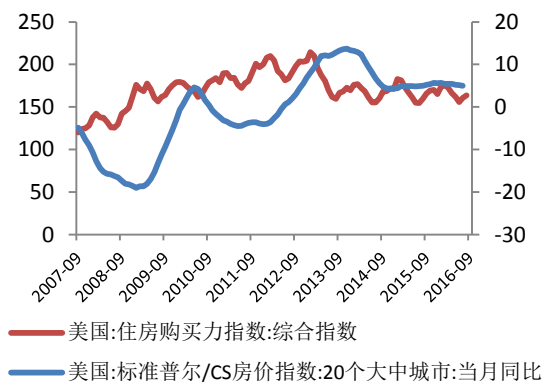
2016年1-10月美国20个大中城市房价呈现增速放缓的态势。其同比增速在本年初达到近两年最高值5.63%后逐渐下降。自2014年中期以来，该指标总体上围绕5%的水平波动，表现出较为稳定的态势，说明美国房地产市场尚没有出现较大的涨价压力。与此呼应，2016年1-10月美国住房购买力指数大体上与上年持平，并且远高于次贷危机前的水平，可见美国住房购买力仍然处在合理的区间。

图表 13: 美国新住房销售与开工



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

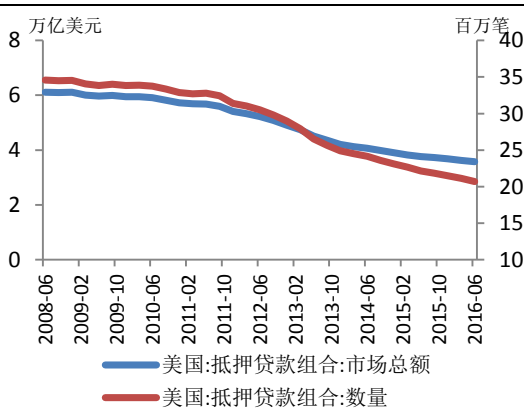
图表 14: 美国已开工新建私人住宅



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

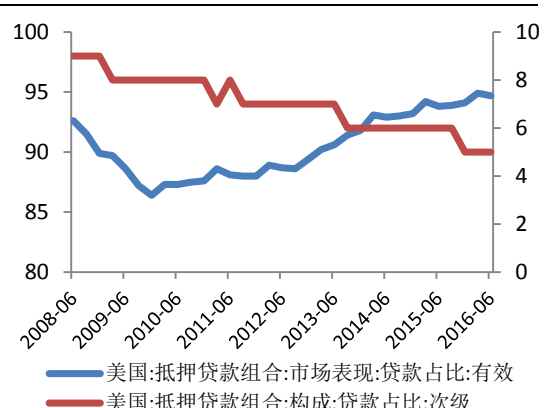
2016年前两季度美国住房抵押贷款市场总额分别为3.63万亿美元和3.57万亿美元，抵押贷款数量分别为2112万套和2071万套。不论从总额还是数量来看，美国住房贷款都没有出现次贷危机前的膨胀状况，住房市场杠杆率仍然较低。从市场表现来看，有效贷款占比在危机时期触及86.4%的低值后持续上升，2016年已接近95%，说明违约占比较低；从贷款风险来看，次级贷款占比自危机后从9%降至5%，说明高风险贷款行为有很大收敛。总结来说，从供求关系、市场价格和杠杆水平等方面来看，美国房地产市场本年保持理性增长的态势。

图表 15: 美国住房贷款总额与数量



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 16: 美国住房贷款构成

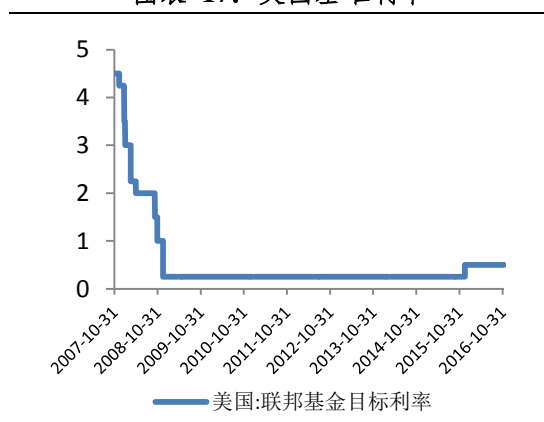


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

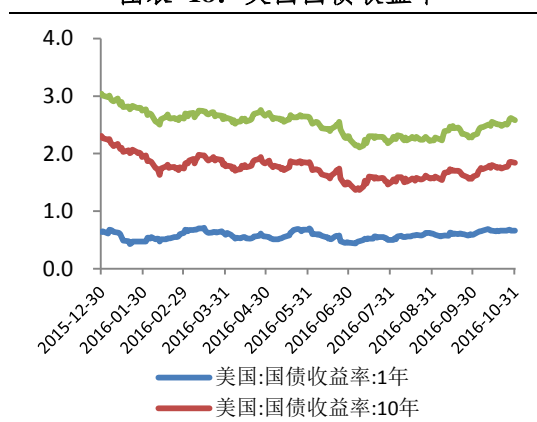
（四）美联储加息偏鸽派为宜

美联储自 2015 年 12 月将基准利率上调至 0.5% 以后，2016 年前三季度一直维持在该水平。加息之后约半年内，美国国债收益率尤其是长期收益率呈现出总体下降的态势，其中 5 年期国债收益率由 2015 年底 2.27% 降至本年 6 月末 1.37%，10 年期国债收益率则由 3.04% 降至本年 6 月末 2.3%，与此相比，同期内 1 年期国债收益率则变动不大。因此今年上半年美国国债利率期限结构呈现偏平化的状态，可能与长期通胀预期降低有关。从 2016 年 7 月起国债利率总体升高，1 年期收益率由 0.45% 升至 0.66%，10 年期收益率由 1.49% 升至 1.85%，30 年期收益率 2.14% 升至 2.53%，总体来看 2016 年以来国债收益率呈现先降后升的态势。

图表 17：美国基准利率

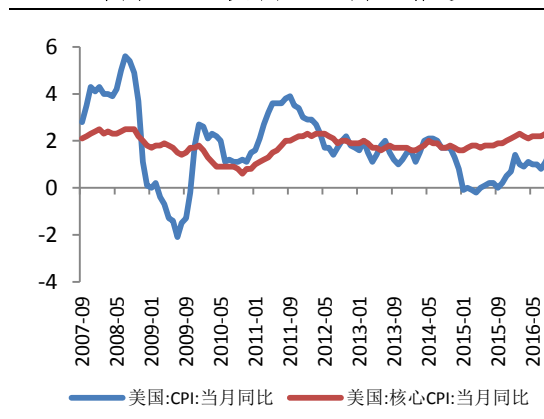


图表 18：美国国债收益率

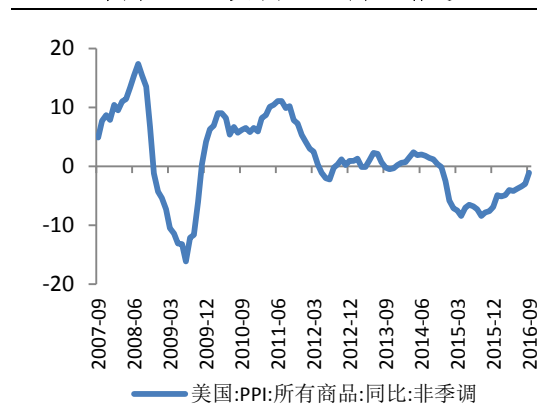


2016 年美国消费者价格指数（CPI）涨幅比 2015 年有所扩大。1-10 月 CPI 当月同比增幅总体保持在 1% 之上，去年则仅略高于 0。核心 CPI 在 2015 年尚低于 2% 的货币政策目标，本年则一直处在 2% 以上。1-10 月生产者价格指数（PPI）同比增速由 1 月 -4.9% 升至 9 月 -1.1%，降幅持续收窄。两个物价指数均显示美国通胀程度有所提高，生产领域通缩态势继续收敛。

图表 19：美国 CPI 同比增速



图表 20：美国 PPI 同比增速



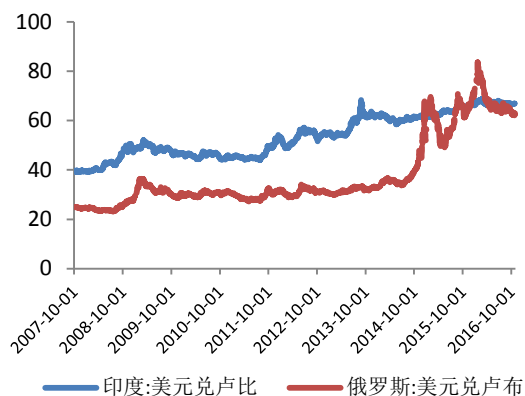
美国经济的复苏和加息进程的开启曾推动美元对多国货币升值。2013-2015 三年中，欧元、日元等发达经济体货币和印度卢比、俄罗斯卢布等新兴市场货币对美元表现不同程度的弱势。由于贬值预期的提前释放、美国经济和就业的波动以及本国经济状况好转等原因，上述货币在 2016 年前三季度对美元没有表现出较强的跌势，其中欧元与印度卢比对美元波动幅度不大，而日元和俄罗斯卢布则对美元总体上涨。随着美国加息预期抬头，在近期这些货币对美元又略微显弱，但是由于预期的预支和本国基本面的好转，其对美元再度出现大幅贬值的可能性并不高。

图表 21：部分发达经济体货币对美元汇率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 22：部分新兴市场货币对美元汇率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

由于美国经济和就业数据表现尚可、通胀水平继续上升、核心 CPI 持续高于政策目标，美联储在本年底加息的可能性较大。但是在外部经济环境不确定性仍然较大、一些国家面临资本流出压力的背景下，将加息进程缓慢地推进或许是适宜的。

（五）美国总体经济形势与宏观政策取向

2016 年前三季度美国经济出现一定的波动性，增长势头不及去年同期，但是仍然保持温和增长的态势。美国就业市场出现了筑底的迹象。制造业与非制造业 PMI 维持在乐观水平。美国个人消费需求呈现稳步增长的态势，而投资需求则出现了一定的波动，对外贸易颓势有所改善。美国新开工私人住房与新住房销售量都呈现温和增长的态势，并且房价指数和购买力指数均没有出现大幅变动，住房抵押贷款市场总额没有出现过度膨胀的倾向，并且贷款结构风险较低，因此美国房地产市场出现理性增长的区间内。

2016 年 1-10 月美国 CPI 与 PPI 同比增速均有所上升，说明美国通胀水平有所升高，生产领域通缩态势继续收敛。美联储加息预期的再度升温推动美元指数上升，但是主要发达经济体货币和新兴市场经济体货币对美元大幅走弱的可能性不高。虽然中长期通胀预期升温，但是在国内外经济环境仍然比较脆弱的背景下，

美联储维持鸽派的加息进程是适宜的。就算货币策略滞后于通胀变化，在技术上或许有偏差，但在战略上是比较稳妥的。

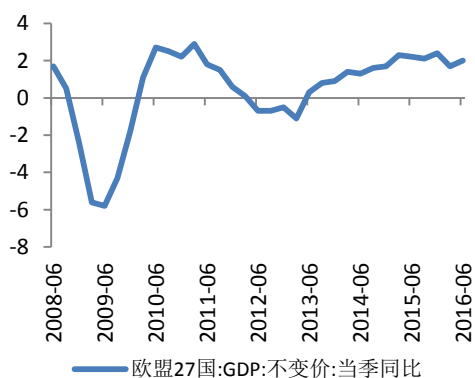
二、欧盟经济处在温和复苏通道中

欧盟经济处在温和复苏的通道中，失业率继续降低并且仍有空间，制造业与服务业 PMI 表现乐观，消费稳步增长投资则仍有进一步复苏的空间，对外贸易增长。成员国主权债务风险进一步下降。在量化宽松的刺激下，欧盟生产与消费领域通胀水平正在提高，从而增强了中长期通胀预期。英国脱欧不利于英国与欧盟的社会经济发展，增加其短期风险，但交流与融合仍是欧盟的长期趋势。

（一）经济与就业进一步恢复

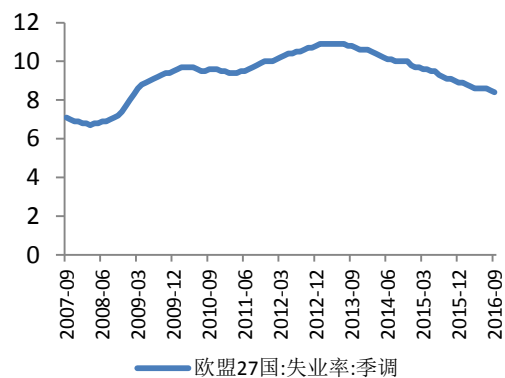
2016 年前两季度欧盟 27 国 GDP 分别为 3.34 万亿美元和 3.43 万亿美元，当季同比增速分别为 1.7% 和 2.0%，总体保持温和上升的态势（如图表 23），从增长率来看，前两季度欧盟 27 国 GDP 同比增速分别为 -3.9% 和 2.7%，从同比来看，欧盟经济增速不高但比较平稳，2016 年以来 GDP 保持了 1.5% 以上的增长水平，2016 年二季度达到 2.0%；从环比来看也维持了去年的温和增长的趋势。与经济的复苏态势相同，2016 年上半年欧盟各国失业人数和失业率持续下降，但是降幅有所减缓。2016 年 9 月失业率降至 8.4%，但距离危机前 6.7% 的最低值尚有差距，仍有进一步下降的空间。因此欧盟经济与就业保持着温和复苏的态势。

图表 23：欧盟 GDP 同比增速



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 24：欧盟失业率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

2016 年 1-10 月欧元区制造业和服务业的采购经理指数 (PMI) 均维持在 50 以上，与去年全年相比持稳，但有小幅回落，显示出生产者对经济运行预期在复苏之后略有减弱。从两大行业的关系来看，服务业 PMI 表现持续高于制造业 PMI，所有月份均在 52 之上，1 月份最高值 53.6，下半年保持温和平稳的态势；制造业 PMI 总体也都在 51 以上，但是乐观程度稍逊于服务业，体现出服务业的发展

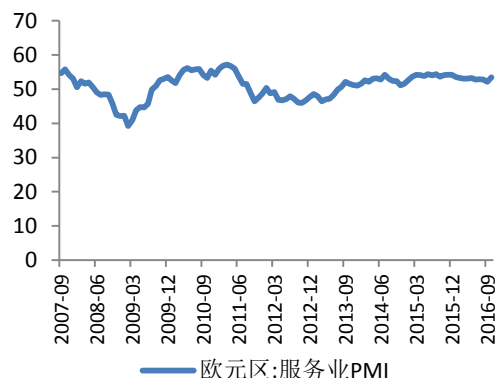
态势比制造业略好。总的来看，PMI 数据显示欧盟制造业与服务业近期仍然保持乐观前景。

图表 25: 欧元区制造业 PMI



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 26: 欧元区服务业 PMI

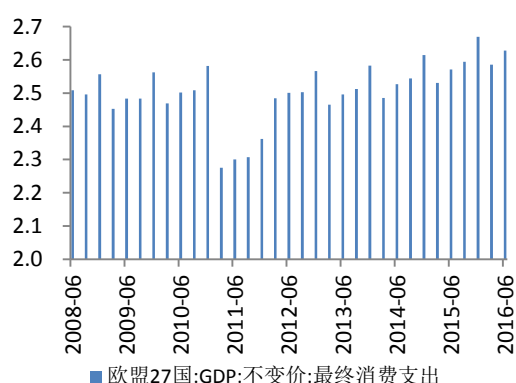


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(二) 消费稳中有升投资仍待复苏

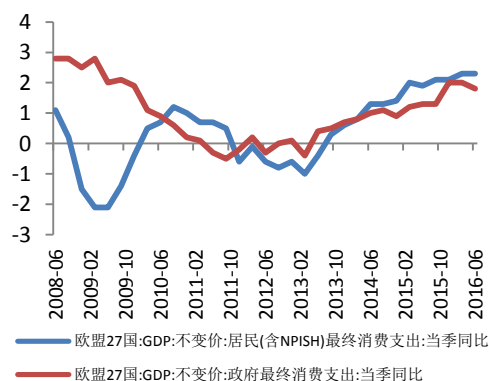
欧盟各国的居民最终消费支出与总产出一样呈现出稳步上升的态势，2016 年前两季度欧盟不变价最终消费支出折年数分别为 2.59 万亿欧元和 2.63 万亿欧元，保持温和增长趋势。从增长速度来看，2016 年前两季度居民最终消费支出同比分别增长 2.3% 和 2.3%，去年同期则分别增长 2.0% 和 1.9%，政府最终消费支出同比分别增长 2.0% 和 1.8%，去年同期则分别增长 1.2% 和 1.3%，因此从同比增速来看，欧盟本年的居民最终消费支出和政府最终消费支出均保持了温和的增长趋势，增速与去年相比总体上有所提升。总体来看，欧盟居民最终消费支出、政府最终消费支出都保持良好的增长势头，且均强于去年，欧盟经济的消费需求增长态势保持稳中有升的节奏。

图表 27: 欧盟最终消费支出



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 28: 欧盟居民和政府消费支出增速



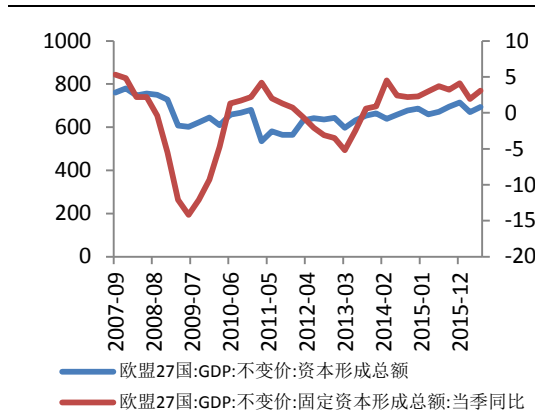
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

2016 上半年欧盟国家固定资产投资总量仍然低于危机前水平，尚未完全从危机的阴影中走出。在 2010 年间略有恢复之后，投资需求在 2011-2013 年间持

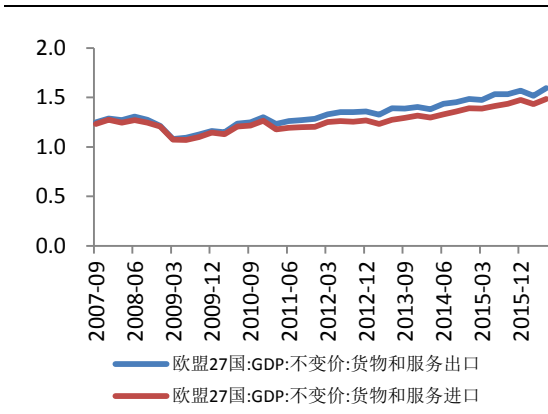
续萎缩，2014 年也增长乏力。在量化宽松政策的强力刺激下，2015 年上半年固定资本形成额有所恢复，同比增长维持在 2% 以上，但进入 2016 年后第一季度出现了明显的萎缩，同比增速一度下降到 1.9%，随后有所回缓，显示了欧盟的投资仍处于复苏阶段。

2016 年上半年欧盟国家进出口双双增长，前三季度货物和服务出口价值分别为 1.52 万亿欧元和 1.59 万亿欧元，货物和服务进口价值分别为 1.43 万亿欧元和 1.48 万亿欧元。出口和进口价值均保持稳步增长的态势，显示出欧盟贸易环境良好。当前英、德等主要国家正与中国展开更多的贸易活动，出口需求的复苏有利于拉动经济增长。在美国持续推进“亚太再平衡”战略的背景下，预计中欧双方将寻求更多的合作共赢机会。

图表 29：欧盟投资需求

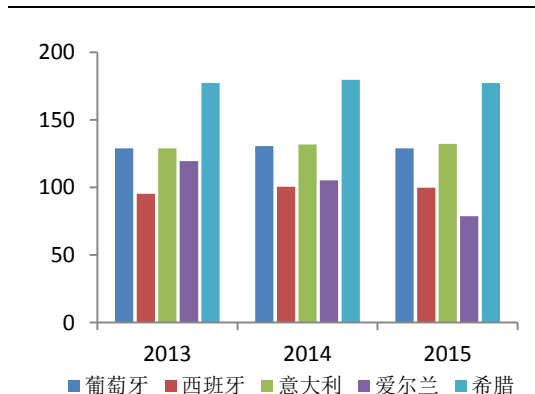


图表 30：欧盟进出口贸易

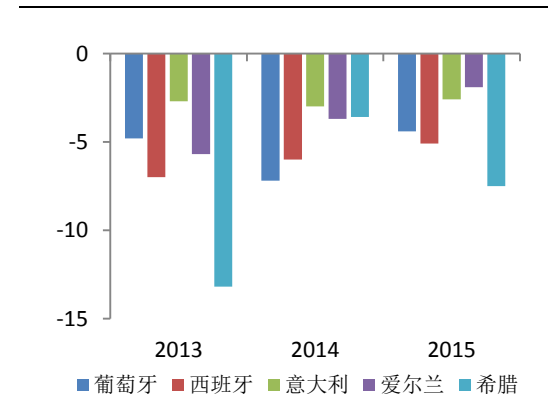


曾面临较高政府信用风险的葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊、西班牙等五个国家近年信用风险增势有所缓和。从一般政府债务占 GDP 比重来看，2014 年至 2015 年葡萄牙由 130% 降至 129%，西班牙由 100.4% 降至 99.8%，爱尔兰由 105.2% 降至 78.6%，希腊由 179.7% 降至 177.4%，意大利则由 131.9% 微升至 132.3%。

图表 31：欧盟五国政府债务占 GDP 比重



图表 32：欧盟五国财政平衡占 GDP 比重



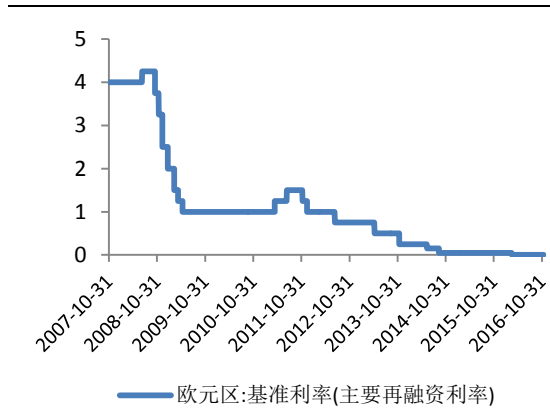
财政赤字的减少可以暂时缓解政府债务风险，但是要实质地扭转债务恶性循

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、所见财政支出尤其是福利支出, 否则无法真正消除危机。

(三) 量化宽松短期维持

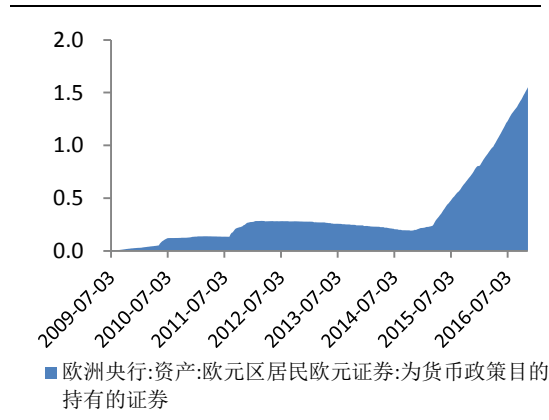
在欧元区仍然面临通缩压力以及投资需求仍然处在复苏阶段的背景下, 2016 年前三季度欧央行扩大了宽松性货币政策的力度。3 月 10 日将主要再融资操作利率、边际贷款便利利率和存款便利利率分别下调 5 个、5 个和 10 个基点至 0%、0.25% 和 -0.40%, 自 4 月份起扩大月度资产购买规模至 800 亿欧元, 同时将资产购买范围扩大至欧元区非银行公司发行的欧元计价的投资级债券, 并自 6 月 22 日起实施新一轮四年期定向长期再融资操作。由于公投脱欧导致经济风险增加, 英格兰银行在 8 月份宣布一揽子刺激计划: 下调基准利率 25 个基点至 0.25%, 并扩大资产购买计划, 在未来 6 个月内增加购买 600 亿英镑国债。在通缩压力仍然存在、经济复苏仍需时间并且英国脱欧增大不确定性的背景下, 欧央行和英格兰银行等近期将维持宽松的货币环境。

图表 33: 欧元区基准利率



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

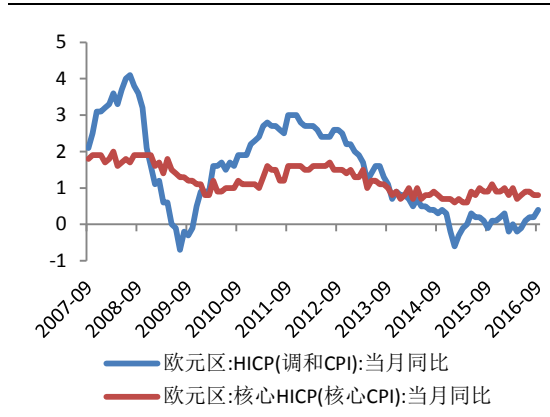
图表 34: 欧央行 QE 政策



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

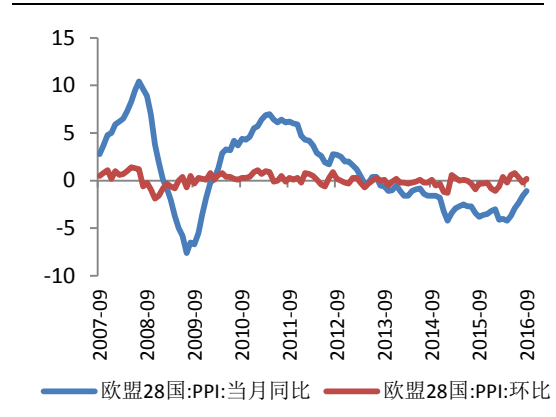
2016 年欧元区消费者价格指数 (CPI) 涨幅与 2015 年相比稳中稍有上升。1-10 月的 CPI 当月同比增幅保持在 0.1 左右, 与去年同期相比稍有上升。核心 CPI 当月同比稳定在 0.8 左右, 而去年同期则有小幅波动, 均值 0.81 略小于今年的 0.86。2016 年 1-10 月的生产者价格指数 (PPI) 同比增速由 1 月的 -3.00% 上升至 9 月的 -1.6%, 降幅持续收窄。两个物价指数均显示欧盟的通货膨胀程度有所提高, 通缩风险降低。

图表 35: 欧元区 CPI



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 36: 欧盟 28 国 PPI



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(四) 欧盟融合的长期趋势不变

2016 年欧盟的部分成员国表现出不同程度的离心力。6 月 24 日, 英国举行全民公投, 并以 51.9% 的脱欧比例对 48.1% 的留欧比例决定退出欧盟, 一度引发全球金融市场震动。在意大利等其他欧盟成员国, “脱欧”的声音也在增加。

对于英国和欧盟, 尤其是英国本身来说, “脱欧”在长远中是弊大于利的。从贸易方面来看, 欧盟是英国最大的贸易伙伴, 2015 年英国 47% 的商品出口和 39.4% 的服务出口都依赖欧盟, 商品和服务总出口则有 43.7% 流向欧盟; 2015 年英国 54.3% 的商品进口和 49.6% 的服务进口来自欧盟, 商品和服务总进口则有 53.1% 来自欧盟。可见与欧盟的贸易往来在英国经济中占重要的地位。如果放弃欧盟成员国身份, 欧盟内部零关税政策以及商品、资本的自由流动也都对英国关上了大门, 无疑会对英欧之间的贸易和英国经济的发展造成影响。英国当前仍作为欧盟一员存在于 WTO, 在脱欧之后则需要重新与贸易伙伴进行关税等方面进行谈判。根据世贸组织的估计, 英国脱离欧盟后至少需要五、六年时间来谈判以重新确定贸易协议, 而在谈判期间, 英国与 WTO 成员进行贸易时, 将要承受平均 5.3% 的关税, 某些商品如汽车、服装和酒精饮料等的关税水平则可能比平均水平高出一倍多, 这将极大影响英国的对外贸易。

图表 37: 英国对外进出口构成

英国对欧盟进出口	2000 年	2005 年	2010 年	2015 年
商品出口 (百万英镑)	113,108	123,069	145,173	134,332
占出口百分比 (%)	60.10	58.00	53.70	47.00
服务出口 (百万英镑)	33,452	54,497	70,991	89,015
占出口百分比 (%)	40.90	42.20	40.80	39.40
商品进口 (百万英镑)	118,548	161,921	189,072	223,009
占进口百分比 (%)	53.50	57.40%	51.40	54.30

服务进口（百万英镑）	37,613	52,895	58,074	68,099
占进口百分比（%）	55.00	55.40	48.50	49.60

数据来源：英国统计局，新世纪评级整理

英国“脱欧”的重要原因是财政负担和移民问题。但是脱离欧盟不一定能够实质性地解决上述问题。英国近年来面临着人口老龄化趋势加重的问题，2008年以来，英国65岁以上人口占比从大约16%稳步升至大约18%，已经接近英国总人口的五分之一。应当注意的是，来自欧盟其他成员国的移民平均年龄为30多岁，有利于扩充英国的低龄与中龄人口，改善其人口结构。如果对这些人口流入进行限制，英国的人口老龄化问题长远上有可能会加重。如果人口老龄化趋势加重，那么英国的社会福利支出在长期中可能会面临更大的压力。伦敦大学移民研究中心的报告显示，在2001年至2011年的十年间，在欧洲移民对英国的财政贡献高达200亿英镑，其中欧盟15国移民的财政贡献比其获得的福利多出64%，中欧和东欧移民的财政贡献则比其获得的福利多出12%。如果对欧盟移民进行过多限制，那么财政收入的潜在损失有可能多于福利支出的节余。

2016年12月4日意大利公投否定宪法改革，总理伦齐承诺辞职，而民粹主义政党“五星运动”党上台的可能性增加。当前意大利面临一定的风险，国债占GDP比重超过130%，银行业风险提高，并且面临移民、难民涌入的问题。“五星运动”党作为主张脱欧的政党，在当前的条件下可能获得一部分对意大利现状不满的群众支持，并且如果上台，有可能推动意大利退出欧盟甚至欧元区，因此2017年欧盟和欧元区仍然面临不确定性。

英国“脱欧”公投与意大利民粹主义的抬头实质是经济全球化、区域化副作用的体现。区域化所带来的区域内人口流动及政策协调，在一定的条件下会激化区域内经济体之间的矛盾而增加其间斥力。英国出于移民问题与财政负担等原因而退出欧盟一体化的进程，但是加深与欧盟的隔离长期可能不利于英国人口结构的改善，并可能增加其福利支出。意大利等其他欧盟国家的部分民众也表现出“脱欧”的情绪，但真正兑现的可能性仍需要观察。欧元作为欧洲融合的经济基础，一旦受到实质性影响，将引起极大的震动与倒退。欧盟近年出现的离心力只是区域化进程中的短暂波折与回旋，其合作与交融的长期趋势不会改变。

（五）欧盟总体经济形势与政策取向

欧盟经济维持温和增长的同时失业率进一步降低、制造业和服务业PMI表现乐观、消费支出回升有利于促进经济的复苏、投资仍然处于复苏的过程中、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，成员国的主权债务风险有所缓和。不过，欧央行的量化宽松政策对经济和通胀的刺激作用正在显现，但是随着消费与生产领域通胀水平双双上升、中长期通胀预期逐渐抬头，未来1-2

年中欧央行的货币宽松可能会受到制约。英国脱欧不利于英国与欧盟的社会经济发展与欧洲地区的融合，但是对欧盟的影响比对英国小一些，交流与合作仍然是欧盟的长期趋势。欧盟在短期中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。

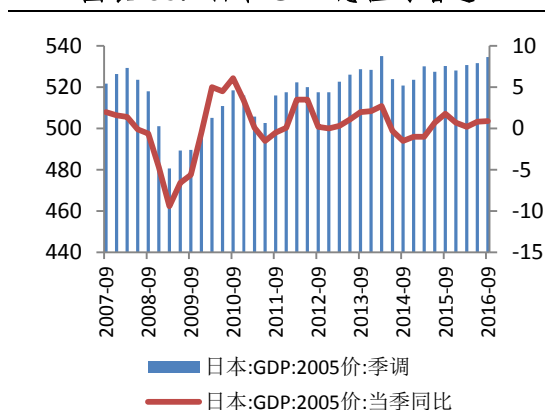
三、日本经济处在低速增长阶段

日本经济正在走出消费税上调的阴影，而逐渐进入低速增长的阶段。失业率已经处于较低水平。制造业与服务业 PMI 表现尚可。消费仍待进一步的复苏，投资处于低速增长的状态，对外贸易则趋冷。在通货紧缩程度加剧的状况下，日本央行进一步扩大了量化宽松的政策。人口与劳动结构的恶化将使日本在相当长的时间中面临结构性问题，表现为经济增长、政府信用与社会保障之间的矛盾，从而推高日本国别风险。其根本解决途径在于生产领域的效率改进，但是需要很长的时间。

（一）经济低增长失业率触底

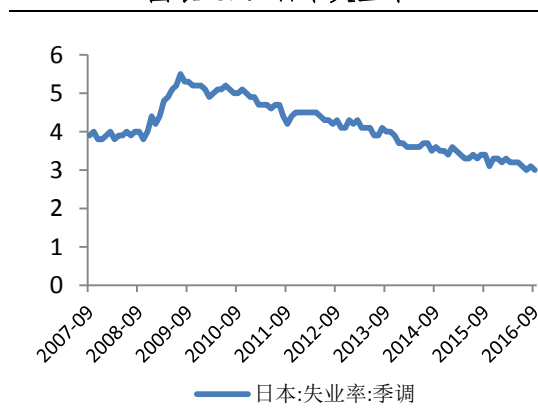
日本经济在次贷危机后经历了多年的波动性低速增长，目前已经超过危机前水平。在加码宽松的刺激下，日本 GDP 本年呈现出低速增长的复苏态势。2016 年前三季度日本 GDP 不变价总量分别为 530.79 万亿日元、531.70 万亿日元和 534.60 万亿日元。从同比来看，前三季度日本 GDP 当季同比增速分别为 0.2%、0.8%和 0.9%，呈现出低速复苏态势。2016 年前三季度日本季调后失业率维持下降的态势，1 月份为 3.2%，至 9 月份已逐渐降至 3.0%。第三季度日本失业率出现了筑底的倾向。总的来看日本经济和就业呈现低速复苏的态势。

图表 38：日本 GDP 总值与增速



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 39：日本失业率

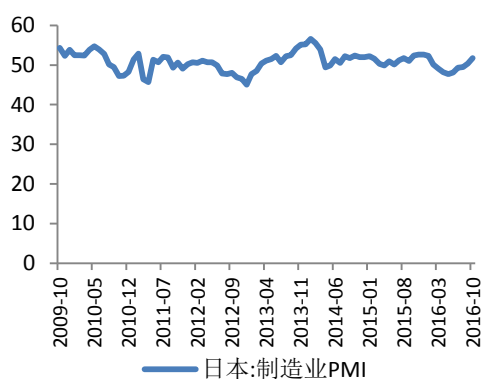


资料来源：Wind，新世纪评级整理

2016 年前三季度日本制造业和服务业 PMI 指标在经历 2015 年的短期好转之后出现了下降的趋势，形势不容乐观。制造业 PMI 从 1 月份的最高 52.3 一度下

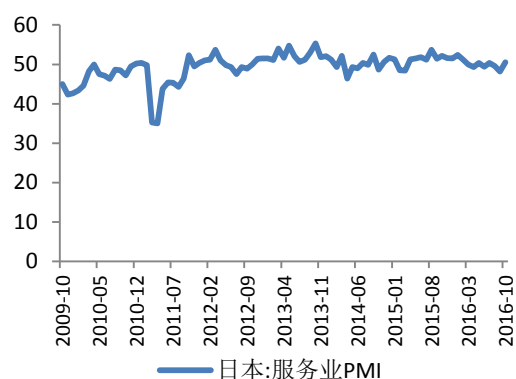
降，5月份达到最低47.7；第一季度的部分月份PMI尚且在50的枯荣线之下，而第二、三季度基本所有月份均低于50，说明生产面对经济的预期短期改善之后又逐渐下降。第一季度服务业PMI与去年相比有一定程度提高，均在临界值50以上，但第二、三季度大多月份均已低于临界值50，同样显示2016年生产者对经济运行的预期有所减弱。从两大行业的关系来看，本年服务业PMI几乎全部高于制造业PMI，表明服务业的发展态势比制造业略好。可见2016年日本制造业发展前景尚可，而服务业态势将有所好转。

图表 40：日本制造业 PMI



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 41：日本服务业 PMI



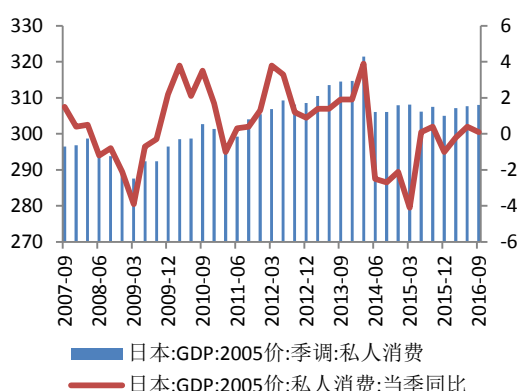
资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）消费尚待复苏，投资低速增长

安倍政府曾为缓和政府信用风险而上调消费税，一度将消费需求拖入泥潭。消费需求出现断层至今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，2016年前三季度私人消费分别为307.17万亿日元、307.68万亿日元和308.02万亿日元，仅与2012年底的水平持平，距消费税上调之前的水平还有一定差距。从同比来看，前三季度私人消费需求当季同比分别增长-0.2%、0.4%和0.1%，显示出低速复苏的态势。

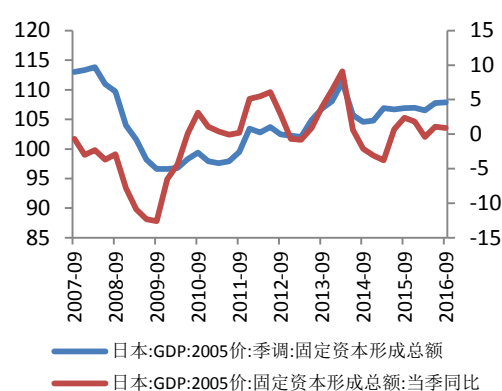
2016年前三季度日本固定资产形成总额分别为106.53万亿日元、107.74万亿日元和107.89万亿日元，环比上保持了增长的态势。同比来看，前三季度固定资本形成总额当季同比增速分别为-0.4%、1.1%和0.9%，说明日本投资需求正在进入低速增长的通道。在本年7月的议息会议上日本央行扩大了货币宽松程度，将交易性开放指数基金（ETF）的年度购买规模从3.3万亿日元扩大至6万亿日元，加码向市场投放流动性。在这样的背景下，日本的投资需求仍有复苏的空间，保证日本延续低速增长的势头。

图表 42: 日本私人消费



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

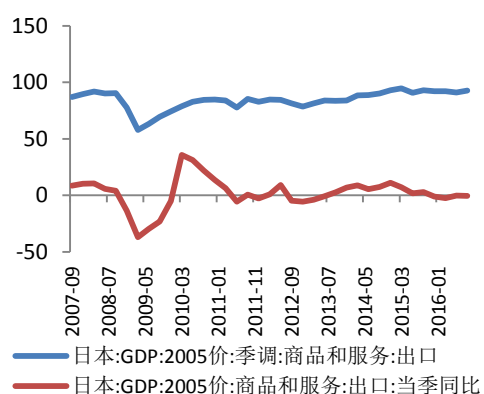
图表 43: 日本固定资本形成总额



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

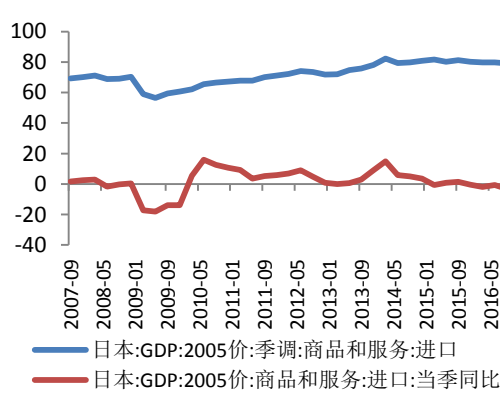
2016 年前三季度日本商品和服务出口不变价总额分别为 92.25 万亿日元、90.88 万亿日元和 92.63 万亿日元, 环比上呈现出波动性。同比来看, 前三季度商品和服务出口当季同比增速分别为-2.5%、-0.1%和-0.4%, 显示出萎缩的迹象。2013 年上半年至 2015 年下半年, 日本出口曾出现较快增长的态势, 本年则表现出颓势。前三季度进口总额也出现同比下滑, 第三季度降幅达 3.1 个百分点。总的来看, 2016 年前三季度日本对外贸易趋冷, 不利于日本经济的复苏。

图表 44: 日本商品和服务出口



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 45: 日本商品和服务进口

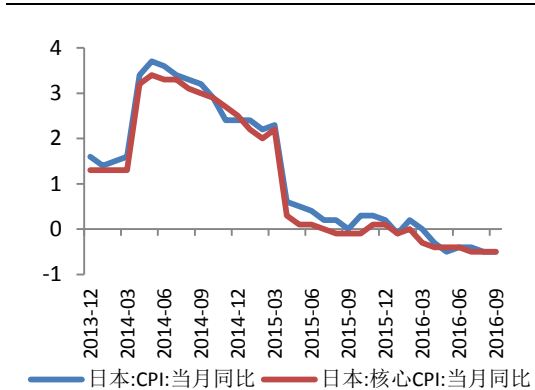


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(三) 通缩加剧宽松加码

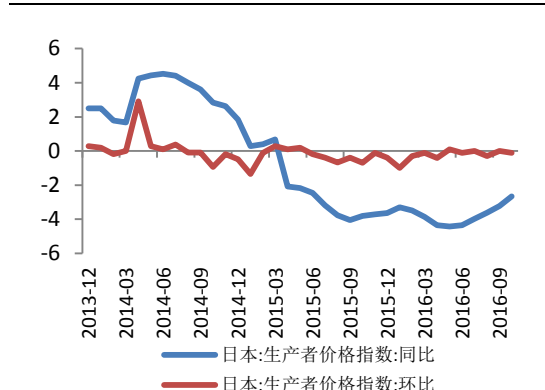
2016 年前三季度日本消费者价格指数 (CPI) 基本为负值, 延续了 2015 年的下行态势, 居民消费物价指数 CPI 同比增幅持续下降, 至 8 月份已经降至-0.5%, 表明日本经济持续面临通货紧缩的压力。生产者价格指数 PPI 自 2015 年第二季度完全进入跌势以来持续走低, 2016 年 1-10 月 PPI 同比跌幅由 1 月的 3.29% 已经扩大至 2016 年 5 月的 4.43%, 随后虽有缓解, 但仍然保持在 3.2% 以上。日本 CPI 和 PPI 的变化趋势均显示其仍然面临通货紧缩压力。但是随着生产领域价格水平的回升, 日本的通胀水平可能出现回升。

图表 46: 日本 CPI



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

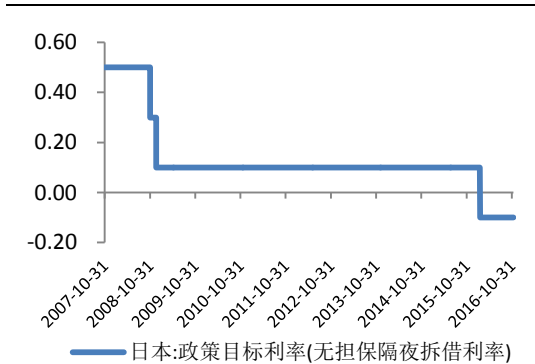
图表 47: 日本 PPI



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

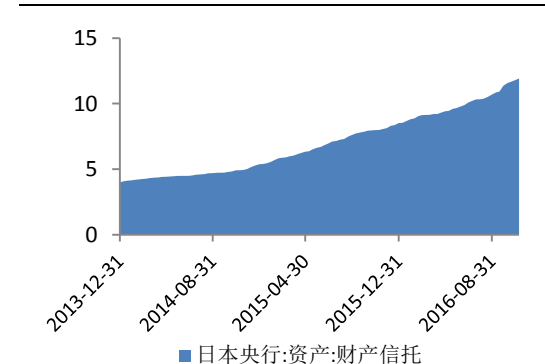
2016年1月29日日本央行引入负利率政策,将金融机构存放在日本央行的部分超额准备金利率从之前的0.1%降至-0.1%,主要目的是鼓励金融机构接触更多资金以实现通胀目标。在7月的议息会议上日本央行扩大了货币宽松程度,将交易性开放指数基金的年度购买规模从3.3万亿日元扩大至6万亿日元。9月份决定引入新的货币政策框架即“配合收益率曲线管理的量化质化宽松政策”,该框架主要由两部分组成,一是收益率曲线管理,即通过对金融机构存放的准备金实施负利率以及购买日本政府债券等方式管理短期和长期利率;二是通货膨胀承诺,即承诺继续扩展基础货币投放直至实现通胀目标。总的来看,2016年日本货币政策继续宽松。

图表 48: 日本央行基准利率



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 49: 日本央行量化宽松政策



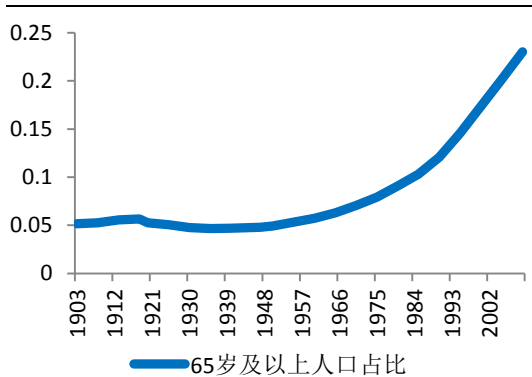
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

(四) 结构性问题推高日本国别风险

日本经济短期内处于温和增长的通道,但是在长期中,日本社会与经济存在结构性的问题。在20世纪上半叶,日本65岁以上人口占比总体稳定在5%左右,甚至有轻微的下降,1950年日本65岁以上人口占比为4.94%。随着战后社会经济的重建与发展以及医疗卫生条件的持续改善,1950年至今,日本老龄人口比例呈现爆发式增长的态势,2010年已上升至23.03%。从长期来看,日本表现出较强的老龄化趋势。随着老龄人口占比的不断攀升,日本劳动抚养比,即劳动人

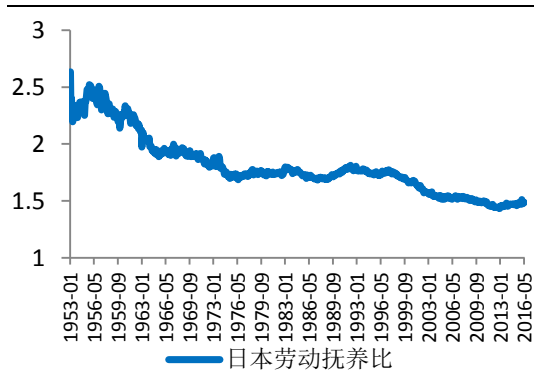
口与非劳动人口的比重，在 20 世纪下半叶呈现持续降低的态势。1953 年该比值为 2.63，表示在日本每个非劳动人口有 2.63 个劳动人口供养。截至 2015 年底该比值已降低至 1.49，表示每个非劳动人口有 1.49 个劳动人口供养。总体来看，日本在长期中面临着较严重的老龄化问题。

图表 50：日本老龄人口占比



资料来源：Wind，新世纪评级整理

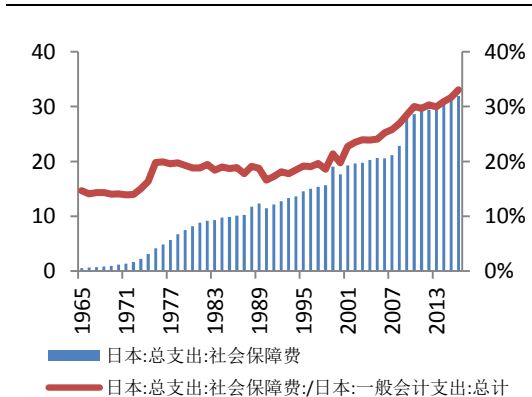
图表 51：日本劳动抚养比



资料来源：Wind，新世纪评级整理

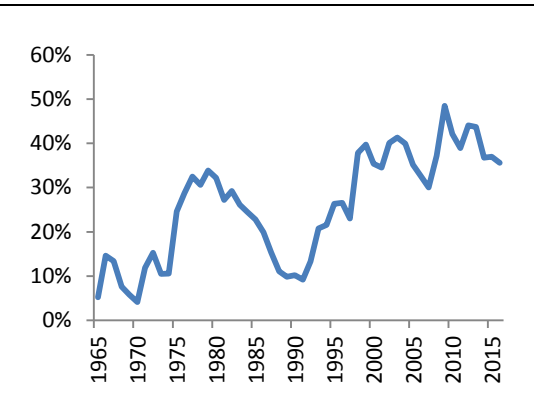
日本老龄人口比重的攀升与劳动结构的恶化，对其社会分配造成了很大的压力。近几十年来日本的社会保障费用支出持续攀升，2016 年的社保预算已经超过 30 万亿日元。另一方面，日本社保费用占财政总支出的比重也在不断上升，1980 年该比例尚低于 10%，2016 年则已经升至 33%，即日本政府财政总支出的三分之一用于社会保障。可见日本老龄人口的膨胀，带动了社保支出激增。

图表 52：日本社会保障费占财政支出比重



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表 53：日本财政收入对债务依存度

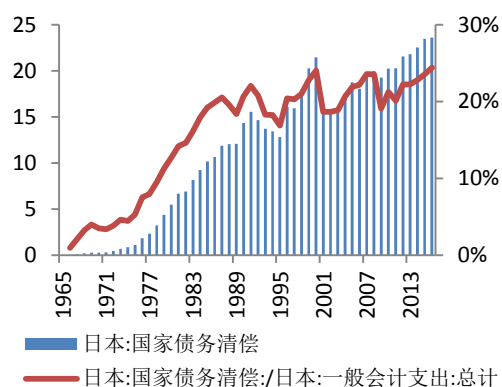


资料来源：Wind，新世纪评级整理

社会保障费带动的财政支出膨胀，给日本政府造成了较大的债务负担。1965 年日本中央政府财政收入中，通过债务融入的资金占比仅为 5%。此后的几十年中，债务占日本中央政府财政收入比重总体上呈现上升态势，2009 年高达 49%，即该年日本中央政府一半的财政收入源于债务收入。此后的数年中，该比重有一定下降，但仍然处在较高水平，2016 年为 36%。较高的债务负担推高了日本政府的财政压力，使其财政支出中债务和利息清偿的比重也随之升高。1965 年日本中央政府财政支出中债务清偿占比仅为 1%，此后的几十年中该指标总体上呈

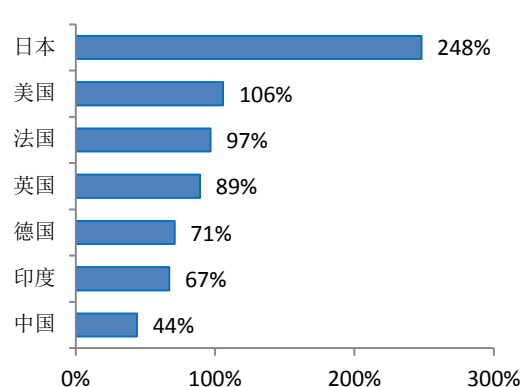
现上升趋势，2015 年为 24%，即该年日本中央政府财政支出的近四分之一用于债务和利息清偿。债务负担和偿债压力互相推动，形成恶性循环，造成日本政府的高负债率。2015 年日本一般政府总债务占 GDP 比重达到 245.9%。与此相对比，美国为 106%，法国为 97%，英国为 89%，德国为 71%，印度为 67%，中国为 44%。发达国家的平均水平为 104.46%，并且呈下降的态势，较 12 年降低了近 2 个百分点；亚洲发展中国家的平均水平为 45.59%。日本政府面临着较重的债务负担。

图表 54: 债务清偿占财政支出比重



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 55: 2015 年一般政府债务占 GDP 比重

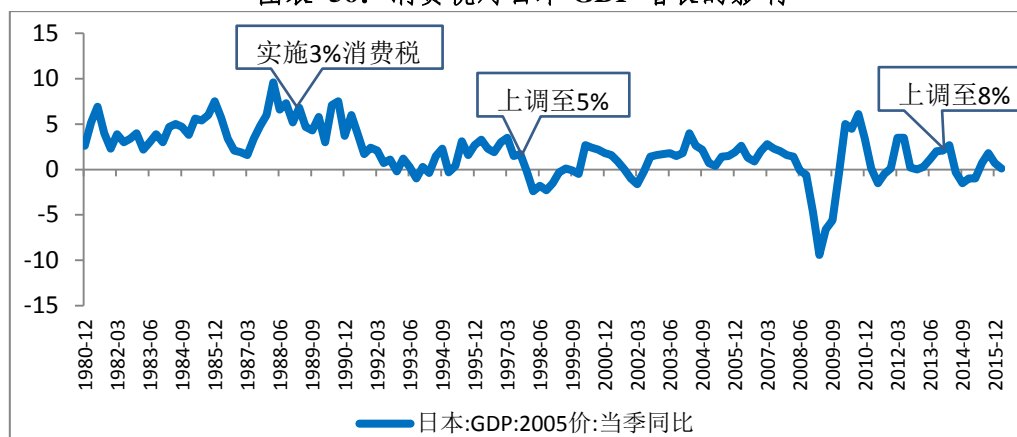


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

为了缓和信用风险，日本政府多次试图增加其财政收入，表现之一就是消费税率的艰难上调。但是自 90 年代房地产泡沫破裂以来，日本经济已经延续了二十多年的较低速增长状态，而使其增税措施更加艰难。因为如果增税引起经济衰退，不但会影响财政增收的目标，还会加剧社会矛盾。这是日本历届政府踌躇于增税问题的原因。总的来看，在日本的人口结构、政府信用和经济增长之间存在着难以调和的矛盾，并且有加深的趋势。

在这样的矛盾中，社会保障和经济增长往往是政府所更加顾及的，而债务及其利息的偿付风险，在财政预算相对稳定性的保障下，倾向于被置于相对次要的位置，表现为税制改革的不断拖延。因此在长期中，日本的结构矛盾可能将造成其政府信用风险的不断积累，使之成为影响日本国别风险的一大因素，日本政界也将继续在这样的矛盾中继续艰难腾挪。

图表 56：消费税对日本 GDP 增长的影响



数据来源：Wind，新世纪评级

日本社会与经济所面临的结构性问题，其解决之道在于劳动、生产与分配等领域的结构性改善，包括工作和退休制度的安排、社会福利的合理限制和生产效率的提高等。在西方政治体制下，劳动和分配等方面的实质性制度改革往往具有滞后性，并且有时是由危机所催生的，因为改革意味着阵痛。因此促成日本进一步施行实质性分配结构调整的，可能将是该国政府信用风险的一次集中爆发，或是他国政府信用风险问题对该国的严重波及。以自动化、智能化为特征的生产效率提升是解决该问题的根本途径，但是需要极长的时间。

（五）日本经济总体形势及政策取向

随着结构性矛盾的暂时缓释，日本经济已经进入低速增长的阶段。失业率处于次贷危机以来的最低水平，呈现筑底态势。制造业与服务业 PMI 表现尚佳。日本消费需求仍然没有完全走出消费税上调的阴影，而需要进一步的复苏。投资处于低速增长的状态，对外贸易则趋冷。在消费领域和生产领域通货紧缩程度均加剧的状况下，日本央行进一步扩大了量化宽松的政策，2017 也将以宽松为政策基调。人口与劳动结构的恶化将使日本在相当长的时间中面临结构性问题，表现为经济增长、政府信用与社会保障之间的矛盾，从而推高日本国别风险，最终可能表现为本国主权信用风险的爆发或是别国信用风险对其严重波及。日本的结构性矛盾可以通过劳动与分配制度的改革来缓和，而根本解决途径在于生产领域的效率改进，但是需要很长的时间。

四、结论和展望

2016 年前三季度美国经济出现一定的波动性，增长势头不及去年同期，但是仍然保持温和增长的态势。美国就业市场出现了筑底的迹象。制造业与非制造业 PMI 维持在乐观水平。美国个人消费需求呈现稳步增长的态势，而投资需求

则出现了一定的波动，对外贸易颓势有所改善。美国新开工私人住房与新住房销售量都呈现温和增长的态势，并且房价指数和购买力指数均没有出现大幅变动，住房抵押贷款市场总额没有出现过度膨胀的倾向，并且贷款结构风险较低，因此美国房地产市场处在理性增长的区间内。2016年1-10月美国CPI与PPI同比增速均有所上升，说明美国通胀水平有所升高，生产领域通缩态势继续收敛。美联储加息预期的再度升温推动美元指数上升，但是主要发达经济体货币和新兴市场经济体货币对美元大幅走弱的可能性不高。虽然中长期通胀预期升温，但是在国内外经济环境仍然比较脆弱的背景下，美联储维持鸽派的加息进程或许是适宜的。

欧盟经济维持温和增长的同时失业率进一步降低、制造业和服务业PMI表现乐观、消费支出回升有利于促进经济的复苏、投资仍然处于复苏的过程中、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，成员国的主权债务风险有所缓和。不过，欧央行的量化宽松政策对经济和通胀的刺激作用正在显现，但是随着消费与生产领域通胀水平双双上升、中长期通胀预期逐渐抬头，未来1-2年中欧央行的货币宽松可能会受到制约。英国脱欧不利于英国与欧盟的社会经济发展与欧洲地区的融合，但是对欧盟的影响比对英国小一些，交流与合作仍然是欧盟的长期趋势。欧盟在短期中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TIPP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。

随着结构性矛盾的暂时缓释，日本经济已经进入低速增长的阶段。失业率处于次贷危机以来的最低水平，呈现筑底态势。制造业和服务业PMI表现尚佳。日本消费需求仍然没有完全走出消费税上调的阴影，而需要进一步的复苏。投资处于低速增长的状态，对外贸易则趋冷。在消费领域和生产领域通货紧缩程度均加剧的状况下，日本央行进一步扩大了量化宽松的政策，2017也将以宽松为政策基调。人口与劳动结构的恶化将使日本在相当长的时间中面临结构性问题，表现为经济增长、政府信用与社会保障之间的矛盾，从而推高日本国别风险，最终可能表现为本国主权信用风险的爆发或是别国信用风险对其严重波及。日本的结构性矛盾可以通过劳动与分配制度的改革来缓和，而根本解决途径在于生产领域的效率改进，但是需要很长的时间。

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

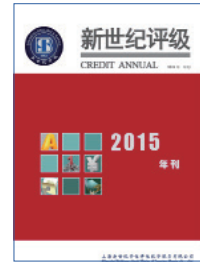


新世纪信用评级
研究与探索



新世纪信用评级
国际研究

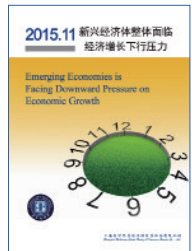
期刊系列



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>