



专题报告
2017 年 12 月

发达国家经济 分析与展望

ECONOMIC ANALYSIS AND OUTLOOK: DEVELOPED COUNTRIES

FRANCE

SWITZERLAND

Monaco

Andorra

MEDITERRANEAN SEA



总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
分析师：何金中 孙田原

联系人：何金中
电 话：021-63501349
邮 箱：hjz@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。

发达国家经济分析与展望（2017 年 12 月）

研发部/何金中 孙田原

摘要：2017 年，在全球经济复苏共振下，发达经济体的经济景气度表现均较好，进出口贸易普遍回暖，美欧经济增长表现相对较强并有望持续，而日本则呈温和复苏态势。发达经济体就业形势整体向好，而通胀水平不高，随着经济增长向好及大宗商品价格回暖，通胀预期将走高。美联储缩表正式启动并有序加息、欧洲央行量化宽松虽持续但规模将缩减并有望继美国之后第二个退出量化宽松、日本央行则维持超宽松货币政策，发达经济体间货币政策短期内有所分化但最终将走向趋同。美联储货币政策收紧将导致美元利率上升，美元远期有贬值压力同时存在阶段性升值可能；美联储缩表短期内对全球经济的影响整体平稳，但中长期内缩表的外溢性效应比较大，可能对经济表现弱或经济基础薄弱的经济体造成冲击。美国税改预期于 2018 年落地，对美国积极有利同时会引发财政赤字恶化担忧及加重债务压力；税改会吸引制造业回流美国，对制造业出口国经济表现造成冲击并引起资本流出与汇率贬值压力，同时可能挑起全球税改竞争并加剧贸易摩擦。发达经济体经济表现在整体向好的同时亦面临一定压力，如全球贸易保护主义形势仍严峻及热点地区地缘政治局势紧张对全球经济复苏推动下的贸易改善带来不确定性、美联储货币政策收紧背景下美国面临的资本市场调整压力及房地产市场泡沫风险、欧盟内部的区域保护主义及民粹主义加剧对欧盟一体化进程及经济持续复苏带来的阻碍、日本经济面临的结构化问题在短时间内难以得到解决导致的经济增长基础不稳固等。

目录

第一部分 美国经济表现强劲.....	4
一、经济增长及劳动力市场表现强劲.....	4
二、消费稳步增长，消费信心处于高位.....	6
三、投资回升，房地产市场谨防泡沫.....	7
四、全球复苏带动外贸增长强劲.....	8
五、启动缩表，前期宽松进入全面退出阶段.....	9
六、税改可期，财政与政府债务压力重.....	11
七、美国经济、政策总结与展望.....	12
第二部分 欧盟经济复苏良好.....	13
一、经济复苏良好，失业率进一步降低.....	13
二、消费增速趋缓，投资回升，进出口增长明显.....	15
三、通胀回升，量化宽松规模将缩减.....	16
四、财政状况好转，主权债务风险下降.....	17
五、地缘政治风险仍然存在.....	18
六、欧盟经济、政策总结及展望.....	19
第三部分 日本经济温和复苏.....	20
一、经济温和复苏，景气度良好.....	20
二、消费、投资、出口均有所好转.....	21
三、宽松支持下通胀有所回升，但距目标仍然较远.....	23
四、财政压力持续增大，债务问题存在风险.....	24
五、日本经济、政策总结及展望.....	26

图表目录

图表 1 : 美国实际 GDP 及增速.....	4
图表 2 : 美国新增非农就业人数、失业率及通胀.....	5
图表 3 : 美国制造业和非制造业 PMI	6
图表 4 : 美国个人消费支出及增速.....	6
图表 5 : 美国平均时薪、个人可支配收入增速及消费者信心指数.....	7
图表 6 : 美国私人投资环比折年率.....	7
图表 7 : 美国房价指数走势.....	8
图表 8 : 美国优级房贷占比及房贷利率.....	8
图表 9 : 美国进出口同比增速.....	9
图表 10: 美元指数及联邦基金利率.....	10
图表 11 : 美国政府负债水平及联邦财政赤字率	11
图表 12: 欧盟 28 国 GDP.....	13
图表 13: 欧盟 28 国失业率.....	14
图表 14: 欧元区及英国制造业 PMI	14
图表 15: 欧元区及英国服务业 PMI	14
图表 16: 欧盟 28 国消费及工资收入增速.....	15
图表 17: 欧盟 28 国资本形成总额.....	15
图表 18: 欧盟 28 国进出口总额.....	16
图表 19: 欧盟 28 国对华出口增速.....	16
图表 20: 欧元区通胀水平.....	17
图表 21: 英国通胀水平.....	17
图表 22: 欧元区整体债务率.....	18
图表 23: 欧元区整体赤字率.....	18
图表 24: 日本 GDP 总值及同比增速.....	20
图表 25: 日本失业率.....	20
图表 26: 日本制造业 PMI	21
图表 27: 日本服务业 PMI	21
图表 28: 日本私人消费及增速.....	22
图表 29: 日本固定资本形成总额及增速.....	22
图表 30: 日本商品和服务出口总值及增速.....	23
图表 31: 日本商品和服务进口总值及增速.....	23
图表 32: 日本 CPI 增速	24
图表 33: 日本 PPI 增速.....	24
图表 34: 日本 65 岁以上人口占比.....	25
图表 35: 日本社会保障费支出及占比.....	25
图表 36: 日本国家债务清偿及占比.....	25
图表 37: 日本国家债务余额及债务率.....	26

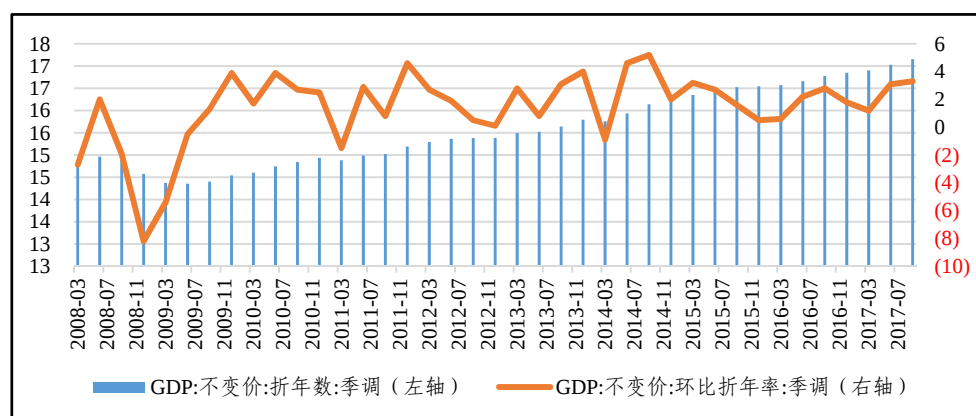
第一部分 美国经济表现强劲

2017 年前三季度，美国经济整体表现强劲，经济景气度较高，叠加税改预期，美国经济前景乐观。其中，劳动力市场表现强劲、通胀水平回落，消费稳步增长，投资回升，外贸增长强劲。随着全球经济复苏共振、油价从低位继续上涨，美国通胀水平在后期将逐步抬升。美国劳动者报酬及个人可支配收入仍保持低速增长，消费信心处于高位，后期个人消费有望继续稳步增长。美国房地产景气度较高，房价指数接近历史高点，但优级贷款占比回落、房贷利率上升、与房地产相关投资趋于谨慎，需防范房地产业泡沫风险。在贸易保护主义形势仍严峻及热点地区地缘政治局势紧张情况下，全球经济复苏推动下的贸易改善面临一定不确定性。美联储已启动缩表，货币政策正常化全面推进，2018 年美联储仍将根据通胀和经济表现实行稳步加息和渐进缩表的紧缩性货币政策，美联储换届后美国金融监管有望放松。特朗普税改计划在 2018 年落地概率较大，对美国经济增长积极有利，但同时会引发财政赤字恶化担忧及加重债务压力。

一、经济增长及劳动力市场表现强劲

经历 2016 第四季度和 2017 年第一季度的低速复苏后，在消费稳步增长、投资回升及进出口表现强劲推动下，美国经济增速大幅反弹，经济增长表现强劲。2017 年第二季度美国实际 GDP 折年数（季调）和环比折年率分别为 17.03 万亿美元和 3.1%，2017 年第三季度分别为 17.17 万亿美元和 3.3%，第三季度增速即使在受到飓风影响的情况下，仍创 2015 年以来单季最高。

图表 1：美国实际 GDP 及增速（单位：万亿美元、%）



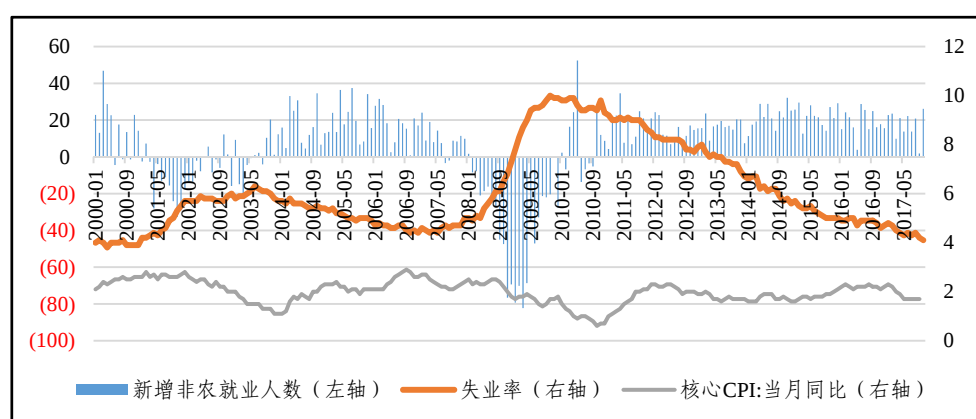
数据来源：Wind，新世纪评级整理

美国就业市场接近充分就业水平，失业率回落至本世纪初水平，但通胀水平回落。2017 年 1-10 月，美国单月新增非农就业人数大多处在 13 万-26 万人水平，

失业率由 2016 年 12 月的 4.7% 降至 4.1%，基本接近本世纪初的 4.0%，就业市场整体表现强劲。

在失业率持续回落的同时，美国通胀水平并未如菲利普斯曲线预测的那样上升，而是有所回落。2017 年 10 月，美国核心 CPI 当月同比增长 1.8%，较年初的 2.3% 下降 0.6 个百分点。实际上从 2012 年以来，美国失业率和通胀表现一直处于“矛盾”状态，失业率持续回落而通胀持续低位，这可能是由于通胀预期走低所致，但是随着全球经济复苏共振、油价从低位持续上涨，低通胀预期将被扭转，美国通胀水平在后期将逐步抬升。

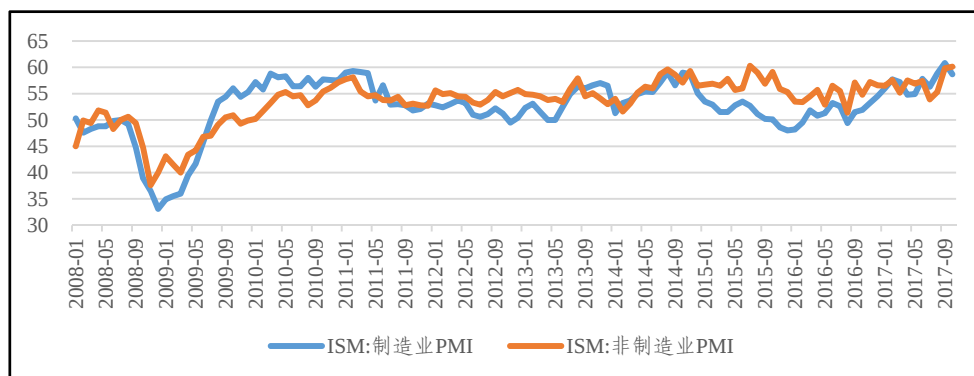
图表 2：美国新增非农就业人数、失业率及通胀（单位：万人、%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

美国制造业和非制造业扩张步伐较快，经济前景乐观。2017 年 1-10 月，美国制造业 PMI 月度均值为 57.3%，较 2016 年的均值 51.49% 明显提升，且自 6 月以来进一步走高，表明美国制造业扩张步伐较 2016 年明显提升，且在近期有进一步加快迹象。其中，制造业生产和新订单指数均处在 60% 左右，呈供需两旺局面。同时，制造业产能利用率亦有所提高，2017 年 1-9 月平均值为 75.41%，较 2016 年均值 75.11% 提升 0.3 个百分点，但较 2007 年次贷危机前的 78% 左右仍有提升空间。非制造业方面，2017 年 1-10 月，美国非制造业 PMI 月度均值为 57.02%，较 2016 年的均值 54.93% 提升 2.09 个百分点，美国非制造业延续了去年的扩张势头且扩张步伐也进一步加快。

图表 3：美国制造业和非制造业 PMI（单位：%）

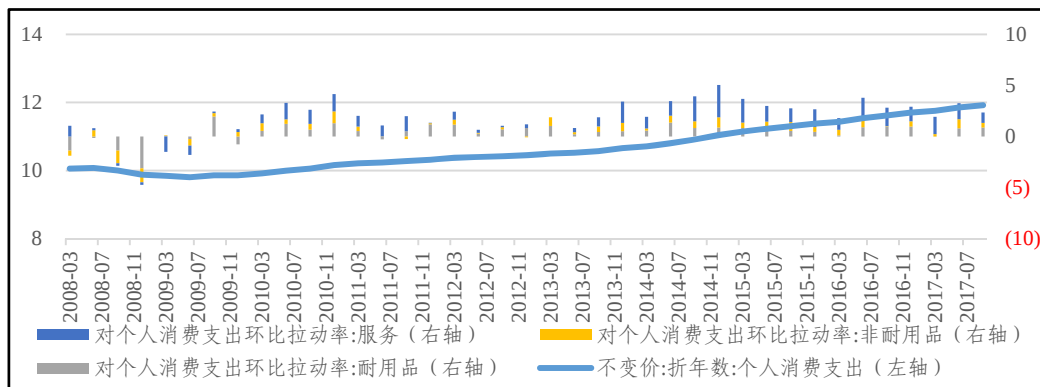


数据来源：Wind，新世纪评级整理

二、消费稳步增长，消费信心处于高位

美国个人消费支出规模稳步增长，增速水平尚可。2017 年第一至第三季度，美国实际个人消费支出折年数（季调）分别为 11.76 万亿美元、11.85 万亿美元和 11.92 万亿美元，规模稳步上升；环比折年率分别为 1.9%、3.3%和 2.3%，增速虽较 2016 年同期相比有所放缓，但绝对水平仍尚可。其中，第三季度消费增速回落明显，主要是受飓风等短期因素影响，服务和非耐用品支出增速都回落明显所致，后期有望得以恢复。

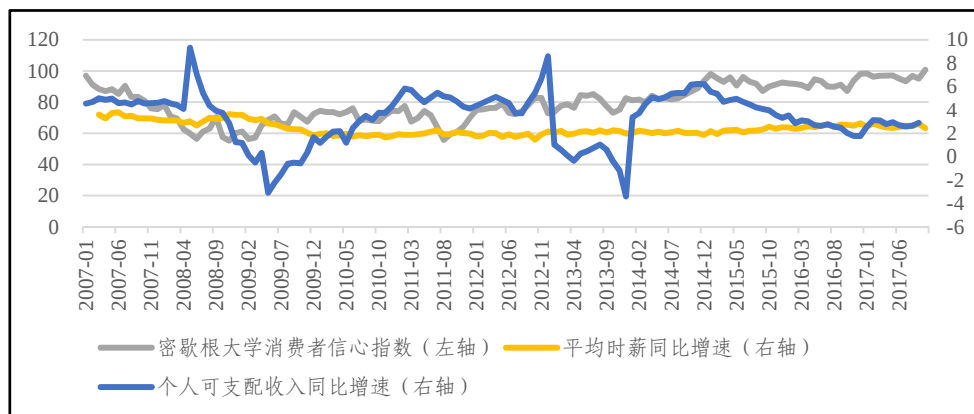
图表 4：美国个人消费支出及增速（单位：万亿美元、%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

美国劳动者报酬及个人可支配收入保持增长，增速水平较危机前相比仍不高，但消费者信心已恢复至危机前水平，后期消费仍有望稳步增长。2017 年 1-10 月，美国私人非农企业全部员工平均时薪的同比增速基本保持在 2.5%-2.8%，个人可支配收入同比增速基本保持在 2.5%-3.1%，均保持增长，但增速水平较危机前相比仍不高。密歇根大学消费者信心指数显示，美国消费者信心在持续修复，2017 年 10 月该指数到达 100.7，处于近年高位且已恢复至危机前水平。在劳动报酬和收入增长以及消费信心的支持下，后期美国消费有望继续稳步增长。

图表 5：美国平均时薪、个人可支配收入增速及消费者信心指数（单位：%）

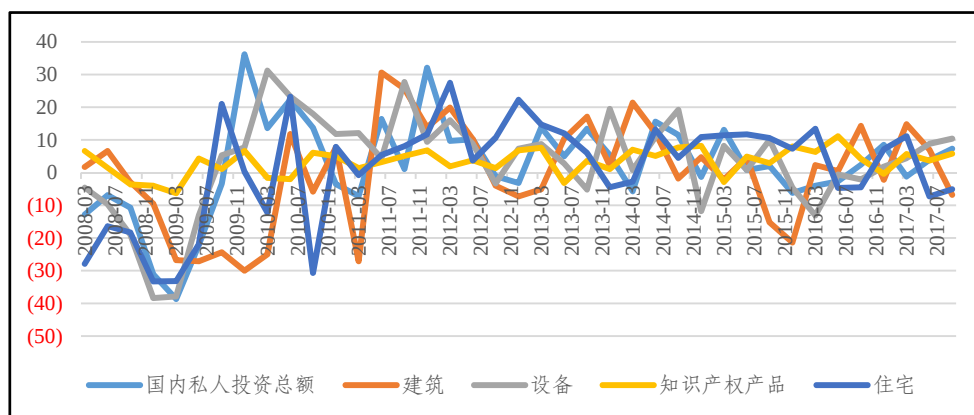


数据来源：Wind，新世纪评级整理

三、投资回升，房地产市场谨防泡沫

美国私人投资增速明显回升，其中设备投资和知识产权投资增长相对强劲。2017 年前三季度，美国国内私人投资环比折年率分别为-1.2%、3.9%和 7.3%，较上年同期的-4.0%、-2.7%和 2.4%明显回升，同时对经济增长的拉动作用也有所增强。分项看，设备投资和知识产权产品投资表现相对强劲，而住宅和建筑投资则明显要弱。

图表 6：美国私人投资环比折年率（单位：%）

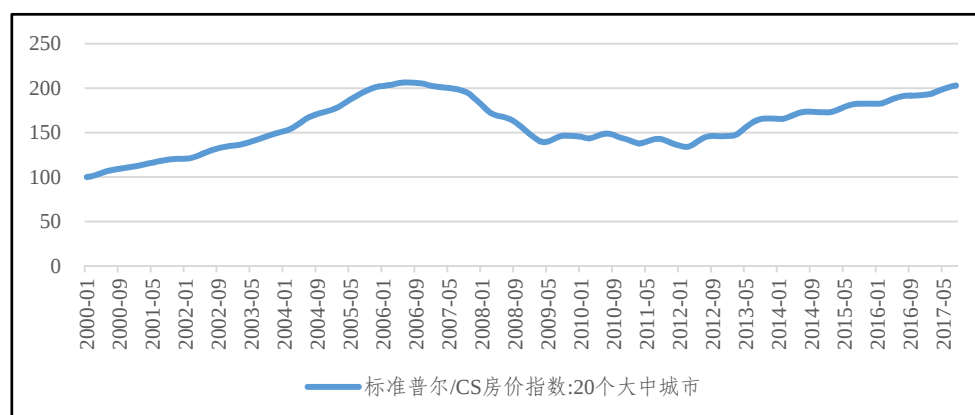


数据来源：Wind，新世纪评级整理

与供给端的谨慎表现（住宅和建筑投资弱）相比，美国房地产市场需求端相对较好，但需谨防泡沫风险。2017 年以来，美国房地产市场景气度较高，房价指数持续上升，2017 年 8 月，美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数为 202.87，较上年末上升 10.52，已基本接近 2006 年的历史高点 206。房贷方面，2017 年以来，优质房贷占比并未随房价上涨而上升，而是有所回落，2017 年 6 月末为 90%，较上年末的 94%回落 4 个百分点。另外，美联储现处加息周期且已正式启动缩表，美国房贷利率正在上升且后期仍将继续上升。综合考虑美国房价指数高位、

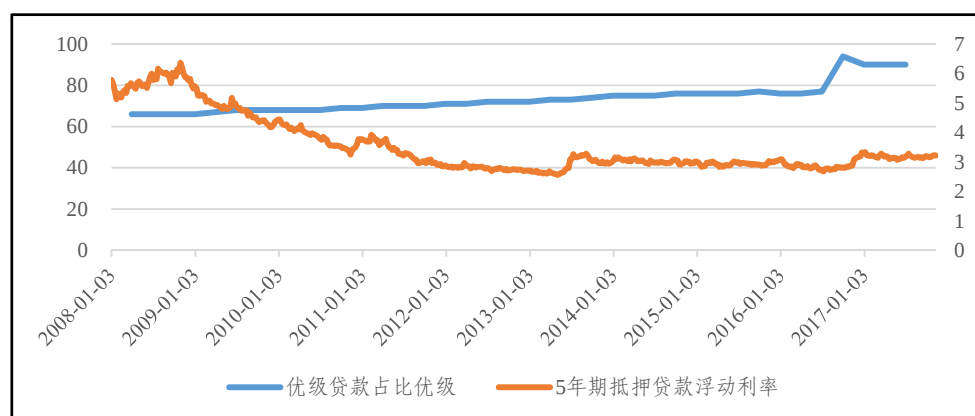
优级贷款占比回落、房贷利率上升以及供给端的谨慎表现，需谨防房地产业泡沫风险。

图表 7：美国房价指数走势



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 8：美国优级房贷占比及房贷利率（单位：%）

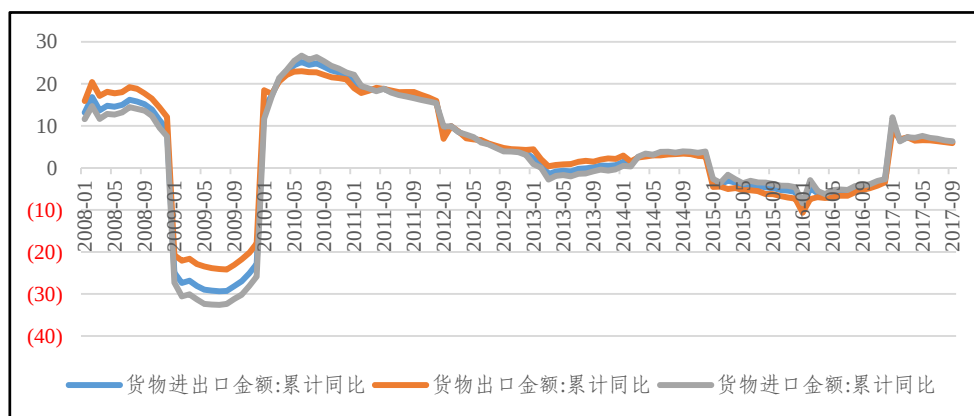


数据来源：Wind，新世纪评级整理

四、全球复苏带动外贸增长强劲

2017 年以来，在全球经济持续复苏支持下，美国外部需求不断改善，外贸形势持续向好，贸易增速较上年明显提高。2017 年 1-9 月，美国货物进出口金额累计 2.86 万亿美元，同比增长 6.16%，较上年同期的负增长 4.59% 明显提高。其中货物出口累计 1.14 万亿美元，同比增长 5.89%；货物进口累计 1.72 万亿美元，同比增长 6.33%。全球经济的持续复苏无疑是推动本轮外贸增长的主要动力，但自 2016 年 11 月特朗普当选美国总统后，全球贸易关系面临恶化担忧，随后 2017 年 4 月的中美元首海湖庄园会晤以及 11 月的特朗普访华虽均释放出积极信号，但贸易保护主义形式仍严峻，加之热点地区地缘政治局势紧张，全球经济复苏推动下的贸易改善仍面临一定不确定性。

图表 9：美国进出口同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

五、启动缩表，前期宽松进入全面退出阶段

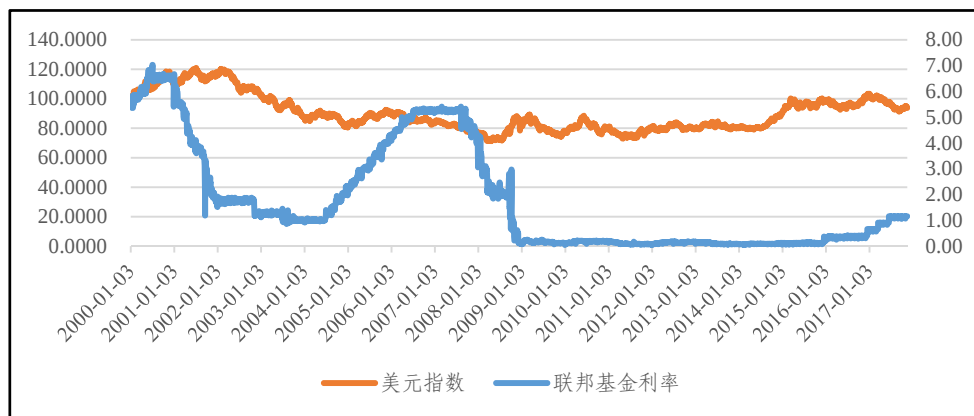
基于对就业、通胀及经济的乐观预期，美联储宣布自 2017 年 10 月起正式启动缩表，标志着前期为应对国际金融危机采取的宽松货币政策正式进入全面退出阶段。

美联储本次主动缩表的方式是停止将“系统公开市场账户”中持有证券（主要是国债和 MBS）的本金还款用于再投资，具体安排如下：初期每个月减持的国债和 MBS 到期量分别为不超过 60 亿美元和 40 亿美元，之后 1 年内每三个月分别增加 60 亿美元和 40 亿美元，直至每个月分别达到 300 亿美元和 200 亿美元的规模，即每个月合计有不超过 500 亿美元的证券本金到期后不再继续投资，后期缩表节奏将按照每月上限 500 亿美元的规模逐步进行，直至美联储资产规模降至合意水平。按此计划，2017 年年内预计缩表规模为 300 亿美元、2018 年为 4200 亿美元、2019 年及以后将维持在每年 6000 亿美元。

美联储缩表意味着美元供给的收缩，因短期内缩表规模有限，整体影响不大，但从中长期看，会对利率、汇率和金融市场带来深远的影响。考虑到美国经济基本面较好、美联储缩表的前瞻性指引和沟通较充分，同时美联储将根据经济运行情况循序渐进缩表，所以整体上，美联储缩表的影响将是渐进和可预期的。

对于美元利率而言，美元供给收缩会对美元利率带来上升动力，同时现阶段美联储仍处加息周期，2015 年 12 月、2016 年 12 月、2017 年 3 月、6 月和 12 月美联储已分别加息 25BP，后期仍会有序加息，所以后期美元利率上升几成定局。汇率方面，根据利率平价理论，在美元利率上升判断基础上，美元远期有贬值压力，同时，美国经常账户持续赤字、通胀预期走高，亦会推动美元贬值；但是考虑到资本流动影响，美国经济向好，美元利率上涨，吸引美元回流，资本流出国币种面临贬值压力，美元又可能阶段性升值。

图表 10：美元指数及联邦基金利率（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

对于债券市场方面，美联储缩表过程中减持的国债和 MBS 虽均是采取自然到期的手段，但相对而言，对 MBS 市场的影响更大。这主要是因为美联储所持 MBS 规模占 MBS 市场总规模近 1/4，且货币政策正常化后美联储将以持有国债为主，也即预期美联储对 MBS 的持有规模可能降到很低的水平甚至 0，无论是从预期还是从规模看，对 MBS 市场的影响将相对更大。

对于股票市场方面，2017 年以来，美国三大股指持续创历史新高，后期可能面临高位调整风险。截至 2017 年 10 月末，标普 500、道琼斯工业、纳斯达克指数分别收报 2575.26 点、23377.24 点和 6727.67 点，分别较金融危机爆发后 2009 年 3 月的低点上涨了 3.86 倍、3.61 倍和 5.32 倍。美国股票市场持续上涨动力一方面来源于前期的宽松货币政策，另一方面是美国经济的持续复苏向好。现阶段虽仍预期美国经济仍将向好，但前期宽松货币政策进入全面退出阶段，利率水平抬升，会对股票估值形成一定压力，美国股票市场或面临高位调整风险。

对于全球经济方面，美联储缩表目前并未推动欧日融资利率明显上涨，新兴市场表现亦整体平稳。但从中长期看，美联储缩表的外溢性效应比较大，预期最终各国的货币政策将大概率趋同；另外美国经济表现强劲、美元利率上升，会引起全球资本回流美国，对经济表现弱或经济基础薄弱的经济体造成冲击。

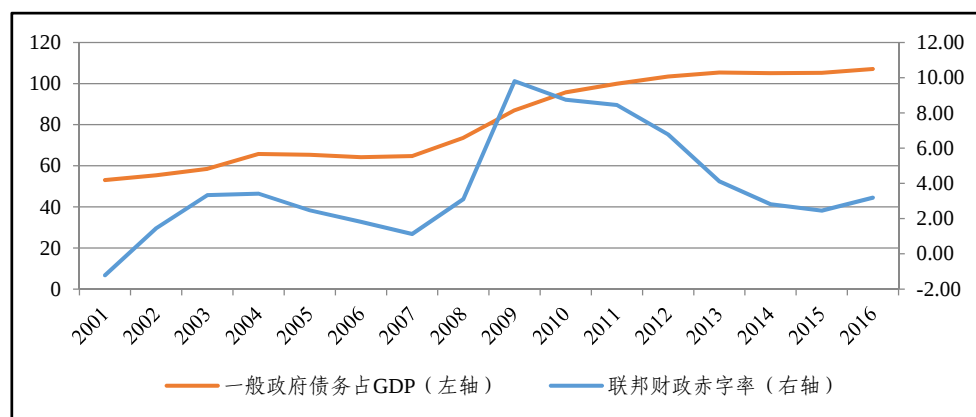
值得注意的是，美联储主席将于 2018 年换届，特朗普已对外宣布提名鲍威尔为下一届美联储主席人选，意味着耶伦任期即将结束。这将涉及到美联储当前货币政策的连续性问题，自 2012 年以来，每一次美联储的政策决定鲍威尔均是投赞成票，所以换届后当前货币政策的连续性应该比较强。另外，鲍威尔现在在美联储主管金融监管工作，并表达了对放松金融监管协议的信心，与特朗普主张的放松金融监管取向相一致。鲍威尔接任美联储主席后，美国的金融监管可能会有所放松，金融市场发展有望加速。

六、税改可期，财政与政府债务压力重

特朗普就任以来，持续致力于推动以减轻中产阶级税收压力、减轻中小企业税负、对企业海外利润征税来提振美国经济和创造就业为目的的税改计划，从 2017 年 4 月的粗犷的税改方案到 2017 年 9 月进一步详实的税改计划框架，在具体条款上取得阶段性实质进展。随后 10 月 2018 年财政预算案在参众两院通过，为后期税改计划落地进一步创造条件，预期税改计划在 2018 年正式落地概率较大。另外，“10 年投资 1 万亿美元”的基建投资计划是特朗普就任主推的另一主要改革计划，但相关细节仍未形成，进展相对缓慢。

税改无疑对美国经济积极有利、基建投资计划若最终得以落实亦将拉动美国投资和助力经济增长，但同时会引发财政赤字恶化担忧及加重债务压力。2016 年，美国联邦财政赤字 5873.2 亿美元，财政赤字率 3.19%，较 2015 年上升 0.74 个百分点。根据美国国会预算局测算，到 2020 年，税改计划或将联邦财政赤字额推升至 1.3 万亿美元左右，赤字率上升到 2016 年的两倍左右，超过 6%。赤字率上升意味着政府债务的增加。截至 2016 年末，美国一般政府债务总额为 19.98 万亿美元，负债率为 107.11%，负债水平逐年上升且远超国际警戒线 60%，债务压力本身就较重，税改落实后，美国的债务负担或进一步加重。

图表 11：美国政府负债水平及联邦财政赤字率（单位：%）



数据来源：IMF，Wind，新世纪评级整理

美国税改将引起前期因美国国内的税率过高而大量留存海外的资本回流，可能挑起全球税改竞争并加剧贸易摩擦。本次税改是自美国里根时代以来的最大规模税改，大规模的减税会大大增强美国企业的竞争力，促使跨国企业增加对美投资并引起制造业回流美国，将对制造业出口国经济表现造成冲击并引起资本流出与汇率贬值压力。另外，原资本留存国亦可能会采取减税措施来应对制造业流出和提升出口竞争力，形成税改竞争局面并加剧贸易摩擦。

七、美国经济、政策总结与展望

2017 年前三季度，美国经济整体表现强劲，经济景气度较高，叠加税改预期，美国经济前景乐观。美国劳动力市场表现强劲、通胀水平回落，未来随着全球经济复苏共振、油价从低位继续上涨，低通胀预期将被扭转，美国通胀水平在后期将逐步抬升。美国劳动者报酬及个人可支配收入仍保持低速增长，消费信心处于高位，后期个人消费有望继续稳步增长。在设备投资和知识产权投资增长强劲带动下，美国投资回升；美国房地产景气度较高，房价指数接近历史高点，但优级贷款占比回落、房贷利率上升，与房地产相关投资趋于谨慎，需防房地产业泡沫风险。在全球经济持续复苏支持下，美国外贸表现强劲；现阶段贸易保护主义形势仍严峻，加之热点地区地缘政治局势紧张，全球经济复苏推动下的贸易改善仍面临一定不确定性。

随着美联储缩表的正式启动，前期为应对国际金融危机采取的宽松货币政策正式进入全面退出阶段，2018 年美联储仍将根据通胀和经济表现实行稳步加息和渐进缩表的紧缩货币政策。后期美元利率上升几成定局，美元远期有贬值压力，但考虑到资本回流，存在阶段性升值可能。美联储缩表对美国 MBS 市场的影响相对国债市场更大，同时对高位的股票市场构成估值调整压力。美联储缩表目前虽并未推动欧日融资利率明显上涨、新兴市场表现亦整体平稳，但从中长期内缩表的外溢性效应比较大，预期最终各国的货币政策将大概率趋同，同时可能对经济表现弱或经济基础薄弱的经济体造成冲击。2018 年美联储换届，紧缩货币政策的连续性预计比较强，同时金融监管有望放松，美国金融市场发展或将加速。特朗普税改计划有望在 2018 年落地，无疑将对美国经济增长积极有利，但同时会引发财政赤字恶化担忧及加重债务压力；税改会让前期因美国国内的税率过高而大量留存海外的资本回流，对制造业出口国经济表现造成冲击并引起资本流出与汇率贬值压力，同时可能挑起全球税改竞争并加剧贸易摩擦。

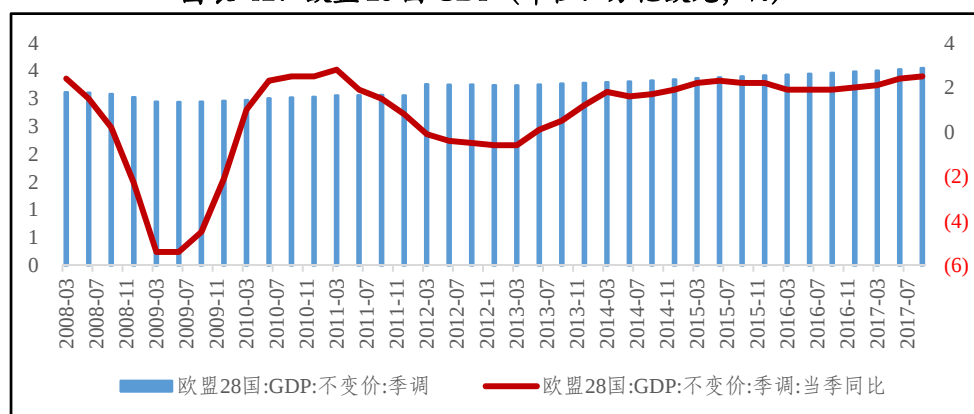
第二部分 欧盟经济复苏良好

2017年前三季度欧盟经济复苏良好，失业率达到欧债危机以来最好水平，制造业与服务业PMI持续处于高位，经济参与主体对经济前景持乐观态度。其中，投资回升、外贸增长明显，因低基数边际效应逐渐递减，消费增速则有所趋缓。在量化宽松的刺激下，欧盟整体通胀水平明显提高，逐步向目标水平迈进；欧元区财政状况好转，成员国主权债务风险亦有所下降，欧洲央行开始着手缩减刺激政策，正在为后期退出做铺垫，或为继美国之后第二个退出量化宽松。在经济复苏良好的情况下，以英国脱欧及加泰罗尼亚独立为代表的政治风险仍然存在，或将对欧盟的经济复苏造成一定不利影响。

一、经济复苏良好，失业率进一步降低

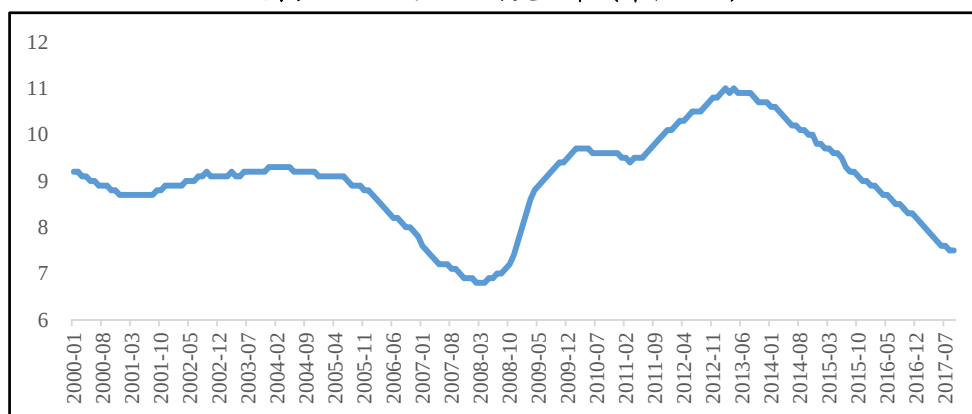
2017年前三个季度欧盟28国季调后实际GDP总量分别为3.50万亿欧元、3.53万亿欧元和3.55万亿欧，同比增速分别为2.10%、2.40%和2.50%，增速逐季上升，显示出良好的复苏态势。失业率方面，与经济复苏相对应，2017年前三季度欧盟28国失业率进一步降低，2017年9月失业率为7.5%，达到了欧债危机爆发后的最好水平，但与危机前的最低水平相比，仍然有一定差距。按国别来看，希腊、西班牙等失业率高企的国家的失业率也进入了稳步下行的通道，英国及德国的失业率则长期维持在较低水平。综合来看，2017年欧盟的经济复苏与就业情况较为良好。

图表 12：欧盟 28 国 GDP（单位：万亿欧元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

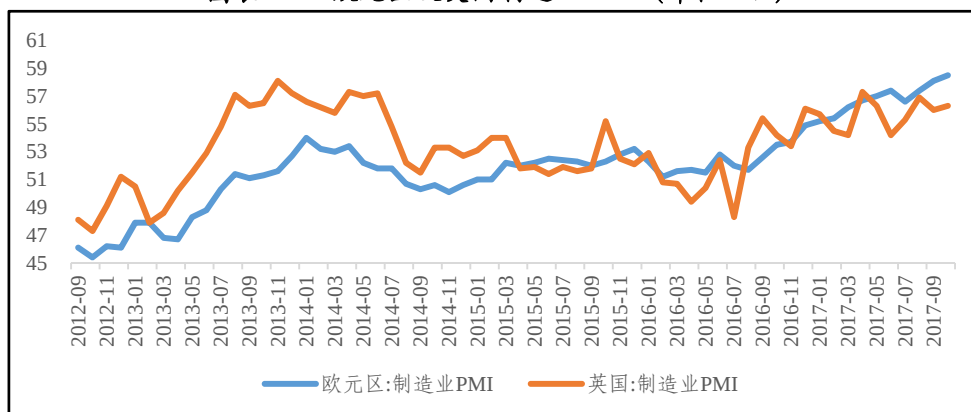
图表 13: 欧盟 28 国失业率 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

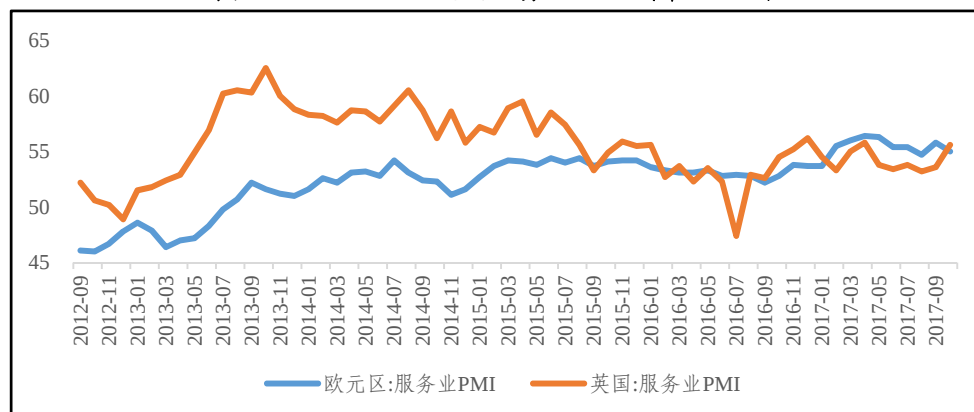
2017 年 1-10 月欧元区及英国的制造业和服务业 PMI 均处于高位, 与 2016 年相比有所上升, 说明欧盟经济景气度较高, 经济参与主体对未来经济前景持乐观态度, 经济良好的复苏势头有望得以持续。其中, 欧元区及英国的制造业 PMI 上升更为显著, 近年来首次强于服务业 PMI, 10 月份欧元区制造业 PMI 为 58.5%, 是 2011 年 2 月以来的最高值, 而服务业 PMI 基本在 55% 左右波动。

图表 14: 欧元区及英国制造业 PMI (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 15: 欧元区及英国服务业 PMI (单位: %)

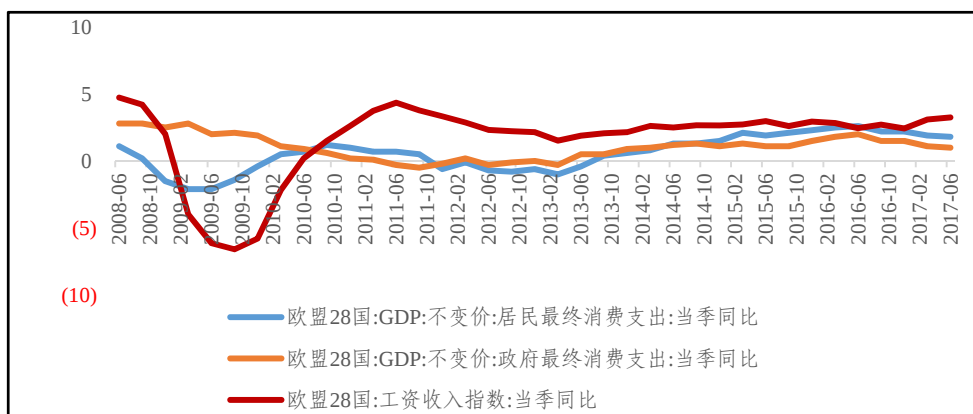


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

二、消费增速趋缓，投资回升，进出口增长明显

2017 年前两个季度欧盟 28 国季调后不变价最终消费支出分别为 2.68 万亿欧元和 2.69 万亿欧元，分别同比增长 1.90% 和 1.80%，较 2016 年同期的 2.50% 和 2.60% 均有所下降，主要是前期低基数的边际效应逐渐递减所致。其中，政府最终消费支出当季同比增长为 1.10% 和 1.00%，亦较 2016 年同期的 1.80% 和 2.00% 有所回落。整体来看，欧盟 28 国消费增速趋缓对欧盟经济加速复苏形成一定拖累。但从欧盟 28 国的工资收入指数来看，2017 年前两个季度工资增速均高于去年同期且呈上升趋势，这对欧盟未来的消费增长起到了支持作用。

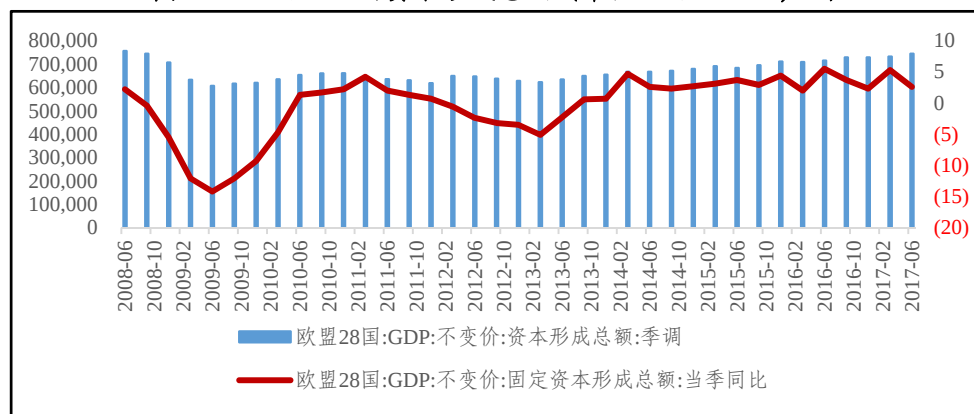
图表 16：欧盟 28 国消费及工资收入增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

在宽松的货币政策支持下，2017 年前三季度欧盟 28 国固定资产投资回升良好，前两个季度季调后不变价资本形成总额分别为 7315.11 亿欧元和 7438.17 亿欧元，基本已经恢复到 2009 年欧债危机之前的水平，同比增速分别为 5.30% 和 2.60%。

图表 17：欧盟 28 国资本形成总额（单位：百万欧元，%）

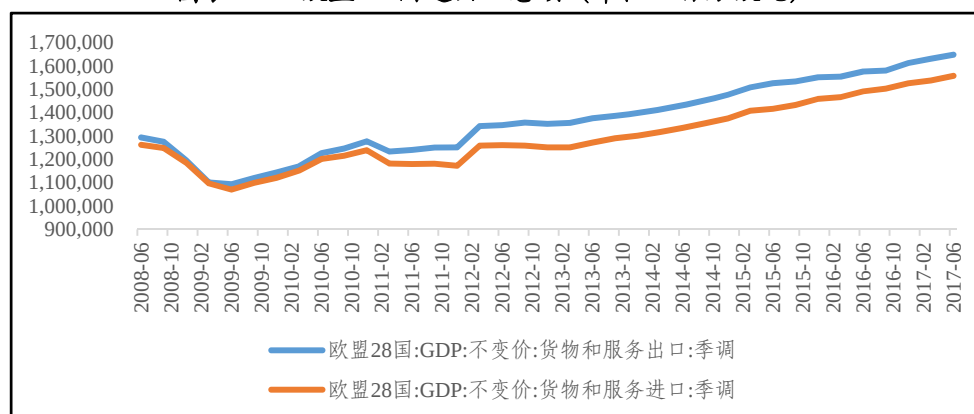


数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017 年前两个季度，由于全球经济持续复苏，带动了欧盟对外贸易的发展，季调后不变价货物与服务出口额分别为 1.63 万亿欧元和 1.65 万亿欧元，进口总额分别为 1.54 万亿欧元和 1.56 万亿欧元，其中出口增速为 4.92% 及 4.54%，明

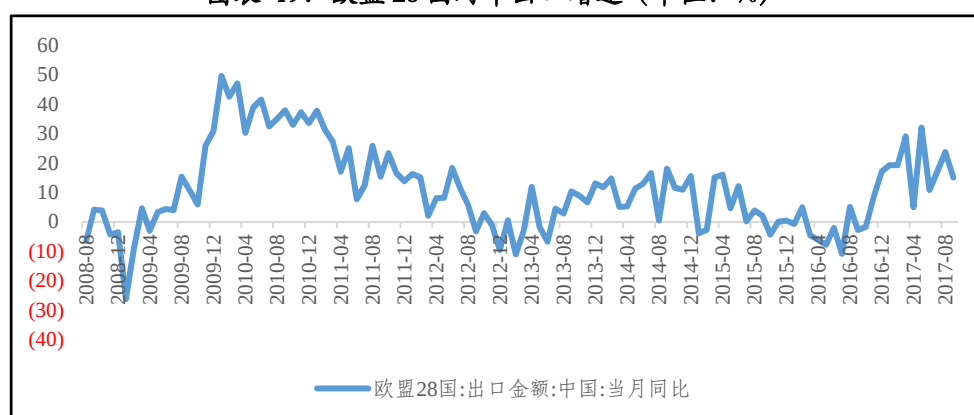
显高于去年同期的 3.03% 及 3.30%，显示出欧盟对外贸易的良好发展态势，对欧盟的经济复苏有正向作用。进入 2017 年以来，欧盟对华贸易增长迅速，对华出口增速达到了近年来的最高水平，是推动欧盟外贸增长的重要力量，随着中欧间贸易关系的进一步加强，中欧间贸易有望继续保持快速增长，对欧盟的经济复苏将带来积极影响。

图表 18：欧盟 28 国进出口总额（单位：百万欧元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 19：欧盟 28 国对华出口增速（单位：%）

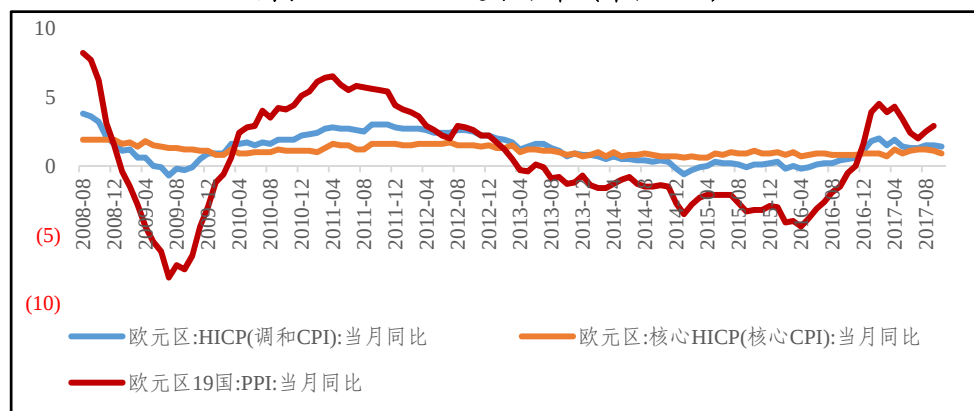


数据来源：Wind，新世纪评级整理

三、通胀回升，量化宽松规模将缩减

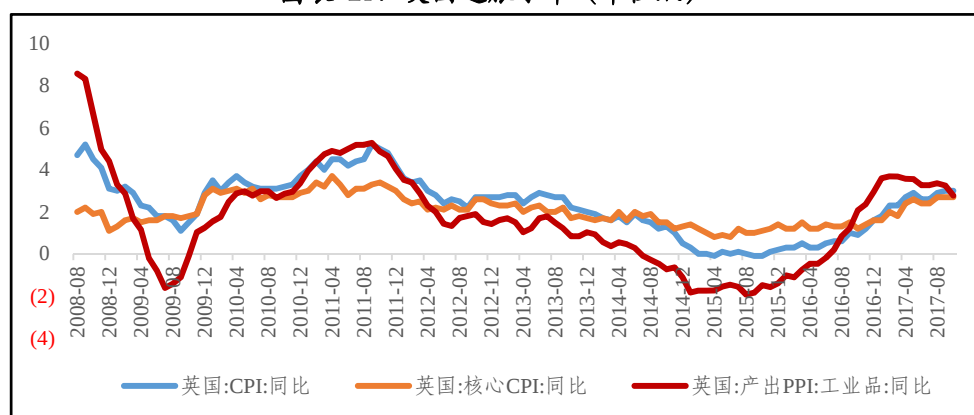
2017 年 1-10 月，欧元区 CPI 同比增速在 2017 年 2 月触及 2.00% 的高位后有所波动，但整体仍处于 1.30% 上方，较 2016 年提升十分显著。英国 CPI 同比增速提升则更为明显，在 2017 年 10 月已经到达了 3.00%。在通胀回升的背景下，欧洲央行于 2017 年 10 月宣布从 2018 年 1 月起将 QE 规模由 600 亿欧元缩减至 300 亿欧元，购债期限延长至 2018 年 9 月。欧洲央行缩减购债规模的行为标志着宽松货币政策进入新阶段，开始释放退出信号。同时，英国央行也于 11 月 2 日宣布加息 25 个基点，这是英国自 2007 年 7 月以来的首次加息。在美联储已启动缩表的大背景下，随着经济持续复苏和通胀回升，预期欧央行的量化宽松将可能遵循削减-停止-缩表的基本路径，最终与美联储紧缩货币政策趋同。

图表 20: 欧元区通胀水平 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 21: 英国通胀水平 (单位:%)

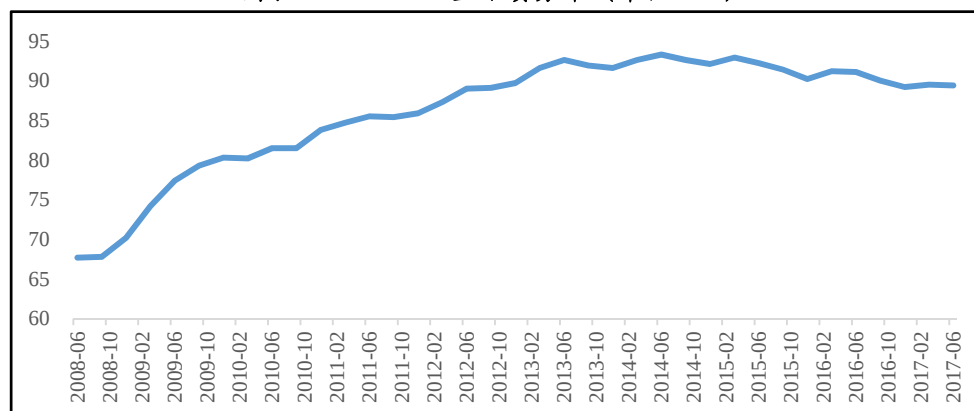


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

四、财政状况好转, 主权债务风险下降

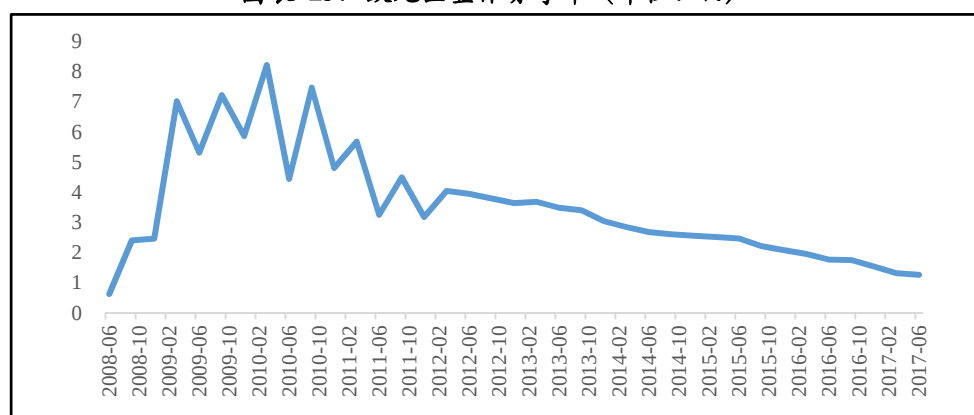
在经济良好复苏以及宽松货币政策的支持下, 欧元区的赤字水平及债务水平均出现了好转。其中, 曾经出现债务违约的希腊 2016 年年度基本预算盈余达到 GDP 的 4.2%, 高于国际债权人要求的 3.5%, 财政收入好转、财政支出受到良好控制, 若能持续维持财政盈余, 主权债务风险有望按照欧盟的预期得以控制。不过欧元区第二大经济体法国 2016 年财政赤字率为 3.40%, 仍然超过了 3.0% 的警戒线。在欧盟未来财政安排方面, 法国及德国有意推行欧元区财政政策一体化, 设立欧元区财长及欧元区整体预算, 但这一事项预计将面临巨大的挑战及不确定性。

图表 22：欧元区整体债务率（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 23：欧元区整体赤字率（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

五、地缘政治风险仍然存在

2017 年前三季度欧盟经济复苏状况良好，但是欧洲各国自身政治风险仍然存在，英国脱欧谈判的停滞、西班牙加泰罗尼亚地区的独立公投、德国的组阁失败以及即将到来的意大利大选，均可能对欧盟未来的发展造成一定影响。

自 2017 年 3 月英国与欧盟开始启动脱欧程序以来已经进行了六轮谈判，但双方并没有达成实质性的成果。双方在英国支付的补偿金额、英国脱欧后欧盟在英公民的权益等方面迟迟无法达成共识，导致脱欧谈判陷入僵局。若接下来的脱欧谈判仍然无法获得成果，在年内开始进行脱欧过渡期商讨的可能性则将大幅下降，对于双方来说，均将造成不良影响。

2017 年 10 月 1 日，加泰罗尼亚自治区举行“独立”公投，自治区议会同月 27 日单方面宣布该地区“独立”。西班牙中央政府认定“公投”违宪，并启动宪法第 155 条，当月 30 日正式收回加泰罗尼亚自治权，全面接管这一地区。公投以及政府的后续行动使得西班牙内部出现了一定的混乱，若无法良好控制，将造成一定的区域性风险。

2017年11月19日，德国自由民主党宣布退出组阁谈判，标志着德国政府本次组阁失败，将很可能重新进行大选。本次组阁谈判失败的主要原因在于自由民主党与绿党在移民政策的制定上有很大的分歧，无法达成共识。在此次谈判失败后，默克尔所领导的联盟党将面临三种选择，与第一大在野党社民党组成联合政府、与绿党组成少数派政府或者重新大选，但无论最终如何解决组阁问题，这次事件也说明德国各政党间出现了一定的分歧，不利于迅速组建一个强有力的政府。而作为欧盟经济的领头羊，德国若无法迅速完成政府组建，将对整个欧盟的经济发展带来重大负面影响。

意大利将在2018年大选，民粹政党“五星运动”异军突起，若“五星运动”获得大选胜利，有可能将推动意大利公投退出欧元区，作为欧元区内仅次于德、法的大国，若意大利退出欧元区，将对欧元以及整个欧盟造成不可估量的巨大影响。

上述欧盟内部所面临的**政治风险存在着一定的共性，近年来区域保护主义及民粹主义加剧，各国内部部分民众对一直以来的欧盟一体化进程抱有不满意的态度，这种不满由于金融危机的爆发而加剧，最终造成了现在的结果。但民粹主义及区域保护主义虽然短期内可以带来费用支出减少，财政赤字降低等好处，但长远来看不利于经济的持续健康发展。欧盟内部地缘政治风险是否能够妥善解决，是决定未来欧盟经济能否延续良好复苏态势的重要因素。

六、欧盟经济、政策总结及展望

2017年前三季度，虽然消费增速趋缓，在宽松货币政策以及全球经济复苏带动下，欧盟投资回升、对外贸易增长明显，经济复苏势头达到了近年来的最好水平。制造业及服务业PMI均保持高位运行，经济参与主体对未来经济前景持乐观态度，欧盟经济良好的复苏势头有望得以持续。随着通胀回升，欧央行将于2018年缩减购债规模，宽松货币政策进入新阶段，预期欧洲央行的量化宽松将遵循削减-停止-缩表的基本路径，最终与美联储紧缩货币政策趋同。欧元区的赤字水平及债务水平均出现了好转，德国与法国有意在欧元区内部推进财政一体化，进一步加深成员国之间的融合，对于巩固联盟具有重大积极意义，但短期内可能无法实现。目前，欧盟内部的政治风险仍不容忽视，英国脱欧谈判僵局、西班牙加泰罗尼亚地区独立公投、德国组阁失败以及即将到来的意大利大选说明欧盟内部的区域保护主义及民粹主义加剧，将对欧盟的一体化进程以及经济持续复苏带来一定不确定性。

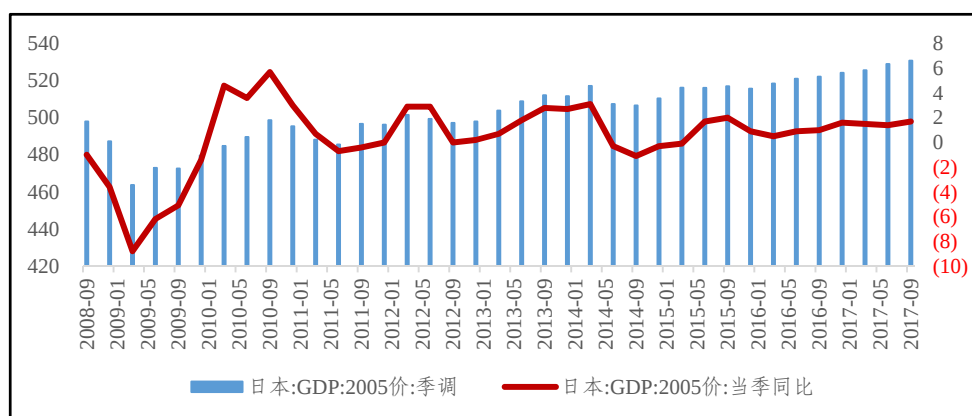
第三部分 日本经济温和复苏

得益于大规模的刺激政策以及较为良好的外部环境支持，2017 年前三季度，日本消费、投资和外贸均有所好转，经济呈温和复苏态势，但整体表现要逊于美欧。日本通胀水平有所回升，但离目标仍较远，超宽松货币政策料将持续，但考虑到美欧货币政策会受到一定限制；扩张性财政政策亦将持续，但财政压力较大，基础财政盈余较难达成。日本面临的结构化问题在短时间内难以得到解决，其内生增长动力仍显不足，在劳动生产率没有得到明显提升前，其经济增长基础仍不稳固。

一、经济温和复苏，景气度良好

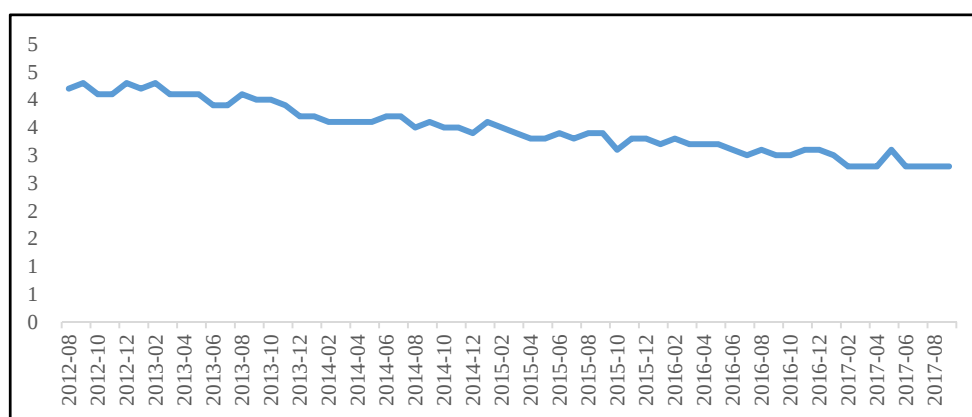
2017 年前三季度日本季调后实际 GDP 总量分别为 525.63 万亿日元、528.99 万亿日元和 530.80 万亿日元，分别同比增长 1.50%、1.40%和 1.70%，增速较 2016 年同期有所扩大，呈温和复苏态势。同时，日本的失业率继 2016 年之后继续探底，2017 年 9 月处于 2.8%的低位，显示出良好的就业形势。

图表 24：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

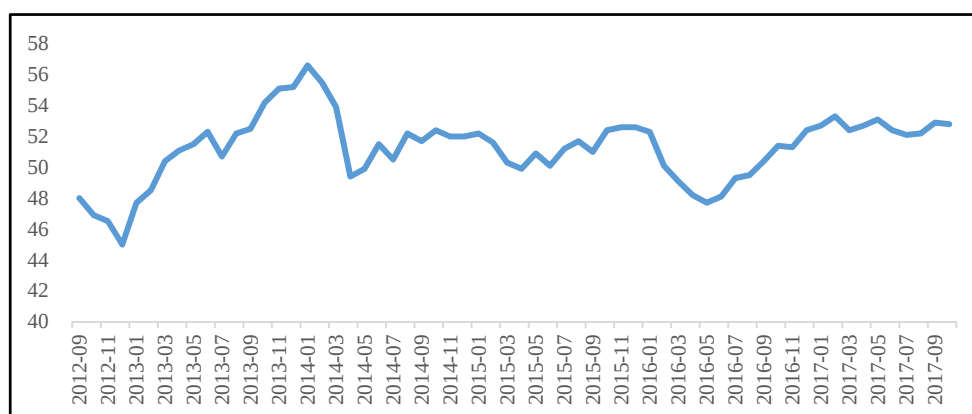
图表 25：日本失业率（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

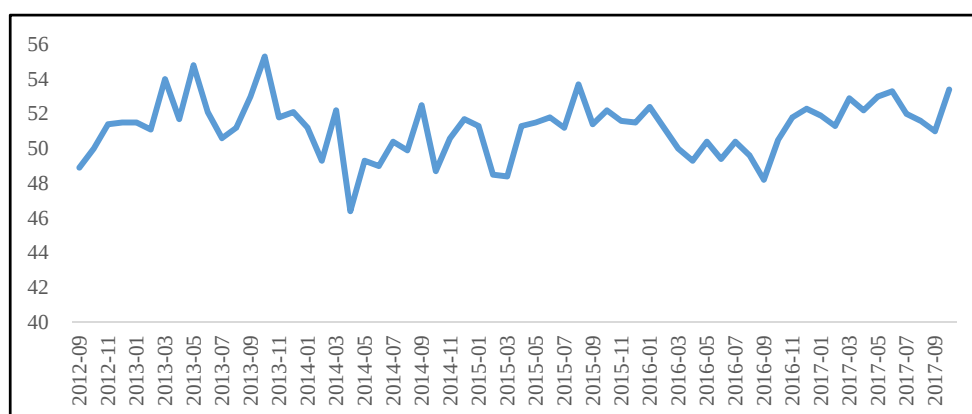
2017 年 1-10 月日本制造业及服务业 PMI 均表现良好，一直处于 50% 的枯荣线上方。其中，制造业 PMI 在 2 月达到 53.3%，为 2014 年 4 月上调消费税以来的最高值，此后小幅波动，但一直维持于 52.0% 上方；服务业 PMI 在 10 月份达到 53.4% 的年内最高值，亦是上调消费税以来的第二高点。日本制造业及服务业 PMI 虽均处扩张区间，但要明显弱于美欧，说明日本经济扩张步伐要逊于美欧。

图表 26：日本制造业 PMI（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 27：日本服务业 PMI（单位：%）



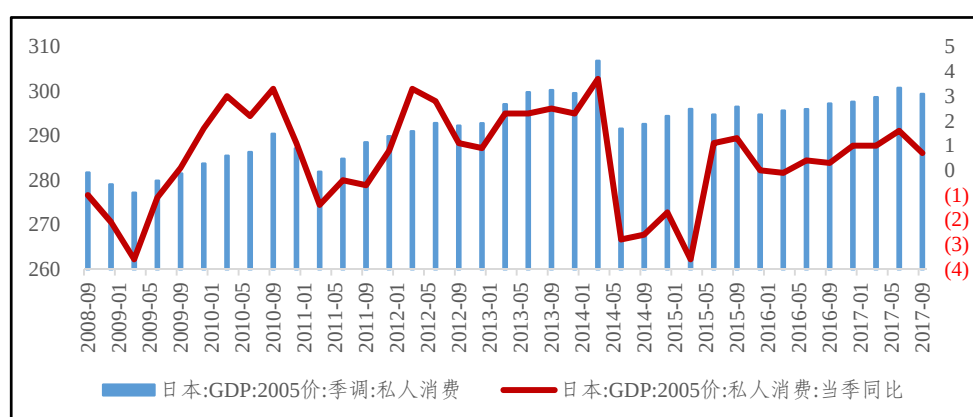
数据来源：Wind，新世纪评级整理

二、消费、投资、出口均有所好转

2017 年前三季度，在消费、投资、出口三项经济指标中，日本均呈现一定程度的好转，但消费和投资受 2014 年消费税上调的影响仍在持续。

2017 年前三个季度日本季调后不变价私人消费总额分别为 298.67 万亿日元、300.76 万亿日元和 299.37 万亿日元，同比增速分别为 1.00%、1.60% 和 0.70%，其中第二季度的 1.60% 是 2014 年 4 月上调消费税以来的最高水平，但第三季度的增速再次下滑，表明日本的消费仍然没有恢复至稳定增长的状态。同时，消费增速较消费税上调前相比仍较低。

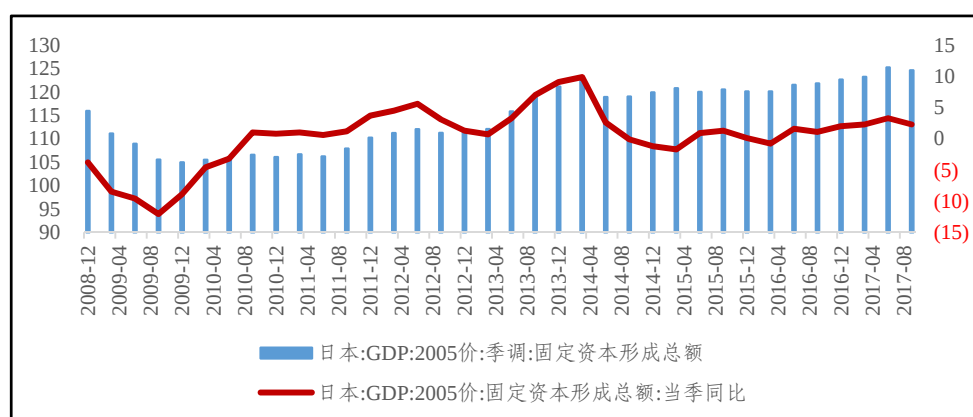
图表 28：日本私人消费及增速（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017 年前三季度日本季调后不变价固定资本形成总额分别为 123.21 万亿日元、125.22 万亿日元和 124.61 万亿日元，同比增速分别为 2.30%、3.30%和 2.30%，虽较 2016 年有所提升，但较消费税上调前亦不高。日本于 2016 年提出的 28 万亿日元的经济刺激计划，大部分资金已于 2017 年上半年开始陆续到位，在扩张性财政政策及超宽松货币政策双重支持下，日本的投资需求有望维持小幅扩张，有利于经济复苏。

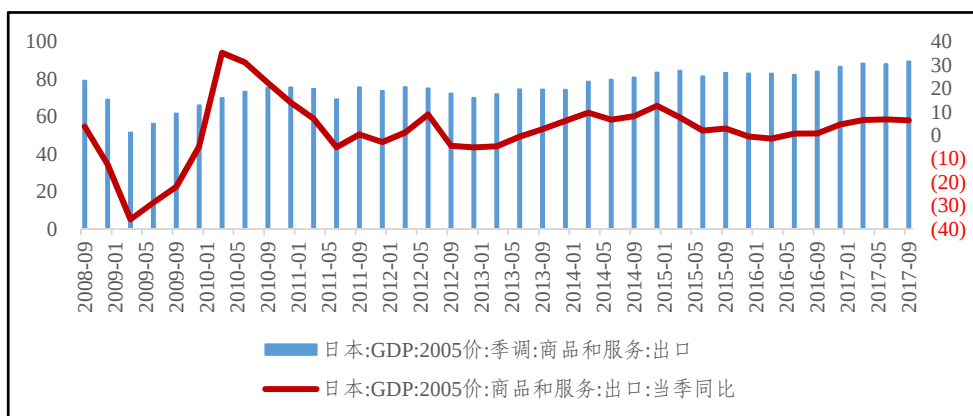
图表 29：日本固定资本形成总额及增速（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

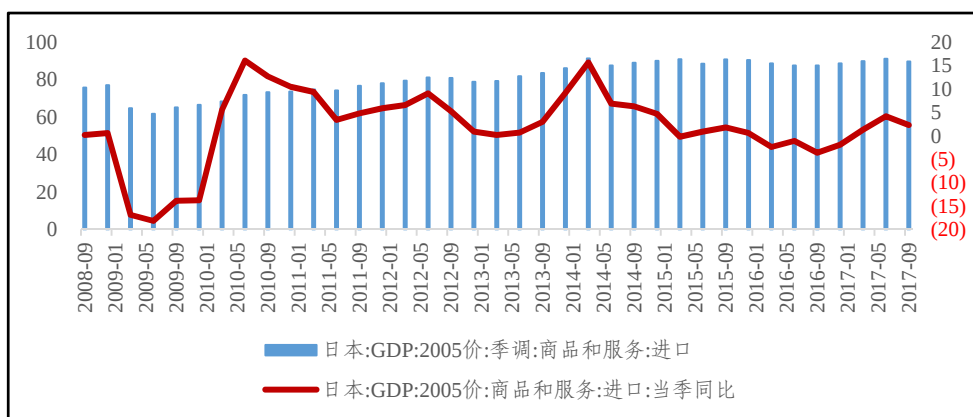
2017 年前三季度日本季调后不变价商品和服务出口总额分别为 88.30 万亿日元、88.12 万亿日元和 89.42 万亿日元，同比增速分别为 6.50%、6.80%和 6.40%，较 2016 年同期的-1.40%、0.70%和 0.80%明显上升，出口的明显增长是日本经济复苏的重要推力。日本出口数据的明显提升主要是得益于全球经济的持续复苏，但若英国脱欧等政治风险触发国际资本避险需求而导致日元升值，将对日本出口的持续增长造成不利影响。2017 年前三季度日本商品和服务进口总额也有所增长，分别为 89.97 万亿日元、91.23 万亿日元和 89.77 万亿日元，分别同比增长 1.30%、4.20%和 2.30%。

图表 30：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 31：日本商品和服务进口总值及增速（单位：万亿日元，%）



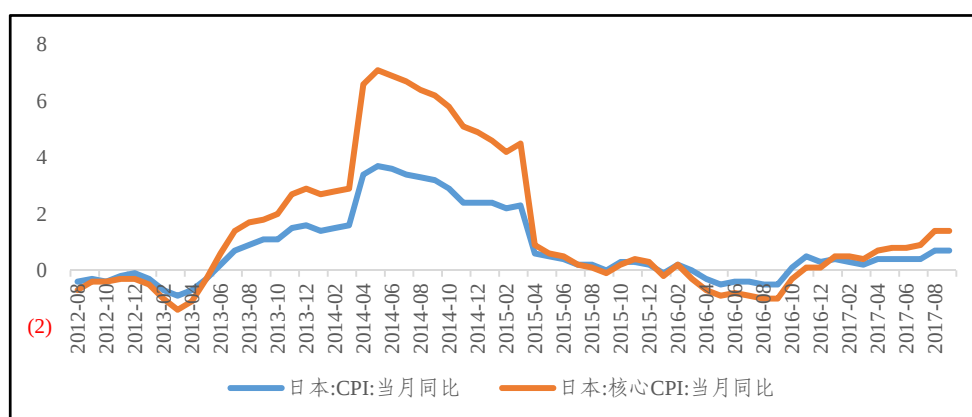
数据来源：Wind，新世纪评级整理

三、宽松支持下通胀有所回升，但距目标仍然较远

2017 年日本继续实施了以“负利率+修订版 QQE”为核心的超宽松货币政策，基准利率维持在-0.1%，年度基础货币扩容规模为 80 万亿日元，无限量购债计划维持直至 2%通胀目标达成。在财政政策方面，2017 年 9 月，日本政府将财政赤字政策的结束期限再一次推迟至 2021 年 3 月，并指示内阁制定规模约为 2 万亿日元的新经济刺激方案，扩张性财政政策将得到延续。

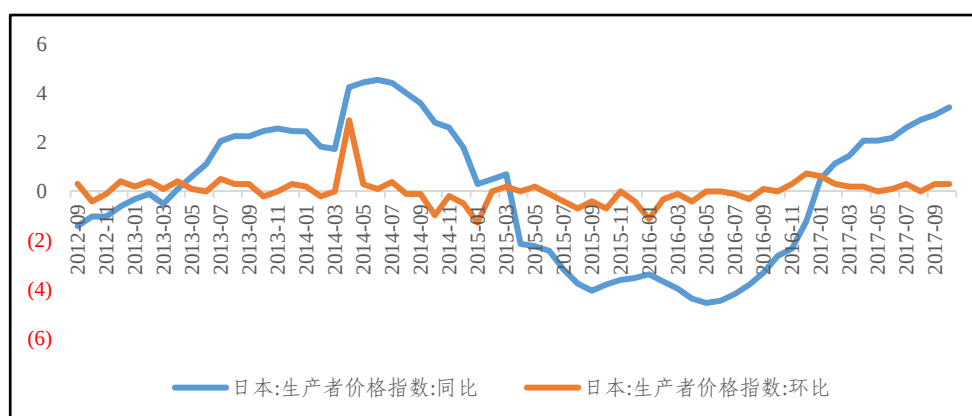
在超宽松货币政策、扩张性财政政策刺激下以及大宗商品价格回暖带动，日本的通胀中枢有所上移。2017 年 1-9 月日本通胀指标同比增幅逐步扩大，9 月 CPI 及核心 CPI 同比增速均达到了 0.7%，为近两年多以来的最高水平，通缩压力有所缓解，但距离日本央行的 2%通胀目标仍然有较大差距。PPI 方面，与 CPI 相似，2017 年 1-9 月日本 PPI 同比增幅亦逐步扩大，9 月为 3.12%，环比则大多正增长。与 CPI 涨幅相比，PPI 涨幅明显要高，后期上游价格上涨若逐步传导至消费端，日本的通胀水平继续向目标水平靠近的可能性较大。

图表 32：日本 CPI 增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 33：日本 PPI 增速（单位：%）



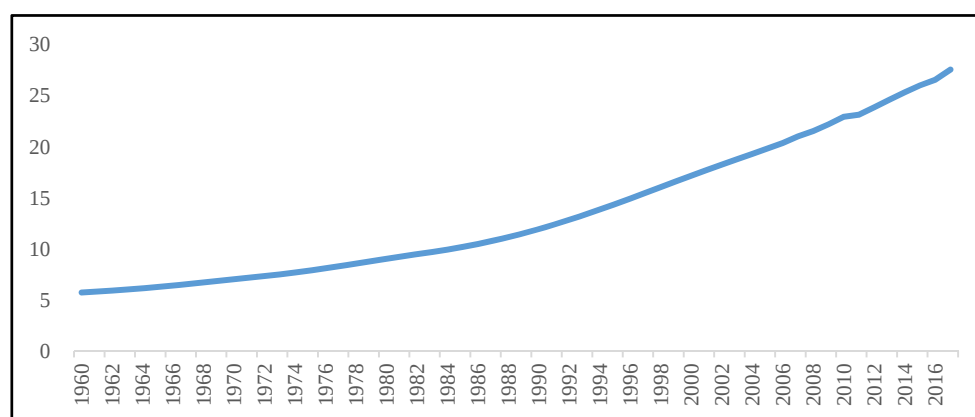
数据来源：Wind，新世纪评级整理

四、财政压力持续增大，债务问题存在风险

虽然 2017 年前三季度日本经济温和复苏，但主要是得益于大规模的刺激政策以及较为良好的外部环境支持，而日本少子化、高龄化以及劳动生产率较低的问题仍然没有缓解，其内生经济增长动力仍然不足。同时，高额的社会福利、经济刺激支出与迟迟无法完成的财政重建之间的矛盾使得日本政府面临巨大的财政压力，债务问题存在风险。

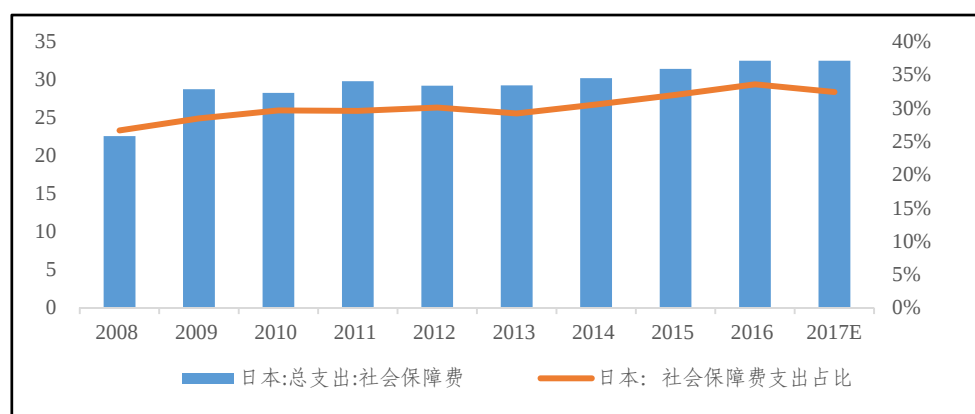
20 世纪中期以来，日本 65 岁以上人口占比不断提高，在 2017 年 5 月已达 27.58%。伴随着老龄化的不断加剧，日本政府所需的社会保障开支也不断增长，2016 年社会保障支出占政府支出的比例已达 33.57%，2017 年预算为 32.40%，对日本政府财政形成巨大压力。

图表 34：日本 65 岁以上人口占比（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

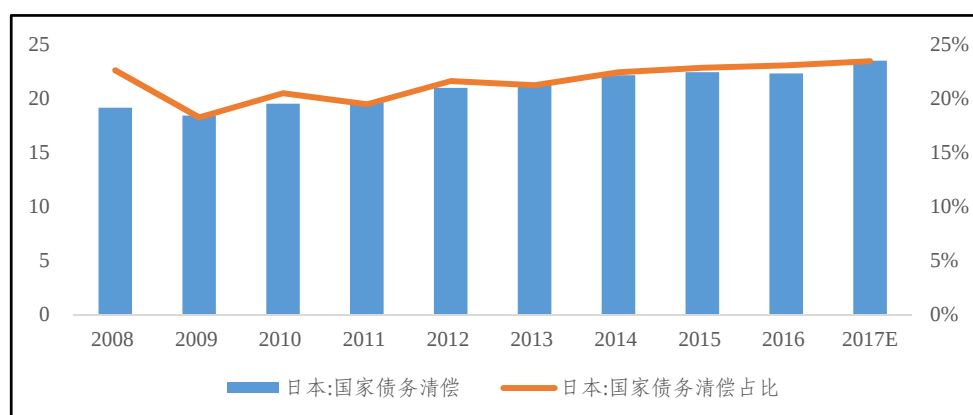
图表 35：日本社会保障费支出及占比（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

而为了应对巨额的社会保障费用支出以及对经济进行财政刺激，日本政府在税收收入不足的情况下不断增加赤字，其政府债务余额不断增加，每年用于债务清偿的财政支出也逐步增长，今年来已接近政府整体预算支出的四分之一。

图表 36：日本国家债务清偿及占比（单位：万亿日元，%）

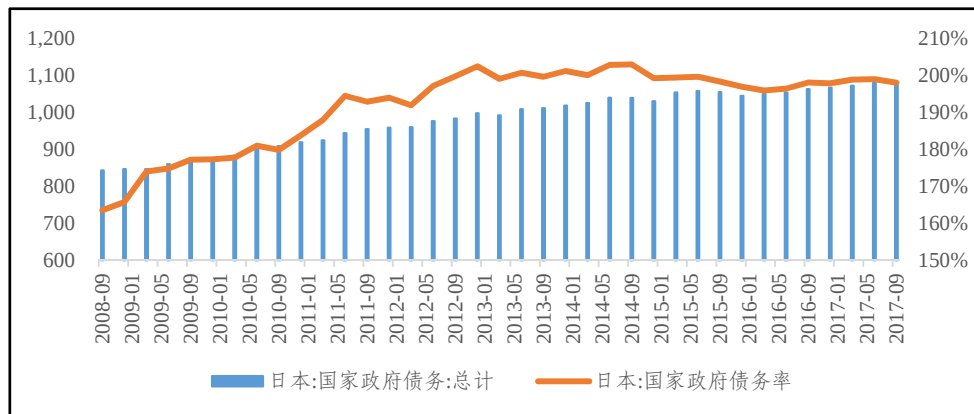


数据来源：Wind，新世纪评级整理

日本政府债务率虽在 2017 年小幅下降，但绝对水平仍较高，日本政府提出

在 2020 年实现国家及地方基础财政盈余，从而促使债务率逐步下降。但日本经济内生动力不足，基础财政盈余的目标将很难达成，而预期于 2019 年再次上调的消费税则很可能对私人消费和投资造成不良影响，影响经济复苏，从而无法达到增加财政收入的效果。

图表 37：日本国家债务余额及债务率（单位：万亿日元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

在当前社会保障及财政刺激需求继续增加，而财政盈余目标无法达成的结构性矛盾下，日本政府的债务风险将不断累积。而伴随美联储的加息以及欧盟量化宽松的缩减，日本继续实施超宽松货币政策的空间也将受到一定限制，而如何控制其长期国债收益率，减少国债利息支出，避免债务风险进一步扩大将成为日本的一大难题。

五、日本经济、政策总结及展望

2017 年前三季度，日本消费、投资和外贸均有所好转，经济呈温和复苏态势，但消费和投资受 2014 年消费税上调的影响仍在持续，经济增长基础仍不稳固。在超宽松货币政策及大宗商品价格回暖带动下，日本通胀水平有所回升但离目标仍较远，考虑到美联储已开始缩表并将逐步加息、欧洲央行也将缩减购债规模，日本央行虽仍将继续实施超宽松政策但会受到一定限制。因人口老龄化带来的巨额社会保障费用支出和扩张性财政政策对日本财政形成巨大压力，基础财政盈余目标较难实现。由于日本经济内需不足，从而经济增长主要依赖于外部市场，随着超宽松政策带来的刺激效应逐步褪去，经济内生增长动力的不足将对日本经济带来很大的不确定性。在日本经济的结构性矛盾得到解决、全要素劳动生产率得到明显提升之前，日本经济快速复苏的基础仍显不足，2018 年经济复苏加快的可能性不高。

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>