

2017年11月21日

# 繁华犹在

## ——2018年全球经济展望

### 相关研究

享受盛夏——2017 下半年全球经济报告  
(Word 版)

2017-9-19

享受盛夏——2017 下半年全球经济报告  
(PPT 版)

2017-7-12

配置优势出口产业链正当时——中国优势  
与一带一路再思考

2017-7-12

中国优势与一带一路——李一民

2017-3-21

殷忧启明

2016-1-15

### 证券分析师

李一民 A0230515080002

liy@swsresearch.com

李慧勇 A0230511040009

lih@swsresearch.com

### 研究支持

汤莹 A0230116080003

tangying@swsresearch.com

### 联系人

汤莹

(8621)23297818×010-66500578

tangying@swsresearch.com

感谢李华磊、王震霆对本报告的支持！

### 结论或投资建议：

- 从《殷忧启明》到《享受盛夏》，2018 年的全球经济延续增长的脚步，横跨美国、欧元区、英国、日本和新兴市场国家，全面性的经济扩张可望继续，然而通货膨胀水平整体平和。变化上，上行风险主要是特朗普减税可能带来的二次上冲，下行风险主要是英国脱欧、欧元区货币过早收紧，均可能带来复苏中断。日本的政策空间比较狭窄，资源出口类新兴市场的整体前景仍将好于制造业、加工业新兴市场国家。
- 美国，抱着银山盼金山。产出缺口在 2017 年逐步弥合，劳动力市场已进入充分就业状态，如果没有受到其他外部刺激，往往在这一阶段会在 2.0-2.5% 区间内温和扩张。看点在于，税改逐步推进，落地概率增加，特朗普此前已通过包含“和解指令”的 2018 财年预算案。税改如若落地将增加企业盈利，拉动消费和通胀，带动经济增长，白宫更表示在税改完成之后将会重点计划基建。以上政策的效果可望在 2018 年下半年开始显现，甚至不排除美国在潜在增长率水平之上运行。
- 对税改的最悲观底线是在 2018 年中期选举前，参众两院通过税改最终方案，提交总统签字生效。税改如果失败，不仅是其刺激作用无法实现，更是对信心的打击。尤其是企业利润方面，如果税改失败，市场对标普 500 指数企业的 ROE、ROA 净利润预测会下调，GDP 中的“非住宅固定资产投资”增速也要下调，美国复苏的第三小浪可能消退。
- 欧洲，还有一段好日子。欧元区及英国经济自身仍复苏良好，2017 年欧强美弱的格局主要在于欧洲货币政策上占了便宜。历史回顾表明，欧央行对经济过热以及通胀上行的容忍度高于美国。目前来看，受制于通胀上行的缓慢，欧央行的货币宽松至少可以延续至 2018 年下半年。在 10 月欧央行会议后，欧央行对于整体通胀信心不足，表示离货币政策拐点还有一段距离。英国脱欧问题仍是欧洲的一大风险。
- 日本，在温柔乡里忘了起床。我们对日本复苏的持续性较为谨慎，得益于外需回暖叠加“安倍的三支箭”作用，日本经济近年来呈现温和复苏态势，但安倍的政策主要停留在凯恩斯主义需求端动脑筋，没有见到能够有效提高生产率的结构改革措施。最近两年的复苏也严重依赖净出口的改善，2016 年净出口贡献率高达 64.76%，而净出口 2017 年下半年已开始回落。往前看，日本财政与货币政策的空间捉襟见肘，可能导致 2018 年日本的经济增速将有所回落。
- 新兴国家中，我们认为资源、材料出口型国家将在这轮世界贸易的复苏中获得更多的好处，例如巴西。与之相反，以加工出口为主的国家可能受到的拉动会相对有限，因为本轮发达国家需求发力具有特别的特征：美欧贸易保护主义抬头，减税潮来袭，部分制造业企业可能会转移回美欧，产业向发展中国家转移的速度放慢。最后，本轮周期，新兴市场国家与发达国家的货币政策一致性偏低，例如俄罗斯、印度、南非。伴随美欧央行逐渐结束极度宽松的货币政策，美欧利率上升，也对其资本流动形势和政策决策形成挑战。
- 提示三点风险，第一，美欧极右思潮的阴云仍未散去，贸易保护主义影响力仍存，2018 年全球贸易增速可能下降。第二，目前美欧的复苏主要带动的是中间品和资本品的进口，对消费品的拉动相对较少，通胀向下游传导的效应也不是很好。第三，美欧央行逐渐结束极度宽松的货币政策，造成美欧利率上升，对新兴市场的政策腾挪产生压力。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1 美国抱着银山盼金山 .....</b>	<b>7</b>
1.1 产出缺口逐渐弥合 .....	7
1.2 核心通胀温和向上 .....	9
1.3 劳动力市场充分就业 .....	12
1.3.1 失业率达到历史低点 .....	12
1.3.2 失业率和劳动参与率长期分化 .....	13
1.3.3 美国劳动力市场进入充分就业阶段 .....	15
1.4 税改提振信心、货币节奏延续 .....	15
1.4.1 税改进展与参众两院最新税改方案 .....	15
1.4.2 税改是否增加了企业利润? .....	18
1.4.3 美联储货币政策节奏延续 .....	19
1.5 美国经济存在的风险 .....	21
<b>2 欧洲还有一段好日子 .....</b>	<b>21</b>
2.1 宽松货币为经济复苏提供良好环境 .....	21
2.1.1 资本形成与净出口交替推动欧元区经济复苏 .....	21
2.1.2 低通胀与宽松货币政策为投资提供有利环境 .....	22
2.1.3 劳动力市场改善以及经济去杠杆支撑经济发展 .....	23
2.2 欧央行加息预期大概率在 2018 年下半年 .....	24
2.2.1 从欧洲央行历次加息的政策目标来看, 控制通胀是首要考虑 .....	24
2.2.2 通胀率突破警戒线且有持续恶化趋势, 是欧洲央行决定加息的逻辑前提 .....	25
2.2.3 目前欧元区 HICP 指数继续上行趋势偏弱, 欧洲央行加息较为犹豫 .....	25
2.3 美德债券收益率分化, 两者息差或将扩大 .....	26
2.3.1 欧元区量化宽松政策延续, 德国债券收益率或将维持平稳波动 .....	26
2.3.2 美国正值加息周期, 美债收益率预计小幅上涨 .....	27
<b>3 日本在温柔乡里忘了起床 .....</b>	<b>28</b>
3.1 得益于外需回暖, 日本经济近年来呈现良好态势 .....	28
3.2 日本 CPI 仍面临通缩压力, 短期内较难突破 2% .....	28
3.3 长期增长前景堪忧, 政策的空间很窄 .....	29
<b>4 全球贸易持续增长但有所降速 .....</b>	<b>30</b>
<b>5 不得不提的三点风险 .....</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1 IMF 再次上调对全球经济预测 .....	5
图 2 OECD 发达经济体增长先行指标 .....	7
图 3 OECD 新兴经济体增长先行指标 .....	7
图 4 美国实际 GDP 增长率按支出法分项拆分 .....	8
图 5 IMF 对美国实际产出缺口和实际 GDP 的预测 (括号中为 IMF 报告的时间)	8
图 6 基于 CBO 潜在产出的美国产出缺口 .....	8
图 7 美国增加值份额最大的五个行业 .....	9
图 8 美国工业的产能利用率 .....	9
图 9 对 PCE 的短期预测 .....	10
图 10 产出缺口, 失业率和通胀 .....	11
图 11 美国长期的菲利普斯曲线 .....	11
图 12 美国失业率持续下降, 就业人数不断增加 .....	12
图 13 美国失业人口持续下降 .....	13
图 14 失业率与劳动参与率的长期分化 .....	13
图 15 主动放弃工作人群的年龄结构拆分 .....	14
图 16 美国职位仍多空缺 .....	15
图 17 税改法案立法进程 .....	16
图 18 目前美国上市公司所得税支出占利润比重较大 .....	19
图 19 目前美国上市公司所得税支出占利润比重较大 .....	19
图 20 美联储 9 月议息会议点阵图 .....	20
图 21 鲍威尔 6 月 1 日演讲所使用的缩表进程图 .....	20
图 22 美国企业利润和非住宅固定资产投资出现回调 .....	21
图 23 欧元区 (17 国) 经济增长构成 .....	22
图 24 欧元区 HICP 与核心 HICP 指数 .....	23
图 25 欧元区就业改善好于预期 .....	23
图 26 欧元区家庭部门、非金融企业、政府部门杠杆率 (负债/GDP, 单位: %) .....	24

图 27 欧元区 HICP 指数与石油现货价指数.....	25
图 28 欧洲央行关于 HICP 的预测.....	26
图 29 德国 10 年期国债收益率与 GDP 增速、CPI 相关关系 .....	26
图 30 美国 10 年期国债收益率与 GDP 增速、CPI 相关关系 .....	27
图 31 美德十年期国债收益率差与 GDP 增速差.....	27
图 32 日本经济增长及其构成 .....	28
图 33 日本通胀率变动趋势 .....	29
图 34 日本失业率与就业结构 (万人) .....	29
图 35 全球贸易总量指数 (实际值, 排除汇率、商品价格影响) 同比 .....	30
图 36 美国进口中间品和资本品的增长率快于消费品.....	32
图 37 欧洲进口中间品和资本品的增长率快于消费品.....	32
图 38 巴西的出口 (美元, 同比) 受到了较大的拉动.....	32
图 39 中国出口 (美元, 同比) 得到的拉动相对较小.....	32
图 40 巴西基准利率、汇率和 GDP.....	33
图 41 俄罗斯基准利率、汇率和 GDP .....	33
图 42 印度基准利率、汇率和 GDP.....	33
图 43 南非基准利率、汇率和 GDP.....	33
表 1 全球及主要经济体 GDP 增速的预测.....	6
表 2 11 月税改方案与历史税改框架、现行税制对比 .....	17
表 3 特朗普相关财政政策汇总.....	18
表 4 IMF 调低日本 2018 年增速的因素分解 .....	30

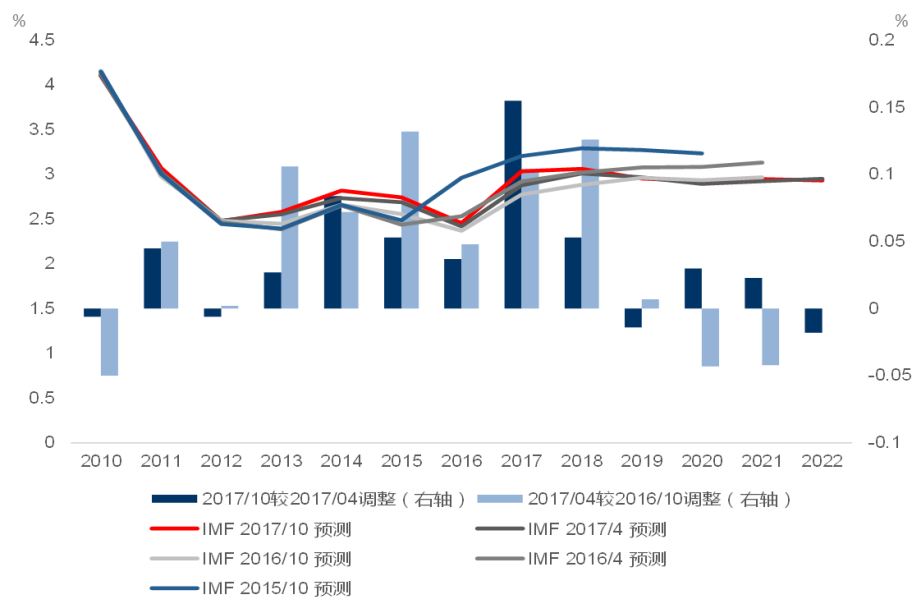
2018年，全球经济有望延续增长的脚步，横跨美国、欧元区、英国、日本和新兴市场国家继续全面性的经济扩张，然而通货膨胀水平整体平和。风险上，上行风险主要是特朗普减税可能带来的二次上冲，下行风险主要是英国脱欧、欧元区货币过早收紧，均可能带来复苏中断。

我们认为美国税改逐步推进，落地概率增加。税改落地将增加企业盈利，拉动消费和通胀，带动经济增长，白宫更表示在税改完成之后将会重点计划基建，政策效果可望在2018年下半年开始显现。欧元区及英国经济自身仍复苏良好，2017年欧强美弱的格局主要在于欧美货币政策的分化，目前来看政策宽松至少可以延续至2018年下半年。在10月欧央行会议后，欧央行对于整体通胀信心不足，表示货币政策拐点还有一段距离，英国脱欧问题仍是欧洲的一大风险。

我们对日本复苏的持续性较为谨慎，得益于外需回暖叠加“安倍的三支箭”作用，日本经济近年来呈现温和复苏态势，但因安倍的政策主要停留在凯恩斯主义需求端动脑筋，没有实质见到能够有效提高生产率的结构改革措施，财政与货币政策的空间捉襟见肘，可能导致明年日本的经济增速将有所回落。

新兴国家中，我们认为资源、材料出口型国家将在这轮世界贸易的复苏中获得更多的好处，例如巴西。反而本轮发达国家需求发力具有十分特别的特征，导致以加工出口为主的国家可能受到的拉动会相对有限：美欧贸易保护主义抬头，减税潮来袭，部分制造业企业可能会转移回美欧，产业向发展中国家转移的速度放慢。最后，本轮新兴市场国家与发达国家的货币政策一致性偏低，例如俄罗斯、印度、南非，伴随美欧央行逐渐结束极度宽松的货币政策，美欧利率上升，也对新兴市场资本流动形势和政策决策形成挑战。

图1 IMF再次上调对全球经济预测



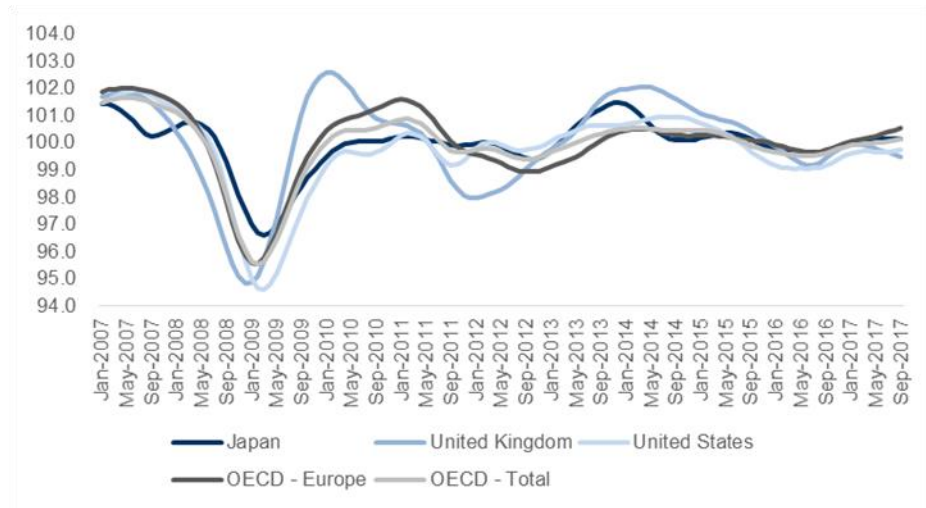
资料来源：IMF，申万宏源研究

表 1 全球及主要经济体 GDP 增速的预测

	2017F		2018F		
<b>全球</b>					
彭博一致预期(根据各国预测值加权平均)	3.5		3.6		
IMF	3.6		3.7		
世界银行	2.7		2.9		
申万宏源	3.5		3.6		
<b>季度拆分</b>	<b>2017Q4F</b>	<b>2018Q1F</b>	<b>2018Q2F</b>	<b>2018Q3F</b>	<b>2018Q4F</b>
申万宏源	3.5	3.5	3.7	3.7	3.6
<b>美国</b>					
彭博一致预期(同比)	2.2		2.4		
IMF	2.2		2.3		
世界银行	2.1		2.2		
申万宏源	2.3		2.4		
<b>季度拆分</b>	<b>2017Q4F</b>	<b>2018Q1F</b>	<b>2018Q2F</b>	<b>2018Q3F</b>	<b>2018Q4F</b>
申万宏源	2.8	2	2.5	2.4	2.4
<b>欧元区</b>					
彭博一致预期	2.2		1.8		
IMF	2.1		1.9		
世界银行	1.7		1.5		
申万宏源	1.9		1.8		
<b>季度拆分</b>	<b>2017Q4F</b>	<b>2018Q1F</b>	<b>2018Q2F</b>	<b>2018Q3F</b>	<b>2018Q4F</b>
申万宏源	1.8	2	1.8	1.8	1.7
<b>日本</b>					
彭博一致预期	1.5		1.1		
IMF	1.5		0.7		
世界银行	1.5		1		
申万宏源	1.5		1.1		
<b>季度拆分</b>	<b>2017Q4F</b>	<b>2018Q1F</b>	<b>2018Q2F</b>	<b>2018Q3F</b>	<b>2018Q4F</b>
申万宏源	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1
<b>金砖五国</b>					
彭博一致预期	2.6		3.95		
申万	2.9		3		

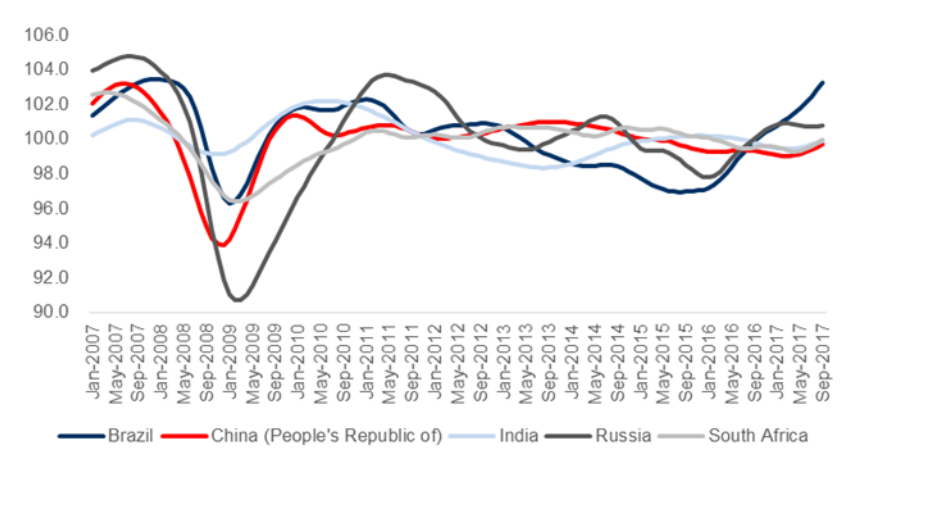
资料来源：彭博、IMF、联合国、申万宏源研究

图 2 OECD 发达经济体增长先行指标



资料来源：OECD，申万宏源研究

图 3 OECD 新兴经济体增长先行指标



资料来源：OECD，申万宏源研究

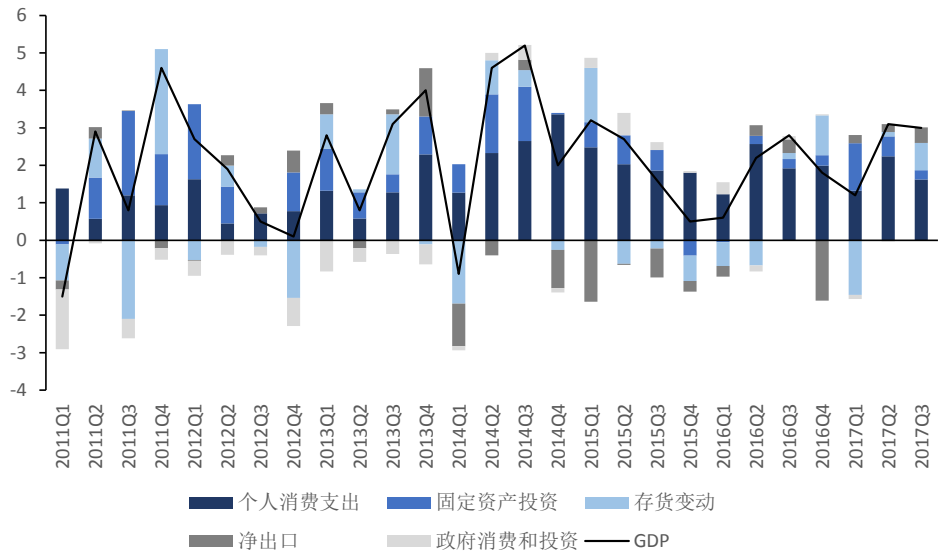
## 1 美国抱着银山盼金山

### 1.1 产出缺口逐渐弥合

美国经济增长势头仍然强劲。根据 BEA 公布的数据，美国 2017 年二季度实际 GDP 年化季环比增长 3.1%，三季度第一次估计增长 3.0%，呈现出极好的上升势头。其中，设备投资在二季度、三季度分别增长了 8.8% 和 8.6%；库存增加也在三季度的增长中起到了重要的作用。消费方面，商品消费从一季度的 0.7%，增长到二季度的 5.4% 和 4.2%，整体较为强劲。服务消费在三季度有所减缓，为 1.5%。

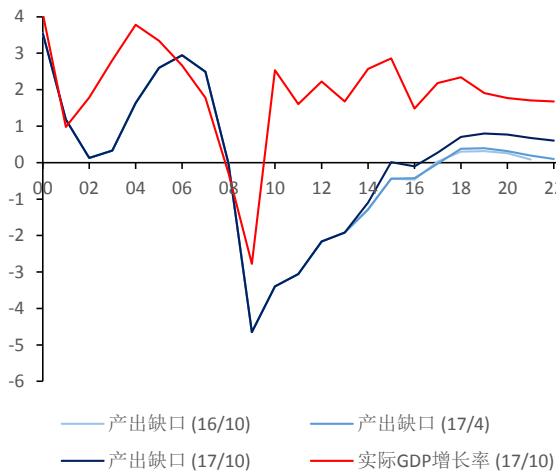


图 4 美国实际 GDP 增长率按支出法分项拆分



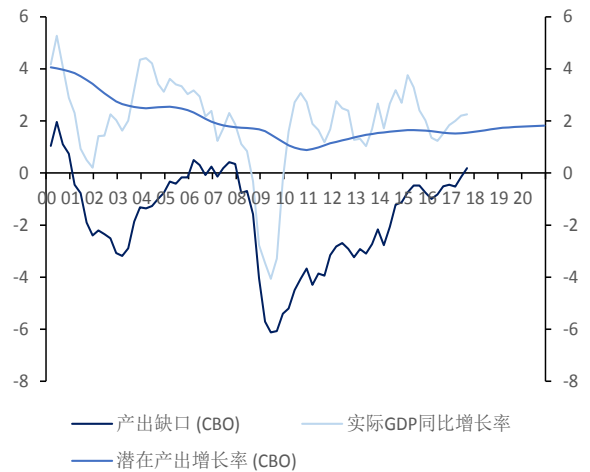
资料来源：BEA，申万宏源研究

图 5 IMF 对美国经济产出缺口和实际 GDP 的预测(括号中为 IMF 报告的时间)



资料来源：IMF，申万宏源研究

图 6 基于 CBO 潜在产出的美国产出缺口



资料来源：WIND，申万宏源研究

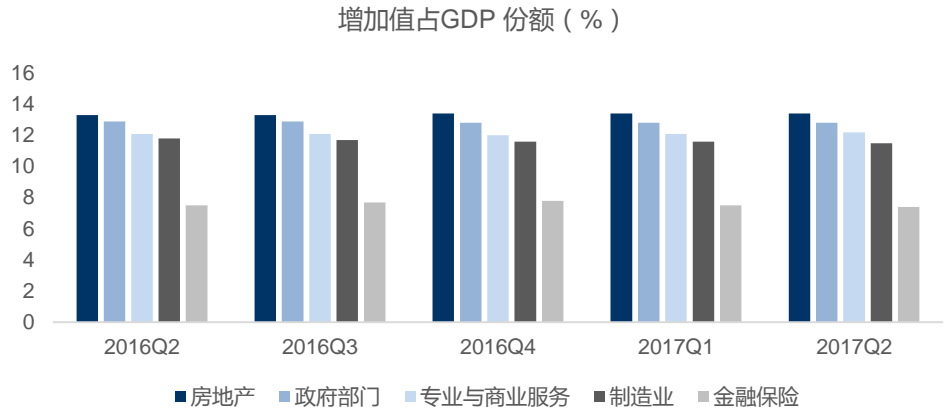
产出缺口 =  $100 \times (\text{实际 GDP 值} - \text{潜在 GDP 值}) / \text{潜在 GDP 值}$ ，实际 GDP 增速快于潜在 GDP 增速意味着负产出缺口缩小或正产出缺口加大。

由于美国经济增长强劲，根据 IMF 和 CBO 的预测，美国的产出缺口都将在 2017 年被补上。由于增长的惯性，美国经济可能在短时间保持较快增长，长期增速会回归到 2% 左右。

根据美联储圣路易斯分行的数据，我们分析了自 2016 年第二季度到 2017 年第二季度，美国各行业增加占 GDP 份额最大的五个行业，分别为房地产、政府部门、专业与商业服务、制造业以及金融保险业。



图 7 美国增加值份额最大的五个行业

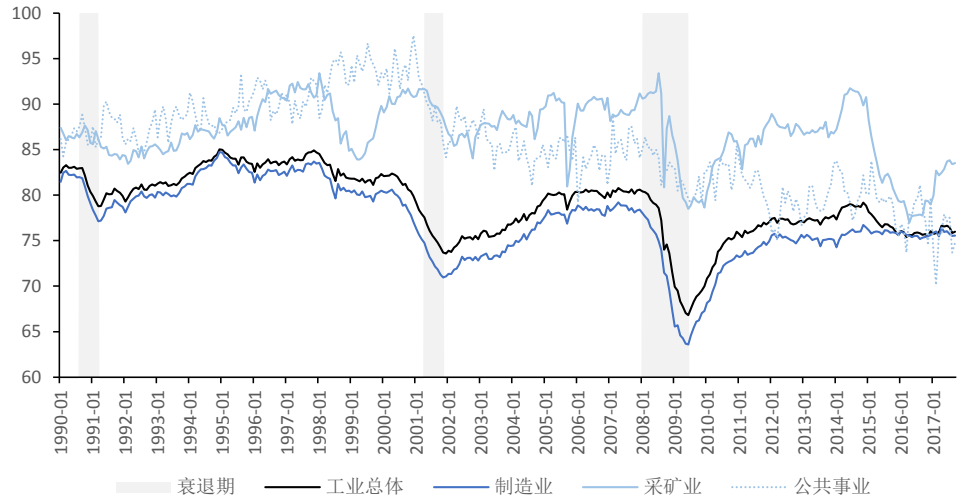


数据来源：美联储圣路易斯分行，申万宏源

我们预计美国增长的动量仍然存在，税改如果通过会刺激美国经济，而目前较高的信心也会撑托美国经济的增长。总而言之，美国经济在 2018 年可能会在潜在增长率以上运行。

在产能利用率方面，工业整体仍然比较平稳。工业整体和制造业的产能利用率维持在 75%左右。但采矿业（包含石油等能源开采部门）产能利用率却随着油价和其他大宗商品价格回升而一路升高，9 月采矿业的产能利用率超过了 83%。

图 8 美国工业的产能利用率



资料来源：WIND，申万宏源研究

## 1.2 核心通胀温和向上

我们认为经济扩张支持核心通胀温和上行，油价上升会拉动用整体 PCE 衡量的广义通胀在 2018 上半年上升，但油价企稳后整体 PCE 会在下半年回落。

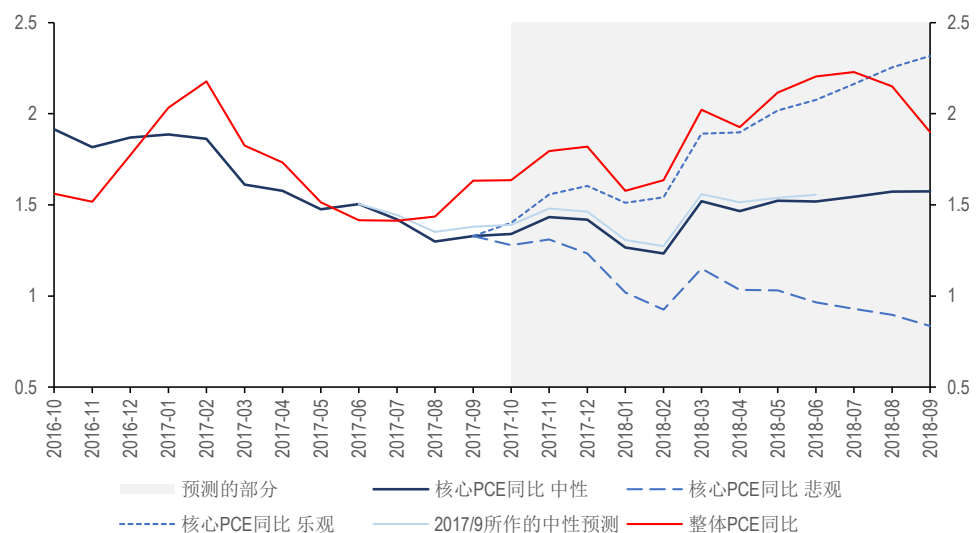
先说核心通胀，我们在此前发布的《还在信仰菲利普斯曲线吗——美国通胀及其研究方法的四种误区》中提到，以核心 PCE 衡量的美国通胀在短期内难有大的改善，我们目前仍然维持这一看法。

进入 2017 年三季度，核心 PCE 同比通胀率进一步下跌，7-9 月分别为 1.42%、1.30% 和 1.33%，比我们在此前做的中性预测更低。其中，除能源、食品的商品价格在 7-9 月同比分别下降 0.43%、0.82% 和 0.97%；房屋租金的同比通胀率稳定在 3.3%-3.4% 之间，环比通胀率在近半年里维持在 0.25% 每月左右（除 8 月较高，可能受大学生租房的影响）；医疗服务的同比通胀率下降到 1.2% 左右；金融服务方面，商业银行费用的增加势头减缓，加上基数效应，拉低了金融服务的通胀水平，金融服务在 8-9 月的同比通胀率降到 3% 以下。

和之前一样，我们认为房屋租金、医疗服务和金融服务都难以出现特别大的通胀。但商品价格的可能会因为目前全球原材料价格的上涨而走平，油价和原材料价格的上涨也会逐渐传递到所有的行业。中性预测下，美国核心 PCE 通胀在中期会维持在 1.6% 左右。如果商品价格受原材料影响明显改善，则可能会进一步升高。

但对整体 PCE 来说，能源价格指数将受到油价上升的影响。如果我们假设油价可以在明年 1 月上冲到 55 美元/桶以上，甚至 65 附近（以 WTI 现货价格衡量），此后保持大致稳定；而粮食价格保持年增长 2%——则基于对核心 PCE 的中性预测，整体 PCE 可能会在明年 3 月达到 2%，之所以通胀没有很快达到 2% 是因为 2017 年 1-2 月通胀较高的基数效应的作用；而中期油价上涨的因素消散后，整体 PCE 会达到 1.8% 附近震荡。

图 9 对 PCE 的短期预测

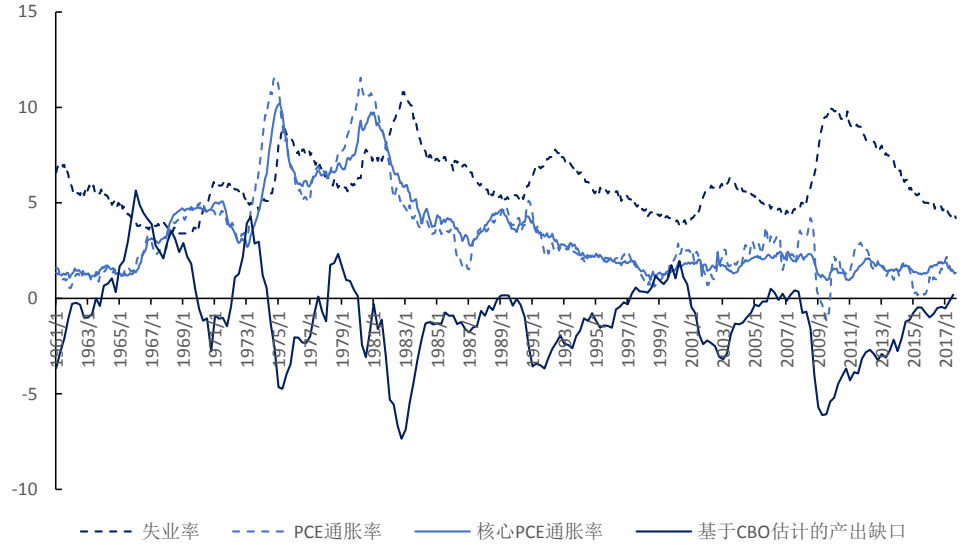


注：图中红线是对整体 PCE 的预测，其基于对核心 PCE 的中性预测，并假设油价（WTI 现货）在 1 月达到 62 美元/桶，此后稳定在 62 美元左右。

资料来源：BEA，申万宏源研究

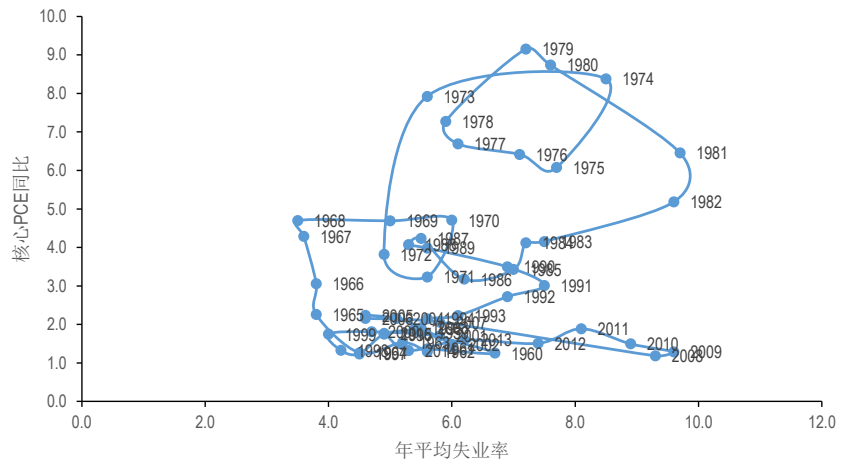
另外，做一点补充。有一种自然的观点认为，美国产出缺口合上可能会对通胀产生向上的压力，我们认为这一论断并不严谨。产出缺口是一个“人造”的变量，是用GDP增长率、通胀、失业率这些变量算出来的，通过图10可以看到，利用CBO数据算出的产出缺口，和失业率存在非常强的负相关关系。因此，与其讨论产出缺口和通胀存在关系，不如讨论失业率和通胀的关系，也就是菲利普斯曲线。但今年我们都看到，失业率已经降到4.1%，可以说非常低了，但通胀仍然不见起色。这背后定然存在结构性的因素。因此，用产出缺口合上来论证通胀将会升高可能是不合适的。

图 10 产出缺口，失业率和通胀



资料来源：BEA，申万宏源研究

图 11 美国长期的菲利普斯曲线



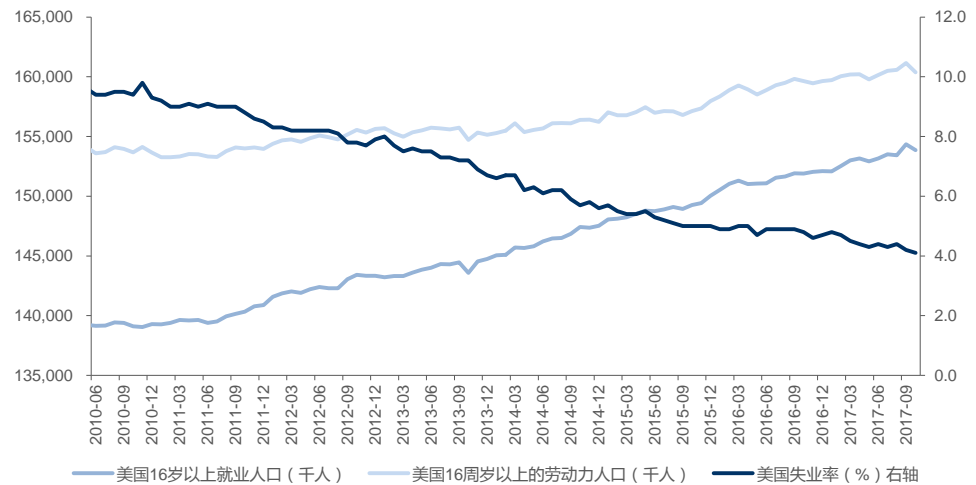
资料来源：Fed St. Louis，申万宏源研究

## 1.3 劳动力市场充分就业

从 2016 年 5 月开始，美国失业率已连续 12 个月低于 5%，且在此期间仍呈现缓慢下降的趋势。2017 年下半年以来美国就业人数保持了上升态势，失业率持续走低，2017 年 10 月份的最新失业率 4.4% 则是达到历史低点。经济形势仍然乐观，劳动力市场依旧强劲，我们认为，美国劳动力市场已进入到充分就业阶段。

### 1.3.1 失业率达到历史低点

图 12 美国失业率持续下降，就业人数不断增加



资料来源：BEA，申万宏源研究

细分来看，通过对失业率公式的拆分以及分析，我们可以看出失业人数大幅减少是失业率下降的主要原因，其贡献率高达 95.25%；而 16 岁以上劳动力人数虽增加但变动不大，贡献仅为 4.75%。

$$\text{失业率} \downarrow = \frac{\text{失业人数} \downarrow}{\text{失业人数} + \text{就业人数} \uparrow} = \frac{\text{失业人数}}{16 \text{ 岁以上劳动力人数}}$$

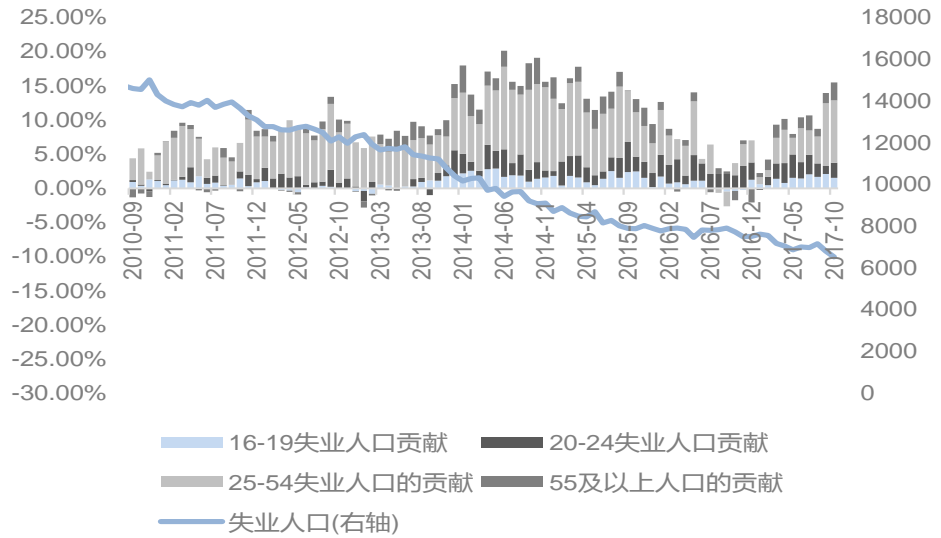
$$\begin{aligned} \ln(\text{失业率}) &= \ln(\text{失业人数}) - \ln(16 \text{ 岁以上劳动力人数}) \\ &= \ln\left(\frac{2017\text{OCT 失业人数}}{2009\text{OCT 失业人数}}\right) - \ln\left(\frac{2017\text{OCT 16 岁以上劳动力人数}}{2009\text{OCT 16 岁以上劳动力人数}}\right) \\ &= -0.8569 - 0.0427 = -0.8996 \end{aligned}$$

$$\text{失业人数贡献率} = \frac{-0.8569}{-0.8996} = 95.25\%$$

而在失业人数中，年龄层 25-54 岁中年人失业人口从 08 年金融危机之后持续下降。而近两个月的明显增加主要原因是失业人口的显著减少，而造成这个年龄层失业的占比增加。2017 年下半年以来，虽然 25-54 岁中年人失业人口占比有所增加，但随着失业人口总量的下降，中年失业人数总量依然处于下降的态势。总体说来，此年

龄层的中年人就业恢复，其次是 20-24 岁的年轻人。可退推断美国适龄劳动力群体的就业情况已经恢复，显示出经济和劳动力市场的健康发展。

图 13 美国失业人口持续下降

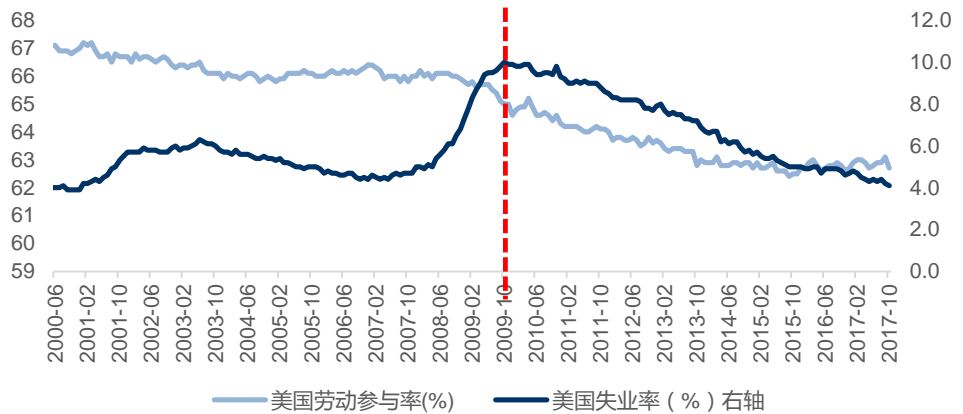


资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

### 1.3.2 失业率和劳动参与率长期分化

而低失业率和低劳动参与率同时达到历史低点，这个矛盾组合则解释了由于无法找到新工作而永久退出劳动力市场的人。

图 14 失业率与劳动参与率的长期分化



资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

我们先对劳动参与率进行了拆分，从公式中可以看出人口数的增速比起劳动力人数的增速明显更快，主要是美国人口上升导致了劳动参与率的下降，贡献率高达 237%。分子中再进行拆分，可以看出，在找工作的人数在下降，这有两种可能性：一、正在找工作的人中有一部分人找到了工作，而被重新划分为有工作的人；二、部分找工作的人群选择退出劳动力市场，因此不再被计算为找工作的人。

$$\text{劳动参与率} \downarrow = \frac{16 \text{ 岁以上劳动力人数} \uparrow}{16 \text{ 岁以上人口数} \uparrow} = \frac{\text{有工作的人} \uparrow + \text{正找工作的人} \downarrow}{16 \text{ 岁以上人口数} \uparrow}$$

$$\begin{aligned} \ln(\text{劳动参与率}) &= \ln(\text{劳动力人数}) - \ln(16 \text{ 岁以上的人口}) \\ &= \ln\left(\frac{2017 \text{ OCT 劳动力人数}}{2009 \text{ OCT 劳动力人数}}\right) - \ln\left(\frac{2017 \text{ OCT } 16 \text{ 岁以上的人口}}{2009 \text{ OCT } 16 \text{ 岁以上的人口}}\right) \\ &= 0.043 - 0.074 = -0.031 \end{aligned}$$

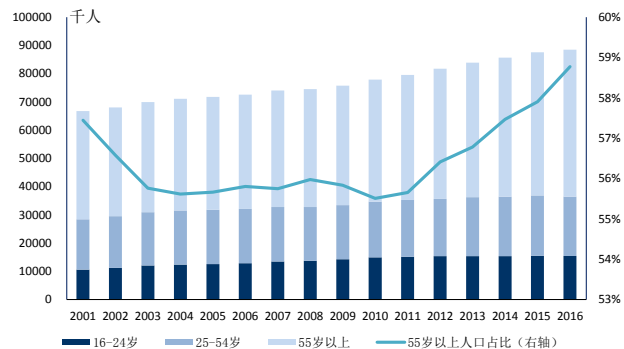
$$16 \text{ 岁以上人口贡献率} = \frac{-0.074}{-0.031} = 236.9\%$$

数据显示，所有退出劳动力市场的人群中，主动而自愿退出劳动力市场的人占93%左右，从下面的图15可以看出，2011年以来美国55岁以上人口占比不断攀升，因此可以印证自愿退出劳动力市场的最主要原因是老龄化。占美国总人口的三分之一“婴儿潮”世代（出生于1946年到1964年之间的人群）从2000年之后就逐步迈入退休年纪，退休之后他们永远地离开了劳动力市场，显著拉低美国的劳动参与率。

此外，我们观察到劳动参与率自从2000年4月达到峰值67.3%后就呈现持续的下降趋势，金融危机之后的下跌很大一部分是延续之前的结构性下跌，而并非全是出于金融危机的周期性负面影响。老龄化等人口学、社会学因素是造成结构性下跌的主要原因。

并且我们观察到在金融危机之后，劳动参与率的下滑加速了。白宫经济咨询委员会的一项相关研究表明：从2007年到2014年中劳动参与率的下滑有二分之一是由于人口老龄化，六分之一是由于危机导致的周期性下滑，还有三分之一则是由其他危机前就存在的结构性趋势和危机罕见的严重性所导致的。我们认为危机加速了劳动参与率的下滑，却并非主要原因。我们还观察到劳动参与率在2004—2008、2013至今出现过短暂的停止下滑，这说明短周期的经济强劲以及就业的恢复足以抵抗长周期的下滑。

图 15 主动放弃工作人群的年龄结构拆分

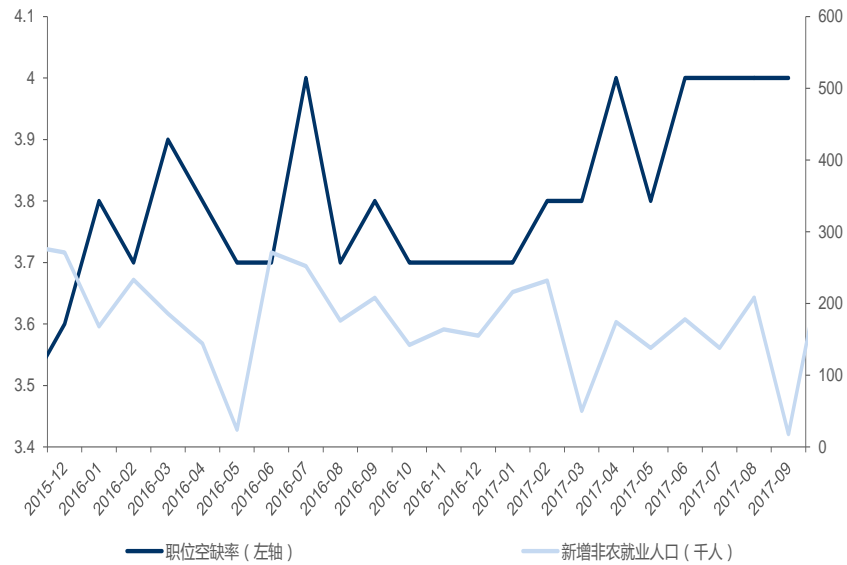


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

### 1.3.3 美国劳动力市场进入充分就业阶段

我们认为美国劳动力市场已进入充分就业阶段，从失业率和劳动参与率来看，失业人数持续减少，适龄劳动力群体的就业已经恢复；劳动参与率的下滑则很大程度上是由于长周期人口因素和社会因素的结构变化，而非危机后经济低迷周期性地拉低；2013年后，劳动参与率也维持在一个较为稳定的水平，停止下滑；2017年下半年后，职位空缺率持平，新增非农就业人数保持平稳，因此，我们认为美国劳动力市场强劲，进入充分就业阶段。

图 16 美国职位仍多空缺



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

## 1.4 税改提振信心、货币节奏延续

### 1.4.1 税改进展与参众两院最新税改方案

此前参众两院已经通过 2018 财年预算最终法案，同时通过的还有“和解指令”，即允许参议院以简单多数（51 票）就可通过税改最终法案，进而可以达到共和党在参议院席位的票数，为税改扫清重大障碍。11 月 2 日公布的众议院税改法案标志着特朗普税改法案正式进入立法程序。

从程序上来看，参众议员各出一个版本的税改法案之后，在两院投票通过，之后还要对两个版本的分歧进行协调，协调之后的版本会再在两院投票，通过之后总统签字。正如我们之前所说，税改正在按部就班的进展，之前白宫给的税改法案还会受到进一步调整，相关条款也会有修改的可能性。目标是使美国国会在今年年底通过税改法案。

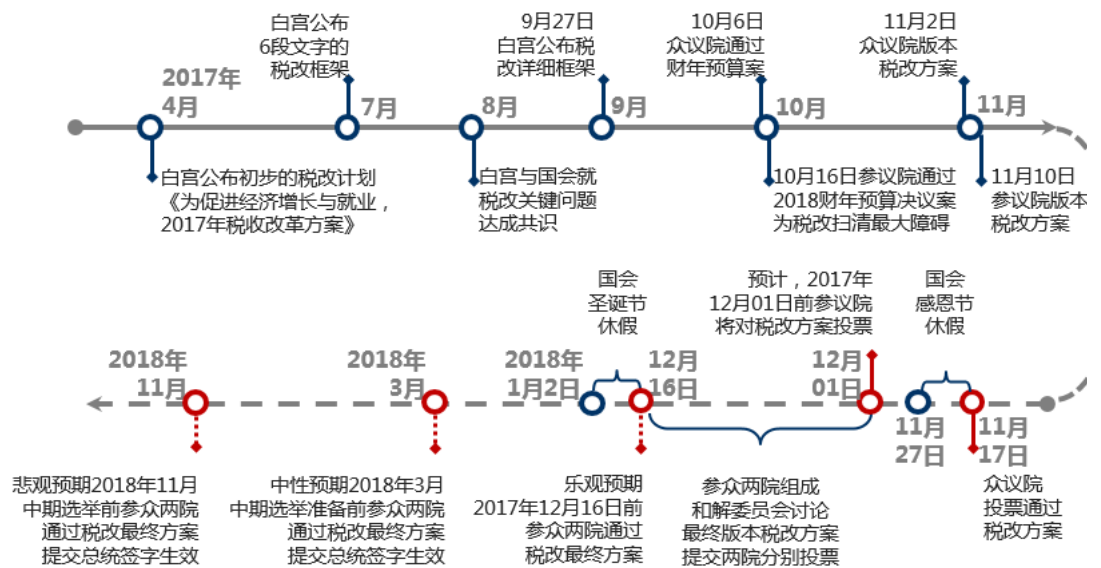


短期来看，在之前为税改取得“调节程序”的胜利之后，税改以简单多数票即可通过，避免冗长辩论，这使得税改落地概率大大增加，市场乐观情绪普遍，但随着实际税改推进过程中分歧的出现，税改仍有些许条款需要协调。

从长期看，税改带来的正面效应是显著的，加之共和党有席位上的优势，债务问题的形势也比奥巴马任总统时期更积极。尽管纠纷的表面形势依然存在，但通过压力不大。

未来关注的几个主要时间点：11月27日国会感恩节休假结束，预计感恩节一周内12月1日前参议院将对税改方案投票。之后参众两院组成的和解委员会将讨论最终版本税改方案提交两院分别投票。乐观预期将在12月16日圣诞节休假期前，中性预期将在2018年3月中期选举准备前，悲观预期则将在2018年11月中期选举前，参众两院将通过税改最终方案，提交总统签字生效。

图 17 税改法案立法进程



资料来源：美联储，申万宏源研究

在减税方面，根据众议院提交的税改方案，个税税率从七档简化为四档，标准抵扣提高1倍，最高档位的税率没有变化；降低企业税（从35%降至20%）。对于海外利润现金汇回美国的部分征收10%的企业税，低于现行35%左右的税率，以此促进跨国公司回本土投资。遗产税上计划到2023年年底后取消遗产税，暂时将征税起征点由549万美元提高到1000万美元。

表 2 11 月税改方案与历史税改框架、现行税制对比

分项	11 月众议院版本	11 月参议院版本	9 月税改框架	4 月税改框架	现行税制	
个人	标准抵扣额	个人: \$12,000 家庭: \$24,000	个人: \$12,000 家庭: \$24,000	个人: \$12,000 家庭: \$24,000	/	个人: \$6,350 家庭: \$12,700
	列举抵扣额	保留住房按揭利息(上限\$500,000)、慈善捐款、财产税抵扣(上限\$10,000)。取消其他列举扣除	保留了贷款利息抵扣政策(适用于100万美元以下部分)保留奥巴马医保抵扣	取消住房按揭利息和慈善捐款外的大部分列举扣除	保护房屋拥有权和慈善捐款的税收抵扣	联合扣除额上限: \$313,800 个人扣除额上限: \$261,500
	税率分级	四档: 12%; 25%; 35%; 39.6%	七档: 10%、12%、22.5%、25%、32.5%、35%、38.5%	三档: 12%、25%、35%, 未来可能针对高收入人群增加第四档	/	七档: 10%、15%、25%、28%、33%、35%、39.6%
	儿童税收抵扣	儿童税收抵扣额: \$1,600 家长、非儿童受抚养人: \$300(后者执行期限5年)	儿童税收抵扣额: \$1,000-\$1,650	增加儿童税收抵扣额(标准未定)非儿童受抚养人抵扣额: \$500	降低对有儿童或有受抚养人家庭的税收	儿童税收抵扣额: \$1,000
	替代最小赋税	取消	取消	取消	取消	对于应纳税额低于最低纳税限额的部分征税
	遗产税	提高起征点: \$10,000,000, 2023 年年底之后取消	保留遗产税, 提高起征点: \$10,000,000	取消	取消	个人起征金额: \$5,490,000
	净投资税(为奥巴马医改设立)	/	/	/	取消	3.80%
企业	企业所得税	20% (一次性下调)	20% (2019 年 1 月开始)	20%	15%	35%
	小型家庭式企业所得税	25%	25%	25%	/	按个人所得税纳税
	投资成本的费用化	允许短期投资, 如设备、机械在未来 5 年全额费用化	起新增的投资和折旧可在至少 5 年内全额费用化	2017 年 9 月 27 日起新增的投资和折旧(建筑物除外)可在至少 5 年内全额费用化	/	按照普通折旧法或替代折旧法对投资成本进行折旧
	利息税收抵扣	对于总收入超过 \$25,000,000 的企业, 限制净利息支出抵扣额在企业息税折旧摊销前收益的 30% 以下	取消部分利息的税收抵扣	取消部分利息的税收抵扣, 限制 C 型公司净利息支出的抵扣	限制部分利息的税收抵扣	按照实际发生的利息进行抵扣
	国内生产税收抵扣	取消对符合《国内收入法典》199 节的国内生产活动的税收减免	取消对符合《国内收入法典》199 节的国内生产活动的税收减免	取消对符合《国内收入法典》199 节的国内生产活动的税收减免	/	符合《国内收入法典》199 节的国内生产活动所得与应税所得中较低项可减征收 9% 赋税
	境外所得税	属地税制, 美国公司海外股息和红利遣返时无需纳税	属地税制, 美国公司海外股息和红利遣返时无需纳税	属地税制, 免除国外子公司(美国母公司持股至少 10%) 红利税收	属地税制, 为美国公司创建公平竞争环境	全球征税制, 用境外税收抵消消除双重税收
	海外利润汇回税	现金及等价物税率: 14% 非流动性资产税率: 7%	现金及等价物税率: 10% 非流动性资产税率: 5%	降低企业海外利润汇回税率, 标准未定	企业海外利润汇回国内征一次性税收	未完税海外利润汇回美国应缴纳 35% 的企业所得税

资料来源: 申万宏源研究

### 1.4.2 税改是否增加了企业利润？

特朗普的财政政策可以总结为 1.推行大规模基建计划 2.大规模减税方案 3.制造业回流美国三个大的方面，另外还包括医改、能源、贸易保护、削减开支等多种政策手段。货币政策归于美联储，我们预计货币政策将延续目前的加息和缩表节奏，保持金融稳定。

表 3 特朗普相关财政政策汇总

项目	内容	来源	完成情况
基建	未来十年联邦政府投入 2000 亿美元，并撬动私人部门投资	2018 财年预算法案	通过立法
减税	减少个人所得税，大幅削减企业所得税	税改法案	进行立法
减少政府开支	未来 10 年将削减 3.6 万亿美金的联邦支出。其中包括：削减医疗补助预算，食品券预算，学生贷款，工人退休项目预算。	2018 财年预算法案	通过立法
贸易保护	退出 TPP、重新谈判 NAFTA、降低海外税吸引美国制造业回流	税改法案和其他	已完成/进行立法
医改	撤销和代替奥巴马医改法案	其他	未通过立法
能源	撤销“清洁能源计划”、《气候行动方案》	其他	已完成
国防	提高国防开支，提高退伍军人待遇	2018 财年预算法案	通过立法
移民	移民禁令、停止联邦拨款补助“庇护城市”、建筑美墨边境高墙	其他	已完成/正在进行

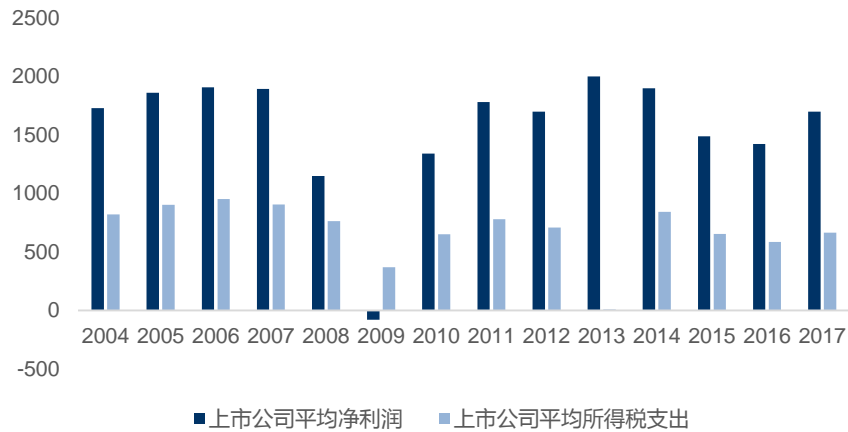
资料来源：申万宏源研究

在促进制造业回流美国方面，主要包括限制移民和贸易保护政策。根据今年 10 月特朗普签署的法令，移民上主要对入境美国的难民人数上限进行更严格的限制，并要求更严格的审查规则。在贸易保护方面，特朗普在上任之初就宣布美国退出 TPP 谈判，之后又宣布重新谈判北美自由贸易协定（NAFTA）旨在对原产地规则、争端解决规则、服务贸易等方面有更加严格的要求。

特朗普的减税计划有很明显的供给学派和拉弗曲线理论的倾向，主张通过减税促进经济增长。根据目前公布出来的减税计划，企业所得税从 35%降低到 20%，企业盈利水平将随之提升，进而有助于企业部门扩大投资和生产。

根据两院的税改方案，企业所得税从 35%降至 20%，降幅为  $42.8\% = (20-35)/35$ 。根据 2017 年最新季报，美国上市公司在过去一年的平均所得税支出为 660 万美元，平均净利润为 1700 万美元。企业所得税率从 35%降至 20%后，美国上市公司平均所得税支出预计将下降 282 万美元  $= 660 \text{ 万美元} * 42.8\%$ ，上市公司的平均净利润将上升 282 万美元。

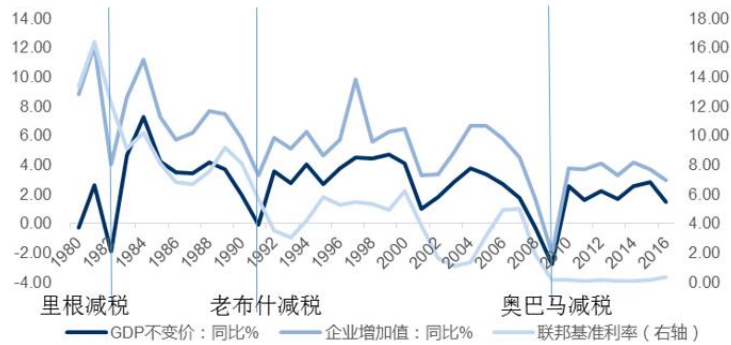
图 18 目前美国上市公司所得税支出占利润比重较大



资料来源：WIND,申万宏源研究

根据 OECD 的研究，在所有税种中，公司税对经济增长的作用最大。目前美国平均企业税率 35%，叠加州政府和地方政府，税率平均最高可高达 40%，在发达国家中属于企业所得税率最高的几个国家之一。由于降低企业所得税的空间较大，特朗普减税对企业造成的税收效应或将更加明显。Romer & Romer 发表在《美国经济评论》（American Economic Review）上的研究也显示，税收占 GDP 的比重每增加 1 个百分点，美国 GDP 会下降 2.5%。因此，从降低公司税的角度看，特朗普的减税计划对于未来促进经济增长将会产生显著影响。

图 19 目前美国上市公司所得税支出占利润比重较大



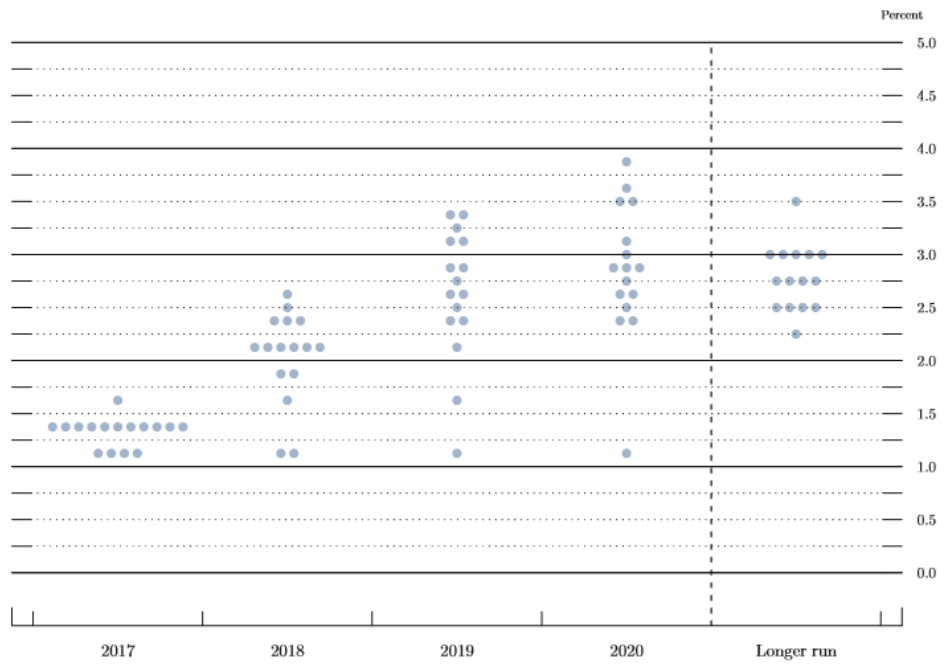
资料来源：WIND,申万宏源研究

### 1.4.3 美联储货币政策节奏延续

鲍威尔将在明年继任美联储主席，根据我们在《惯性加息与结构性去监管——主席提名点评与特朗普人事班子系列研究之六》中的研究，鲍威尔将大概率延续耶伦时代的货币政策风格，维持目前的加息和缩表节奏。

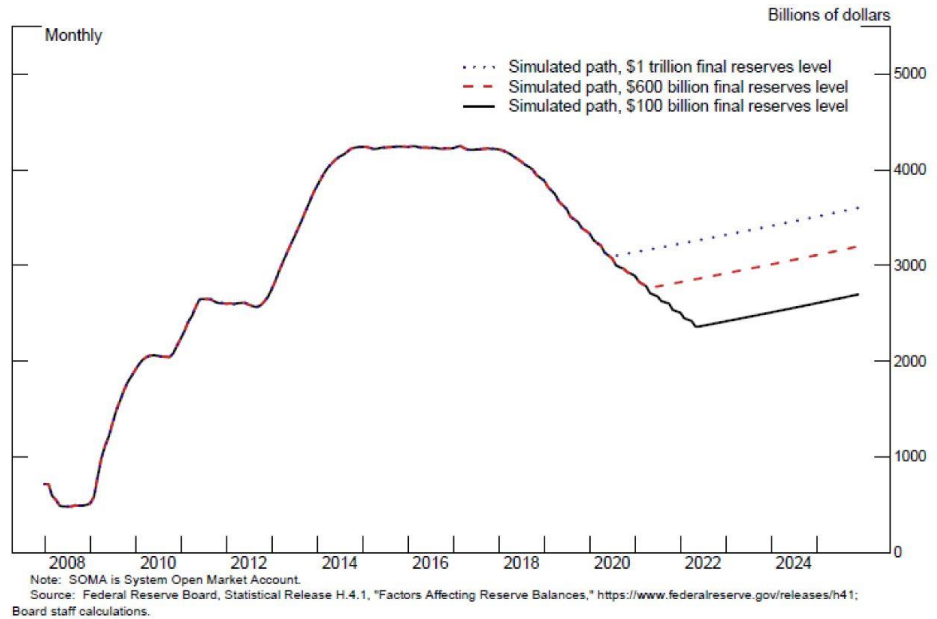
根据美联储 9 月议息会议的点阵图，明年预计将会加息 3 次。由于油价会拉升通胀，我们认为美联储对低通胀的顾虑可能会稍有缓解，明年 3 次加息很可能会达成。

图 20 美联储 9 月议息会议点阵图



资料来源：美联储，申万宏源研究

图 21 鲍威尔 6 月 1 日演讲所使用的缩表进程图



资料来源：美联储，申万宏源研究

而在缩表上，鲍威尔预计将会坚持目前的缩表节奏，即每季度增加，直到每月缩减 300 亿国债和 200 亿 MBS。鲍威尔认为，美联储的负债也在危机后增加了，市场对准备金和货币的需求都增加了，而缩表的最终规模需要和负债相匹配。在他 6 月的演讲中，他列举了三种不同的准备金需求下的缩表最终规模，如图 21 所示。他还坚持认为缩表不应导致市场动荡，如果引起市场的较大波动，联储就要将市场反应纳入考量。

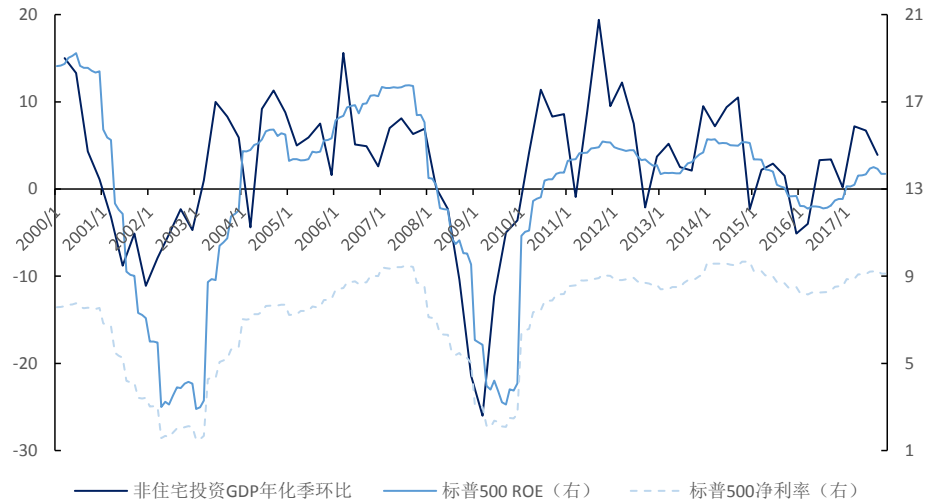
总体而言，鲍威尔的货币政策应当是比较中立的，大概率会继续目前耶伦的加息和缩表节奏，不会给市场带来太大的冲击。

## 1.5 美国经济存在的风险

美国经济在 2018 年可能受到税改不确定性、中期选举不确定性和企业利润不及预期的影响。

税改在之前着墨甚多，这里不再详叙。税改如果失败，不仅是其刺激作用无法实现，更是对信心的打击。尤其是企业利润方面，我们在《享受盛夏》报告中提到，美国处于复苏的第三小浪。如果税改失败，市场对标普 500 指数企业的 ROE、ROA 净利润预测会出现回调，GDP 中的“非住宅固定资产投资”增速也要回调。美国国会中期选举同样面临不确定性。中期选举会在明年 11 月举行。届时所有的 435 个众议院席位，以及 33 个参议院席位（参议院共 100 个席位）面临重新选举。中期选举的不确定性在于，是否会形成民主党国会+共和党白宫的局面，如果形成，会加剧目前美国的政治分裂，未来美国政府能否很好地推行其政策将会是一个大问题。

图 22 美国企业利润和非住宅固定资产投资出现回调



资料来源：BEA, Bloomberg, 申万宏源研究

## 2 欧洲还有一段好日子

### 2.1 宽松货币为经济复苏提供良好环境

#### 2.1.1 资本形成与净出口交替推动欧元区经济复苏

总体上，近年来欧元区通胀温和，尚无明显走强趋势，这也为欧央行实施宽松货币政策提供操作空间，有利于降低企业融资成本，对欧元区经济复苏功不可没。在

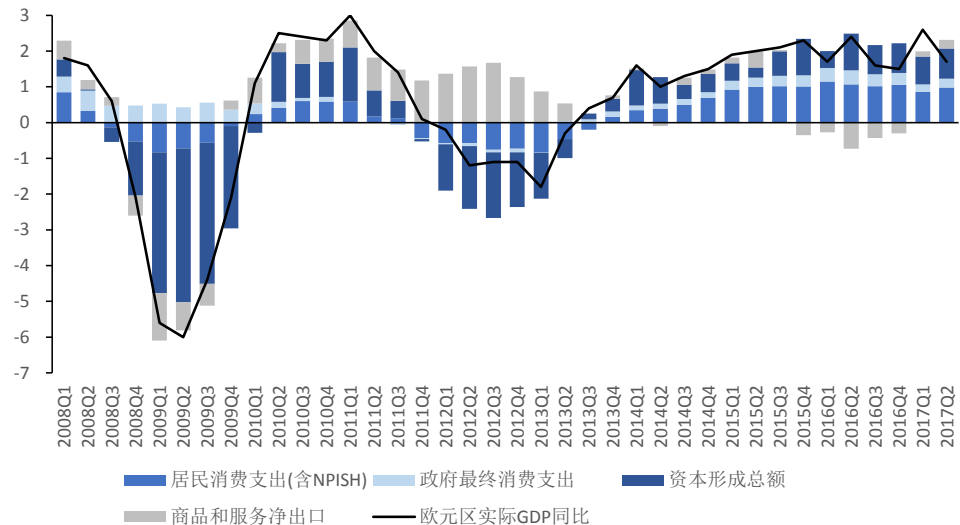


2018 至 2019 年，欧元区经济增长预计保持扩张，但绝对增速有所放缓。除了欧洲央行收紧量化宽松规模的影响之外，欧元区的经济增长前景仍然受到政策不确定性的影响，包括选举结果、退欧谈判的方向以及金融领域的脆弱性（比如希腊等经济体的银行不良贷款水平很高）；作为欧元区出口最大的单一目的地，美国的政策变化也是不确定性的来源。

2016 年全年欧元区经济增长 1.8%，自 2008 年金融危机以来首次超越美国。总体上看，得益于宽松的货币政策、经济去杠杆化取得的进展、以及劳动力市场的持续改善，强劲的国内需求成为推动欧元区经济复苏的主导性力量，同时，贸易逆差的缩窄也有一定贡献。

2017 年第一季度欧元区（17 国）实际 GDP 增长率增至 2.6%，第二季度回落至 1.7%。从 GDP 支出法构成来看，第一、二季度净出口分别拉动经济增长 0.14%、0.24%，国际贸易逆差的扭转成为拉动欧元区经济复苏的主导力量。然而，与去年同期相比，居民消费与政府消费均有小幅回落；资本形成总额虽先升（0.31%）后降（-0.19%），虽然受到了货币收紧预期的影响，但上半年总体增长。展望 2018 年，投资有望继续推动欧元区经济复苏；此外，欧央行加息延后产生欧元贬值预期，叠加 2017 年上半年全球经济的全面复苏，也为欧元区今后的出口提供了良好的外部市场环境。

图 23 欧元区（17 国）经济增长构成



资料来源：WIND，申万宏源研究

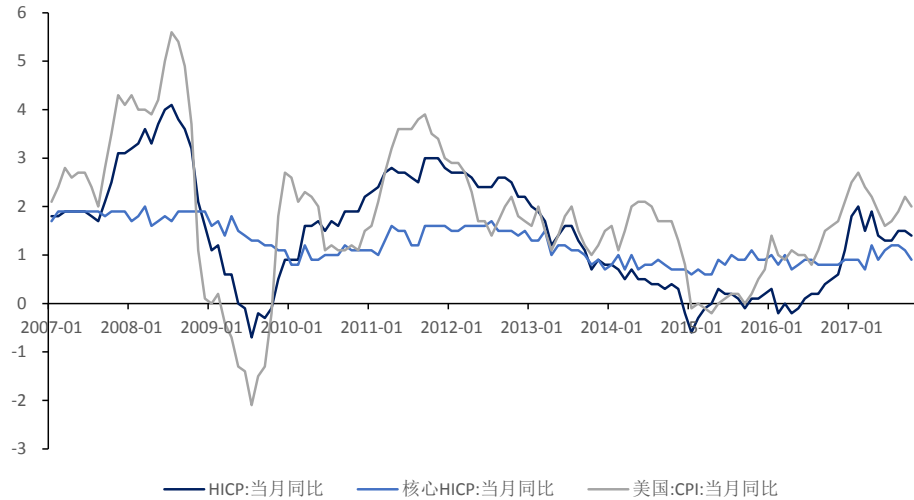
### 2.1.2 低通胀与宽松货币政策为投资提供有利环境

近年来，欧元区基本维持低通胀格局。从 2015 年 4 月份欧元区摆脱通缩至 2017 年 10 月份，欧元区 HICP 累计上涨 1.4%，但核心 HICP 指数仍维持在 0.91% 附近平稳波动。2017 年上半年，能源价格继续小幅回升导致欧元区 HICP 指数也有小幅抬升，但通胀率仍远低于欧洲央行设定的警戒线水平（2%）。与美国相比，欧元区的



通胀水平也更温和。2017年10月26日欧洲央行宣布：维持利率不变；资产购买计划将在今年12月到期后再延长9个月，并且从2018年1月起，缩减每月600亿欧元（至每月300亿）的资产购买规模；同时，保留在必要情况下提高购债规模或延长期限的选择。这也是欧洲央行第三次延长量化宽松实施期限。

图 24 欧元区 HICP 与核心 HICP 指数

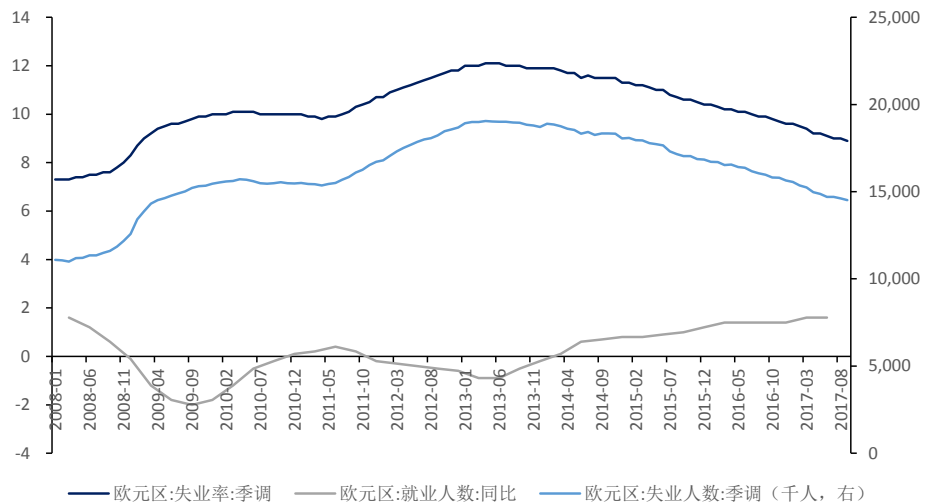


资料来源：WIND，申万宏源研究

### 2.1.3 劳动力市场改善以及经济去杠杆支撑经济发展

数据显示，自2013年6月开始，欧元区失业率从顶点（12.1%）开始持续回落。2017年10月份，欧元区失业率为8.9%，环比下降0.1个百分点，同比下降1个百分点，失业率下降幅度好于预期。欧元区劳动力市场条件的逐步改善，有利于提振消费，拉动经济增长。欧洲央行预测，2017年全年欧元区失业率为9.1%，2018年降至8.6%，2019年将进一步降至8.1%，就业形势的改善趋势将继续保持。

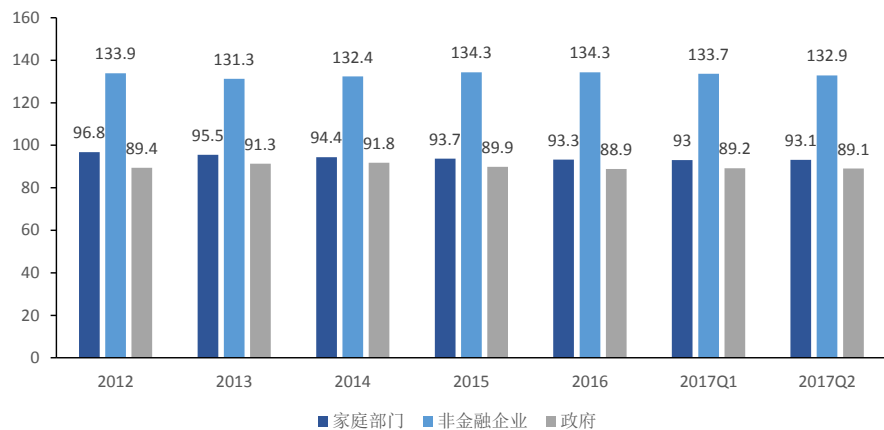
图 25 欧元区就业改善好于预期



资料来源：WIND，申万宏源研究

与此同时，欧元区经济去杠杆也在稳步推进。以负债/GDP 作为杠杆率指标来衡量，2017 年第二季度欧元区家庭部门杠杆率为 93.1%，较之 2012 年的 96.8% 下降 3.7 个百分点；非金融企业杠杆率为 132.9%，较之 2012 年的 133.9% 下降 1 个百分点；政府部门杠杆率为 89.1%，较之 2012 年的 89.4% 下降 0.3 个百分点。欧央行预测，2017 年全年欧元区政府部门杠杆率为 87.5%，2018 年为 86.0%，2019 年将进一步下降至 84.2%。虽然，理论上经济去杠杆是以牺牲部分短期增长为代价，但是，欧元区经济去杠杆的稳步推进，增强了金融系统的抗风险能力，从微观层面减少了宏观经济再次陷入低迷的概率，有利于提升经济增长效率和中长期发展前景。

图 26 欧元区家庭部门、非金融企业、政府部门杠杆率（负债/GDP，单位：%）



资料来源：欧洲中央银行 ECB，申万宏源研究

## 2.2 欧央行加息预期大概率在 2018 年下半年

### 2.2.1 从欧洲央行历次加息的政策目标来看，控制通胀是首要考虑

2005 年 12 月欧洲央行将基本利率提升了 0.25 个百分点到 2.25%，这是进入千禧年以来首次加息。主要用来应对由于劳动力市场缺乏流动性导致失业率高企，欧元区国家正在遭遇通货膨胀加速的风险。

2008 年 7 月 3 日欧洲央行宣布将主导利率调高 25 个基点，从 4% 升至 4.25%。这是欧洲央行近一年来首次加息，其释放出的信号很清楚：控制物价水平比追求经济增长更重要。欧洲央行的加息决定是在欧元区通胀率再创新高后做出的。欧元区 2008 年 6 月的通胀率高达 4%，创下 1999 年欧元问世以来的新高，而且连续第 10 个月高于欧洲央行为维持物价稳定所设定的 2% 的警戒线。

2011 年 4 月 7 日欧洲央行再次上调利率，由 1% 提高 0.25 个百分点至 1.25%。这次加息仍然以应对日益攀高的通胀率为目的。数据显示，2010 年 12 月欧元区通胀率突破 2% 的警戒线，2011 年 2 月为 2.4%，3 月进一步升至 2.6%。截至欧洲央行加息之前，欧元区通胀率连续 4 个月超过 2% 的警戒线，并且有继续加速上行的趋势。

## 2.2.2 通胀率突破警戒线且有持续恶化趋势，是欧洲央行决定加息的逻辑前提

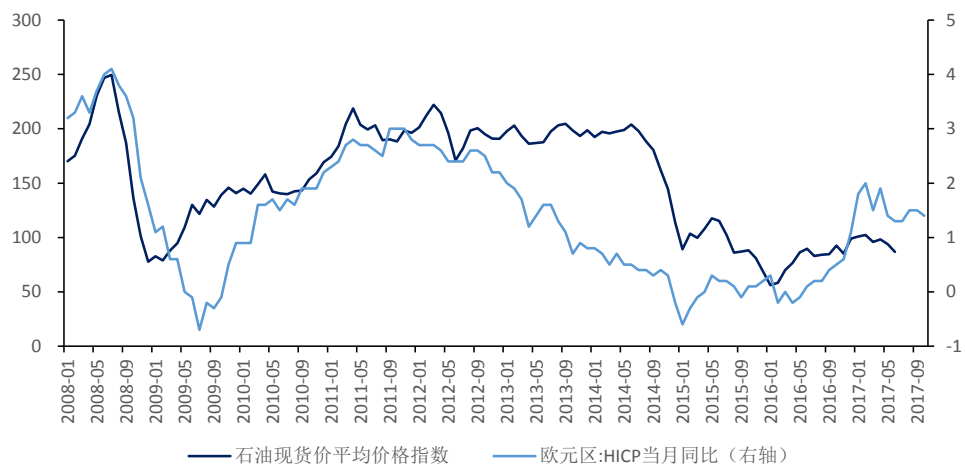
从梳理的历史经验来看，欧洲央行加息的政策目标主要是为了控制通胀。在实际的操作中，欧洲央行是否加息主要考虑两个标准：第一，价格稳定被欧洲央行定义为通货膨胀率低于并接近 2%，即 2% 的通胀率为警戒线；第二，高通胀率有进一步恶化的趋势。欧洲央行前副行长帕帕季莫斯曾表示：“欧洲央行的不同之处在于，首先，当我们决定改变货币政策的时候，我们已经有了一个较高的利率水平；其次，我们关于价格稳定的判断有所不同，如果通货膨胀率在一段时间内超过了 2%，但是有逐步减缓的趋势，我们就认为价格依然是稳定的。”

只要上述两个标准同时满足，即欧元区通胀率突破警戒线且有持续恶化趋势，那么欧洲央行将大概率加息。因此，研究欧元区通胀率的变动趋势就成为判定欧洲央行是否加息的逻辑核心。

## 2.2.3 目前欧元区 HICP 指数继续上行趋势偏弱，欧洲央行加息较为犹豫

欧洲央行一般将 HICP 作为其制定货币政策时的客观参考数据。从前文的分析可知，能源、食品等核心 HICP 不包含的构成部分的价格变化是影响欧元区通胀趋势的重要因素。进一步的对比发现，2008 年金融危机以来欧元区 HICP 指数与石油现货价格指数存在较强的正相关关系，根据石油价格的走势可以大致判断出 2018 年欧元区 HICP 的变动趋势。

图 27 欧元区 HICP 指数与石油现货价格指数



资料来源：WIND，申万宏源研究

就目前而言，我们预计 2018 年后欧元区 HICP 指数小幅上涨。当前，即 2017 年 10 月份欧元区季调消费者物价指数年率初值 1.4%，低于预期且较前值（1.5%）下降。欧洲央行预测，2017 年全年欧元区 HICP 指数中枢为 1.5%，2018 年降低至 1.2%，2019 年再回升至 1.5%。可见，HICP 指数在 2018 年后虽有上行趋势，但通

胀中枢仍未突破 2% 的警戒线水平，欧洲央行加息预期大概率要等到 2018 年下半年再出现。

图 28 欧洲央行关于 HICP 的预测



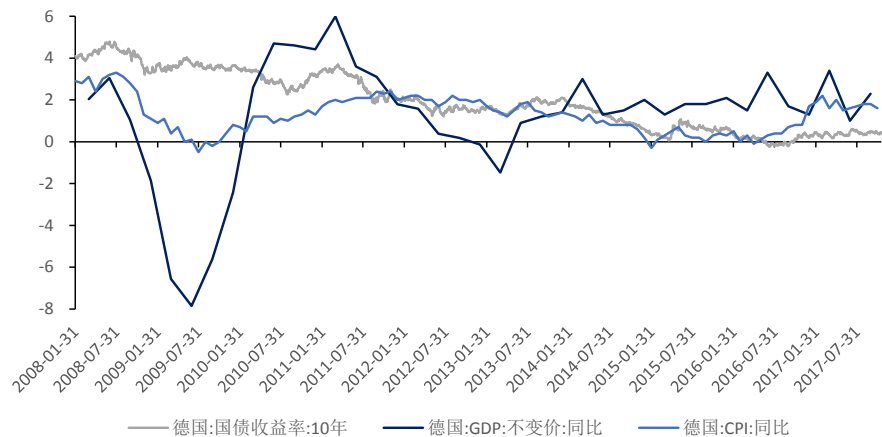
资料来源：欧洲央行，申万宏源研究

## 2.3 美德债券收益率分化，两者息差或将扩大

### 2.3.1 欧元区量化宽松政策延续，德国债券收益率或将维持平稳波动

对比发现，2008 年至 2017 年 10 月底，德国债券收益率（以德国 10 年期国债为例）与德国 GDP 增速、CPI 存在较强正相关系数。2017 年 10 月欧洲央行宣布维持利率不变，继续实施量宽松政策，对债券收益率形成不利冲击；然而同期美国处于加息周期中，且 IMF 预测 2018 年欧元区经济增速为 2.1%，低于美国的 2.2%，相较之下，欧元资产吸引力下降美元资产吸引力提升，反而会拉低德国债券价格、提升收益率。综合各方因素，2018 年德国债券收益率或将维持平稳波动的态势。

图 29 德国 10 年期国债收益率与 GDP 增速、CPI 相关关系

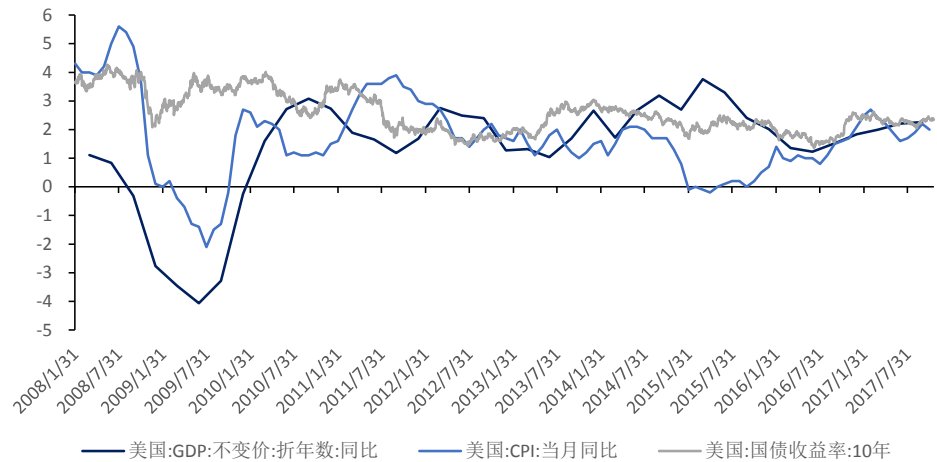


资料来源：WIND，申万宏源研究

### 2.3.2 美国正值加息周期，美债收益率预计小幅上涨

与德国债券类似，美国债券收益率与 GDP 增速、CPI 之间存在更加明显的正相关关系。尤其是 2016 年以来，这一趋势特征更加凸出。自 2015 年 12 月美联储开启加息周期之后，美国 10 年期国债收益率与 GDP 增速和 CPI 基本保持同步变化。总体而言，这一时期，美联储加息周期影响，美债收益率小幅上行；此外，下一届美联储主席政策风格的不确定、以及全球经济全面复苏后美国债券资产避险功能下降，预计 2018 年美国债券收益率将小幅上涨。

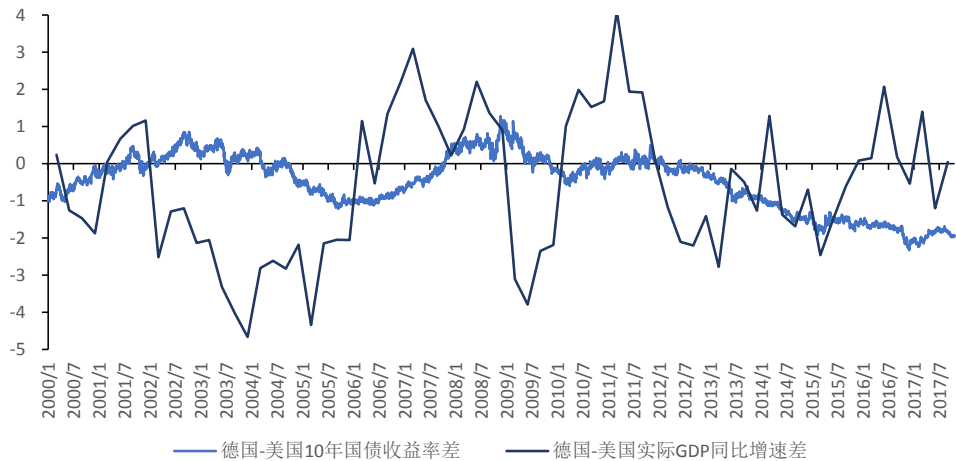
图 30 美国 10 年期国债收益率与 GDP 增速、CPI 相关关系



资料来源：WIND，申万宏源研究

在《享受盛夏——2017 下半年全球经济报告》中，我们使用德美 GDP 增速差值来衡量欧美经济的相对强弱，用德美 10 年期债券利差来反映货币分化，通过比较可以发现：每当美欧货币政策分歧较大时，即表现为德美债券收益率差为高点（或低点）之际，此时对应的是德美经济增速差值的快速下降（或快速上升）。当前德美经济增速差趋于下降，那么德美 10 年期债券利差或将扩大。

图 31 美德十年期国债收益率差与 GDP 增速差



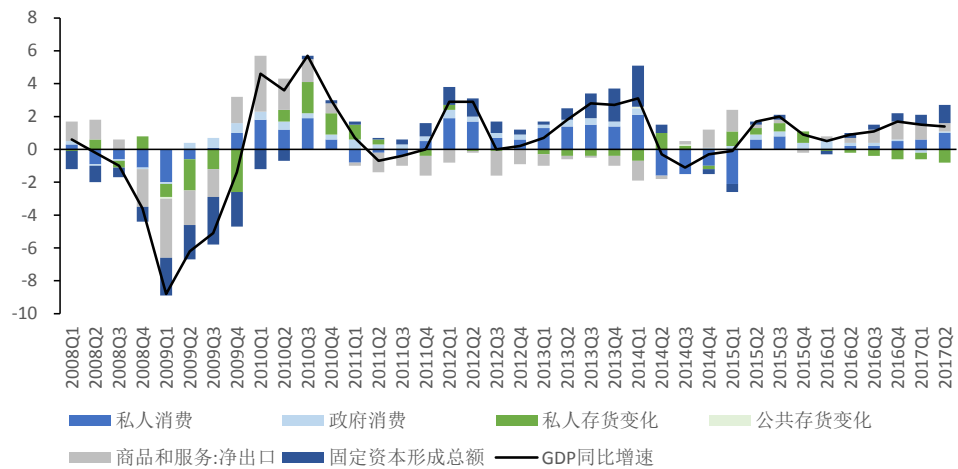
资料来源：WIND，申万宏源研究

### 3 日本在温柔乡里忘了起床

#### 3.1 得益于外需回暖，日本经济近年来呈现良好态势

2017年第二季度，日本实际GDP同比增长1.4%，这是自2015年3月以来连续九个季度实现正增长，日本经济呈现温和复苏态势。从GDP的构成来看，2016年以来日本经济增长主要是由于净出口带动：2016年第四季度经济同比增长1.7%为近一年来峰值，其中仅净出口拉动的经济增长就达到1.1个百分点，贡献率高达64.76%。此外，在以“负利率+修订版QQE”为核心的宽松货币政策环境下，投资与消费对日本经济增长的推动作用也有所加强。

图 32 日本经济增长及其构成



资料来源：WIND，申万宏源研究

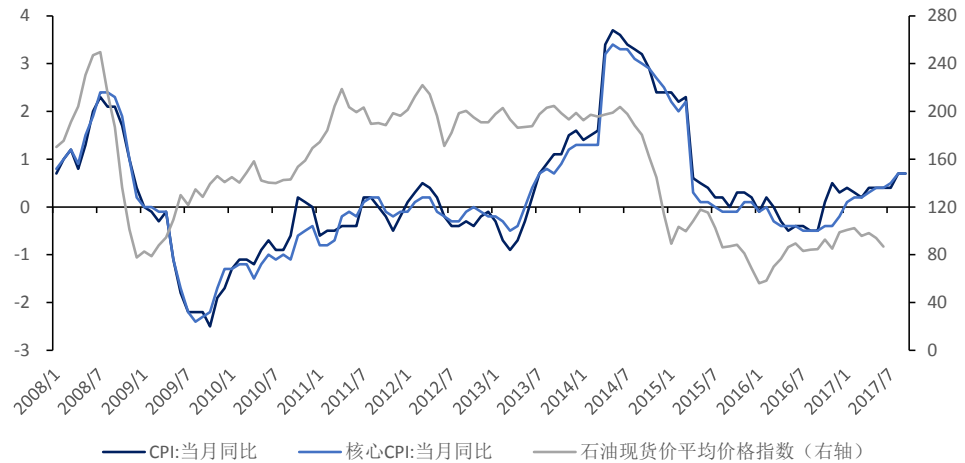
国际贸易方面，2016年日本商品和服务净出口额高达52038万亿日元，这是自2011年以来首次扭转逆差。以美元换算，2016年日本净出口总额375.59亿美元。其中，日本对美国顺差626.46亿美元，同比增长6%，是其净出口总额的1.67倍；对欧洲逆差47.82亿美元，同比下降49%；对中国逆差423.7亿美元，同比下降17%。总体而言，外贸回暖成为推动日本经济复苏的主导力量。从出口的商品类别看，机电产品、运输设备和贱金属及制品等是日本的优势产业。

#### 3.2 日本CPI仍面临通缩压力，短期内较难突破2%

从通胀的类型来看，首先，日本长期以来深陷流动性陷阱，通过扩大总需求拉升通胀率的可行性偏低。2013年4月日本推出QQE以后，CPI于2014年5月上升至峰值（3.7%），但在2016年4月重返通缩（-0.3%）。尤其是QQE实施后，日本政府杠杆率（负债/GDP）迅速飙升至2016年的250.4%，远高于美国的106.1%、欧元区的89.2%、中国的46.2%。彭博社预计，到2017年底，日本银行将成为日经指数225家成分股公司中55家公司的最大股东。从国际环境看，美国正值加息周期，欧洲央行收缩量化宽松规模，日本的量化宽松政策不可持续。其次，目前全球大

大宗商品供过于求的总体格局尚未改变,大宗商品价格仍处低位,近期虽可能温和回暖,但不会剧烈上升,寄希望于输入型通胀来推升CPI有一定作用,但不会突破2%。此外,日本央行连续六次推迟通胀目标(2%)的实现时间,这对市场的通胀预期也有一定的负面冲击。

图 33 日本通胀率变动趋势

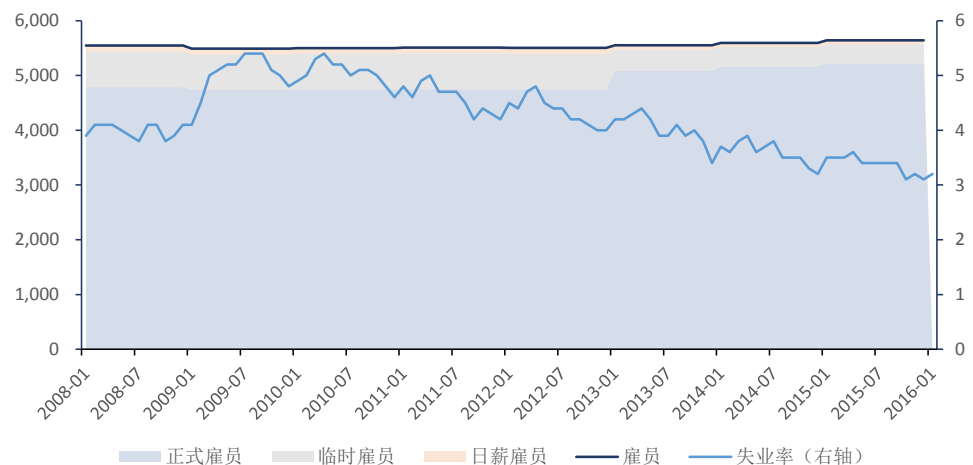


资料来源: WIND, 申万宏源研究

### 3.3 长期增长前景堪忧, 政策的空间很窄

2012 年底安倍经济学提出, 拟通过财政刺激、量化宽松的货币政策、以及结构性改革等“三支箭”推动日本经济增长。统计数据表明, 2012 年底至 2017 年 10 月, 日本的失业率由 4% 稳步下降至 2.8%, 其中, 临时雇员和日薪雇员占雇员总数的比重由 1.4% 下降至 0.07%, 以往饱受诟病的非正规就业问题得以缓解; 汇率累计贬值 24%, CPI 指数重回正值至 0.7%, 商品与服务净出口额也由负转正。这些都是安倍经济学实施至今日本宏观经济明显改善的地方。

图 34 日本失业率与就业结构 (万人)



资料来源: WIND, 申万宏源研究



理论上，凯恩斯式的货币政策适用于调节宏观经济的短期波动，但它并非是推动经济长期增长的灵药，提高生产率、增强经济的内生动力才是根本出路。遗憾的是，汇率贬值出口增加对提升日本的生产率并无太大帮助，且易受外部环境影响；CPI重回正值但仍承压，日本能否跳出流动性陷阱存疑；在老龄化趋势下，即使就业明显改善，但对提升劳动生产率的作用也较弱。理论上能够有效提高生产率的结构性改革措施，日本政府却未实质开展。综上，明年日本的经济增速将有所回落。

IMF 预测，日本 2017 年的经济增长率有望达到 1.5%，但 2018 年将降至 0.7%。我们根据 IMF 的预测，初步估算了日本 2018 年经济增速下调的原因：与 2017 年相比，私人消费支出拉低经济 0.39 个百分点，公共消费支出拉低 0.16 个百分点，固定资本形成拉低 0.25 个百分点，存货与净出口的作用微弱，总体上拉低经济增长 0.8 个百分点，实际 GDP 增长率由 2017 年的 1.5% 降至 2018 年的 0.7%。

表 4 IMF 调低日本 2018 年增速的因素分解

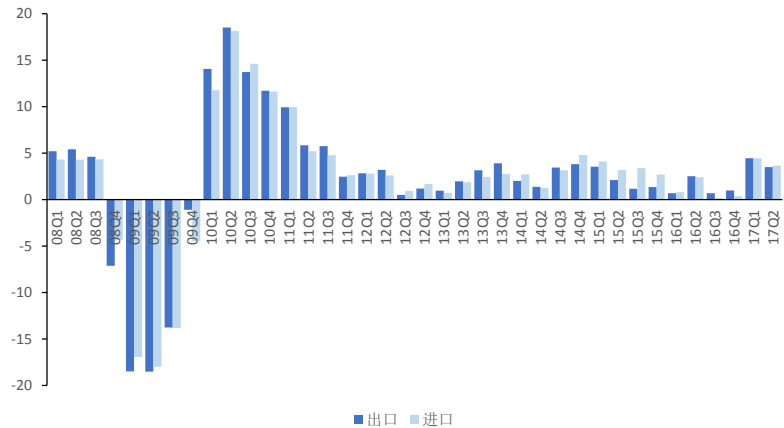
	实际 GDP	私人消费支出	公共消费支出	固定资本形成	存货	净出口
2017 年 (IMF 预测)	1.50%	1.50%	0.60%	2.80%	-0.50%	0.30%
2018 年 (IMF 预测)	0.70%	0.80%	-0.20%	1.70%	-0.10%	-0.10%
2016 年 (十亿日元)	537060.8	300226.2	106256.7	124321.2	1052.9	5203.8
2017 增加值 (十亿日元)	8055.91	4503.39	637.54	3480.99	-5.26	15.61
2018 增加值 (十亿日元)	3815.82	2437.84	-213.79	2172.64	-1.05	-5.22
与 2017 年相比, 2018 年 GDP 各构成部分的拉动增长率变化	-0.80%	-0.39%	-0.16%	-0.25%	0.00%	0.00%

资料来源：IMF，WIND，申万宏源研究

## 4 全球贸易持续增长但有所降速

世界贸易在 2017 年出现了超预期的增长。根据 9 月 21 日 WTO 发布的新闻稿，WTO 对 2017 年世界贸易总量的增长率预测大幅上修至 3.6%（2016 年为 1.3%，此前 2017 年预计 2.4%）。

图 35 全球贸易总量指数（实际值，排除汇率、商品价格影响）同比



资料来源：WTO，申万宏源研究

WTO 将 2017 年贸易的大幅改善归结于两个直接原因。第一，在亚洲，区内贸易大幅增加；第二，北美的进口需求也在 2016 年后出现了回升。而在更深的层面上，WTO 认为中美两国强劲的经济表现拉动了全球贸易的上涨。不过，WTO 表示 2018 年的增长可能略有放缓，理由有三：第一，2017 年的增长是基于贸易表现很弱的 2016 年，而 2018 年贸易增长基于较强的 2017 年，增速可能放慢；第二，美欧央行逐渐收紧货币政策；第三，为防止经济过热，中国收紧了财政和货币的宽松政策，经济增长可能会进一步放缓。

2018 年，WTO 预计世界贸易总量增长 3.2%；发达国家出口预计增加 2.8%，进口增加 2.9%；发展中国家预计出口增加 4.1%，进口增加 3.7%。虽然相对 2017 年的估计值有些许回调，但仍远高于过去两年。

整体而言，我们对新兴市场的发展报以谨慎的乐观。我们认同 WTO 的看法，即世界贸易的增速在 2018 年会相比 2017 年略有下降，但远好于前两年。因此，对新兴市场的拉动也是好于前两年的。另外，我们认为资源、材料出口国，相对于制造加工出口国可能会在这一轮贸易的复苏中获得更大的拉动。

我们对贸易感到乐观，是因为美欧目前的经济复苏是真实的、可靠的，美国经济在 2018 年仍可能在潜在增长率以上运行，欧洲的复苏则还在进行时。中国的经济增长同样是稳定的、有韧性的，改革的红利会逐渐释放出来。同时，我们相信全球化是大势所趋，全球贸易的复苏也是历史的必然。在这些因素的共同影响下，我们认为世界贸易会摆脱前两年的低增长，逐渐回到正常水平。

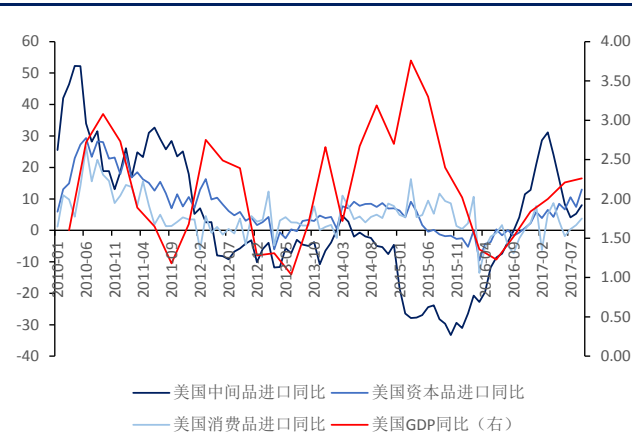
## 5 不得不提的三点风险

最后我们对新兴市场的发展表示谨慎，同时全球经济仍面临以下风险：

第一，美欧极右思潮的阴云仍未散去，贸易保护主义影响力仍存。在这种情况下，产业向发展中国家转移的速度会放慢，部分制造业企业甚至会转移回美欧；制成品的进口可能也会受到政治和舆论的压力。与之相对，原材料贸易受到的影响可能会小一些。

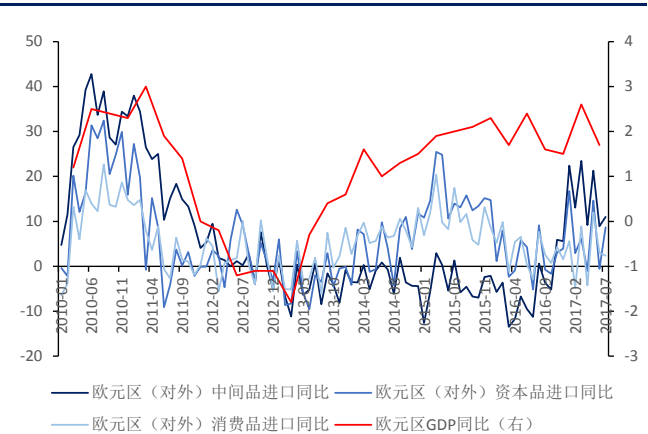
第二，目前美欧的复苏主要带动的是中间品和资本品的进口，对消费品的拉动相对较少，而目前全球石油和资源类产品的价格上升。综合以上两点，我们认为资源出口国（比如巴西）会在本轮贸易的复苏中获得更大的好处，而以加工制造业出口为主的国家可能受到的拉动会相对有限。

图 36 美国进口中间品和资本品的增长率快于消费品



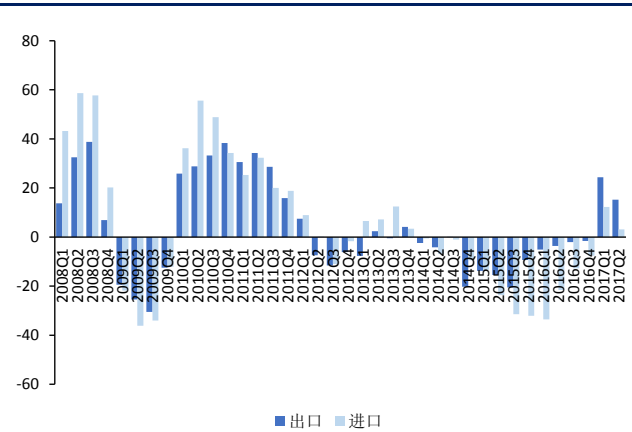
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 37 欧洲进口中间品和资本品的增长率快于消费品



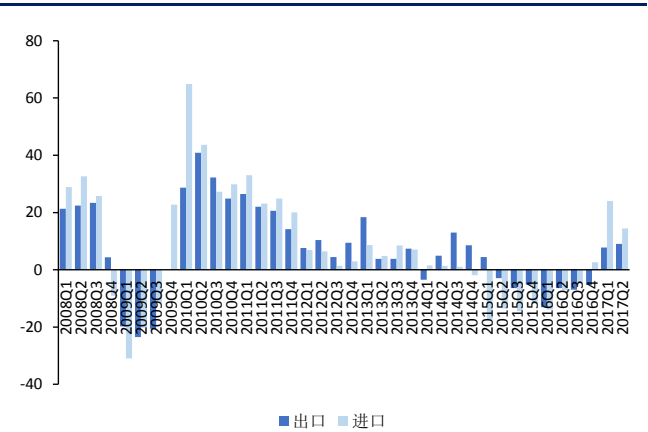
资料来源：WIND，申万宏源研究

图 38 巴西的出口（美元，同比）受到了较大的拉动



资料来源：WTO，申万宏源研究

图 39 中国出口（美元，同比）得到的拉动相对较小



资料来源：WTO，申万宏源研究

第三，美欧央行逐渐结束极度宽松的货币政策，造成美欧利率上升；与之相对，金砖五国或因汇率危机解除（巴、俄、南），或因增长减缓（印）纷纷下调利率。2017年下半年以来，金砖国家下调基准利率的措施具体包括：俄罗斯央行于9月15日和10月27日两次累积下调基准利率75个基点至8.25%；印度央行于8月2日下调基准利率25个基点至5.75%；巴西央行于9月8日和10月26日两次累积下调基准利率175个基点至7.50%；南非央行于7月21日下调基准利率25个基点至6.75%。

考虑到美欧加息预期，金砖国家转向温和宽松的货币政策可能会吸引资本回流美欧。一些新兴市场国家资本市场发展不完善，金融环境比较脆弱，资本回流发达国家可能会造成当地金融市场的震荡。

图 40 巴西基准利率、汇率和 GDP



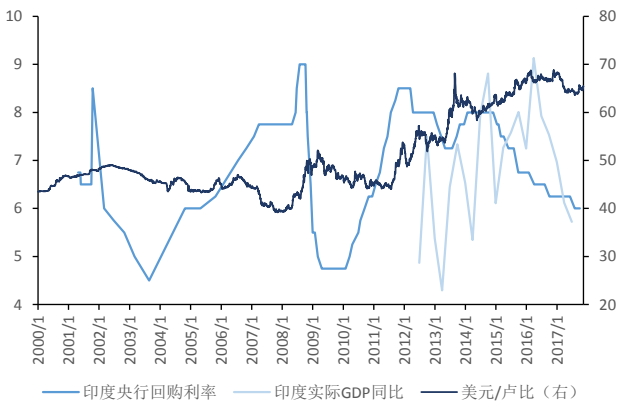
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 41 俄罗斯基准利率、汇率和 GDP



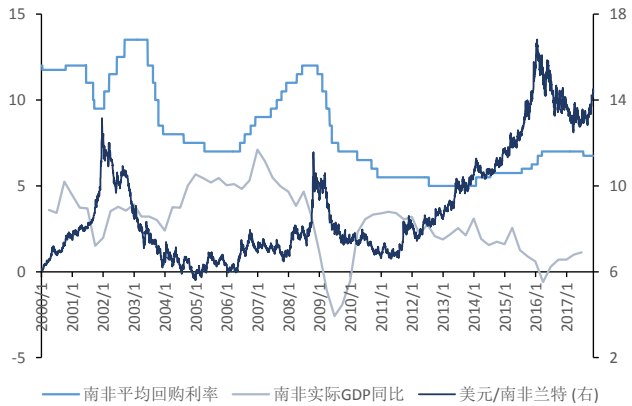
资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 42 印度基准利率、汇率和 GDP



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 43 南非基准利率、汇率和 GDP



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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

### 与公司有关的信息披露

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

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 法律声明

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

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

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

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