

## 海外宏观专题报告

# 全球经济周期动能趋缓

## 2019年全球经济展望

### 要点:

**预计2019年全球经济增速同步减速，货币政策收紧节奏也将变缓。**2018年初以来全球金融条件收紧过后，2019年全球经济可能面临更慢的增速。金融条件收紧幅度更大、财政刺激效果较快消退的美国，增速回落将更显著，从而结束“一枝独秀”，与其它地区增长差重新收敛。包括美联储在内的全球央行，将以更慢速度移除政策宽松。同时，贸易摩擦、政治风险、外部环境收紧对新兴市场带来的压力等挑战依然存在。

**预计美国10年期国债收益率2019年底上升至3.5%；美元不具备继续显著走强的基本面支撑，但在风险事件爆发时则会短暂冲高。**

### 美国：增速回落，通胀上行，缓步加息

**增长和通胀：**预计2019年全年实际GDP增速2.5%，年底失业率下降至3.2%左右，远低于4.5%左右的自然失业率。工资增长有望加速，推动通胀继续上升。基准情形下，预计全年核心PCE通胀2.1%，相比2018年的1.9%上升；但若发生中美贸易摩擦加剧、美国对全部中国产品加征关税的极端情形，美国通胀将面临更高的上行风险。

**货币政策：**基准情形下，美国通胀继续上升但速度上失控风险较小，预计Powell基于其多次强调的风险管理理念，领导美联储2019年放缓加息节奏，全年加息2次；预计缩表将继续按部就班进行，2019年全年缩表~4,400亿美元至3.6万亿美元左右。

### 欧元区：增长稳健，通胀温和，2019年10月首次加息

**增长和通胀：**预计金融条件收紧幅度更小、财政扩张支持力度加大背景下，欧元区经济有望稳健增长。预计实际GDP增速1.8%(vs. 2018E 1.9%)，年底失业率降至7.5%左右，基本接近危机前7.2%的低点。通胀缓步攀升但相对温和，预计全年核心CPI同比1.2%，总CPI同比1.8%。

**货币政策：**除非发生意大利政治风险蔓延等极端情况，预计欧央行将按照既定节奏推进货币政策正常化。预计年底退出QE后，2019年10月首次加息。不过，在此之前，欧央行就将调整前瞻指引。

### 日本：迎接消费税上调，宽松难退

**增长和通胀：**预计2019年实际GDP增速0.8%，失业率将维持在2.3%这一低水平，劳动力市场持续紧张；2019年核心CPI通胀有望小幅上升至1.1%，但与日本央行2%的目标相比依然有不小的距离。

**货币政策：**通胀未达成目标，且2019年10月即将上调消费税（从当前的8%上调至10%），日本央行尚难轻言退出宽松。但购债空间越来越小，负利率对金融机构形成的压力亦日渐累积，日本央行继续“进退两难”。

### 新兴市场：增长难免放缓，内部分化加剧

**增长和通胀：**年初以来的汇率贬值，以及跟随美联储央行加息造成的金融条件收紧，叠加美联储继续加息、全球需求放缓冲击带来的外部环境继续收紧，2019年新兴市场增长难免放缓。预计阿根廷、土耳其将进入负增长；继续关注双赤字国家如巴西、印尼、墨西哥等。

**货币政策：**面临资本流出压力，一些新兴经济体即使通胀压力不大，但实际上选项有限。预计部分新兴经济体将继续跟随美联储步伐加息。

分析员

**张梦云**

SAC 执证编号: S0080518040004  
SFC CE Ref: B1B964  
mengyun.zhang@cicc.com.cn

分析员

**梁红**

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: A1D293  
hong.liang@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 宏观经济 | 民主党重掌众议院，进一步财政扩张概率下降 (2018.11.07)
- 宏观经济 | 美国中期选举预览：预计民主党如期赢得众议院 (2018.11.06)
- 宏观经济 | 全球金融条件放松；关注美国中期选举和美联储加息 (2018.11.04)
- 宏观经济 | 为12月加息吹风 (2018.11.04)
- 宏观经济 | 10月非农：新增就业远超预期；工资增速跳升至3.1% (2018.11.02)
- 宏观经济 | 美国经济周期后劲如何？ (2018.10.30)

## 目录

全球: 经济周期动能趋缓.....	3
美国: 增速回落, 通胀上行, 缓步加息.....	12
欧元区: 增长稳健, 通胀温和.....	14
日本: 迎接消费税上调; 宽松难退.....	15
新兴市场: 增长难免放缓, 内部分化加剧.....	16

## 图表

图表 1: 全球金融条件在 2018 年开始整体显著收紧, 其中欧元区的收紧开始于更早的 2017 年中.....	6
图表 2: 股市下跌提升股权融资成本.....	6
图表 3: 全球出口增速年初开始下行.....	6
图表 4: 全球整体工业产出增速也是如此.....	6
图表 5: 企业资本开支周期也相应中断.....	6
图表 6: 居民消费增长回落.....	6
图表 7: 金融条件将从 2018 年 4 季度开始显著拖累美国经济增长.....	7
图表 8: 欧元区金融条件在 2017 年初就收紧, 因而对增长的拖累早在 2018 年中就开始展现.....	7
图表 9: 金融条件收紧也将拖累日本 2019 年经济增长.....	7
图表 10: 2019 年, 财政政策对美国增长的支撑将下降, 而对欧元区支撑有望上升.....	7
图表 11: 预计 2019 年美国经济增长回落, 与欧元区增长差重新收敛.....	7
图表 12: 今年中以来, 美国的出口增速已经在放缓.....	7
图表 13: 2018 年 2 季度和 3 季度, 新兴经济体大规模跟随美联储加息, 预计 4 季度部分经济体还将继续跟随.....	8
图表 14: 海外主要经济体宏观预测表.....	8
图表 15: 随着失业率的进一步下降, 工资增长有望加速.....	10
图表 16: 美国房地产市场正在放缓.....	10
图表 17: 当前 10 年期债券收益率远低于基本面隐含值.....	11
图表 18: 美元指数不具备趋势性走强的基本面支撑.....	11
图表 19: 预计 2019 年实际 GDP 增速从 2018 年的 2.9% 回落至 2.5%.....	13
图表 20: 预计 2019 年核心 PCE 通胀同比 2.1%, 相比 2018 年的 1.9% 继续上升.....	13
图表 21: 2020 年开始, 减税的绝对效果开始下降.....	13
图表 22: 财政刺激对美国实际 GDP 增长贡献逐步消退.....	13
图表 23: 不同加息次数假设下, 金融条件对实际 GDP 增速的影响.....	13
图表 24: 基准情形下, 美国 2019 年经济增长将较快向潜在增速回落.....	13
图表 25: 预计 2019 年欧元区增长维持稳健.....	14
图表 26: 财政政策在 2019 年支撑力度加大.....	14
图表 27: 预计 2019 年日本经济增长 1.1%.....	15
图表 28: 2014 年的经验表明消费税上调将导致消费下滑.....	15
图表 29: 新兴经济体内部分化, 土耳其趋于过热.....	16
图表 30: 相应地, 各类新兴经济体的通胀走势也不一致.....	16
图表 31: 主要国家和地区对中美敞口.....	17
图表 32: 一些双赤字明显的国家在外部金融条件收紧中相对风险更大。如阿根廷, 巴西, 土耳其, 南非等.....	17
图表 33: 从内外部金融脆弱性综合衡量, 阿根廷、土耳其以及南非在主要新兴经济体中较为脆弱.....	17

## 全球：经济周期动能趋缓

我们预计，基准情形下，2019年全球经济增长的主基调是动能放缓与增长差收敛。2018年的全球金融条件收紧、叠加贸易摩擦加剧、欧洲政治风险显现及新兴市场动荡等风险因素，使得开始于2017年的全球复苏共振在2018年被打断。向前看，我们预计全球金融条件收紧的效果在2019年将更加显著地展现，而美国财政刺激效果将逐步消退，因而2019年全球总需求整体增速面临放缓压力。因而，基准情形下，我们预计2019年全球经济增长的主基调是动能放缓与趋势收敛。2018年一枝独秀的美国经济在财政刺激效果逐步消退后，将开始向下“catch down”，与其它地区重新同步，增长差重新收敛。当然，全球央行的收紧速度及幅度，以及风险因素如美国与中国和欧洲之间的贸易摩擦、意大利政治不确定性等可能的变化，均将对我们的基准预测造成影响。我们也对美债收益率、美元等走势做出相应预测。

### I. 全球金融条件显著收紧叠加贸易摩擦、欧洲政治风险及新兴市场动荡等风险因素，使得开始于2017年的全球复苏共振在2018年被打断

**2018年全球金融条件显著收紧。**2018年以来，虽然节奏上略有不同，但全球金融条件显著收紧成为共同的趋势。总结原因包括<sup>1</sup>：1) 债务成本上升：央行货币政策收紧，国债收益率抬升、信用息差也在走阔。美联储今年已经加息3次且12月大概率将继续加息、欧央行宣布年末撤出QE、日本央行持续减少国债购买并宣布放宽10年期国债收益率波动区间，以及新兴市场2季度和3季度跟随美联储行动而加息。美国国债收益率从2018年末的2.4%上升至目前的3.2%。全球负利率债券的市值从上年末的8.3万亿美元，一度下降至今年10月初的5.7万亿。欧美等市场的信用息差也走阔；2) 股权融资成本走高。全球股市下挫，即使相对表现最好的美股，也经历了明显的估值收缩。3) 汇率波动。新兴市场今年兑美元汇率以贬值为主，其外债负担增加。

**多重风险爆发：贸易摩擦加剧，意大利民粹政府上台新兴市场动荡。**在金融条件收紧之外，风险因素也相继爆发。美国在贸易政策上的调整导致与中国及欧洲等摩擦增加。意大利大选后民粹政府上台，使得欧元区面对的政治不确定性显著上升。新兴市场的动荡、尤其是阿根廷和土耳其的汇率危机，则使得新兴市场自身乃至全球面临的风险也上升。

**全球金融条件的收紧叠加其它风险因素使得开始于2017年的全球复苏共振在2018年被打断；但美国得益于财政刺激效果的释放而“一枝独秀”。**金融条件收紧最早的欧元区，增长放缓也最早。由于欧元显著升值，2017年中欧元区金融条件就开始收紧。到2018年1季度，欧元区出口显著走弱拖累经济增长。金融条件收紧略晚于欧元区的美国，部分对利率抬升较敏感的领域如地产、耐用品消费（尤其是汽车）、以及企业投资，也逐步显示疲弱态势。新兴市场中，经历汇率危机的阿根廷和土耳其，增长已经显著放缓。受贸易摩擦及金融去杠杆带来的金融条件收紧影响较大的中国，增速也放缓<sup>2</sup>。全球视角看，复苏共振被打断最显著体现在生产可贸易品的制造业。年初以来，全球出口增速放缓，直接导致全球整体工业产出增长放缓。

不过，美国经济得益于财政刺激效果的释放而逆向加速，2018年在全球经济中“一枝独秀”。无论是需求端的消费增长，还是供给端的工业生产，美国与其它地区的增长差均在2018年显著拉开。

### II. 向前看，全球经济动能将取决于政策（货币政策+财政政策）、风险因素等方面的变化；基准情形下预计2019年全球经济增长的主基调是动能放缓与增长差收敛

**向前看全球经济周期动能如何？**考虑到全球经济动能将取决于政策（货币政策+财政政策）、风险因素等方面变化，我们的预测建立在如下我们认为概率相对更大的基准假设上：

- ▶ **货币政策。**假设美联储2018年四季度再度加息，2019年再加息2次；欧央行2018年底退出宽松，2019年10月首次加息；日本央行2019年不退出宽松，不对货币政

<sup>1</sup> 我们此前详细总结了美国金融条件变化的原因，请参见我们2018年10月30日发布的海外宏观专题报告《[美国经济周期后劲如何？](#)》。

<sup>2</sup> 参见我们2018年11月12日发布的中国宏观专题报告《[内忧外患下宏观走势将如何演变？](#)》。

策进行大幅调整。以上假设,基本与联邦基金利率期货、以及欧洲 EONIA 利率期货等隐含的市场预期一致。这意味着,未来金融条件可能基本在当前位置附近波动,而不是继续趋势性上升或者下降。

- ▶ **财政政策。**在中期选举后,美国后续再推出大规模财政刺激的概率已经显著下降,因而未来更可能是基本按照此前通过的减税+两党支出法案确定财政路径推进。

IMF 今年 10 月的估计,以及欧盟委员会根据成员国提交的财政预算案进行的估计,均显示欧元区整体在 2019 年的结构性财政盈余将显著降低,降低幅度大于 2018 年。

日本将在 2019 年 10 月再度上调消费税税率(由当前的 8%上调至 10%),因而其财政紧缩力度将加大。

- ▶ **风险事件。**意大利政治风险。我们在此前多篇报告中分析的结论是,意大利的政治风险转化为债务危机,目前的信息显示,威胁欧元区整体增长前景的概率相对较小<sup>3</sup>。

中美贸易摩擦。中美贸易摩擦对双方增长及通胀,均可能产生显著影响。我们的基准假设是,2019 年 1 月 1 日美国此前已经宣布的对进口的 2000 亿美元中国产品加税税率提升至 25% 落地。但不进一步对剩余的 2670 亿美元进口加税。考虑到剩余 2670 亿美元产品中多数是对中国依赖度较高的手机、电脑以及纺织品和家具等,我们预计如果这些产品也被加征关税,负面冲击可能显著提升。

基于这些基准假设,我们预计:

- ▶ **已发生的金融条件收紧将对 2019 年全球增长产生显著抑制,其中美国受拖累幅度更大。**我们使用包含实际 GDP 和金融条件指数的两变量向量自回归模型估计金融条件变化对增长的效果。估计结果表明,金融条件收紧对增长的抑制效果,一般需要 4~6 个季度完全展现。因而,即使按照我们的基准假设,主要国家和地区的金融条件保持在当前水平,此前已经发生的金融条件收紧,也将对 2019 年主要经济体增长产生显著拖累,且这种拖累相比 2018 年幅度更大。横向对比,按照受到金融条件收紧影响的大小排序,顺序是美国大于欧洲大于日本。主要原因是美国经历近期的股市+债市抛售后,金融条件收紧幅度相对更大。
- ▶ **财政政策将支撑欧美增长,但力度及变化方向不同。**根据我们的估计<sup>4</sup>,美国已经通过的财政刺激,即减税+两党财政预算案,在 2019 年将依然支撑增长,但贡献将较快消逝。与此不同,欧元区财政政策 2019 年对增长的支撑力度将大于 2018 年。如果假设财政乘数为 1,2019 年财政扩张对实际 GDP 增长贡献 0.3 个百分点左右,而在 2018 年仅仅为 0.02 个百分点。对于日本,根据 IMF 对日本结构性财政赤字的估计,如果假设财政乘数为 1,财政紧缩对增长的拖累将从 2018 年的 0.49 个百分点升至 0.88 个百分点。
- ▶ **贸易政策。**在 2019 年 1 月 1 日美国对进口的 2000 亿美元中国产品加征关税税率从 10%上调至 25%后,中国将有 2500 亿美元产品被美方加征 25%的关税。我们初步的估计显示,这些关税对美国实际 GDP 增长影响相对较小,量级上大概小于 0.1 个百分点。对美国通胀的影响,可能在 0.1~0.15 个百分点。

**综合上述金融条件、财政以及贸易政策的基准情形考虑,我们预计 2019 年全球经济增长的主基调是动能放缓与增长差收敛**

- ▶ **主基调(一):全球经济增长放缓。**预计美国 2019 年实际 GDP 增速 2.5%,相比 2018 年的 2.9%(中金估计)放缓,主要是考虑到金融条件收紧拖累增大,而财政支撑力度减小。预计欧元区 2019 年实际 GDP 增速 1.8%,相比 2018 年的 1.9%(中金估计)仅仅轻微放缓,主要是考虑到财政扩张对增长的贡献将基本抵消金融条件收紧带来的拖累。预计日本 2019 年实际 GDP 增速 0.8%,相比 2018 年的 0.9%轻微减速,主要是考虑到财政收紧对四季度增长造成较大冲击。

<sup>3</sup> 请参见我们 2018 年 9 月 28 日发布的海外宏观简评《意大利政府提交赤字率高于预期》。

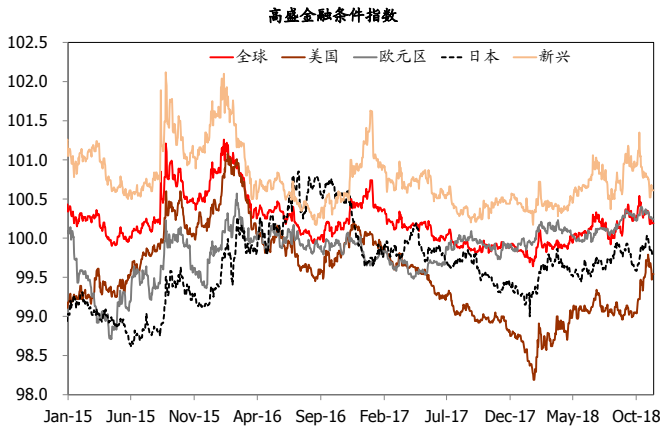
<sup>4</sup> 请参见我们 2018 年 10 月 30 日发布的海外宏观专题报告《美国经济周期后劲如何?》。

- **主基调（二）：美国增长与欧元区等其它经济体更加同步，增长差重新收敛。**2018 年，欧元区、日本及主要新兴经济体增长已经开始放缓，但美国经济得益于财政刺激（减税+支出扩张）效果释放而加速。美国经济“一枝独秀”成为 2018 年全球最大的背景，并直接导致美元走强、美国与其它经济体国债收益率息差攀升至历史高位。但我们预计 2019 年美国增长更可能是与欧元区等经济体更加同步，原因在于：1) 美国金融条件收紧压力更大；2) 美国财政刺激效果将较快消逝；3) 美国经济周期更加“成熟”。当前美国失业率仅仅为 3.7%，已经是 1969 年底以来的最低水平，更是远低于美联储估计的 4.5% 的自然失业率。相比之下，欧元区目前 8.1% 的失业率依然高于危机前 7.2% 的低点；4) 全球化背景下，美国的“一枝独秀”也很难持续。虽然美国经济体量巨大、主要依靠内需而非外需、并且历史经验显示一般是美国的经济周期引领全球经济周期而非相反，但在当前全球一体化背景下，外部经济的持续减速，依然可能边际削弱美国增长动能，使得美国向其它经济体“catch down”。今年中以来美国的出口增速下滑提供了初步的证据。

**挑战和风险。**相对我们的基准预测，2019 年全球经济面临的下行风险来自三方面：1) 贸易摩擦依然存在巨大的不确定性，并且风险越来越集中于美中和美欧之间；2) 欧元区政治风险，尤其是意大利政府扩张性财政倾向与欧盟之间的矛盾、因为民粹政府解体而导致的提前大选风险、以及英国退欧的不确定性；3) 随着美联储加息继续进行等外部因素导致外部环境收紧，部分基本面脆弱的新兴市场经济体风险进一步上升，需重点关注的包括印度、印尼、巴西、南非等。

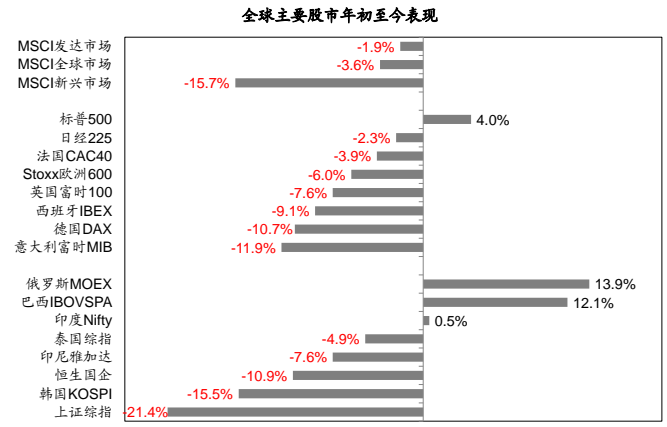


图表1: 全球金融条件在2018年开始整体显著收紧, 其中欧元区的收紧开始于更早的2017年中



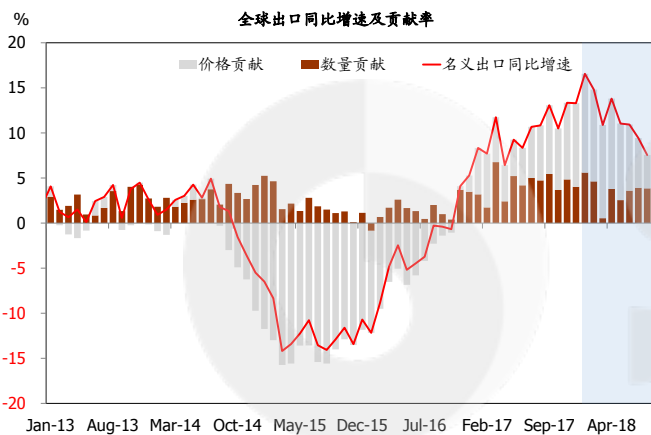
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表2: 股市下跌提升股权融资成本



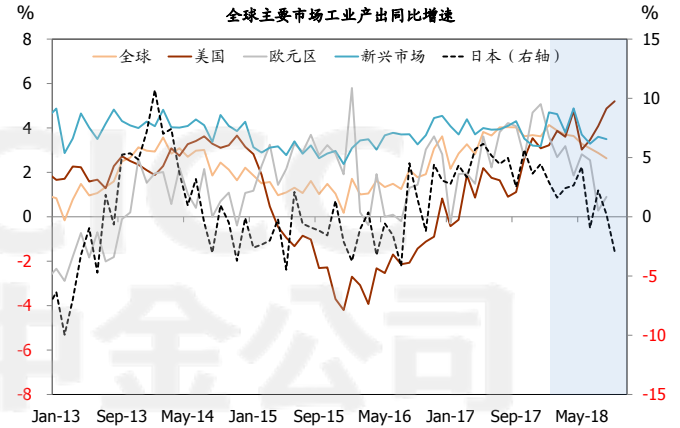
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表3: 全球出口增速年初开始下行



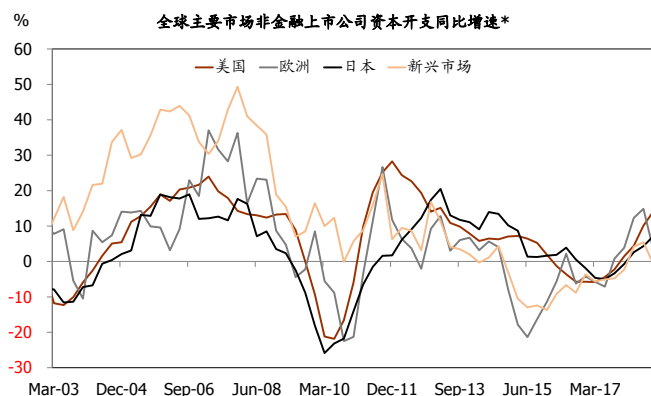
资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

图表4: 全球整体工业产出增速也是如此



资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

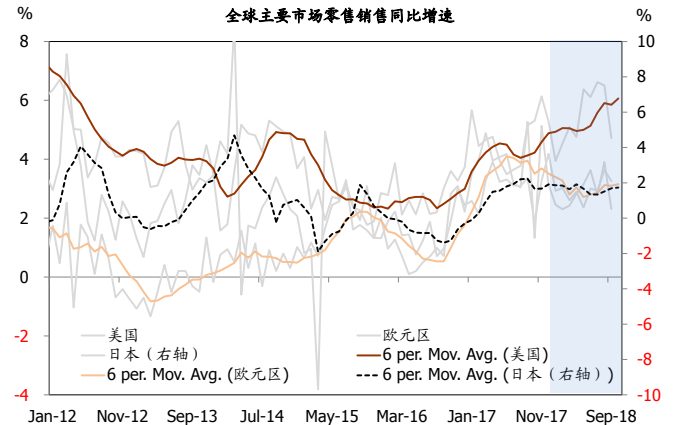
图表5: 企业资本开支周期也相应中断



\*TTM, 也即过去四个季度滚动求和资本开支的同比增速

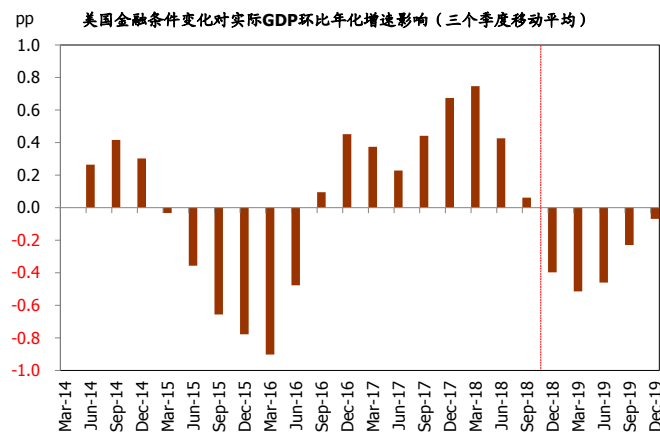
资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

图表6: 居民消费增长回落



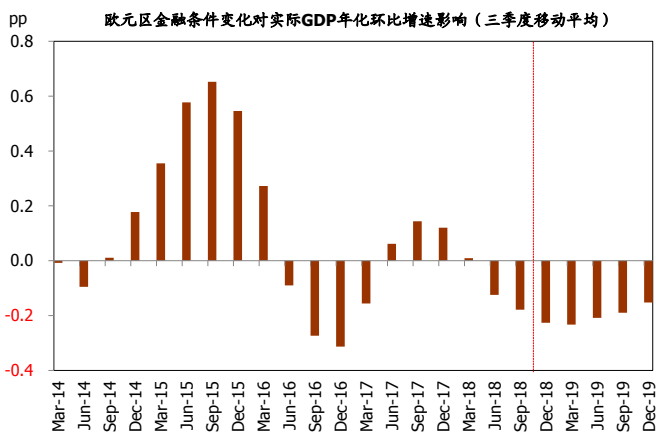
资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

图表7: 金融条件将从2018年4季度开始显著拖累美国经济增长



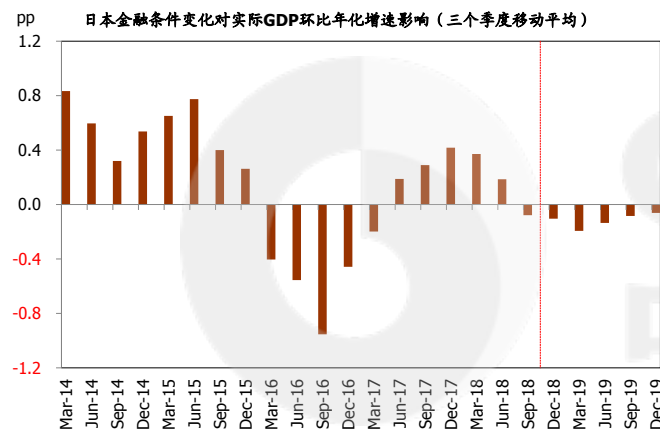
资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

图表8: 欧元区金融条件在2017年初就收紧, 因而对增长的拖累早在2018年中就开始展现



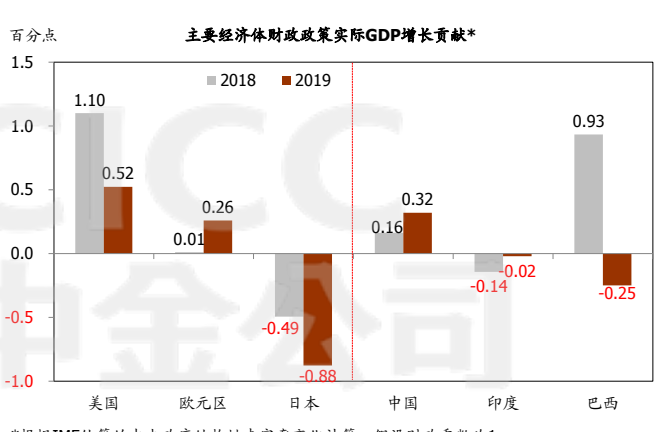
资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

图表9: 金融条件收紧也将拖累日本2019年经济增长



资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

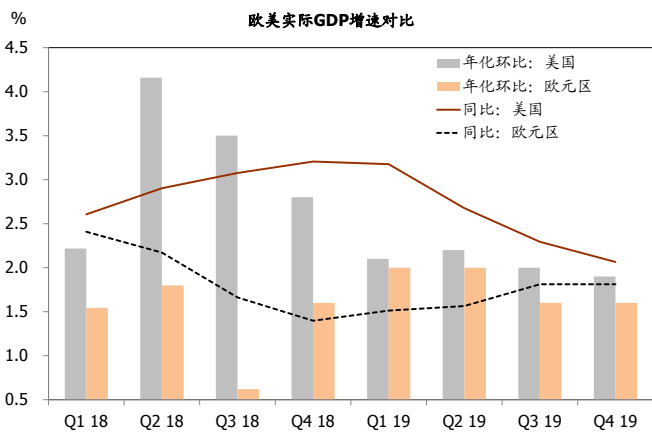
图表10: 2019年, 财政政策对美国增长的支撑将下降, 而对欧元区支撑有望上升



\*根据IMF估算的中央政府结构性赤字率变化计算, 假设财政乘数为1

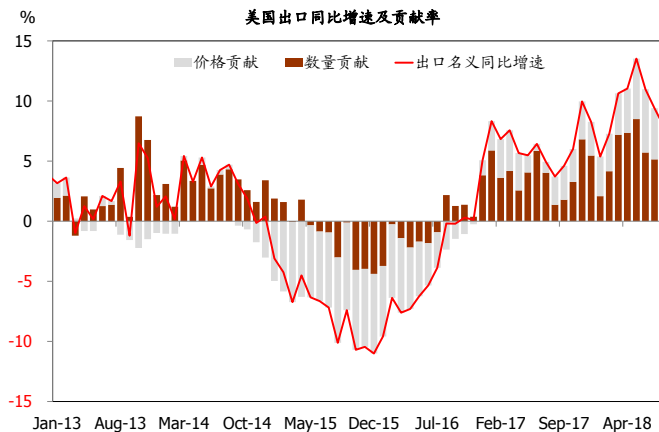
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表11: 预计2019年美国经济增长回落, 与欧元区增长差重新收敛



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表12: 今年中以来, 美国的出口增速已经在放缓



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 13: 2018 年 2 季度和 3 季度, 新兴经济体大规模跟随美联储加息, 预计 4 季度部分经济体还将继续跟随

	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	年初至今利率调整次数	年初至今利率调整幅度 (pp)
<b>发达市场</b>											
美国			↑ 0.25			↑ 0.25			↑ 0.25	3	0.75
日本											
欧元区											
<b>新兴市场</b>											
中国											
香港			↑ 0.25			↑ 0.25			↑ 0.25	3	0.75
印度						↑ 0.25		↑ 0.25		2	0.50
印尼*					↑ 0.50	↑ 0.50		↑ 0.25	↑ 0.25	5	1.50
韩国											
马来西亚	↑ 0.25									1	0.25
菲律宾					↑ 0.25	↑ 0.25		↑ 0.50	↑ 0.50	4	1.50
新加坡**											
台湾											
泰国											
<b>EMEA</b>											
捷克		↑ 0.25				↑ 0.25		↑ 0.25	↑ 0.25	4	1.00
波兰											
俄罗斯		↓ -0.25	↓ -0.25						↑ 0.25	3	-0.25
南非			↓ -0.25							1	-0.25
土耳其***				↑ 0.75	↑ 3.00	↑ 1.25			↑ 6.25	4	11.25
<b>拉美</b>											
巴西		↓ -0.25	↓ -0.25							2	-0.50
墨西哥		↑ 0.25				↑ 0.25				2	0.50
阿根廷****	↓ -1.50			↑ 3.00	↑ 9.75			↑ 20.00	↑ 5.00	6	36.25

资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 14: 海外主要经济体宏观预测表

国家/地区	单位	2016	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
<b>美国</b>													
实际GDP	%, 季调年化环比	1.6	2.3	2.9	2.5	2.2	4.2	3.5	2.8	2.1	2.2	2.0	1.9
PCE通胀	%, 同比	1.1	1.8	2.1	2.1	1.9	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	2.2	2.3
核心PCE通胀	%, 同比	1.7	1.6	1.9	2.1	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2	2.2
失业率	%, 期间平均	4.9	4.4	3.9	3.4	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.3	3.2
小时工资增速	%, 同比	2.7	2.7	2.8	3.2	2.6	2.8	2.8	3.1	3.1	3.2	3.1	3.2
联邦基金利率上限	%, 期末	0.75	1.50	2.50	3.00	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00
10年期国债收益率	%, 期末	2.45	2.41	3.25	3.50	2.74	2.86	3.06	3.25	3.31	3.38	3.44	3.50
美元指数	期末	102	92	93	89	90	94	95	93		90		89
<b>欧元区</b>													
实际GDP	%, 季调环比	1.9	2.4	1.9	1.8	0.4	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
CPI通胀	%, 同比	0.2	1.5	1.8	1.8	1.3	1.7	2.1	2.1	1.9	1.8	1.6	1.7
核心CPI通胀	%, 同比	0.9	1.0	1.0	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
失业率	%, 期间平均	10.0	9.1	8.2	7.7	8.5	8.3	8.1	8.0	7.9	7.7	7.6	7.5
ECB再融资利率	%, 期末	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
ECB存款利率	%, 期末	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.20
欧元/美元	期末	1.05	1.20	1.18	1.25	1.23	1.17	1.16	1.18		1.22		1.25
<b>日本</b>													
实际GDP	%, 季调年化环比	1.0	1.7	0.9	0.8	-0.9	3.0	-0.8	1.6	1.1	1.1	1.4	-3.2
CPI通胀	%, 同比	-0.1	0.5	1.0	1.1	1.3	0.7	1.1	1.1	1.1	1.0	0.8	1.4
核心CPI通胀	%, 同比	-0.3	0.5	0.9	1.1	0.9	0.7	0.9	1.1	1.1	1.0	0.8	1.4
失业率	%, 期间平均	3.1	2.8	2.4	2.3	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
政策利率	%, 期末	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
美元/日元	期末	117	113	110	110	106	111	114	110	110	110	110	110

资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部



**关键问题（一）：2019年美联储加息几次？**

**基准情形下加息2次。**正如前文所述，2018年1月以来的金融条件显著收紧、以及未来财政刺激效果的较快消退，都将使得2019年美国经济增长较快向潜在增速回落。加上贸易摩擦的不确定性，以及外围经济体如欧洲及美国的增长放缓，都可能进入美联储政策制定时的考虑。更重要的是，我们认为，美国的通胀前景允许美联储基于风险管理，采取“等等看”的策略，缓步加息：

- ▶ **美国通胀有望继续上升，但压力相对可控。**不可否认，美国的通胀压力正在累积，9月核心PCE同比增速已经达到1.97%。向前看，美国通胀面临的上行压力包括：1) 工资增长加速是通胀上行的重要推动力。随着劳动力市场紧张程度进一步加剧，我们预计小时工资增速将继续攀升，加剧整体经济尤其是服务业的通胀压力；2) 贸易摩擦导致的关税可能进一步提升通胀。目前为止，尚未看到很多证据表明贸易摩擦导致的关税对进口价格显著传导。但向前看，对2000亿美元中国产品加征10%关税在9月底才刚刚实施，效果有待展现。而且，目前为止中美贸易摩擦尚未结束，后续对中国2670亿美元的进口是否加征关税尚未可知。另外，美国与欧盟之间就汽车关税的谈判目前也尚未有结论。如果与中国和欧盟的摩擦加剧，美国通胀面临上行风险。我们的初步计算表明，在美国对中国2000亿美元进口加征25%的关税生效后，加上此前的500亿美元进口的关税效果，有望推升美国通胀0.1~0.15个百分点。而如果进一步对中国的2670亿美元进口加征25%关税，可能总共推升通胀0.25~0.30个百分点。

不过另一方面，一些因素也使得美国通胀上升的压力相对可控：1) 美国房地产市场正在放缓，房价涨幅放慢。受到房贷利率抬升抑制，美国的房地产市场正在放缓，房价涨幅放慢。最近几个月通胀中住房通胀增速变慢，可能显示地产市场的疲弱正在向通胀传导。考虑到住房项目在美国PCE通胀中占据较高的权重（18%左右），这一效应的重要性不言而喻；2) 美国外部经济体通胀压力不大。美国之外，中国及欧洲等主要经济体通胀压力不大，也可能抑制美国的通胀。

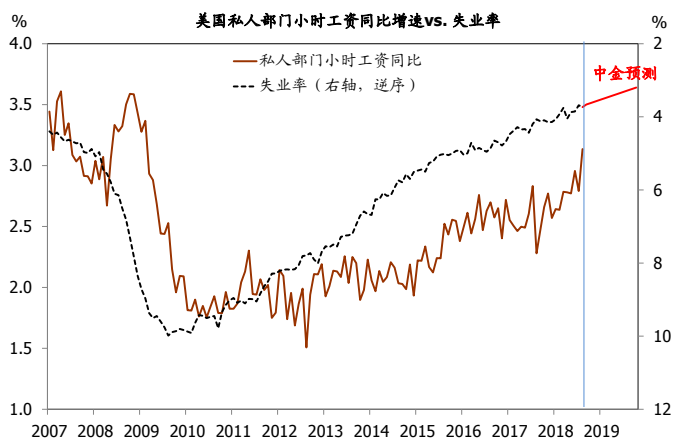
- ▶ **通胀预期稳定，基于风险管理更加倾向于慢加息。**面临通胀上行，尤其是接近目标值时，美联储选择加息节奏面临的权衡是明显的：如果加息太快，可能导致经济扩张过早结束；但如果加息过慢，又怕落后于形势过多，导致后期通胀突然加速、超调过多，以至于美联储不得不急踩刹车，从而造成经济突然减速，带来更大的痛苦。所以，如果要选择慢加息，最重要的是需要确认，通胀突然加速的风险究竟有多大，这其中的关键就是通胀预期是否能够被很好的锚定，因为根据大量学术研究<sup>5</sup>，近年来美国的通胀受到通胀预期的影响越来越大，而受劳动力市场紧张程度影响越来越小。

当前美国的情况如何？正如美联储主席Powell多次提到<sup>6</sup>，得益于美联储良好的反通胀信誉，美国的通胀预期被较好地锚定。以密歇根消费者调查通胀预期为例，在年初上升至2.1%左右这一略高于美联储2%的目标水平点位后，通胀预期基本稳定在这一水平附近。在这一背景下，经济产能利用率的上升、劳动力市场紧张产生的通胀压力，只是在逐步、而非爆发性的展现。正是基于此，Powell强调基于风险管理的“Brainard principle”，即当对加息效果不确定时，基于风险管理，应当谨慎行事。

<sup>5</sup> 例如，参见Blanchard, Olivier (2016). *The U.S. Phillips Curve: Back to the 60s?*

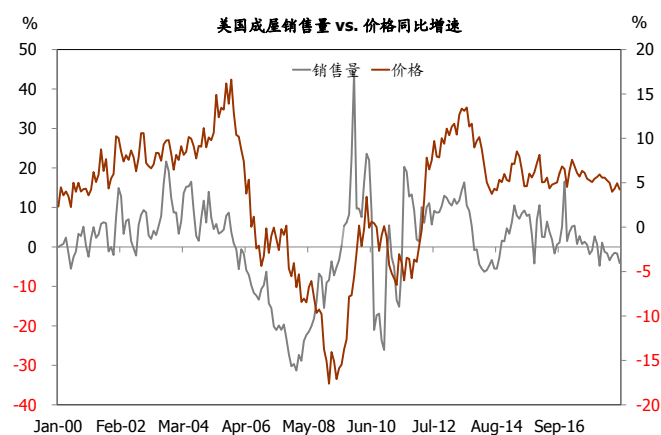
<sup>6</sup> 例如，参见Powell (2018/10/2), *Monetary Policy and Risk Management at a Time of Low Inflation and Low Unemployment*, 以及Powell (2018/8/24), *Monetary Policy in a Changing Economy*.

图表 15: 随着失业率的进一步下降, 工资增长有望加速



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 16: 美国房地产市场正在放缓



资料来源: Haver, 中金公司研究部

### 关键问题 (二): 美债收益率向何处去?

预计 2019 年底美国 10 年期国债收益率 3.5%，且收益率曲线进一步平坦化。经过今年 8 月底以来的继续上升，短期内美债收益率上升压力并不大。但 12 个月时间范围看，预计美国国债收益率将维持上行趋势，2019 年底 10 年期国债收益率 3.5% 左右。我们也预计 2019 年国债收益率曲线将继续平坦化，下半年有一定概率倒挂。

- ▶ 相比基本面，美债收益率目前依然被严重压低。我们以通胀、增长及短期利率（3 个月国债收益率）的预期值作为基本面代表因素，用回归模型估计基本面隐含的美债收益率水平。根据我们估计的美国国债收益率模型，结合当前对通胀、增长及短期利率的预期，10 年期国债收益率“合理”的基本面隐含值应该在 4.1% 左右，因此当期国债收益率实际上被严重压低。国债收益率明显低于基本面隐含值，其背后重要的原因是美联储购债压制期限溢价等原因造成的扭曲。学术研究估计结果表明，美联储三轮 QE 操作共压低 10 年期国债收益率~170bps，主要是通过抑制期限溢价实现<sup>7</sup>。
- ▶ 期限溢价可能上升。根据我们对美国 10 年期国债期限溢价的回归模型结果，美联储缩表以及宏观周期后段通胀和增长不确定性的增加都将导致期限溢价上升。其中美联储的缩表路径及其影响可以定量估计。我们的回归模型表明，美联储资产/GDP 占比每下降 1 个百分点，10 年期国债期限溢价上升~7.2bps。我们估算 2018/19/20/21 年美联储缩表速度大概为 310/370/300/270 亿美元每月，2018~2020 年底总资产/GDP 比例累计下降~8%，对应期限溢价上升~58bps，年均上升~19bps。

另外，随着美国 2019 年经济增速回落，以及越来越接近衰退背景下，市场对增长的分歧加大，也将相应提升期限溢价。

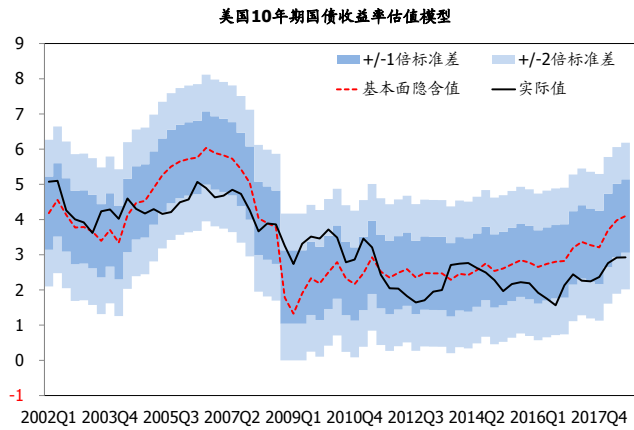
### 关键问题 (三): 美元能否继续趋势性走强?

基准情形下不具备继续大幅走强的基础，但可能在风险事件爆发时短时间脉冲式冲高。对于美元，我们继续认为美元没有趋势性上涨机会，只有在风险事件发生时有短期冲高机会。主要的理由，就是我们认为站在目前位置，美国与欧元区等其他经济体增长差处于历史上较为极端的情形，未来很难持续，因而未来美国和欧元区等外围经济体的增长差更可能是缩小而非扩大。详见我们前文对全球主基调（二）的阐述。

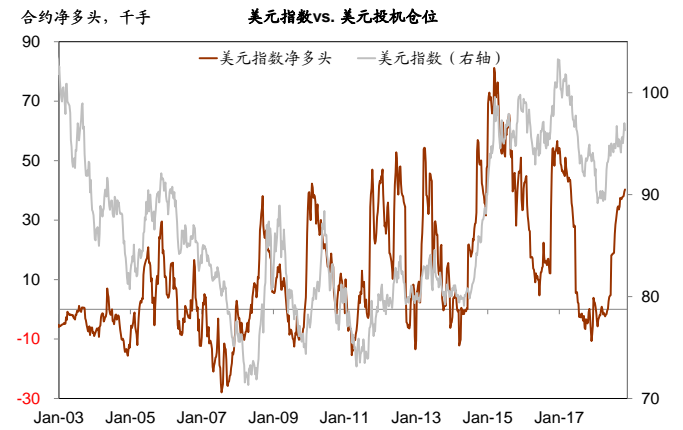
<sup>7</sup> Engen, E., Laubach, T., & Reifschneider, D. (2015). The macroeconomic effects of the Federal Reserve's unconventional monetary policies.

我们预计, 2019年底欧元兑美元汇率有望升至1.25, 美元兑日元保持在110水平, 英镑兑美元有望回升至1.4左右, 从而隐含美元指数在89左右。我们此处预测的基准假设是, 意大利不会脱欧、英国脱欧虽然未必能非常顺利, 但不会出现无序脱欧。因而上述事件如果出现实质上的变化, 相关预测可能需要修正。例如, 如果意大利政治不稳定性传染至整个欧元区, 影响欧元区整体的增长前景, 预计欧元将走弱。

图表 17: 当前 10 年期债券收益率远低于基本面隐含值



图表 18: 美元指数不具备趋势性走强的基本面支撑



## 美国：增速回落，通胀上行，缓步加息

**增速回落，通胀上行，缓步加息。**今年1月底以来美国金融条件较快收紧，但美国的通胀及通胀预期上调速度放缓，因而实体经济的实际融资成本加速上升，经济活动正在受到抑制。而且，财政刺激效果也将逐步消退<sup>8</sup>。因而，我们预计美国经济增速将从2018年的2.9%左右（中金预测）回落至2019年的2.5%，失业率2019年底有望下降至3.2%。核心PCE通胀上升至2.1%。这一背景下，美联储将继续加息+缩表，美国国债收益率继续面临上行压力，预计美国10年期国债收益率在2019年底达到3.5%左右，国债收益率曲线继续平坦化。

**增长：预计2019年实际GDP增速回落至2.5%。**金融条件收紧、财政刺激效果逐步消退：

- ▶ **金融条件较快收紧。**2018年1月底以来美国金融条件较快收紧。其背后是股债融资成本的迅速抬升。美联储连续加息，国债收益率迅速抬升，信用息差走阔均提升了债务融资成本。另外，1月末至今标普500动态P/E收缩17%，导致指数同期下跌8%。金融条件收紧对实体经济的抑制效果逐步展现，叠加减税刺激效果的消逝，美国经济动能难免逐步放缓。**居民层面**，对利率敏感度较高的地产需求及耐用品消费的数据正在走弱。随着房贷利率攀升，成屋销售年初已经见顶；而减税效果集中释放的2季度，耐用品消费增速明显落后于整体消费的增速。**企业层面**，年初以来（截至9月末）企业的债券发行同比下降15%，高收益债发行更是同比下滑28%。相应地，美国企业的设备投资增速、耐用品订单增速均在放缓。向前看，我们预计金融条件收紧对增长的紧缩效应将在更加广泛的层面显现，对整体增长的抑制作用更加明显（图表3）。
- ▶ **财政刺激效果较快消逝。**最新的中期选举中，民主党重获众议院多数。这一情形下，我们预计特朗普政府及共和党进一步推进新的财政扩张计划概率显著下降。基于此，我们的估计表明，目前轨道上的财政刺激（2017年减税法案+两党支出法案）对增长的贡献，在今年4季度达到高点后消逝速度可能较快。预计其对增长贡献在今年4季度还将有0.7个百分点左右，但是到2019年4季度将减小至0.15个百分点左右。

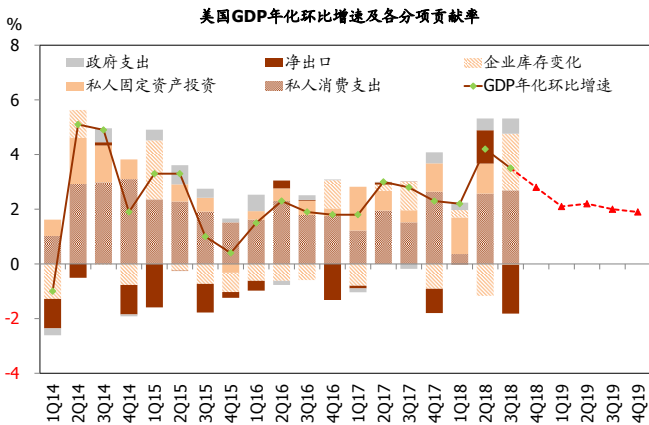
**通胀：预计全年核心PCE通胀2.1%，工资加速增长推动核心通胀加速；贸易摩擦的关税效应是上行风险。**我们预计2019年美国核心PCE通胀将上升至2.1%左右，相比2018年的1.9%（中金预测）小幅上升。另外，中金大宗组的预计，2019年油价与2018年基本持平，甚至有小幅回落压力。因而，预计2019年总PCE通胀将保持在2.1%。

**货币政策：2018年4季度再加息一次；2019年加息2次，缩表按部就班。**11月美联储FOMC议息会议上措辞基本不变，坚定了其渐进加息的立场。预计12月加息基本“板上钉钉”。但对2019年，我们预计基准情形下美联储加息2次而非美联储9月FOMC会议经济预测表所预测的3次。理由包括房地产放缓可能使得住宿分项通胀放慢，而租金一项在通胀中占比较高；美国之外的全球通胀环境偏弱也是重要原因。不过，美国通胀也并非没有上行风险，其中就包括工资增长正在加速、以及贸易摩擦可能导致更多关税。我们也预计美联储缩表将按部就班进行，2019年全年缩表4400亿美元左右。

**风险：贸易摩擦加剧。**对于美国，2019年的一大风险因素是贸易摩擦可能加剧，在一定程度上对美国经济增长造成负面冲击，尤其是对于部分农业、制造业影响相对较大。**通胀层面**，我们初步的估算表明，如果美国对中国进口全面征收关税，美国通胀可能面临0.25~0.3个百分点的上行风险。**增长层面**，由于美国是赤字国家，加关税导致的进口减少实际上有利于提振GDP。不过，关税导致的物价上涨也将抑制消费。考虑两者的相互抵消，初步的估算表明加征关税对美国实际GDP增长影响相对较小，甚至可能小于0.1个百分点。

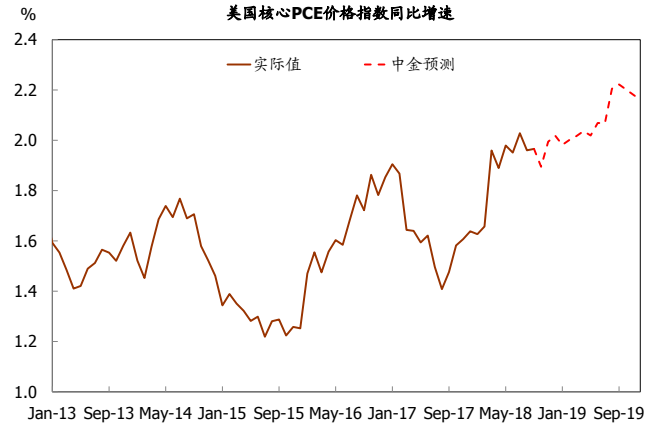
<sup>8</sup> 关于美国金融条件变化对其增长影响更加详细的讨论，请参见我们2018年10月30日发布的海外宏观专题报告《[美国经济周期后劲如何？](#)》。

图表 19: 预计 2019 年实际 GDP 增速从 2018 年的 2.9% 回落至 2.5%



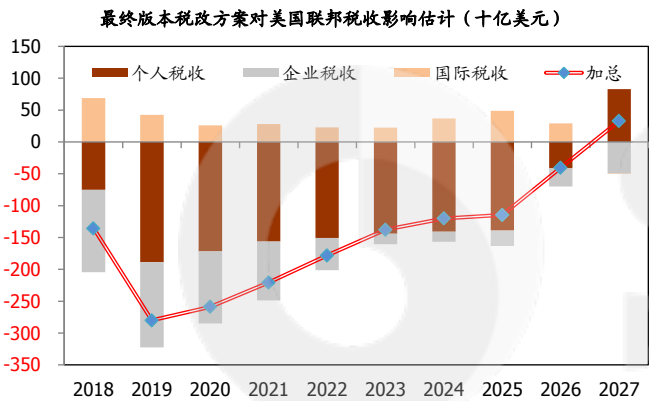
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 20: 预计 2019 年核心 PCE 通胀同比 2.1%, 相比 2018 年的 1.9% 继续上升



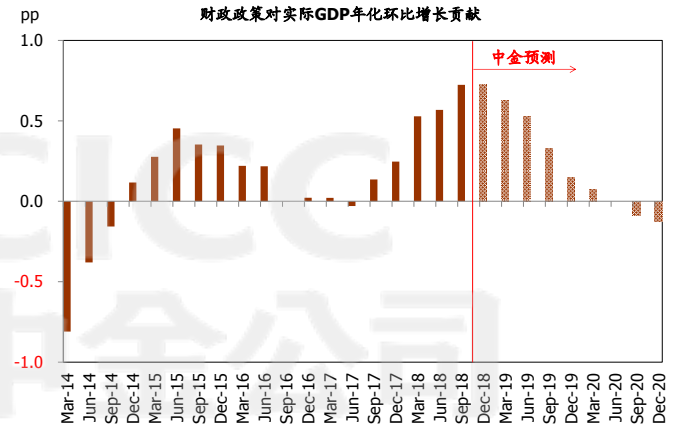
资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 21: 2020 年开始, 减税的绝对效果开始下降



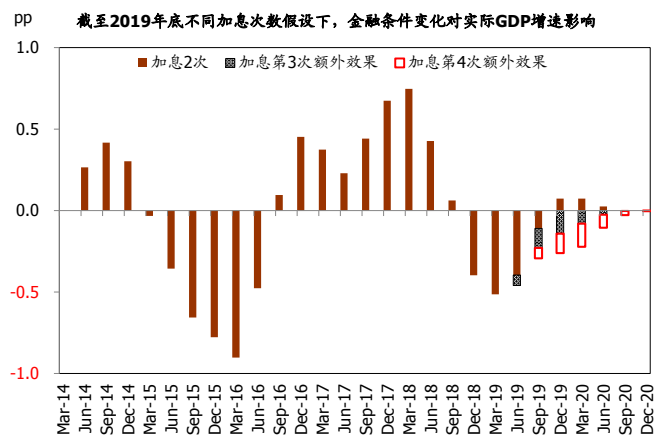
资料来源: 美国国会预算办公室, 中金公司研究部

图表 22: 财政刺激对美国实际 GDP 增长贡献逐步消退



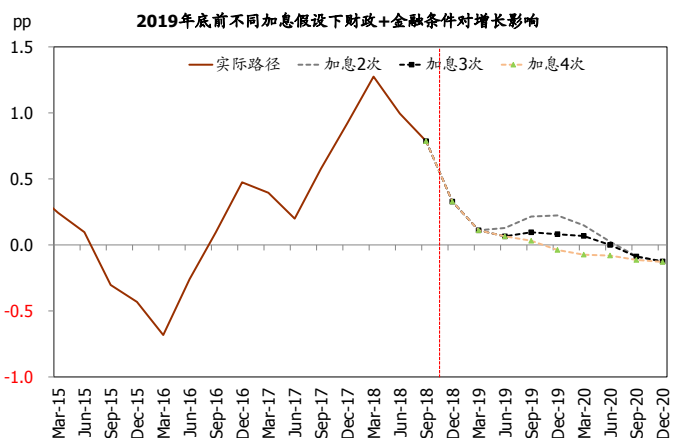
资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 23: 不同加息次数假设下, 金融条件对实际 GDP 增速的影响



资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 24: 基准情形下, 美国 2019 经济增长将较快向潜在增速回落



资料来源: Haver, 中金公司研究部

## 欧元区: 增长稳健, 通胀温和

**增长稳健, 通胀温和。** 预计欧元区 2019 年增长有望维持稳健, 全年实际 GDP 增速 1.8%。失业率 2019 年底有望降至 7.5% 左右, 接近危机前 7.2% 的低点。全年通胀温和上升, 核心 CPI 通胀从 2018 年的 1.0% 上升至 1.2%。这一增长稳健、通胀温和背景下, 预计欧央行在权衡上行风险和下行风险后, 将不会轻易改变既有政策基调, 2018 年底大概率按计划退出 QE; 首次加息可能在 2019 年 10 月。

**增长: 维持稳健。** 虽然面临不小的调整, 但我们预计 2019 年欧元区增长将维持稳健, 全年增速 1.8%:

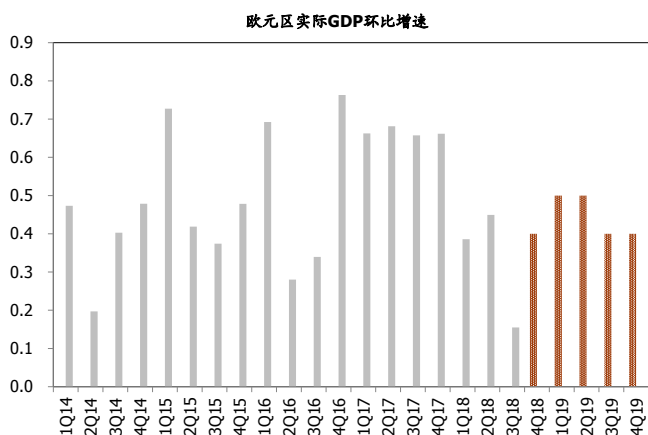
- ▶ **货币政策撤出宽松较慢, 金融条件紧缩效果相对较小。** 基准情形下, 预计欧央行今年年底退出 QE, 明年 4 季度首次加息。当前金融市场基本计入了这一预期。因而我们预计未来金融条件维持在当前水平附近可能性较大。这一情形下, 我们的估计显示 (图表 8) 2019 年金融条件收紧对增长的拖累将继续存在, 但幅度相对美国而言更小, 且边际上衰减。
- ▶ **财政支撑力度有望加大。** 欧盟根据成员国提交的预算案进行的统计显示, 如果假设财政乘数为 1, 2019 年财政政策宽松将对欧元区 GDP 增长贡献 0.34 个百分点。相比 2018 年的 0.02 个百分点, 2019 年财政政策支撑力度显著加大。

**通胀: 2019 年核心 CPI 温和上升至 1.2%。** 当前欧元区的劳动失业率 8.1% 依然高于危机前水平, 紧张程度远低于美国, 工资加速压力相对更小。因而预计核心 CPI 将继续保持温和上升的态势。鉴于明年油价可能与今年基本持平, 其对总 CPI 的推动作用将减退, 预计欧元区总 CPI 通胀将维持在 1.8%。

**货币政策: 2019 年下半年前鸽派基调基本确定, 预计 2019 年 10 月首次加息。** 欧央行今年 6 月会议基本为 2019 年年中之前的货币政策定下基调: 1) 12 月之后退出 QE; 2) 利率至少维持至 2019 年夏天不变。我们预计, 除非出现重大变化, 欧央行将继续推进这一既定计划, 不过前瞻指引可能在更早就开始改变。

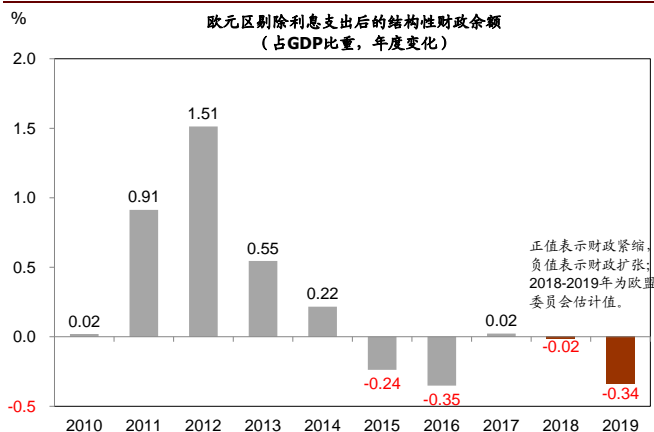
**风险: 意大利政治不稳定、英国脱欧不确定性。** 即使在今年年底意大利与欧盟能就财政预算达成协议, 其政治不稳定在 2019 年将依然是欧元区的重要下行风险之一<sup>9</sup>, 可能的风险包括大选提前。另外, 英国脱欧的不确定性也是风险之一。

图表 25: 预计 2019 年欧元区增长维持稳健



资料来源: Haver, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 26: 财政政策在 2019 年支撑力度加大



资料来源: Haver, 中金公司研究部

<sup>9</sup> 关于对意大利政治不确定性更多的讨论, 请参见我们 2018 年 9 月 28 日发布的海外宏观简评《意大利政府提交赤字率高于预期》。

## 日本：迎接消费税上调；宽松难退

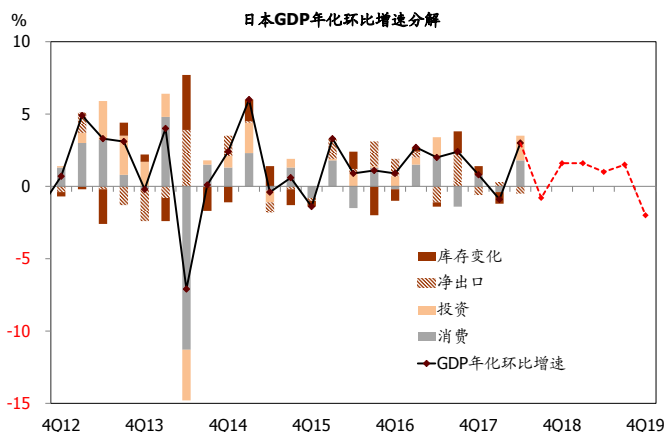
**经济形势可能重回 2012 年前的情形。**日本 2012 年实施宽松以来，持续有不错的增长。但实际上从增长动力看，日本依然没有摆脱依靠外需，而内需羸弱的困局。尤其是，从长期经济增长角度看，困扰日本经济增长的人口老龄化、劳动力市场的“二元结构”等问题，在过去几年都没有变化（安倍政府也没有推动这些领域的改革，因此也没有变化的预期），日本经济很可能重回过去十几年“低增长、低通胀”的旧周期中：1) 居民工资增长缓慢。工资增长是居民消费可持续增长的核心，但受制于人口老龄化等结构性问题，日本居民工资增速一直没有本质性的改善。近期名义工资增速有所提升，但鉴于失业率已经降低至 2.3% 的低水平，进一步通过失业率下降推升工资空间实际上已经相当有限；2) 企业投资增长仍旧低迷。由于需求羸弱，日本企业投资也迟迟不见加速。整体上，日本现阶段的增长潜力与 2012 年安倍经济学推出之前并无太大差别，毕竟安倍经济学“三支箭”中最重要的结构性改革并未实施（也没有大规模财政扩张，只做了 QQE）。当然，受欧美经济持续向好的推动，未来 1-2 年日本经济也可能表现不错（就像日本 2003-06 年的增长），但这种表现并未跳出过去十几年“低增长、低通胀”的旧周期。

**2019 年 10 月消费税上调是挑战。**2019 年 10 月，日本即将再度上调消费税税率，从 8% 上调至 10%。基于 2014 年 4 月上调消费税的经验，税率上调将对消费造成明显的抑制。我们预计，消费税造成的冲击，将导致 2019 年 4 季度日本经济负增长。如何应对这一冲击，将是明年日本政府及央行需要额外面对的挑战。

**货币政策进退两难，关注是否继续放宽收益率曲线波动区间。**当前用“进退两难”形容日本央行面临的状况最为贴切。一方面，继续宽松已经有些难以为继，主要是买债的空间越来越小，且负利率对金融机构的副作用一直在累积。尽管在每一次议息会议后的声明中，日本央行都表示国债净购买量要维持 80 万亿日元每年，但在实际的操作中，自从日本央行提出“QQE with yield curve control (QQEYCC)”的货币政策操作框架，将政策目标转为控制 10 年期国债收益率在零附近后，日本央行已经在行动上实质性削减 QE 购买规模。另一方面，日本通胀依然远低于 2% 的目标，日本央行也难言退出。虽然近期工资水平边际上有所上升，但我们估计要继续对工资施加压力，使得通胀达到 2% 的目标，至少需要失业率继续下降 1 个百分点。这在当前失业率已经低至 2.3% 的情况下几乎不可能。日本央行依然“进退两难”。

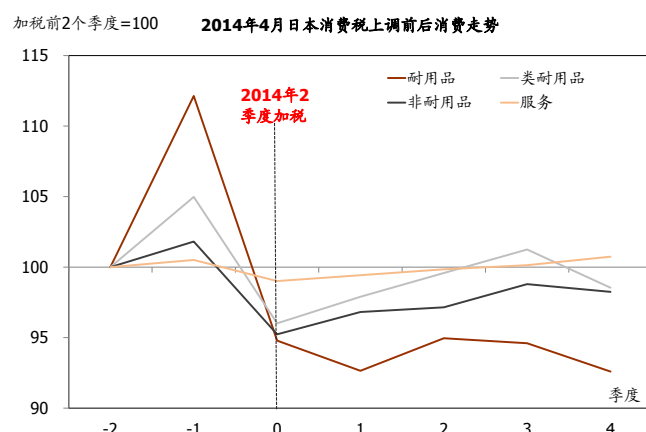
**增长和通胀预测。**我们预计日本 2019 年前 3 季度依然将录得不错的增长，但是 4 季度将显著负增长，全年实际 GDP 增速 0.8%。预计总 CPI 同比 1.1%，核心 CPI 同比 1.1%。

图表 27：预计 2019 年日本经济增长 1.1%



资料来源：Haver, 中金公司研究部

图表 28：2014 年的经验表明消费税上调将导致消费下滑



资料来源：Haver, 中金公司研究部

## 新兴市场：增长难免放缓，内部分化加剧

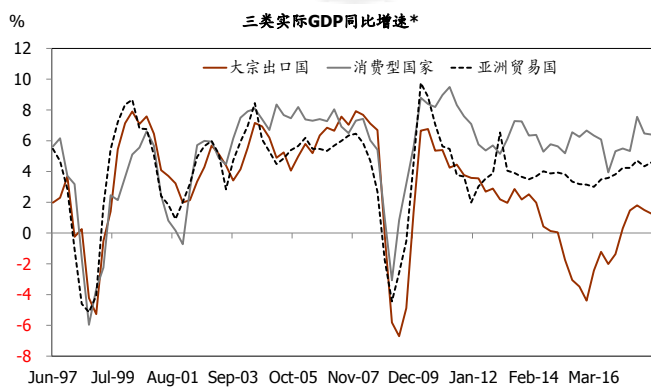
**内部央行加息叠加外部环境继续收紧，新兴增长难免放缓。**年初以来新兴市场经历显著的动荡，阿根廷和土耳其先后经历汇率崩溃，其它新兴经济体也经历显著的汇率贬值。同时，为应对汇率贬值压力，主要新兴经济体在2季度和3季度大规模跟随美联储加息。再加上2019年美联储将继续加息、全球需求放缓冲击等带来的外部环境继续收紧，新兴市场2019年面临的挑战有增无减。预计阿根廷、土耳其将进入负增长；建议继续关注双赤字国家如巴西、印尼、墨西哥等。

**增长和通胀：整体放缓，分化加剧。**2008年金融危机以来，新兴市场复苏并不顺畅，经历了2011~2012年的欧债危机、2013年夏天的“削减恐慌”以及2014年的油价大跌等外部因素冲击。因而，多数新兴市场经济体实际上还处于复苏的早周期。不过从内部看，各类经济体复苏节奏并不一致。以土耳其、印度等为代表的消费型国家复苏较早，其中土耳其已经进入过热状态；以韩国、台湾等亚洲新兴经济体为代表的贸易出口国，复苏处于中途，通胀正在缓慢抬升，但整体尚没有到过热阶段；以巴西、俄罗斯为代表的大宗出口国由于受到大宗价格暴跌冲击，复苏最晚，也相应的处于复苏早周期阶段。

**货币政策：继续跟随美联储加息。**除了因为经济过热有加息压力的土耳其等少数经济体外，实际上另外两类新兴经济体内部过热风险不高，通胀压力也并不大。但为应对汇率贬值压力，主要新兴经济体在2季度和3季度也不得不跟随美联储加息。向前看，我们预计后期新兴市场将继续跟随美联储加息，因而也对其经济施加进一步的压力。

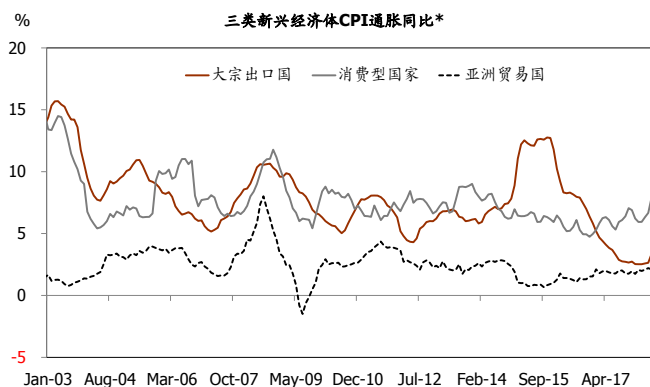
**风险：“四座大山”压顶，挑战犹存。**整个2018年，新兴市场被四座大山压顶：美元升值、美债利率上行、中国经济减速、贸易冲突。向前看，这些压力点对新兴市场形成的挑战依然存在：1) 美债利率可能继续上行。我们预计年底美国10年期国债收益率上行至3.5%，新兴市场美元融资成本可能继续攀升；2) 中国经济减速。在去杠杆叠加贸易摩擦导致的压力冲击下，中国经济正在减速。虽然中国政府已经在推出一系列措施应对，但目前为止能否稳定增长尚待观察；3) 贸易摩擦不确定性依然较高。虽然美国与墨西哥及加拿大签订了新贸易条约，但与中国及欧盟之间的贸易摩擦风险依然较高；4) 美元进一步升值空间有限，新兴市场2019年汇率方面压力可能边际上有所缓解。

图表 29：新兴经济体内部分化，土耳其趋于过热



资料来源：Haver，中金公司研究部

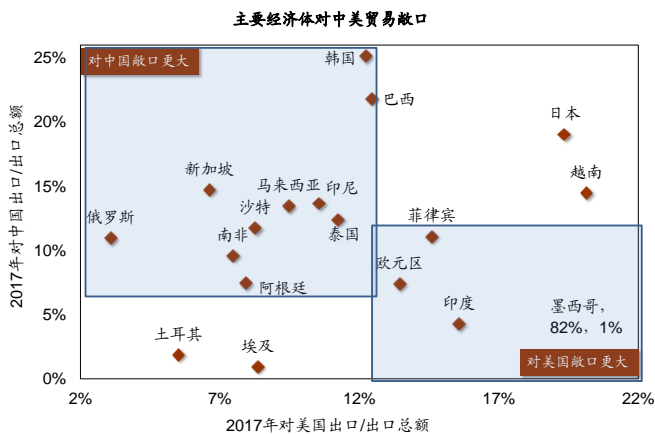
图表 30：相应地，各类新兴经济体的通胀走势也不一致



资料来源：Haver，中金公司研究部

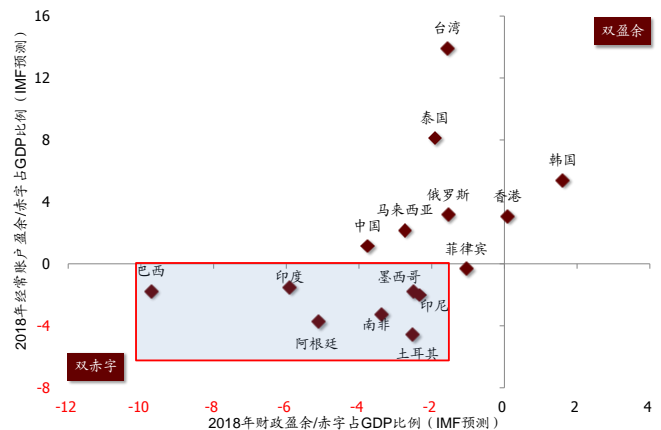


图表 31: 主要国家和地区对中美敞口



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 32: 一些双赤字明显的国家在外部金融条件收紧中相对风险更大。如阿根廷, 巴西, 土耳其, 南非等



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表 33: 从内外部金融脆弱性综合衡量, 阿根廷, 土耳其以及南非在主要新兴经济体中较为脆弱

	Argentina	Brazil	China	India	Indonesia	Korea	Malaysia	Mexico	Philippines	Russia	South Africa	Thailand	Turkey
<b>External Financing Vulnerability Index:</b>	<b>0.87</b>	<b>0.27</b>	<b>0.33</b>	<b>0.47</b>	<b>0.6</b>	<b>0.27</b>	<b>0.53</b>	<b>0.47</b>	<b>0.33</b>	<b>0.2</b>	<b>0.67</b>	<b>0.27</b>	<b>0.87</b>
Current Account Balance/GDP (% 2018f)	-5.3	-1.1	0.7	-2.8	-2.4	4.5	2.5	-1.8	-1.9	5.5	-3.1	8.1	-5.3
(Current Account Deficit -Net FDI)/GDP (% 2018f)	-3.7	2.1	2.3	-1.2	-0.6	5.4	4.5	0.6	1.5	6	-2	9.9	-4.1
Reserve Coverage Ratio (2018f)	0.3	2.3	2.9	1.6	0.8	1.7	0.9	1.7	2.5	1.8	0.8	1.7	0.3
Short-Term External Debt/Total External Debt (% 2018f)	34	7	59	19	14	25	42	14	20	12	21	40	27
External Debt/GDP (% 2018f)	59	37	15	22	34	28	58	39	23	30	46	27	64
<b>Domestic Financial Vulnerability Index:</b>	<b>0.53</b>	<b>0.43</b>	<b>0.52</b>	<b>0.43</b>	<b>0.52</b>	<b>0.43</b>	<b>0.52</b>	<b>0.57</b>	<b>0.67</b>	<b>0.43</b>	<b>0.48</b>	<b>0.43</b>	<b>0.67</b>
Non-Financial Corporate Debt/GDP (% Δ in 2013-2018)	4	0	27	-6	4	-6	7	10	15	6	7	2	21
Households Debt/GDP (% Δ in 2013-2018)	1.7	1	19	2.4	0	15	2	2	5	1	-3	5	-2
Private Sector Real Credit Growth (% y/y, 2012-17 average)	10	1	14	4	8	5	6	7	13	4	0	6	12
Consolidated Foreign Claims/Domestic Credit (% 2018)	58	20	5	16	42	13	39	86	20	15	24	29	83
Foreign Holdings of Local Currency Govt. Debt (% Mar. 2018)		12	3	5	39	11	29	32		34	43	15	19
Foreign Holdings of Equities (% June, 2017)	12	28	9	21	18	28	13	29	14	19	29	18	19
Nominal Home Prices (% y/y, 2013-2018 average)		2.2	3.7	11.4	6.1	1.7	8.1	5.8	10.7	-0.4	5.9	3.8	14.1
<b>Policy Vulnerability Index:</b>	<b>0.78</b>	<b>0.67</b>	<b>0.33</b>	<b>0.56</b>	<b>0.33</b>	<b>0.17</b>	<b>0.28</b>	<b>0.67</b>	<b>0.67</b>	<b>0.33</b>	<b>0.56</b>	<b>0.33</b>	<b>0.61</b>
2018-End Inflation Forecast (vs. Central Bank Target)	43.1 (<22)	4.2 (4.5±1.5)	2.0 (-3.0)	4.0 (4±2)	3.5 (4±1)	1.8 (2.0)	0.2 (2.5-3.5)	4.8 (3±1)	6.4 (3±1)	4.0 (4.0)	5.0 (3-6)	1.4 (2.5±1.5)	21.5 (5±2)
Current Real Interest Rates	16.9	2.3	1.1	2.7	2.3	0	3.1	3.2	-1.9	3.5	1.5	0.4	2.5
Fiscal Balance/GDP (% 2018f)	-3.8	-7.3	-4.2	-6.6	-2.1	2.4	-2.7	-2.6	-1.1	1.6	-3.9	-0.8	-4.9
Gross Government Debt/GDP (% 2018f)	76	88	50	70	30	40	55	54	40	15	56	42	32
World Bank Worldwide Governance Indicators (2017 release)	0	-0.1	-0.4	-0.2	-0.2	0.7	0.3	-0.3	-0.4	-0.7	0.2	-0.3	-0.5
WEF Global Competitiveness Index (2017-18)	4	4.1	5	4.6	4.7	5.1	5.2	4.4	4.4	4.6	4.3	4.7	4.4
Parliamentary/Presidential Elections in 2018-2019	19-Oct	18-Oct		19-May	19-Apr						19-Aug	19-Feb	

资料来源: IIF, 中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V160908

编辑：张莹

## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号  
平安金融中心72层  
邮编: 518000  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



**CICC**  
中金公司