

我们跨过拐点，曙光与乌云同在

——2013 年世界经济系列报告之增长、贸易、通胀篇

相关研究

证券分析师

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

研究支持 A0230112070027

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

感谢潘晓和李一民对报告的贡献

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

●2013 年，世界经济正处于重要的拐点上。1、从经济周期来看，世界经济整体处于复苏初期，尽管曙光与乌云同在，但趋势向好的概率更大；2、新兴市场继去年四季度企稳回升以来，今年有望延续复苏势头，尤其值得注意的是，按 PPP 计算的新兴市场占全球 GDP 的比重将于 100 多年以来首次超过发达国家；3、世界贸易增速也将迎来拐点，在经济复苏的带动下止跌回升，且波动更大。4、随着经济复苏，而且全球流动性更泛滥，通胀压力上升。

●主要观点及逻辑：

●次贷危机带来的全球经济调整仅次于上世纪 30 年代的大萧条，这一判断越来越成为人们的共识，这决定了危机第 5 个年头的 2013 年的世界经济复苏之路仍然坎坷。我们拟通过三篇报告，分别从实体经济、虚拟经济、及历史比较等视角来思考未来几年的世界形势，本篇主要探讨世界经济、贸易和通胀。

●总体来看，我们认为 2012 年是 2011-2015 年世界经济的底部，2013 年有望扭转过去两年的下滑趋势，未来几年趋势向上。(1) 欧洲有望走出衰退，逐步回升，受益于欧债危机缓解，消费和投资信心提升，且财政紧缩和银行去杠杆的压力均小于去年；(2) 美国复苏更加波折，受减赤和增税所拖累而增速低于去年，但下半年增长趋势向好；(3) 日本经济曲折复苏，主要依赖安倍经济学倡导的刺激性财政政策和宽松的货币政策。展望更长周期，2014-2015 年可能加速复苏，但平均增速难以达到危机前的水平，随着刺激性政策退出，2016 年世界经济可能增长乏力。

●第二个拐点是新兴市场，近年来无论从绝对增速还是在全球经济的占比和贡献，新兴市场均举足轻重。今年将延续去年四季度以来的复苏势头，按 PPP 计算的 GDP 在全球的占比有望达 50.3%，百年来首次超过发达经济体。

●第三个拐点是世界贸易。世界贸易量增速与世界经济增速的变动方向一致，受经济拉动也将反弹，但波幅更大。此次危机导致世界贸易萎缩的程度为近 30 年最深，尽管 2010 年在此低基数上大幅反弹后，世界贸易量从 2010 年的 12.6% 下滑至 2011 年的 5%，2012 年或进一步降至 3.7%。受世界经济增长复苏的推动，预计 2013 年全球贸易量增速或温和回升至 5.3%，2014 年回升力度进一步增强。值得注意的是，这一轮全球贸易复苏主要由新兴经济体的强劲复苏所拉动。

●第四个拐点是全球通胀。2012 年，全球经济活动放缓，先进经济体产能闲置，全球通胀整体下滑。2013 年，由于发达国家量化宽松加码导致全球流动性更宽松，加上经济复苏，预计全球通胀将呈上行趋势，压力主要在下半年。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；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上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 世界经济：我们正处在拐点上	6
1.1 拐点之一：全球经济从衰退到复苏	6
1.2 拐点之二：新兴经济体占比将超过发达经济体	10
1.3 未来几年世界经济的情景分析	13
1.3.1 情景假设和基本观点	14
1.3.2 情景假设的核心因素	17
1.3.3 乐观情形下，全球持续复苏力度较强	21
1.3.4 曙光与乌云同在：下行风险同样值得警惕	22
1.4 美国经济：复苏中有曲折	24
1.4.1 解剖美国经济：私人部门复苏，政府部门受抑制	25
1.4.2 美国财政问题一波三折，一味拖延而无法根治	30
1.4.3 美国经济复苏曲折，先放缓后加速	32
1.5 欧洲经济的拐点：从衰退到复苏	34
1.5.1 欧债危机缓解，欧洲经济走出衰退	34
1.5.2 欧元区实体经济继续收缩	37
1.5.3 欧元区：步入失去的十年	45
1.6 日本经济深陷滞胀	47
1.7 新兴市场正在拐点上	54

图目录

图 1: 用 GDP 同比增速和 CPI 划分的世界经济周期 (2000.1-2012.Q3)	7
图 2: OECD 经济各部分的同比增速 (2000.1-2012.Q3)	7
图 3: 2012 年下半年, 主要经济体 OECD 领先指标增速均掉头向上, 领先于经济拐点 6 个月	8
图 4: 2012 年 7 月起, 主要经济体 OECD 领先指标增速均开始回升, 而中国等新兴市场更早回升, 领先于经济拐点约 6 个月	8
图 5: 全球综合 PMI 领先全球 GDP 增速约 1 个季度	10
图 6: 全球制造业 PMI 产出指数领先全球工业产值增速 3 个月左右	10
图 7: 各主要经济体对全球 GDP 的贡献比	10
图 8: 2013 年, 新兴经济体在全球经济的占比超过发达经济体	11
图 9: 亚洲的 GDP 各组成部分占全球的比重均不断上升	12
图 10: 中国 GDP 增量占全球 GDP 增量的比重不断上升	12
图 11: 图 6: 发展中国家特别是亚洲占全球投资的比重不断上升, 而发达国家下降	12
图 12: 尽管发达国家消费仍占据主导地位, 但新兴经济体的消费占比已在加速上升, 仍有较大潜力	12
图 13: 2013 年, 预计跨境资本开始回流新兴经济体	13
图 14: 未来 5 年全球 GDP 增速的情景分析	14
图 15: 主要经济体 GDP 年度增速(2011-2014 年)	15
图 16: 2012 年主要经济体的季度 GDP 增速预测	15
图 17: 从美国各部门财务盈余/赤字占名义 GDP 之比来看, 各部门仍处于去杠杆中, 政府减赤压力大	18
图 18: 从欧元区各部门财务盈余/赤字占名义 GDP 之比来看, 家庭部门盈余状况略有改善, 其他部门仍在去杠杆中	18
图 19: 从日本各部门财务盈余/赤字占名义 GDP 的比例之比来看, 家庭部门盈余状况持续改善, 其他部门仍在去杠杆中	19
图 20: 从主要国家的央行资产扩张速度来看, 整体仍呈扩张趋势	20
图 21: 从主要国家的一般政府债务占名义 GDP 之比来看, 发达国家仍在加速举债, 而发展中国家开始债务增速不及经济增速	20
图 22: 主要国家的一般政府支出占 GDP 之比	20
图 23: 主要国家的一般政府赤字占 GDP 之比	20
图 24: 乐观情形下, 2012-2016 年发达国家的 GDP 平均增速与历史增速的比较 (%)	21
图 25: 乐观情形下, 发达国家、新兴市场国家的总债务和净债务的变化	21
图 26: 发生概率最大的全球五大风险 (2007-2013)	22
图 27: 影响力最大的全球五大风险 (2007-2013)	22
图 28: 全球基尼系数显示, 拉丁美洲、非洲等发展中国家的不平等程度非常严重	23
图 29: 美国实际 GDP 各部分占比的变化	25
图 30: 2012 年美国各部分内需占实际 GDP 的比重	26

图 31: 2012 年美国各部分商品的实际进出口金额.....	26
图 32: 美国实际 GDP 环比增速显示, 四季度美国个人消费和固定资产投资反弹, 而进出口和政府投资、消费均下滑.....	26
图 33: 从各部分对美国实际 GDP 的贡献来看, 私人消费和固定资产投资对美国经济的构成支撑, 而政府支出和库存拖累最大.....	26
图 34: OECD 美国领先指标预示, 美国工业产值有望反弹.....	27
图 35: 住宅投资、软件设备和结构性投资同比增速 (%).....	29
图 36: 从历次复苏期间房地产投资对经济的拉动作用来看, 目前房地产对经济的拉动作用尚不及均值, 未来仍有空间.....	29
图 36: 美国私营部门就业已经复苏一年半, 但政府受到减支的影响开始不得不裁员, 影响就业复苏.....	29
图 37: 2009 年危机后, 失业率迅速下滑, 初期主要靠政府增加就业, 后期企业招聘增加.....	30
图 38: 劳动力市场两个顽疾是失业者平均失业期限过长, 而劳动力参与度不断下降.....	30
图 39: 美国自动削减机制财政减支规模.....	32
图 40: 美国自动削减机制领域分布.....	32
图 41: 主要国家赤字/盈余占 GDP 比 (%), 大部分处于警戒线下方。.....	35
图 42: 欧洲主要国家政府债务占 GDP 比重 (%).....	35
图 43: 各国 10 年期国债收益率.....	36
图 44: 欧洲边缘国家 2013 年的未到期债务 (本息和).....	37
图 45: 欧洲边缘国家 2012 年的应还债务 (本息和).....	37
图 46: 欧洲失业率高企.....	37
图 47: 欧元区 PMI 指数继续衰退.....	37
图 48: 经季调后欧盟和欧元区 GDP 同比增速.....	38
图 49: 经季调后欧元区主要国家 GDP 同比增速.....	38
图 50: 欧元区 GDP 细项对增长贡献变化同比情况.....	38
图 51: 经季调后居民类消费同比增速.....	39
图 52: 经季调后主要国家 NPISH 最终消费同比增速.....	39
图 53: 欧元区零售数据同比增速.....	39
图 54: 欧盟政府收支.....	40
图 55: 各国总资本形成总额同比增速均处于衰退通道.....	40
图 56: 欧元区未经季调资产投资同比增速.....	41
图 57: 欧元区主要国家和英国的资金流入环比变化.....	41
图 58: 各产业对欧元区增加值贡献变化同比情况.....	42
图 59: PIIGS 国家服务业同比增速 (%).....	43
图 60: 英国金融业和法国房地产业同比增速 (%).....	43
图 61: 德国工业和制造业同比增速.....	44
图 62: 爱尔兰工业和制造业同比增速.....	44
图 63: 经季调后各产业就职人数同比增速.....	44
图 64: 欧洲 GDP 增速预测模型的拟合效果.....	46
图 65: 欧元区经济景气度连续上涨.....	46
图 66: 欧洲信心指数反弹.....	46
图 67: 日本 GDP 同比增速.....	47

图 68: 日本股市	47
图 69: 私人 and 公共需求对环比 GDP 贡献	48
图 70: 各构成对 GDP 的环比贡献率	48
图 71: 最终消费细项同比增速	49
图 72: 私人投资同比增速	49
图 73: 日本内需低迷	49
图 74: 公共需求同比增速	50
图 75: 固定资本形成总额细项同比增速	50
图 76: 进出口同比增长	50
图 77: 商品进口额同比增速	50
图 78: 与主要贸易伙伴间的出口同比增速	51
图 79: 出口总额细项同比增速	51
图 80: 工业品进口增速赶超出口	51
图 81: 工业产值、订单指标均反映需求下滑	52
图 82: 主要行业同比增速	52
图 83: 日本赤字占 GDP 比例	53
图 84: 日本债务占 GDP 比例	53
图 85: 2012 年全球各国 GDP 增长率	54
图 86: 金砖四国 GDP 世界占比	55
图 87: 金砖四国 GDP 增速走势	55
图 88: 东盟五国 GDP 世界占比	56
图 89: 东盟五国 GDP 走势	56
图 90: 2013 年预测经济增长最快的十大经济体	56
图 91: 预测 2013 年经济增速最快前五大经济体 GDP 走势	56
图 92: 预测 2013 年经济增速最快两大经济体 GDP 走势	56
图 93: 金砖四国农业占 GDP 比重	58
图 94: 金砖四国工业占 GDP 比重	58
图 95: 金砖四国服务业占 GDP 比重	58
图 96: 俄罗斯第三产业的走势	59
图 97: 巴西第三产业的走势	59
图 98: 印度三产业历年走势	59
图 99: 中国三产业历年走势	59
图 100: 东盟五国服务业占 GDP 趋势	60
图 101: 东盟五国工业占 GDP 走势	60
图 102: 东盟五国服务业占 GDP 走势	60
图 103: 马来西亚三产业占比	61
图 104: 印度尼西亚三产业占比	61
图 105: 菲律宾三产业占比	61
图 106: 新加坡三产业占比	61
图 107: 泰国三产业占比	61
图 108: 金砖四国外汇储备	62
图 109: 东盟五国外汇储备	62
图 110: 金砖四国国际储备占外债比重	63
图 111: 东盟五国国际储备占外债比重	63

表目录

表 1:世界及主要经济体 GDP 增速预测.....	16
表 2: 美国私人消费构成对 GDP 的贡献比例	27
表 3: 美国企业投资各部分对 GDP 增长的贡献比例	28
表 4: 财政悬崖法案重要内容一览	30
表 5: 美国债务上限大事时间表	31
表 6: 财政悬崖结果情景分析	31
表 7: 2012 年欧洲大事记	34
表 8: 欧洲各行业 GDP 占比（2010 年）	42

1. 世界经济：我们正处在拐点上

我们对 2013 年全球经济的判断是：整体来看，2013 年已进入复苏初期，欧洲有望走出衰退，逐步回升；美国复苏更加波折，增速低于去年，而日本经济相对乏力，主要依赖政策刺激；新兴市场发挥了重要作用，占全球经济的比重超过一半。展望未来，2013-2015 年复苏加速，趋势向好，但平均增速难以达到 2008 年危机前的水平，且 2016 年开始可能出现增长乏力。

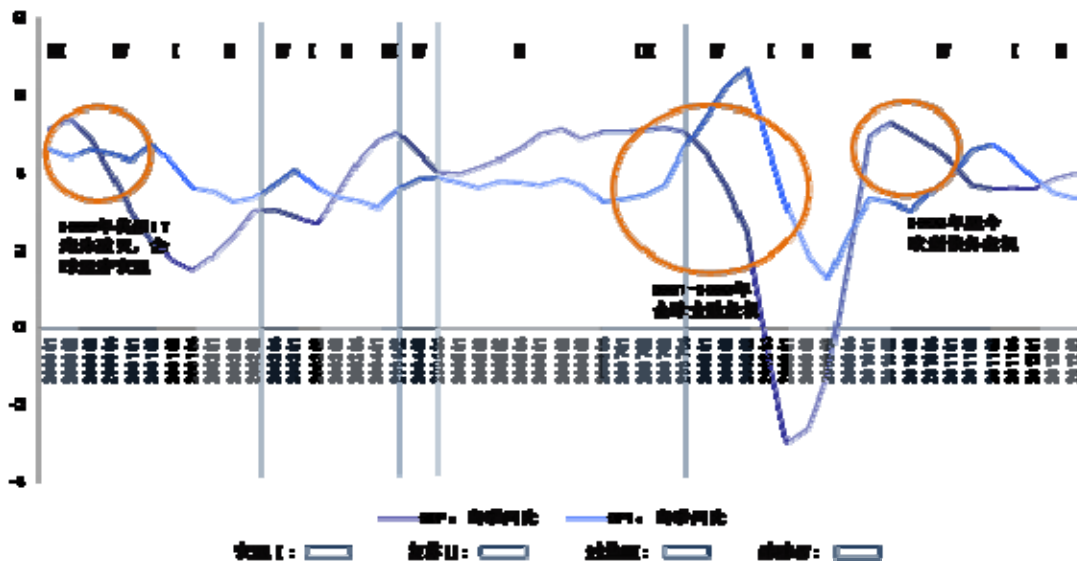
回顾过去五年，世界经济经历了 2008 年的全球性经济危机后，2009 年第二季度至 2010 年第二季度，由于全球宽松的货币政策和积极的财政政策等一系列救市措施的提振下，带动企业投资和居民消费迅速复苏，特别是发展中国家的贡献增大，带动全球经济 2010 年增长 4.5%。但是，短期刺激往往难以为继，2010 年下半年起，经济复苏势头再度放缓，主要受到政府、企业和个人去杠杆拖累，加上欧洲债务危机的冲击，全球陷入再危机时代。

以 2012 年的全球经济走势为例，一季度曾出现短暂的恢复性增长，但二季度继续回落，三季度受美国经济提振而有所好转，但四季度因欧美日均萎缩而再度下滑。好在 2012 年下半年以来，欧债危机已呈缓解之势，带动投资者信心有所增强，特别是四季度中国、印尼等新兴市场的反弹，抵消了部分欧美日经济下滑的拖累。而且，全球 OECD 领先指标和全球综合 PMI 已经持续回升，进入扩张区域，预示着全球经济将呈现处于底部企稳的趋势；从经济周期来看，全球经济已经进入触底回升的复苏初期。

1.1 拐点之一：全球经济从衰退到复苏

为了明确目前全球经济所处的阶段，我们借鉴美林投资时钟，通过产出缺口与通胀的变化作为划分经济周期的依据，其中，我们用全球 GDP 的同比增速作为替代产出缺口的指标，用 CPI 来代表通胀。2000 年至今，全球经济可以分为两个大的周期：（1）以 2000 年下半年美国互联网泡沫破灭为标志，主要因为过度膨胀的 IT 产业停止了 90 年代末的高速增长，投资开始下降，加上“911 事件”的影响，导致美国经济陷入低迷，进而引发全球经济衰退。2002 年开始进入缓慢的复苏阶段，2005 年开始美国房地产市场的繁荣促使全球经济高速增长，但也埋下了下一轮经济萧条的种子。（2）2008 年美国次贷危机爆发，导致全球经济陷入 1929 年以来最严重的经济衰退。次贷危机由虚拟金融体系传导到实体经济，并在全世界蔓延，引发世界经济大幅下滑。尽管 2009 年开始，受益于主要经济体的量化宽松和财政刺激政策，经济出现短暂恢复，但欧洲主权债务危机的爆发将全球经济拖入再危机时代。

图 1：用 GDP 同比增速和 CPI 划分的世界经济周期（2000.1-2012. Q3）



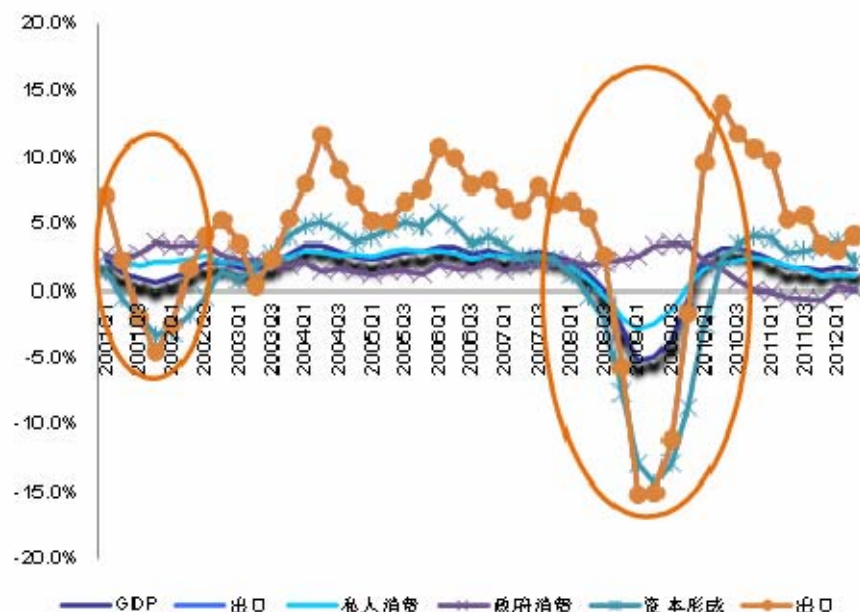
资料来源：IMF，申万研究

根据经济周期理论，目前世界经济处于复苏初期，去年第三、四季度的数据显示经济有缓慢复苏的迹象。经济的繁荣与衰退不仅反映在总产出的波动，也可以在国民经济账户的各项指标中反映出来，具体从私人消费、政府消费、投资和进出口的增速变化可以提供佐证。

由于全球的季度数据中无法提供上述数据，我们用 OECD 国家的数据来代替。从总产出的角度，OECD 国家具有很好的替代性。

- (1) 私人消费波动幅度相对较小，主要因为存在自主消费，且边际消费倾向小于 1；
- (2) 投资波动幅度大于 GDP 和消费，略微滞后于政府消费，其中政府投资对私人投资有乘数效应和挤出效应；
- (3) 政府消费具有明显的逆周期特征，在经济衰退时采取扩张的财政政策，而在繁荣时采取紧缩的财政政策，在一定程度上起到平缓经济周期的作用。
- (4) 进出口额的波动幅度显著大于 GDP，大部分 GDP 的微小变动都能在进出口额增速变化中反映出来，由此可见对外贸易额是宏观经济周期很好的放大镜。

图 2：OECD 经济各部分的同比增速（2000.1-2012. Q3）



资料来源：OECD，申万研究

另一方面，从短期来看，领先指标回升，也预示着我们正在拐点上。

2012 年 10 月开始，作为预测经济拐点的 OECD 全球领先指标（CLI）扭转 7 个月以来的跌势，开始回升，主要因为美英领先指标加速扩张，加上印尼和中国的领先指标也持续回升。根据 OECD 领先指标领先经济周期 6-9 个月的经验，这预示着全球经济在 2013 年二季度有望进入上升期。

值得一提的是，自 2012 年 4 月开始，OECD 领先指标改变了构筑领先指标的基准由工业产值指数调整为月度 GDP。与以上经济周期理论相一致，波幅调整后的领先指标（amplitude adjusted CLI）触底反弹，则意味着产出缺口开始上升，经济将进入复苏期。

图 3：2012 年下半年，主要经济体 OECD 领先指标增速均掉头向上，领先于经济拐点 6 个月

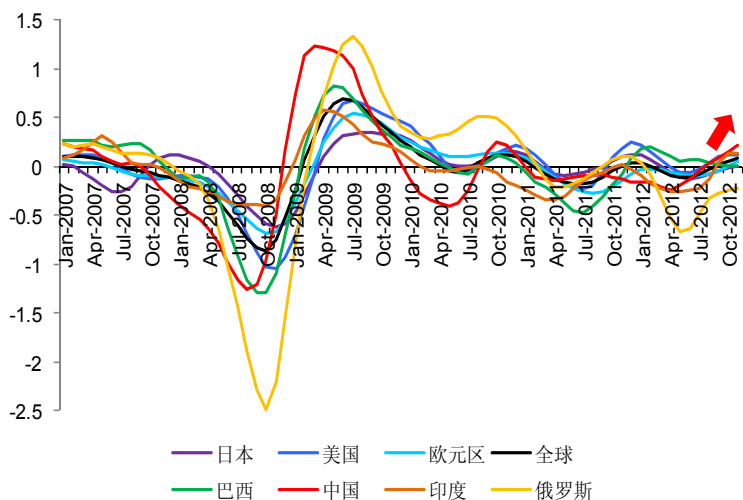
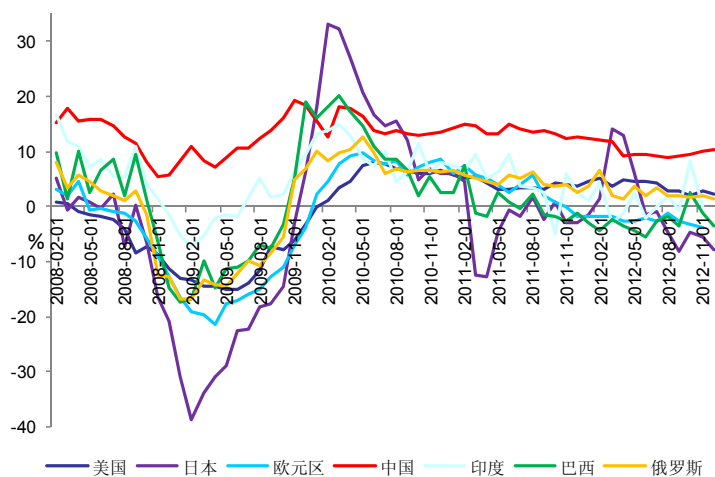


图 4：2012 年 7 月起，主要经济体 OECD 领先指标增速均开始回升，而中国等新兴市场更早回升，领先于经济拐点约 6 个月



资料来源：OECD，申万研究

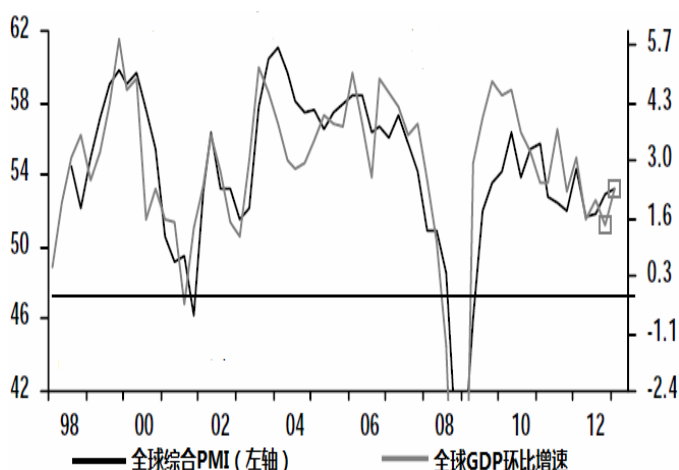
资料来源：彭博，申万研究

从 2012 年 OECD 领先指标的走势来看，1、2 月延续 2011 年 10 月以来的上升趋势，3 月起开始下滑，6 月下滑速度最快，此后仍下滑但跌速趋缓，直至 10 月回到正增长。相对应地，这意味着全球经济一季度经济反弹只是昙花一现，此后呈放缓趋势，这与已公布的 GDP 同比增速是一致的；而从增速来看，主要经济体 OECD 领先指标增速的拐点在 6 月，这意味着全球经济增速也将于 2012 年第四季度下滑放缓，并于今年第一季度开始企稳，逐步回升。

我们对近五年欧美日和金砖四国的数据进行了计量检验，OECD 领先指标领先于工业生产增速 3 个月左右，两者的相关系数均在 66%以上，有较好的拟合性。先回顾 2012 年主要经济体的工业产值增速走势，大多为前高后低，最高点大都在 2、3 月，除了印度和巴西的高点在 10 月，主要是因为一季度欧债危机缓解、全球经济好于预期，而印度、巴西四季度出现了明显复苏，带动工业产值出现了大幅反弹。根据 OECD 领先指标领先于工业产值三个月的经验，全球工业产值将于今年第一季度出现反弹，类似于去年一季度。根据我们对全球经济逐步复苏的判断，预计二、三季度工业产值有望加速回升，而四季度或出现回落，高点预计在三季度。

从作为领先指标的全球 PMI 来看，全球综合 PMI 和服务业 PMI 走势基本一致，2011 年第一季度由近 60 的高位快速下滑，10 月触底但仍高于 50，此后连续两个月反弹，但今年 1 月全球综合 PMI 轻微下滑 0.4 个点至 53.3，预示全球经济整体处于复苏活动阶段，但复苏步伐略有波动。而全球制造业 PMI 去年前三个季度趋势性下滑，6 月开始跌破枯荣线 50，出现暂时收缩，不过最近三个月也持续反弹，并站上枯荣线 50，今年 1 月已触及 10 个月新高，意味着工业生产今年第一季度增速有望回升。从 PMI 产出指数和全球工业产值的关系来看，两者存在高度正相关关系，去年底触底后均有所反弹，全球工业产值尽管短期趋势向上但波动较大，预计下半年可能出现较大上涨。

图 5：全球综合 PMI 领先全球 GDP 增速约 1 个季度

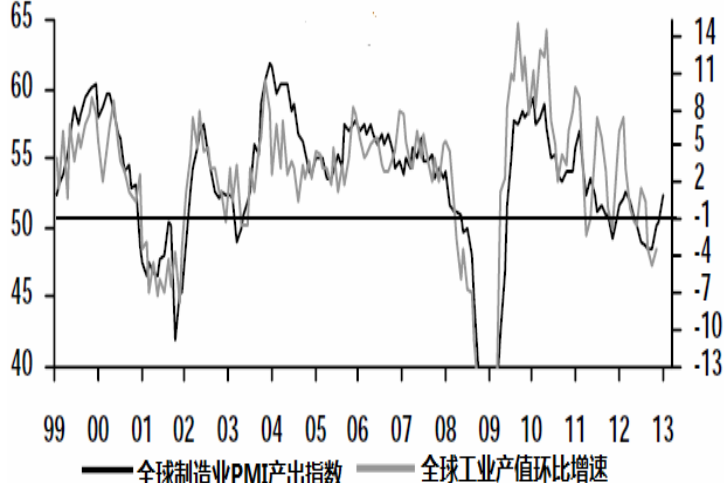


注：1、两者均为季调后的均值，全球综合 PMI 是将月度值平均后转化为季度值。

2、正方形为全球 GDP 增速的预测值。

资料来源：Markit，申万研究

图 6：全球制造业 PMI 产出指数领先全球工业产值增速 3 个月左右



注：1、两者均经季调，其中全球工业产值增速取三个月均值。

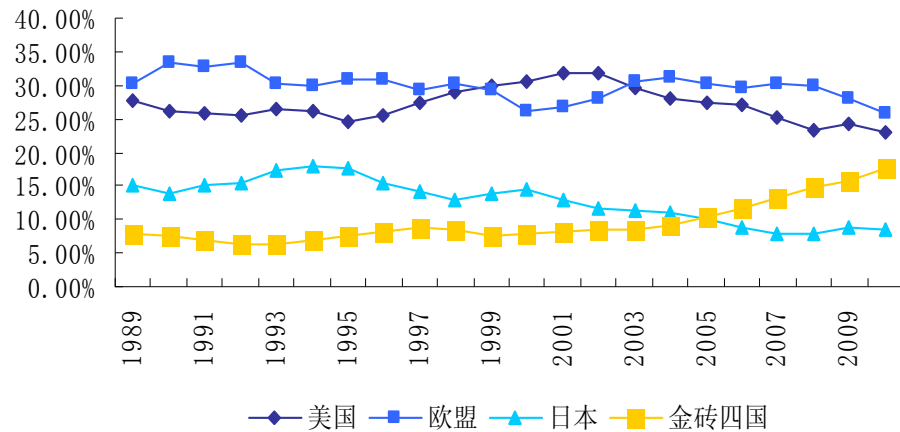
资料来源：Markit，申万研究

1.2 拐点之二：新兴经济体占比将超过发达经济体

2013 年注定是一个历史的转折点。我们预计，新兴经济体占全球 GDP 的比重将超过发达国家。

近几年来，一个值得注意的趋势是，欧美日等发达经济体已不再是全球经济的唯一主导。从全球 GDP 贡献率的分布来看，金砖四国已经迎头赶上，2005 年起就已超过日本（见图 5），2011 年更超过美国，占全球 GDP 的 25.8%。而中国也在 2010 年超过日本，成为全球第二大经济体。

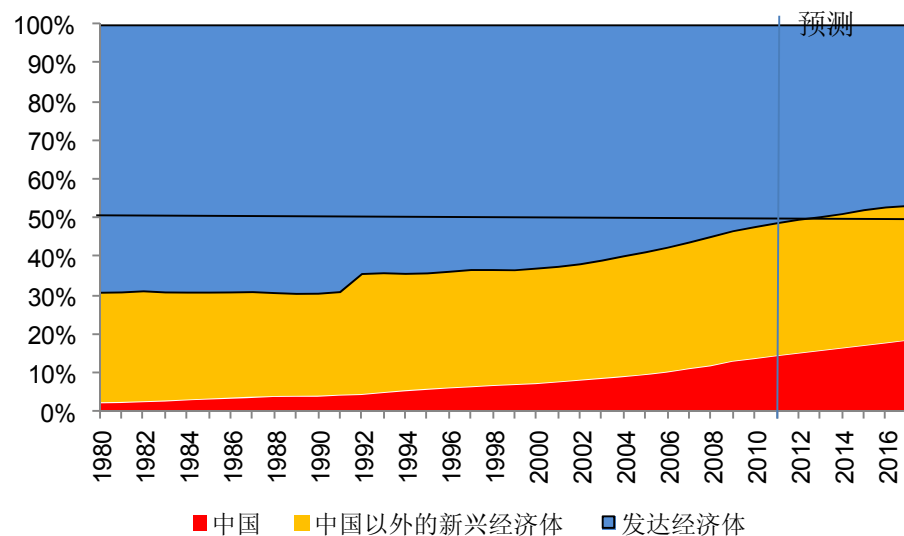
图 7：各主要经济体对全球 GDP 的贡献比



资料来源：世界银行，申万研究

按各国购买力平价来计算，新兴经济体的比重已经从 1980 年的 31% 上升至 2011 年的 48.9%，其中新兴亚洲占比已达 1/4。2012 年新兴经济体止跌企稳，2013 年经济复苏力度将大于发达经济体，特别是美国经济或受制于空前的减赤和加税而出现下滑，所以新兴经济体占全球经济的比重有望升至 50.5%，近 150 年以来首次超过发达经济体¹。

图 8：2013 年，新兴经济体在全球经济的占比超过发达经济体



资料来源：IMF，申万研究

中国为首的亚洲经济的表现尤其抢眼。亚洲的投资受到中国的拉动而迅速上升，进出口的比例也直线上升，消费上涨最慢但仍有巨大潜力。亚洲主要经济体中，中国对全球的贡献最大，而且呈上升趋势。从年度增量来看，中国 GDP 占全球增量的比重从 1981 年的 2.83% 上升至 2011 年的 27.33%。即使在

¹ 根据麦迪逊的各国 GDP 历史数据，1820 年以中国为主的亚洲占全球 GDP 的 59%，而两次鸦片战争后中国衰弱，1870 年亚洲占全球的比重降至 38%。

2009 年全球经济萎缩，全球 GDP 仅增长 142.66 亿美元，而中国仍增长 8350 亿美元，是全球 GDP 增量的 58.5 倍，不过被其他国家的下滑所抵消。从存量来看，中国经济稳步上升，在全球经济的占比从 1980 的 2.2% 稳步上升至 2011 年的 15%，可谓实现了巨大飞跃，只要保持目前增长速度，中国在全球的重要建设。

图 9：亚洲的 GDP 各组成部分占全球的比重均不断上升

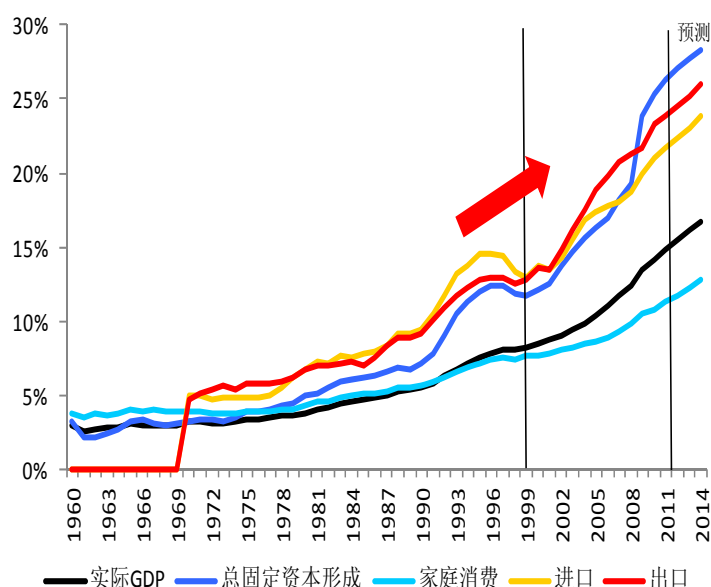
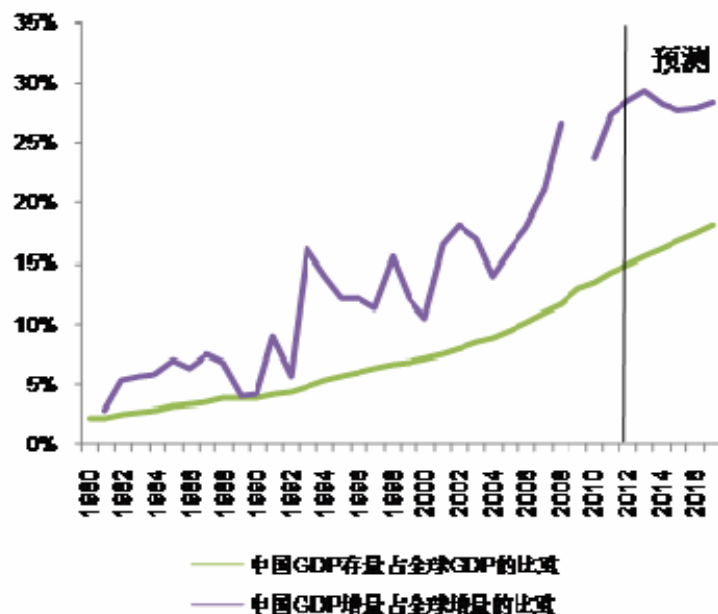


图 10：中国 GDP 增量占全球 GDP 增量的比重不断上升



注：2009 年中国对全球增量的贡献为 58.5 倍，为异常值，未在

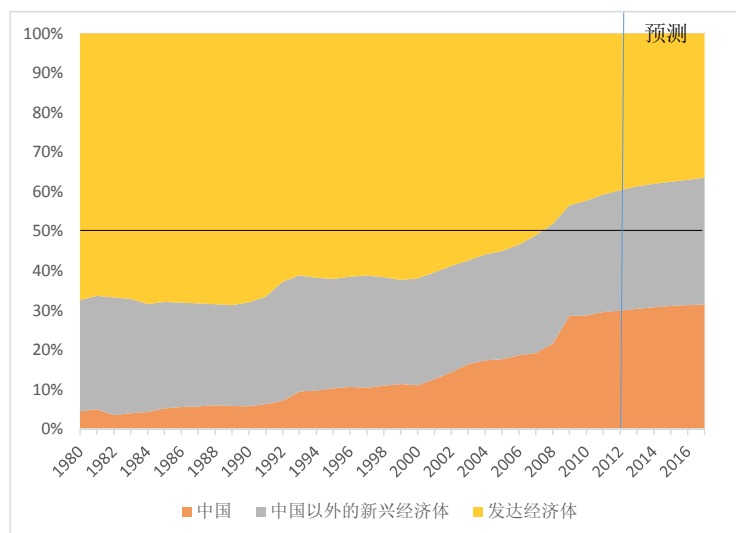
资料来源：世界银行，申万研究

资料来源：世界银行，申万研究

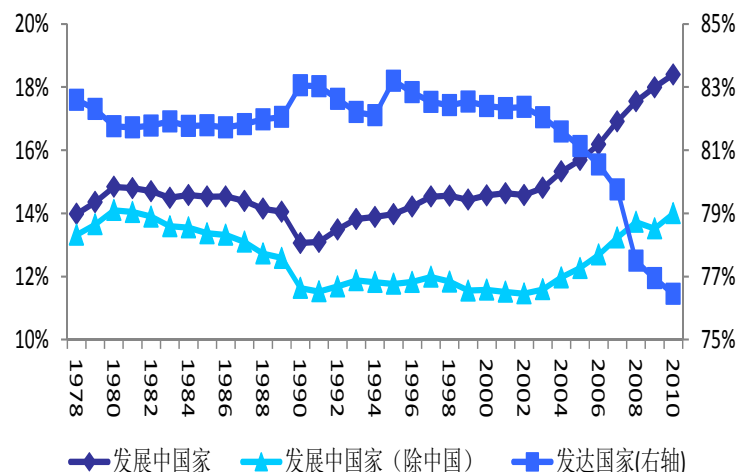
具体来看，无论是投资还是消费，新兴经济体的增长速度都是惊人的。2008 年，新兴经济体的投资占全球的比例已经超过一半，中国的四万亿投资的拉动作用功不可没。反观消费，发达国家消费尽管仍占据绝对地位，但呈现大幅下滑的状态；而新兴经济体的消费明显被低估，占比不到 1/5，但近几年有明显上升的趋势，未来增长的潜力巨大。

图 11：图 6：发展中国家特别是亚洲占全球投资的比重不断上升，而发达国家下降

图 12：尽管发达国家消费仍占据主导地位，但新兴经济体的消费占比已在加速上升，仍有较大潜力



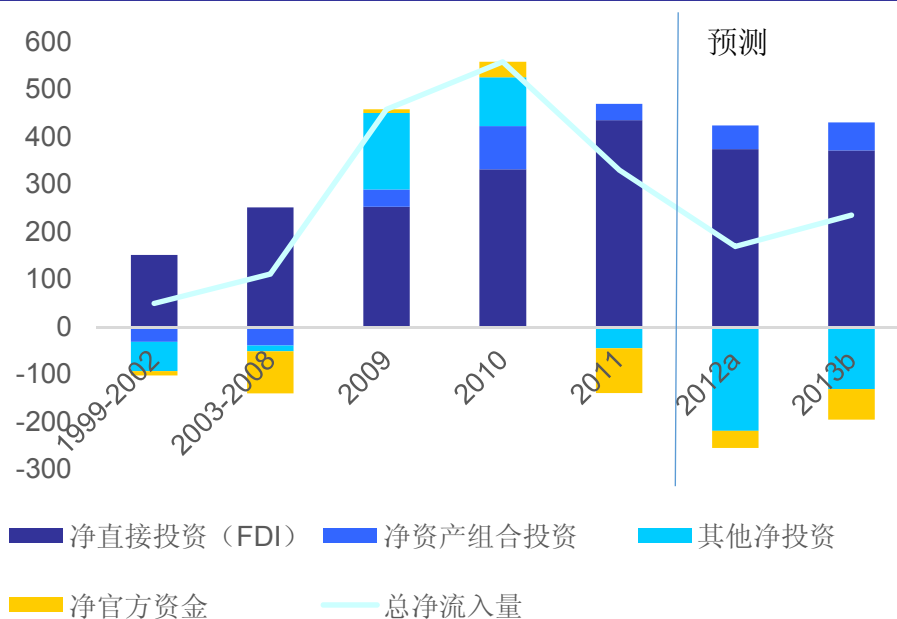
资料来源：IMF，申万研究



资料来源：世界银行，申万研究

2013 年，还有一个值得注意的现象——整体上资金在回流新兴市场。究其原因，一方面美日量化宽松规模加大，造成全球流动性更加泛滥，低成本的资金从低息的发达经济体涌向息差高的新兴经济体；另一方面，新兴经济体复苏趋势明显，吸引更多套利资金涌入，特别是中国等新兴亚洲。

图 13：2013 年，预计跨境资本开始回流新兴经济体



资料来源：联合国，申万研究

1.3 未来几年世界经济的情景分析

我们根据全球经济的核心驱动因素，从基准情形、乐观情形、悲观情形，试图对未来全球经济增长趋势做一预测。

1.3.1 情景假设和基本观点

我们的基准假设是：

（1）欧元区领导者和 IMF 将加大克服危机的努力，且政策能够在一定程度上降低银行资金压力、控制金融风险向实体经济的扩散，而且通过直接货币交易（OMT）和推进财政联盟缓解欧债危机；

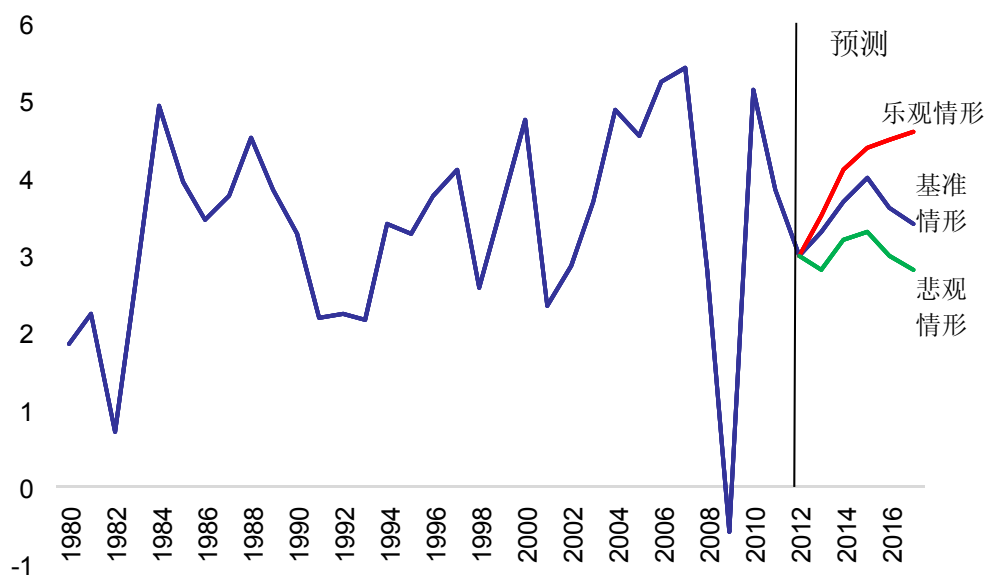
（2）美国推行开放式 QE3 直至 2014 年，美国失业率逐步下降至 7% 以下，通胀预期保持稳定在 2.5% 以下，此后量化宽松政策逐步退出，2015 年末开始加息；

（3）发展中国家逐步实现内部结构调整，外需有所改善，政策放松促使经济相对平稳增长。

基于以上假设，未来五年，全球经济将呈先复苏后回落的趋势。2013 年，全球经济走出“再危机时代”，处于复苏初期，经济明显好转，预计这一势头将延续至 2015 年，此后复苏力度趋弱，2016-2017 年再度回落。

其中，发达经济体增速将在欧美债务问题得到有效控制、财政紧缩的影响趋弱后，开始加速增长；新兴经济体则将在国内加大改革力度、对外吸引外资等政策刺激下，经济实现结构性调整，从而出现恢复性增长，而且其利率仍显著高于发达国家，将吸引资金再度流入，促进其经济增长。

图 14：未来 5 年全球 GDP 增速的情景分析



资料来源：IMF，申万研究

我们对主要经济体的基本判断如下：

- (1) **美国：**美国 2013 年整体差于 2012 年，一季度承压最大，主要受到增税和自动减赤的影响，此后逐季复苏，下半年好于上半年，但就业复苏尚不稳固。2014 年，预计通胀和失业率恢复至较低水平，投资和消费加速而拉动美国经济有望跃升至 2.5% 以上，此后增长乏力而出现下滑。
- (2) **欧盟：**长期来看，处于失去的十年，因为国家和企业恢复竞争力尚需时日；短期来看，在 2012 年经济萎缩 0.3% 的基数上，2013 年将恢复至正增长，最快将于第二季度走出衰退。
- (3) **日本：**日本 2013 年第一季度有望走出衰退，此后曲折复苏。相比过去 2012 年第二至四季度持续衰退，日本形势有明显改善。不过，由于去年一季度。不过由于去年复苏形势相对较好，而 2014、2015 年将两次提高消费税，对居民消费造成较大压力，拖累经济下滑。
- (4) **新兴市场：**新兴市场经济复苏是全球经济增长最大的动力，印度、巴西通过改革开放实现经济转型，东盟持续复苏。一方面，外围市场回升对于新兴市场的外需有所提振；另一方面，内部调结构、促消费，使其内需有所恢复。

图 15：主要经济体 GDP 年度增速 (2011-2014 年)

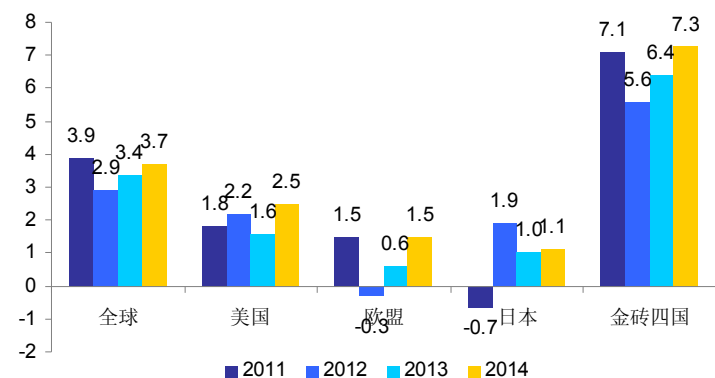
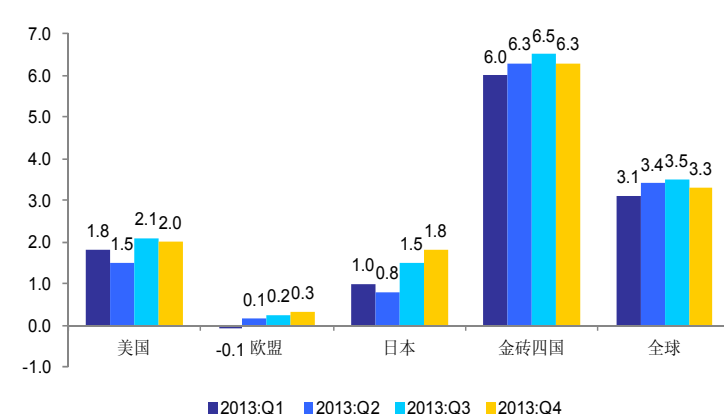


图 16：2012 年主要经济体的季度 GDP 增速预测



注：除了金砖四国为同比增速，其余均为环比增速

资料来源：彭博，申万研究

资料来源：彭博，申万研究

表 1: 世界及主要经济体 GDP 增速预测

	2011	2012E	2013E	2014E
全球				
彭博一致预期 (根据各国预测值加权平均)	2.9	2.2	2.4	3.1
IMF	3.9	3.2	3.5	4.1
世界银行	2.7	2.3	2.4	3.1
联合国	2.7	2.2	2.4	3.2
申万	3.9	3	3.4	3.7
美国				
彭博一致预期			1.8	2.7
IMF			1.4	2.2
世界银行	1.8	2.2	1.9	2.8
联合国			1.7	2.7
申万			1.6	2.5
欧盟				
彭博一致预期 (欧元区)	1.4	-0.4	-0.1	1.1
IMF	1.5	-0.3	0.2	1.4
世界银行 (欧元区)	1.4	-0.4	-0.1	0.9
联合国	1.5	-0.3	0.6	0.8
申万	1.5	-0.3	0.8	1.5
日本				
彭博一致预期				
IMF			1.2	0.7
世界银行	-0.9	1.9	-0.1	0.9
联合国			0.6	0.8
申万			0	1.1
金砖四国				
彭博一致预期	7.1	5.7	6.3	6.5
申万	7.1	5.6	6.5	7.3

资料来源：彭博、IMF、世界银行、联合国、申万研究

短期来看，2013 年，全球经济整体呈复苏趋势，一季度因美国增税和减支谈判而温和复苏；二季度在中国、巴西等经济体更加强劲的复苏带动下有所加速，欧元区也将走出衰退；三季度延续涨势，美国复苏更加明显；四季度因中国、美国增长乏力而增速有所放缓。

政策方面，美国将延续开放式 QE3 直至 2014 年，以刺激就业复苏和经济增长，因失业率短期很难降至 7% 以下，长期通胀预期也不会持续在 2.5% 上方，所以加息时点至少在 2015 年后期，而量化宽松政策也至少要等 2014 年开始才可能逐步退出。欧洲短期内不会加息，因复苏尚不稳固，2013 年 8 月的德国

大选不确定性较大，不过我们预计欧洲的政策基调会将经济增长而非财政紧缩放在一个更重要的地位。日本 2013 年加大财政刺激和货币宽松已成趋势，而且下半年预计将增加资产购买的规模，加上日元贬值刺激出口，安倍新政对日本经济有一定的拉动作用。

乐观情形下，如果全球政策协同有效遏制欧债危机、刺激增长，美国财政问题妥善解决，美国经济复苏超预期，加上新兴市场的强势反弹，带动全球失业率下行，通胀在复苏初期不会出现过快上涨，那么未来三年全球经济可能出现明显回升，需求迅速复苏带动消费崛起，刺激贸易乃至全球经济较快增长；2016 年虽略有回落，但仍保持较高增速。

悲观情形下，全球性财政紧缩、银行管制和信贷减少，仍将困扰实体经济发展，2013 年仍难摆脱负反馈的循环，全球范围内失业问题成为阿喀琉斯之踵，货币宽松，一方面难以刺激有效需求，导致经济低于潜在增长水平，另一方面反而使全球流动性过剩，石油等大宗商品价格上升，也将拖累经济复苏的步伐；加上政策协调的失败，欧债危机可能卷土重来，这种情形下，未来几年的全球经济将复苏缓慢，维持在 3% 左右，且 2016 年将再度下滑。

1.3.2 情景假设的核心因素

从国家资产负债表的角度来看，主要发达经济体仍处于政府去赤字、私营部门去杠杆的过程，这也制约了发达国家经济的回升力度；而新兴经济体债务负担和赤字相对较低，仍有政策刺激经济增长的空间。

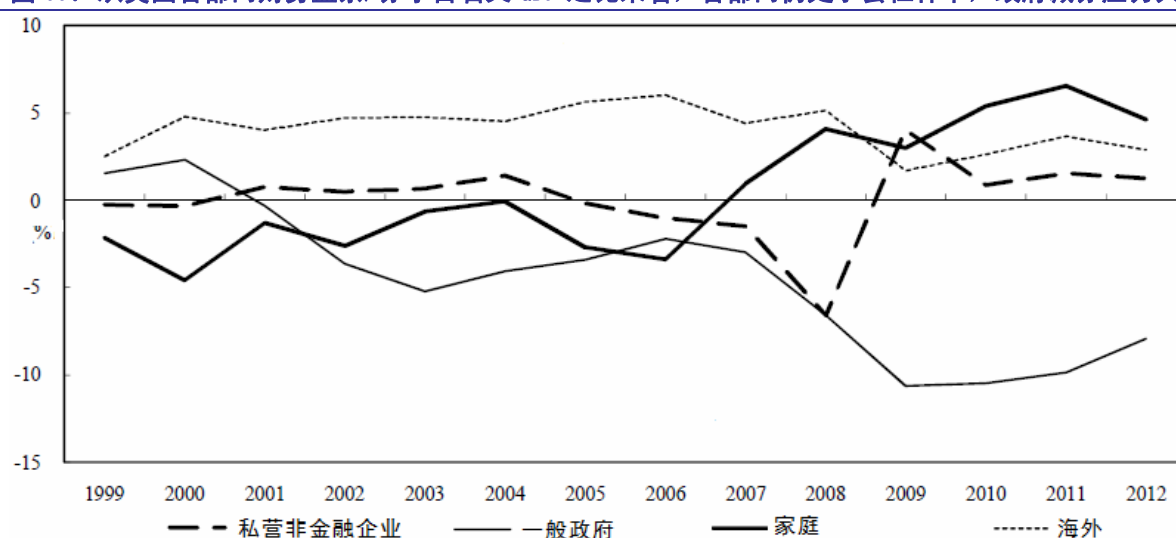
首先来看家庭部门的财务情况，2008 年金融危机后，主要经济体的家庭债务占收入之比呈下滑趋势，说明发达国家消费者 2008 年后被迫改变原有的借贷消费模式，未来面临去杠杆压力。（1）危机后，日本家庭的盈余状况持续改善，预计这一趋势在 2013 年有望延续，但 2014、2015 年两度加税可能扭转这一趋势；（2）欧元区家庭在贷款严重紧缩后略有好转；预计未来逐步改善；（3）而美国家庭尽管受房地产持续复苏的影响有所提振，但 2012 年仍处于去杠杆中，预计 2013 年因增税的影响，盈余状况进一步恶化。以上是基准情形，而悲观情形下，家庭部门去杠杆的压力增大，家庭被迫减少消费和信贷，对经济拖累较大；而乐观情绪下，家庭在经济度过最坏的时刻后，压力减少，开始加杠杆，对经济构成提振。

其次，非金融企业的财务状况来看，（1）美国企业财务状况 2011 年有所改善，但 2012 年略有下滑，预计 2013 年延续这一趋势；（2）而欧元区企业受到经济衰退的拖累而整体陷入财务赤字，由于欧元区经济最坏的时候已经过去，未来几年有望缓慢改善；（3）日本企业财务赤字过去两年持续恶化，预计短期内这一趋势难以改变，除非财政补贴和政策对企业盈利有切实提振。而悲观情形下，欧洲和日本企业难以走出财务赤字，加之本币升值制约出口企业

的竞争力。乐观情形下，欧、日企业在政策提振下，有望走出阴霾，恢复正增长。

从政府部门的财务状况来看，欧美日均处处于严重的财政赤字，美国 and 欧洲已开始整顿财政，减少赤字，特别是美国 2013 年减赤压力最大；而日本试图用积极的财政政策刺激经济，财政赤字仍处于扩张之中，财政失衡状况进一步恶化。悲观情形下，发达经济体延续 2008 年以来过度发债的倾向，如履薄冰的欧元区可能再度爆发债务危机，并有向日本和新兴市场蔓延之势。而乐观情形下，欧洲度过去年减赤压力最大的时刻，未来几年有望好转，而美国财政悬崖的解决顺利，公共部门受到的遏制好于预期，政策取得较好效果，债务危机受到遏制。

图 17：从美国各部门财务盈余/赤字占名义 GDP 之比来看，各部门仍处于去杠杆中，政府减赤压力大

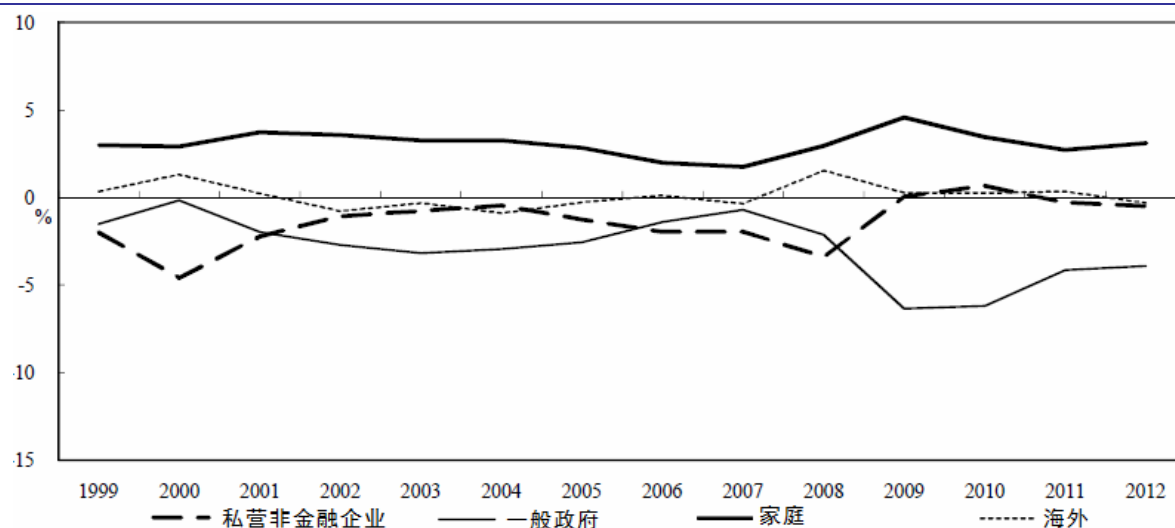


注：1、0 以上为盈余，0 以下为赤字。

2、2012 年数据为 2011 年四季度至 2012 年三季度的数据汇总

资料来源：日本央行，申万研究

图 18：从欧元区各部门财务盈余/赤字占名义 GDP 之比来看，家庭部门盈余状况略有改善，其他部门仍在去杠杆中

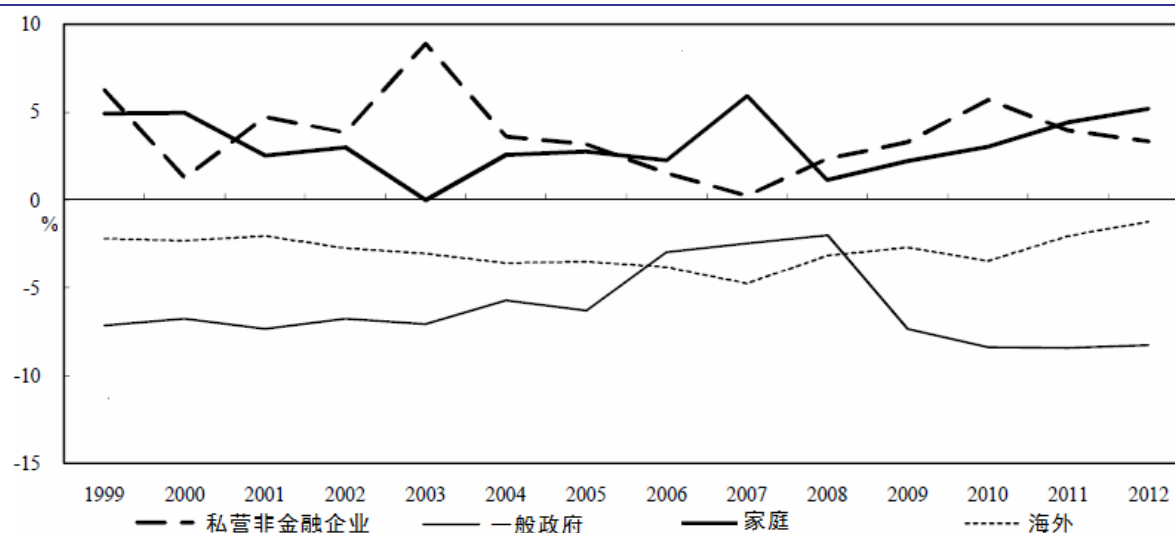


注：1、0 以上为盈余，0 以下为赤字。

2、2012 年数据是根据 2011 年第三季度至 2012 年第二季度的数据汇总。

资料来源：日本央行、申万研究

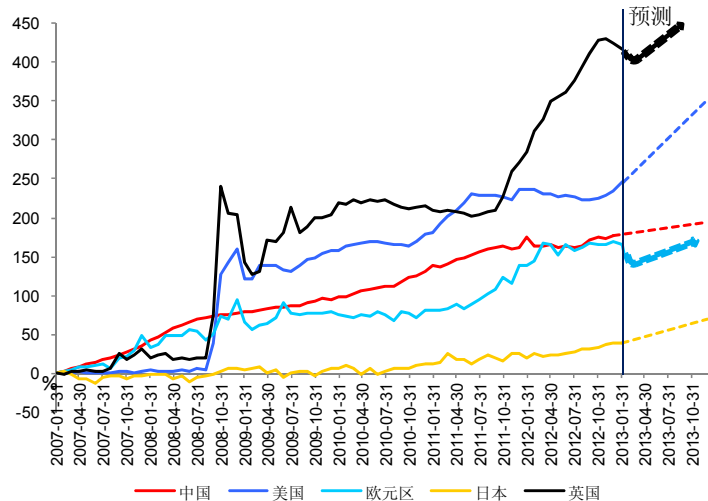
图 19：从日本各部门财务盈余/赤字占名义 GDP 的比例之比来看，家庭部门盈余状况持续改善，其他部门仍在去杠杆中



注：2012 年数据是根据 2011 年四季度至 2012 年三季度的数据汇总。

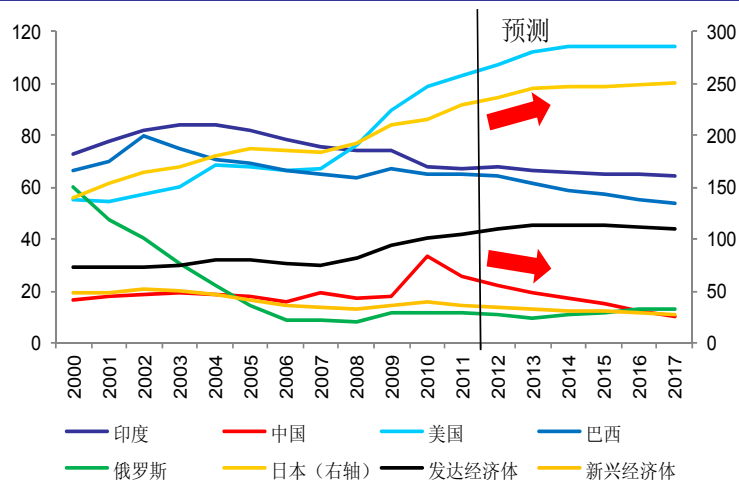
资料来源：日本央行、申万研究

图 20: 从主要国家的央行资产扩张速度来看, 整体仍呈扩张趋势



资料来源: 彭博, 申万研究

图 21: 从主要国家的一般政府债务占名义 GDP 之比来看, 发达国家仍在加速举债, 而发展中国家开始债务增速不及经济增速

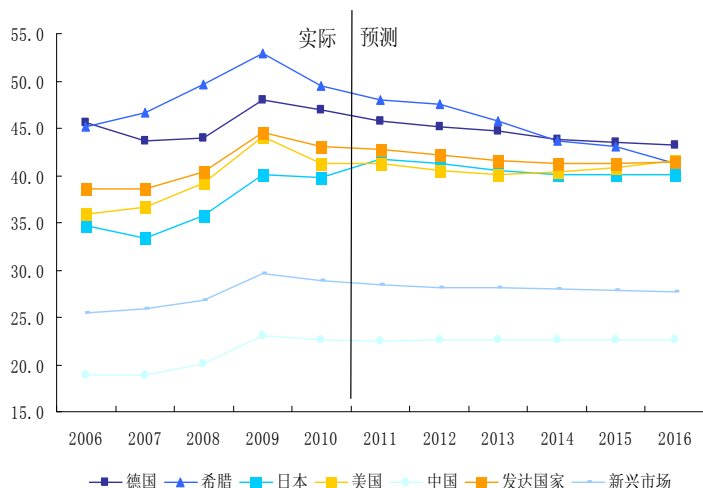


资料来源: IMF, 申万研究

从一般政府支出和赤字与 GDP 的比重来看（见图 8 和图 9）：

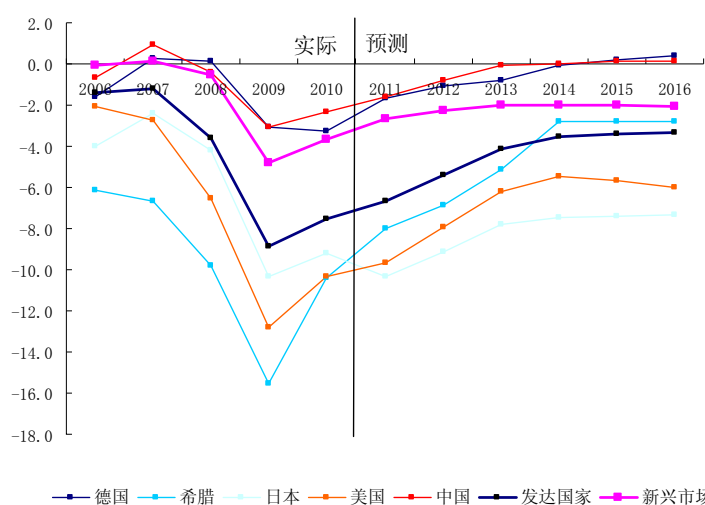
- 基准情形下，全球性财政紧缩将促使主要国家政府减少政府支出，从而减少赤字，德国和中国 2014 年将达到财政盈亏平衡，前提是德国不增加对希腊救助、中国不出现硬着陆；
- 悲观情形下，财政过度紧缩，严重拖累经济，造成经济下滑超预期，一些国家不得不寻求国际援助；
- 乐观情形下，财政紧缩的边际效应递减，2013-2014 年欧洲达成财政联盟，协同效应增加。

图 22: 主要国家的一般政府支出占 GDP 之比



资料来源: IMF, 申万研究

图 23: 主要国家的一般政府赤字占 GDP 之比

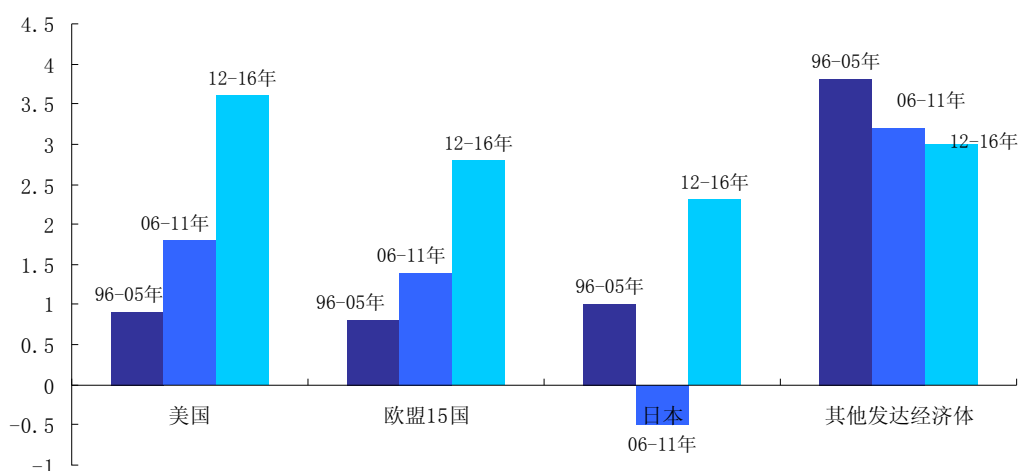


资料来源: IMF, 申万研究

1.3.3 乐观情形下，全球持续复苏力度较强

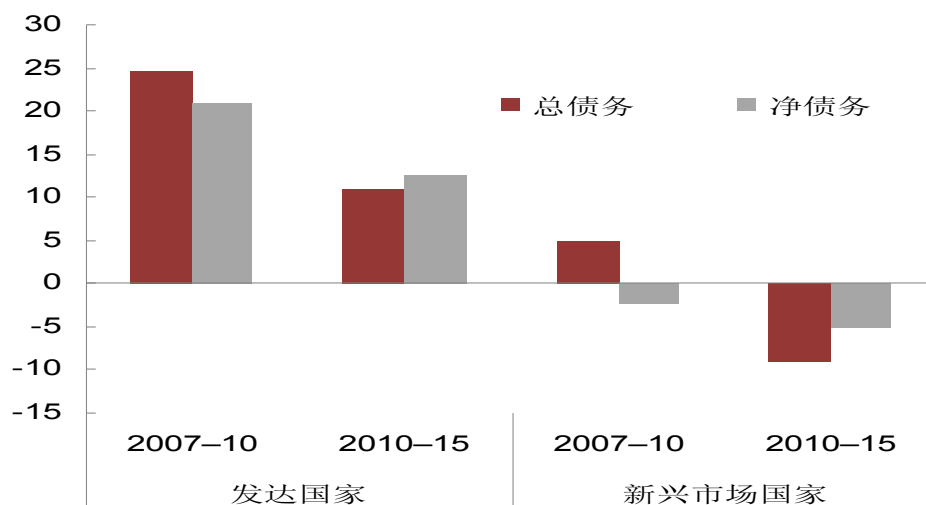
乐观情形下，如果全球政策协同有效遏制欧债危机，全球减赤的边际效应递减，发达经济体维持较好的复苏势头，包括日本经济也会因灾后重建而转暖（见图 13）；发展中国家也重拾增速，在全球 GDP 的占比也超过发达国家并稳步上升。随着全球失业率和通胀的逐渐下行，2012 年-2013 年全球经济逐步企稳；2014-2015 年有望冲高。而且，发达国家、新兴市场国家将减少总债务和净债务的总额，政府负担减小（见图 14）。2016 年虽略有回落，但仍维系高增速。

图 24：乐观情形下，2012-2016 年发达国家的 GDP 平均增速与历史增速的比较（%）



资料来源：申万研究

图 25：乐观情形下，发达国家、新兴市场国家的总债务和净债务的变化



资料来源：IMF、申万研究

1.3.4 曙光与乌云同在：下行风险同样值得警惕

未来几年，全球经济发展还存在众多风险点。根据世界经济论坛对 1000 多位专家的调查，受访者认为今后十年发生概率最大的风险包括严重的收入差距，而影响最大的则是重大的系统性金融危机，不过概率相对较低。而影响力和概率均名列前茅的是长期财政失衡与水资源危机。这些危机不可忽视，可能拖累经济发展，甚至引发战争和社会动荡。

从概率上来看，2008 年起大家最担心概率最大的资产价格崩溃如期发生，导致全球经济出现近 80 年最严重的衰退，好在中国保持高速增长，打消了危机后人们所担忧的中国经济硬着陆的风险，并有力支撑了经济复苏。而再危机时代，人们关注自然灾害的同时，长期财政失衡的概率有所上升，而反复无常的欧债危机给本就脆弱的全球经济陷入进一步的下滑。近两年来，收入不平等程度恶化，越来越引起人们的关注，实际上已经成为事实，为经济买下隐患。

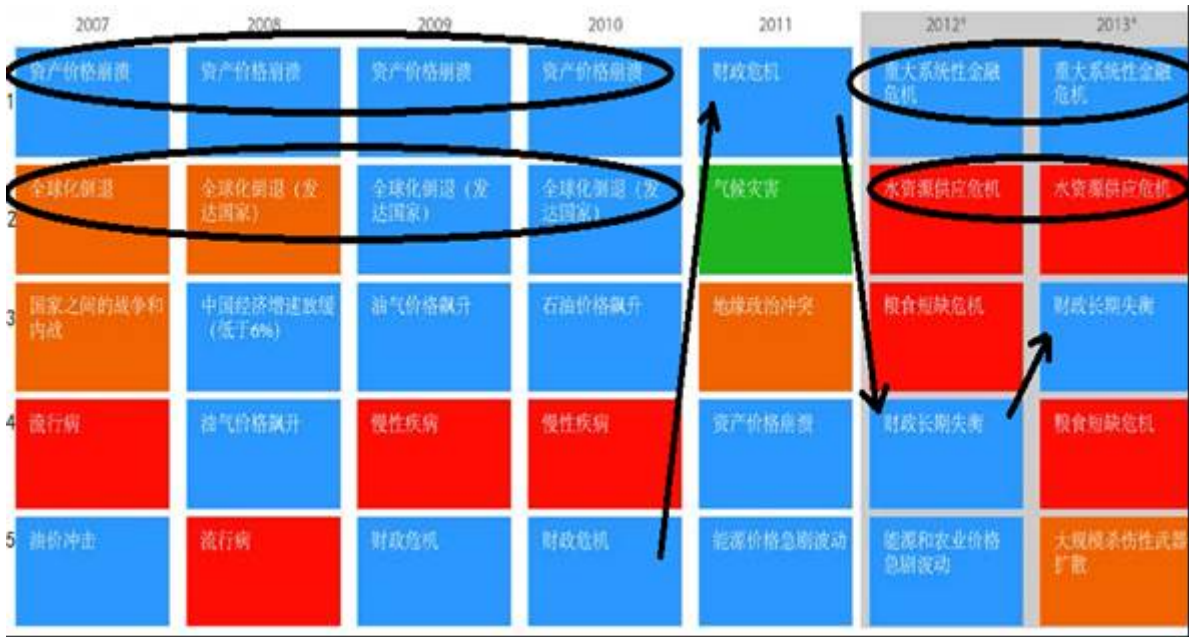
图 26：发生概率最大的全球五大风险（2007-2013）



资料来源：世界经济论坛，申万研究

从危害程度等影响力来看，危机前后，资产价格崩溃一直是影响最大的风险，确实也给全球金融市场乃至经济造成了很大的杀伤力，2011 年所担忧的财政危机在欧洲上演，并于 2012 年将欧洲拖入了衰退，好在 2012 年下半年以来逐步缓解，2013 年财政问题虽仍有担忧但主要集中在美国财政悬崖问题。危机时代也导致人们对重大系统性金融危机记忆犹新，认为其破坏力最大，其次水资源供应的严重程度也被人们所重视。

图 27：影响力最大的全球五大风险（2007-2013）



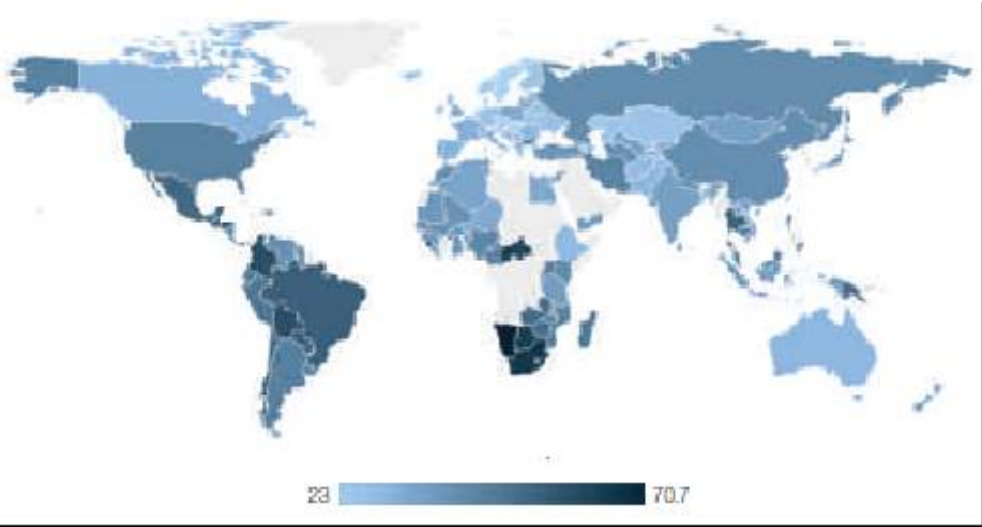
注：颜色代表的领域：经济 环境 地缘政治 社会 技术

资料来源：世界经济论坛，申万研究

收入不平等程度加大尤其值得重视。一方面，失业问题严重，且 2008-2011 年间发达经济体的平均工资整体下降,可支配收入减少,导致工资性消费下降,拖累了全球经济复苏；另一方面，个人的工资分配日益不平等，这成为全球普遍现象，连美国 2010-2011 年间收入不平等程度为 1993 年以来的最大记录，这对总需求形成抑制。

收入向高收入者和资本家集中，可能引发社会不稳定和动荡，加剧了政府和民众间的对抗，面对不断下降的购买力和不断上涨的食品、能源价格，民众的不满将演化成罢工、冲突甚至暴乱。

图 28：全球基尼系数显示，拉丁美洲、非洲等发展中国家的不平等程度非常严重



资料来源：IMF，申万研究

在发达国家，前途渺茫的年轻人口数量急剧增长，越来越多的退休人员依赖债台高筑的国家养老，一方面贫富差距日益扩大，另一方面老龄化问题越来越严重，在日本尤其明显，这些趋势有可能使全球化取得的进展功亏一篑。

对于央行政策来说，不均衡的经济结构、分割的劳动力市场以及动荡的金融市场使其对通胀与增长的管理已经越来越难，经济很容易走向极端：不宽松则有通缩风险、经济低迷；过度宽松则通货膨胀严重，经济过热。

随着全球化程度的加深，发达经济体的这些问题可能传导至新兴经济体，一方面拖累其出口，另一方面资金大肆涌入新兴经济体，导致其输入性通胀压力增大，出现资产泡沫，不得不通过紧缩政策来抑制通胀。而且，国际资本流动的方向、规模和速度的愈发扑朔迷离，新兴经济体经济增长的不确定性增大。

1.4 美国经济：复苏中有曲折

美国经济 2012 年呈现明显的复苏迹象，但仍有波折。三季度实际 GDP 环比增速一度反弹至 3.1%，四季度一度下滑 0.1%，主要受到非农企业库存和政府国防支出的扰动。预计 2013 年 GDP 增速或从 2.2% 下滑至 1.6%，主要原因在于：一方面，政府因减赤压力空前而被迫减少投资和消费包括国防支出，另一方面，个人消费受到增税和对富人加税等政策抑制。

从 GDP 各项组成部分的增速来看，固定资产投资和进口的增速今年以来直线下滑，出口表现好于进口，而商品消费带动个人消费在三季度企稳，而飞机等国防采购支出也拉动政府消费和投资两年以来首次转负为正，但一次性采购难以持续，2013 财年财政紧缩的压力增大，迫使政府减少开支，从 11 月国防订单开始下降已见端倪。从各项对 2012 年第三季度 GDP 的贡献来看，四大项均为正贡献，但净出口的边际贡献在减少，企业加库存、政府和个人消费的贡献最大，说明外需仍然疲弱，对美国经济造成拖累，而内需有所增强，房地产市场持续反弹构成较大提振，但耐用品消费、服务消费等真正支撑经济增长的动力在减弱，一次性的政府采购和企业加库存对经济的短期刺激较大，但难以对美国经济构成持续提振。

展望未来，美国 2013 年第一季度恐将下滑最大，主要美国债务上限、欧洲债务危机等不确定性，导致消费和投资趋于谨慎。我们预计，美国 2012 年 GDP 增速可能从 2.1% 下跌至 1.6%，主要因财政紧缩拖累政府和个人消费。不过，我们也不必过于悲观，因为目前财政悬崖有了初步的进展，除了工资税以外的减税优惠大都延期至 2013 年底，不至于对美国消费和投资造成过大冲击，而且房地产市场持续复苏对经济也有一定支撑。我们预计，今年第二季度，美国真正消除财政悬崖和债务上限的不确定性，而欧元区安度债务高峰、欧洲财政联盟和西班牙银行重组取得一定进展，带动欧盟走出衰退，加上正在强势复

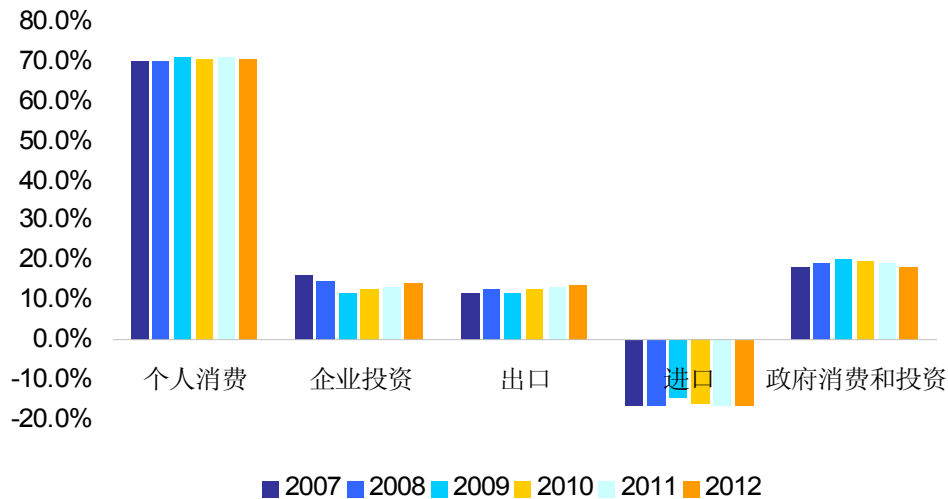
苏的东盟和已经处于复苏阶段的中国、印度等新兴经济体，那么全球经济能真正进入上升轨道。

1.4.1 解剖美国经济：私人部门复苏，政府部门受抑制

我们具体来看美国经济各成分。从比重来看，个人消费占比稳定在 70%-71%，2012 年在 GDP 的占比略微下滑，只有耐用品占比上升。而私人投资占比变动较大，危机期间投资锐减，过去三年逐步上升至 14%，但仍不及危机前的 16.4%；2012 年，企业投资增加主要受到软件设备投资的拉动，房地产投资的贡献也较大。而政府投资、消费与私人投资的变化趋势相反，危机时期一度超过 20% 导致赤字扩大，过去两年连续减少至 18.3%，州和地方支出减少更多。贸易逆差占比维持在 3% 左右，其中出口占比整体上升，不过进口也有所增加，特别是消费品主要仍依赖进口，导致贸易逆差难以有效缩小。

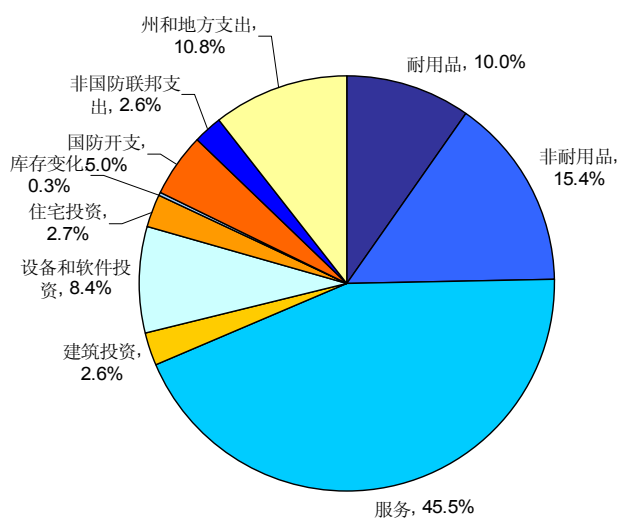
我们预计，2013 年，我们预计个人消费占比将稳中有升，另一方面政府消费和支出将进一步下降，房地产投资将继续带动企业投资上行，而贸易逆差有望进一步缩小。

图 29：美国实际 GDP 各部分占比的变化



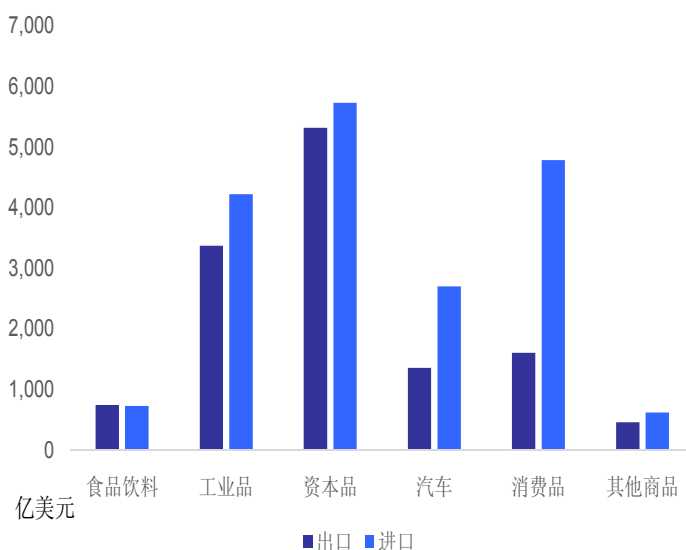
资料来源：美国经济分析署，申万研究

图 30：2012 年美国各部分内需占实际 GDP 的比重



资料来源：美国经济分析署，申万研究

图 31：2012 年美国各部分商品的实际进出口金额

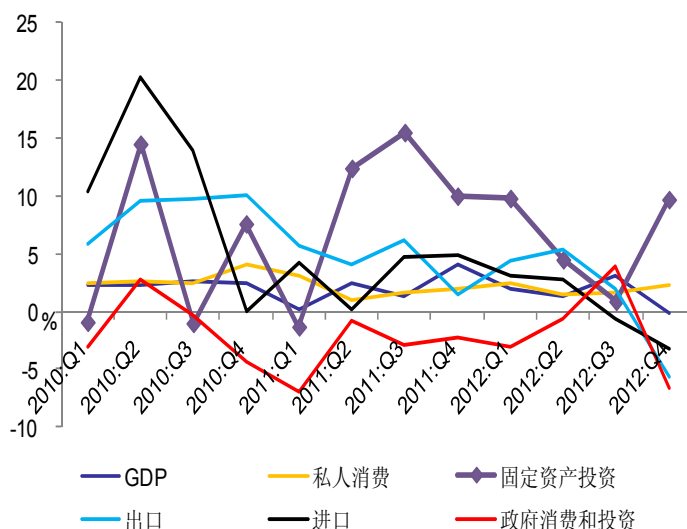


资料来源：美国经济分析署，申万研究

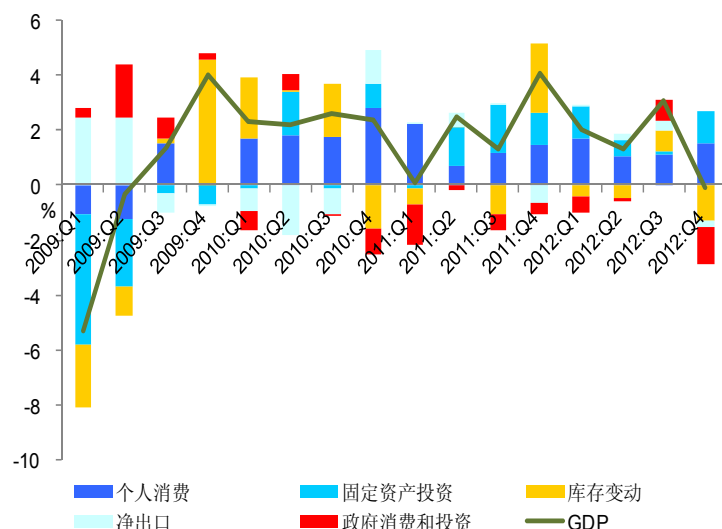
从 2012 年美国经济增长和贡献来看，私营部门支撑了 2012 年美国经济的增长，个人消费趋于稳定，企业投资也触底反弹，表明私人部门的需求出现明显复苏。值得注意的是，尽管四季度经济下滑，但从乌云中看到了希望，企业投资扭转此前四个季度的下滑，大幅反弹至 2012 年初的水平，私人消费也受耐用品消费提振而回升。出口增速低于预期，而且低于进口增速，贸易赤字呈扩大的趋势，但美国对中国的制造品和欧佩克的石油依赖度均有所下降，说明美国的“能源独立”、“重回制造业”两大战略取得了一定成效。这是一个长期趋势，对于美国经济将形成坚实的支撑。

图 32：美国实际 GDP 环比增速显示，四季度美国个人消费和固定资产投资反弹，而进出口和政府投资、消费均下滑

图 33：从各部分对美国实际 GDP 的贡献来看，私人消费和固定资产投资对美国构成支撑，而政府支出和库存拖累最大



资料来源：美国经济分析署，申万研究



资料来源：美国经济分析署，申万研究

具体来看，美国经济增长主要动力仍来自占比最大的私人消费。回顾 2012 年，汽车等耐用品消费对美国经济增长贡献最大，其次是家庭服务，集中在医疗和食品消费上。我们预计这一趋势具有持续性，特别是政府医疗支出削减后，个人医疗消费将进一步增加。

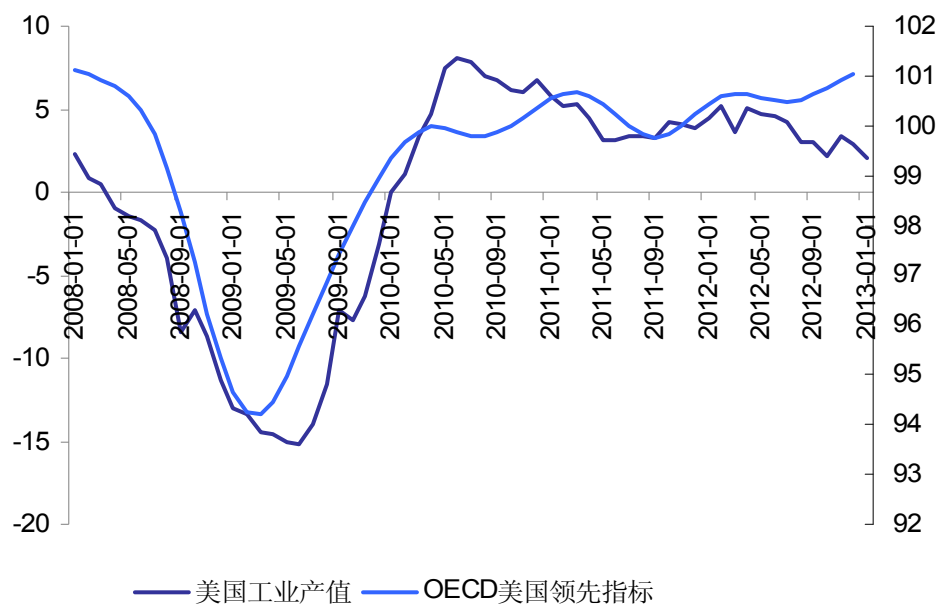
表 2：美国私人消费构成对 GDP 的贡献比例

	2010	2011	2012
个人消费	53%	99%	61%
商品	34%	49%	34%
耐用品	19%	29%	26%
机动车及零部件	2%	7%	9%
家具及家用设备	5%	6%	5%
休闲品和车辆	10%	14%	11%
其他耐用品	2%	3%	3%
非耐用品	15%	20%	7%
食品饮料	5%	7%	0%
服装和鞋	5%	4%	1%
汽油和其他能源	0%	-5%	-1%
其他非耐用品	6%	14%	7%
服务	19%	50%	27%
家庭服务消费	18%	46%	24%
居住和能源	5%	4%	0%
医疗	6%	22%	10%
运输服务	-1%	2%	1%
休闲服务	1%	4%	1%
膳食	5%	9%	7%
金融保险	1%	-1%	1%
其他服务	2%	6%	2%
非盈利机构提供给家庭的服务消费	1%	4%	3%

资料来源：美国经济分析署、申万研究

企业投资方面，先看工业生产，去年整体下滑，而作为领先指标的 OECD 领先指标已经连续 5 个月上行，预示着 2013 年美国工业生产或呈反弹之势。

图 34：OECD 美国领先指标预示，美国工业产值有望反弹



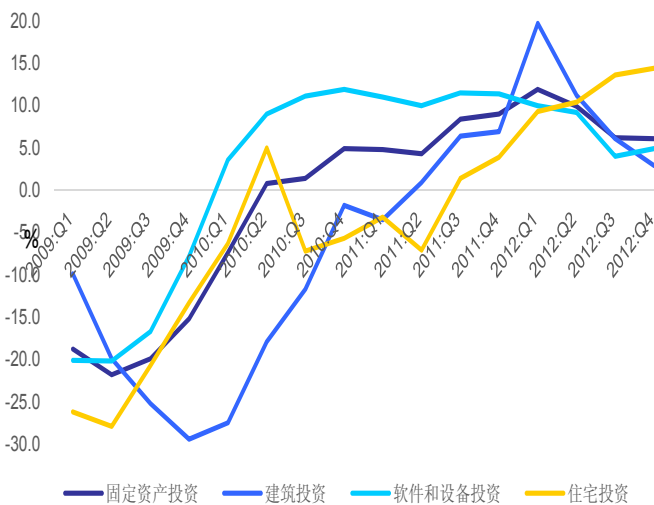
资料来源: bloomberg, OECD、申万研究

表 3: 美国企业投资各部分对 GDP 增长的贡献比例

	2010	2011	2012
企业总投资	63%	34%	54%
固定资产投资	-1%	42%	46%
非住宅	3%	44%	34%
建筑	-21%	4%	12%
设备和软件	23%	40%	22%
信息处理软件和设备	7%	10%	6%
工业设备	0%	8%	4%
运输设备	16%	14%	9%
其它设备	2%	8%	4%
住宅	-4%	-2%	12%
库存变动	63%	-8%	7%
农业	-2%	1%	-3%
非农业	65%	-9%	10%

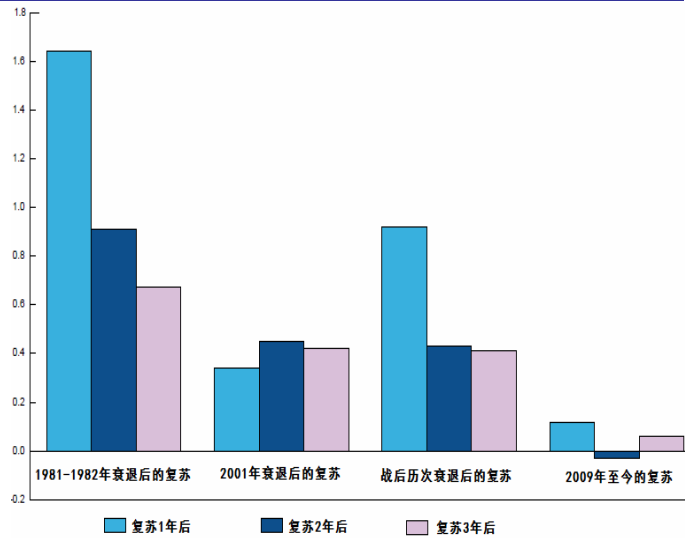
资料来源: 美国经济分析署、申万研究

图 35: 住宅投资、软件设备和结构性投资同比增速 (%)



资料来源: 美国经济分析署、申万研究

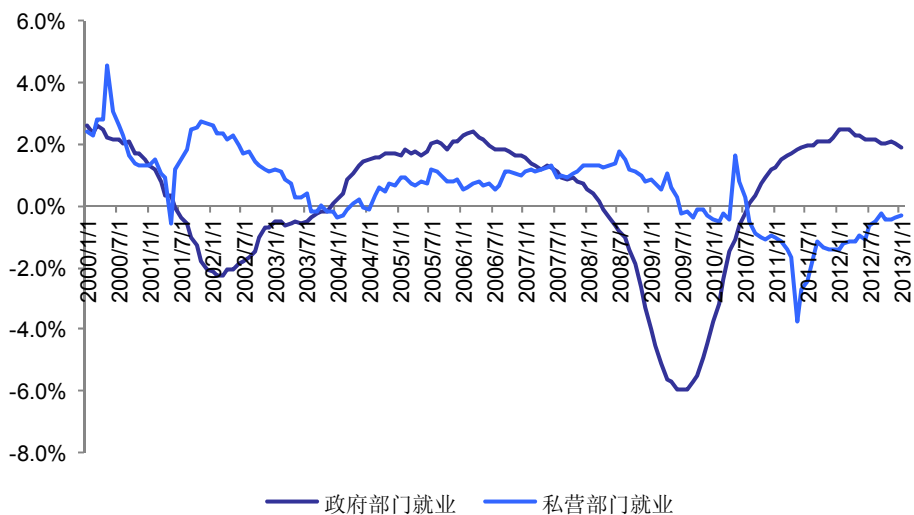
图 36: 从历次复苏期间房地产投资对经济的拉动作用来看, 目前房地产对经济的拉动作用尚不及均值, 未来仍有空间



资料来源: 美联储、申万研究

2009 年下半年金融危机缓解以来, 美国失业率整体呈下滑之势, 前期主要依靠政府增加雇员, 而 2011 年下半年以来, 企业也开始增加招聘, 推动就业持续复苏, 三轮量化宽松政策刺激经济以拉动就业。

图 36: 美国私营部门就业已经复苏一年半, 但政府受到减支的影响开始不得不裁员, 影响就业复苏



资料来源: 美国商务部、申万研究

尽管今年 1 月失业率略升至 7.9%, 不过也出现了一些积极信号, 一方面年初至今的首次申请失业救济金的人数好于预期, 另一方面劳动力市场的两个顽疾略有起色, 平均失业期限从以前的 38 周以上大幅下滑至 35.3 周, 而且劳动力参与度已经连续 3 个月维持在 63.6%不再下降, 加上年初的首次申请失业

救济人数好于预期，我们预计，今年劳动力市场维持温和复苏的趋势，但年内失业率降至 7% 以下的概率很低。

图 37：2009 年危机后，失业率迅速下滑，初期主要靠政府增加就业，后期企业招聘增加

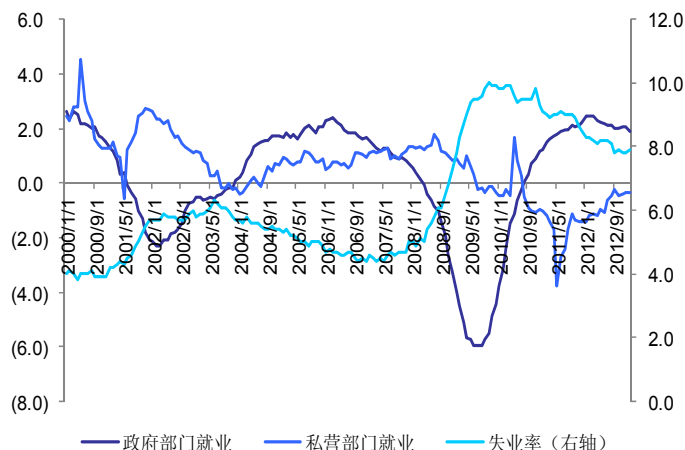
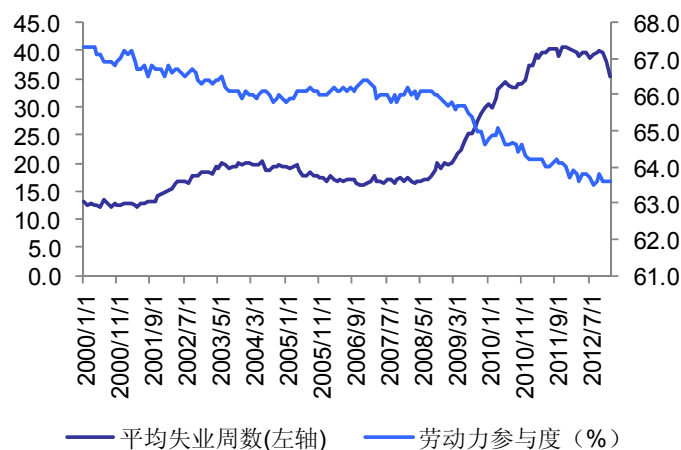


图 38：劳动力市场两个顽疾是失业者平均失业期限过长，而劳动力参与度不断下降



资料来源：Bloomberg，申万研究

1.4.2 美国财政问题一波三折，一味拖延而无法根治

2013 年美国财政问题使美国经济再次承压。1 月 1 日，美国国会通过表决，财政悬崖得以避免。税收方面，低收入家庭税收继续减免，资本利得税、红利税、房产税上调。奥巴马就业法案方面，社会安全税优惠如期终止，紧急失业救助被延长一年。政府自动减支方面，推迟至 3 月 1 日执行。债务上限方面，国会众议院 1 月 23 日就短期调高公共债务上限的议案进行投票，已将下一次调整上限时点延至 5 月 29 日。届时若美国国会对法定借贷上限进一步调整不能达成协议，美国国债偿付将出现危机。

税收方面，根据最新达成的协议，将在 2013 年向年收入超过 40 万美元以上个人、45 万美元以上的富裕家庭增税。全年总计联邦税收入规模将为 2000 亿美元的，约为 1.3% 的 GDP 与 1.6% 的个人支配收入，预计对于 2013 年上半年的国民个人消费年化增幅将下挫 1%。

表 4：财政悬崖法案重要内容一览

税种或税收优惠法案	主要规定
个人所得税率、股息与资本利得税率	对于年收入 45 万美元以上的夫妇和年收入 40 万美元以上的个人，所得税率从 35% 永久性升至 39.6%，股息与资本利得税率永久性从 15% 升至 20%；若低于此标准，则税率维持不变。
工资税	对于 11.37 万美元以上的工人，工资税率从 4.2% 升至 6.2%，已到期的税收优惠不再延期
替代性最低税 (AMT)	永久性通过这项根据通胀调整的所得税优惠，以 2012 年为例，对于 7.875 万美元以下的夫妇和 5.06 万美元以下的个人，个人所得税享受 26% 的豁免。
房地产税	对于 500 万美元以上的房产，房产税率从 35% 永久升至 40%
税收抵免	延长 2009 年刺激法案的五年期减税方案一年，包括儿童税收抵免，扩大所得税减免规模，大学学费退税，部分企业税收抵免措施

失业保险和联邦医疗保险	均延长一年
农场法案	部分延长 9 个月，包括避免牛奶涨价、直接补贴农场主。但撤销了一些保护项目，停止为生产水果、蔬菜及有机作物的农场主除救灾以外的融资

资料来源：华尔街日报、华尔街见闻、申万研究

开支方面，2013 年掣肘美国经济形势的主要事件主要包括三个方面：1) 债务上限触顶，目前采取了立法允许美国政府通过财政部发债维持运营至今年 5 月 19 日，为国会长期上调债务上限、避免债务违约赢得了时间，但代价是交换条件，国会两院需要在 4 月 15 日以前通过 2014 财年预算案，否则将不给议员发放薪水，这又将是一次艰难的谈判。

表 5：美国债务上限大事时间表

2013 年 1 月 1 日	美国国会通过表决，财政悬崖得以避免。2013 年年初的债务上限为 16.39 万亿美元被技术性突破
2013 年 1 月 23 日	国会众议院投票通过了短期调高公共债务上限议案，允许美国财政部继续发行国债以维持联邦政府运营至 5 月 19 日
2013 年 2 月	美国联邦政府的正常预算审批流程，总统 2 月会向国会提出下一财年的财政预算草案报告。财政部通过腾挪支付政府的账单维持政府开支的联邦政府资金将在 2 月底用尽
2013 年 3 月 1 日	大规模的自动开支削减计划将启动
2013 年 5 月 9 日	债务上限必须重新设定为当时债务达到的实际水平，有可能升至 17 万亿美元左右

资料来源：申万研究

目前，虽然年初避免了所谓“财政悬崖”的大部分加税措施，但不少削支决策仅仅是得到了推迟。随着 2013 年 3 月 1 日自动削减开支计划的临近，人们的避险情绪日益高涨，最终只能继续使用“拖”字诀，一方面是两党拖延至最后一刻达成协议以争取对自己最有利的方案，另一方面是美国政府将难以根治的财政问题拖至未来解决。我们预计，最终妥协的结果可能是分批实现减少支出而非一次性大规模全面减赤，缓解其对经济的杀伤力。

现在，摆在美国政府面前的减支方案不多了。对比分析，相比与无限制频繁上调债务上限与暂时性关闭政府，实施开支削减的可能性最大，两党在开支削减方面的共同态度较为温和，经过激烈商讨后最终达成共识可能性较大。同时对于 2013 年美国与世界经济增长的消极影响最大，作用发挥延续也最长。我们预测最终国会可能允许一部分全面减支生效，同时以更灵活的减支安排以及少数两党均赞成的税收及/或支出调整代替其余预定减支，以预算授权裁减替代直接的开支削减，以减缓实际支出下降对 GDP 损害的发酵时间，同时保留政府机构寻找节余资金的更大余地。

表 6：财政悬崖结果情景分析

可能结果	政策影响
债务限制	财政部已表示通过腾挪支付政府的账单维持政府开支的联邦政府资金将在 2 月底用尽，不再提高债务上限的调整，意味着美国政府未来融资能力受到限制，导致国债的违约可能和各方面开支的拖欠，评级机构下调美国国债评级，并诱发市场较大波动。由于美国两党已认识到政府违