

发达经济体和新兴经济体的经济复苏可能存在哪些差异？



祈连活(John Greenwood)
景顺首席经济师
伦敦

内容摘要：

- 在特朗普的领导下，美国国内生产总值预期将加速增长，但消费者物价指数可能大致保持不变
- 英国脱欧余波未了可能导致英国国内生产总值放缓，而欧洲争执不休的政治环境也可能阻碍经济增长
- 新兴经济体可能因中国目前信贷过度增长受到严重影响

过去几年，发达市场和新兴市场都一直致力于从2008年和2009年经济大萧条的长期阴影中录得复苏，但各地区的周期有所不同。

发达经济体的复苏受到两大因素阻碍：资产负债表（尤其是银行）复苏进展缓慢及量宽政策的落实效果不同。这导致相关经济增长低于平均水平、就业复苏缓慢、工资涨幅低并激起了选民的不满。

相比之下，新兴经济体则于2008年至2010年期间落实了强劲的刺激计划。但事实证明，这些计划导致经济过热，以至中国、巴西和俄罗斯等部分经济体不得不于2011年和2012年逆势而行，紧急刹停计划。因此，2014年至2016年期间，这些经济体也经历了经济放缓、衰退、货币疲弱及债务问题。

就发达及新兴经济体而言，2017年展望都将与其如何处理上述不同问题密切相关。

发达经济体

美国方面，特朗普将于2017年1月20日出任总统，并由共和党控制国会参众两院。特朗普已提出多项财政刺激措施，其中包括削减个人及企业税收以及多项基础设施开支计划，从而刺激增长并推动海外资本回流。此外，他还计划改革平价医疗法案(Affordable Care Act)（避免鼓励企业雇用每周仅工作29小时的员工）、取消能源生产限制（解放页岩、石油、天然气和清洁煤炭的生产）并修改有关银行业监管的多德-弗兰克法案(Dodd-Frank Act)。令人倍感意外的是，他的目标是实现至少“3.5%或高达4%”的增长率。

尽管减轻监管负担和取消美国就联合国气候变化活动所作的供款可能有助于开支减少，但美国财政赤字仍可能像里根总统时代一样进一步增加。除了上述开支减少措施以外，

财政赤字缺口仅能够由税收、借贷或印钞及信贷来填补（如2008年至2010年期间中国的财政刺激措施）。但由于税收可自动排除在外，而美联储又不会允许在并无任何理由的情况下印钞（美联储预期将于2016年12月加息，且可能于2017年加息两到三次），因此借贷就将成赤字融资的唯一方法。大选结果出炉后不久，就已出现债券收益率走高、通胀预期上升及美元走强。

外交方面，特朗普表示其将重启北美自由贸易协定(NAFTA)的谈判，撤销跨太平洋伙伴关系协定(TPP)并就“货币操纵国”征收高额关税，从而禁止非法补贴钢铁和其他重要工业材料以低于市场价格流入美国市场。此外，他还计划阻止美国公司开展离岸活动。特朗普希望通过以上措施帮助制造业、矿业、伐木业、钢、铝及其他重工业恢复就业。

特朗普的计划旨在通过大力推动美国企业及家庭收入重建美国经济的核心优势。我们预计2017年实际国内生产总值将增至2.5%，消费者物价指数将达到2.1%。

相比之下，欧洲前景就远不及此。银行业问题改善缓慢、欧洲央行量宽计划表现疲弱及受此影响利率跌至负面区间，都是阻碍经济复苏的因素之一。欧洲失业率仍处于双位数水平，且收入增长乏善可陈，因此导致政坛左右两翼爆发了大量破坏性的民粹主义和排外的政治运动。意大利、荷兰、法国及德国等传统中右翼和中左翼政府将于明年进行公投或大选，这可能导致政治变动带来更大的破坏性影响。从某种程度上而言，这些选民当中的一两个人就可能击垮统治精英，为欧盟甚至是欧元区等固有格局的存在带来威胁。我们认为，实际国内生产总值最高维持1.5%左右，而且通胀可能远低于欧洲央行“接近但低于2%”的目标。

(下页续)

受到量宽计划资金注入的支持，英国经济表现一直相对较好，与美国资产负债表的逐渐复苏相似。自2013年以来，英国实际国内生产总值平均增长达2.3%，而且与欧元区不同的是，英国并不存在通缩问题。然而，2016年6月的英国脱欧公投为该国带来威胁，这可能导致其失去免税进入欧盟市场的资格、外国直接投资下降，还可能对伦敦作为欧洲金融中心的地位造成巨大打击。截至目前，脱欧余震已导致英镑贸易加权指数下降14%，而当2017年3月英国就脱欧与欧盟展开正式谈判后，英镑很可能进一步下跌。该下跌可能导致进口价格上升，并转嫁予消费者物价指数，从而对实际工资增长造成影响。而由于英国消费者支出占国内生产总值的65%，因此经济增长将大幅下滑。预计英国增长及消费者物价指数通胀将分别为1.4%和2.5%。

日本方面，与欧元区一样，银行资产负债表复苏和结构性改革进展缓慢，而“质化和量化宽松”政策的效果远不及预期。因此，增长疲弱及通缩反复带来持续负面影响。首相安倍晋三的经济政策，也就是“安倍经济学”，并没有实现既定目标，这导致2017年前景仅稍好于2016年。我们预计日本实际国内生产总值为0.7%，消费者物价大致持平。

新兴经济体

新兴市场方面，2008年至2010年期间累积的过度信贷及债务杠杆导致政府，尤其是就巴西、俄罗斯、印度和中国而言，不得不于2013年至2015年期间进行逐步修正。2016年上半年商品价格触底并开始温

和上扬，加上资本重新涌入新兴经济体，表明其基本完成修正。但中国是个明显的例外，该国自2014年初开始进入了新一轮信贷扩张。鉴于中国是目前规模最大的新兴市场及全球市场的最大商品买家，因此新一轮信贷的暴涨可能导致中国再次出现通胀问题。这不仅会影响中国过渡至消费推动型增长模式，还会对其他新兴市场造成重创，尤其是商品生产国及与中国相邻的东亚经济体。

截至目前，金融和政府部门在很大程度上遏制了中国的过度信贷增长问题，但部分令人担忧的迹象表明信贷暴涨已对整体经济造成负面影响。首先，这已导致股市（2014年和2015年）、住房和商品（例如大豆粉、PVC、铁矿石、焦炭及钢铁期货）市场出现一系列轻度泡沫。其次，大规模工业国有企业增长率及利润录得显著上涨。最后，连续四年录得下降的出厂价格于10月份录得上升。中国政府越早解决相关问题，经济和就业市场受到的影响就越小，但如果有所延误，一旦问题爆发，就更难以应对。而2017年中国政府将如何解决相关问题（通过镇压和直接控制或通过限制信贷及依靠市场力量调整）是2017年一个最大的未知数。

重要信息

本文件拟仅供景顺意图提供的人士而设，只作资料用途。本文件并非要约买卖任何金融产品，不应分发予居于未经授权分派或作出分派即属违法的司法管辖区的零售客户。不得向任何未获授权人士传阅、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些内容可能并非完全陈述历史，而属于「前瞻性陈述」。前瞻性陈述是以截至本文件日期所得数据为基础，景顺并无责任更新任何前瞻性陈述。实际情况与假设可能有所不同。概不保证前瞻性陈述（包括任何预期回报）将会实现，或者实际市况及／或业绩表现将不会出现重大差距或更为逊色。

本文件并无将任何个人的投资目标、财务状况或其它特定需要纳入考虑。

我们鼓励投资者在作出投资决定之前，应考虑个人投资目标、财务状况及需求的适切性。

阁下应注意本文件：

- 可能包含谈及非本地货币的金额；
- 可能包含并非按照个别人士所居住国家之法律或条例所准备的财务信息；
- 可能并未讨论涉及外币投资的风险；
- 并未讨论当地税务议题。

本文件呈列的所有资料均源自相信属可靠及最新的资料来源，但概不保证其准确性。所有投资均包含相关内在风险。请在投资之前获取并仔细审阅所有财务数据。文内所述观点乃根据现行市况作出，将不时转变，而不会事前通知。有关观点可能与景顺其他投资专家的意见有所不同。

于部分司法管辖地区分发和发行本文件可受法律限制。持有本文件作为营销材料之人士须知悉并遵守任何相关限制。本文件并不构成于任何司法管辖地区的任何人士作出未获授权或作出而属违法之要约或招揽。

除非另有说明，本文件的数据截至2016年11月30日。