

# 全球经济失速复苏中的 双底衰退风险

2010年1月5日

摩根士丹利亚洲主席

史蒂芬·罗奇

一年前那些哀鸿遍野的地方今天充满了希望。政策制定者们成功地扭转了第二次世界大战以来最严重的经济危机和衰退。然而，未来依然不确定，其原因在于，无论这一探底过程是多么令人鼓舞，我们依然无法从中看到正在到来的经济复苏的实质。

出于四个重要的原因，我们对于全球经济任何一次反弹的力度和可持续性保持怀疑：第一，本次金融危机本身远没有结束。根据国际货币基金组织最新的估计，全球有毒资产潜在的核销规模约为3.4万亿美元。到目前为止，实际核销数量不到这一规模的一半。这可能会进一步削弱金融机构的盈利，并制约其贷款发放能力。

其次，本次全球衰退的广度极为惊人。2009年3月，在本次周期的低点，全球75%的经济体处于萎缩之中。正常情况下，这一比例为近50%。也就是说这一次深陷衰退之中的世界实现反转的难度要大得多。

第三，由于美国消费在过度扩张之后的持续收缩，全球经济的需求面很可能受到影响。面对劳动力市场对就业和工资收入的巨大冲击，加之房地产和信用泡沫的破灭，消费占美国经济的比重的下滑幅度可能高达GDP的5个百分点——从目前的71.2%降至泡沫前66%的正常水平。这将使实际消费增长趋势从危机前十年间的4%下降至今后三至五年间的1.5%至

2%。目前，世界上还没有任何其他消费国可以填补这一空白。

第四，全球经济的供应面——尤其是以中国为中心的亚洲发展中国家——正在遭受巨大的失衡。虽然表面上看来，中国经济在危机后表现出了极大的弹性，但是实际上，2009年前三季度7.7%的GDP增长中，95%集中在固定资产投资部门。目前固定资产投资占GDP比重已经达到从未有过的45%的高度。这进一步加剧了目前的失衡，更不用说国家为了支持这一刺激计划而下令银行贷款以创记录的速度发放。因此，中国面临着资产配置严重错位，银行贷款质量大幅下降的风险。

---

后危机时代的不利局面使得发展步履维艰，世界GDP将在未来3年以2.5%速度的增长，这是有史以来最微弱的复苏，增长几乎停止。

---

鉴于这些重大的阻力，我预期未来三年内世界GDP平均增长幅度约为2.5%——这是现代史上力度最弱的一次复苏。要命的是，对于规模为70万亿美元的全球经济而言，这一结果可能会非常接近“失速速度”——只要一次小小的冲击，就可以引发一场反复，或人人惧怕的“双底衰退”。

在眼下这个泡沫时期，虽然“双底衰退”理论似乎易犯众怒，但对此理论上其实没有什么争议。正常情况下，在周期性上升中，受压抑的需求的释放可以提供一个周期性弹性的缓冲空间，使经济体得以承受周期性的冲击。相比较而言，缺乏这一缓冲空间的复苏抵御意外冲击的能力就要弱得多。当然，眼下

这些担心都不会有人理会。在存货周期的短期繁荣刺激下，对充满活力的V型反转的希望和梦想一夜之间变得真实可信了。但是随着存货动力的消退——事实上这从不例外——以及需求疲软状态的复萌，危机后的复苏可能很快变得脆弱。

两个潜在的冲击可能加剧这一脆弱性。一是从大规划刺激计划中退出的战略的失败。政策制定者并不缺乏从为了拯救世界而推出的庞大货币和财政刺激计划中退出的工具和手段，他们缺的是政治意愿。美联储再次采用“不对称”退出战略的可能性很大，即在危机开始后迅速降低联邦基金利率，但在复苏阶段政策的正常化方面却行动迟缓。这将重蹈2002-06年间政策正常化延误的覆辙，当时的延误加剧了新的泡沫和失衡，从而为本次“大危机”埋下了伏笔。

---

这样微弱的复苏依旧无法为世界提供免受危机影响的正常缓冲周期。

---

另一个潜在的冲击是贸易摩擦和保护主义的抬头，尤其是以华盛顿为首的“排华”风潮。眼看2010年国会中期选举就要来临，而美国的失业率仍在9.5%以上居高不下，中国的货币汇率问题再一次成为两党共同的“众矢之的”。如果华盛顿以中国施加贸易制裁，中国定将减少对美元资产的投资，这对美元及/或美国中长期实际利率将产生严重影响。

---

由于两种可能的冲击——从大规模财政和货币刺激计划中退出战略的失败和以华盛顿为首的“排华”浪潮，2010年发生“双底衰退”的概率为40%。

---

没有人可以预言冲击，但是“双底衰退”的理论有一点非常明确：对于虚弱的复苏而言，冲击可能是致命的。对于危机之后依然脆弱的经济环境而言，这是一个实实在在的风险。尽管在目前亢奋的金融市场氛围里对该理论的拒绝心理占上风，但是我还是认为，在2010年某个时间发生“双底衰退”的概率在40%左右。

---

史蒂芬·罗奇是摩根士丹利亚洲主席、《未来的亚洲》一书的作者 (John Wiley 以及中信出版社)。罗奇先生是公司面向区内客户、政府和监管机构的高级代表。在供职亚洲主席之前，罗奇先生为摩根士丹利的首席经济学家。

本文既不是摩根士丹利研究部门的产物，也不是研究报告，但它可能参照了摩根士丹利的研究报告或摩根士丹利研究分析师的观点。我们没有对任何所提及的公司的基本面发表评论。除注明的地方外，本文中阐述的所有观点均为作者的观点，而且可能会与摩根士丹利研究部或本公司其他人的观点有差异或有冲突。如想了解更多信息、研究报告和重要信息，请参见：<http://secure.ms.com>。

本文中提供的信息仅仅是作为信息而准备的，并不是买入或卖出的报价或买入或卖出任何证券或其他金融工具或参与任何特定交易策略的询价。这些信息是基于或源于公众一般可以从被认为可靠的来源所获取的信息。我们不能对信息的准确性或完整性或对任何未来报价的条件或符合条件的交易做出任何陈述或保证。

本报告并不是提供单独量身定制的投资建议，在准备的过程中也没有考虑获得报告者的情况和目标。摩根士丹利建议投资者对具体的投资和策略进行独立的评估，并鼓励投资者听取财务顾问的建议。投资或策略是否合适，将取决于投资者的情况和目标。根士丹利研究报告并不是买入或卖出任何证券或参与任何交易策略的报价。由于利率或汇率、证券价格或市场指数、公司经营或财务状况的变化或其他因素，贵方投资的价值和收益可能会有所不同。以前的表现未必可以作为未来表现的指南。对未来表现的预测是基于也许不能实现的假定。

注意：如中英文版本之间存在差别，以英文版为准。

© 2010 摩根士丹利版权所有

**Morgan Stanley**  
摩 根 士 丹 利

[www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com)