

2011年11月18日

摩根士丹利亚洲

史蒂芬·罗奇

为亚洲再一次敲响警钟

全球经济复苏正面临着三年以来的第二次危机。在2008年，经济复苏的风险全部源于美国的次贷危机；如今的危机则源于欧洲的主权债务危机。这些应该为亚洲敲响洪亮而清晰的警钟。以出口为导向的亚洲难以承担忽视来自这两个最大的外部需求来源的冲击。

考虑到这两次冲击将会带来持久性的影响，情况更是如此。在美国，消费者仍然处于类似于日本当时所经历的资产负债表衰退的阵痛当中。在2008年至今的15个季度里，实际消费支出仅仅以0.4%的年均增长率在增长。美国消费支出占国内生产总值的71%。这个世界上最大的消费国还从未如此持续性地疲软。在美国家庭显著地减少过度债务负担并重新开始储蓄以前，被资产负债表束缚的美国经济将会继续步履蹒跚地、以极慢的速度实现增长。

第一次是美国，现在轮到欧洲——全球经济复苏正面临着三年以来的第二次危机。

欧洲也可能遭遇类似的状况。尽管人们现在勇气十足地认为，欧洲货币联盟能够幸存；但是，欧洲经济的前景依然一片暗淡。危机肆虐的欧洲外围国家，包括希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利甚至西班牙，已经处于衰退状态。与此同时，曾经处于核心地位的德国和法国的经济活动以及领先的经济指标也缺乏生气，尤其是急剧下降的德国订单数据，隐现着疲软初期到来的不祥征兆。未来几年里，财政重组的紧缩很

可能会抑制总体需求；同时，资本短缺的银行很可能将贷款收回——对于欧洲以银行为中心的信用中介体系来说，这个问题非常严重——一场泛欧洲地区的衰退似乎不可避免。欧盟委员会刚刚大幅下调其对欧洲2012年GDP增长的预期至0.5%——这证明欧洲正处于全面衰退的边缘。欧洲的经济发展前景被进一步下调的风险非常高，而这可能性在不断增加。

以出口为导向的亚洲无力承担无视这些事态发展所带来的后果——尤其是相比二十世纪九十年代末亚洲所经历的外部冲击，这一次它们更加容易受到外部冲击的影响。

亚洲无力承担无视这些事态发展所带来的后果。以出口为导向的亚洲依然非常依赖来自欧洲和美国的外部需求，它怎么可能在严峻的全球经济环境中成为一片繁荣兴旺的绿洲呢？答案显然是否定的。但是，回避现实的心态是普遍的，更何况当前的势头确实不俗。毕竟，近年来，亚洲一直发展得不错。人们普遍认为，这个像特氟隆一样的地区现在几乎可以无视世界其它地区的经济衰退所带来的影响。

如果情况有这么简单就好了。如果世界其它地区发生衰退，亚洲应对外部冲击的脆弱性就会加重。2008至2009年经济大衰退前夕，亚洲出口额猛增，创纪录地升至占亚洲所有发展中国家综合GDP的44%，比1997年至1998年发生亚洲金融危机时整整高出10个百分点。

换言之，亚洲各国在危机后专注于修复在二十世纪九十年代

未造成严重破坏的金融系统脆弱性，其中包括积累大量外汇储备、将经常项目赤字转变为盈余、以及削减因短期资本流入而产生的巨大敞口。这些国家未能从以出口为导向的增长模式转向重新平衡自身的宏观经济结构。

这意味着在2008年至2009年危机爆发之际，亚洲的每一个经济体不是遭遇了经济大幅放缓，就是陷入全面衰退。现在，危机很有可能重演。亚洲发展中国家的出口份额在经历了2008年至2009年的大幅下滑之后，已经回归到危机前44%的高点，这使亚洲如今面对外部需求冲击的情形与三年前发生次贷危机时一样。作为亚洲整体经济增长的助推器，中国就是一个恰当的例子。欧洲和美国是中国最大的两个海外市场，足足占中国出口总量的38%；因此，中国自身的金融系统脆弱性很难被最小化。

除非亚洲愿意妥协于经济增长放缓、劳动力吸收不足以及社会不稳定风险等一系列问题，就必须积极地将注意力转向本地区35亿消费者的内部需求。

近期的数据证明，亚洲现在已经开始感受到这次全球危机所带来的影响。正如三年前的情形，中国首当其冲：2011年10月，中国的出口比率由2010年的31%下滑至16%；香港9月份的出口数据下跌3%，这是23个月以来首次出现的同比下滑；韩国和台湾也遭遇了类似的出口比率急剧减速的情况。即使在印度，这个长期被视为亚洲最能抵御外部冲击的国家，出口比率也从2011年8月高于44%的水平骤降至10月份的11%。

正如三年前的情形，人们希望亚洲可以与增长缓慢的地区脱钩——即保有较高增速的地区可以免于受到全球性冲击的影响。然而，目前亚洲地区整体GDP放缓，使这种可能性微乎其微。不过，好消息是，以投资为导向的强大动力将发挥部分抵消作用，使亚洲经济实现软着陆。但是，如果欧洲债务危机全面爆发，则会导致满盘皆输。

这是三年以来第二次向亚洲敲响警钟。是时候严肃对待这次的警告了。目前，亚洲不能再次依靠发达国家稳定增长的外部需求，来保证自身经济的持续发展。除非亚洲愿意妥协于经济增长放缓、劳动力吸收不足以及社会不稳定风险等一系列问题，就必须积极地将注意力转向本地区35亿消费者的内部需求。对于以消费为导向的亚洲再平衡的需求空前强烈。

史蒂芬·罗奇 (Stephen S. Roach) 是摩根士丹利亚洲非执行主席，耶鲁大学教授，著有《未来的亚洲》(The Next Asia) 一书。

此材料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披露，请参见 <https://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作出任何陈述或保证。

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。摩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。

版权 © 摩根士丹利，2011 年，所有权利保留。

Morgan Stanley

摩 根 士 丹 利

www.morganstanley.com