

2011年12月27日

摩根士丹利亚洲

史蒂芬·罗奇

印度面临的风险为何高于中国

如今，中印两国将成为当前全球经济浩劫的下一批受害者的担忧正在加剧。这将导致严重后果。2010至2011年间，亚洲发展中国家及新兴工业化经济体的年均经济增长率为8.5%—几乎是世界其它地区3%的经济增速的三倍之多。如果中印两国经济成为下一批经济衰退的国家，那么亚洲将会陷入危机，全球经济出现二次探底在所难免。

从中印经济严重依赖全球环境这一重要层面来看，这样的担心是合乎情理的。中国对于外部需求的下行风险十分敏感——自从危机肆虐的欧洲和美国在中国2010年度出口总额中所占比例高达38%，中国与外部需求的联系就变得更加紧密。而印度则因其庞大的经常项目赤字和对外部资金的大量需求，在全球金融市场中更容易受到恶劣环境的影响。

2010至2011年间，在中国和印度带领下，亚洲发展中国家及新型工业化经济体的年均经济增长率为8.5%—几乎是世界其它地方3%的经济增速的三倍之多。

不过，对中印两国经济硬着陆的担忧被过分夸大了，尤其是对中国。诚然，中国正在为次贷危机中大力积极推行的经济刺激政策付出代价。其大部分额外支出来自银行系统；而银行系统因此可能出现由上述行为所导致的信贷质量恶化。此外，人们还担忧房地产市场泡沫化和通胀持续攀升。

尽管上述任何问题都不容小觑，但它们引发经济硬着陆的可能性不大。一直紧盯国家稳定的中国决策者已经抢先并迅速采取了行动。

中国官员成功抑制通胀就凸显了这一点。政府在农业领域采取了旨在缓解猪肉、食用油、蔬菜和化肥等供应瓶颈的行政措施，拉低了食品价格的通胀水平。这也是中国整体消费通胀率从2011年7月6.5%的水平在11月下降至4.2%的主要原因。

此外，截止今年十月的十二个月内，中国人民银行五次上调一年期贷款基准利率至6.5%，如果经济状况恶化，央行能够拥有足够空间放松银根。银行业强制的存款准备金亦是如此。政府已将创下历史纪录的21.5%的强制准备金率调降了50个基点。中国相对较小的财政赤字——仅约占2010年GDP的2%——如果形势所需，这将会为中国提供更大的政策灵活性。

一旦任何经济体出现进一步恶化，中国将会比印度拥有更大的空间放松财政和货币政策；（因为）印度拥有大量经常项目及预算赤字，而且本国货币正在大幅贬值。

中国对房地产愈演愈烈的过度投机也采取了积极的对策。2010年4月，为了打击人们购置多套房产的行为，中国实施了苛刻的新规——将首次置业的首付比例从20%调高至30%，二次置业的首付比例增至50%，三次或更多次置业的首付比例高达100%。这一策略似乎正在起效。11月，中国实行月度监控的70座城市中，有49座城市的房价出现下跌。

此外，今年很多人宣称中国经济是一个巨大的房地产泡沫——这种说法是被严重夸大了。诚然，中国的固定投资已前所未有地接近国内GDP的50%；但是，投资住宅及非住宅的总和仅占其中的15 - 20%——还不足经济总量的十分之一。具体到完成的楼面面积，住宅建设占据中国房地产投资的半壁江山。梳理中国十几座一线城市（占中国房地产市场泡沫的绝大部分）私人开发商开发的住宅表明：如果中国的房地产市场陷入崩溃，中国GDP仅有不足百分之一的部分会受到威胁——这并不会切实导致经济硬着陆。

至于中国的银行，其面临的主要问题似乎来自于地方政府债务的不断膨胀。根据政府数据，截止2010年底，地方政府的债务总值达1.7万亿美元（约占GDP的30%）。但是，将近一半的政府债务是危机前留下的。

刺激政策导致的一些新增债务可能会出现。但是，每年大约1500 - 2000万人迁入城市的这一持续性城市化进程，为基础设施开发、住宅及商业建设投资提供了需求方面的巨大支撑。这些因素缓和了信贷质量的风险，加之相对较低的大约65%的存贷比，应该可以为中国的银行系统提供必要的缓冲。

对中国和印度出现硬着陆的担忧被过分夸大了。中国在抑制通胀方面的努力十分成功，可以很好地避免出现房地产价格的大幅调整。

印度的问题相对严重。作为亚洲唯一一个出现经常项目赤字的经济体，人们很难对它的外部融资问题掉以轻心。和中国一样，印度的经济增长势头正在减弱。与中国不同的是，印度的下降势头更为显著——2011年第三季度印度GDP增速低于7%的临界点，年度工业总产值在十月份实际下降了5.1%。

而真正的问题是：与中国相比，印度的政策制定者在采取行动上并没有太大的回旋余地。首先，印度货币卢比几乎在以自由落体一样的速度贬值。这意味着，从2010年伊始就13次上调基准政策利率以应对依然严峻的通胀局面的印度储备银行很难切实放松货币政策。此外，政府综合大规模预算赤字占国内GDP的9%左右，严重限制了印度财政政策的自由。

虽然中国的经济状况好于印度，但中印两国出现经济崩溃的可能性都不大。如果没有进一步的经济冲击，亚洲地区不太可能出现经济硬着陆。

不过，欧洲货币联盟破坏性解体的可能性是切实存在的。如果这种情况真的发生，中印两国和绝大多数世界经济体可能都将陷入困境——好比2008年末及2009年初，中国出口骤然减少，印度外部融资压力骤然增加。

虽然我仍对欧元持怀疑态度，但我相信推动欧洲融合的政治意愿将会占据上风。因此，我认为货币联盟解体的可能性不大。如果欧洲不发生这种最坏结果，那么印度或中国经济硬着陆的几率应该不大。

在政治经济虚假繁荣的引诱下，西方国家白白浪费了自己的力量。而在战略及稳定的驱动下，亚洲国家的力量却增强了。但现在亚洲必须重塑自我。发达国家出现的日本式的发展停滞正在挑战依赖外部需求的亚洲，使亚洲国家转向本国的内部需求。中国和印度正在经历下行压力就凸显了这一挑战。亚洲正面临决定性的时刻。

史蒂芬·罗奇(Stephen S. Roach)，耶鲁大学教授，摩根士丹利亚洲非执行主席，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，2012 年，所有权利保留。

Morgan Stanley
摩 根 士 丹 利

www.morganstanley.com