

## 透过疫情看经济 ——

如果疫情是开启潘多拉魔盒的那只手,那全球经济复苏还会是薛定谔盒中的那只猫吗? (原文刊于 FT 中文网)

在新冠疫情在全球范围内迅速扩散的背景下,上周全球市场开启暴跌模式。在短期内市场避险情绪的急剧升温导致美国 10 年期国债收益率已经跌至 1%左右。由于流动性需求和通缩预期,同样具有避险功能的黄金跟随股市大幅下跌。虽然全球市场在急跌之后,在本周内会出现反弹,但由于疫情在中国以外地区的蔓延可能仅是刚刚开始,因此未来一段时间内全球市场风险资产价格出现大幅波动是不可避免的。

**虽然疫情目前还在扩散,但对中国以外的全球经济还没有出现实质性的影响,短期内全球市场的大幅波动貌似有点过度反应。我们认为全球投资者对疫情的担心很大程度上只是一个表象,更深层次的忧虑是源自于对全球经济复苏可持续性的疑问以及全球央行不断收窄的政策空间。**

疫情目前主要通过供给、消费和金融市场三个方面对中国以及全球经济造成影响。在疫情对国内实体消费和服务业的冲击已经非常明显的情况下,疫情对全球产业链影响也开始逐步显现,例如日本和韩国汽车行业由于无法获得中国出口的零部

本资料并非证券研究报告,相关内容仅供贵方参考,不得复制、提供给他人使用或出版(包括部分或全部)。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容,该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

件而被迫停工；2月的达拉斯联储制造业调查显示目前在企业中普遍存在着两种声音，例如非金属矿产品制造商和电子计算机制造商称“从中国来的原材料库存已耗尽，疫情对原材料供应链产生了负面影响”。近期全球股市由于担心疫情在中国以外地区蔓延而连续大幅大跌，此前的乐观情绪一扫而空，甚至开始担心疫情会再次引发金融危机。金融市场的波动会传导和放大恐慌情绪，造成企业和家庭在投资和消费层面活动的观望和萎缩。

**疫情的冲击可能迫使全球央行再次行动。**目前市场对美联储年内再次降息的预期明显升温，特别是美联储主席鲍威尔表示“美联储正在密切关注事态发展及其对经济前景的影响。我们将使用我们的工具，采取适当的行动来支持经济”之后，联储观察工具显示的美联储3月降息概率已经飙升至100%。如果疫情对美国经济造成实质性影响并拖累美股继续大幅下跌，我们认为美联储可能在年内会降息两次，并在年中短期资产购买计划到期后，采取之前使用过的扭曲操作（Twist Operations）来把到期的短期国债的资金再投资于长期国债来压低长期收益率，转向实质性QE，从而达到刺激消费和投资的效果。除美联储外，日本和欧洲央行在已经陷入负利率的流动性陷阱之后，未来只可能通过加大QE的规模来刺激经济以应对疫情的冲击。之后会是新兴市场国家纷纷跟进，形成新一轮的全球降息潮。

**全球央行政策空间有限。**虽然近年来国际货币基金组织呼吁全球各国加大财政刺激的力度来应对未来会出现的零利率之后流动性陷阱，但现实是各国政府目前

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

债台高筑，出台有效的财政刺激方案的能力十分困难，因此未来诉诸货币政策刺激可能依然是无奈之选。全球经济在 2008 年次贷危机之前处在相对过热的状态，当时市场并没有对这场危机的到来以及由此引发的经济衰退有充分的心理预期。在危机爆发后，美联储在短期内将利率降至零并开启 3 轮 QE，同期中国启动 4 万亿刺激计划。全球主要经济体同步大规模政策刺激的结果是令全球经济在经历了短暂的 1 年多时间的衰退之后就出现 V 字型反弹。但之后的欧债危机和新兴市场衰退在不断消耗全球央行的政策空间，全球经济是在全球央行的交替刺激中蹒跚前行。目前发达经济体主要央行的政策性利率都位于历史性低位，且美欧日发达经济体央行在大规模 QE 之后还维持庞大的资产负债表。去年以来全球经济增长失速引发的降息潮又让本来准备为过冬储备粮草的全球央行又开始寅吃卯粮，未来全球将步入零利率市场逐渐成为市场共识。

**全球经济内生性问题积重难返。**全球贫富差距问题在过去 10 年中持续恶化，政策刺激在间断性的改善全球经济过程中，中低收入阶层并没有从经济复苏中获得实质性好处。即便是在失业率持续创出新低的美国，工资收入滞胀和资产价格暴涨导致贫富差距持续扩大，不仅低收入阶层生活艰难，连部分中产阶级也在开始滑入低收入阶层。这导致全球范围内民粹主义势力上升，而民粹主义本身会把本国的结构性经济问题部分归结为贸易不平衡，从而导致逆全球经济一体化的贸易保护主义盛行。而贸易保护主义会进一步拖累全球经济并加快民粹主义势力的扩张，进而导致全球地缘政治风险上升。经济和政治层面的负面循环会导致当下和未来全球经济所处的大环境与 2008 年之前有很大的不同，这使得全球经济增长

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

的不确定性更为复杂，而这种不确定性是单纯的货币政策刺激所能消除的。我们认为相当部分的投资者和企业家对此是有较为清醒的认识，这也决定了全球经济可能出现的阶段性企稳并不能从根本上消除甚至有效降低他们内心的忧虑，而投资和消费的羸弱则是这种内心层面忧虑的映射。

去年底全球主要分析人士对今年的全球经济普遍抱有相对乐观的预期，认为全球降息潮和中美贸易阶段性协议可以带来新一轮全球经济阶段性复苏。鉴于货币刺激边际效应的持续下降以及中美贸易争端依然存在较大不确定性，我们在去年底发布的 2020 展望《横看成岭侧成峰》中指出相对谨慎的看法“**本轮全球经济复苏已经超过 10 年，显著超过二战以来经济复苏周期 7 年的平均水平，投资者对全球经济复苏的可持续性的担忧持续上升。特别是被寄予很高期望的 2017 年全球经济同步复苏的昙花一现和持续不断地贸易争端，加剧了投资者对全球经济衰退风险的担忧。虽然明年全球经济可能会阶段性企稳，但我们认为并不能有效降低投资者对全球经济衰退风险的担忧。**”**“鉴于全球经济无法摆脱周期性循环，目前全球央行通过不断消耗政策空间来推迟经济衰退的到来，但这无法改变在未来某个时间点耗尽政策空间并再次陷入危机的必然性”。**虽然我们没能预计到疫情的爆发以及由此对全球经济的冲击，但就像我们在《展望》中强调的那样**“当政策空间持续收窄以及政策有效性不断下降的过程中，全球经济衰退风险的累积会令投资者风声鹤唳，犹如冬季来临之前回顾身后空空如也的粮仓时的恐慌。在持续衰退风险笼罩下的全球经济，未来无论是金融市场波动或者地缘政治风险都可能成为从量变向质变转化的触发点，进而成为引发全球经济衰退的最后一根稻**

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

草”。

**如果今年新冠疫情在全球的蔓延有可能成为打开潘多拉魔盒的那只手 ,那全球经济是否会出现阶段性复苏的争论也就不会是薛定谔盒中的那只猫了。**

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

## 免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件及与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。