

2020 全球经济阶段性企稳，“曙光”还是“夕阳”？（原文刊于 FT 中文网）

目前全球经济，依然处在二战之后最长的一轮复苏周期中，但本轮长期周期复苏的过程相对曲折且动能明显偏弱，这导致国内逆周期宏观政策操作除了应对自身周期性下行压力之外，更多是对外部冲击的脉冲式响应。

例如美国次贷危机之后，中国出台 4 万亿刺激计划来应对由此引发的全球经济衰退；之后在 2012 和 2015 年国内央行又分别启动降息降准周期应对欧债危机和新兴市场衰退；从 2017 年开始，全球经济复苏从之前的发达经济体和新兴市场经济体交替复苏进入同步复苏的新局面，为国内结构性改革创造了良好的外部环境，中央拉开了“三去、一降、一补”的供给侧改革大幕。但进入 2018 年之后，以美联储为首的全球央行加速收紧货币政策，叠加特朗普政府贸易保护主义，导致全球经济从 2018 年初见顶回落。在此背景下，2018 年 7 月份政治局工作会议上对宏观政策立场做出调整，重回以“基建补短板”为抓手的稳增长，与之相配套的是财政政策“加力提效”和货币政策的积极跟进。鉴于中国经济与全球经济的共振日益明显的背景下，我们认为 2020 年中国经济走势和宏观政策方向，很大程度上取决于对 2020 年全球经济增长轨迹的合理预判。

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。

2019 年全球经济大体上延续去年年初以来的下行趋势 ,全球 PMI 指数和 OECD 领先指数持续下行时间已经超过 18 个月。结果导致全球投资者涌向以美国国债和黄金为代表的避险资产。历史上美国国债收益率倒挂都预示着美国经济衰退风险上升,而 2019 年上半年的倒挂更多是反映投资者高企的避险情绪。但进入 4 季度之后,全球经济和市场情绪似乎有所改变,全球制造业 PMI 指数从 8 月份开始持续改善并于 11 月重返 50 枯荣线条以上,投资者避险情绪回落导致美债和黄金走弱。越来越多的投资者和市场观察人士对 2020 年全球经济开始持有相对乐观的预测,摩根士丹利全球宏观团队预计明后两年全球经济会持续回暖,GDP 同比增速会从 2019 年的 3.0%分别回升至 3.2%和 3.5%。如果这被称为“mini recovery cycle”的复苏成为现实,这将是 08 年以来全球复苏的第三次小阳春。

这背后的驱动因素主要来自于全球主要央行同步放松货币政策的刺激效应和中美贸易争端紧张程度的降低。从 18 年初以来,全球 30 个主要央行中已经有超过 20 个再次启动降息进程,而美联储和欧洲央行在降息的同时更是重启量化宽松操作。根据历史经验来看,全球货币政策利率大致领先全球经济增长 5 个季度。这意味着去年年初以来的全球降息潮在推动全球货币政策性利率在 2020 年 1 季度创出 7 年新低之后,全球经济也将开始企稳回升。此外,中美双方就第一阶段达成协议在一定程度上降低全球经济增长的不确定性,进而会在一定程度上提振全球的消费和投资信心。

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。

2020 年全球经济增长改善逐渐成为市场共识的背景下，我们认为当下问题讨论的焦点不在于是全球经济否会改善，而在于改善能持续多久。换言之，本轮小阳春的可持续性才是值得我们关注的问题。令市场和投资者记忆犹新的是，全球新兴市场和发达经济体同步复苏进程在 2017 年延续了短短一年时间之后就被货币政策紧缩和贸易争端打断，未来两年的全球经济复苏是否会 2017-2018 年复苏的重演呢？

从货币政策角度来看，2018 年全球经济掉头向下的原因之一是全球主要央行在 2017 年经济向好的背景下加快了货币政策收紧的步伐，例如美联储在 2017 年加息 3 次，并在 4 季度启动了缩表进程，2018 年更是连续加息 4 次。即便是在经济复苏相对较弱的欧元区和日本，当时欧洲央行和日本央行的政策立场也开始转鹰并开始制定加息缩表的时间表。期间，中国国内虽然没有上调基准利率和存款准备金率，但金融去杠杆在很大程度上起到了收紧货币政策的效果，导致国内银行市场利率和实体经济融资成本出现了明显抬升，中小企业“融资难、融资贵”的问题更为突出。我们预计 2020 年 1 季度之后全球主要央行在全球经济向好的背景下将暂停货币宽松的步伐，例如美联储、欧央行和日本央行都将全年维持基准利率不变。相对于 2019 全球主要央行纷纷降息，如果 2020 年暂停货币宽松的步伐，实际上也意味着货币政策在边际上有所收紧，这与 2017-18 年的情形有相似之处。此外，鉴于 08 年以来的全球经济复苏很大程度上是建立在发达经济体和新兴市场经济交替出台刺激政策的基础上，货币政策有效性在边际上是持续递减的，因此本轮全球降息潮的刺激效应的可持续性是值得怀疑的。

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。

我们认为投资者的担忧除了来自于全球经济本身内生增长动力不足和贸易争端的不确定性之外，也来自于全球主要央行不断收窄的货币政策空间。08 年次贷危机和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。虽然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债台高筑，出台有效的财政刺激方案的能力十分有限。

从贸易争端角度来看，去年以来特朗普政府的贸易保护主义立场令全球经济增长的不确定性大幅提升，导致从信心层面对投资和消费造成负面影响，成为拖累全球经济增长的重要因素。中美贸易争端在经过了一年多的拉锯之后，近期有望签署第一阶段性协议。鉴于目前政府和市场对于中美贸易争端的复杂性和长期性都有充分认识，我们认为阶段性贸易协定的签订并不能从根本上一劳永逸的解决问题。此外，2020 年是美国大选之年，特朗普在贸易政策方面的立场可能会随着选情的起伏而出现不可预测的变化，因此我们倾向于把贸易争端看作全球经济方程中的一个未知变量，而非已知变量。而全球贸易层面的不确定性会导致企业和家庭部门会对投资和消费会继续持有观望态度，这反过来又会大幅降低货币政策

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。

传导机制的运作。因此，我们认为对本轮全球降息潮对全球经济的托底效应不应抱有过高的预期，对 2020 年全球经济复苏不及预期要有一定的心理准备。

此外，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。贫富差距扩大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，从而导致全球范围内贸易保护主义盛行。而贸易保护主义会进一步拖累全球经济增长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。

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。打个不太恰当的比喻，目前全球经济目前就像一辆驶向全球经济衰退悬崖的汽车，但方向盘已经失灵而无法改变方向，唯有不断的踩刹车来延缓坠崖的时间。当政策空间持续收窄以及政策有效性不断下降的过程中，相当于刹车片在不断磨损，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，进而成为引发全球性危机的最后一根稻草。如果说 2008 年是“危机引发了衰退”，

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。

那未来我们看到的是挥之不去的“衰退阴影引发危机”，并把全球经济拖入长期的实质性衰退。为何我们认为下一轮的全球衰退会是长期的呢？原因很简单，当危机和衰退降临之际，一定是全球政府货币财政政策空间耗尽之时，届时已经无法作出有效政策应对。

鉴于 2020 年全球经济阶段性企稳很可能仅是一抹灿烂的夕阳，而非旭日东升前的曙光，投资者对 2020 年应持有谨慎的态度。本月召开的中央经济工作会议强调了“当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多”，并在“稳中求进”的基础上进一步提出“坚持稳字当头”反映了政府对 2020 年全球经济复苏抱有相对谨慎的立场。而提出“要做好工作预案”更是在具体操作层面在应对不确定性的反映。考虑到 2020 年全球经济复苏依然存在较大不确定性，加上国内宏观政策的传导机制有效依然有待提高，我们认为 2020 年逆周期宏观政策的实施会倾向于前置，目的是可以为政策效应发挥和之后政策调整预留时间和空间。

中央提出“宏观政策要稳，微观政策要活”，这意味着 2020 年逆周期宏观政策在确保连续性和稳定性的基础上，前瞻性和灵活性在具体操作层面要得到更多体现。我们认为 2020 年政策组合依然是“宽货币、紧信用、松财政”。货币财政政策的定向特色会更加明显，财政政策更多是聚焦基建补短板和推动产业升级，而货币政策将在降低中小民营企业融资成本和配合财政政策推进两方面继续发

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。

力。

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。