

2008年7月25日

[www.ubs.com/economics](http://www.ubs.com/economics)**Larry Hatheway**

经济学家

[larry.hatheway@ubs.com](mailto:larry.hatheway@ubs.com)

+44-20-7568 4053

**Andrew Cates**

经济学家

[andrew.cates@ubs.com](mailto:andrew.cates@ubs.com)

+44-20-7568 6892

**Paul Donovan**

经济学家

[paul.donovan@ubs.com](mailto:paul.donovan@ubs.com)

+44 20 7568 3372

**Sophie Constable**

分析师助理

[sophie.constable@ubs.com](mailto:sophie.constable@ubs.com)

+44 20 7568 3105

## 全球经济增长面临挑战

### ■ 2009年预期增长放缓

根据我们对地区 GDP 增长预测值的调低，我们目前预计全球 2009 年的经济增长步伐将低于本来就已经放慢的 2008 年。我们的 2009 年全球 GDP 增幅预测值为 3.1%，低于市场预期，同时离全球经济衰退水平 2.5% 也相去不远。

### ■ 原因不同，结果相同

经济增长趋缓背后的原因各有不同，但结果却是类似的。在美国和西欧，房产和金融业的杠杆紧缩是近期以及 2010 年前的主要经济增长阻力。房价下跌是美国和英国面临的主要调整，但证据显示其它欧洲经济体的消费也可能同样面临风险。能源和食品的价格飞涨是很多经济体，无论是发达经济体还是新兴经济体所面临的共同挑战。高通胀在新兴经济体中最为普遍，货币紧缩为经济增长带来的风险也是最大的。全球贸易放缓则几乎对所有国家/地区都产生制约作用。

### ■ 主要结论

与近期央行所持的论调（以及采取的部分措施）相反，主要的宏观风险在于经济增长，而非通胀。事实上，在大多数发达经济体，2010 年之前很可能出现通胀减缓，而在部分领域里通缩已然出现（房产或资产价格）。相应地，政府债券收益率不太可能上升，实际上可能会持续下降。对盈利的市场预期（尤其是 2009 年）看来很难实现，虽然由于全球股票市场近期的大幅下跌，对于盈利下降可能已经存在一定的“缓冲”空间。

## 全球经济增长面临挑战

在本报告中，我们提出了有关 2009 年及之后全球经济增长前景的一些看法。首先，我们在考虑到过去几周对地区 GDP 预测值的下调情况下，勾勒出全球经济增长的基准情景。我们还将新预测值与当前的市场预期进行了对比。随后，我们对抑制全球经济增长的主要因素进行了一番研究，这些因素对于 2010 年之前全球经济的走势至关重要。

借助于模拟和其它实证分析，我们还定量地分析了住房、信贷、资产负债表以及大宗商品市场错位可能对地区和全球经济增长后果的影响。在此过程中，我们就部分上述变量的变化对我们的全球经济增长基准情景所可能产生的影响做出敏感性估算。在报告结尾部分，我们根据修订的预测值和风险考虑提出部分有关金融市场的结论。

我们得出的主要结论包括：

- 全球经济的走势要比很多市场人士所预期的更弱，而且为时更长。我们目前预计全球 2009 年的平均经济增幅为 3.1%，比我们先前预期的低 0.3 个百分点，而且更重要的是低于 2008 年的数字。
- 我们的季度预测表明全球经济在 2010 年之前可能会经历一个时间较长的 U 形周期的底部。下行风险占主导地位。V 形反转的情况最不可能出现。
- 我们对经济增长预测值的下调反映出去年一年中各种危机对全球经济的影响。这些危机包括去年夏天暴露的信贷危机以及随后美国住房市场的急速下挫，但同时也包括食品和能源价格的暴涨，以及通胀压力的升级，并催生出从紧的货币政策（特别是新兴经济体）。
- 稳定的（非金融）公司利润以及近期油价和部分农产品价格的回落令人欣慰，并有助于避免全球经济增长出现更为明显的下滑。不过我们仍然认为，很多市场参与者还是低估了全球增长令人失望的可能性。我们主要还是担心发达国家地区家庭和金融领域出现的杠杆紧缩趋势，但对新兴经济体因高通胀和从紧的货币政策导致的需求抑制效应也持谨慎态度。
- 我们对全球经济增长下滑的预测增强了 2010 年前通胀压力将有所缓解的看法。很可能会出现通胀减缓，而通缩已经成为现实，至少是在某些领域中，比如房产和金融。因此，政府长期债券收益率在未来两年中很可能继续保持低位，甚至会进一步下降。
- 很多周期性大宗商品和基础材料的价格所承受的压力都可能缓解，几乎可以肯定不会再出现过去几年中的快速上涨。
- 由于欧洲央行直到 2008 年秋季为止仍倾向于加息，美元近期内还存在部分风险。但我们预计明年欧元区将出现显著放缓，我们的欧洲团队预计欧洲央行将放松加息力度，表明未来 12 个月美元将会走强。

更弱，更长

全球经济复苏呈 U 形

担心全球危机的后续影响

关注重点在信贷缩减、房产和通胀

- 最后，我们的研究结果与我们的全球股票策略团队本周初出版的有关全球利润率的 Q-series 报告一致。<sup>1</sup>尤其是，我们的全球经济增长基准情景对盈利预测带来更大的挑战，特别是周期性行业的利润率。

## 我们的预测值对比市场预期

在过去 2-3 周时间里，瑞银的各地区经济学家调低了 2009 年增长预测值。比如，我们的欧洲团队将欧元区的增幅预测值从 1.3% 下调至 1.1%，将英国的预测值从 1.1% 下调至 0.9%。我们的亚洲团队本周全面调低了预测值，亚洲区的 2009 年增长预测值从先前的 7.3% 下调至 6.8%。此外，我们的 EMEA（欧洲、中东、非洲）团队也做出几项下调，2009 年增长预测值从先前的 5.6% 下调至 5.3%。做出这些调整后，全球 2009 年增长率预测值从先前的 3.4% 下调为 3.1%。相较之下，我们预计全球 GDP 趋势增长率为 3.8%，表明 2009 年将是全球经济连续第二年运行在潜力水平之下，而且重要的是低于 2008 年的增幅。

2009 年全球经济增长从 3.4% 下调为 3.1%

做出上述下调的原因各有不同，但多数都是由于担心全球贸易减缓的更为明显和广泛的表现、对信贷缩减、资产负债表的杠杆紧缩、房产市场疲软以及经合组织经济体存款率上升等的更大担忧，以及发展中国家和部分发达经济体对能源和食品引发的通胀上升而做出的政策反映的忧虑。更多详情，建议读者参看我们的地区团队在过去 2-3 周内出版的报告中有关上述调整的详情。<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> 参见 2008 年 7 月 22 日出版的 ‘Q-Series: Global Equity Strategy 利润率存在多少风险？（How much are profit margins at risk?）’

<sup>2</sup> 参见 1) European Weekly Economic Focus, 2008 年 7 月 11 日； 2) EMEA Economic Perspectives, 2008 年 7 月 17 日； 3) Asian Economic Focus, 2008 年 7 月 25 日

瑞银 GDP 预测值

同比增幅%	旧 2008 年预测值*	新 2008 年预测值	旧 2009 年预测值*	新 2009 年预测值
美国	0.9	1.1	1.8	1.8
加拿大	1.0	1.0	2.3	2.3
日本	1.0	1.0	1.4	1.4
西欧	1.7	1.6	1.4	1.2
其中:				
欧元区	1.5	1.6	1.3	1.1
英国	1.6	1.4	1.1	0.9
瑞士	1.5	1.6	1.6	1.3
亚洲	7.5	7.4	7.4	6.8
其中:				
中国	10.0	10.0	9.5	8.8
印度	7.7	7.1	7.9	7.2
拉美	4.3	4.3	3.8	3.8
其中:				
巴西	4.8	4.8	4.0	4.0
东欧	5.7	6.1	5.6	5.3
其中:				
俄罗斯	7.0	7.5	7.0	7.0
发达经济体	1.4	1.5	1.8	1.7
发展中经济体	5.7	5.7	5.7	5.2
全球	3.2	3.3	3.4	3.1

资料来源：瑞银估算。\*2008 年中预测

做出上述调整的大背景是全球经济表现更容易令人失望。过去 12 个月中，全球增长的实际结果越来越倾向于低于市场预期（参见下方左图中全球经济增长惊奇指数的向下趋势）。相反地，全球通胀资料却表现出高于市场预期的趋势。这两种趋势结合在一起，对那些对经济增长抱乐观态度的人士（以及决策人士和金融市场）打击不小，因为这表明全球经济产出与通胀之间的平衡关系正在恶化。

全球经济表现令人失望的可能性变大

全球经济增长惊奇指数



资料来源：瑞银

全球通货膨胀惊奇指数

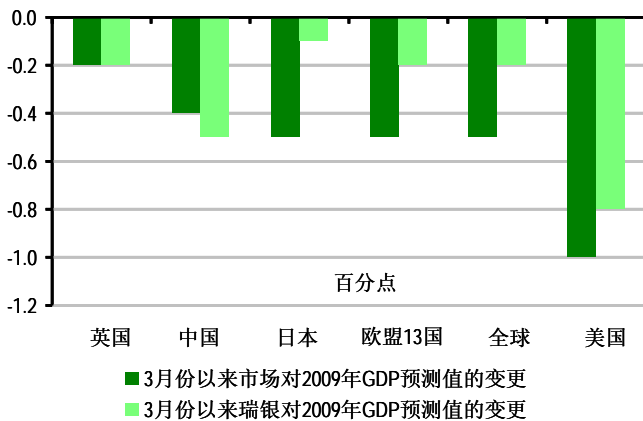


资料来源：瑞银

今年以来，考虑到经济增长弱于预期，而通胀水平高于预期，2009年的市场预期值已经出现大幅调整（见下图）。根据全球股票和信贷市场的价格波动情况以及近期全球能源价格的下挫，投资者对全球经济增长的预期也有下降趋势。同时，政府长期债券收益率并未下滑，这表明市场参与者对通胀风险（以及可能的政策反应）更为担忧。

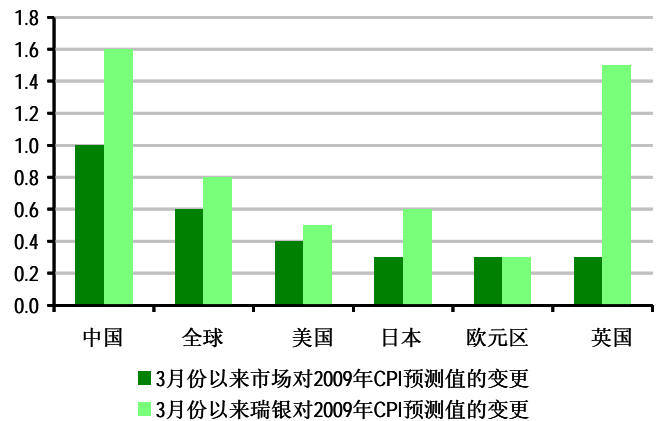
预期有所调整

2009年的增长预测值已经下调...



资料来源：瑞银估算/市场预期经济资料

...而通胀预测值却已上调

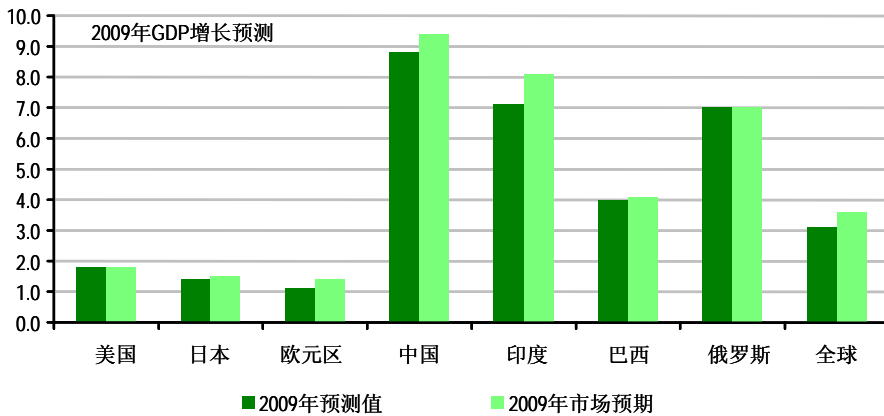


资料来源：瑞银估算/市场预期经济资料

市场对 2009 年的增长前景预测是否已经调整到位？我们认为，答案是否定的。我们的 2009 年 GDP 预测值基本上都低于市场预期值（见下图）。我们认为，我们的基准前景仍存在下行风险。

但我们认为进一步调整是必要的

### 2009 年经济增长预测 - 瑞银相对市场预期



资料来源：瑞银估算/市场预期经济资料

### 全球经济增长基准情景

在我们的基准情景中，我们预计 2008 年剩余时间里全球经济将同步放缓，首当其冲的是发达经济体，最明显的为美国。不过到今年年底，由于房价降低和美国货币政策放松（我们预计到今年年底将会有另外 50 个基点的减息），美国的房产市场应开始企稳。然而在家庭和金融领域资产负债表不断修正的环境中，美国经济出现强劲反弹的可能性不大。与此同时，欧洲几个主要经济体也可能面临住房市场的压力，尤其是英国。欧洲的家庭和金融领域的资产负债表修正很可能拉消费者和公司需求的后腿。尽管油价近期出现下滑，但高油价对消费者支出还是形成制约。同时，由于销售不确定性加剧，以及增长趋缓最终会对盈利能力产生的负面影响，所有主要石油进口国（包括日本）的资本性投资都将维持不高的水平。我们的石油分析师认为石油价格在 2009 年不会从当前水平大幅下滑，WTI 价格预计平均在 120 美元/桶。

石油和食品价格高企，连同全球贸易趋弱的背景，很可能在未来几个季度中对发展中经济体地区构成更大的挑战。前者意味着购买力萎缩，从而使国内需求前景暗淡。通胀水平高企也迫使很多央行都采取从紧的货币政策，从而增加了增长预期的下行风险。对于中欧和东欧的部分经济体，外部不均衡仍然对成长前景形成威胁。

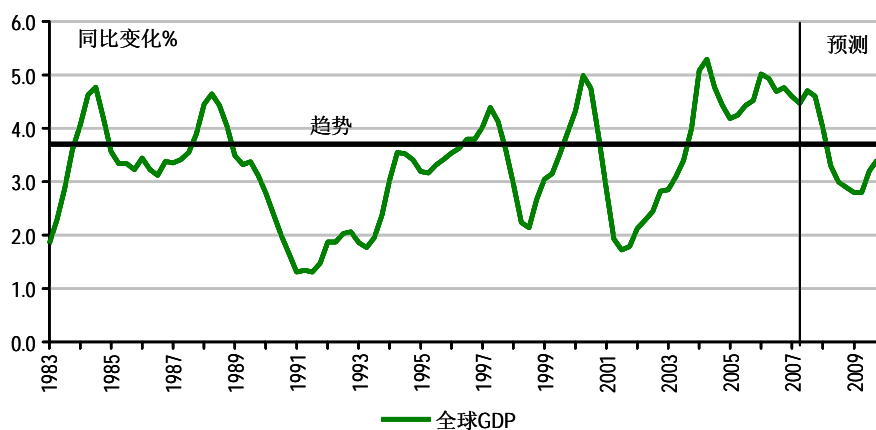
至于全球经济增长的每个季度表现，我们预计在 2009 年二季度全球 GDP 的同比增长将进入低谷，低至 2.8%。随后会出现非常温和的加速增长，但预计 2009 年整个一年增速都将维持在低位，直到 2010 年之前都不会有太好的表现。

预计全球经济增长将同步减速

发展中经济体预计将面临更大的周期性挑战

全球经济增长预计在 2009 年二季度进入低谷

## 全球 GDP 增长，“U”形多于“V”形



资料来源：瑞银估算

### 信贷缩减

对经济增长施压的主要因素之一就是信贷缩减。从紧的借贷标准以及私有领域可能出现的信贷增长放缓有可能对家庭和公司未来两年中的支出产生显著而持久的抑制作用。

在其最新的‘经济观察 (Economic Insights)’<sup>3</sup>中，George Magnus 雄辩地描述了全球经济如何会受到信贷缩减的负面影响，杠杆紧缩的趋势如何能够自我增强和延长，而且通常伴随着资产价格的降低，直至杠杆水平回落到更为可持续的水平。

在下图中（摘自近期的货币基金组织工作报告）<sup>4</sup>，我们对相关事项和部分重要关联做出了说明。首先是银行业的资本/资产比率（CAR）与借贷标准之间的关联。由于银行业的资本充足率要求是由监管机构和/或市场规定制定的，因此负面的不利因素就会制约借贷能力。银行不得不紧缩借贷标准，以降低信贷数额并恢复 CAR。如第二个箭头所示，借贷标准的从紧造成信贷数额的降低。随着可用信贷数额的降低，对支出产生直接影响，并通过倍数效应，为家庭和公司收入造成更高的负面回馈。最后一个箭头是从收入通过银行的资产负债表、公司和家庭的回馈环。这一关联经过两个不同的通道。第一个是通过经济减速对银行资产负债表产生作用。随着消费和收入的下降，贷款损失逐步增加，CAR 进一步恶化。从“收入”到银行‘CAR’的箭头表示的就是这种影响。第二个回馈通道是因为收入降低对家庭和公司资产负债表的影响。

缩减和更严格的借贷标准已经对发达经济体的增长形成压力

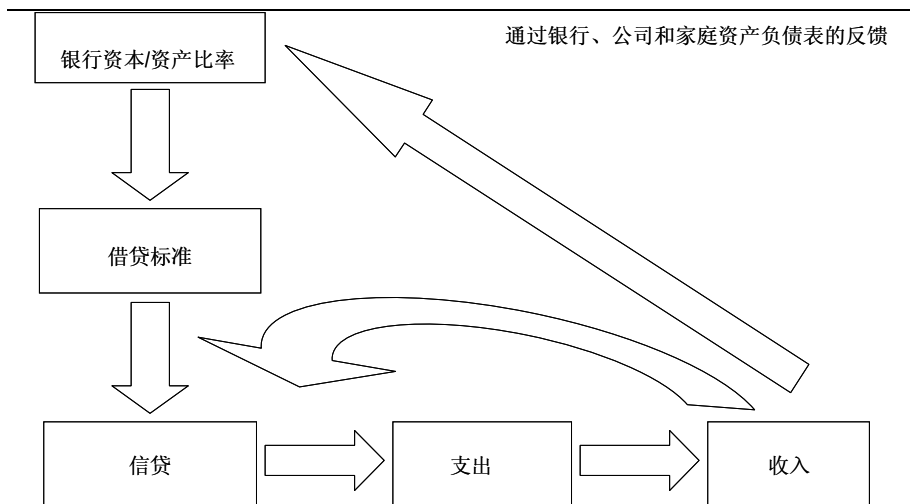
银行资产负债表与实际经济行为之间的重要关联

<sup>3</sup> 参见 ‘去杠杆化：另一种下行方式’ (De-leveraging: A different kind of downturn) Economic Insights, George Magnus, 2008年6月25日

<sup>4</sup> 参见 ‘Credit Matters: Empirical Evidence on US Macro-Financial Link’, 国际货币基金工作报告, Bayoumi 与 Melander, 2008年7月



## 银行资本负面危机的影响



资料来源：国际货币基金/瑞银

如下图所示，上述与信贷相关的事项正在美国的银行业和更广泛的经济领域中发生。根据上述报告，美国银行业的资本/资产比率近几个月出现了大幅下降（见下方左图），而同期借贷标准也日趋从紧（下方右图）。

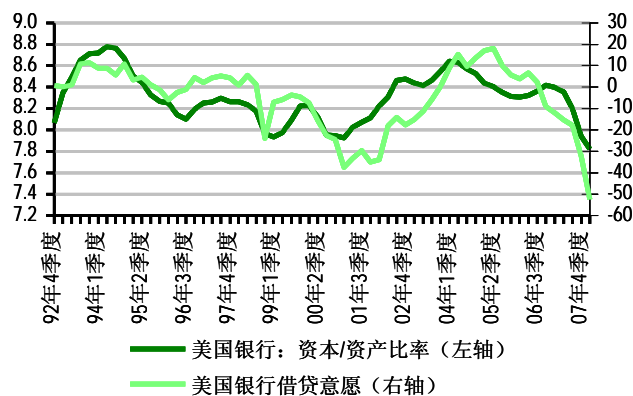
### 银行资产负债表与借贷标准之间的紧密关联

#### 美国银行的资本充足率



资料来源：瑞银美国/全球银行团队。定义为美国银行一级资本对风险加权资产的比率。

#### 美国银行的资本充足率与借贷标准



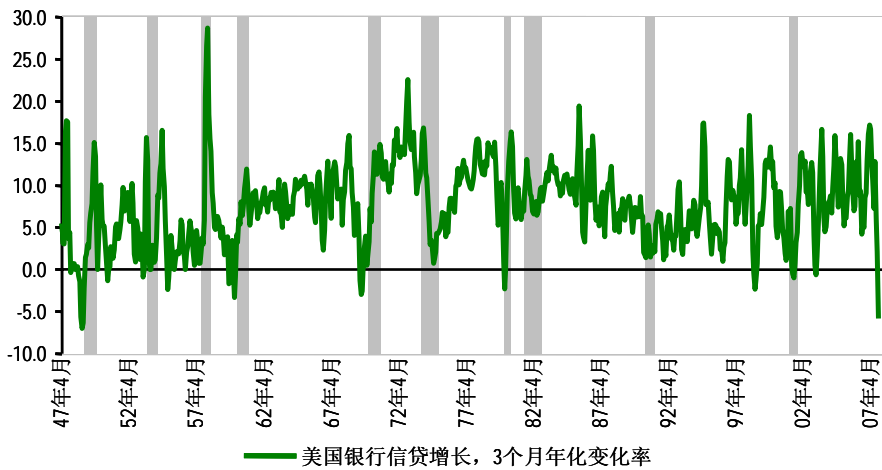
资料来源：Haver/瑞银。美国银行的贷款意愿是根据联邦高级贷款专员调查得出的，尤其是与商业和工业贷款、商业房产贷款以及按揭贷款相关的借贷标准相关的数据。

相应地，银行信贷增长似乎正在趋缓。下图中的每周数据显示从四月开始，总贷款和出租出现下降趋势，其中商业和工业贷款趋缓尤为明显。

### 美国银行信贷增长趋缓



美国银行信贷增长

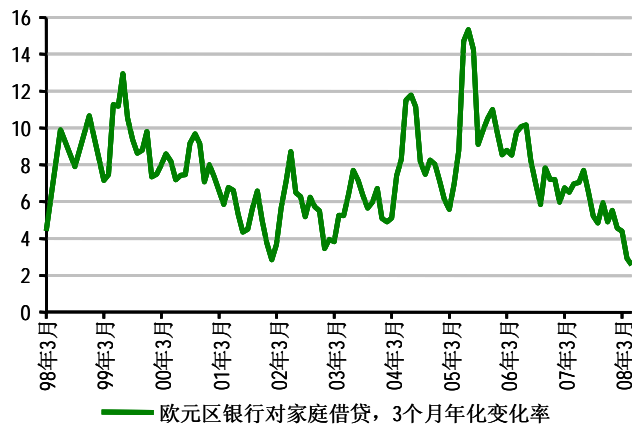


资料来源: Haver

其它主要经济体, 公平地讲, 尚未在其各自的银行业中表现出相同程度的信贷缩减。比如在欧元区, 4月份的银行信贷仍同比增长10%。但家庭的贷款增长却大幅降低(见下方左图)。而公司借贷的稳定增长(见下方右图)很可能反映了由于证券化市场的停滞而造成商业票据和其它融资市场的关闭, 从而造成利用先前信用额度延期的借入方数量的增加。我们怀疑这一强劲的公司借贷势头将持续, 尤其是在欧洲银行业借贷标准更为严格和资本/资产比率下降的情况下。

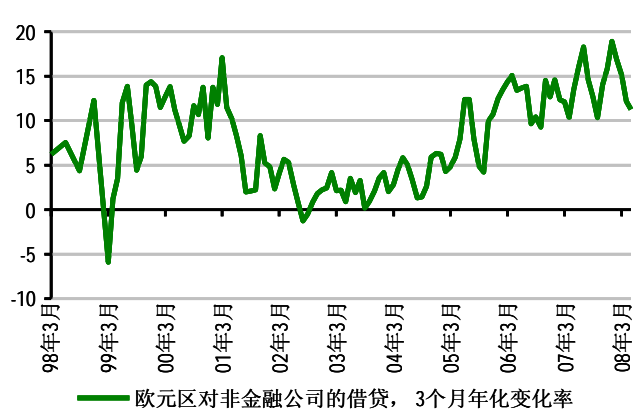
家庭借贷增长大幅下滑, 但公司借贷表现尚可

欧元区银行对家庭的借贷



资料来源: Haver

欧元区银行对非金融公司的借贷



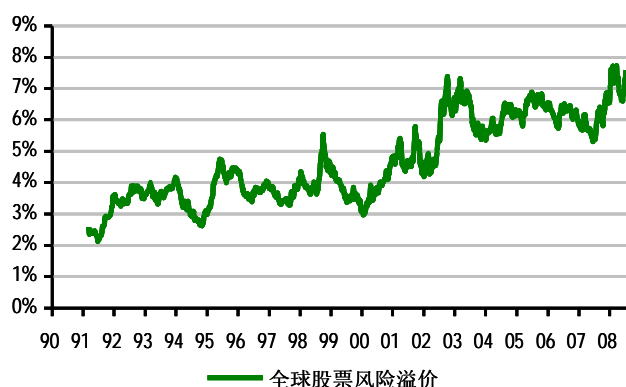
资料来源: Haver

另外, 货币基金组织的经济学家预计美国银行的资本/资产比率由于外生原因每下降一个百分点, 就会通过对可用信贷的影响造成实际GDP下降约1.5个百分点, 而因为外生原因造成需求下降一个百分点, 就会通过金融回馈效果逐级放大造成GDP下降两个百分点。

这些回馈效应也可以认为是由于全球信贷和银行业危机带来的风险溢价的副产品。全球股票风险溢价提高(下方左图)以及股票价格水平走低会造成家庭金融资产贬值, 并可能进一步催生资产负债表的杠杆紧缩, 从而对消费支出形成压力。股票价格走低, 连同公司债券息差, 也会由于其对股本和债务资本的影响而降低公司的支出水平。

金融回馈效果

## 全球股票风险溢价



资料来源：瑞银

我们通过对 NiGEM 全球经济模型的模拟对全球经济受上述风险溢价影响的敏感性进行了评测。对每个主要发达经济体，我们都仿真将股票价格和公司信用的风险溢价提高了 100 个基点。对主要发达经济体和发展中经济体地区的 GDP 水平影响如下表所示。

### 经合组织国家风险溢价提高对 GDP 影响的模拟结果

	美国	欧元区	英国	日本	亚洲	拉美	东欧	全球
2008E	-0.5	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
2009E	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
2010E	-0.6	-0.4	-0.5	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3

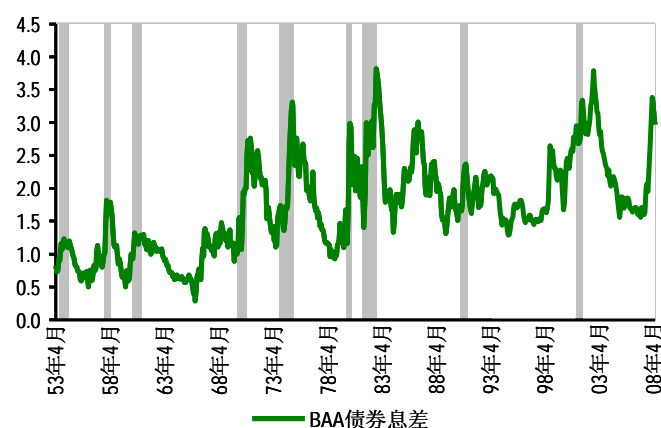
资料来源：NiGEM/瑞银

可以明确地是，银行业的进一步资产冲减和/或有关资本充足率标准的更高监管要求仍然对美国 and 全球经济前景构成明显风险，并很可能在相当一段时间内保持这种态势。

## 房价

下一重要因素是房价，房价无疑与银行资本充足率、信贷限制、居民资产负债状况等问题高度相关。有理由认为美国房价持续下跌是导致过去一年金融业出现危机的根本诱因。未来美国和一些欧洲经济体的房价恐将进一步下跌，将给全球经济增长前景带来不小挑战。例如，以下两图显示，尽管迄今为止和高点相比，美国的房价跌幅已达到双位数，但欧美的房价仍过高。再往后两图显示的是房价下跌对居民借贷及储蓄率变化趋势的影响。

## 美国 BAA 债券息差

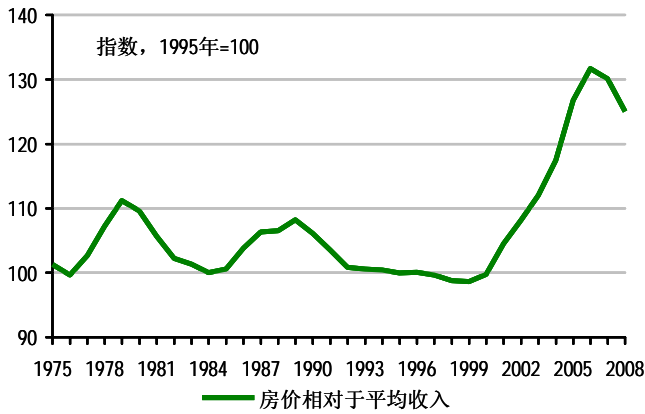


资料来源：彭博信息/瑞银

### 对更高的风险溢价进行量化

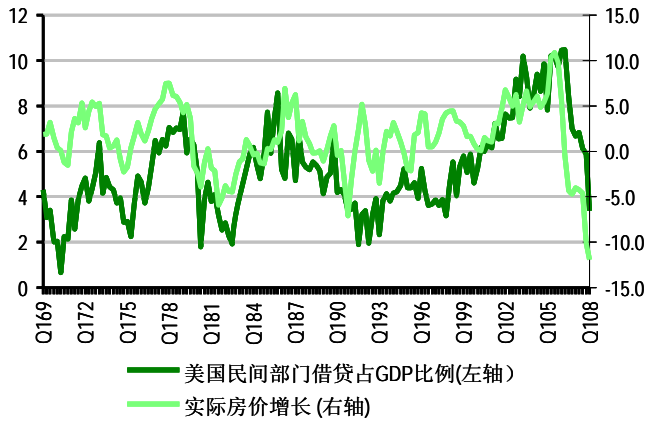
### 房市情况仍令人担忧

美国房价相对于平均收入



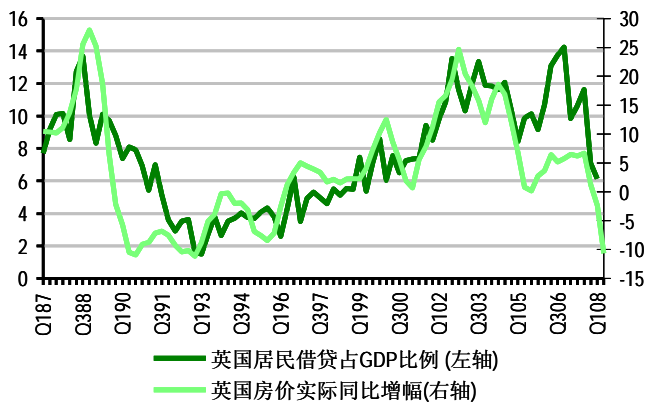
资料来源:瑞银计算 基于 OFHEO 的房价数据。2008 年资料与最近的月度结果相关

美国民间贷款与实际房价增幅



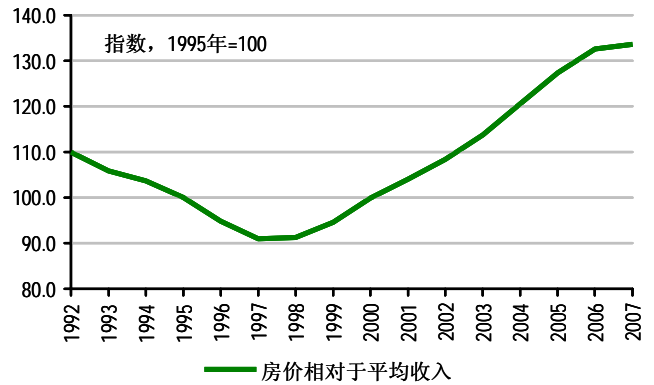
资料来源: Haver

英国民间贷款与实际房价增幅



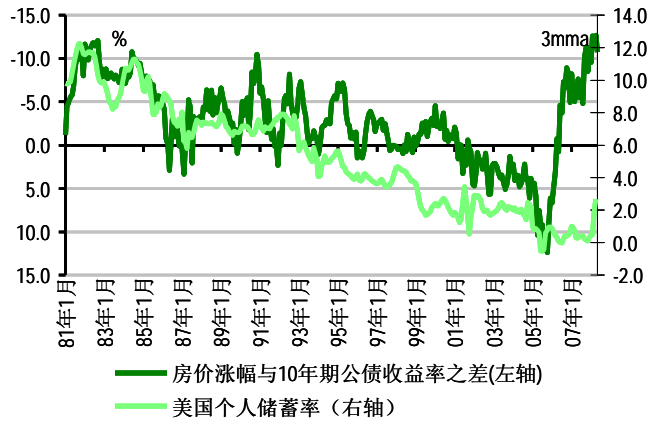
资料来源: Haver

欧洲房价相对于平均收入



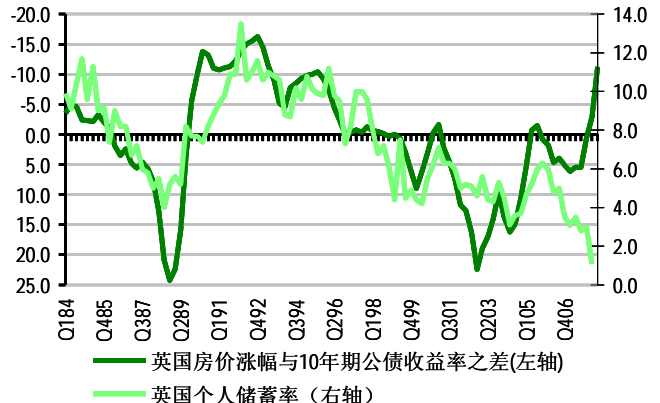
资料来源:瑞银计算 基于西班牙、荷兰、爱尔兰、德国、意大利和法国的数据

美国居民储蓄率与实际抵押贷款利率(经房价调整)



资料来源: Haver

英国居民储蓄率与实际抵押贷款利率(经房价调整)

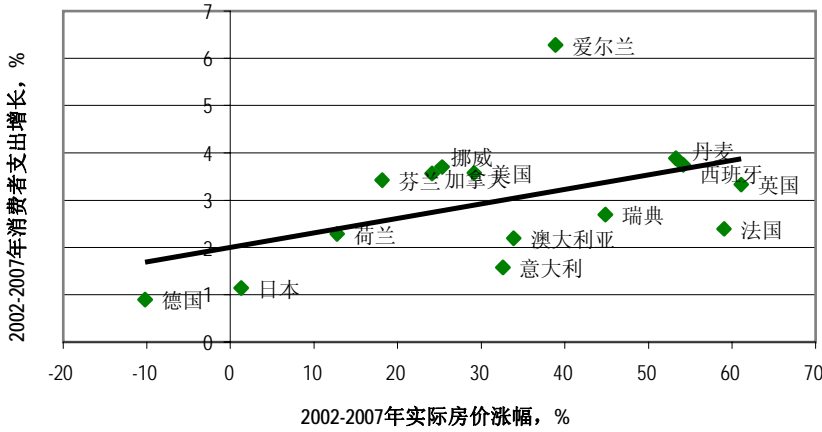


资料来源: Haver

而面临居民杠杆紧缩操作最大风险的经济体，正是那些经历了房地产市场和消费荣景的经济体，包括美国、英国、西班牙和爱尔兰。我们认为，考虑到过去五年实际房价与消费者支出增长的紧密联系，法国、北欧的许多经济体、加拿大、澳大利亚和意大利也在其中（见下图）。

房价上涨与消费者支出高度相关

实际房价与消费者支出高度相关



资料来源：瑞银/各国资料

全球经济对房价日益跌深的敏感度如下表所示。下表给出了所有主要经合组织成员经济体房价下跌 10 个百分点对 GDP 的影响。美国和英国的房屋所有率较高，而且房屋权益在居民资产中所占比例也较高，因此二者受房价下跌的冲击可能最大，这点在意料之中。而房价下跌对发展中经济体 GDP 的影响主要是通过发达经济体进口需求下降体现出来的。

全球经济对房价日益下跌的敏感性非常大

表: 经合组织成员国房价下跌 10 个百分点对 GDP 的模拟影响

	美国	欧元区	英国	日本	亚洲	拉美	东欧	全球
2008E	-1.0	-0.5	-0.9	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.5
2009E	-1.0	-0.5	-0.8	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.4
2010E	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.2

资料来源：NIGEM/瑞银。表中显示的是基本情景下，假设从 2008 年第一季至 2009 年第四季经合组织主要经济体房价下降 10 个百分点，对 GDP 的百分点影响。具体来讲，以下经济体房价出现较大波动：比利时、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、日本、荷兰、奥地利、葡萄牙、瑞典、西班牙、瑞士、英国及美国。

购买力与通胀

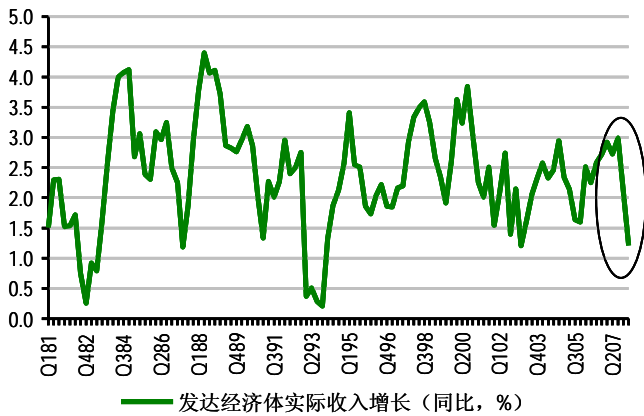
到目前为止，我们所讨论的与信贷、银行业及房市相关的因素主要影响的是发达经济体。根据我们的模拟分析，多数发展中经济体不应受到较大影响，虽然在发达经济体进口需求下滑的情况下，其出口增长可能承压。但是，由于食品和能源价格暴涨，发展中经济体目前面临着更大的挑战，而且通胀高企或将迫使其紧缩货币政策。

发展中经济体面临更大挑战

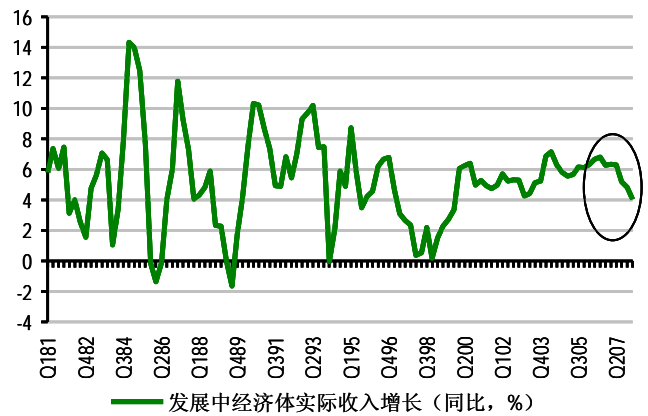
对于那些大量进口石油而且能源和食品在消费者支出占很高比重的经济体而言，今年支出将逐渐放缓。亚洲地区许多主要经济体都将如此。

亚洲食品能源价格飞涨的困扰

发达经济体实际居民收入增长



发展中经济体实际居民收入增长



资料来源：瑞银计算/OEF

资料来源：瑞银计算/OEF

能源和食品价格上涨影响购买力，但这对全球经济前景而言未必是大大的负面因素。毕竟，价格上涨代表收入自石油和食品消费地区转移至石油和食品的净出口地区。下表中的模拟分析结果多少说明了这点。下表给出了油价上涨 30 美元全球食品价格上涨 20 个百分点对 GDP 的影响。油价上涨将导致经合组织和亚洲石油进口地区的 GDP 下降，而部分拉美地区（例如委内瑞拉及墨西哥）和东欧（俄罗斯）的 GDP 反而上升。同样的情况也出现在食品领域：迄今为止食品价格的上涨拉动了拉美的粮食生产区的 GDP，而粮食进口区的 GDP 则下降。

许多发展中经济体自食品和能源价格上涨中获益

油价永久性上涨 30 美元对 GDP 的影响

	美国	欧元区	英国	日本	亚洲	拉美	东欧	全球
2008E	-0.5	-0.3	-0.1	-0.3	-0.4	0.3	0.4	-0.1
2009E	-0.8	-0.5	-0.1	-0.6	-0.7	0.2	0.3	-0.3
2010E	-0.9	-0.6	-0.2	-0.8	-0.8	0.0	0.2	-0.4

全球食品价格永久性上涨 20%对 GDP 的影响

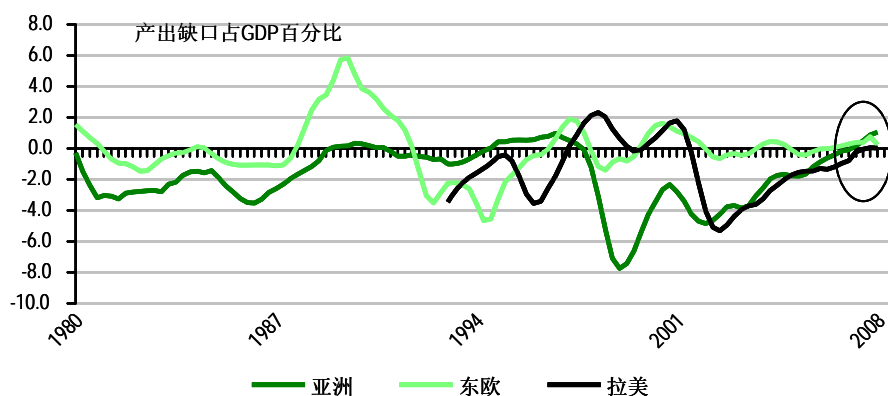
	美国	欧元区	英国	日本	亚洲	拉美	东欧	全球
2008E	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.2	0.3	0.0
2009E	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	0.2	0.3	-0.1
2010E	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.1

资料来源：英国国家经济社会研究所/瑞银 表格显示的是基本情景假设下对 GDP 的百分点影响

食品和能源价格上涨给全球经济带来的更紧迫的问题源于对通胀升高的政策响应。我们认为，通胀持续攀升，更有可能迫使许多发展中经济体今年进一步紧缩货币政策，明年也有可能如此，尤其是那些受产能瓶颈和劳动力市场紧张影响，物价压力（需求而非成本导致的）恐进一步加剧的经济体（如俄罗斯或印度）。

更紧迫的问题源自通胀上升情况下的政策干预

## 新兴市场产出缺口目前均较大



资料来源：瑞银计算/OEF

因此，我们认为多数发展中经济体内需主导的经济增长目前面临的风险有所上升，因此不大可能弥补预计多数发达经济体出现的消费主导的经济低迷。各央行对通胀的关注看来与日俱增。因此，在这种情况下，很容易做出全球经济将在 2009 年进一步放缓的预测。

### 情景分析

利用以上模拟分析的部分结果，我们就全球经济对风险的敏感性进行了情景分析。我们给出两种情景，分别采用不同的油价及房价走势，以及决策者对通胀上升的反应假设。

在“下滑”情景中，我们假设美国经济陷入深度衰退，透过贸易和金融联系对全球其它地区产生严重的波及效应。借贷门槛提高加上房价下跌（持续时间长于我们的基本情景假设），导致居民在更长一段时期内展开杠杆紧缩操作，进而拖累美国的消费增长，使得消费增长在未来几年显著走软。我们同时假设高通胀也会给全球经济带来冲击。假设决策者将大幅收紧货币政策（或是在更长时间里按兵不动，可能长于必要时间），以抑制通胀压力，使得 2009 年全球整体需求增长更加疲弱，增大全球经济出现硬着陆的可能。

在下滑情景中，我们假设美国房价进一步下跌 10 个百分点（除自高点回落的 20 个百分点外）。同时将政策利率调高 1 个百分点（较我们的基本情景假设）以反应决策者可能采取更积极的措施应对通胀上升。调整后对 GDP 的影响如下表所示。

多数发展中经济体内需主导的经济增长目前面临的风险有所上升

### 两种情景分析

下滑情景假设美国经济陷入深度衰退，并对全球其它地区造成较大冲击

下滑情景: 政策利率上升1个百分点美国房价下跌10%对GDP的影响

	美国	欧元区	英国	日本	亚洲	拉美	东欧	全球
2008E	-1.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2
2009E	-1.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.5	-0.3	-0.4
2010E	-1.0	-0.2	-0.4	-0.4	-0.6	-0.2	-0.2	-0.3

资料来源: 英国国家经济社会研究所/瑞银

在“上升”情景中, 我们假设与基本情景相比, 美国房市将以更快速度复苏且/或美国消费显示出更强韧性。如果食品和能源价格也自当前水平大幅回落(与我们的基本假设不同), 这有望进一步提振居民购买力, 降低全球经济增长风险, 目前这些风险源自货币政策可能进一步收紧。

上升情景中, 我们假设与基本情景相比, 美国房市将以更快速度复苏且/或美国消费显示出更强韧性

上升情景下, 新兴经济体也可能表现出更大的韧性, 反映出向更强劲的内需的转移(即全国储蓄下降)。亚洲庞大的经常帐户盈余(主要是中国)当然成为国内活动增强而不会危及外部收支平衡的后盾, 而且理论上, 盈余能够通过提高需求而进入全球经济。

上升情景下, 新兴经济体也可能表现出更大的韧性

在上升情景中, 我们假设美国房价回升10个百分点(较基本情景高10个百分点)。同时将油价下调20个百分点, 并使得发达和发展中经济体均放松货币政策。

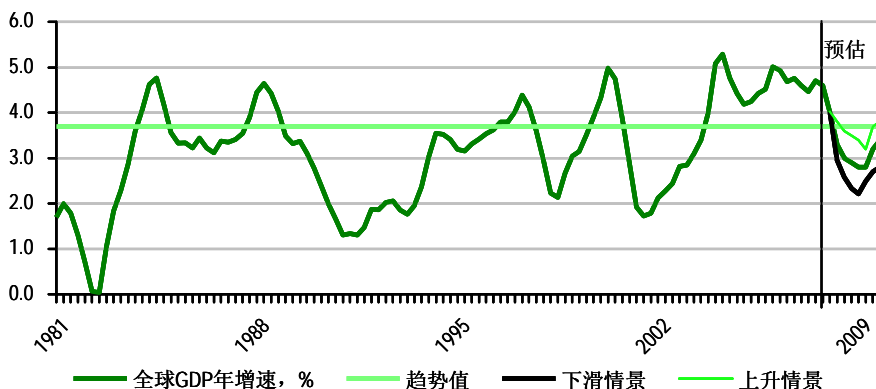
上升情景: 美国房价回升10个百分点全球油价下跌20%对GDP的影响

	美国	欧元区	英国	日本	亚洲	拉美	东欧	全球
2008E	1.4	0.4	0.3	0.4	0.4	-0.1	-0.2	0.4
2009E	1.3	0.6	0.4	0.5	0.5	0.0	-0.1	0.5
2010E	1.1	0.7	0.4	0.7	0.6	0.0	0.0	0.5

资料来源: 英国国家经济社会研究所/瑞银

上述两种情景下全球经济增长趋势与基本情景的对比如下图所示。在下滑情景中, 全球经济增长速到2009年中期将降至2.5%以下, 完全可称为全球性经济衰退。而在上升情景中, 全球经济增长趋势呈V字型, 到2009年下半年全球经济增长将回升至趋势值。

全球经济增长基本情景与上升/下滑情景对比



资料来源: 瑞银估算



目前我们认为，基本情景成为现实的几率为 60%，下滑情景的几率为 25%，上升情景几率仅为 15%。

## 对市场的意义

我们的不同情景假设对市场的意义何在？首先一点，也是最重要的一点，这些预测表明在一段时期内实际利率下降，最终通胀预期会下降。因此这些预测为名义利率在一段时期内处于低位提供支撑。此外，当前市场已反映了美联储将在今年晚些时候收紧货币政策的“远期曲线”，而我们的预测说明这是不正确的。

其次，我们的需求预测显示，一些周期性较强的商品和原材料价格将下跌。根据能源市场受影响的程度，整体通胀压力也有望减弱。但如果能源和食品价格只是停止上涨，多数经济体的通胀也会回落，包括发达与新兴经济体。因此，通胀风险溢价在未来 18 个月或将逐渐消散。

最后，市场仍普遍预期 2009 年企业利润率将上升，恐怕期望会落空。当然，近期全球股市大跌可能多少已经反映了一些对盈利的悲观情绪，这说明只要其它宏观经济变量并未显著恶化，市场对于盈利放缓就有一定的抗跌性。

## ■ 分析师声明

每一位负责全部或部分本研究报告内容的研究分析师，针对本报告中涵盖的每一种证券或每一个发行人作出如下声明：（1）本报告中所有表述意见均真实地反映了其对该证券或发行人的个人观点；（2）分析师的任何薪酬均不曾、也将不会直接或间接地与本研究报告中所作出的具体建议或所表达的观点相关联。

## 披露要求

本报告由瑞银有限公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

关于UBS(瑞银)管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS(瑞银)研究报告投资建议的更多披露,请访问:[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。如有需要,可提供更多信息。

## 全球声明

本报告由瑞银证券有限公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团 (UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为 UBS (瑞银)。在某些国家,UBS AG 也称 UBS SA。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放。本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表,不构成广告,在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关瑞银证券、其子公司及关联机构的信息外,瑞银没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺投资者一定获利,也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险,投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。本报告所含的任何意见,可在不发出通知的情形下做出更改,亦可因采用不同假设和标准而与瑞银其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其它相关人员沟通。瑞银没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行收入而定,但是,分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化和其它市场因素而出现巨大的波动。过去的表现并不一定能预示未来的结果。外汇汇率可能对本报告所提及证券或相关工具的价值、价格或收入带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其它方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。瑞银或其关联机构以及瑞银或其关联机构的董事、员工或代理人均不对由于使用本报告全部或部分内容而遭致的损失或损害负责。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国)及/或瑞银资本市场公司)担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究报告中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其它欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。

**英国和欧洲其它地区:** 除非在此特别申明,本报告由作为瑞银集团分支机构的 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户,且仅提供给此类人员。本报告中所含信息不适用于私人客户,且私人客户也不应以此为依据。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。瑞银研究报告符合 FSA 所有关于披露之要求和法规,并于适用时在研究报告中显示。**法国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。**俄罗斯:** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本报告的编制,本报告也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** UBS South Africa (Pty) Limited (注册号: 1955/011140/07) 是 JSE 有限公司、南非期货交易所和南非债券交易所的成员。瑞银南非有限公司是经授权的金融服务提供商。具体地址、邮编和董事名单可直接索取或参见 <http://www.ubs.co.za>。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的报告所含的内容负责。所有美国投资者对本报告所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 分发,UBS Securities Canada Inc. 是 UBS AG 的分支机构,加拿大主要证券交易所和加拿大投资者保护基金的成员。若需要,可提供财务状况的陈述和董事及高管成员名单。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd 或 UBS AG 新加坡分行分发。**日本:** 由 UBS Securities Japan Ltd 仅向机构投资者分发。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 和 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 仅分发给按照 2001 年颁布的公司法 s761G 定义的机构客户。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。**中国:** 由瑞银证券有限责任公司分发。

由 UBS Limited 编制的本报告中披露的内容受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本报告。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。© UBS 2008 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

