

博弈 做空 时代

观点交锋

外资行经济学家批驳外媒唱空论：

五大警讯夸大其词 中国经济增长会有新引擎

证券时报记者 徐欢

华尔街日报日前撰文发出中国经济的五大警讯，成为唱空中国的声音中最受关注的论调。有关这五大警讯的观点，最早来自于美国《外交政策》杂志上的一篇文章，经过华尔街日报的解读后被广泛传播。然而，这些警讯是否真正反映了中国经济面临的问题？外资投行经济学家们对此又有着怎样的解读？证券时报记者日前专访了几位知名外资投行经济学家，就这些问题展开讨论。

外媒五大警讯论据错误

美银美林中国区经济学家陆挺认为，在这篇唱空中国的舆论报道中，充分反映出外媒不了解中国的基本国情。他直接驳斥了华尔街日报提出的五大警讯依据。陆挺指出，在其提及的五大警讯中，都存在提出错误的论据从而导向不正确结论的情况。

譬如第一条关于地方政府债务的问题，该文中提及有地方政府卖车的例子，并以此推导出中国已进入财政紧缩时期。对此，陆挺指出，地方政府的卖车行为根本不是由于财政紧张，而是由于中国在进行车改试点。又如，在关于经济放缓或导致社会不稳定的论据中，华尔街报道中提到广州的群体事件。对此，陆挺指出，该事件实际上是由于来自两个不同地方的打工者之间产生了冲突，而不是文中所指的农民工由于失业后发起暴动。

瑞信董事总经理、亚洲区首席经济分析师陶冬也认为，对中国的经济问题，海外媒体往往有夸大倾向，他指出，对于中国经济出现的问题，不能漠视但也不能盲目悲观。目前，中国经济处于一个下行周期，但这些问题并没有严重到要拖垮中国经济，也并非没有解决办法。”

花旗中国研究主管、大中华区首席经济学家沈明高以及汇丰银行大中华区首席经济学家屈宏斌也都认为，前述华尔街文章有夸大嫌疑。沈明高认为，外媒不了解中国经济问题实际上存在多种解决方案，从而危言耸听。屈宏斌则认为，此文是对中国经济所存在问题的过度反应。

不过，这几位外资投行经济学家也

坦承，中国经济存在着一定的问题，并对外媒提及的中国经济五大警讯一一剖析。

寻找新的经济增长引擎

陶冬认为，中国面临的经济问题是结构性问题。目前，中国经济陷入了流动性陷阱，扩张性货币政策对增长失去了拉动效果。中国经济的一个核心问题，就是民间投资意愿低下。这个背后有许多结构性原因，如成本飙升、产能过剩等。制造业曾经是民间资本擅长的领域，但是如今正面临经营成本不可逆转的上升，而有利可图的许多服务业领域却不对民间资本

开放。结构性问题不解决，空踩利率及存款准备金率的油门，并不能使经济从沙坑中爬出来。要结束经济下行周期，步入上行轨道，中国必须加大力度开放高端服务业，包括医疗、教育、金融等领域，此外，还需要减税以及寻求制度上的突破。”陶冬说。

沈明高则认为，中国经济放缓是不争的事实，但对于经济增长的速度并不需要过度强调，而是需要寻找新的经济增长引擎。他认为，未来中国经济增长的新引擎包括：制造业整合、机械化和自动化；服务业开放，从而创造就业、投资以及消费；推动真正的城镇化，提

高消费的效率等。此外，中国的制造业有无限的发展潜力，改善制造业环境，将能极大发挥中国长产业链的优势。

屈宏斌指出，在外部经济环境尚未复苏的背景下，短期内，中国经济增长需要依靠内需以及加大投资，外需疲弱继续拖累制造业投资，房地产投资也仍在下行通道，稳增长、稳投资的关键就在于基建投资的加快；长期看来，需要提高劳动生产率，包括进一步推进城市化进程，吸收全球市场的新技术，调整产业结构。由于中国仍处于工业化和城市化的中期，需要而且空间提高这一比重。”屈宏斌还强调，国家应通过研发成本税收抵扣等政策鼓励创新。

中国经济唱不空 结构调整正当时

证券时报记者 贾壮

运动场上跑得最快的人，总是难免引来关于兴奋剂的猜测，同样的道理，经济增长速度最快的中国，要时刻面对质疑的声音。最近，这种声音越来越大，唱空中国几乎成为海内外谈论中国经济时的时髦话题。

面对质疑的声音，一些学者反应激烈，而他们当中既有乐观派，也有理性派。乐观派如北京大学教授林毅夫放言，中国经济还有 20 年保持年均 8% 增长速度的潜力。理性派经济学家则呼吁理性看待潜在经济增长能力回落，并主张在此基础上调整经济结构。国务院发展研究中心副主任刘世锦认为，如果能够顺利实现增长阶段的转换，中国将会迎来一个更加注重质量、效益和可持续性的新增长阶段。

唱空论调遭批驳

纵观唱空中国的论调，大致可分为两种：一种是对中国经济未来发展动力信心不足，另一种是担忧中国可能出现金融危机。事实上，对于这两种论调，经济学家和投资者们有着不同看法。

刚刚卸任世界银行高级副行长的北京大学教授林毅夫就乐观预计，中国经济至少还可以保持 20 年年均 8% 的增长速度。在目前有关中国经济增速的预测中，这是最为乐观的看法。

发达国家金融市场参与者中看多中国的也不乏其人。美国 Federated Inter Continental Fund 的高级投资组合经理 Audrey Kaplan 指出，欧洲的混乱、美国复苏乏力都是中国面临的问题，但中国的内需旺盛且在不断扩大，所有关键指标都预示这一趋势将加速。如果你必须担忧的话，担忧好了，只是不要因为做空中国而陷入窘境，中国的下一篇章大有可为。”他说。

资金流出可能造成金融危机的说法，更是一种非常遥远的担忧。对外经贸大学金融学院教授刘志杰分析说，人民币对美元只是小幅贬值，事实上，人民币汇率整体是升值的，是过去一年时间里最强势的货币之一，并没有形成货币贬值和资本流出相互影响的恶性循环。他认为，当前新兴市场国家资本流动逆转是阶段性的。

正常回落早有预期

实际上，目前的回落虽然让人担忧，但中国国内各界对于经济增速回落早有预期。

国务院发展研究中心副主任刘世锦撰文指出，经过 30 多年的高速增长后，我国经济潜在增长率适度下降、增长阶段转换，反映了经济增长的客观规律，并非有些人所说的“增长衰退”。从一定意义上说，这恰恰证明我国成功地抓住和利用了工业化进程中高速增长的战略机遇。”

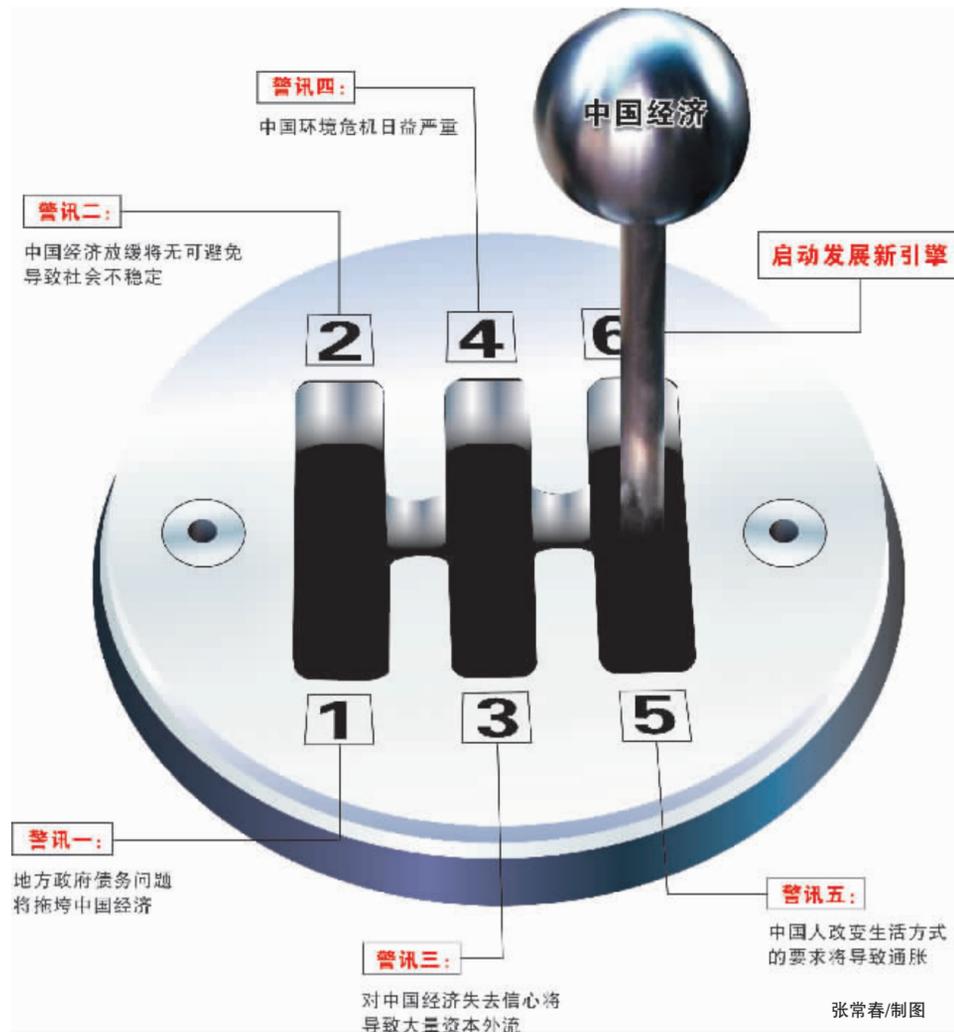
中国社会科学院副院长李扬认为，全球经济增速是必须面对的一个严峻现实，过去推动中国经济高速增长的因素在减弱：一是劳动力成本快速提高，减速削弱劳动力优势；二是制造业的劳动生产率达到峰值，服务业的生产率要低于制造业；三是依靠投资拉动经济难度加大，而维护存量投资也需要占用资本。

结构调整是关键

唱空论调影响不了中国经济的方向，中国经济的走向最终还是取决于中国自己的政策调整，而其中最关键的一点是在稳增长和调结构之间做好平衡，实现经济“软着陆”。

林毅夫说，中国的增长潜力要想变为事实，一方面需要充分利用后发国家的优势来进行技术创新和产业升级，另一方面应不断克服困难，改革、完善作为发展中国家和转型国家所必然存在的各种经济、社会、制度问题，给经济的良性发展创造条件。

刘世锦建议，应推动铁路、石油天然气、电力等基础产业领域的改革，除了进一步理顺价格关系，更重要的是切实放宽准入，引入包括民间资本在内的外部投资者。目前，在经济放缓的背景下，民间投资趋于谨慎，对投资环境的不确定性有顾虑。刘世锦表示，吸引民间投资应有系统而实质性的改革举措，真正实行政企分开，拿出对投资者有吸引力的项目，形成民间资本可预期、能决策的企业治理环境。



外资行经济学家剖析五大警讯

警讯一：地方政府债务问题将拖垮中国经济

沈明高：目前，地方政府收入减少，银行贷款受到限制，过往的投资模式难以复制。地方政府债务问题存在两个方面的担忧：一是会不会有地方政府出现银行贷款违约；二是地方政府未来融资和投资的能力和潜力。无论哪个方面产生问题，都将导致以地方政府为主导的基础设施投资拉动的增长模式的终结。就市场而言，最大的担心是政策能见度太低，解决问题的根本办法只有在情形进一步恶化之后才会明朗。

我个人认为，短期内中国地方政府不会出现债务问题，但是需要保持警惕，防止其恶化。从根本上解决地方政府债务问题，首先，中央政府要释放出经济增长速度需要放缓的明确信号，让经济增长回归理性水平；其次，中央政府应详细评估地方政府的违约风险，并建立一个风险分担机制。

陶冬：地方政府出现债务危机不可避免，这个问题值得深思。首先，对于地方财政的制约几乎没有，唯一的制约只有发改委的审批程序，而这个审批也是时紧时松。其次，中国财政结构以及中央地方税收分配结构已经不合时宜，需要加快财政改革。目前地方财政大部分是由银行信贷方式支付，这种模式在产生问题的时候可能会对中国金融体系产生冲击。

相对于欧美债务问题，中国的债务问题并不十分严重。目前中国中央政府的债务负担不重，因此，如果地方政府债务出现问题时，有能力施以援手。

陆挺：中国地方政府负债仅占国内生产总值（GDP）的 23%，比例不算太

高，而地方政府的财政收入在过去几年积累的基数较高，因此，目前来看情况也不算糟糕。

屈宏斌：可以看到的是，过去两年中央一直在对地方债务问题进行摸底，逐渐规范化并增加透明度，这在很大程度上控制了其可能产生的风险。其次，地方政府虽然举债扩张，但同时也有了一定程度的资产积累。另外，对基础设施的投资也将对地方经济的长远发展有促进作用。因此，无需对中国地方政府债务问题过于担忧。

警讯二：中国经济放缓将导致社会不稳定

沈明高：失业问题是造成社会动荡的隐患。目前在中国，出口行业是劳动密集型行业，就业约占城镇就业的近 30%。预计未来几年出口将保持个位数增长，这意味着中国出口企业将面临严峻的产能过剩考验，不可避免地会出现出口企业倒闭。从某种程度上说，企业倒闭或去产能化是中国经济增长方式转变的必经之路，政府的主要任务不是阻止转型的到来，而是将转型的阵痛尽可能地减轻。未来出口行业就业的减少，将通过通过大幅度开放服务业、创造新的就业机会的方式来弥补。

陶冬：就业永远是我对于中国社会出现动荡的最大担忧。经济放缓年初已经出现，最近两个月，随着制造业的大面积倒闭，失业人数开始增多。由于中国缺乏完善的社会保障体系，因此我也担忧，失业问题将成为中国社会经济的潜在不稳定因素。

但我认为外媒谈论中国失业问题十分奇怪，因为美国的失业问题严重

性远远高于中国。因此，我们既要清楚地认识中国的就业问题，并对此保持警惕，但同时也要认识到，我们的失业问题远没有欧美严重。

陆挺：中国经济的增长速度正在下降，下降过程是渐进的，其中存在周期性的因素，包括去年以来实施的房地产调控，但是，由于中国的城市化过程，房地产泡沫并不大，也并不会导致房地产市场崩溃。

屈宏斌：目前中国还有许多政策空间对经济进行微调，比如下调存款准备金率、减税、加大对民生领域的投入等，通过这些措施进行调节，可抵御经济放缓带来的负面影响，包括失业增多的风险。因此，对于经济放缓可能带来的社会不稳定这个问题不应该被夸大。

警讯三：对中国经济失去信心导致大量资本外流

沈明高：资本寻求更高投资收益率是正常行为，只要对中国经济有信心，就不应该担心资本外流。未来中国经济只要能够维持 6%-8% 的增长速度，随着行业开放，也将继续吸引资本流入。同时，发展人民币资产市场也是当务之急，未来资本市场资金流入可以抵消外资在中国直接投资的下降。

陶冬：制造业利润减少，政策不确定性增加，交易成本提高导致中国富裕人士选择海外投资，但这并不表示资本会大幅外流，或者流出去就不回来了。目前中国经济的问题是属于一个周期性的问题，会在短期内影响人们对经济的信心，在一定程度上导致资本外流；但回溯过往，美国外流的资本金额也远远高于中国。因此，如果以此推导出中国经济将达到崩溃边缘是无稽之谈。

屈宏斌：随着人民币升值预期降

低，过去几年来持续流入中国的热钱有所转向，但这并不是一件坏事，投机性的热钱流出是一个健康现象，有利于挤出资产泡沫；此外，从资本流出的规模来看，也不足以对中国实体经济造成任何负面影响。

警讯四：中国环境危机日益严重

沈明高：环境的问题虽然和人口增长相关，但和中国经济发展模式关系更密切。如果经济发展模式不惜以牺牲环境为代价，才会产生严重的环境问题，而中国目前正在步入老龄化，因此人口增长对中国经济发展有利。

屈宏斌：中国经济的崛起伴随着 13 亿人口的中国对能源和资源需求的日益增加，从而导致了资源的竞争，这不可避免，也不应过分担忧。中国未来应该聚焦于如何提高资源的利用效率，减少资源浪费，从一定程度上缓解环境压力。

警讯五：中国人改变生活方式的要求将导致通胀

陶冬：从这个关于通胀问题的表述中可以看出，外媒对中国经济并不了解，中国目前面临的并不是通胀问题，而是通缩压力。

沈明高：未来是否会出现高通胀，不光是中国也是全球面临的一个现实问题和挑战。相对而言，中国还有许多对应办法，比如提高经济的货币化程度，提高农业生产效率和开放服务业等。

屈宏斌：中国目前的消费者物价指数（CPI）仅为 2%，很多上游经济指数都已经呈现负增长。即便 CPI 达到 3% 或 4%，也属于较低水平，无需担忧。

（徐欢）