

# Finance



■金融圆桌·次贷危机之于中国(上)

## 次贷警报拉响 中国经济如何应对

在“打击”了商业银行、投行、对冲基金等之后,美国次贷危机的“冲击波”开始冲击债券保险商。受次贷危机冲击,美国三大债券保险公司近期均爆出巨大亏损的消息。MBIA去年第四季度出现23亿美元的创纪录亏损,三家债券保险公司累计在抵押相关证券方面的损失估计达50亿美元。如果这些保险公司在担保的债券价值持续下滑,其损失可能更为巨大。

或许,正如索罗斯所言,目前任何可能出问题的地方都出现了问题。从次级抵押贷款、债务抵押债券,到商业票据市场、

信贷违约掉期市场、信用消费领域;从商业银行、投资银行、对冲基金,到市政及抵押担保公司、再保险公司等。危机进一步加剧,甚至有可能超过二战以来所有危机。

在经济、资本流动全球化的今天,美国次贷危机下一步会如何演变?这场由美国次贷危机引发的主要发达国家的经济衰退,将如何影响中国的经济发展?而我国政府又应采取何种应对策略?本报邀请对中国经济有着深厚研究的著名经济学家就此问题展开讨论。

### 危机如何向中国传导

面对美国次贷危机、经济衰退等,不同国家似乎以迥异的“传导链条”与之相联系。这次危机是如何向中国“传导”并影响中国经济的?

李稻葵:传导路径主要体现在两个方面:一个是通过金融资金流动,一个是通过贸易往来、实体经济。

以次贷危机为导火索的金融危机导致发达国家金融机构必须重新估计风险、分配资产,预计未来两年,发达国家资金将纷纷回流。由此将导致新兴市场国家的证券市场价格大幅缩水、本币贬值、投资规模下降、经济增长放缓甚至衰退。从而,在资金面角度对中国经济造成影响,这是最主要的渠道。

另外一个渠道是,这次金融危机将对国外发达的市场经济产生影响,进而在贸易层面上对中国经济产生影响。西方国家尤其是美国经济增长放缓、甚至

可能出现衰退,使得对来自中国的产品的需求会相对减少。所以,它们对中国出口产品的需求会下降。中国经济的增长会出现不利因素。

从资金的流动来看,目前还不太明显。但我坚信未来两年内,全世界将出现一次新型的金融危机。这一金融危机的最大受害者将是一些新兴市场国家,这对中国经济的影响会非常突出,也为中国经济的发展带来了挑战和机遇。

哈继铭:整个传导链条是,美国房价下跌影响美国消费、美国消费减弱影响中国出口。我们也看到中国出口、外贸顺差的程度都在明显下降。预计中国贸易顺差的增幅会从去年的47.7%下降至今年的20%-30%,但贸易顺差绝对量还是会增大的。

我们不能轻视贸易顺差增幅的下降。我国的贸易顺差占据中国GDP的10%左右,对GDP的拉动是4个百分

点。今年如果顺差增长30%,扣除10%的人民币升值因素对GDP的拉动就只有2个百分点。这意味着,在其它因素不变的情况下,中国GDP会从11.4%降低到9.4%左右。这应该还是比较大的影响,此前几年中国经济一直维持在10%以上的水平。

陶冬:如今,最大的考验还不是美国衰退。衰退本身可能通过价格来衡量和体现,但是市场最担心的是不确定性。就如同遍地都是随时会炸开的“地雷”,这很难用概率来描述、通过价格来表达。

美国次贷危机、经济衰退等进入中国的“传导链条”和欧洲不太一样。对于欧洲的冲击在于,大量的欧洲金融机构购买次贷以及相关衍生品,而中国的金融机构除了个别银行,极少购买类似的金融衍生产品。次贷危机对中国的“传导链条”主要依靠出口,美国消费减退对中国出口的影响会逐步浮现出来。

沈明高:通过估算我们发现,美国经济增长每放慢一个百分点,中国的出口增长会下调两个百分点,而美国进口今年有可能保持零增长,再加上去年我国出口退税政策的调整和近来人民币升值速度的加快,今年中国的出口增长有可能从去年的25.7%大幅下降为18%,而且存在进一步放慢的可能。一般情况下,美国经济放缓,中国出口、消费也会放缓,但投资增长会加快。在一定程度上,这是内需和外需互动的结果。

从政策层面来看,我国政府对美国经济放缓的对策最终决定国内经济和通胀的走向。如果在美国经济大幅放慢的外部背景下,我国继续采取从紧货币政策、控制投资等,就有可能造成内需不足,如果外需、内需同时放慢,宏观经济出现波动就难以避免,最坏的结果就是经济硬着陆。

主持人:本报记者 石贝贝  
论坛嘉宾:瑞士信贷亚洲区首席经济学家 陶冬  
清华大学中国与世界经济研究中心主任 李稻葵  
中国国际金融有限公司首席经济学家 哈继铭  
雷曼兄弟中国首席经济学家 孙明春  
花旗银行(中国)首席经济学家 沈明高

### 中国经济面临严峻考验

在这个过程中,中国经济将面临怎样的风险?

孙明春:美国经济放缓对中国的影响会比很多人预期的要大。主要体现在,一是中美经济间的关联度可能比很多人想象的大,二是美国经济增长放缓的程度也比很多人预期的要深。

如果2008年美国经济增长显著放慢或出现衰退,中国出口商的外部需求将会明显减弱。届时出口企业将面临三个选择:降价、削减产量或转向国内市场。由于国内已存在严重的产能过剩,第三个选择(转向国内市场)其实最终会变为前两个选择。而不管是降价还是削减产量都意味着企业盈利的下降或失业的增加。与此同时,许多以出口为目标的投资项目也许不再具有吸引力,因此投资的增速可能也会受到一些影响。另外,如果企业盈利下滑,其偿还银行贷款的能力无疑会受到严重影响,因此银行业的坏账率也有可能止跌回升。

李稻葵:事实上,过去五六年以来,中国经济一直存在着比较明显的结构性矛盾。这些结构性矛盾与过去五六年来世界经济蓬勃发展结合在一起,产生了中国经济的对外失衡。当以美国为主的发达国家出现经济危机之后,过去几年我们国家内部的经济失衡、经济问题会以更加激化的形势表现出来。

未来三四年,我国经济的主要矛盾将会从过去五六年的“对付经济过热”,转向“如何启动国内内需”。过去主要在于如何把经济增长率、投资等放缓,是投资过猛和经济增长不持续的矛盾;而现在,其它的矛盾都是比较长期的,比如增长方式问题、由物质性投资带来的增长转变为非物质性消耗和投资带来的增长等。

2008年是中国经济的转折年。由过去五六年来经济迅速上升、过热,转向内需相对不足、生产能力相对过剩。这对于本届政府而言,恐怕是比较新的课题。过去是如何控制经济过热,2008年以后在世界主要发达国家经济走衰、衰退的情况下,如何维持中国经济增长。在世界主要发达国家出现金融风暴,乃至金融危机危机的情况下,如何

维持我们国家的金融市场的稳定。

沈明高:主要有四方面的风险:

一是就业风险。如果美国经济放缓,叠加中国从紧货币政策,再叠加中国资本市场的大幅度调整,将对中国经济增长产生巨大的负面影响,最坏的结果,中国经济放缓至9%甚至以下都有可能。中国经济放缓影响最大的是就业。特别是国内一些出口企业可能会面临利润下降、流动性不足,失业率将会攀升。

二是通胀风险。从方向上而言,不管是“热钱”“冷钱”,都可能会有涌入中国的趋势。除非出现美国经济大萧条,否则资金直接回流美国的可能性不大。尽管出口放慢有助于抑制国内通胀,但流动性过剩对通胀有正向的推动作用,两者相抵的一种可能是2008年通胀率仍然维持在5%左右的高位。

三是企业利润增长速度下滑。出口增长的放慢有可能意味着部分行业产能过剩问题卷土重来,而国有企业所垄断的部门是产能过剩比较严重,价格下行的结果是利润空间的压缩。美国经济放慢有可能导致大宗商品价格走软,这对主要集中在资源性行业的企业也有较大的负面影响。另外,劳动力成本的提高、能源价格的可能向上调整和环境成本加大等都有可能侵蚀企业利润。

四是政策风险。如果不能把外需的压力转化成为推动内需的力量,实现“提外损内提内补”,中国经济放慢是肯定的。内、外部双紧缩的结果有可能起到控制通胀的作用,但经济放慢不利于就业。为了稳定增长,通过刺激内需的方式来部分抵消美国经济增长放慢的影响,结果可能加剧通货膨胀。

陶冬:2008年中国经济面临的两大风险主要是出口减弱和通货膨胀。与许多中国出口企业已经在挣扎的边缘,今天欧美经济放缓、需求下降,仅是“压在骆驼身上的最后一根稻草”。之前,原材料价格大幅上涨、人民币大幅升值、工资大幅上涨等,已经对出口造成巨大威胁,许多出口企业在2007年基本没有利润。因此,今天的问题不是出口企业的利润问题,而是它们的生存问题。



沈明高



孙明春



李稻葵



陶冬



哈继铭

### 中国经济结构需要重新梳理

那么,这些风险是如何体现在经济结构中的呢?

哈继铭:中国GDP增长会不会出现2个百分点的下降,很大程度上要看政府是否愿意承受2个百分点的下降。我认为,中国GDP增速11.4%太高不可持续,但短期内也没必要使GDP增长出现大幅下降。这会对企业、金融系统带来更大压力,这就需要另外“两驾马车”——内需和投资起到更大作用。

消费在中国GDP中占50%多,对GDP的贡献是5个百分点,如果消费增速上升11%,对GDP增长的贡献就多出0.5个百分点。中国GDP就会从9.5%升到10%。与其它国家相比,消费占中国GDP的比重还是比较低的,但毕竟还是占了一半GDP份额,如果它能出现小幅上升的话,还是会抵制外部需求减弱对中国经济的影响。因此,今年消费依然存在小幅上升的可能性。此外,今年是奥运年。依据其它奥运会东道国经验,它们在举办奥运会当年的经济增长或多或少都加快。而且,最近几年中国老百姓的收入也在提高。这些都是可喜的。但是这些和政策相关,如果政策为防止通胀而采取许多行政性紧缩措施而致使产品短缺、供应短缺,就会抑制消费。

投资方面,今年投资增速会略有小幅下降。今年是地方政府换届第一年,根据历年经验,换届第一年当地投资增速都是加快的。考虑到政府今年重视对投资的调控,也不希望未来产能过剩,我觉得今年投资增速会略有下降。最近发生的暴风雪也坚定了我们的判断,投资增幅不会大幅下降,好多地区的公路、铁路、电网都遭到不同程度的损害,灾后对这些基础设施的修复、升级的步伐会加快。

孙明春:我们估计2008年实际GDP增长率为9.8%,这可能会让中国宏观环

境中的一部分浮出水面,从而进一步影响经济增长。如处理不当,这些挑战有可能会对企业盈利、银行坏账、就业,以及资产市场产生影响,并反过来拖累实体经济进入一个更深的下降轨道。

外需的减弱和出口成本的上升不但会影响出口企业的盈利,也会通过相关的供应链影响到上游的企业。另外,虽然企业生产成本预计上涨,但由于产能过剩的存在,企业将成本上涨转嫁给最终消费者的能力相当有限,其结果是产成品的价格上涨跟不上原材料和劳动力成本的上涨,随之而来的必然是企业利润率的下降。

在产能过剩的情况下,外需的明显减弱可能并非如一些人所轻描淡写的那样正好帮助中国从经济过热的风险中走出。由于中国的很多出口企业的利润率在货币升值、政策变化及成本上升的综合影响下已经有明显下降,外需的明显减弱对许多企业而言可能成为“骆驼身上的最后一根稻草”,甚至有可能导致企业盈利的消失,引发相当规模的破产及关闭浪潮。尤其是对于劳动密集型的出口行业来说,如其受到严重打击,会形成明显的就业压力,并进而对企业和消费者的信心及社会稳定产生不利的影响。

另外,央行更严格的控制信贷应该会放慢投资增速。虽然我们预期私人消费增长将在2008年进一步加速,但通胀上涨导致名义零售夸大了消费的增长速度,实际支出的加速并不足以抵消投资和净出口增长的双双疲软。

还有,通胀问题。虽然我们预期CPI将在2008年下半年大幅回落,但从最新的物价监测资料来看,第一季度CPI再创新高,风险越来越大。如果真是这样,这或许会迫使央行进一步收紧货币政策并可能会导致增长放缓恶化。

### 预警经济风险 抵御大起大落

我国政府应当出台哪些具体措施来应对、防范这些风险,而不至使中国经济大起大落?

李稻葵:首先是对内政策。第一,最重要是调整国内的经济结构,用合理的方式来扩大内需。具体而言,首先要深化体制改革。更加积极的推进我们已经形成的城市化热潮,使得城市化进入快速发展通道,这会提高消费需求。其次要逐步搞城乡一体化的经济发展模式,以此来启动内需。再次,大力推进城市廉租房建设,推进“中国新城市安居计划”。另外,要大规模提升城市健康计划,建立大量社区医院,这需要改革配套参与。

第二,要研究如何推行积极的财政政策,做好从稳健的财政政策转向积极的财政政策转变的准备。比如,发改委和财政部可以联合起来,在全国选取200个项目,从中筛选出50-100个真正切实可行的、能够带来民间投资的投资项目。比如,核电厂、核心道路建设等。项目采用之前要做好充分论证,先做好投资方案,防止过度投资。投资最好要结合一定的外资进来,比如请世界银行做相关投资。

其次是对外政策。要以外汇储备为基础,武器,做好准备积极投资发达国家的相应资产。

孙明春:一旦明显的外需减弱,财政政策可以更加积极。事实上,这正是中国政府在亚洲金融危机后所采取的办法。由于近年国内经济增长强劲,企业盈利良好,财政收入增长很快,财政赤字占GDP的比重已从2000年的2.5%降低到2006年的0.7%,这为中国政府采用

积极的财政政策抵御外部冲击提供了良好的财力基础。同时,与国际情况比较,中国的国债占GDP的比重仅有20%左右,远低于OECD国家近80%的水平,可见财政政策还有相当大的空间来应对可能出现的经济疲软。

哈继铭:今年关键在于,政策是否能够更多、更全面地考虑到外部环境对中国经济的影响,关键是政策调控的力度、方式方法。

具体而言,首先,刺激消费方面,希望能够通过拉动消费来抵御外部需求下降对中国经济造成的影响。这包括,第一,大幅提升收入保障体系、教育医疗等公共投入力度。第二,加强廉租房建设投入。这既可以缓解房价大幅上涨的压力,也可以使得国内投资需求抵御外部需求下降的影响。第三,投入基础设施建设。公路、铁路、电网等遭受暴风雪袭击之后,它们需要尽快修复升级,需要政府采用积极的财政政策来扶持。

比如,最近美国政府也出台振兴经济的退税计划,这是相当于美国GDP1%的积极财政政策。我们可以从中借鉴很多东西,包括企业和个人所得税的减税、刺激消费等。希望能够在今年3月两会讨论2008年财政预算当中,把这些作为预案。预案不一定启动,但是预案的各项细节都要落实到实处,交人大讨论。到了4、5月份、甚至下半年,中国经济假若受到美国影响、情势变得更加严重的话,我们国家就可以毫不迟疑的启动这项预案。中国经济就能更好的抵御外部经济的影响,避免经济的大起大落。

出口增长放缓以及CPI冲高

