



中国会再次拯救世界吗？

中国不需要实施像2008年那么大的刺激政策，也并不具备2008年时那么大的政策空间；政府对于政策放松的方式和幅度都会更加谨慎。

标普下调美国主权评级后，全球金融市场陷入混乱之中，发达经济体二次探底的风险迅速攀升。在美国和欧洲忙于解决债务危机，而进一步放松货币政策效果有限的情况下，中国经济前景将会如何？8月9日发布的宏观数据表明，中国的通货膨胀依然处于高位，增长强劲但于7月放缓。政府会改变政策取向并再次采取大规模刺激措施吗？中国会再次拯救世界吗？

我们认为，标普下调美国评级对中国的最大影响来自于金融市场的暴跌导致全球增长放缓所引起的间接冲击。好消息是中国已没有像全球金融危机之前那么依赖出口的增长，中国的房地产市场也不像2008年那样处于深度下调之中。中国将会受到全球经济放缓的影响，但我们预计经济并不会出现“硬着陆”。其中的一个原因是，若情况继续变坏且出口大幅下跌，我们认为中国将再次放松宏观政策以促进经济增长。坏消息则是3年来中国已大幅提高杠杆率投资基建，再如法炮制的空间很小。总的来说，我们认为，如果发达经济体再次陷入衰退（这并不是我们目前的基准预测），中国的情况可能相对较好，但无法指望中国再次拯救世界。

标普下调评级对中国有何影响？

直接影响非常有限。媒体报道聚焦于中国持有的大量美国国债（6月底超过了1.16万亿美元）的

贬值可能。然而，在标普降低美国评级后，由于投资者纷纷规避风险资产而买入美债，几天来美国国债收益率非但没有上升，反而出现了下降。当然，长期来看美债收益率可能上升，而中国的外汇储备账面价值则可能下降。不过，这些账面损失对实体经济没有什么意义，而且中国持有的美债事实上非常安全——在可预见的将来，美国政府的违约可能性微乎其微。

间接影响可能会较大。如果美国评级下降推动美债收益率上升（目前尚未发生），并因此提高经济中的整体借贷成本，或者导致金融市场暴跌，令流动性遭到冻结并削弱消费者和企业的信心，美国（以及全球）经济增长则可能进一步变弱。美国的评级下降还可能在主权债务危机已经深化的欧元区引发连锁反应。

发达经济体增速显著放缓甚至二次探底，这将对中国经济产生不利影响。中国的出口放缓可能比我们目前预计的要更低（我们认为出口增速将在下半年降至个位数）。

出口的下滑还会影响就业（消费）和企业盈利（投资）——而包括出口行业在内的制造业投资一直是今年固定资产投资亮点。

中国应该怎么办？

目前，我们预计政府将停止货币紧缩。7月份的数据显示经济活动略有放缓，而CPI同比增长6.5%，超过6月份。考虑到全球经济疲弱且不确定因素增多，我们认为政府不会再次加息。我们也预计，政府将保持银行信贷和社会融资总量目标不变——我们仍然预计2011年人民币新增贷款将达到7万亿-7.5万亿元，社会融资总量达到14万亿元。尽管如此，食品和猪肉价格回落将引领CPI通胀回落，而大宗商品及能源价格下降也将有所帮助。我们预计，到年底CPI同比增长将降至4%左右。

市场上许多投资者都期待如果发达经济体发生又一次衰退，中国将会像2008年那样出台大规模的刺激政策，但我们认为这样的预期

过于乐观。中国的出口大幅下滑确实可能促使政府放宽宏观政策，但我们认为规模将远小于上一次。中国不需要实施像2008年那么大的刺激政策，也并不具备2008年时那么大的政策空间。我们需要密切关注的经济指标包括出口及出口订单、投资以及建设活动。

与2008年四季度相比，一个好消息是房地产业目前并未陷入大幅下调。尽管房地产市场面临政策调控，但与2008年相比房地产销售和新开工面积仍表现得很有韧性，而且保障房建设的推进也进一步地支撑了房地产建设活动。尽管房地产销售在近几个月有所减速，但整体而言仍然稳健（7月份同比增长了18%）；新开工面积加速增长（7月同比增长34%），一定程度上可能受益于保障房建设的推进。由于房地产业占中国经济的分量举足轻重，房地产走势对于我们判断中国经济是否能够支撑住、以及出口下滑后需要多大的政策刺激力度都非常关键。另一个好消息是目前出口对于中国经济来说已经不如2008年那么重要。出口占GDP的比重以及净出口对经济增长的拉动作用，都要低于全球金融危机前的水平。

这些的确算是好消息——因为我们并不认为中国目前依然具备2008-2009年时的政策空间，能够再次出台与当时规模相当的经济刺激政策。当时，中国刚刚结束了耗时数年的银行业重组，经历了大规模的去杠杆化。在随后三年中，信贷占GDP比率增长了30个百分点以上。信贷的快速扩张也伴随着地方政府债务和基建投资的大幅增长。此外，政府仍在处理上一轮经济刺激政策遗留的副作用：地方政府债务的增长、潜在的不良贷款上升、房价大幅上涨，以及在投资/建设热潮中所出现的政府治理问题。

当然，尽管存在上述问题，中国整体的资产负债状况仍较为健康。政府债务总额（包括地方政府债务）占GDP的比重达50%，仍较为适度，居民部分负债则相对较少。作为一个仍然具备强劲的长期经济增长前景、高储蓄率（2010年

超过50%）的经济体，中国并不会被债务负担过度拖累，仍然具有政策空间应对新一轮的全球经济减速。

尽管如此，我们认为这一轮中，政府对于政策放松的方式和幅度都会更加谨慎。一个重要的因素就是相比2008年，政府对于外部冲击的幅度有了更好的认识，同时对中国经济也更具信心。可能同样重要的是，在目前世界经济非常疲弱的背景下，政府相对于2008年更加能够容忍一个较低的、7%-8%的增速。一个较低的经济增长率也会有好的一面——通胀将会因此回落到较低的水平，而能源和资源价格改革有望获得重启的机会。

政府将会如何放松政策来支持经济增长？考虑到铁、公、机已经在之前一轮的经济刺激中得到大幅提振，我们认为保障房建设将成为刺激政策的首选领域。此外，城市公共交通、水利/灌溉工程、节能和环保相关的项目，也很可能会得到进一步推进。这也会是推进公共和商业服务（包括医疗卫生、教育、物流和配送）投资并进一步向民营企业开放服务业的好时机。

2011-2012年预测

我们目前对2011年中国GDP增长率9.3%的预测，已经包含了下半年出口增速下滑的因素，而我们对2012年9%的增长预测，则假定了10%-12%的出口增速。由于全球经济趋于疲弱，且当前金融市场的动荡可能已经向实体经济蔓延，显然我们对2012年GDP增长率预测的下行风险正在增加，不过我们依然预期中国能有健康的增长。考虑到较为强劲的国内经济以及可能的政策应对，我们预计中国明年的经济增速仍将轻易超过“十二五”规划中设定的目标7%。

在本次金融市场动荡之前，我们已经预测随着猪肉及其他食品价格的回落，CPI通胀会于7月见顶。而随着大宗商品和能源价格的回落，我们预计2012年CPI通货膨胀将进一步下行。

（摘自《财新网》文/汪涛 胡志鹏）

现实很残酷 债主很凶险 美国政客叫嚣别还中国钱 称中国大量借债加剧危机



1999年，在具有传奇色彩的鲁宾辞去美国财长职位前夕，他当时的下属、现任美国财长盖特纳一时兴起，作为告别礼给他归纳总结出所谓“鲁宾主义”的经济理论。该理论的其中一个要点，大致意思是：借债人要对他们所借债务负责，债主也要为能否收回出借资金承担责任。

十余年后，腼腆的盖特纳坐上了鲁宾当年的职位，尽管他在公开场合均断然否认美国有违约之虞。但他十年前归纳的这个理论，以及美国主权信用破天荒被降级的事件，却应提醒包括中国在内的美国债权人：现实很残酷，债主很凶险，万一美国债务难以为继，中国责任岂容推卸？

这其实已有苗头。比如，在反思2008年国际金融危机时，一些美国右翼人士就主张：危机之所以爆发，国际经济失衡是主因，而中国的贸易盈余、高储蓄率以及对美国的大量借债，则加剧了美国的问题。在此次美债纠纷中，一些美国政客更叫嚣：既然是中国的钱，那就没必要还。

借债借出了祸害，中国如果有一天“被自愿”地卷入美国的债务危机，损失可比现在深陷希腊危机的私人债权方严峻得多。毕竟，中国光美国国债就有1.1万多亿美元、美国机构债3000多亿美元。

欠债还钱，天经地义。但现实却是：强势的借债人有耍赖的迹象，而且还理直气壮。那么，债主该怎么办？处于被动局面的中国，当前主要有三种选择。

对策一，努力要债，收回本金。可惜，在实践中，此举很不现实。借出的债，如同泼出去的水，尤其是考虑到债是借给了世界最强势的美国。美国之所以目前还能按时还钱，那是希望能维持信用，借入更多的钱。如果有一天，中国说债务必须清算，本金必须归还，美国能同意吗？会否图穷匕见？

对策二，继续放债，求得心安。这其实正是中国目前的做法，既然两国“风雨同舟”，美国破产，中国也受难，那就继续再对美国放债。美国高兴，中国决策层也省心。但这种做法显然漠视现实，并给后人留下巨大隐患。如上所述，美国债务越堆越高，总有一天难以为继。一旦出问题，在“美元陷阱”中越陷越深的中国，损失将是惊人。

对策三，缓购债，多元化，降风险。继续大举购债不智，想收回本金也难于登天。唯一的可能，就是采取“中间办法”，美债仍要买，但尽量少买；多元化必行，步伐要加快。只有这样，方能尽可能地维护中国利益，也不至于因此和美国彻底闹翻，导致更大损失。

“中间办法”能否成功，其实考验中国的三项能力：

一是考验中国的投资能力。即在多元化方面，能否购买到真正的优质资产，能否确保外汇储备安全并增值，如果购来的都是垃圾资产，那还不如美国国债保险。二是考验中国刺激内需的能力。要改变这种外汇储备的过度增长，就必须有真正有效的措施刺激内需，同时加快金融改革，避免赚钱为美国做嫁衣。三是考验中国的外交能力。中国拥有庞大美国国债，这是中国的负累，但也是美国的弱点。在与美国的博弈中，我们能否将之化为中国的筹码，而不总是成为被美国要挟的对象。

当然，多元化无疑是一条坎坷路，需耗费精力，承担风险，甚至当事者还可能因此面临误会、付出沉重代价，但为整个国家利益计，这条路总需要走出去的。

（摘自《经济参考报》文/刘洪

宏观经济“稳健” 学者建议中国别再跟进全球救市

观分析师聂文看来，“工业增加值同比增长速来看虽然较上个月下降了1.1%，不过月环比仍有1%左右增长，与前几月基本持平，说明实体经济仍在正常增长。”

此外，各方最为关注的1-7月固定资产投资同比增长25.4%，略低于路透调查中值25.5%。不过，和工业增加值数据一样，考虑到房地产投资减速，最新的数据其实是在一定程度上增加了分析师的信心，即保障房和水利建设抵消了商品房投资增速回落。

国家统计局近日还公布，7月社会消费品零售总额同比增长17.2%。

出口或受影响

虽然数据依然强劲，但目前的外围形势似乎已经大变，由美债危机引发的金融市场巨震，已经危及了各方对于全球经济前景的判断。不少学者担忧中国经济或许也会受到影响。其中最为明显的是，包括德意志银行大中华区首席经济学家马骏在内的不少经济学家都指出，如果欧美经济真的滑坡，那么中国出口必将受到影响。毕竟，从6月份的数据来看，欧盟和美国作为中国最大的出口地区，占比超过35%。

此外，由于国家统计局公布的7

月数据显示经济数据确实都出现了放缓趋势，也有不少学者担忧此次是否又出现了2008年金融危机时的一幕，即目前决策层面很可能已经“超调”。

“极度宽松的教训”

面对一个好消息，一个坏消息，综观大部分学者的观点，目前中国宏观政策最大的可能或许是：保持一段时间的观察期，随后继续实施自主的货币政策也就是目前稳健的货币政策。

持有这一观点的代表是兴业银行首席经济学家鲁政委。鲁政委认为，上周五美国主权评级被调降，直接触发G7（七国集团）财长和央行行长紧急磋商，严阵以待应对今年金融市场可能出现的黑色星期一（编注：事实证明已出现），这种背景确实可能令中国政策调整时点延迟。

“但是，延迟不等于取消，只是试图在观察清楚金融市场的反应后再采取行动。我们继续维持年内加息1-2次的预期，只是政策出台的时点变得更难判断；如果美国主权评级风波能够在一周内平复的话，那么，目前就仍然无法排除宏观当局在8月后半月继续出台政策之可能。”鲁政委说。



鲁政委的逻辑很简单。由于由于欧美经济前景黯淡，欧美各国很可能进入新一轮量化宽松，譬如，欧央行已入市购买意大利国债，但“国外继续宽松，国内更应稳健”。

鲁政委认为，从历史经验来看，越是海外维持宽松政策，中国国内就越应保持政策的稳健性，而不应进行随波逐流的放松，否则，国内就可能出现巨大的资产泡沫。

事实上，包括华尔街日报在内的部分境外专业财经媒体近日也指出，此次危机和2008年完全不同。其中一个方面是，2008年因为金融系统出现问题，整个市场缺乏流动性，继续政府“花钱”，而目前的情况恰恰相反，虽然政府出现债务危机，但个人和企业手头并不缺

钱，目前市场缺乏的是新经济增长点，因此从全球来看，也不该再一味救市。

回归到中国的经济基本面上来，也有学者指出，由于中国消费潜力巨大，只要中国不再走投资老路，着力进行经济转型，完全可以实施较为独立的宏观政策，而不是再像2008年那样大规模救市。

美银美林证券中国经济学家陆挺甚至直言，现在呼吁放松货币政策，包括降低存款准备金率、降息，或者增加信贷额度为时过早，因为“中国政府已经从2009-2010年极度宽松的货币政策中吸取了很大教训。”

（摘自《南方报网》文/肖中洁）