



## 海外投行人士就未来中国经济问题展开激烈“内斗” 众学者对中国经济看法迥异

□ 专题撰文 信息时报特派记者 李鹤鸣 凌慧珊 陈永华

在反思了中国证券市场过去1年后,深圳昨天迎来国内外基金和投行界的各路精英。同样受到金融危机和经济危机的双重打击,基金公司和投行的经济学家在反思之余,更多是在展望明年以及今后一段时期内中国经济的表现。令人意外的是,在国内人士普遍对明年下半年经济见底产生共识后,海外投行的经济学家却产生了严重的分歧,其中代表人物便是6年来一直出任瑞士信贷亚洲区首席经济学家的陶冬与曾经的雷曼亚洲高级副总裁、如今野村国际高级经济学家的孙明春,两位学者就未来中国的GDP、CPI、利率、4万亿元投资以及房地产市场等众多领域各抒己见,其观点交锋之激烈,在海外投行看待中国问题上实属罕见。

▶ 境外投行人士在第七届中国证券投资基金论坛上演讲。



### GDP:

#### 幻想 PK 黎明前黑暗

陶冬表示,明年中国和全球经济的总形势可以用一句话来概括,就是“007 过冬”。其中第一个“0”代表美日欧经济的0增长,新兴市场尽管不是0增长,但人们感受到的是0增长。“对中国而言,今天面临的问题不是‘保8’的问题,而是面临‘保7’,甚至‘保6’的问题。”陶冬认为,过去经济有出口、消费、投资、房地产和体制结构性的改革五驾马车拉动,今天五马换一马,只靠财政开支,能够稳住经济增长就不错了。在谈到促进经济高速增长的动力时,他认为过去5年连续两位数的高增长似乎成为中国经济的“常态”,但这种常态是建立在两个“超级因素”之上。

首先是加入WTO后中国变成了“世界加工厂”,国内产能急剧扩张;其次,近年来城镇化房地产热的兴起,带动了50多个产业,产生了人类历史上空前的产业扩张。他预测,未来3年中国GDP可稳定在6%~8%,远高于其他国家,但也难以超过8%,主要是因为“地产热”和“世界加工厂”这样的超级因素消失了。3年之内中国经济起不来,3年之后能不能起来现在还很难说,只能等待新的超级因素的出现。他说,“对中国经济几个季度之后的强劲反弹,许多人仍抱有幻想,但是在这个前提下算出来的PE、PB未必准确。”

孙明春则是当前学界对中

国经济走势较为乐观的学者。他认为,中国经济下滑状况最快在明年第二季度得到遏制,在刺激政策的逐步反应下,明年第四季度可望出现强劲增长,所以明年GDP“保8”应该是非常有希望的。“现在可能是黎明前最黑暗的一段时间,或者说春天到来之前最寒冷的一段时期。”孙明春认为,今年四季度到明年一季度,中国经济增长可能都在6%~7%左右。孙明春对中国经济的判断,基于对企业原材料库存的分析。他告诉记者,从2007年第二季度开始,由于国内经济增长以及销售增长都比较强劲,同时通胀在上升,而通胀预期也在不断上升,导致很多企业大量增加存货。同



孙明春

时,国际、国内市场所有原材料价格大幅度上升,导致大家恐慌性地囤积原材料。孙明春说,“不过,奥运会后,我们突然发现所有的需求都没了,这是因为所有人都在用它的原材料存货,这样就发生了存货的转移过程。”孙明春相信,随着存货调整的结束,明年5月份左右,生产状态开始恢复到正常水平,最迟不晚于三季度。”

### 房地产:

#### 破产危机 PK 明年见底

陶冬表示,目前政府对房地产的态度来了180度的大转弯,但当前房地产市场面临的最大的两个问题依然没有解决。首先是开发商的资金链极度紧张,这一方面是由于去年这些开发商拿地过猛,另一方面是今年以来住房销售率急降,银行收紧信贷以及股市暴跌导致资本市场的融资功能消失等等因素造成。其次是现在无论在大开发商还是小开发商都面临着破产危机,他警告,房地产已成为中国经济的“定时炸弹”,一旦发生开发商大量破产的情况,将对中国经济构成重大冲击。针对国内房价何时能够探底的问题,陶冬认为现在的问题是政府一直在“捂房价”,而市场无论怎么鼓励怎么扶持,买房人就是不买账,只要价格没有真正下降到买者的价格预期之内,房地产的需求就不会真正上升。“没有需求,所有的维稳都只是幻影。”

孙明春认为,房价走势是一个中央政府、地方政府、房地产商以及购房者四方博弈的过程。“短期内,我们认为中央政府不会急于对房地产市场伸出援手。”他日前撰文称,与中央政府相比,地方政府似乎更不愿意看到市场陷入低迷。尽管很多地区已采取补贴、减税等措施刺激房市,但他相信地方政府的救助措施只是杯水车薪。另一方面,尽管房地产市场存在明显的供过于求,而且大多数房地产商都面临资金紧张问题,但很多开发商还是不愿意降价。不过,由于房价已远远超出居民的承受能力,因此,除非开发商降价,否则住房销量增长将很难维持。“那些把买房纯粹作为投资的潜在购房者,房价下跌预期肯定会导致其延迟购房。”孙明春说,对于那些已经购房的投资者来说,这一预期可能会加速其出手中的二手房。

### 利率:

#### 币值再升 PK 年底降息

针对周一人民币兑美元汇率出现史上最大单日跌幅,陶冬认为,人民币中长期升值不会改变,但在中国经济放缓、国外热钱流入下降以及美元升值等因素下,短期人民币有一定的贬值余地。他同时认为,在当前的国际政治经济环境下,人

民币的大幅贬值并不受其他国家欢迎,在美国新总统上台后,它甚至有可能引发中国与美国等国之间的贸易争端。

提及利率调整,孙明春认为2008年底央行指标基准利率还将下调,其幅度可能是0.54%;明年年初,利率可能继

续下调0.54%。他说,这样的判断是基于目前经济下行比较快的现状,我国的通货膨胀也在缓解。而且,明年国家将发行很多国债,利率下调有利于降低发行成本。但另一方面,利率下调也会给新一轮经济通货膨胀埋下伏笔。



陶冬

### 4万亿:

#### 经济难飞 PK 效果大

“中国在过去30年间有过几次试图通过政府投资拉动经济,这可以把经济稳定在一个水平,但没有一次成功的把经济大幅拉升至常态水平。1998年开始,中国政府实施了巨大的‘凯恩斯式’的财政扩张,但中国经济真正走上上升轨道,是在2002年房改之后,房地产市场成为新的增长来源之后完成的。”对不久前出台的4万亿元财政扩张计划,陶冬颇有质疑。他认为4万亿相当于当前中国GDP总量的17%,如

果全部是真的,全部真的投进去,中国GDP起码是17%,但是常识认为这是做不到的。“4万亿中有一部分是新项目,我也相信会有一部分在2年之内实施出来;我更相信,政府有扩张的冲动、扩张的勇气和扩张的努力,这也正是为什么在国内的民间投资几乎在一夜之间消失的前提下,GDP依然可以维持在6%~8%的理由;但从五驾马车变成一驾马车,GDP无论如何难以回到10%以上的水平。”

孙明春表示,他在走访地方政府官员后发现,他们把这一次的4万亿刺激政策看作是新的跳升式发展的一次绝佳机会,并正摩拳擦掌准备开展一些此前做得并未足够的项目,比如环保、公共交通等。而且,各个地方政府其实已经有很多的投资项目等着发改委批准。过去一直是中央政府在努力给投资降温以防止经济过热。很多项目其实早已准备就绪,一旦批准就可以很快启动。“我们的4万亿的刺激政

策,最终出来的肯定不止4万亿。”孙明春说,地方政府其实还是真心、积极的努力去做这些投入。很多银行其实也认同地方政府的项目,银行称将有选择地去支持。孙明春说,4万亿元投资并不会使原本就过热的行业更热,“刺激政策能够帮助钢铁、水泥、煤炭等行业的大企业,将它们的库存释放出来,但事实上谁也不敢再投入到这些行业中去了。”因此,即使企业得以解救,上述行业再度过热的可能性不大。