

城市化 + 高外儲抗風險

趙曉：政策選項決定未來



香港商報：在您看來，在目前經濟社會狀況下，中國政府面臨哪些政策選項？這些政策又會產生什麼樣的效果？

趙曉：5 年前，迫於巨大的外部壓力，管理層實施了 4 萬億（加上地方政府總量 18 萬億）刺激計劃，終結了已開始的經濟結構調整。去年下半年，再次用 4 萬億的 2.0 版本阻止了第二次結構調整的機會。現在看來，4 萬億的 2.0 版本已經失效，本屆政府在巨大的內外壓力下，將被迫重啓延誤多年的經濟結構調整。

三種選擇 三種結果

第一種選擇：霸王硬上弓，延續 4 萬億 2.0 版本，甚至啓動 4 萬億 3.0 版本。好處是，確保地方債繼續擴容，房地產價格繼續上升，確保經濟高速增長，確保就業繼續增長。壞處是，拒絕進行經濟結構調整，經濟結構進一步扭曲，高端產業無法形成，中低端產業向外轉

繼續對話經濟學家趙曉，在他看來，雖然未來中國社會經濟面臨著嚴峻的形勢，卻還是存在著能夠化解這一系列危機的機遇。如中國城市化進程尚未完成，存在很大的內需機遇；另外，天量的外匯儲備也增加了中國的抗風險能力；而更重要的則是改革的機遇：是延續經濟刺激政策保增長，還是以不變應萬變，坐視流動性極度短缺，任由資產價格大幅度下跌？亦或是有選擇地調整，改變過去不健康的增長方式，理清政府和市場的界限，提高生產率水平，提高整體競爭力水平？決策層的政策選擇至為關鍵。他並指出，中國未來最大的希望在於民間。

香港商報記者  
李穎 伍敬斌

上下限確保穩態增長

香港商報：李克強總理提出了經濟運行中的「上下限」思維，您認為在這種思維指導下中國經濟會有怎樣的運行態勢？

趙曉：在近期銀行間市場流動性緊縮、經濟增長可能繼續下滑的情況下，政府現在已經強調不會讓經濟增速滑落至某一「下限」之下——這一「下限」的合意水平為 7.5% 的全年增速目標，而政府更不允許經濟增長跌破 7% 的「底線」。

中國不太可能會真的爆發大的金融危機。中國政府宏觀經濟目標是「穩增長、抑通脹、穩預期、促就業」，將穩增長放在第一位。2008 年時，中國提出「保增長」，保增長就是不惜一切，而「穩增長」就沒那麼嚴重了，這讓大

中國存化解危機機遇

香港商報：如您所說，中國面臨著如此之多的問題，未來的經濟將有一個動盪的局面。那麼要如何才能渡過難關？

趙曉：中國的機遇在於城市化「大坑」帶來的內需機遇以及天量外匯儲備帶來強大抗風險能力。

首先，中國的城市化還沒做完，這就是一個內需的機遇，這個機遇究竟有多大可以討論，但是事實是存在的。本來工業化和城市化應該是一起進行的，而中國不同。中國的工業化程度已經很高了，而城市化爛爛來遲。第二，中國有 3 萬億美元的外匯儲備，如果真的要金融危機，中國還是有抵禦能力的。另外，最近中國政府的一系列轉變或許能夠讓未來的形勢變得不再那麼緊張。

香港商報：您說到中國 3 萬億美元外儲是中國的機遇，但眼下美國政府關門引發中國對美債資產安全的擔憂，擔心美債違約，您認為這種情況會發生嗎？

趙曉：美國政府關門沒有那麼大的問題。美國的財政懸崖基本上是兩個黨派互相爭鬥的政治鬧劇，歷史上有一段時間美國政府每年都亂，每年都關門，它不影響美國社會的運轉。我相信兩黨最終會達至妥協，不用擔心美債違約問題。

建議資產三三配置

香港商報：對普通投資者來說，如何渡過未來 6 年全球金融周期下的動盪時期？

趙曉：未來 6 年可能會是震盪期，最重要的是保持好一定現金，防範風險。不要輕易換工作，如果未來找不到工作了，心態就會變，增

大風險。一是保持三分之一活性資產，即可以為您帶來收益的資產，如商鋪。二是保持三分之一的現金，我所說的現金是經濟學的概念，現金也包括兌現型的資產。再就是把資產的三分之一轉變為美元資產。

政策向左 金融向右

香港商報：除了這兩大機遇，從具體政策基調來看，您預計中國的宏觀經濟政策是放鬆還是收緊？穩增長下投資對經濟有著怎樣的拉動作用？

趙曉：我們可以看到，近來中國政府進一步放鬆了宏觀政策，再度提出宏觀政策目標要「穩增長，控通脹，穩預期、促就業」，流動性及信貸緊縮最壞的時候或已過去。

從這些穩增長投資領域佔固定資產投資比重來看，最高的是城市基礎設施，佔比為 4.5%，之後依次為鐵路、棚戶區改造、電信、環保分別為 1.66%、1.26%、0.45% 和 0.25%，總計佔比為 8.12%。在考慮了擠出效應後，中性假設下，這幾項穩增長措施對下半年 GDP 的拉動僅為 0.17%。在融資增速趨於下降的情況下，擠出效應從大概率來講難以避免，它們對經濟的拉動作用需要打些折扣。

我們預計三季度和四季度 GDP 增速分別為 7.3% 和 7%，僅有 0.17% 的拉動效應只能減少經濟下滑幅度而不能改變經濟走向。政策向左，金融向右，目前經濟短期穩定，但金融收縮背景下經濟下行風險難消。

預計三季度 GDP 同比增長 7.3% 至 7.5%，四季度 GDP 增速隨著信貸增長放緩而下滑至 7% 至 7.2%，預計 2013 年 GDP 增長 7.5% 到 7.7%。

香港商報：目前內地各領域的投資都在萎靡的情況下，房地產是惟一一個仍在走高的領域，您覺得未來房地產的前景如何？

趙曉：目前的大局不利於房地產升騰，反而有轉折的風險。據統計局公布的社會公開商品住宅房價數據顯示，2000 年，全國商品房銷售價格為 2111 元 / 平方米，2010 年為 5032 元 / 平方米，十年增長了 1.38 倍，年均增長 9%。2011 年，全國商品住宅平均價格為 5011 元 / 平方米，2012 年 1 月至 11 月為 5498 元 / 平方米，比 2011 年上漲近 10%。

內地房價收入比高於國際合理水平

按不同方法計算，中國城鎮居民的「房價收入比」為 7.56 倍至 11 倍。遠高於國際合理樓價收入比 3 倍到 6 倍。其中，2011 年按不同收入口徑算，北京樓價收入比為約為 13 倍至 22 倍，是全國的 2 倍，是國際公認合理水平的 4 倍。上海、廣州、深圳等一線城市與北京類似。

套用王石的說法，「一線、接著二線城市房價上漲的態勢同 20 世紀 80 年代末的日本泡沫經濟——高地價、房價何其相似！但日本的泡沫破裂了。警惕前車之鑒！」

穩定樓價增加收入

香港商報：如果美元回流引發中國資產泡沫破滅，房地產泡沫是個定時炸彈，那麼中國應該怎麼辦？

趙曉：房地產泡沫的破裂是遲早的事，政府不會主動刺破。不過有種比較好的做法是，以樓價為例，盡量穩定樓價，同時增加國民收入。這是要一個很長的周期，但是希望政府朝這個方向走。

房地產發展到這個地步，公眾也有責任。現在房地產這種「縱欲過度」的現象是因為公眾已經形成一種習慣。錢不投房地產，還能投哪能夠這樣只賺不賠呢？房地產投資始終有個「賺錢」的效應。投資股市有「賠錢」效應，但是樓市到今天為止還沒虧過。所以大家都認為沒問題。趨勢好判斷，而價格下降的時間節點很難判斷。

香港商報：如今中國的外部環境向好，但為何中國的外貿仍無起色？產能過剩的問題仍然嚴重？

趙曉：正如剛剛所說的，我們面臨著很深刻的結構性問題。大家都去炒樓，哪有資金提高產品質量？企業成本那麼高，哪有資金去提高產品質量？所以我們發現有很多結構性問題，需要一個大手術才能解決。

盛讚李克強堅持改革

香港商報：本屆政府上任以來力推各項市場化改革，致力於厘清政府與市場的邊界，您對本屆政府經濟改革措施作何評價？

趙曉：我很尊重李克強總理的工作，他在盡最大的努力推動他的改革，包括上海自貿區建設，再有一個行政改革下放審批權，都是值得贊揚的。他面臨著很大的阻力，但也克服了很多困難。能堅持改革，進行結構調整已是不容易，但是接下來還要看效果如何。一項改革推出來已是不易，要推進更不容易。

金改降低企業成本

今年以來，一個非常重要的趨勢是「政左經右」，因為經濟不行了，這個時候經濟也變成了政治，必須要改革。李克強總理強勢推出自貿區改革，其中一個因素就是中國可能會因為美元的回流，貿易順差沒那麼多了，外商直接投資也會變少，那麼就用自貿區來吸引外資流入中國，這樣就可以避免金融危機。這是深謀遠慮的。

本屆政府大力推動的還有金融改革，其中一個最大的原因就是中國的企業沒有活路了。中國企業有三個高成本：一是高政府成本，二是

革，公共服務指向「更多、更公平」；生態領域改革，建立資源有償使用制度和生態補償制度。受此影響，天然氣、醫療、文化傳媒、金融、電信等行業將有利好，而房地產、基建投資、製造業將會被抑制。

中國未來希望在民間

香港商報：就如您前面所說的，中國最終的希望是在民間，這該怎麼理解？

趙曉：有形的制度是整個制度的冰尖部分，隱藏在底下的道德和文化是整個制度的冰山部分。需要一個道德文化的基礎來支撐制度，什麼樣的道德文化會催生什麼樣的制度，並且維

