

2010年3月16日

摩根士丹利亚洲主席

史蒂芬·罗奇

中国泡沫的假警报

中国怀疑论者又开始活跃起来了。这一次的故事是关于有关资产泡沫（房地产和信贷）和 / 或近在眼前的银行危机。这些担忧被人为夸大了。

在西方的政策圈子里，不会对泡沫和危机采取先发制人的抑止行动。中国看待这些风险的方式完全不同。在1990年代末亚洲金融危机中，中国领导人率先提出了主动型的政策策略，即以一种结合了财政、货币和监管工具的前瞻性方式应对泡沫和金融危机。

在2000-01年的全球经济下滑以及2008-09年的严重危机中成功地使用了同样的手段。中国政府曾多次强调先发制人的政策纪律优于西方普遍采用的被动自律方式。泡沫及其所导致的失衡治理宜早不宜迟。

然而，中国在避免泡沫发生方面的成绩远远算不上完美。近年来，沿海地区的房地产市场出现了周期性过剩，此外还有一次严重的股市泡沫。在截至2007年10月份的一年时间里，上海A股综合指数上涨了3.5倍，在接下来的12个月里又暴跌了70%。十年前，不良贷款激增，从而不得不对当时正处于发展初期的银行系统进行注资。

回过头来再看，这些问题只能算是前进道路上的小磕绊。当时北京对于防止资产和信贷泡沫溢入中国实体经济极为警惕。这与日本在1980年代末的情况相差很大。当时日本股票和房地产市场的泡沫汇聚在一起，导致了巨大的产能过剩。同样，这与最近美国的情况也完全不一样。次贷泡沫破灭前，在房地产

和信用泡沫的推动下，美国住宅建造和个人消费占GDP的比重一度高达近80%。

在保持宏观稳定方面，中国并不是完美的楷模。其出口和固定资产投资合计占GDP的比重高达近75%，私人消费仅占35%，且还在继续下降，因而中国也在面临着自身的宏观失衡。但是这些扭曲现象与其说是资产和信贷泡沫的产物，还不如说是刻意的外向型经济发展战略的副产品。

虽然中国也不能避免泡沫的发生，但它成功地防止了泡沫造成实体经济的动荡。

可能我有点鸡蛋里挑骨头。不管怎样，宏观失衡本身确实令人担忧。毫无疑问，这是2008-09年危机的一个重大教训，但是美国这边的宏观失衡完全是因为杠杆率过高的资产泡沫引起的。当资产和信贷泡沫破灭时，依赖泡沫的实体经济很快也随之破灭了。但中国的情况并非如此。

在日本和美国，资产市场和实体经济中的投机活动之后，随即又受到了泡沫破灭后的余震的冲击，而中国则不同，中国经济的恢复有着坚实的基础。中国住宅需求市场背后有每年1500-2000万农村人口向城市的迁移这一巨大浪潮作支撑。此外，与所有发展中国家一样，中国总是可以利用更多的基础设施。此外，股票市场也没有形成新的泡沫。虽然中国国内股票价格在2009年上升了85%，但仍然只有2007年最高时的一半。

不过，中国不可能一路平坦。政策制定者和监管部门必须时刻警惕，防止资产和信贷市场的过剩加剧宏观失衡。目前这些都是真实的风险。2008年的经济刺激计划导致了2009年用以支持大规模投资增长的银行贷款达到了创记录的9.5万亿。这一经济刺激计划为2009年的GDP增长贡献了70%之多——足以将当年投资占GDP的比重推高至前所未闻的47%。

这一积极的方式要比被泡沫扭曲的日本和美国经济所采用的方式更实用。

好在中国政府已经意识到必须逐步缩减这一经济刺激计划。中国是在危机后首批实施退出战略的国家之一。中国人民银行在2010年初已经连续两次上调存款准备金率。以基础设施投资为主的财政刺激似乎也已经见顶回落。与此同时，中国银监会主席刘明康对贷款质量表示关注，并暗示今年将收紧银行信贷20%左右。

近期(可能不会很久)，中国会需要认真应对其宏观失衡问题。我希望北京会利用将于年内出台的“十二五规划”的时机宣布一项新的支持消费的战略，来解决以上多数问题。与此同时，北京的“主动型”政策制定者也将着手解决另一次有关中国信贷和资产泡沫的假警报。

史蒂芬·罗奇是摩根士丹利亚洲主席、《未来的亚洲》一书的作者(John Wiley 以及中信出版社)。

此材料既不是摩根士丹利研究部门的产物，也不是研究报告，但它可能参照了摩根士丹利的研究报告或摩根士丹利研究分析师的观点。我们没有对任何所提及的公司的基本面发表评论。除注明的地方外，本文中阐述的所有观点均为作者的观点，而且可能会与摩根士丹利研究部或本公司其他人的观点有差异或有冲突。如想了解更多信息、研究报告和重要信息披露，请参见 <https://secure.ms.com>

本文中提供的信息仅仅是作为信息而准备的，并不是买入或卖出的报价或买入或卖出任何证券或其他金融工具或参与任何特定交易策略的询价。这些信息是基于或源于公众一般可以从被认为可靠的来源所获取的信息。我们不能对信息的准确性或完整性或对任何未来报价的条件或符合条件的交易作出任何陈述或保证。

本报告并不是提供单独量身定制的投资建议，在准备的过程中也没有考虑获得报告者的情况和目标。摩根士丹利建议投资者对具体的投资和策略进行独立的评估，并鼓励投资者听取财务顾问的建议。投资或策略是否合适，将取决于投资者的情况和目标。摩根士丹利研究报告并不是买入或卖出任何证券或参与任何交易策略的报价。由于利率或汇率、证券价格或市场指数、公司经营或财务状况的变化或其他因素，贵方投资的价值和收益可能会有所不同。以前的表现未必可以作为未来表现的指南。对未来表现的预测是基于也许不能实现的假定。

注意：如中英文版本之间存在差别，以英文版为准。

版权 © 摩根士丹利，2010 年，所有权利保留。

Morgan Stanley
摩 根 士 丹 利

www.morganstanley.com