



■馬駿認為，歐洲很可能於第四季度爆發嚴重的債務危機。
香港文匯報記者李昌鴻攝

- 1988年：中國復旦大學管理學院獲管理科學碩士學位。
- 1988-90年：任中國國務院發展研究中心研究人員。
- 1992-00年：任職世界銀行和國際貨幣基金組織經濟學家和高級經濟學家。
- 1994年：美國喬治城大學獲經濟學博士學位。
- 2000年至今：任德意志銀行董事總經理、大中華區首席經濟學家、中國大陸與香港區首席投資策略師。
- 中國金融40人論壇成員和理事、復旦大學客座教授
- 著作：撰寫和主編《貨幣的軌跡——通脹、央行獨立性和人民幣國際化》等七部著作
- 獲獎：截至2011年已連續三次被《機構投資者》雜誌評為亞洲經濟學家和中國分析師第一名。2009年被湯森路透評為亞洲經濟學家第一名。2010年被「亞洲貨幣 (Asia Money)」評為亞洲經濟學家第一名。



歐債危機 最快下季度爆煲

明年出口或跌15% 中國應作好應對預案

德銀大中華區首席經濟學家馬駿，中國金融40人論壇成員和理事，連續第三次被《機構投資者》雜誌評為亞洲經濟學家和中國分析師第一名。他對宏觀經濟的判斷和建議，為海內外所關注。

歐洲債務危機傳到西班牙、意大利，令歐洲債務危機愈演愈烈，不能排除第四季度歐洲爆發全面危機。對此，馬駿接受香港文匯報記者專訪時稱，中國目前最大的挑戰是歐債危機加劇可能將給中國出口和投資信心等帶來的衝擊。他預計，如果歐美陷入像2008—2009年那樣的嚴重衰退，中國明年出口會下跌15%，個別月份同比可能下降20%。他建議中國應為此作好預案。在接受記者專訪後不久，穆迪便下調法國三大銀行評級，標準普爾也下調意大利主權債務評級。

■香港文匯報記者 李昌鴻 深圳報道

目前，歐債危機正愈演愈烈。馬駿認為，德銀將歐洲經濟衰退可能性已從以前30%上調至超過50%。以前歐債危機主要是希臘、愛爾蘭和葡萄牙等一些小國，債務總量不大。現在，法國、意大利、西班牙三個歐盟經濟大國均陷入債務危機。而這三個國家GDP分別位居歐盟第二、三和四位，因此，如爆發債務危機將影響深遠。

歐盟三大國陸續淪陷 風險升級

以前希臘、葡萄牙、愛爾蘭等國爆發主權債務危機時，歐盟是用95%的整體力量來拯救GDP佔比只有5%的國家，當然比較容易。現在當法國、意大利和西班牙陷入危機後，歐盟是以50%的力量來拯救另一個50%的市場。現在，對德國和北歐來講，救助危機國家的人均成本可能比先前的預期要高出10倍，因此就自然政治阻力就會大大提高。

目前，希臘的國債餘額為4,000億歐元，法國、意大利、西班牙三國的債務總額是希臘的12倍。馬駿預計，第四季度可能會出現希臘主權債務違約。如果是無序的違約，就可能引起希臘和其他國家居民對銀行的擠兌。

馬駿指出，最近幾個星期，在歐洲債務危機迅速惡化的同時，用來衡量歐洲銀行違約（對手）風險的重要指標——歐洲銀行間利率與隔夜利率調期的息差（Euribor-OIS Spread）——飆升到正常水平的8倍。這表明，金融市場已經開始對銀行體系的違約風險表示嚴重的擔心。銀行對手風險的上升已經導致了銀行體系普遍地囤積現金和惜貸的情況，並正在演變成對實體經濟的大面積流動性緊縮，很可能加速歐洲經濟陷入衰退的步伐。另外，除了政府債務以外，大量銀行和企業由於債券到期所需的再融資也變得十分困難。如果銀行和企業都發生普遍的融資困難，歐洲經濟將陷入深度衰退。

救市急需2萬億歐元 恐難實現

馬駿說，歐元區包括歐洲央行和歐洲金融穩定基金等要提供約總規模超過2萬億歐元巨額的流動性，包括對債券的購買、擔保和對銀行的注資，這樣才能穩住市場的信心和避免流動性全面凍結。2萬億歐元幾乎是一個天文數字：它相當於歐盟和國際貨幣基金為希臘提供援助規模的近20倍。要在17個歐元區

國家之間達成這樣一個政治共識將是極大的挑戰。

另外，美國經濟也處於低迷，目前失業率高企，房地產價格未能企穩，奧巴馬總統推出的4,400多億美元來刺激就業，是對美國經濟信心悲觀的反映。另外，該措施在國會通過的可能性也不大。「即便獲國會批准帶來的作用仍是有限的。」馬駿認為，如歐洲出現大幅衰退，美國陷入衰退的可能性也會相應提高。

支招中國 財政貨幣政策齊動

馬駿判斷，歐洲可能在第四季度就陷入出現衰退，明年一季度經濟下行可能更嚴重。馬駿認為，中國目前面臨最大的威脅是歐洲可能爆發嚴重的債務危機帶來的衝擊。他預測，如果歐洲經濟明年第一季度陷入深度衰退，也會拖累美國經濟。如果歐美經濟陷入下降3%的深度衰退，中國出口將可能下降15%。如果歐美經濟增長為零，中國的出口增長估計也為零。因此，他認為，今年四季度和明年一季度對中國經濟考驗相當大。

為了應對歐洲很可能爆發的嚴重債務危機，中國政府應做好相關準備的預案。馬駿認為，短期內貨幣政策應保持穩定，要保持高度的靈活性，隨時應對情況的變化。一旦歐美發生嚴重的債務危機，中國可選的主要工具包括適當調降銀行存款準備金率、提供一定的財政刺激和適度放鬆房產調控。在利率方面，因8月份通脹仍達6.2%，短期內沒有下調利率的空間，除非通脹降至3.5%以下。相對來說，由於中國稅收增長很快，財政政策應該比貨幣政策在保增長方面起更大的作用。

靈活化解 慎控刺激政策力度

在2008年11月到2010年底，中國應對危機投入的貨幣刺激力度太大，估計約為8萬億，加上1.3萬億的財政刺激，共計有9.3萬億。這個過猛的刺激政策雖然短期內迅速推高了GDP增長，但也帶來了資產泡沫、通脹和壞賬等問題。馬駿認為，即使下次全球危機與2008—2009年一樣嚴重，中國應該審慎控制刺激政策的力度。

至於如果要推出下一輪刺激政策，那應該包括什麼內容呢？馬駿認為，財政政策應該主要提升消費，可以考慮發放消費券、增加對低收入人群的補貼、臨時性削減用水電收費、對中小企業免稅、推動服務行業的營業稅向增值稅轉型的改革等措施。此外，地產政策不宜輕易放鬆，只有到不得已的時刻才應該考慮。



■馬駿認為，中國應採取戰略眼光，推進人民幣國際化，讓人民幣成為國際儲備貨幣。
香港文匯報記者 李昌鴻 攝

睿智經濟學家 預測獨到精準

馬駿，身高1.7米左右，俊朗臉上架着一幅眼鏡，給人儒雅謙和的印象。他來自上海，在海外留學，曾在世界銀行和國際貨幣基金做經濟研究工作，如今在德銀香港從事經濟研究，在大中華區宏觀經濟研究方面具有較高聲譽，以前瞻性研究見長。作為「中國金融40人論壇」成員和理事，馬駿與中國社會科學院世界經濟與政治研究所所長余永定、央行副行長易綱等40位國內政府官員、知名專家學者共同為中國高層的經濟政策制定提供意見和建議。

美爆金融危機 提前2年預見

經過多次約訪，馬駿終於確定在中秋節前一天抽空在家裡接受文匯報記者專訪。他開門見山地表明對中國經濟的看法：中國目前面臨的最大的威脅不是國內緊縮的

貨幣政策，而是歐洲很可能在年底爆發嚴重的債務危機，中國應就此做好準備預案。這令記者很驚訝，因為目前國內尚沒有學者作這樣的判斷。但記者也深知，馬駿經常以其深厚的研究作出睿智和前瞻性的預測分析，其準確性常得到實際的驗證和市場的廣泛認可。早在2006年，記者曾就美國次按危機影響採訪馬駿，他當時預測美國將很可能爆發金融危機，屆時將對中國出口、對全球股市和商品市場帶來巨大的衝擊。而2008年9月中旬美國爆發金融危機，印證了他預測的前瞻性和準確性，提前2年準確預測了美國金融危機。

媒體評價他「思維睿智，觀點前瞻，對世界宏觀經濟和中國經濟很有見地。」對此，馬駿謙虛地說，這不僅是個人的見解，也是德銀團隊共同深入研究的結果。

加快人民幣國際化 未來5年最關鍵



■馬駿今年初在復旦大學演講，接受該校頒發紀念品。

根據德銀測算，2020年中國經濟總量有望取代美國，成為全球第一經濟大國。馬駿認為，未來5年，歐美的經濟力量日漸式微，中國正值將人民幣逐步國際化的關鍵時期。中國要具有戰略眼光，通過人民幣國際化以提升中國在全球金融領域的影響力。

開放資本管制 保持貿易順差

目前歐美西方國家經濟力量與以中國為首的新興市場國家此消彼長。美國和日本債務巨大，其負債率分別為90%和200%，而法國和意大利也分別為80%和120%。在歐洲債務危機加劇、美國國債評級被下調後，作為全球儲備的美元、歐元和日圓已難受投資者青睞。而中國人民幣從長期來看將成為最有希望的重量級貨幣。如最近非洲國家尼日利亞主動將其外匯儲備的10%轉為人民幣，就是一個很好的信號。馬駿建議，人民幣國際化應該順勢而為。目前是中國推動人民幣國際化的最佳時機，中國應在風險可控情況下開放資本項目管制，大力發展離岸人民幣市場。

馬駿的研究還表明，今後五年中，中國還會保持貿易順差，人民幣升值趨勢難以改變。但是到2016年以後，由於在勞工成本上升、中國人口老齡化加劇和消費步伐加快等影響下，中國進出口貿易可能將會取得平衡。到時人民幣升值的速度就會降低。如果出現貿易逆差，就不能排除人民幣出現貶值的趨勢。而人民幣一旦有貶值壓力，國際上對人民幣的需求可能下降。所以，今後幾年是啟動人民幣國際化的良好機遇。



■馬駿：未來五年是香港建設人民幣國際離岸金融中心的關鍵時期。

建人幣離岸中心 港需形成兩機制

記者：香港如何才能建成具有全球影響力的人民幣國際離岸金融中心呢？

馬駿：香港作為中國人民幣國際化的試驗場和人民幣離岸金融中心，目前正在快速發展，李克強副總理訪港時，中央推出11條措施支持香港金融中心建設，尤其是RQFII、人民幣FDI等，為人民幣回流內地打通了良好的渠道。我建議香港應該抓住未來五年難得的機遇，在人民幣離岸市場的人民幣回流、人民幣體外循環兩方面大力下功夫，成為全球最大的和具吸引力的人民幣離岸金融中心。

記者：除人民幣回流機制外，那麼如何才能建好人民幣體外循環機制呢？

馬駿：在人民幣回流機制打通後，香港應同時加快建設人民幣體外循環機制。例如，歐洲儲備了全球美元資產的20%，這些並未回流至美國，而是給第三方國家或企業使用，形成美元在歐洲的體外循環機制。香港也同樣可以效仿，

目前香港在推動香港人民幣流動性增長的同時，必須發展有一定收益的人民幣資產的投資產品。如果資產嚴重缺乏，貿易商和投資者就缺乏持有人民幣的興趣，離岸市場就難以持續增長。因此，我認為香港需大力推動其他產品或資產，並加快推動香港本地發行人民幣股票、第三方使用、部分國內企業海外投資（ODI）人民幣貸款、部分人民幣貿易信貸等，則可以將流動性保持在香港，成為「體外循環」的機制。

記者：香港建設人民幣國際離岸金融中心的關鍵時期是何時呢？

馬駿：未來五年是人民幣持續升值的良機，有利海外購買人民幣產品和資產，是香港建設人民幣國際離岸金融中心的關鍵時期。否則當2015年後中國貿易進入平衡甚至可能出現逆差，人民幣貶值後，其產品就缺乏吸引力，影響香港國際離岸金融中心的建設。

歐洲危機勢惡化 港股下跌空間大

在馬駿看來，由於第四季度歐洲危機可能繼續惡化，將進一步衝擊商品、股票等市場，黃金將可能繼續上漲，美元對歐元也應該繼續上漲，而港股則會繼續面臨較大下跌空間。他表示，第四季度歐洲如爆發嚴重危機，石油、煤炭、鋼鐵和銅等商品價格將會繼續下挫，相

關股票也會受到拖累。中國出口製造企業類股票將會受到很大衝擊，而消費、電力、電信、醫療、教育等受衝擊相對較小。黃金、白銀等價格將受避險資金追捧而上漲。港股則會很可能繼續面臨下行壓力。他認為，投資者因此需作好風險控制，投資策略應該保守。