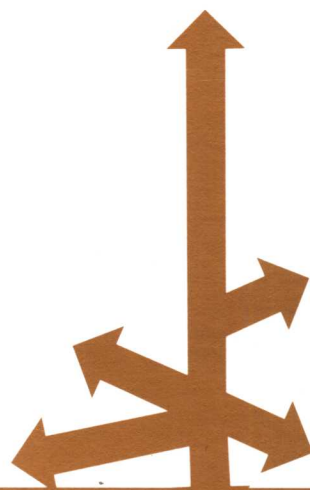


陶冬 / 著



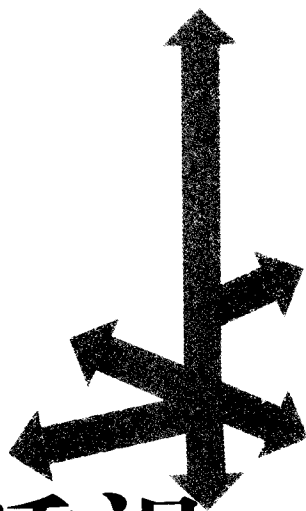
中国经济热点透视

中国经济已重新启动；“中国美元”正在形成；中国钢铁业的惨胜结局；戳穿上海房地产的八大谎言；汇率改变：中国准备好了吗……



世纪出版集团 上海人民出版社

陶冬 / 著



中国经济热点透视

世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国经济热点透视/陶冬著. —上海: 上海人民出版社, 2005

ISBN 7-208-05968-3

I. 中... II. 陶... III. 经济-研究-中国
IV. F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 138387 号

出品人 施宏俊

策 划 王志毅

责任编辑 王志毅

特约编辑 周年洋



世纪文景

中国经济热点透视

陶 冬 著

出 版 世纪出版集团 上海人民出版社

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

出 品 世纪出版集团 北京世纪文景文化传播有限公司

(100027 北京朝阳区幸福一村甲 55 号 4 层)

发 行 世纪出版集团发行中心

印 刷 北京华联印刷有限公司

开 本 700 × 1020 毫米 1/16

印 张 13.5

插 页 2

字 数 248,000

版 次 2006 年 1 月第 1 版

印 次 2006 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 7-208-05968-3/F · 1338

定 价 20.00 元



陶冬，书生也。体短、严谨、健忘，偶有狡黠。性喜读书，不喜功名交际。口才甚佳，文笔亦可，然五音不全。

祖籍上海，具上海人之细腻、顾家特性，然痛恨上海式虚伪。上半生四十载，居上海、北京、美国、香港各十年。疲于旅途奔波，永久地址乃航空公司靠窗机位。

少时曾有经国济世之志。年至不惑，惟愿作正直、有益社会之人。标准不高，行之殊不易。

2005年9月13日
于巴黎戴高乐机场



自序

这些年经济学在国内成为显学，经济学家们也很神气。论坛上发言自然少不了，对大大小小的问题居然都有自己的看法，不过学术上长进不大，心也浮了。笔者便是这类经济学家中的一位。经济学毕竟不是科学，许多问题的真伪要若干年后才能见分晓，有些也许根本不存在对错，这就纵容了经济学家信口开河的坏毛病。

笔者从来没有想过做大经济学家，也没有能力发明什么了不起的经济学理论，只想认真地做点本分的事。多走、多看、勤思考、勤动笔，对得起读者。平时的日程总排得满满的，写作也以英文为主。报刊、网站上的中文稿，几乎全是在飞机上写的，畅想于飞机起落架收起和放落之间的顷刻宁静，驰骋在飞机小桌面上的一片方圆。于是，文章往往只有千把字，题材则五花八门。观点是否正确留给读者判断、时间检验，不过在踏出机门的一刻自己颇有一些成就感。

写中文稿子起初是碍于朋友情面，渐渐写顺了便有一发不可收拾之感。写作是苦差事，对于像笔者这样 80% 的时间在世界各地奔波的人更是如此。经常被编辑追稿，酒店传真费用也多是天价。不过思想这个东西不写出来，也就烂在脑子里，写出来或许有益于社会。搜篋出来，居然也积下几十篇，多数今天读来也蛮有意思。

在过去两年，笔者有两个比较大胆的预言，一是中国经济过热，一是上海房地产要跌。前者在政府决策部门主张“不要轻言过热”的情形下坚持己见殊不容易，后者则受到多个利益集团的挑战和利诱。至于人民币、通胀等问题的预测则有对有错，在这里一并收录。分析本身就是一个可对可错的过程。

笔者写作秉承两个宗旨，一是良心，一是前瞻。写昧良心的话，那是害人；缺少前瞻性、模棱两可，是在浪费读者的时间。

最后，感谢《财经时报》为出版此书所提供的协助，感谢周年洋先生在编辑上的帮助。衷心感谢各位读者的支持、鼓励和批评，你们是笔者写作的真正动力。

瑞信是全球最具规模的金融服务公司，总部设在苏黎世。瑞信为个人客户和中小型企业提供私人银行、金融服务顾问，并通过丰泰保险提供退休和保险解决方案。在投资银行业务方面，瑞信向全球各类机构、公司、政府和个人客户提供金融中介服务。瑞信的注册股票（CSGN）在瑞士上市，其美国存托股票（CSR）在纽约上市。瑞信于1856年创立，拥有150年的历史。集团在全球50多个国家开设办事处，聘用员工约6万人，至2005年9月30日为止，管理资产总值14046亿瑞士法郎。



目 录

CONTENTS

自序.....1

第一部分 宏观中国

中国经济已重新启动.....2

中国经济的新变局.....4

中国应该参加 G8 精英俱乐部.....6

中国力量关系全球经济平衡.....8

中国可持续发展的两个命题.....10

中国经济会突然失速吗?.....12

中国应该对贸易制裁说“不”.....15

贸易顺差超 1000 亿美元 祸福相连.....17

发愁的中国外汇储备.....19

弱美元下外汇储备缩水 600 亿美元.....22

“中国美元”正在形成.....24

上海增长动力放缓.....28

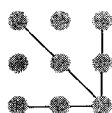
香港今年消灭财政赤字.....31

新特首 新经济改革?.....33

2005 年经济五大看点.....35

2005 年出现股市、债市、楼市三个熊市?.....37

中国内地、香港、台湾十年后只有一个股市.....39



重视民间信贷对宏观调控的影响.....	42
正视“民工荒”背后的经济信号.....	44
民工短缺可能成为新的最大瓶颈.....	47
加息势在难免.....	49
调控升级.....	51
制止投资过热还要靠行政干预.....	54
警惕无通胀的经济过热.....	56
对经济过热必须采取更严厉的调控措施.....	59
评“借来的增长”.....	64
附录：借来的增长.....	66

第二部分 全球视野

欧洲离欧罗巴合众国有多远?.....	72
选民对欧盟宪法说“不” 欧元升值 GAME OVER.....	74
政客主导美国外贸政策 人民币将持续受压.....	76
赖斯任国务卿有利于正常的中美关系.....	79
别了斯诺 别不了弱美元.....	82
政策透明度也是生产力.....	84

第三部分 产业景观

寡头在断送香港港口优势.....	88
------------------	----

和舰事件：台湾电子业的新转折点?.....90

电力供应：今年短缺，明年过剩.....92

2006 年电厂面临困境.....94

中国钢铁业的惨胜结局.....96

三星对中国制造业的启示.....98

索尼协同战略的失败.....100

重视服务业出口.....102

第四部分 投资理财

黄金投资，英雄末路?.....106

对冲基金早晚会出事.....109

罗杰斯演讲的启示.....112

A 股市场值得重新关注.....114

重塑 A 股市场信用.....116

中国企业的海外并购热.....118

海外并购：输不起的豪赌.....120

第五部分 地产风云

政策调整瞄向房地产.....124

房地产走向十月见分晓.....126

上海楼市败相已露.....	128
必须限制海外土地基金的活动.....	130
上海房地产还有一跌.....	132
上海房产仍处调整初期,进一步下跌风险不小.....	134
戳穿上海房地产八大谎言.....	137
不再属于上海人的上海房地产.....	141
中国房地产何去何从.....	143
中国楼市不是需求不足而是价格偏高.....	145
预测香港楼市晴转多云.....	147

第六部分 油价起伏

油荒谁之过?.....	150
高油价冲击力减弱.....	152
投机使油价走势扑朔迷离.....	154
油价短期难大幅回落.....	156
油价高企加大中国经济风险.....	158
沙特石油能撑多久?.....	160
埃克森上位的启示.....	162

第七部分 汇率争战

人民币该动一动了.....	166
---------------	-----

人民币今年一定动.....168

人民币升值后热钱加速流入.....171

人民币兑美元 10 年内见 1:5.....173

弹性汇率机制符合中国自身利益.....176

汇率改革：中国准备好了吗？.....178

965 亿美元热钱暗渡国门.....180

人民币短期升值是茶杯里的风波.....182

附录 对话与演讲

疯狂投资会继续吗？.....185

宏观调控需警惕黑市资金.....194

老龄化世界下中国经济的未来.....199

第一部分 宏观中国

对这一轮宏观调控的判断，应该是笔者经济分析生涯中的亮点之一。2003年“非典”之后，中国出现了一场罕见的民间主导的投资热。钢厂、水泥厂遍地开花，投资急速升温。2003年8月10日，笔者在《21世纪经济报道》评论版上发文，提出要警惕“无通胀”过热。这种判断具有前瞻性，与中国经济之后的走势也大体吻合。

2004年2月在《财经》杂志的2004年经济展望年会上，笔者便大声疾呼经济过热，并预测调控措施年中出台。在有关部门大谈“不要轻言过热”，国家发改委矢言不存在全面过热的当时，如此鲜明地提出调控时间，是要有一定勇气的，但是任何人只要到全国各地去走走，“过热”的结论其实不难得出。果然，政府对经济的诊断，由“不要轻言过热”转到“局部过热”，再转到“全面过热”，一场轰轰烈烈的宏观调控在4月底拉开帷幕。

调控开始后，笔者判断中国的过热既有市场因素，又有非市场因素，政策上则相应地既需要信贷控制，又需要利率调整，于是指出利率水平正常化势在必行。央行真的在10月突然加息，不过之后的加息步伐远小过笔者的预期。

笔者对2004年的通货膨胀判断，是正确的，由此得出的政策判断也大致准确。但是，对2005年通胀的判断是错误的，由此得出的大幅加息判断也就错了。当时认为，2005年通胀形势是除了粮食不涨，剩下什么都涨。结果是粮食价格下滑得比预想多，而受政府价格控制限制，公用、能源、材料涨价对CPI（消费者价格指数）的拉动则远小过预期。当然，中国的CPI组成是否合理，颇有争议，但这不在本文的讨论范围之内。

经过一轮调控，过度投资已被基本制止住。但是，它仍给我们留下许多思考。在市场化程度大幅提高的今天，为什么还要靠行政手段来调控经济周期？调控过程中，国进民退是否真是市场规则下的结果？资源贫乏的中国，一定要走重、化工业化之路吗？人民币升值对出口必有影响，但是人民币缺乏弹性导致热钱涌入，资源错配、经济过热所带来的损失这笔账应该怎么算？

今后10年可能是中国经济的定型期。经济结构怎么变，多讨论一点有好处。

中国经济已重新启动

(2005.10)

• • • • •

离 2005 年 5 月实施全面宏观调控不过四五个月，中国经济开始出现复苏迹象。经济反弹的力度和持续能力尚有待观察，不过反弹本身已出乎许多人的意料。国家统计局调查大队日前公布的 9 月采购经理指数，继 8 月之后进一步回升，而且升幅相当大（7 月、8 月、9 月这 3 个月采购经理指数分别为 51.1、52.6、55.1）。中国的原材料进口在沉寂了大半年之后，开始明显加速，进口建筑机械需求也出现反弹。这些是经济复苏的前瞻性领先指标。

与此同时，8 月的投资、信贷、货币发行增长均较前几个月有明显加速。今年夏季的月度统计受去年宏观调控的基数影响，同比增长数据未必可靠，不过反弹幅度远过大过市场预期。中国经济似乎已从低谷走出，增长开始加速。

这次增长的动力并不十分明显，久居北京、上海的人甚至未必感受得到。从工业投资到房地产，从汽车需求到黄金周旅游，都看不到经济加速的明显征兆，所以怀疑统计局采购经理指数的大有人在。的确，这项指数今年 3 月刚刚推出，数据历史短、可信度尚未经过时间的检验。而且经济加速能否持续，还是一个很大的问号。不过笔者认为，基于两个理由，中国经济新一轮上升周期可能比预想的来得更早。

首先，热钱效益开始发酵。在经常、资本双顺差以及人民币升值预期下，海外热钱疯狂涌入，而且愈演愈烈。在过去 12 个月中外汇储备暴涨 2279.91 亿美元，相当于 M2 发行量的 6.7%。以中国目前的债券市场规模，人民银行根本不可能通过公开市场无条件、无限期地吸纳海外热钱带来的冲击。在外汇市场的干预下，热钱越来越多地变成人民币基础货币。笔者认为，尽管货币的政策基调未变，热钱失控应该是近两个月 M2（货币供应量）增长反弹的主要原因，因此也反映在银行信贷尺度进一步（有选择地）放宽上。近来海外土地基金在办公楼、商场收购上十分活跃，交易多以美元计价。这部分并不计入人民币 M2，但实际上也是中国经济活动、货币周转的一部分。基础货币增加，很可能是新一轮增长的初始动力，而政府对此仅有部分管制权。

其次，二、三线城市建设加速。部分大城市的房地产业遭遇寒潮，但是中国的城镇化建设仍在继续，基础建设十分迅猛。这是拉动投资上扬的主要动力。夏季以来，

国家在信贷调控上的力度有所舒缓,“十一五”规划的重点又在拉近发达地区与不发达地区的差距,二、三线城市的投资规模呈扩大趋势,发展商们和国内游资不约而同地流向那里。

当然,经济运作中也存在着突出的风险,上海房地产市场这个炸弹还未拆除。黄金周期间上海的楼盘销售应该以失望形容。房价降了,但售房量仅稍有上升,倒是多了不少新的供应量。发展商中有的出售俱乐部,有的发动员工内部集资,有的付不出银行贷款利息,现金流压力似乎越来越大。上海房地产出现进一步调整的风险日渐增大,只是时间、形式和幅度难以预料。在资讯发达、资金流通迅速的今天,一旦上海房地产有大起落,必然影响全国经济。笔者认为上海房地产是中国经济今后12个月的最大隐患,这个隐患并未随增长重新启动而消失。

如果上述的经济提速、增长重拾升势得到进一步证实,去年夏天开始的经济回调应该是共和国历史上历时最短的周期性下降。调整的起因仍是投资过热,调整手段仍是信贷收缩,对实物经济的冲击依然很大,不过在GDP增长上几乎没有显现出来。随着“十一五”规划中投资项目的展开,以及北京奥运会建设的全面铺开,GDP增长从现在起应该开始拾阶而上,不过上升动力可能也会弱过以往的周期。

经济提速未必导致新一轮宏观调控。今天的中国经济所面临的通胀压力有限。投资总规模虽然仍偏大,但一窝蜂式工业投资已被基本制止。个别城市房价偏高,但是全国范围内还算不上泡沫。因此,国家政策基调可能是以不变应万变。已放松的信贷政策不变,意味着投资重新加速、原材料需求转强。依然偏紧的房地产政策不变,意味着上海房地产还会伊人独憔悴。这就是2006年中国经济的走势。

中国经济的新变局

(2005.10)

.....

10月召开的中共中央十六届五中全会将目标和关注点放在长期经济战略上，其中第十一个五年规划尤其令人瞩目。关于“十一五”规划的详细内容，许多尚未公开，规划本身亦需通过明年3月全国人大的审议批准，但是可以肯定这是影响中国经济今后10年发展方向的最重要政策路线之一。

与前十个“五年计划”不同，“十一五”规划不但包括国家的投资计划，更反映出中国经济发展思路上一系列重要变化，例如经济增长速度与人民分享发展的成果，重、化工业化与资源短缺，区域间资源配置与整体协调，医疗体系与教育体制的重新定位，三农问题等。“十一五”规划应该是“新”经济理念的建立，是“以人为本”执政思维在经济政策上的演绎，是“建立和谐社会”的一种尝试。以此新的思维，在不影响就业和社会稳定的前提下，中国政府可能不介意牺牲一点经济增长的速度，以换取更高的增长质量、更合理的社会分配和更均衡的产业结构。某种程度上，这是对以前增长至上思路的一个纠正，随之而来的应该是对各地方政府GDP本位这种官场文化的纠正。

其实，不仅中国的增长模式面临一个变局，它的股市、楼市也处于变局之中。在连续五年熊市之后，A股市场似乎隐约间浮现出机会。今年5月开始的股权分置改革已全面展开，旧的均衡已被打破，大市不是上就是下。笔者认为市场反弹的可能性更大一些。这种认识主要基于两个理由。首先，A股的估值水平已经与国际水平贴近。除去受国际油价影响的石油股，A股市盈率已回落至16倍，而代表国际市场水平的H股则为14倍。A股的市净率（price to book）为2.2倍，而H股为2倍。

其次，各公司在与非流通股对价时，普遍给予现有流通股20%—30%的折让，这个折让对在指数2500点时买入的股民来讲，不足以完全弥补其损失，但是对在指数1200点时新买入的股民来讲，抵得上两年的盈利增长，是值得的。中国的总储蓄超过14万亿元，而A股市场流通股及非流通股加在一起也不过3万亿。资金并非问题，信心才是关键。笔者不敢担保股市明天一定涨，毕竟信心尚未恢复，市场从企业管治到监管还存在着一系列问题。不过以目前估值，在企业盈利增长上之所得，会超过将钱

存在银行里的利息。

房地产是另一个面临转折点的市场。各地发展商对“九金十银”两个月的销售攻势充满希望。9月已经过去，10月也过去了一截，但是销售反弹远比想像的弱。各地的房价有涨有跌，不过龙头城市上海的处境则颇为艰难。发展商们绞尽脑汁，力图唤起消费者的购房兴趣，从送装修及会员卡到两年内无条件退房保证，直至赤裸裸的减价，销售量的反弹总是昙花一现。一轮攻势下来，旧盘没有卖完，新盘陆续到来，住房供应反而从10万套增至15万套，年底还有三四十个新盘等着出笼。

体力不济的发展商在现金流上开始告急，从急售足球俱乐部到员工内部集资，资金链似乎已绷得很紧。下一轮减价售楼随时可能出现。同时必须看到中国幅员辽阔，各城市房地产的资金来源、收入水平、供需关系以及二手市场的活跃程度很不相同，所以预言全国性房地产价格调整，尚嫌武断。不过，资金在全国范围内流动，信息传播也十分迅速。一旦上海市场出现下滑，全国市场不可能不受牵连，只是调整的力度和时间各不相同。总之，笔者对以上海为首的中国房地产仍持戒心，而此正是中国经济近短期的最大隐忧。

中国经济本身的走势也有变量。GDP增长依然强劲，不过9.5%的增长中，4.8%来自贸易顺差（过去5年中，贸易收支平均为增长贡献2%）。种种迹象表明，内需已开始放缓，经济已开始放缓，于是今年夏天国内经济学家之间爆发了一场关于中国经济是否走向通缩的争论。现在经济学家和政府官员多倾向于增长会出现减速，但通缩风险不大的结论。笔者认为，如果不出现全国性的房地产急跌，中国经济软着陆大局已定，随着新的五年计划的展开，明年某一阶段经济可能重入升轨。

有趣的是，中国采购经理指数等部分领先指数，在9月出现了意想不到的反弹，而且反弹幅度甚大。这与最近出现的进口、投资回暖相吻合。这种反弹能否持续，尚有待观察。如果增长回暖属实，从去年中开始的经济调整，可能是共和国历史上最短暂、最温和的一次周期性下降。在“十一五”规划和北京奥运会支持下，投资早日重拾升轨是件好事。不过这一轮调整得不彻底，也可能意味着下一轮调整来得更早。

中国应该参加 G8 精英俱乐部

(2005. 07)

• • • • •

国家主席胡锦涛于 2005 年 7 月上旬参加了在苏格兰举行的工业国八国首脑会议（简称 G8）。会上胡锦涛就一系列问题阐明了中国的立场，并与各国领袖交换了意见。会议期间发生了伦敦恐怖主义炸弹袭击事件，中国坚定地站在反恐统一战线一边。同时这次首脑会议没有再对人民币问题说三道四（至少在公开场合和会后声明中没有）。应该说，这次会议是中国经济外交的一场胜利。

准确地说，中国还不是 G8 的一部分。中国参与了 G8 与主要新兴国家之间的一场对话。与中国同时受邀请的还有印度、巴西、墨西哥和南非的国家首脑，而对话只是 G8 首脑会议的一部分。

其实几年前，中国就曾获邀参加 G8 +1，成为世界精英俱乐部的一员。当时出于种种考虑，中国谢绝了这一邀请。不过近年中国多次派财长和央行行长参加 G8 经济首脑会议，较低层次的事务性接触、交流则更多。

经济外交一场胜利

中国应不应该参加 G8，跻身世界精英之列？笔者认为绝对应该。国力使然，中国的 GDP 总额为 1.65 万亿美元，不仅是 G8 小兄弟俄罗斯的几倍，也超过原始成员国加拿大一截。中国今天的 GDP 名列世界第七。到北京奥运会时，估计已超过意大利、法国，名列世界第五；至 2010 年可能再超英国、德国，名列世界第三。

如果以购买力平价计算，中国今天的 GDP 已达到 7.5 万亿美元，位居世界第二，较第三的日本多近一倍。笔者认为，购买力平价下的 GDP 更反映真正的国家实力。由于汇率上的原因，在日本种一颗土豆或搭一程的士所产生的现价 GDP，要比在中国从事同样经济活动大得多，这明显是不合理的。购买力平价将汇率因素剔除，更能反映经济实力。没有世界第七大经济体中国介入的 G8 是不完整的。中国在世界贸易、能源、增长、资金流动，甚至汇率领域的影响越来越大。没有中国的参与和承诺，G8 的许多决定变得不完全，部分协调甚至难以展开。世界经济 2003 年增长为 4%，其中中