

陶冬 著

拐点下的困惑

陶冬预言中国经济的危与机



中国人民大学出版社

拐点下的困惑

陶冬预言中国经济的危与机

陶冬著

中国人民大学出版社

·北京·

图书在版编目(CIP)数据

拐点下的困惑: 陶冬预言中国经济的危与机 / 陶冬著. —北京: 中国人民大学出版社, 2014.2

ISBN 978-7-300-17048-0

I. ①拐… II. ①陶… III. ①中国经济—经济预测 IV. ①F123.2

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第308895号



拐点下的困惑: 陶冬预言中国经济的危与机

陶冬 著

Guaidianxia de Kunhuo

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街31号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京华联印刷有限公司

规 格 170mm × 210mm 16开本

版 次 2014年2月第1版

印 张 19

印 次 2014年2月第1次印刷

字 数 243 000

定 价 42.80元

版权所有

侵权必究

印装差错

负责调换

序



自从加入投行，我专注研究中国经济已有 18 年了，从未像今天这样感到困惑。困惑源自对经济不确定性的焦虑，源自对显而易见风险的不安，源自对经济转型原地踏步的挫败感，源自对结构性改革的期待。

旧的出口拉动、房地产拉动的增长模式已经难以为继了，新的消费主导的增长模式尚未成型，“增长难”这个这一代人并不熟悉的环境，像一座大山横亘在政府、企业家、消费者面前。为了维持就业水平和社会安定，政府听任地方债务、影子银行和房地产泡沫的壮大。增长稳住了，但是潘多拉的盒子也由此打开了。在五年前的金融海啸中，中国是一个无辜受害者，不过如果下一个金融危机真的爆发，那就是我们自找的。所幸的是，离定时炸弹爆炸还有时间，我们愿不愿意正视问题，有效地解决问题，将决定未来十年中国经济的走向。

自从 20 世纪 80 年代初，大约每隔十年，中国会有一次大的体制上的异变。农村改革、经济特区、加入 WTO（世界贸易组织），这些结构性突破带来了生产力的跃进，让经济站到一个新的更高的台阶。然而在过去的十年，结构性改革消失了，代之以“头痛医头，脚痛医脚”的补丁式的宏观调整，而且许多措施根本是反市场的。其结果是经济中最有活力的民营企业、出口企业凋零了，国营企业通过垄断赚取利润。但是垄断并没有带来许多生产力的改善，经济逐渐失去了活力，失去了创造性。这些内部经

济中出现的结构性下滑一度被全球金融海啸所掩盖，直到最近人们才发现民营投资消失了，政府唯有通过财政刺激、货币扩张来“制造”增长。但是这些增长的质量不高，后遗症不小，而且拉动经济所需的政策成本越来越高。中国经济目前遭遇的另一个尴尬是，三年前我们号称中国需求拉动全球复苏，今天其他国家开始复苏了，美国就要退出 QE（量化宽松）了，我们却进入了周期性下滑。

房地产，是所有中国人所关心的话题。有房族在问要不要再买，还是卖出；无房族在问要不要追，还是等一等。一线城市的房价太贵，北京、上海、广州的房价已经超过了东京的水平，而我们的收入比东京差一大截。三线城市房价不算太贵，但是比起当地的收入却不便宜，而且库存量惊人，“鬼城”不少。常识告诉我们中国的房价已进入高危区了，可是开发商和部分专家却说“还有十年牛市”，连 2012 年大力打压楼市的政府也不出声了，更麻烦的是，中国那些财富载体中，好像只有房地产是跑赢通胀的。银行储蓄利率太低，钱放在银行里只会被通胀缩水，理财产品百花争艳，可是那些钱最后去了哪里，能不能收回来，谁也说不清楚。

在 2013 年的十八届三中全会上，60 条改革方案被推出，这是中华人民共和国历史上最全面、最具雄心的改革，笔者为之喝彩。但是改革成功与否，取决于细节，取决于执行，取决于能否冲破利益的藩篱。笔者相信，哪怕三



中全会的改革方案中只有一半得以贯彻，五年后的中国会和今天大不相同。

美国经济好像好了一点，可是财政悬崖已经逼近。伯南克明明说要退出QE的，临门一脚的时候却退缩了，美联储这个葫芦里卖的是什么药？欧洲财政上改革不大，不过经济好像复苏了，投机者不再炒作了，欧元怎么不知不觉间变成强势货币了，欧洲央行甚至要放松银根来抑制汇率过度升值。安倍搞出个疯狂的安倍经济学，日元急贬，股市飙升，这套把戏对经济到底管不管用？新兴市场过去欣欣向荣的，但最近突然货币狂贬危机四伏，新兴市场会不会出事？这对中国又意味着什么？最后，一旦美联储开始退出，接着欧洲也收水，全球的流动性何去何从？对市场有何影响？对中国有何影响？

笔者手中没有水晶球，但试图在本书中对上面的问题用通俗易懂的语言加以解答。无论是全球市场还是中国经济，隐隐约约的变局正在产生中，你准备好了吗？

这本书中的文章，几乎全部是在飞机上写的，是在别人看电视或睡觉时创作出来的。写作激情产生于飞机起落架收起与放下之间的短暂宁静之中，文字演绎跳跃在小桌板的方寸空间之上，引擎声乃上佳的写作音乐，舷窗外的星月便是我的红袖添香。

最后，感谢郭玉可小姐在编辑上所提供的诸多支持与协助，感谢何子小姐在审稿上的帮助，文责由笔者自负。





前言

拒绝“定格”， 把握每个人生拐点

投资银行，一个时下无数人梦想的地方。

我常常被年轻人急切地追问——“您是怎样进入投行的？”

对我来说，进入投行靠努力、有机遇，但更源于自己年轻时对被“定格”的人生的拒绝。

我在美国博士毕业后，曾想留在美国教书。可时值海湾战争后的经济衰退，教职难觅，我不得已之下到了日本，在一家日本智库从事和经济相关的研究工作。

上班的第一天，人事部门的主管给了我一张收入表。我定睛一看，入职第一年的收入、花红，入职第二年的收入、花红……一直到第20年。“天呐！难道我的这一辈子，就已经如此被决定了吗？难道我就要在这间办公室日复一日地工作，静候着时间表上早已注定的下一次加薪和退休吗？”我很难满足于这个现状，我要寻求一种可能性，寻求一个可以通过努力得到回报的职业生涯。我希望去接受挑战，接受一种充满活力和不确定的生活！

其实这可能性的机缘，在不知不觉中开始向我走近。

到了日本后不久，在一场朋友的婚宴上，觥筹交错之后，我借着酒力向身边的日本朋友们发表了一篇对香港地区股市的“宏论”——第二天，新郎的朋友，日本宝源证券的研究部主任打来了电话。他问我：“您是否愿意接受一张去中国香港的免费机票，进行一个面试？”然后我就这样，

XIII

前言

拒绝「定格」，
把握每个人生拐点

懵懵懂懂地加入了如今无数年轻人梦寐以求的投资银行业，成为了一名分析师。现在想来，真要感谢自己当初用心学过日语。

当时正值改革开放，香港地区出现了第一轮中国股热。而彼时的香港地区，甚至还没有一家投资银行有专职的中国分析师。当时所谓的“中国分析”，是香港地区的分析师做完香港地区的分析之后，用他剩余10%的时间多少了解一下内地，一年写一份报告，谈不上深度，前瞻性更不用提。当内地的资本市场在香港萌芽，投资银行开始寻觅了解内地的分析师。我陶冬实在幸运，有幸生逢中国经济崛起的时代，中国资本市场起飞的时代。是时代选择了我，成就了我迈向投资银行的道路。

投行生涯，苦作乐时苦亦乐

外人眼中的投行生活，一定是光鲜亮丽的。是的，加入我们这个行当，吃香的，喝辣的；出门就是五星级酒店、头等舱。可是，做投行梦的那些年轻人，他们并没有看到这些光彩背后的艰辛，对于许多人来说，甚至是泪水。

以我为例吧：

每天早上七点半早会，早会前要准备前一天晚上欧美的市场情况；八点多吃早餐时，可以消化几份报纸；九点钟，和客户打一些电话；十点钟，陆陆续续各种会议，内部的、客户的。

十二点，各种饭局。没有饭局，就把饭盒搬到电脑前继续工作；下午两点半，伦敦市场开始运作，又是一轮“早会”；三点钟，和媒体打交道；四点钟，我终于可以拥有属于自己的一段时间，静下心来，做一些研究，读一些东西。

晚上七点半，纽约的一天开始，再一轮“早会”。当别人开始回家、吃饭、休息，我的工作的另一个高潮才刚刚开始。

比起这种紧张而繁琐的办公室生活，出差的日子更加辛苦。或者到欧美见客户，或者在亚洲各国巡回搜集材料，和企业客户见面。白天开会，晚上飞行，夜晚九点多从机场出来，到酒店已经十点。进入酒店房间的第一件事情，是打开电脑，迎接涌来的数百份甚至是过千份电邮。电邮中大部分可以即时删除，部分可以转交同事处理，但其中 5% 需要自己处理，那就是几个小时的工作。

这一天见得到你的客户知道你在出差，见不到你的客户都以为你在公司。所有的客户都认为自己是上帝，所有的客户都认为自己的要求应该在第一时间得到满足。关掉电脑，往往已是凌晨一两点。

第二天早上七点半，继续开始。最多的时候，我在外面一天可以安排九个会议。每小时一个，加上会与会之间的车程。

有时候，我一天中需要面对一个早餐会、两个午餐会、两个晚餐会。餐会对于客户来说是边吃边听的，而我的嘴巴则只是用来讲的。当别人吃完了，我只能看着一堆剩下的空空的碗碟。此刻，通常已经有人替我打包一份食物，让我带到车上去吃。如果能在下一个活动前吃完这一份食物，我会很开心，因为许多时候，我需要利用在车里的时间开电话会议。

在投资银行，几乎所有人的生活模式都是不健康的，包括我自己。精神紧张，运动不够，时间颠倒。就像一根蜡烛，两头点着，中间还被烤着。这个大环境可能暂时谁也改变不了，但是尽管如此，我仍试图在辛苦中寻觅生活的快乐。

旅途中做运动是很难的，因为我没时间等我的运动鞋——哪怕去美国 15 天，我的行程也紧密到一下飞机，立刻有车来接，下一个会 30 分钟后开始，根本没有等行李的时间。但我依然努力找出时间打坐，还试过在客房中打太极。美食和文字都是我的最爱。旅途中我一有机会，就钻进大街小巷尝试不同地域和风格的美味，犒赏自己的舌尖。飞行的途中，便可拾起

写作的爱好，一支笔伴着一沓 A4 纸，便可让思想飞驰、笔尖翻腾。周末偷得浮生半日闲，我会走出酒店，在异域的城市中闲逛，欣赏当地的人文与景观。本书附录中收录了我的几篇游记，那是我的足迹，我的心情，我的感悟。

优秀经济学家是怎样炼成的

金融业风高浪急，常常在一次次周期性的危机中洗牌再洗牌。大浪淘沙，投资银行经济学家一批又一批地换，同行们要么爬上去了，要么跌下去了，像我这样一路平稳做下去的人确实不多。那一年去纽约出差，在出租车上和司机聊天，我竟然遇到了一位券商同行！他在 1987 年股灾浪潮中失去了工作，一旦被冲出金融业就很难再回来，只得干起出租车司机的工作。

我也曾失业过。1998 年，宝源证券在亚洲金融危机中关门了，当时我的彷徨可想而知。不过幸运再次光顾，在公司宣布关门后 15 分钟，瑞士信贷第一波士顿给我打来了电话，问我有没有兴趣过去聊聊。聊的结果，是我得到了一份新的合约，成为了瑞信的经济学家。

我把经济学家分成两类，一类叫做学术经济学家，他们待在研究所、大学里面。他们从事的研究，往往是从前向后看的，通过历史数据分析经济的规律。我属于另外一类，也就是商业经济学家。商业经济学家也需要关注历史的轨迹，但是其任务在于预测未来。预测未来是一件非常困难的事情，没人能够全部做对，但是恰恰这个市场所需要的，恰恰这个是投行经济学家可以给客户提供增值服务的地方。

做经济学家不难，但做一个好的经济学家并不容易，而不断地发表前瞻性的、可以接受市场考验的预测更难。经济学家可以做一个匠人，也可以做一个大家。一个匠人经济学家，关注的、追踪的、研究的是数据。因

此他的观点、立场和对市场的影响力都很容易被数据所局限。如果数据不够客观，那么做实证分析的难度更大。在我看来，一个好的经济学家，必须要跳出数据，去和市贩走卒、企业家和家庭主妇交谈。这其中能得到的收获，可能非常大。出差的时候，我会去观察不同地方的风土人情，去和当地的市民、各行业的从业者交流，这些经历和思考为我打开了一扇天窗。这种视野和积累，不是从某一本书、某一类数据中可以学到的。特别是和客户交流的过程，带给我最多的收获。客户问的问题，十个里面有九个，我都已经想到。但是有时会有一些很有意思的问题，那些便是我下一个研究课题的萌芽。

我认为，中国经济研究最重要的，是洞察政府还没有看到的新趋势、大走势。在一个发达国家中，经济基本定型，数据也非常完备，可分析的容量和张力都很有限。中国是世界第二大经济体，但同时又是一个发展中国家。经济的规模 and 影响力，发展和变化的速度，以及经济数据的质量，都使得经济学家的研究对市场更有价值。

Unique, Relevant, Interesting

我在做一个大的研究项目之前，都会像体操运动员上场之前一样，在嘴里默念三个单词：unique, relevant, interesting。

Unique 指的是它的独特性。当一个数据在报纸电视上出现的时候，这个已经不再是经济学的事情，而是报纸、记者的事情。如果客户能在报纸上读到，何必要听你经济学家分析？那是浪费他的时间。

Relevant 是说相关性。经济学是一个中间产品，是对于投资的一种辅助，本身并非投资工具。经济学家执着地讨论着 GDP（国内生产总值）到底是 7.9% 还是 8.0%，CPI（消费者物价指数）到底是 1.2 还是 1.5，其

实这些对多数客户并不重要，他们更关心大的趋势和分析的逻辑，关心你所说的对他们的投资决定有没有关联。作为商业经济学家，我们必须让自己的分析和客户的需求关联到一起。只有和市场相关联，商业经济学的研究才有价值和生存空间。

Interesting 是要让你的故事讲得有趣。如今的社会资讯泛滥，信息不是太少，而是太多。如果你讲的故事和大家差不多，没有一个有趣的角度，人家很难记住你。对于经济学研究来说，“临门一脚”很重要。如果别人接收不到你的讯息，你的研究再好也用处不大。如何把自己的研究很好地传达给对方，在我们这个资讯泛滥的时代很重要。怎样展示研究成果，是一门大学问。

生命中的转折

成为一名还算称职的、稍有影响力的经济学家的路，是不平坦的。需要一些机遇，更需要为机遇时刻做好准备。

从小，我就喜欢搬个小凳子，坐在父母旁边和他们一起看书，读天文或者地理、经典或者野史。父亲书架上的《三国演义》《水浒传》《西游记》，每本起码读过十遍。从小学起我就是语文老师的宠儿，喜欢写作、能说会道，讨老师喜欢，满分100分，他有时给我101分。这样的鼓励更成就了我对于分析的痴迷、文字的执着、演讲的自信。中学期间，国家突然恢复了高考。在许多人还没有准备好的时候，我过去多读的书让我没有错过机遇，顺利地通过了高考，进入北京外国语学院。

20世纪80年代初，搞外语是一个不错的行当，能让从匮乏年代走来的人过上小康生活。但是那时，我们一代有志青年正被中国女排的五连冠鼓舞着——拼搏精神、热血青年，这是我们记忆中最深刻的烙印。怎能满足于

这种小康？怎能让我青春和理想就被束缚在物质的些微改善之上？没有太多犹疑，怀抱着经济报国的想法，我选择了和北京外国语学院的小伙伴们不一样的路，报考财经类研究生。

这次转折，令我还没有考托福（光考了 GRE，证明小子可教），美国犹他大学就给了我奖学金，令我成为了当时为数不多的、学习人文社会科学的中国留学生。

八九点钟的太阳

我走到今天，心里总会感谢年少时指导我的老师，总会庆幸自己年轻时做出的抉择。否则我不能通过突然恢复的高考，至今或许还在某个无名的乡村刨挖着土地；或者还在从事外语工作，终日伏身文案、码堆洋文。

我们这一代人中，很多人看不惯“80后”、“90后”，认为他们没有承担，没有社会责任感。年轻人是八九点钟的太阳，始终代表未来和希望。我的年龄虽然不小了，可是我却始终关注着当代的年轻人。

如今的年轻人，独立、自我，追求个人的价值，这是我们这一代人所少见的。我认为这是一种进步而不是退步，这是推动中国政治经济社会前进的动力。“80后”、“90后”对于社会与技术的新变化，也都比我们更敏感，适应更快。他们生逢中国经济崛起的时代，个人创造与奋斗的条件，比我那一代更多了、更好了。

历史的发展，有循序，有突变，中国经济在往成熟经济转型的过程中，循序渐近的成分多了，突飞猛进的成分少了。诚然，20世纪90年代的那种创业机会稀缺了；诚然，经历了一轮资产价格暴涨，年轻人达到财务自由更困难了。其实，中国还没有成为一个成熟的社会，中国还面临许许多多的转型——在中国由外需型经济向内需型经济转型的过程中，在服务业暴涨

和城镇化的过程中，还有许许多多的创业机会，发挥才干的机会。只要不在房地产一棵树上吊死，其实机会还是不少的。

城镇化的过程中，一个个窗口在打开：医疗保健、教育、金融服务、环保，以及其他许许多多尚未开放的新领域。只要年轻人愿意静下心来好好干一番事业，今天中国的机会还是多过美国、欧洲、日本。可是如今，有的人变得很功利，光想着走发财的捷径，不愿意动脑子，不愿意闯荡和承受风险，不愿意长时间踏踏实实地干事业。走前人的道路再发大财，难；光读励志的书，不卷起袖子下海，难！

我希望，我们的年轻人能静下心来思考，能动起手来实干。如今，中国女排的记忆已经远离了年轻人的视野，可是江山代有才人出，拼搏精神、热血青年这把火炬可以从我们的手中传递到你们手中。

年轻人还应该形成热爱阅读的好习惯。现在，我每天都会阅读《经济学人》和《金融时报》，它们给我最新的、最准确的市场信息，给我全球视野和多样化的观点。但是这些其实并不足以给我系统性的知识积累，我的知识框架是在研究生时代搭建的。读博士的时候，每个星期都至少啃掉一本四五百页的英文书，多是哲学的、经济学的大部头。它们帮我形成了理论基础、思维模式，令我受益终身。

在青春的年纪，年长一辈的鼓励、经验，对于一个青年的自信心、价值观，有决定性的影响，我个人至今难以忘怀老师当年对我的哺育。陶冬本事不大，没办法经国济世，但是我始终有一个想法，从一线退下来以后能去教书。如果我去教EMBA的“大佬”们，也许能得到许多的关注和物质奖励。但是那些人，个人价值观已经基本固定，他们在我这里得到的是资讯和分析。我期待的是能和那些还在成长中的少年、青年交流，把正面的价值观、思想方法带给他们。我愿意尽自己的努力，在有生之年给社会一些回馈。

目录

序

IX

前言 拒绝“定格”，把握每个人生拐点

XIII

壹

寻找下一个投资大机会

- | | | |
|-----|-----------------|----|
| 1.1 | 出手、出海、留钱 | 3 |
| 1.2 | 中国经济五大看点 | 7 |
| 1.3 | 寻找下一个投资大机会 | 11 |
| 1.4 | 十年一变的大趋势 | 14 |
| 1.5 | 刘易斯拐点，今后十年的最大拐点 | 17 |
| 1.6 | 呼唤吉尔德式商界领袖 | 20 |

贰

拐点下的困惑

- | | | |
|------|----------------|----|
| 2.1 | 对今后五年国内外大环境的假设 | 25 |
| 2.2 | 盖茨比曲线与机会的固化 | 32 |
| 2.3 | 中国经济六大悬念 | 35 |
| 2.4 | 中国经济企稳，改革仍是必需 | 39 |
| 2.5 | 伪周期与机遇 | 42 |
| 2.6 | 银行去中介，经济去实业 | 46 |
| 2.7 | 去杠杆下的中国 | 49 |
| 2.8 | 中国已经成为世界的中国 | 53 |
| 2.9 | 美联储退出，中国准备好了吗？ | 57 |
| 2.10 | 中国超越美国并非必然 | 61 |
| 2.11 | 国家资本主义时代的到来 | 65 |

参 楼市大棋局

3.1	房价涨跌谈	71
3.2	房地产的小阳春与冰河期	75
3.3	房价会大跌吗?	78
3.4	海南的房产泡沫	82
3.5	怎么投资二三线房地产?	86
3.6	中国需要发展的是廉租房	88
3.7	在香港, 不买房产了	91

肆 金融危与机

4.1	银行暴利时代的终结	97
4.2	利率正常化, 你准备好了吗?	100
4.3	后发与后发优势: 反思华尔街模式	103
4.4	影子银行	107
4.5	城投债炸弹何时爆?	110
4.6	全民高利贷	114

