

People

瑞士信贷董事总经理兼亚洲区首席经济学家陶冬:

流动性过剩不解决 “泡沫”还会此起彼伏

2003年下半年中国出现了第一轮经济过热,最后诱发了2004年年中的宏观调控。但是调控以行政手段为主,没有在流动性上做文章。

于是,工业投资泡沫压下来了,新的泡沫又在产生,出现2006年中国房地产市场的一次重大扩张。于是又开展了一轮房地产市场的调控,但依然是以行政手段为主,仍然没有触及到流动性这个根本问题。

所以房地产市场出现稳定以后,资金又流到别的领域,来了一个股市的疯涨。随着股市升温,“泡沫”担心开始出现,又对股市采取了一系列调控政策,但还是没有解决资金流动性问题,这些资金又重新流回到房地产,流回到工业投资。

我认为,在流动性问题不解决之前,中国宏观经济中的根本问题没有办法得到全面的、根本的解决。

◎本报记者 朱周良

某种意义上说,陶冬作为中国经济问题专家在国际上的知名度,甚至超过国内。用他自己的话说,这是中国经济飞速发展给他创造的机遇,“全世界对于中国信息和分析的渴求”将他推到了现在的地位。

陶冬的日程很满,就在我们约定在浦东香格里拉见面的当天一早,他还得赶往浦西与英特尔全球总裁会面。身居全球投行巨头瑞士信贷亚洲区首席经济分析师的位置,陶冬常常是“今天跟中国人民银行的高官碰面,第二天又去见美联储官员”。

陶冬对中国经济问题的熟悉与其全球化研究视野,使得他的观点常常被人们所重视。这一次恰逢他公务来沪,有幸收到当面一聊的邀请,记者就围绕一些热点问题对他进行了一次深入的专访。

解决流动性过剩是根本

上海证券报:当前,各界对于中国经济过热的争论十分激烈,您曾经成功预言了中国在2004年的那一轮调控,那么您对现在的调控形势如何看待?

陶冬:中国经济还正处在一个比较大的信贷扩张和流动性泡沫周期之中。这个周期其实在2003年就已开始,其特点是中国经常项目和资本项目(政府购汇除外)双顺差,人民币升值压力巨大而市场出现单边预期。这些导致外汇储备大幅度增加和国内资金流动性急剧上升。

由于资本成本过低、流动性过大,2003年

下半年中国出现了第一轮经济过热,其特点是工业投资迅速上升,并制造出大量产能过剩,最后诱发了2004年年中的宏观调控。但是当年5月-7月三个月以“一刀切”的形式使得银行贷款断流,调控几乎全是以行政手段为主,通过行政指令迫使银行减少贷款,而没有在流动性上做文章。于是,工业投资泡沫压下来了,但是其他新的泡沫又在产生,出现2006年中国房地产市场的一次重大扩张。又开展了一轮房地产市场的调控,但依然是以行政手段为主,辅助以房地产政策和税收政策,仍然没有触及到流动性这个根本问题。所以房地产市场出现稳定以后,资金又流到别的领域,来了一个股市的疯涨。随着股市升温,泡沫担心开始出现,又对股市采取了一系列调控政策,但依然是没有解决资金流动性问题,这些资金又重新流回到房地产,流回到工业投资。

我认为,在流动性问题不解决之前,中国宏观经济中的根本问题没有办法得到全面的、根本的解决。

上海证券报:那么您认为应该怎么办呢?

陶冬:行政手段是退烧药,可以减缓一些症状,不过治标不治本。中国今天更大的问题是,资金太便宜,而且越来越便宜。利率是2%的时候,通胀是-1%,实际利率是3%;现在利率上升到了3.5%,通胀则是5.6%,实际利率反倒变成-2%。(编者注:本数据在央行9月15日加息前。)

尽管中国今年一直在加息,但货币政策没有跟上经济发展的脚步,资金成本大幅度下降,这样对于中国经济的整体发展和长期稳定是不利的。

许多公司老总现在认为,做生意不如搞

资本运作。辛辛苦苦做实业三年得来的盈利,比不上资本运作一次圈过来的钱,于是大量资金就由实业流到资本市场。从长期来看,这样的状况是不健康的。

类似的情形在上世纪80年代的日本也曾出现过。其实中国政府也担心会出现和日本一样面临“失去的10年”,因此积极采取入市干预,管理人民币过快升值,但这些措施并没有制止中国出现当年日本80年代中期的现象:流动性泛滥,产业资金流向虚拟经济、公司间交叉持股、楼市股市泡沫化以及通胀加剧。

我个人认为,汇率是经济整体中的一部分,不是能够长期压抑的。这就好比一壶沸腾的水,你把壶口堵住了,蒸汽还会从其他地方漏出来。名义汇率不升,我们看到实际汇率在升值,通过通货膨胀,通过工资上涨,通过资产增值,最终对经济的实际作用是一样的,推高成本,减少出口。但这个过程会进一步增加不同经济部门之间关系的扭曲,制造资产泡沫。

在双顺差之下,中国货币升值理所当然。中国的生产率和工资收入增长都远超过世界上其他一些地方,这无疑会使得货币的相对价格(汇率)相应提高,人民币的大幅升值在所难免,只是以何种形式而已。短期内我相国会以实际汇率升值的形式出现,譬如工资增长,通货膨胀上升,资产升值等等。人民币名义汇率的升值步伐早晚也会加快,但这可能需要一些时间。

非食品通胀或成下一轮上涨重要动力

上海证券报:您认为未来政府在货币政策方面是否还会有更多紧缩举措出台?

陶冬:首先国家需要对通胀前景有一个认识。年初开始,许多机构都不约而同地表示,中国的通胀是粮食通胀,几个月后能够缓下来。这样的说法随着时间推移不断往前修正,但结论不变,通胀三个月后会下来。

我个人认为,中国的粮食通胀暂时下不来。今年夏粮是丰收的,但是国家收购价格大涨之后,农民还是不愿卖粮,因为他们有通胀的预期;供应增加未必一定带来价格下降。其次,今年的秋粮收成可能不会好,今年中国南涝北旱的局面十分严重。加上猪蓝耳病因素,生猪供应明年年中前难有起色。我认为,中国的粮食和肉类价格仍然看涨,也许能用行政手段暂时将食品价格稳定住,但大幅下降的机会不大。

非食品通胀是更大的问题。中国现在面临一个全社会的通胀预期改变。老百姓对于通胀下一步的预期走势和6月以前明显不同,接下来不可避免带来的是工资上涨、租金上涨以及服务业涨价。

一旦粮食通胀转移到下游环节,一旦通胀预期起来,服务业价格上涨不可避免。我个人认为,中国的食品通胀基本维持在8%左右。而非食品通胀目前是1%,我相信年底会达到2%,明年底可能高达4%,成为拉动中国通胀下一轮上涨的重要动力。

上海证券报:您对解决当前的问题有何建议?

陶冬:粮食通胀一旦形成以后,短期内很难乐观。中国出现粮食短缺问题,其实是过去几年粮价暴跌、对农民利益没有足够重视而导致的。农民养猪种粮的积极性没了,需要时间来愈合。现在很多地方提高了生猪收购价,但养猪积极性依然不高。另外,这也是工业化过程中一个不可避免的现象,因为耕地在减少,最有效率的农业劳动力大量进城打工,粮食生产见顶趋势明显。我认为应该大量进口外国的粮食和肉类,通过国际市场来补贴国内粮食供需失衡。

A股估值偏高但泡沫不大

上海证券报:能不能谈谈您对当前A股市场的看法?

陶冬:对内地股市,我的总体评价是:估值偏高,但泡沫不大。我的担心主要源自散户的过度投机行为。不过最近散户开始出现基金化趋势,这是一个可喜的现象。中国股市的市盈率比世界其他地方高很多,这背后其实有其必然性。中国的资本账户不开放,绝大多数老百姓的钱也在10万元以下,要他们去美股、买石油期货不现实。他们只有几个有限的投资渠道,要么放在银行,要么在楼市,要么在股市,考虑到银行存款利率一直为负的情况,资金流到股市和楼市也是没有选择的选择,是受大环境所迫。

在这种情况下,股市高市盈率也是难免的,这是中国资本市场的一个现实。我上午和



■人物简历

陶冬,现任瑞士信贷董事总经理、亚洲区首席经济分析师,自1994年起常驻中国香港。1998年加入瑞士信贷,曾任瑞士信贷亚洲区经济研究。个人侧重于对中国经济的研究,但同时兼顾亚洲区其他国家和地区的研究。此前,陶冬曾任香港宝源证券高级经济分析师及中国研究部主管。

陶冬拥有美国犹他大学博士、经济学硕士学位及北京外国语学院学士学位。他曾对1997年亚洲金融危机和2004年中国宏观调控作出过前瞻性分析和预警。

英特尔总裁聊天时他就问我,为什么A股的市盈率可以这么高,我也坦白地告诉他,如果英特尔来A股上市,保证它的市盈率会比现在大多数A股股票都要高。

另外,中国经历了许多结构性的改革,包括入世、银行业改革、企业所得税减免、资本市场改革以及企业高管激励机制等等,这些结构性的变化都是在股票市盈率中看不出的,但对提高生产率极有帮助。同时,中国企业第一、二、三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二、十三、十四、十五、十六、十七、十八、十九、二十、二十一、二十二、二十三、二十四、二十五、二十六、二十七、二十八、二十九、三十、三十一、三十二、三十三、三十四、三十五、三十六、三十七、三十八、三十九、四十、四十一、四十二、四十三、四十四、四十五、四十六、四十七、四十八、四十九、五十、五十一、五十二、五十三、五十四、五十五、五十六、五十七、五十八、五十九、六十、六十一、六十二、六十三、六十四、六十五、六十六、六十七、六十八、六十九、七十、七十一、七十二、七十三、七十四、七十五、七十六、七十七、七十八、七十九、八十、八十一、八十二、八十三、八十四、八十五、八十六、八十七、八十八、八十九、九十、九十一、九十二、九十三、九十四、九十五、九十六、九十七、九十八、九十九、一百。

所以,我对A股的看法是,第一,不要轻言过热;第二,要慢慢治理,而不要用政策来“一棍子打死”。在供应方面,我觉得可以通过国有股减持和大型H股回归等途径,逐步拉低市场平均估值,同时把资金引向境外。我认为这些举措是正确的,对于市场的冲击要小过直接打压股市的行政措施。

上海证券报:上市公司半年报刚刚披露完毕,总体盈利增长超过70%,但其中投资收益占了很大一部分,您对此有何看法?上市公司大量参股券商的行为是否正常?有无风险?

陶冬:企业参股是企业行为,最终市场会证明其投资决策正确与否。这本身我觉得没有必要加以讨伐,更应该通过政策加以限制。企业今天的问题是,资金太多、太便宜,而且在本业投不出去,甚至也不想投,在这种情况下买一些其他资产也无所谓。

券商确实是一个周期性很强、波动很大的行业。但是中国资本市场还处在起步期,10年、20年甚至50年来看这不是一项合理的投资,恐怕不是现在能说得清楚的。重要的是,这些企业不能大幅度地偏离主业。因为从历史上看,世界许多国家出现过大公司甚至是蓝筹公司偏离主业,走向金融业,走向控股公司,最终往往都没有好结果。

■人物轶事

博客自天上来

◎本报记者 朱周良

在谷歌里键入关键词“陶冬”,看到最多的搜索结果就是“陶冬的博客”,相关条目多达30多万。不过有谁知道,这些大作都是“天上飞来”的。

陶冬虽然很忙,但他坚持每周至少现身博客几次。“我坐飞机的时间很多,飞机上什么也做不了,打不了手机也发不出电邮。思想这东西不写出来,也就浪费了,于是我就老老实实地在飞机上写点文章,拿去给朋友看觉得还不错,便发表了。很多航线上的乘务员都认识我,所以上机后递上来的不是香蕉,而是一支笔”。

网友们现在读到的陶冬的“博文”,几乎都是他在飞机上完成的。

陶冬还特意提到了一个有趣的博客现象。“我如果在博客上放一篇关于股市的文章,一天的点击率能超过10万。不过,我要是写一篇关于经济的并不枯燥的文章,点击率则只有几千,尽管后者恰恰是本人的专长所在,文章往往花费更多精力和思考,能提供更大的分析价值。”这样的状况也令陶冬颇为无奈。“我倒不在意点击率,毕竟自己不是做媒体的,也不靠这个吃饭。实际上我认为,这几千次的点击率远比那10万更有‘含金量’”。

陶冬还从他经济学家独有的角度指出,这样的点击率反差,折射出中国社会急功近利的现象。

■人物语录

◎美国“次贷”风波确实给中国上了一课,在一片火红的市场中,需要有冷静的观察和充满纪律的贷款模式。中国房地产大牛市中,银行贷款行为有不规范之处。一旦房地产牛市逆转,可能一觉醒来,发现实际上的坏账水平比想像的要大很多。

◎许多公司老总现在认为,做生意不如搞资本运作。辛辛苦苦做实业三年得来的盈利,比不上资本运作一次圈过来的钱,于是大量资金就由实业流到资本市场。从长期来看,这样的状况是不健康的。

◎年初开始,许多机构都不约而同地表示,中国的通胀是粮食通胀,几个月后能够缓下来。这样的说法随着时间推移不断往前修正,但结论不变,通胀三个月后会下来。我个人认为,中国的粮食通胀暂时下不来。

◎我个人认为,中国的食品通胀基本维持在8%左右。而非食品通胀目前是1%,我相信年底会达到2%,明年底可能高达4%,成为拉动中国通胀下一轮上涨的重要动力。

◎对内地股市,我的总体评价是:估值偏高,但泡沫不大。我的担心主要源自散户的过度投机行为。不过最近散户开始出现基金化趋势,这是一个可喜的现象。

◎我对A股的看法是,第一,不要轻言过热;第二,要慢慢治理,而不要用政策来“一棍子打死”。



■人物素描

碰到了几次好“运气”

◎本报记者 朱周良

谈到他自己,陶冬一再强调,他这一生碰到了几次好运气。

他说,第一次运气是出生在了一个爱读书的家庭。在他童年时期,尽管当时社会上读书的氛围很淡,但陶冬的父母都酷爱读书。“我在3、4岁的时候,晚上父母都在读书,我也搬个小凳子在那读书,养成了爱读书的习惯,这为他个人的发展奠定了一个很好的基础。”当时考上大学,不过是比别人多读了几本书而已。“陶冬说,他不会打麻将,也不唱卡拉OK,不抽烟不喝酒,就是喜欢读书,喜欢思考。

陶冬的第二次机遇是在上世纪80年代中期。那时候已经有不少中国学生到美国留学,但几乎都集中在物理、化学等理工科。陶冬的本科是在北京外国语学院学日语,但却幸运地连跳“两级”,先是从语言类考到了财经类大学读研究生,紧接着又跳到美国去读经济。“这是一个机遇,我甚至还没考托福或是GRE,美国方面已经愿意给我奖学金,因为当时那些学校经济系根本没有中国学生。”

博士毕业后,美国的就业市场非常差,陶冬便到日本去闯荡,用上了日语的本行,做研究员。不过,很快他又遇到了第三次机遇——中国股在香港开始火起来。1994年初,香港出现了第一波H股高潮,“我去参加一个朋友的婚礼,即兴发表了一通对股市的看法,第二天就被一个朋友

邀请去香港玩一玩,原来他们在物色中国经济分析师。我就这么稀里糊涂地被一张免费机票由日本带到了香港,进入了证券业。”

“接下来的机遇就是中国国力的爆炸式增强。我从不起眼的分析员,做到一个在全球都有一点知名度的中国经济分析师,离不开中国的崛起。”他无不感慨地说。陶冬谈个人成就,总是谈机遇和别人的帮助,很少提及自己的天资、努力。

陶冬认为他和他的团队迄今为止打得最漂亮的几仗,一是在1997年成功地对亚洲金融风暴作出了预测。“在1997年初,我们就指出,一场以货币为触发点的金融危机可能正在泰国产生,并可能对其他东南亚国家造成连锁反应,不过最终这次危机对亚洲经济体的冲击和伤害大大超出了我们的预期。”

陶冬还对他的团队预言2004年中国经济过热颇感自豪。“在2003年夏天,我就提出要警惕中国经济的‘无通胀过热’,到2004年初过热迹象已经非常明显,钢铁厂、水泥厂遍地开花。当时官方的说法是不要轻言过热,但我预计政府会在年中出台紧缩举措,而事实上调控最终发生得比我预期的还早一点。在5月-7月,政府一刀切地将所有银行贷款断流。”

其实,对于中国经济这一轮从2006年秋季开始的加速增长,陶冬也是预期较早的。陶冬在2006年10月就预计,中国经济在2007年的增长将达到10.8%,当时市场的平均预测为9%。