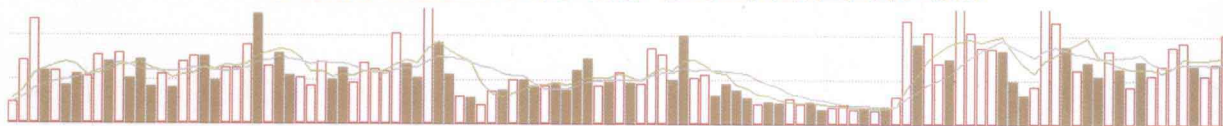




# 大周期

政府智库实战派经济学家  
权威解读经济新周期与未来财富增长点



## large business cycle

人人都能读懂经济周期的第一书  
找准未来10年投资机遇的必读书

滕泰·著

燕京华侨大学校长、著名经济学家  
财政部财政科学研究所所长  
国家信息中心预测部主任  
国务院发展研究中心  
博士生导师、中国银

华生  
贾康  
范剑平  
巴曙松

专家  
推荐

十八大之后，股市、楼市、黄金、大宗商品，  
谁将是下一个周期的财富爆发点？

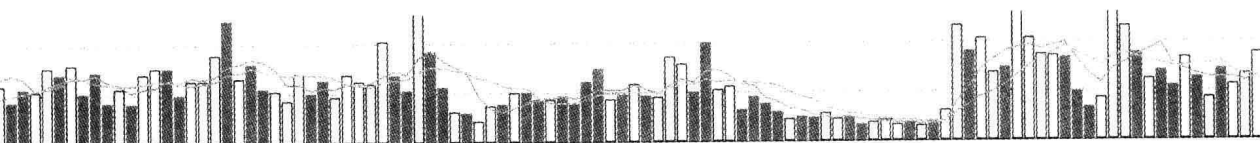
唯一多次应邀参加“中南海问策”的70后学者，  
教你如何保值增值自己的财富


全国百佳图书出版单位  
时代出版传媒股份有限公司  
安徽人民出版社

# 大周期

政府智库实战派经济学家  
权威解读经济新周期与未来财富增长点  
large business cycle

滕泰 著



全国百佳图书出版单位  
 时代出版传媒股份有限公司  
安徽人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

大周期 / 滕泰著. —合肥: 安徽人民出版社, 2012.12  
ISBN 978-7-212-06028-2

I. ①大… II. ①滕… III. ①中国经济—经济周期分析  
IV. ①F124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 299609 号

## 大周期

作 者 | 滕 泰  
出 版 人 | 胡正义  
策划监制 | 俞根勇  
责任编辑 | 徐敏峰  
责任印制 | 刘 银  
营销支持 | 孙向雷  
装帧设计 | 尚世视觉 赵芝英

出 版 | 时代出版传媒股份有限公司 <http://www.press-mart.com>  
安徽人民出版社 <http://www.ahpeople.com>  
合肥市政务文化新区翡翠路 1118 号出版传媒广场 8 楼  
邮编: 230071

发 行 | 北京时代华文书局有限公司  
北京市东城区安定门外大街 138 号皇城国际大厦 A 座 8 楼  
邮编: 100011 电话: 010-64267120 010-64267397

印 刷 | 北京中印联印务有限公司 电话: 010-87331056  
(如发现印装质量问题, 影响阅读, 请与印刷厂联系调换)

开 本 | 710×1000 1/16  
印 张 | 19  
字 数 | 350 千字  
版 次 | 2013 年 2 月第 1 版 2013 年 2 月第 1 次印刷  
书 号 | ISBN 978-7-212-06028-2  
定 价 | 42.00 元

版权所有, 侵权必究

## 序 言

“这是最好的时代，这是最坏的时代；这是智慧的时代，这是愚蠢的时代；这是信任的时期，这是怀疑的时期；这是光明的季节，这是黑暗的季节；这是希望的春天，这是失望的冬天；我们面前什么都有，我们又都一无所有……”

虽诞生于100多年前，这段话却是2008年全球金融危机爆发以来我们这个世界的真实写照。五年前，世界经济一片欣欣向荣之景，五年后，欧美经济举步维艰，救市之声不绝于耳；五年前，某国央行还为防止经济过热不断“踩刹车”，五年后，各国央行“踩油门”增加流动性之举却无法使经济重新焕发活力；五年前，华尔街的投资银行夜夜不眠，金钱似乎从没有停滞地流进华尔街精英的口袋，五年后，五大投资银行悉数倒闭重组，裁员的恐慌笼罩着金融行业；五年前，中国的投资者还在欢呼股市“万点论”，五年后，中国的资本市场却已哀鸿遍野，并不断有“鳄鱼进去、壁虎出来”这类嘲讽之语。五年，历史见证了一个完整的经济周期，而在周期的不同阶段，每个人都深切地感受到乐观、贪婪、不安、怀疑、担忧、恐惧、悲观……这一切是如何发生的？我们的经济出了什么问题？我们未来应该怎么办？

作为一名宏观经济的研究者、投行经济学家和资本市场的亲历者，笔者从多个角度深刻地体会着周期的不同阶段所带来的冲击：一方面作为投行经济学家要通过多维度宏观微观指标的监测，对下一个阶段的经济走势做出自己的预测；另一方面要把这种预测转换为对股票市场、债券货币市场、房地产市场、

黄金与大宗商品市场等的具体投资策略；同时作为中央政府某些决策部门的专家库成员，还要在决策咨询会上提出具体的决策建议。事实上，无论对投资者建言，还是对国家经济决策者建言，其责任都是极其重大的。如今五年多过去，回首每个阶段所做的预测和政策建议，无论是被实践验证的还是没有被验证的，无论是被政府采纳的还是没有被采纳的，都变得格外有意义，因为这事关方法论、认识论和逻辑的问题，其中的经验和教训对未来的预测具有极其珍贵的价值。

2008年年初，美国次贷危机愈演愈烈，我强烈地感觉到世界经济格局和金融秩序即将发生重大变化，带着对次贷危机的一线体验，笔者结束了在美国沃顿商学院的访问学者历程，踏上了回国之路。回国之初，笔者感到国内对次贷危机的严重性估计不足，遂于2008年1月撰文指出“次贷危机将导致全球五年牛市的结束”。2008年9月雷曼倒闭引发全球金融海啸，中国自然也未能幸免，这直接导致了两个月后4万亿经济刺激计划的出台。2009年年初，国内舆论对经济前景一片悲观，笔者最早提出《中国经济已然触底，通缩与资产泡沫并存》——正是这篇研究报告，引起有关部门的关注，使我后来多次受邀参加央行、发改委、国务院研究室、中央政策研究室等决策部门的会议，甚至总理召开的专家咨询会，从而开始有越来越多的机会以市场派学者的身份参与政策决策。事实证明，我国GDP增速的确在2009年一季度见底回升，与此同时PPI和CPI继续低位运行，上证指数由年初的1800点最高上涨至3400点，而房地产价格自2009年二季度开始出现明显上涨——笔者在文中的三个判断全部得到验证。2010年，在全国一片“通胀来了”的恐惧声中，笔者出版《滕泰透视通胀》一书，提出了“通胀可怕，通胀恐惧更可怕，非理性通胀恐惧造成的政策超调最可怕”的观点，果然中国的CPI涨幅也如笔者所言开始回落直至今年的2%~3%。然而不幸的是，对通胀的非理性恐惧以及由此引发的政策超调也让中国经济陷入低迷。

多年来，作为唯一多次应邀参加“中南海”问策的70后学者，笔者每一次参加决策咨询会都认真调查研究，精心准备，希望自己的观点能够被决策层采纳。而当面对各种传统学术思想竞争，甚至感受到一些根深蒂固的错误思想一

时无法撼动时，又深深地感到影响力的微薄，多次让可能的正确决策失之交臂，或让那些操作难度极大的正确建议束之高阁。但是，无论如何，这些宝贵的经历却使得笔者能够从更高的决策角度更全面地看待中国经济的问题，并更加孜孜不倦地探索从根源上解决这些问题之道。

在笔者看来，国家的国力要强盛，民众的资产要增值，就必须摆脱对计划经济、鸟笼经济、凯恩斯主义或货币学派的生搬硬套，而需要从供给学派入手，从财富创造的源泉入手，通过制度改革、技术创新，实现从“库兹涅茨增长”到“熊彼特增长”和“斯密增长”模式的转变，通过减税、反垄断、放松管制、民营化、自由化等方法，让资本、技术、人口、资源和制度等一切制造财富的源泉充分涌流！为此，笔者不仅写了大量政策评论文章，还先后出版了《新财富论》、《财富的觉醒》等著作，对财富的创造、流动和分配进行阐述，并系统地提出“软财富战略”。而要让决策者真正理解并重视金融和资本市场，让投资者能分享中国经济增长的成果，则需要做更多的工作。尤其要让决策者破除对资本市场的偏见，恐怕要一代现代学者付出更长时间的努力，直到有一天决策者能够告别传统政治经济学带给他们的阴影。

2012年是玛雅人预言的世界末日，结果世界依然安好，中国的资本市场却十年涨幅为零。然而，笔者却坚信，这既是悲剧的结束，也是希望的新生。随着城市化进程的不断推进，金融自由化等制度的改革和创新势必使中国经济和资本市场焕发出新的活力。

本书中收录了笔者自2008年以来的代表性评论文章和近期最新研究成果，分为“改革”、“周期与增长”、“物价”、“对外开放”、“资本市场”、“楼市、黄金、大宗商品”、“未来展望”七个部分，不求给中国经济开出万灵药，只希望与读者分享笔者在过去五年中对于中国的宏观经济、资本市场的一些研究经验、教训、感触以及参与高层决策的一些体验，也希望书中提出的对股市、房地产和大宗商品的见解和研究方法可供读者借鉴，并帮助投资者认识经济周期，以及周期不同阶段各种资产价格的涨跌规律，从而有利于实现自己财富和资产更快地增值。站在新的政治周期和经济周期的起点，本书第七部分也结合

上一轮周期的经验，对未来中国的经济增长、货币政策走向、物价、房价、黄金价格、股票、PE等资产市场的走势以及未来的风险和收益做出了预测，供读者参考。

本书成稿过程中，嵇旭、刘晓亮、冯磊、刘薇等先后做了大量的整理工作，在此表示感谢。书中有疏漏之处，都由本人承担。

滕 泰

二零一二年十月

## 序 言/1

### 第一章

#### 改革，让财富的源泉充分涌流

- 003 | 中国经济发展需要新动力
- 007 | 中国经济面临“中等收入陷阱”挑战
- 010 | 从“库兹涅茨增长”到“熊彼特增长”
- 014 | 中国硬财富vs美国软财富
- 017 | 告别凯恩斯主义经济增长，需要制度与技术创新
- 025 | 政策转型，战略转向
- 028 | 慎用货币政策，治理本轮通胀
- 032 | 勿患泡沫，勿忧通胀，勿信货币派
- 037 | 加快推进中国利率市场化改革



## 第二章

### 周期与增长，预测得与失

- 045 | 经济触底通缩与资产泡沫并存
- 049 | 见底快回升慢“保八”仍有望
- 053 | 双轮驱动，U型增长
- 060 | 三大不稳定因素影响2010年经济
- 064 | “M”头若隐若现，加息慎之又慎
- 069 | 世界经济不会“二次探底”
- 074 | 两币危机交替出现，全球继续为欧美埋单
- 077 | “稳健”协奏曲之下，2011年中国经济将实现“软着陆”
- 082 | 用好“三把斧”，驱散经济阴霾

## 第三章

### 物价：牵动百姓和政策神经

- 091 | 过剩经济通胀不是主要矛盾，应更多关注核心CPI
- 094 | 货币政策有三种可选组合
- 098 | 认清通胀特点，增强政策针对性
- 103 | 劳动力成本上升对物价影响有限
- 111 | 不可高估输入型通胀压力
- 119 | 调控通胀，管好食品价格是关键
- 123 | 中国货币流向对物价和资产价格的影响及预测
- 135 | 中国要克服对通胀的恐惧
- 139 | 目前处通胀末期，应尽快下调存款准备金

## 第四章

### 新时代需要新对外开放观

- 145 | 美元汇率反转进入升值周期
- 150 | 美国金融“生病”，中国无须“吃药”
- 155 | 2015年：从贸易顺差到贸易逆差
- 165 | 以升值治理内外失衡
- 169 | 微观主体资金紧张的宏观根源

## 第五章

### 资本市场：破除偏见，守望曙光

- 175 | 全球股市五年牛市的终结
- 183 | 市场失灵，政府应有所作为
- 188 | 调动社会资源，稳定证券市场——设立大小非稳定基金
- 192 | 中国需要多元化的投资理念
- 198 | 中国股市的暴涨暴跌模型
- 204 | 次贷危机的启示：救市宜早不宜迟
- 208 | 发展中国外币资本市场，实现多重国家战略目标
- 213 | 股市政策应成为宏观政策重要内容

## 第六章

### 楼市、黄金、大宗商品，谁领风骚

- 219 | 大宗商品价格将继续下跌
- 225 | 三论人民币和黄金是全球最有升值潜力资产
- 229 | 房价回调是维护经济全局利益的迫切要求
- 233 | 政策合力将推动房价短期调整

## 第七章

### 站在新周期的起跑线

- |     |                        |
|-----|------------------------|
| 241 | 中国经济：复苏延迟vs L型增长       |
| 244 | 下一轮通胀高峰为时尚远，货币政策放松刻不容缓 |
| 249 | 破除股市偏见                 |
| 253 | 新一轮黄金牛市开启，一年内望突破2000美元 |
| 256 | 中短期均衡将被打破，房价未来一年下跌可期   |
| 260 | 2012年进出口大幅放缓，贸易顺差阶段性反弹 |
| 266 | 中国股市迎来历史性建仓机遇          |
| 274 | 中国PE行业步入严冬             |
| 280 | 人民币汇率长期升值趋势不改          |

◇后 记 / 285

◇附 录 / 292

继续靠扩大出口来拉动经济增长是不是不现实？继续通过扩大基本建设投资是不是不可持续？在居民收入不能迅速提高的情况下，消费能否迅速启动？

每一个带着上述疑问，认为中国经济高速增长不可持续的人，其实他们都不知不觉中戴上了一副“凯恩斯主义”的眼镜——如果跳出凯恩斯主义的需求分析，把眼光放到供给方面，您就会看到另一个未来中国：人口城市化潜力、社会分工与制度优化潜力、储蓄与外汇资本的潜力、技术进步的潜力……发掘这些潜力，就必须采纳新供给学派的主张，全面深化改革！

large business cycle

第一章

## 改革，让财富的 源泉充分涌流



## 中国经济发展需要新动力

本文发表时，中国经济决策者刚刚从“通胀恐惧”中缓过来，却又不幸跌进“衰退恐惧”的深渊。本文一方面阐述了资本市场在缓冲二者矛盾中具有独特的作用，另一方面特别指出中国经济发展的新动力在于改革（斯密增长）和创新（熊彼特增长）。可惜的是，无论资金流动与资本市场的作用，还是改革、创新的呼吁，都没有引起决策者的关注。一个月以后，中央政府推出了“四万亿”投资刺激计划。四年过去了，我们把这篇文章一字不改地重新呈现给读者。大家不妨品一品：为什么我们不肯从资金流动的角度把握一些新的规律？为什么我们固守在短缺时代的通胀恐惧中一次又一次伤害中国经济？为什么转变经济增长方式和改革成为空谈？四年，不长也不短。如果我们用四年前的这篇文章来点评中国经济，一点也不过时。是当时的理论太超前，是政府根本就是在用早已过时的传统理论来指导中国经济，还是因为中国经济没有任何进步和改变，又回到了四年前？

资金在虚拟经济和实体经济之间的流动，以及资本市场的货币创造或毁灭功能，是影响消费和通胀水平的重要因素之一。在全球经济衰退风险已经来临，且通胀已不是当前经济的主要矛盾的时候，应该注重发挥资本市场“正财富效应”带来的“消费效应”以提振内需。中国经济快速增长的深层次动力是制度创新、技术创新和要素总量投入增加，所以，要保持经济长期平稳较快发展，必须实施可

持续的发展战略，推动技术创新和经济结构转型，在金融资源、税收政策等方面给企业以必要的支持，在产业政策方面加大对高科技产业和服务业的扶持力度。

### 通胀水平与资本市场息息相关

从2006年年初到2007年二季度，中国股票市场在短短一年多时间内上涨近4倍之后，市场的资金开始加速流入消费市场，股市的“财富效应”开始转变为“消费效应”，居民消费信心大增。也正是从2007年二季度开始，中国的通货膨胀率开始上升，二季度CPI上涨到3%以上，6月份突破4%，7月突破5%，8月突破6%。2007年10月，中国股市开始下跌。上证综指从6100点下跌到2008年2月的4500点左右。这段时间，投资者不仅把证券盈利部分拿来消费，而且把大量本金从证券市场撤出，存到商业银行，或直接进行消费。2007年10月到2008年2月，中国的CPI一直停留在6%以上，其中2008年2月达到本轮通胀的高点8.7%。从2008年2月开始，股市的下跌开始加速，并且形成“负财富效应”和“负消费效应”。一部分投资者不再卖出，看着股票财富缩水，消费信心下降；另一部分投资者“止损”卖出，所剩的资金也没有增加消费的意愿。于是，中国的CPI开始逐月回落。随着上证综指从4500点左右迅速下跌到8月的2500点以下，中国居民的消费能力下降，通胀水平逐月回落，到2008年8月已经回落到4.9%。

2008年9月18日，管理层出台了三项利好措施，有效地遏制了资本市场信心崩溃的局面。虽然国际股市在金融风暴的冲击下出现历史性大幅下跌，但上证综指还是有了在2000点附近企稳的迹象。预计未来一段时间会有更多资金从实体经济逐步回流到资本市场，因此中国四季度的CPI有望进一步回落到4%以下。显然，资金在虚拟经济和实体经济之间的流动，以及资本市场的货币创造或毁灭功能，是影响消费和通胀水平的重要因素之一。一般而言，在牛市的后期，资本市场的“正财富效应”推动通胀上升；熊市的初期，资金从资本市场流回消费领域，也推动通胀上升；在熊市的后期资本市场的“负财富效应”，会抑制消费，促进通胀回落；而牛市的初期，资金从实体经济流入虚拟经济，同样会促使通胀回落。

### 通胀已不是当前经济主要矛盾

在不同的历史背景下，各国通胀形成的原因千差万别。对中国而言，通胀并不是简单的货币因素，因为货币即使过剩也有很多出口，并不局限于消费领域。就中国而言，证券市场可以吸纳数万亿元货币，商业银行存贷差以及存款

准备金沉淀了十多万亿元货币，房地产市场可以吸纳巨额资金，其余的货币流动性才与消费有关。

事实上，中国这一轮通胀与20世纪90年代的那轮通胀有本质的不同：90年代那次高通胀的背景是“短缺经济”，现在的背景是一般消费品过剩；90年代那轮通胀时，M2增速超过30%，且商业银行没有存贷差，这一次M2增速为16%，大量资金沉淀在商业银行和中央银行账户中；90年代初期中国没有大规模的资本市场、商业房地产市场和期货市场，一旦需求过剩，老百姓和企业都会囤积商品或原材料，而现在这些资产市场都可以吸纳巨额货币，为企业和居民提供投资和套期保值的手段；90年代初通胀的外部背景是汇率并轨、人民币汇率贬值造成出口猛增，而这一轮通胀的外部背景是人民币升值、出口回落……

总之，这一轮通胀从总需求角度看不仅仅是简单的货币现象，而是与货币在虚拟经济与实体经济之间的流动和配置有关。从供给角度分析，在一般消费品过剩的背景下，没有造成普遍的物价上涨，而只是造成以食品、原材料价格上涨推动的结构性通胀。所以，本轮通胀从一开始就注定是一轮受资本市场行情影响的、短期的、结构性通胀。一旦资本市场行情过了特定的阶段，财富效应和消费效应发生逆转，总需求立刻发生变化，随着食品价格回落、国际大宗商品代表的能源、原材料价格回落，中国的通胀水平有望保持在4%~5%之间的适度水平。显然，通胀不是当前中国经济的主要矛盾。

### 应该大力发展资本市场

值得欣慰的是，管理层及时地调整了宏观调控的着力点，由年初的“双防”，调整为目前的“一保一控”。央行的货币政策也及时转向，不到一个月时间内两次下调利率和金融机构存款准备金率。尽管如此，在国际国内众多不利因素的共同作用下，未来两年中国的经济增长和企业盈利仍然面临着一定压力。预计到2008年四季度，GDP增速将回落至9.5%左右，月度CPI有望降到4%以下。而2009年、2010年的GDP增长率预计在9%到10%之间。企业一方面面临着总量回落、竞争压力加大、消费品价格回落的压力，另一方面面临着工资成本刚性、原材料价格依然较高、资金利息成本过高、环保成本等压力，因此未来两年企业盈利仍将面临较大挑战。在这样的形势下，为了保证国民经济的健康发展，稳定就业，必须进一步放松货币政策。利率和存款准备金率都将开始进入下降周期，对于信贷规模的控制也有望放松。在人民币升值、出口增速回落的大背



景下，应该大力发展资本市场，一方面可以形成财富效应、刺激消费，另一方面可以扩大直接融资促进投资增长。同时，应该重视人民币国际化战略，推动扩大国际贸易中的人民币国际结算范围，减少本币升值对出口的影响。

## 中国经济需要新发展动力

要真正使得中国经济保持平稳较快地增长，以上措施还远远不够，因为所谓投资、消费、出口等“三驾马车”并不是中国经济增长的根本动力。中国经济增长的深层次动力是制度创新、技术创新和要素总量投入增加。比如，从1978年开始，我国实施的农村联产承包责任制、承包制、股份制等制度改革，在原有的技术和资源背景下，实现了财富增长的飞跃——这可以简单地概括为“斯密增长”：增长的动力源自分工和效率的提高。又如，在过去二三十年里，中国通过引进外资、引进成熟技术、农村劳动力向城市转移、大量投入能源原材料等手段，保持了10%左右的GDP增长率——这可以简单地定义为“库兹涅茨增长”：增长的本质在于总量投入的增加。

目前，像过去几年实施大规模的产权改革、市场机制改革来推动经济增长的动力已经不足；随着劳动力成本、资金成本、能源和原材料成本的上升，持续地增加投入，维持高能耗、低效率的增长模式也不可持续。因此必须把着力点转移到经济结构转型、技术创新和微观企业管理制度创新等方面，我们可以抽象地把这种增长概括为“熊彼特增长”。

重视“熊彼特增长”模式，推动技术创新和经济结构转型，是经济发展和经济增长的历史规律。对于中国而言，4%~6%的通货膨胀率未必是件坏事，只有让企业感受到实实在在的成本压力，才能够迫使他们珍惜节省要素投入，真正转变以往高投入、高消耗、高增长、低效益的增长模式，减少国家的资源和环境成本，实现可持续的发展战略。当然，为了对冲企业的微观成本压力，国家应在金融资源、税收政策等方面给企业以必要的支持，在产业政策方面加大对高科技产业和服务业的扶持力度。