

# 预见

新时代投资机遇

# 未来

宇观新时代

最新力作

邵宇

东方证券  
首席经济学家

聚焦中国新动能

联合推荐

李迅雷

连平

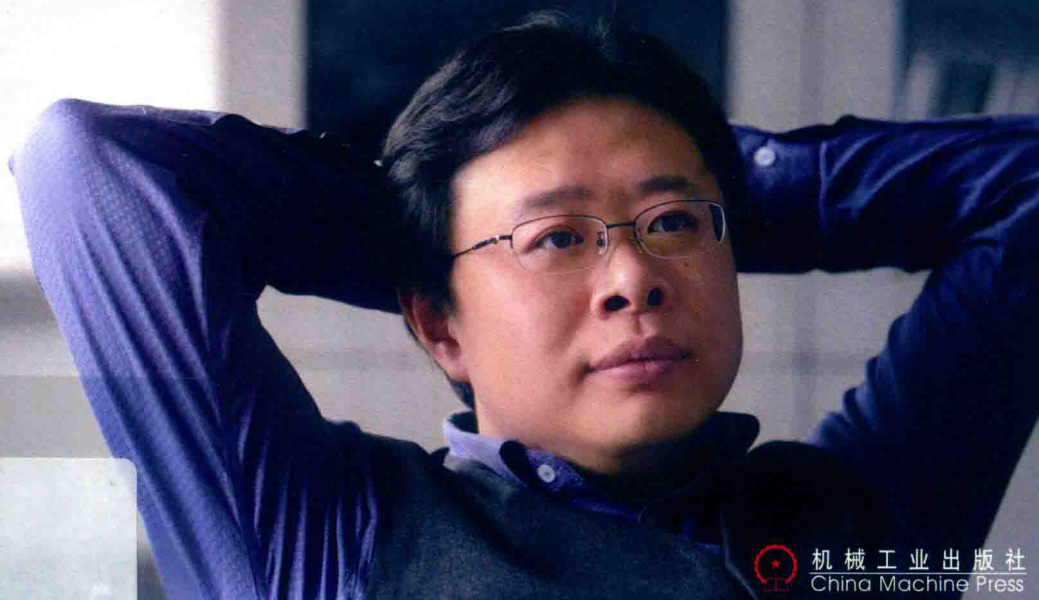
刘煜辉

张军

管清友

邵宇·著

FORESEE THE FUTURE



机械工业出版社  
China Machine Press

# 预见

新时代投资机遇

FORESEE THE FUTURE

# 未来

邵宇·著



机械工业出版社  
China Machine Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

预见未来：新时代投资机遇 / 邵宇著. —北京：机械工业出版社，2019.2

ISBN 978-7-111-61744-0

I. 预… II. 邵… III. 投资-基本知识 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 293897 号

本书涵盖了邵宇博士近年来在经济研究领域里所主张的主要观点。书中涉及全球化 4.0、深度城市化、新时代改革、新宏观调控、新金融周期、新投资方法等重要领域。本书没有使用高难度的专业经济学术语，而是用简单形象的例子来分析说明经济现象、金融现象、投资现象。本书传达了正确的经济观念、投资理念，是理解中国经济、世界趋势和金融投资的第一手资料。

## 预见未来：新时代投资机遇

出版发行：机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码：100037）

责任编辑：刘新艳

责任校对：李秋荣

印 刷：北京文昌阁彩色印刷有限责任公司

版 次：2019 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

开 本：147mm×210mm 1/32

印 张：9

书 号：ISBN 978-7-111-61744-0

定 价：59.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：(010) 68995261 88361066

投稿热线：(010) 88379007

购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱：hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问：北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东



献给悦瞳

## 作者简介

邵宇，金融学博士、中国社科院博士后。牛津大学 SWIRE 学者，国家金融与发展实验室特聘高级研究员，复旦大学金融研究院研究员，复旦大学管理学院、泛海金融学院、南京大学工程管理学院、厦门大学经济学院兼职教授。中国首席经济学家论坛理事、上海国际金融与经济研究院理事、新供给经济学 50 人论坛成员、央行货币政策委员会专家成员。

曾挂职上海市宝山区发改委副主任，任职复旦大学国际金融系副主任、西南证券研发中心总经理、宏源证券研究所首席分析师。2011 年加入中国东方证券，目前任集团公司总裁助理、集团公司首席经济学家。

研究领域覆盖全球宏观、中国宏观、权益债券投资策略和金融工程。美国《华尔街日报》、英国《金融时报》、中国财新网专栏作者。代表作品包括《全球化 4.0：中国如何重回世界之巅》《新政机遇：改革锦标赛与市场新动力》《穿越镀金时代》《危机三部曲：全球宏观经济、金融、地缘政治大图景》《微观金融学及其数学基础》等。

2014 年度中国青年经济学人、上海十大青年经济人物。被业界誉为新一代海派经济学家领军人物。

## 推荐序

写此文，笔者琢磨了很长时间，原因有二。一是之于邵老师而言，此书是他研究成果的精华合集，有特殊含义。20年的研究精华集于一书。二是之于我而言，要负责地把我所理解的邵老师和他的理论，选取一个最合适的角度，描绘给读者。要把邵老师复杂的理论系统用几页纸讲清楚，并不是件容易之事，我试试看，就当是抛砖引玉了。我不试图去概括，就写几点对他和他的研究的认知。

他是一个有善根的人。我私下常这样评价他。读者可能会想：一个好的经济学家，与善不善有什么关系？其实有很大关系，且是本质的关系。“不失其所者久。”善是尊重事实，不扭曲捏造为己用；尊重学科理论，玩君子游戏；不功利地传播自己的观点。据说天才和常人较大的差别之一是，天才每一步都严格尊重事实，不欺骗自己也不欺骗别人，从而可以登峰造极。邵老师幽默且有线有谱地讲着实话，是值得人尊重的。这源于他尊重一门学科的学术理论、尊重事实。客观的分析加上他丰富的经验，才造就了今天的他。这种品质决定了这位经济学者的理论及观点的可信度。

开着玩笑告诉你一个不是玩笑的严肃事实。他擅长以一种诙

谐的方式把他想要表达的观点讲出来。不论方式如何逗趣，传达的信息都是不失真的。有趣是为了能让对方听懂，且不但听懂了，还让对方有兴趣不排斥。顺应时代，因材施教，所以邵老师可谓是抓住了听者、读者的心理，巧妙地用大家可以接受的方式，和大家分享经济学知识。我做过多次数他演讲台下的观众，虽知他诙谐，仍好几次惊讶于他表达的前卫。用最新的流行语言，把复杂的经济问题给你说明白，这种技能，当下的首席经济学家少有。久而久之，和邵老师讨论经济学问题，你就会有此感触，听到的是货真价实的经济学家的评论。论一个经济学家的基本修养，或许邵老师可以给我们讲一讲。我们也可以呼吁他出一本相关题材的书，这是题外话了。

学武者知，一日不练百日空，经济学亦如此。人们开玩笑说，现在的成功人士都是5:57起床。据说邵老师在那个时间已经开始练功了——晨思、写文章。“致虚极，守静笃。”他曾经谈到过多年的写作习惯，天亮后上班前，这一段难得清静的时间，是他思绪迸发的时间，常年不变。这是他另一难能可贵之处，多年守着这一片清静，坚持着一个经济学家基本功的稳固。勤奋执着，并由此不断精进。从高校里的教授到今天的首席经济学家，邵老师坚持着一个经济学人的基本修养。这对于读者意味着什么？意味着，你不用担心他的文章是拍脑门写出来的。他每日都在“练功”，观点的精确和前瞻性是水到渠成的事。

既有学术精神，观点又是落地的。用通俗一点的话来讲，他是接地气的经济学家。我特别想强调这一特质。他不是一位故意去

博出位的意见领袖，这是在当今环境下特别不容易做到的。学术和市场有距离。学术上造诣非凡的研究，并不一定被市场认可，而追随着市场的风向，脱离学术精神，是一定会被学术界鄙夷的。如何才能将学术和现实紧密联系起来？不说空话大话、学术观点落地有声、不盲从市场热点，这是一个经济学家敬业和专业精神之结合。这是对客观事实的不断追求，努力不被市场噪声所蒙蔽，也不只活在学术的象牙塔里；不拿着一堆模型来让人觉得高深莫测，“不失其所”也不随意扭曲自己的真实观点。

系统性、全面性并具有实用主义。邵老师把复杂的经济、政治、民生，及企业、国家、世界等复杂的互相交织的问题放在一个框架里讲清楚。无论是否有经济学基础，邵老师的文字都能帮读者把复杂的经济现象、金融现象、投资现象好好消化，为己所用。他有所言，有所不言，以造就他观点的精确性和前瞻性。从《危机三部曲：全球宏观经济、金融、地缘政治大图景》《穿越镀金时代》《全球化4.0：中国如何重回世界之巅》到网上的“复旦名师的经济学课”“如何战胜印钞机”课程等，都带有他教书育人的影子。读者是幸运的。在学校里，老师手把手教你理论知识，进入社会后，你总是惆怅资本市场的血腥，没有人能够教你看清前路。喏，那你就来读读邵老师的书。

老子说：“俗人昭昭，我独昏昏；俗人察察，我独闷闷。”我想用此句描述邵老师的独立思考、抱诚守真、超脱于流行观点的局限，恰合适！



## 前 言

### 新时代、新常态与新征程

追上未来，抓住它的本质，把未来转变为现在。

——车尔尼雪夫斯基

#### 新时代

每次重大的集会，都是强化、优化和更新主流叙事的最佳时间窗口。无疑，2017年10月18日召开的中国共产党第十九次全国代表大会把这一叙事推向了新的高度——它宣告一个新时代的到来。

近百年来，中国共产党带领中国人民从建立共和国、确立社会主义基本制度，到推进社会主义建设，进行改革开放，开辟了中国特色社会主义道路，经历了从站起来、富起来到强起来的过程。

在改革开放之后，中国共产党对中国社会主义现代化建设做出战略安排，曾先后提出“三步走”的战略目标和“两个一百年”的奋斗目标。目前解决人民温饱问题、人民生活总体上达到小康水平，这两个目标已提前实现。在这个基础上，十九大又提出了双百战略，即到建党100年时（2021年）建成小康社会，然后再奋斗30年，到新中国成立100年时（2049年）建成社会主义现代化国家。

从十九大到二十大的5年，是“两个一百年”奋斗目标的历史交汇期。中国既要全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标，又

要乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家的新征程，向第二个百年奋斗目标进军。十九大设想第二个百年奋斗目标可以分两个阶段来实施：第一个阶段，从2020年到2035年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗15年，基本实现社会主义现代化；第二个阶段，从2035年到21世纪中叶，在基本实现现代化的基础上，再奋斗15年，把中国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。

由此，我国进入了中国特色社会主义发展的新时代。这个新时代，其总任务是实现社会主义现代化和中华民族伟大复兴，它是决胜全面建成小康社会、逐步实现全体人民共同富裕的时代，是复兴中国梦并不断为人类做出更大贡献的时代。

这个时期中国社会的主要矛盾已经从前一阶段的需求旺盛和供给不足，转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡、不充分的发展之间的矛盾。与以前相比，人民对所谓美好生活的需要口径更加宽泛，不仅是物质文化，还更多表现在民主、法治、公平、正义、安全、环境等方面。发展的不平衡、不充分制约了人民需要的满足和中国发展品质的提升。

因此在这个新阶段，速度不再是唯一关键的指标，高速增长转向高质量发展是必然的，转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力是眼下更为迫切的任务。

## 新常态

定义中国新常态，首先就目前国内的经济形势来看，一般我们关注的现象包括产能过剩、经济增速下滑、金融机构坏账的积累等，由

此判断，中国经济可能处于下滑周期。那么对于新常态的进一步讨论就是，当前的下滑是一个过程还是已经达到某种平衡的状态。如果是在下滑过程中，那么应该还是一个“变（化状）态”而非“常态”。只有当稳定到某个平台状态时，才可称之为常态。基于这个判断标准，在我国经济整体增速从10%降至6%时，市场判断为增速下降的底线，因而会形成一定的稳定状态。在这个状态下，我们需要调节投资、消费、内外需比例关系等，这个状态可称为中国经济的新常态。

与国际上的提法相比，国际上“新常态”这一概念主要指慢速增长、通货膨胀相对较低的经济增长模式，和我国的情况有一定对应性。总体来看，当前中国和全球经济是紧密联系的，全球情况是中国情况的外因。过去40年中国经济高速增长的部分原因是搭了全球化的便车。当前，后金融危机时期中国经济面临外需下降——由于外需提供原始资本来源，且目前我国的产能设计等都是根据全球化生产模式设计的，因此全球化停滞会造成内需也相对衰弱。外因和内因相互呼应，从外因来看，世界经济进入新常态，相应地，中国经济也进入新常态。

## 新征程

西谚有云：“只要教会猴子需求与供给，猴子也能成为经济学家。”经济增长的基本原理就是“供给 = 需求”，如果这两者不等就要做些宏观调控，因此我个人对新常态下中国经济未来发展趋势的理解分为三个方面，分别是新的需求、新的供给和新的宏观调控，即新常态 = 新需求 + 新供给 + 新宏观调控。这也是中国经济未来

的新征程。

**新需求**——需求其实就是告诉我们市场在哪里。老的需求即传统意义上的三驾马车，分别是投资、消费和净出口。新需求就是所谓“新三驾马车”。老投资是房地产、基础设施和制造业产能这三块投资。老消费主要是房子、车子、家电。出口原来主要是为欧美消费国进行生产，包括山寨化产品的进口替代和出口导向。由于传统的三大投资领域全面减速，产能过剩和债务约束问题严重；传统的“衣食住行”消费也在一定程度上趋于饱和，“模仿型排浪式消费阶段基本结束，个性化、多样化消费渐成主流”；同时，全球总需求增长放缓以及国内劳动力成本优势消退，也使出口对经济增长的拉动力减弱；我国的经济增长逐渐从靠老三驾马车拉动，转向新三驾马车。新三驾马车则是投资（深度城市化）、消费（消费升级）和出口（全球化 4.0）。

（1）有效投资。老投资主要是房地产、基础设施（“铁公基”）和制造业产能。我们把新的投资方向称为深度城市化。投资的目的主要是提升未来 3 亿农民工以及现在既有的 6 亿城市人口的综合生活质量。这就需要新一代公共基础设施，例如城际铁路、地铁、地下管线，新一代互联网、教育、医疗、文化设施等。

新投资是智慧的投资和有效的投资。它体现在新一代基础设施和公共服务的均等化。新型城镇化即我们所定义的深度城市化，它在实现可持续增长的前提下，也提供了足够大的投资与需求层面的想象空间，其主要内容包括科、教、文、卫、体、新的公共服务设施和海外互联互通的基础设施，关键在于提升投资的有效性和针对性。通过深度城市化的梯次结构激发内需潜能，形成内部的自我循环。

具体而言，首先是通过国家战略层面的产业布局与区域协调发展，有效发挥政府在战略规划、政策引导和公共产品提供方面的重大作用，破解发展断裂带下增长动力的缺失。在增长动力方面，以及主体功能区规划清晰的前提下，将 3000 多个县级行政单位参与的全员 GDP 锦标赛，升级为 20 个左右超级城市群之间的比赛。重塑扁平而有效的中央地方关系，既保障了地方的活力释放，也强化了中央的有效指导。通过京津冀、长江经济带、大湾区等区域实践，建立起了未来深度城市化的梯次范本。

其次，可以在基础设施建设范本中大力推进公私合营伙伴关系，在城市建设中同步进行政府适度去杠杆和投融资体制机制改革。地方政府融资渠道单一、民资参与不足是目前地方政府深度城市化支出和财力紧张的两个重要原因，而解决途径也将主要从这两方面入手。一方面，可以通过财税体制改革、完善转移支付制度、培育地方主体税种（包括房地产税的完善）等来平衡地方政府资金来源；另一方面，鼓励民间资本采取独资、控股、参股或者以 BT<sup>⊖</sup>、BOT<sup>⊖</sup>以及真正意义上的 PPP<sup>⊖</sup>等市场化模式参与投资、建设和运营，这也是未来值得关注的亮点。

---

⊖ BT：BT 是 build（建设）和 transfer（移交）的缩写，意即“建设-移交”，是政府利用非政府资金进行基础非经营性设施建设项目的一种融资模式。

⊖ BOT：BOT（build-operate-transfer）即建设-经营-移交，是指政府通过契约授予私营企业（包括外国企业）以一定期限的特许专营权，许可其融资建设和经营特定的公用基础设施，并准许其通过向用户收取费用或出售产品以清偿贷款、回收投资并赚取利润；特许权期限届满时，该基础设施无偿移交给政府。

⊖ PPP：PPP 是指政府与民营机构签订长期合作协议，授权民营机构代替政府建设、运营或管理基础设施或者其他公共服务设施，并向公众提供公共服务。

切勿妖魔化中国的投资，中国的人均资本存量相比发达经济体而言实在太低，所以短期来看投资是拉动需求的关键动力；从中长期来看，只有投资产生的资本形成才是生产函数的主要贡献来源，所以关键问题在于这个投资的有效性。

中国经济地理存在着三纵两横的自然布局，这就是中国未来城市群同核心城市的增长格局，在这些城市（群）里以及它们之间的投资一定是有效的。现在能做的就是尽可能让原来计划在“十三五”开工的一些重大工程，提前开工或者加速推进，通过基础设施建设，特别是有效的投资和智慧的投资，维持经济增长的基本温度。市场也会很自然地把热点放在经济一体化发展的重点区域，例如长江经济带、京津冀、四大自贸区，以及“一带一路”的中国内部接口，包括新疆、西藏（环喜马拉雅经济带）、海西、广西等这些关键的地缘、能源敏感地带。

（2）消费升级。消费的品质提高、内涵扩大，同时发展新型的消费增长点。可支配收入的提高、人口结构的边际消费倾向提升，为居民的需求充分释放提供了前提条件，巨大的中产阶级人口追求更高品质的生活，而新兴的消费理念和消费形态则将推动消费不断升级。更重要的是公共服务普及化，在当前中国经济的发展阶段下，大量流动人口进入城市后，包括医疗、卫生、教育、养老等在内的需求快速增长，这些都是新消费的来源。未来的3亿农民工以及已经在城市的6亿人口，总体来说可以定位成一个正在崛起的中产阶级。中产阶级的消费要求更高的品质，从而过有品质的生活，因此传统消费的升级就是品牌化、体验化，品牌

的溢价包括体验式消费变得非常有空间。同样，健康服务包括一些公共服务的均等化、日常化成为未来消费的主动动力，二孩经济、银发产业、养老医疗这些在未来都有重大增长的机会。最后，信息消费科技化、互联网化，以及休闲化、娱乐化也是潮流，包括O2O、移动支付、文化旅游以及娱乐休闲，还有体育产业都会有较好的发展机会。

谁说中国人不消费，看看国人从日本买回的马桶盖和各种奢侈品，还有风靡美国的月子会所，就可见一斑。唯一的问题是如何进行有效的进口替代和出口导向布局，以及如何通过扩大开放来提升我们自己服务业的发展水平，使之与人民群众日益高涨的服务要求相匹配。

(3) 新全球化。以前中国出口最多的是廉价的鞋子、袜子，因此中国被称为“世界代工厂”。金融危机之后全球化出现逆转和停滞，这个过程中就会出现很多的断裂，大型经济体的需求内卷，原来的几个传统市场都已经熄火了，而且由于中美贸易摩擦升级以及众多制造国的货币都在贬值，因此出口竞争也更加激烈。

新的出口主要体现在新的市场。新的出口是以高铁、核电为核心的高附加值产品，以及从加工贸易到一般贸易的升级。在巨额外汇储备的保驾护航下，中国向亚太和其他新兴市场地区输入工程、服务、商品、资本和货币——分散贸易对手风险，更有效地进行外汇投资，积极参与全球货币竞争，最终实现人民币国际化。在升级了的全球化版本中，中国必然会有全新的对外利益交换格局和策略。一方面，“以开放促改革”，即通过对外开放为内部改革引入压

力；另一方面，通过新一轮开放，在日益多极化和治理规则重构后的全球经济政治格局中发挥更主动的作用。通过“一带一路”倡议和多层次的自贸协定以及国内自贸区的建设，以贸易加深跨国经济联系，以投资输出产能和资本，并在这两个过程中嫁接人民币国际化战略，最终中国经济的影响力会伴随着人民币的国际化而提升，进而打破以中国制造、美国消费为主的循环圈，从输出廉价的“中国制造”，升级到输出工程、服务、产能、投资和资本，直至最终的货币——人民币国际化，参与全球货币竞争。

所以，现在我们就希望能通过“一带一路”、亚洲基础设施投资银行（后文简称“亚投行”），让我们在整个欧亚大陆上的投资、出口能够提升一个量级。以前简单出口的那些产品，会逐渐被核电、高铁、通信、电子、家电等配套基础设施输出所替代。现在中国在组建企业“特混舰队”，开往欧亚大陆的不发达地区。预计巴基斯坦、哈萨克斯坦、印度、印尼等节点区域会有更多的投资机会涌现。

随着“一带一路”的推进，将逐渐打开一个接一个新的市场和新的需求，同时要解决中国海外资产保护的问题，这也会延伸出很多在安全、信息等领域新的需求和市场空间。

**新供给**——供给就是产能和产品，供给的核心是一个生产函数。是技术、资本、劳动力在特定制度环境下的结合。生产函数决定生产可能性边界，以前中国的高速增长主要是靠要素投入，特别是廉价要素投入，包括劳动力、土地、资本、资源等。中国正在准备从密集要素投入过渡为要素效率的提升，再到创新驱动的新发



展模式，现在问题是怎样去实现产业和产能的升级。如果要提高质量、提升效益，推动全要素生产率进步，就必须以供给侧结构性改革为主线，加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系，着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制。广义的技术进步包括技术创新、产业结构演进、管理水平提升，还包括制度创新。技术进步将表现为生产函数曲线的整体移动，即六新供给——新技术、新产品、新业态、新组织、新模式、新制度必须火力全开，这些必然是未来产能供给的增长前沿，而其中的新制度则是创新发生和效率提高的重要环境保障。

(1) 首先是制造业的新技术和新产品，这两个“新”更多代表的是原创，特别是所谓的硬科技，重点是在制造业中对新技术和新产品的一些突破和创造。突破性科技或者说技术革命的出现，从某种意义上说是小概率事件，有很高的不确定性，因此需要加强基础研究，强化原始创新，同时推进集成创新和引进消化吸收再创新。通过实施一批国家重大科技项目，在重大创新领域组建一批国家实验室，来集中支持事关发展全局的基础研究和共性关键技术研究，加快突破新一代信息通信技术、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等领域的核心技术。在此基础上强化企业的创新主体地位和主导作用，形成一批有国际竞争力的创新型领军企业。最终依托企业、高校、科研院所建设一批国家技术创新中心，形成若干具有强