

CCEF

首席经济学家论坛丛书

闯关与突围

中国经济的“三峡河段”

赵建/著

人民东方出版传媒
东方出版社

闯关与突围

中国经济的“三峡河段”

赵 建/著

人民东方出版传媒

 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

闯关与突围 : 中国经济的“三峡河段” / 赵建著. —北京: 东方出版社, 2019.3

(首席经济学家论坛丛书)

ISBN 978-7-5207-0619-3

I. ①闯… II. ①赵… III. ①中国经济—经济发展—研究

IV. ① F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 230818 号

闯关与突围 : 中国经济的“三峡河段”

(CHUANGGUAN YU TUWEI: ZHONGGUO JINGJI DE “SANXIA HEDUAN”)

作 者: 赵 建

策 划 人: 许剑秋

统 筹: 吴玉萍

责任编辑: 陈丽娜 许正阳

责任审校: 刘淑芹 曹楠楠

封面设计: 石笑梦

责任营销: 邱萌萌

出 版: 东方出版社

发 行: 人民东方出版传媒有限公司

地 址: 北京市东城区东四十条 113 号

邮 编: 100007

印 刷: 三河市中晟雅豪印务有限公司

版 次: 2019 年 3 月第 1 版

印 次: 2019 年 3 月第 1 次印刷

开 本: 710 毫米 × 1000 毫米 1/16

印 张: 18.5

字 数: 210 千字

书 号: ISBN 978-7-5207-0619-3

定 价: 58.00 元

发行电话: (010) 85924663 85924644 85924641

版权所有, 违者必究

如有印装质量问题, 我社负责调换, 请拨打电话: (010) 64023113

前言

在西泽研究院的一次报告会上，有位听众让我用一句话来描述当前的中国经济。谁都知道这是一个极难的问题，别说一句话，就是一本书记也难以穷尽。但在当时的场合来不及多想，稍作思忖后，我回答道：

“总结成一句，新旧周期的压力突围与金融市场的价格闯关，两者叠加而成今日中国经济之险峻；形象地说，中国经济已经从风平浪静、一日千里的顺流河段，开始进入暗流涌动、水流湍急的三峡区域，其间有惊险，更有风景！”

没想到这个即兴仓促的回答，竟引来在场朋友肯定的掌声。会后庆幸之余，再回味这个问题和当时的回应，虽然属感性和粗陋之谈，但也能对当前的经济形势描述个大概。历史的长江滚滚向前，

“三峡河段”乃必经之地，无法迂回也无法逃避；而中国经济这艘大船，也需要在这样险峻的地貌里，检验舵手的能力和自身的韧性。

在这个“经济三峡”里，我们首先要警醒一个“漩涡”和一个“暗流”。新旧周期切换形成动力“漩涡”，中国经济的二元性正从城乡体制二元，转变为行业新旧二元。一方面传统行业在产能过剩、机制转换、效率拖累等压力下死气沉沉，另一方面新兴产业在互联网技术红利和制度改革红利的支撑下欣欣向荣，但尚不足以成为主导周期的力量。历史的经验告诉我们，新旧周期的切换和替代，注定带来惊险的“周期漩涡”。

而这个“暗流”，自然是金融领域隐含的系统性风险，这是金融资产价格“闯关”引发的不稳定和动荡。二十多年前，商品市场价格在并轨过程中“闯关”，引发了种种社会和经济波动。当前，金融市场又面临着这样的挑战：取消利率管制、放宽汇率波幅及改变定价机制、逐渐推出股市注册制、置换地方债与改革财税体制等，实际上都是在通过加快滞后的金融市场化改革，来实现人民币资产价格的并轨和着陆。然而，钱荒、股市波动、汇贬、房价泡沫等等极端变动，都预示着金融市场的价格闯关所引发的系统性风险，一点也不会比二十年前商品价格闯关要小。因此，站在政策当局宏观审慎管理的角度，当前出现的一些反市场化的金融抑制和整肃行为，也就能很好地理解了。

我从2014年开始，受邀在新华社中国金融信息网、新浪意见领袖、财新等财经媒体开设专栏，撰写经济金融热点评论，同时在西泽投资主席刘央女士的支持下成立专门从事深度经济研究的西泽研

究院，恰好经历了中国经济金融“三峡河段”中的重大变化和事件。作为金融从业人员，对期间的“漩涡”和“暗流”，有的亲身体会自然印象深刻，有的道听途说但也感同身受，零零散散发表了自己的一些不成熟、不全面的看法。到现在回头一看，文章已有80余篇共计20万字，整理分类后，倒也能成体系和逻辑。虽然文章大部分时过境迁，但对当时“漩涡”和“暗流”的观察和思考，由于与当时的金融市场和事件紧密相连，反而显得有血有肉接地气，对于尚未驶出“三峡”的中国经济和投资者，仍然具有一定的借鉴意义。

按照全球经济、中国经济、金融市场、顶层设计、商业银行五个篇章进行分类，整理成了本书的主体内容。本书收录的文章基本都已在媒体和杂志公开发表，可以说已经经受了研究市场的考验。在收录到本书的过程中，除了明显的笔误之外，基本再未作修改而保持了“原生态”，因此一些观点，尤其是带有预测性质的观点，难免显得青涩和幼稚。但正所谓“此情可待成追忆，只是当时已惘然”，恰恰是对当时形势的“惘然”式思考，才成为现在值得玩味的“追忆”式反思。毕竟，本书的目的并不是给予答案，而是提出问题和深思。

上海静安紫苑公馆西泽研究院办公室

2018年8月

目 录

前 言 / 001

第一章 全球经济：在蒙昧未知的神秘水域航行 / 001

紊乱的周期——后危机期的结构背离与定价逻辑 / 003

全球经济正在驶向“百慕大”深处 / 004

金融周期末端与全球财富幻觉 / 009

资产定价的新逻辑：鸽派加息、周期对赌、分子驱动与重尾对冲 / 015

扭曲的秩序——风险排污的困境与撕裂的全球化 / 019

全球化的黄昏与帝国的背影——历史视角下的贸易摩擦 / 020

全球经济能否承受货币退潮之痛 / 040

全球风险治理体系的囚徒困境 / 045

货币的祸害——美元盛宴的终结与货币格局重构 / 051

美元零利率下的资本资产定价模型 / 052

美元的新特里芬难题 / 057

第二章 中国经济：新旧动力切换下的“周期三峡” / 061

下行与脉冲——动力衰减的 L 型经济与周期重构 / 063

新时代大类资产配置的基本逻辑 / 064

美好生活的“金融注脚” / 070

理解中国 L 型经济：双杠杆结构与加速器原理 / 075

背离与困境——周期变频、货币过剩与资产短缺 / 084

还有多少供给侧空间，可以置换明斯基时间 / 085

资金剩、资产荒意味着什么——中国经济之谜（思考之一） / 094

慢增长、快周期意味着什么——中国经济之谜（思考之二） / 098

社融缩、货币胀意味着什么——中国经济之谜（思考之三） / 102

发酵与异化——泡在水里的债务与人民币“暗物质” / 104

货币化进程的新阶段及投资逻辑 / 105

资产荒、负债荒的背后是信用荒 / 110

债务膨胀背后的系统性风险 / 113

人民币背后的经济“暗物质” / 119

第三章 金融市场：人民币金融资产的“闯关时代” / 125

汇率——最难以刚性兑付的外部变量 / 127

汇率闯关与人民币资产重定价 / 128

量价两难下的人民币保卫战 / 132

8·11 汇改的政策逻辑及影响 / 135

利率——在经济压力和资产泡沫中游弋 / 138

利率定价的中长期逻辑 / 139

收益率曲线陡峭化与流动性陷阱 / 145

股市——从“中国梦”资本化到泡沫“沙堆化” / 148

如何解开汇股双杀的莫比斯环 / 149

沙堆模型、自组织临界与股市脆弱性 / 152

股市泡沫与纳什均衡：音乐停止后我们仍是囚徒 / 156

理解股票市场的理性泡沫均衡 / 160

新常态下的大类资产配置 / 164

房市——国家经济稳定器与金融加速器 / 168

逃不开的政策周期：房价走廊的宏观运行逻辑 / 169

从“过街老鼠”到“救命稻草”——评房地产政策 / 173

汇率贬值刺破房地产泡沫是伪回归 / 176

第四章 顶层设计：从市场“乌托邦”到政策现实主义 / 179

复杂形势下的财政金融改革 / 181

债务置换与地方政府资产负债表“反腐” / 182

简评 MPA：央行的全面风险管理 / 185

利率市场化的两条主线 / 189

美元加息逆风下的利率政策 / 191

央行的“政策自信”：逆美元加息周期“双降” / 192

降息引发的货币结构变迁 / 196

没有秘密的货币政策 / 200

监管与货币政策的现实难题 / 203

金融深化还是金融空转：大监管时代的罪与罚 / 204

金融去杠杆的内在逻辑 / 212

第五章 商业银行：银行家的“成人礼”与经营逻辑重构 / 215

未曾遇的拐点——内外环境的新变化 / 217

凛冬已至，还有多少人在假装干银行 / 218

金融科技的中国之路：基本发现与应用逻辑 / 230

美元加息冲击商业银行的五个渠道 / 236

不得不的转型——战略的反思与重塑 / 241

中国商业银行战略管理的现状和未来 / 242

商业银行如何构建大服务体系：内涵、问题与解决路径 / 253

商业银行如何应对经济新常态 / 261

市场化的选择——经营模式的新逻辑 / 267

存款立行，谁来立存款——商业银行负债管理的思考 / 268

“人单合一”管理学及对商业银行转型的启示 / 275

存贷比的取消与经营银行的新逻辑 / 280

结束语 / 283

第一章

全球经济： 在蒙昧未知的神秘水域航行

不到10年的时间，各国央行印了近10万亿美元的货币，超过过去50年的总和，但吊诡的是全球通缩的局面仍然没有明显的改观，而且大宗商品与海运指数多次触碰百年来新低。同时，一些执迷于量化宽松的国家竟面临着无债可买的困境，负利率的幽灵开始在全球飘荡，曾引以为傲的新兴国家货币两年间竟几乎全部腰斩；而美国加息及大选闹剧、英国脱欧及欧洲难民问题，更增加了未来的不确定性，金融市场越来越像一个深不见底的“黑天鹅湖”，各种极端风险和异象丛生……

中国经济就处于这样暗流涌动的外部环境里，慢慢驶向属于自己的未知水域。因此，在带领读者们进入波澜壮阔、奇峭险峻的中国“经济三峡”之前，我们需要先从更辽阔的视野鸟瞰全球经济。

本章内容分为三部分：第一部分“紊乱的周期——后危机期的结构背离与定价逻辑”收录了三篇文章，分别用经济散文的笔调讲述了全球经济的“十字路口”，用较长的篇幅、史诗叙事的文风，讲述和剖析金融周期末端的全球财富幻觉，以及2016年开始的那段波澜壮阔的金融巨浪；第二部分“扭曲的秩序——风险排污的困境与撕裂的全球化”，讲述了全球风险污染困境和国际贸易格局的退化；第三部分“货币的祸害——美元盛宴的终结与货币格局重构”，讲述了美元的加息难题和新兴国家的货币危情。

紊乱的周期

——后危机期的结构背离与定价逻辑

◆ 货币当局从过去的危机中吸取教训，但为了解决已知的问题，却将风险赶入未知的“水域”。全球经济在从没经历过的人口老龄化、超级债务与货币周期、超低实际利率与投资收益率三重叠加的迷雾里，慢慢驶向“百慕大”深处。

◆ 当我们细思经过通胀和风险调整后的实际价值，以及账面财富背后的杠杆和流动性结构，就会发现在这个全民财富狂欢的时代，在这个大型金融周期的末端，隐藏着非专业人士难以察觉的脆弱性和风险。

◆ 自特朗普上台以来，一个反身性趋势已经打开，那就是做多美国经济和美元，超配美元资产。这是个超拥挤的交易。然而，有没有人真正去思考，特朗普的施政理念和现实约束之间，到底有多大的预期差风险。

全球经济正在驶向“百慕大”深处

背景：全球经济正处于一个从没遇到的新环境，危机和后危机时代似乎已经过去，但真正的增长周期又未到来。发达国家的宽松政策正在退潮，新兴经济体却遇到了新的挑战。没有一个完整的理论体系可以解释当前的一切。

我们处于一个全新的周期节点，很多无法解释的经济异象反衬出经典理论和主流认知的匮乏。货币当局从过去的危机中吸取教训，但为了解决已知的问题，却将风险赶入未知的“水域”。全球经济在从没经历过的人口老龄化、超级债务与货币周期、超低实际利率与投资收益率三重叠加的迷雾里，慢慢驶向“百慕大”深处。

一、现实的蒙昧与理论的匮乏

恐怕掌控政策大权的新凯恩斯主义者也没有想到，全球经济在经历了金融危机和后危机时代的有惊无险之后，竟然慢慢驶入了平稳复苏的理想车道。而货币主义者也没想到，在经历了经济史上史无前例的“直升机大撒钱”后，全球经济竟然没有出现一次显著的通货膨胀。而且，最近一年多以来，发达经济体开始出现明显的无通胀复苏势头，传统的菲利普斯曲线正遭遇现实的极大挑战，央行奉行的泰勒方程和通胀目标制也迫切需

要做出参数校准甚至方程重构。

由于缺乏合适的理论工具，人们已无法对越来越多的现实异象作出有说服力的解释，经济世界开始变得蒙昧未知。比如史无前例的资产泡沫、长期附着的有毒资产、不断钝化的债务周期、结构扭曲的定价逻辑、飞速乱转的美林时钟等，这一切几乎都超出了主流经济学的认知和解释范畴。从而，克鲁格曼等经济学家在不同场合，批评宏观经济学的研究已经过度沉迷于工具技术，却在对现实世界的深度思想供给方面，面临着极大的贫乏。

的确，指导货币政策当局和投资者的经济学理论，除了在工具方面越来越精巧和复杂之外，在思想进化方面却停滞不前，已经几十年没有出现过对现实有说服力的学说和流派。在崇尚理性的现代人面前，对于没有理论解释的现状和没有理论指导的未来，都会不自觉地产生迷茫、焦虑，甚至恐慌。所以，当前的宏观经济研究，其实仍然没有走出后危机时代的阴影。在不断膨胀的债务和泡沫面前，人们所能做的，似乎只能是等待下一场金融危机的清算。

二、经验学习、危机救赎与神秘的“新周期”

全球经济正在蒙昧未知的水域航行，对于接下来将要发生什么，似乎没有人能准确地说清楚。当前在金融市场上正在发生的一幕幕：忽然爆发的大宗市场，跌跌不休的美元指数，众星捧月的垃圾债券，扭曲时间的负利率等等，都很难用过去的经验去理解和分析。经验的学习会让政策当局及时规避过去曾经发生过、现在正在发生的问题，但人为干预的扰动——无论是货币端的量化宽松，还是财政端的赤字基建——在解决已知的问题和危机的同时，却不知不觉地将危险赶入了未知的“水域”。

比如，一生都在钻研宏观经济学圣杯——1929 年大萧条问题——的伯南克们，当然不会再让经济在同一个地方跌倒，在次贷危机发生时果断不惜代价地启动恐怕连凯恩斯自己都想象不到的量化宽松政策，将金融危机控制在了失去控制之前，并逐渐呵护经济进入缓慢复苏的道路。这是因为，近一个世纪过去，大萧条发生的机理已经基本研究清楚，救助的药方和措施也有了很大的完善和改进。其中最大的改进是布雷顿森林体系解体后，各国央行的基础货币供给变成了“脱缰的野马”，可以采取“直升机撒钱”的方式，为崩溃中的金融市场注入流动性。这导致的后果是，央行的资产负债表急剧膨胀以及大量本该破产销表的金融机构长期“带病生存”，这在过去是从未发生过的事情。人们从来没见过如此大规模的政府信用滥用。

但即使如此，恐怕仍然没人相信，仅靠量化宽松的货币政策，各国经济能走出困境并步入漫长的复苏之路。时至今日，按照统计数据，美国经济的增长历程已经持续了 33 个季度，位列历史上时间长度第三的复苏周期，而且如果不发生意外，到 2018 年下半年将达到美国历史上第二长的增长时间纪录。而欧洲最近一年多的表现也让经济学者们大为惊讶，预测中的民粹危机、债务风险、再次衰退等不仅没有到来，而且还出现了欧债危机以来最强劲、持续时间最长的一次复苏。日本也在巨大的债务中亦步亦趋地走出通缩，资产负债表的修复压力明显得到缓解，甚至出现了 20 年罕见的扩表和加杠杆行为。在中国上游产业率先回暖的带领下，全球经济阔别多年的产能周期或朱格拉周期很可能重启。所谓的“新周期”在神秘的疑云中若隐若现。

全球性的朱格拉周期真的要再次崛起？从现实的数据观察来看并非不可能，因为自次贷危机以后，主要发达国家的固定投资不振已经近 10

年，即使不考虑为新增产能而扩大再生产，单纯从存量资产的折旧和置换来看，企业家都应该有增加资本支出的需求。而在周期的结构上，我们认为房地产投资对新周期的边际贡献，要大于制造业的投资。美国、德国等最近房地产投资数据的强劲也正在说明这一点。中国的例子也很明显，房地产投资对上下游产业拉动的乘数效应非常强。然而，需要引起经济学家注意的是，这次朱格拉新周期可能成为有史以来最短促、最微弱的周期，主要是因为人口老龄化加速叠加债务周期顶部钝化，前者压抑有效需求，后者约束企业的信用扩张能力。

所有这一切，都超出政策当局和经济学家们的认知范畴。在全球经济浸淫在量化宽松近 10 年之久以后，下一步应该怎么做，全球的政策制定者和经济学家们集体陷入了迷茫和困惑之中。

三、已知的“灰犀牛”还是未知的“黑天鹅”

在主观认知和外部环境之间，人们需要建立风险和不确定性的广义轮廓。通过未知和已知的两两组合，可以构成一个超越经典概率论的泛风险集合，主要包括四类：已知的未知、已知的已知、未知的已知和未知的未知。

《灰犀牛》的作者将“灰犀牛”风险归为“已知的已知”和“已知的未知”，把“黑天鹅”风险归为“未知的未知”。实际上这旨在说明，大家都知道全球经济这艘大船，已经驶入风险丛生的“百慕大”深处，但是对于具体会发生什么，什么时候发生，并没有人能说清楚、搞明白。因为至少有三个周期所呈现的新特征，对于我们来说是从未经历过的。

首先是前所未有的人口老龄化周期。除了少数几个国家，主要经济体的人口结构几乎都在快速地老化。更加严重的是，一些老牌发达国家，不