

Positioning China's Future
in the Global Economy

什么决定 中国未来？

沈建光 著

经济不改革，中国注定失去未来！
今后十年，转型焦点何在？

客观立场、独特建言、精准前瞻，
探索经济跃升突破点



机械工业出版社
China Machine Press

什么决定 中国未来？

沈建光 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

什么决定中国未来? / 沈建光著. —北京: 机械工业出版社, 2014.9

ISBN 978-7-111-48036-5

I. 什… II. 沈… III. 中国经济—经济发展—研究 IV. F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 212806 号

Original Simplified Chinese edition licensed by Enrich Culture Group (China) Limited.

Simplified Chinese Copyright © 2014 by China Machine Press.

All rights reserved.

All adaptations are prohibited.

© 2014 香港天窗文化集团 (中国) 有限公司 版权所有

本书为香港天窗文化集团 (中国) 有限公司授权机械工业出版社在中国大陆地区 (香港、澳门和台湾地区除外) 独家出版和发行。任何在该区域之外的转载、使用和售卖, 均为侵权行为, 香港天窗文化集团 (中国) 有限公司和机械工业出版社将保留追踪和控告以上侵权行为的权利。

作者从国内外经济环境、政策导向、风险与机遇等方面, 分析中国经济的利弊得失, 从八个角度预言中国未来发展方向, 解读其中的障碍与机会。同时, 作者结合其多年在国外工作及研究的经验, 系统地透视经济趋势、国际经济变化、金融乱象、个人如何捍卫财富等, 为读者展开一幅未来世界经济地图, 让读者及早应变, 看透危机与商机。

什么决定中国未来?

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: 程 琨

责任校对: 殷 虹

印 刷: 中国电影出版社印刷厂

版 次: 2014 年 10 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 170mm×242mm 1/16

印 张: 15.75

书 号: ISBN 978-7-111-48036-5

定 价: 49.00 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

图书热线: (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

打开天窗说亮话

智富

FINANCE

推荐序一

和沈建光认识是在我任人民银行研究局局长之时，2000年沈建光作为芬兰央行的交流学者在研究局访问过一段时间。当时给我的印象是，建光做学问严谨、踏实，又有难得的海外央行、国际组织的工作经历，在我看来，这对于全面把握与理解中国经济大有裨益。

这几年沈建光回到香港，在投行的研究工作开展得十分顺利，从早前的中国国际金融有限公司（中金公司）研究部，到瑞穗证券亚洲公司担任首席经济学家，沈建光的观点一直可圈可点。这次将研究成果与我分享，而《什么决定中国未来》又集以往观点之大成，因此，受邀为该书作序，我便欣然答应。长期关注之下，我认为沈建光的观点有如下几点独到之处，与读者朋友们分享。

一是前瞻性的判断。投资银行家往往会在经济数据以及重大事项发布前给出独立的预测与展望。经常关注沈建光的观点，发现他相当一部分观点是很有前瞻性的，这为市场和政策制定者都提供了很好的参考。翻看此书，不难发现，书中关于中国刘易斯拐点到来的挑战，如何加速推进人民币国际化进程，以及新型城镇化应注重“以人为本”等都早有论述，而如今来看，上述观点已成为学术界关注的热点，体现了他看问题具有前瞻性的一面。

二是广泛的国际视野。沈建光早前曾在芬兰央行、欧洲央行、IMF等海外机构工作过，这对他从更国际化的视野看待中国问题提供了很好的角度。比如说，前两年欧洲深处债务危机最艰难的时刻，很多观点认为欧元区会解体，但建光结合他在欧洲工作的体会，并不赞同这样的判断。他认为，欧元区是欧洲国家五十多年努力的结果，不会轻易放弃；同时，任何一个政治领袖都不愿承受自己任期导致欧元区解体的后果。事后来看，上述判断也得以证实。

三是客观、中性的视角。对于市场人士而言，要想长期经受住市场的检验，其观点首先要做到客观、独立。在这点上，沈建光做得不错。例如，本书开篇首章便收录了一系列关于海外投资者看空中国之辩的文章。

文章中建光提到，以阴谋论的角度看问题是不利的，通过长期与海外基金经理交流，他发现“影响股市的最关键因素莫过于经济和企业盈利基本面的好坏。即便在成熟市场，做空也实属不易，需要有对基本面和预期存在很大差异的判断，而且时点要准确，往往需要顺势而为”。本书作者结合自身体会，娓娓道来，理性、客观，且有说服力。

基于以上几点观察，我向广大读者推荐沈建光《什么决定中国未来》一书。当然，和所有新的尝试一样，此书可能还有不足与改进空间。好在他的研究工作还在持续深入，我期待他能保持严谨、客观的研究态度，日后能拿出更加丰富的研究成果与广大读者分享。

中国投资有限责任公司 副总经理



推荐序二

记得我初识沈建光博士是在一次公司召开的、有社会各界人士参加的“国民经济热点问题午餐会”上。那是2008年我刚刚到中金公司后不久。会前我对发言的公司研究人员几乎都不熟悉，但一位年轻的发言者引起了我的高度关注。他文质彬彬，讲话不急不缓，娓娓道来。发言内容条理清晰，逻辑严密，资料翔实，当然结论也令人信服。我打听到他就是沈建光博士。我惊讶于他丰富的学习和工作经历。后来我才知道他的相貌比实际年龄要年轻不少，难怪我对他的发言有格外的赞叹。

2008年正值美国次贷危机引发的金融风暴席卷全球。中国各个部门都在积极研究应对。中国投资有限责任公司（中投公司）刚刚建立，人员尚未配齐，研究力量比较薄弱。中投公司提出要我们给予支持配合，我推荐了沈博士前往“参战”。当时沈博士在中金公司宏观组负责欧美经济的研究工作，对美国市场发生的事情有比较深刻的认识。

在2008年，有关金融危机的研究报告可以说是铺天盖地。如果我们回过头来看，当时分析客观、深刻、准确并具有前瞻性的报告其实并不多。有些夸大其词、危言耸听的报告虽然赢得了一时的追捧和赞誉，但事后重读俨然成为了笑柄。就像当年中国加入世界贸易组织前后那段时间，无数报告提出有几个行业将会受到强烈的甚至摧毁性的冲击，但这种冲击不仅没有出现，反而这些行业还出现了从来没有过的蓬勃发展。中国毋庸置疑地获得了丰厚的“入世”红利，当然这就是市场化改革的红利。

给我留下深刻印象的是沈博士的分析见解往往具有前瞻性，经得起时间的检验。在美国次贷危机发生之前，国内研究人员对海外经济形势关注度普遍不高，但沈博士对相关动态早有深厚的积累。当危机风暴最为强烈时，沈博士就提出虽然美国是次贷危机的中心，但欧洲问题更大，发生的危机可能更加深重，而且更难应对，而美国的制度弹性更大，应付危机的能力更强。如今来看，美国通过几轮量化宽松政策率先走出危机，欧洲反而多年深陷债务危机的泥沼难以自拔，财政重塑前路漫漫。可以肯定，沈博士在欧洲学习和在欧洲央行多年的工作经历，对他当时

研究的前瞻性与对海外经济形势的深刻理解有极大的帮助，从而显示了其不同凡响的功力。

沈博士更换工作后，我依然能够收到他的每一份研究报告。尤其是他已经成为国内外几份重要刊物的财经专栏作家，他的许多见解也为同行所熟知。他对“四万亿”经济刺激计划的解读就得到了经济学界的高度认同。他认为，并非相机抉择的经济刺激计划本身有错，问题在于大举刺激的同时，没有及时推出结构性改革，导致固有的矛盾激化，单纯刺激的弊端就不可避免。我认为，沈博士对于刺激计划的分析是比较中肯的，这对于应对我们眼下的问题很有借鉴意义。2013年以来，中国经济也面临一定的挑战，有来自国际市场需求方面的，也有来自国内自身增长潜力下滑方面的。由于2008年刺激计划的利弊得失众说纷纭、莫衷一是，以致现在对是否需要刺激，是强刺激还是微刺激，是普遍刺激还是定向刺激，患得患失，举棋不定。沈博士明确表示逆周期的政策仍然是需要的，关键在于改革的全面深化和协同推进，对结构调整“要有壮士断腕的决心”。

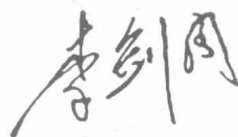
沈博士对改革的研究领域也广为涉猎，比如金融改革、医疗改革、收入分配改革、养老金改革等都有过不少论述。从我过去多年在政府政策研究部门工作的经历看，沈博士的研究是接地气的，有相当深度和政策借鉴意义。

作为卖方研究机构的领军人物，沈博士在二级市场的研究也同样出色。他的分析不仅为投资者把握短期宏观走势给出建议，而且立足长期，对国家政策、改革思路把握比较准确，为投资者长期价值投资提供了很好的帮助。

沈博士这些年勤耕不辍，著作颇丰，值得欣喜，也感后生可畏。我愿意将沈博士的新书推荐给广大读者。希望大家在此书中，能够获得一些启发和共鸣。

中央汇金投资有限责任公司副董事长

申银万国证券董事长

A handwritten signature in black ink, reading '李剑阁' (Li Jianjun), written in a cursive style.

序

纵横四海，前瞻中国

我从事中国经济研究已有二十余年。起于芬兰经济研究所，辗转于欧洲央行，考察过非洲，后来回归祖国，一直专注观察巨变中的中国经济。印象最深的一点便是，十几年前，我们的美好愿景是，中国只要能稳定增长十年，就真的不得了了；十几年后再看，的确惊喜连连，很多成就自己都始料未及。

然而到今天，中国走到了关键的十字路口，很多矛盾集中在一起，什么决定中国下一个十年的稳定增长？这是个让我无法停止思考的问题，也或许是你的疑惑。中国的独特潜力，来自其在国际上影响力的提升，来自新一届政府的危机意识和新政决心，来自城镇化和户籍改革带来的巨大红利，来自金融自由化和人民币国际化推进中应运而生的金融服务业，也来自与各国互动中积累出的宏观视野。改革，将会是中国未来五到十年的重要话题。

尽管多年来，我有很多时间身处国外，但目光从未离开过中国经济。从海外向国内远眺审视，再身处国内近距离观察，每一次的转换都给我带来新的角度。与客户玩笑之时，谈起我的中国经济研究之旅，会笑言自己在中资、日资、欧资与美资都做过。与其他企业的经济学家比，我算是“剑走偏锋”，投资银行对我来说，也就是七年的“历史”，工作后的大部分时间，我都在央行或金融机构里。回首自己的工作经历，也算是对中国经济这20年来发展的回顾，让人感慨颇多。

赫尔辛基到北京：

远见前卫的北欧小国，崭露头角的东方经济

在20世纪90年代初，芬兰作为一个非常重视中国，又兼具包容性和前瞻性的国家，是我在复旦大学世界经济系学习后继续深造的首选。作为那时并不常见的中国留学生，我毕业后，进入芬兰经济研究所，做中国经济研究，也是一个顺理成章的选择。这为我之后的职业划定了一条路线，专情于钻研中国经济。

我在芬兰经济研究所的工作之一便是在芬兰总理访华前给他们培训，向议员、议长介绍中国的经济情况。当时的中国在国际范围内影响力尚无今日之地位，然而这个北欧小国，已经展开了对东方市场的开拓。以诺基亚为代表的一批芬兰制造业企业开始进入中国市场，显出了惊人的前瞻性。那时整个欧洲中央银行体系中基本没有华人，而芬兰政府在 1998 年时就已邀请我加入其中央银行，专攻中国和亚洲经济。

在芬兰央行，我接触到很多芬兰的工业和经济决策界人士，但毕竟仅仅从一个国家的角度看中国，有其自身的着重点和局限性。幸运的是，在 2000 年时，中国政府让我得到了一个机会，与欧洲的经济学家一道，从欧洲这个经济体的视角深入审视中国。

当时中国加入世界贸易组织（WTO）的前景很明朗，但国内仍有一些声音，因担心入世对汽车业、金融业和农业造成冲击，而表示反对。所以中国政府决定同经济合作与发展组织（OECD）合作，邀请一些来自欧洲各国了解中国经济的专家，帮助其进行加入 WTO 的评估。我应邀来到巴黎，在这个 OECD 当时最大的项目中，与其他经济学家一起，出版了一本专著《中国和世界经济——中国入世的挑战》。OECD 的秘书长后来在拜访北京时，亲手将它作为礼物，送给了当时的总理朱镕基。

在这个项目里，我负责研究中国宏观经济发展，牵涉到资本管制开放与汇率制度的安排。十几年后的今天，人民币国际化依然是炙手可热的话题，但早在 21 世纪初，国际上就已对这个问题十分重视。也是在这段时间中，中国加快步伐踏上世界舞台，让所有人的目光从世界各地，聚焦于这个初出茅庐的东方经济体。

这段时间，我有幸回到北京三个月，于 2000 年年底在中国人民银行研究局做访问学者。那时的央行研究局局长谢平教授给了我大量良机，跟国内央行的经济学家交流。祖国经济对我的吸引力，也随着研究的深入、与其他经济学家交流的增多，而越发强烈。

法兰克福到上海：

特里谢的骄傲与陆家嘴的炫耀

在芬兰央行设立专门研究中国经济的部门五年后，也就是 2003 年，欧洲央行才第一次招募专研亚洲的经济学家，而我借此机会，在法兰克福停留了三年。

这个岗位，是当时的欧洲央行行长特里谢特别要求设立的。那时，中国经济的重要性在全球大幅提升，特里谢行长常常在我们的内部会议中说：“我前段时间跟小川一起讨论问题”，语气中满是自豪。

欧洲央行的工作让我开始大量接触全球央行人士，比如美联储、日本央行、英格兰央行、法国央行、德国央行，当然还有中国央行的同僚。这么多国家的央行人士聚首，自然如“武林大会”，高手过招，探讨各种问题。然而有一点不变的是，每一次关于中国的讨论都是最热门的话题，每一个关于中国的报告都最受重视，每一点中国的变化都足以引起最激烈的争辩。从这时起，没有任何全球问题可以离开中国，世界各地已充满了中国的印记。

我在 2004 年和欧洲央行的同事们一起访问中国，车驰骋在上海外滩，他们看着陆家嘴无数拔地而起的在建高楼，不断啧啧称奇，说中国实在是太大了；而另一方面，他们也在感叹，中国的泡沫实在是太严重了！

现在回头观望，十年前陆家嘴的房价刚刚过 1 万元关口，中国的发展才刚刚开始。我的外国的同事们，因为没有在中国的经历，自己的国家也缺少这样明显的经济大腾飞，忽视了背后强大的地产市场需求，才会在看中国时，觉得都是经济泡沫。如果单单从西方角度看，对中国国情不加以细致分析，研究总是隔着一层纱，确实是很难理解和想象中国发展的。现在会有人抱怨“看空中国”的说法甚嚣尘上，但在我与西方经济学家的交流中，有更多机会了解他们的立足点，所以看到他们对中国的一些悲观的观点也不会觉得奇怪。其实更关键的问题在于，我们自己如何突破桎梏。毕竟一直以来，我们都在让西方一次次刷新他们对中国的既有看法。

华盛顿到香港：
这是中国的世界，还是世界的中国？

离开欧洲央行后，我曾去华盛顿，在国际货币基金组织（IMF）工作了一段时间，负责国际收支困难国家的贷款工作。虽然我一直钻研中国经济，但因为会讲法语和德语，而西非的国家大部分使用法语，所以机缘巧合被安排去非洲部工作，毕竟非洲最需要 IMF 的贷款救急。即便对西非国家的贫穷早有预期，但我几次去刚果、布基纳法索出差时，那种冲击仍让人毕生难忘。在那里，一下飞机，离开首都不远之处，便已满目稻草房，用“赤贫”形容这些国家绝不为过。当时中国的欣欣向荣和西非的满目疮痍形成了强烈反差，这种时候才更真切地感受到中国真的很幸运，借着改革开放的东风，取得了巨大成就。

然而，中国经济毕竟是我的专长，也是一直以来的兴趣所在，所以我决定回到自己关注之处。2007 年我来到中国国际金融公司香港分支，在这个背靠内地、放眼全球的地方，再跳回框架里，研究我们自己，也研究海外经济。中金公司作为中国第一家专门设立全球研究部门的投行，开风气之先。因为此前的国内经济研究往往囿于一国一地，中国一直在铆起劲来做建设、吸引外商投资，自身经济发展自成体系，对海外政策往往漠不关心。但 2008 年次贷危机的大浪突袭，让从政府到基金经理的所有人，都意识到了研究海外经济的重要性。

经历了金融危机的洗礼，如今国内的基金经理对宏观经济求知若渴。每次在国内的路演，一个房间里会涌入十几位基金经理，希望在国外寻找新的机会。而在西方眼中，中国也渐渐从 20 年前单纯的投资之处，成为了举足轻重的竞争对手和合作伙伴。

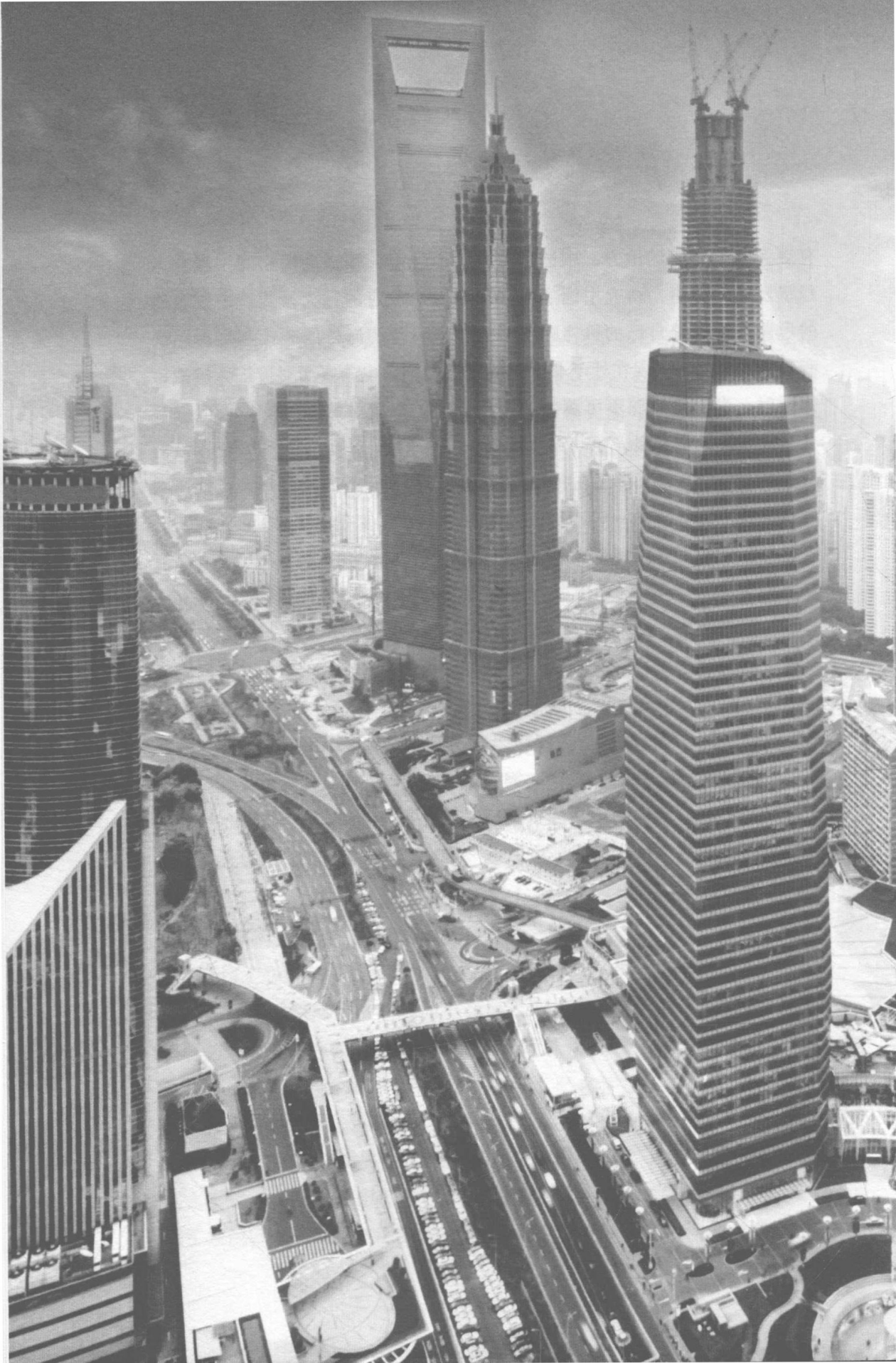
从芬兰到欧洲、到美国，再回到香港地区，我有幸在世界各处见证了中国 20 年来的经济腾飞，以及国际地位的大幅上扬。经历了这么多国家、这么多机构，让人欣慰的是，中国这些年的经济模式，依然奇迹般地突破了外国研究者从西方角度看的限制。事实上，从中国的角度考虑经济，

有更多值得研究的地方。中国有着高效而强势，积极动用宏观手段介入经济发展的政府，研究中国之时必须要考虑政府的行为模式。中国政府的思路，更有着自己的机构和安排程序，与传统海外的政策制定思路尚有较大区别。中国现在处于非常重要的转型期，也确实面对着极大挑战，但同时，潜力仍然深不可测。和国际相比，中国虽然前路崎岖，但依然在上升期，机会无限。

本书中的文章，都是在我加入瑞穗后写的，也是我这几年来，从不同的视角看中国经济的一点心得。其中有一部分，发表在了FT中文网、腾讯财经、财新网、财经网、新浪财经、《华尔街日报》中文网、《上海证券报》《经济观察报》《中国证券报》《第一财经日报》《21世纪经济报道》等媒体的专栏上，我将它们一一整理，希望在书中，能为诸位读者提供多角度切割和剖析中国经济未来十年发展的可能性。但愿十年后我们再看中国，又会有新一轮惊喜的感叹。

最后，衷心感谢李剑阁教授和谢平教授为本书作序，以及张力奋先生和贾康教授的推荐。感谢FT中文网徐瑾、新浪财经王元平、财经网陈君、财新网张帆，以及本书编辑郭玉可和瑞穗张明明的辛勤工作和协助。当然，文责自负，本书中的观点为作者个人观点，也不代表瑞穗的立场。

沈建光



目录

推荐序一

推荐序二

序

第一章 影响力：中国名片上该印什么字？

1.1	中国的世界形象	2
1.2	看空中国与做空中国	6
1.3	幼稚的“阴谋论”	9
1.4	从索罗斯看做空生死劫	12
1.5	谁能保住“中国奇迹”？	14
1.6	增资 IMF 一石四鸟	18

第二章 应变力：痛定思痛，直面挑战

2.1	央行报告的警示	22
2.2	A 股：亟待摆脱“熊”冠全球	25
2.3	“明斯基时刻”突袭中国？	28
2.4	数据含混，何来有效决策？	32
2.5	新一轮官员下海潮	36
2.6	为何粮食安全跃居首要任务？	39
2.7	让影子银行在阳光下运行	41
2.8	反思“四万亿”恐惧症	44
2.9	产能过剩成中国经济痼疾	47
2.10	货币供应激增与资产泡沫	50



第三章 执行力：寻觅改革新红利

3.1	中国新供给时代降临	56
3.2	解读新一轮“微刺激”	59
3.3	寻找习李新政突破口	62
3.4	“克强经济学”决心坚定	65
3.5	经济改革蓝图逐渐成型	68
3.6	财税改革重中之重	71
3.7	人民银行需放开手脚	74
3.8	中国应建“发展财政部”	78



第四章 都市力：圆中国梦，建设“人的城”

4.1	楼市新变化左右经济走势	84
4.2	房价会崩盘吗？	88
4.3	房地产调控步入误区	91
4.4	新型城镇化有何特别？	94
4.5	财税改革为城镇化破题之点	97
4.6	大首都经济圈解决“城市病”	100
4.7	刘易斯拐点五大影响	104
4.8	借鉴“居者有其屋”经验	107