

变革

新时期中国经济的机遇与挑战

沈建光◎著

在不确定的环境中，中国如何应对世界经济新秩序？

把脉全球经济新形势 决策当下与未来

谢

平

清华大学五道口
金融学院教授

李剑阁

中央汇金投资有限公司
副董事长

刘世锦

中国发展研究基金会
副理事长

联袂推荐



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

变革

新时期中国经济的机遇与挑战

沈建光◎著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

变革：新时期中国经济的机遇与挑战 / 沈建光著.
—杭州：浙江大学出版社，2018.3

ISBN 978-7-308-17719-1

I. ①变… II. ①沈… III. ①中国经济—经济体制改革—研究 IV. ①F121

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 318248 号

变革：新时期中国经济的机遇与挑战

沈建光 著

责任编辑 卢 川

责任校对 高士吟

封面设计 卓义云天

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州林智广告有限公司

印 刷 杭州钱江彩色印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 17.25

字 数 228 千

版 印 次 2018 年 3 月第 1 版 2018 年 3 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-17719-1

定 价 49.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行中心联系方式 (0571) 88925591; <http://zjdxcs.tmall.com>

序 preface

我从事中国经济研究已经超过 20 年,起于欧洲,辗转于芬兰央行、经济合作与发展组织、欧洲央行、国际货币基金组织,最后回到中国香港地区任国际投行的首席经济学家,一直专注观察变革中的中国经济。这些年来中国经济突飞猛进,特别是 2008 年金融危机以来这十年,中国经济弯道超车,国际影响力大幅提升。看到新经济、新业态对中国经济带来的巨变,我深受鼓舞。同时,伴随着几轮稳增长措施的助力,传统的以债务扩张推动的高投资难以为继,金融与实体经济高杠杆推升了金融风险,房地产泡沫积聚加剧了家庭与金融机构的脆弱性等等也使我有一丝担忧:中国经济持续增长所面临的挑战也在增加。

回头来看,2008 年金融危机之后这十年,中国经济运行与研究工作中有太多需要总结和反思的内容,我把这些总结和反思汇集成这本书,希望通过这一机会可以系统性地就中国近年来发展与改革中的问题进行深入探讨。经过与编辑的反复探讨,我们最后把书名定为《变革:新时期中国经济的机遇与挑战》,在我看来,没有一词可以比“变革”更适合描述近年来中国经济的发展。

变革之一:中国国际影响力大幅提升

在金融危机这十年中,中国危中有机,把握住了难得的弯道超车的机会。十年后的今天,我们看到,中国在全球的竞争力不仅没有削弱,反而大大增强,国际话语权也有明显提升。主要体现在,中国对全球经济增长的贡献从危机前 2006 年的不足 20%,上升到 2017 的近 30%;中国出口竞争力增强,出口份额占比从十年前的第三跃升为遥遥领先的第一;消费市场增长迅速,中国零售市场规模从十年前占美国市场份额的四分之一,到 2016 年已接近美国市场份

额,2018 年预计中国很有可能超过美国,成为世界第一大零售市场。

与此同时,经济上竞争力的增强也使得近年来中国在金融与全球治理方面的话语权大幅提升。中国汇率制度改革对全球金融市场的影响在加大,其外溢性亦已被纳入美国货币政策走势的考量;一带一路、亚投行等倡议的提出,G20 会议、金砖国家领导人会议的举行,以及在美国特朗普政府反全球化背景下中国仍然坚持全球化战略等事件,均显示危机十年后,中国在全球治理方面正在发挥越来越强的领导力。

变革之二：中国应对危机的水平增强

十年来,看空中国的声音此起彼伏,很多国际指标显示,中国离债务危机的距离越来越近,但中国并未出现如教科书中所描述的危机。在我看来,中国是有一些成功经验的,反映的是中国应对危机水平能力的增强。例如,应对 2014 年至 2016 年美元升值造成的人民币大幅贬值与资本外流这一情况,中国并未采取一次性贬值策略,反而采取了稳定汇率的措施,抵住了外界的质疑,最终在美元走弱的背景下,迎来了人民币汇率企稳,资金外流态势也得到了改善,维护了金融稳定,是非常成功的。

不少看空中国的观点,也将中国房地产泡沫与日本 20 世纪 90 年代的情形做类比,认为中国不久后将陷入日本式的衰退。中国政府在对待房地产泡沫的问题上吸取了日本政府强势加息主动刺破泡沫,导致经济长期萎靡不振的教训:先是通过行政手段打压房价持续上涨的势头,但避免刺破泡沫;而后通过收入水平的提升与基本面的改善,换来房地产市场的短暂平稳,避免了危机的发生。当然,中国的房地产泡沫问题依然存在,亟待相关决策层建立调控房地产的长效机制。

此外,在货币政策操作方面,中国也有很多创新之处。例如:与大多数国家货币政策单一目标制不同,中国货币政策有以下几大举措:具有一定的灵活性;中国并未默守“不可能三角”理论,而是选择了资本项目有限开放、汇率

有管理浮动和货币政策一定程度上自主独立的中间状态；创新货币政策框架转型，通过 SLF (Standing Lending Facility, 常备借贷便利)、MLF (Medium-term Lending Facility, 中期借贷便利)、PSL (Pledged Supplementary Lending, 抵押补充贷款) 等流动性工具，一方面支持金融服务实体经济，另一方面，通过短期利率走廊+中期指引，引导中国货币政策框架逐步向价格型调控转型；协调推进利率、汇率市场化改革和资本项目可兑换，而非在上述改革推进上有明确的先后顺序等等。上述创新举措对于防风险、促增长发挥了重要作用。

变革之三：中国经济新动能积极显现

2017 年，中国经济企稳回升，GDP (Gross Domestic Product, 国内生产总值) 增速终止了七年的下跌趋势，增速反弹至 6.9%，三驾马车同时发力，净出口对 GDP 拉动为 0.6%，一改过去两年的负贡献，且创十年来的新高。与此同时，新经济发展超出预期，移动支付、大数据、云计算、“互联网+”等带动产业革命与产品创新。

例如，中国移动支付应用领先于全球水平，当前中国第三方移动支付的渗透率已高达九成，极大降低了交易成本并提高了经济运行效率；人工智能发展迅速，中国机器人产业规模保持年均 20% 的高速增长，中国工业机器人产量占全球产量的三分之一；与此同时，互联网消费快速增长，2017 年全国网上零售同比增长 32.2%，远高于同期社会传统零售 10% 左右的增长率。可以说，新经济正在改变传统的商业模式与业态，成为新时期中国经济的重要推动力。

变革之四：改革进入深水区

鉴于中国经济取得的积极进展，中国正面临新的发展方向与目标。党的十九大报告提出，不平衡不充分的发展是当前中国面临的突出问题，政策重点应由强调高速增长向高质量发展转变，这为未来中国经济发展指明了方向。2017 年年底的中央经济工作会议也明确提出，推动高质量发展是保持经济持

续健康发展的必然要求，未来的重点将放在深化供给侧结构性改革上，特别是要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。

在此框架下，笔者认为，未来经济政策方面可能会更加注重收入分配问题、环境问题以及房地产问题的解决。与此同时，供给侧改革已进入深水区，十九大之后，金融改革仍将保持较快的推进步伐，预计未来实体与金融领域去杠杆、国有企业打破刚性兑付、规范互联网金融、加强地方债务属地问责、金融反腐等措施可能将协同推进；中国房地产或迎来新时代，特别是房地产税的加快落地以及地方与中央财权与事权的理顺，将从根本上摆脱土地财政的顽疾。中国政府宣布扩大金融业开放，大幅度放宽外资进入金融业的投资比例限制，显示了新一届领导层对待未来改革开放的鲜明态度。

基于此，我认为，中国正在迎来大变革时代，存在诸多机遇。当然，挑战与之并存，不难发现，尽管近年来，中国政府在去产能、去库存等方面进展迅速，但去杠杆成效甚微。然而，传统以债务扩张刺激高速投资的旧模式，虽然短期内稳住了经济增长，但金融风险越来越大，难以为继，地方政府债务、金融与实体经济高杠杆以及房地产泡沫的隐忧是影响中国经济巨大的灰犀牛，有必要在当前经济转好的背景下加速处理。可喜的是，新一届决策层对待去杠杆与强监管的态度是坚定的，正在积极推进，是防范经济风险，以短期内牺牲部分增长速度换取更高质量发展的有益尝试。

文末，衷心感谢李剑阁教授、刘世锦教授、谢平教授以及盛松成教授的推荐。感谢本书编辑卢川以及瑞穗证券同事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，不代表瑞穗证券亚洲公司的立场。

沈建光

2018年2月1日

目 录 contents

第一章 中国经济新动能

- 出口将成为经济增长新亮点 / 2
- 中国经济周期之辩：本轮复苏动力何在？ / 5
- 经济强劲反弹触发政策转向 / 9
- 从挖掘机周期看中国投资复苏 / 12
- 降准大转弯背后的三层逻辑 / 15
- 降息是否重回“四万亿”老路？ / 20

第二章 金融去杠杆与灰犀牛

- 金融工作会议突破和保留了什么？ / 26
- 金融去杠杆影响几何？ / 28
- 中国如何守住金融安全底线？ / 32
- 中国经济的近忧和远虑 / 38
- 债务高增长，中国能否避免金融危机？ / 42
- 加快改革步伐，避免陷入流动性陷阱 / 46
- 提振企业家信心：扭转民间投资恶化关键 / 54

应避免主动刺破房地产泡沫 / 58

房地产市场对整体经济形成诸多风险 / 64

中国高债务风险之辩 / 70

第三章 中国政策与改革

辽宁统计数据造假暴露了什么? / 76

从“巨大中华”看产业政策之争 / 81

从习近平考察小岗村看中国政策动向 / 85

猜忌横行,只因数据缺乏透明度 / 88

牛市不需“国家战略” / 91

反思“四万亿”恐惧症 / 99

去产能不应止于为国企解困 / 102

“十三五”规划亮点与挑战何在? / 106

中国经济政策三大新取向 / 111

点燃民间资本热情的关键是改革 / 116

以“创造性破坏”化解中国式产能过剩 / 121

债市违约频发背后的改革困境 / 124

债转股需要国企改革的推进 / 127

牛市重在制度建设 / 130

第四章 塑造大国领导力

毫无必要的“TPP 恐慌症” / 134

中国如何应对全球贸易规则新变化 / 137

逆全球化之下,落实 G20 共识面临四大难点 / 140

托宾税存在许多负面效应,如要推出需反复权衡 / 144

- 负利率的五大潜在矛盾 / 147
- 货币政策不能承受之重 / 150
- G20 框架下的全球金融协调新成就 / 153
- G20 全球汇率协调缺失了什么? / 155
- 亚投行——中国新金融外交战略的胜利 / 158

第五章 人民币：国际化新征程

- 切莫低估人民币入篮的伟大意义 / 162
- 做空之下，人民币到底被“高估”多少? / 166
- 周小川对人民币空头的反击 / 171
- 海外做空难撼人民币稳定 / 175
- 人民币入 SDR：龙门一跃还是骑虎难下? / 179
- 保外储还是保汇率是个伪命题 / 183
- 人民币升值背后的央行意图 / 186
- 为什么人民币汇率预测错得离谱? / 190

第六章 量化放松的功与过

- 金融危机十周年的三点反思 / 196
- 中美会重蹈日美贸易战覆辙吗? / 200
- 美元的拐点真的到来了吗? / 203
- 英国脱欧与美元周期拐点 / 208
- 日本的泡沫教训是否适合中国? / 211
- 本轮美元周期已经接近顶点 / 214
- 引领全球化中国需处理好三层关系 / 220
- 中美关系：阴云密布下的曙光初现 / 223

特朗普阴影下,中国如何应对? / 226

如何应对中美贸易战? / 230

警惕特朗普冲击 / 237

中美贸易战的风险有多大? / 240

中美非常态下的合作之难 / 244

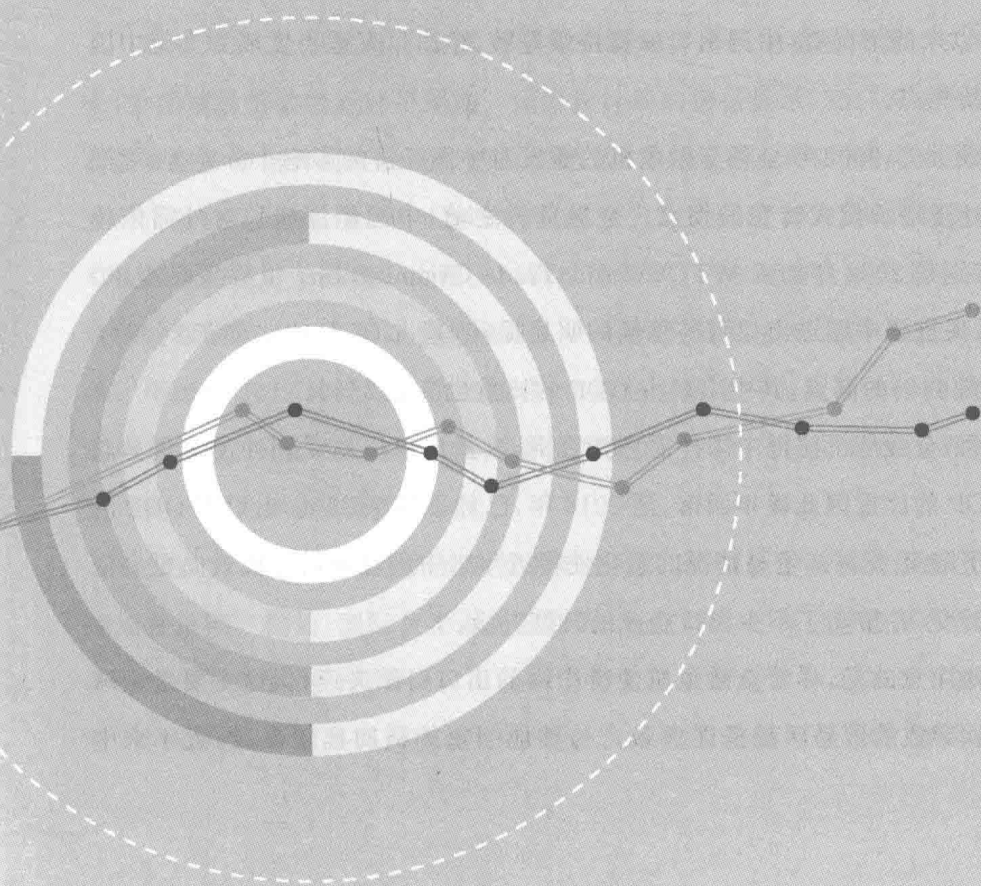
美联储鸽派背后的全球博弈 / 249

亚洲金融危机对当下的三点启示 / 253

美国投资者对中国五大质疑 / 259

第一章

中国经济新动能



出口将成为经济增长新亮点

2008 年全球金融危机的爆发,使得一度对净出口依赖较高的中国经济受到了沉重打击,也促使中国经济模式在随后几年当中,从过多依靠外需逐步向依靠内需拉动转变。不过,中国在全球范围内的出口竞争力并未下降。而从 2017 年以来的情况看,中国出口或将持续好转,净出口有望再度成为支持中国经济的新亮点。

回顾历史,2008 年全球金融危机的爆发对中国经济的影响十分显著,可视为中国经济增长模式转变的拐点。金融危机之前,中国经济增长对外需依赖较重,特别是 2002 年加入 WTO(World Trade Organization,世界贸易组织)后,更是促进了中国进出口贸易总额的明显提升,其占 GDP 的比重在 2006 年一度达到 64% 的高点,其中出口占 GDP 的比重也高达 35%。

然而,金融危机使得中国外需急转直下,大量出口厂商受到冲击。贸易总额占 GDP 的比重因此逐年回落,至 2016 年,已经下降至 33%,出口占 GDP 的比重则下降至 18%。贸易情况的恶化使得近年来中国经济增长模式向更多依靠内需转变,并带动了不少出口企业的转型升级。

需要注意的是,尽管金融危机使得中国的出口引擎失速,但这主要是全球经济疲软导致的贸易活动低迷所致。与其他国家的横向比较来看,近年来中

国出口的全球竞争力并未下降,出口份额占全球出口份额的比重仍然保持上升态势,从2006年的8.1%上升至2015年的14.1%。相比之下,一些主要发达国家的出口在全球市场却表现黯淡:十年中,美国出口在全球的占比基本稳定在9%左右,德国出口占比则下降约1个百分点至8%,日本出口份额亦从5.4%下降至不足4%。

从中国的出口结构看,劳动密集型与资本密集型出口的全球占比均有所提升。其中:得益于中国的劳动力市场优势,服装、纺织等劳动力密集型产品出口的全球占比分别从2006年的30%、21%上升至2015年的37.6%、37%;与此同时,机械运输设备出口的全球占比则从10.5%上升至18%。

从中国自身的出口结构看,机械运输设备出口占中国出口的份额从2005年的46.2%上升到2015年的46.8%,而服装和纺织品的占比则从2005年的15.1%下降到2015年的12.4%。这表明,中国出口升级态势已经发生。

展望未来,出口或将再次成为支持中国经济增长的重要力量。2017年以来,中国贸易活动明显好于预期。国家统计局的数据显示,2017年一季度中国商品和服务净出口对经济增长的拉动已从2016年的-0.5%转为0.3%,对增长的贡献也从2016年的-6.8%转为4.2%。与此同时,2017年四五月份的出口数据也明显好于预期。中国出口数据的好转,一方面与价格因素有关,即进口价格涨幅明显高于出口价格涨幅;另一方面,则得益于海外经济环境的改善。考虑到2017年全球经济的复苏,特别是中国第一大贸易伙伴欧洲的经济明显转好,以及中国与第二大贸易伙伴美国之间的贸易阴霾逐步驱散,预计出口向好的发展态势或将持续。

2017年以来,全球经济的复苏态势非常明显,国际金融机构纷纷上调了全球增长预期。例如,国际货币基金组织在2017年4月将全球经济预测调高至3.5%,好于2016年的3.1%。而从中国与主要的贸易伙伴之间的贸易情况来看,美国方面,年初各界一度担心的中美贸易战阴霾已经渐行渐远,取而代之

的是美国经济回暖对中国出口的拉动。如 2017 年 1—5 月，中国对美国出口同比增速为 11.5%，分别高于对欧盟、日本的 8.1% 和 6.4% 的增速。

此外，欧洲经济的强劲态势也让人惊喜。德国强劲的经济数据较为突出，2017 年 6 月德国 IFO^① 商业指数达到历史新高；同时，欧元区整体的 PMI^② (Purchasing Managers' Index, 采购经理指数) 亦创下 6 年来最佳表现。欧盟作为中国第一大贸易伙伴，其积极向好的增大势头将对未来中国外需的提升有明显促进。更进一步看，外需改善背景下的出口好转将对中国经济增长起到积极作用。

① IFO 经济景气指数是由德国 IFO 研究机构所编制，为观察德国经济状况的重要领先指标。

② 通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，反映了经济的变化趋势。

中国经济周期之辩：本轮复苏动力何在？

这几年来，中国债务率逐年攀升，债务风险已引发国际信用评级机构穆迪下调中国主权债务评级，并加剧了投资者对中国经济增长可持续性的担忧。但一面是企业债务高企、工业投资复苏，另一面却是创历史低位的投资贡献率。根据国家统计局的数据，2017年一季度，固定资本形成对经济增长的贡献仅为18.6%，远远低于消费77.2%的贡献，创下十几年来的新低，上述差异着实令人疑惑。

实际上，市场对于2017年一季度中国经济的向好表现是有共识的，并曾在二季度初热烈地讨论中国经济新周期的话题。同时，诸多微观经济指标在一季度也与2009年“四万亿”计划实施之后的水平相近，甚至连IMF（International Monetary Fund，国际货币基金组织）都在2017年两次上调对中国经济的预判。

关于中国经济新周期的讨论中，一个基本问题便是：本轮经济向好的动力究竟何在，是消费、投资抑或是净出口？在笔者看来，这是周期之辩诸多问题讨论的基础，而对上述问题的模糊认识也无助于对债务问题、房地产问题等焦点问题的分析。

其实，近年来中国经济转型已悄然发生，2011年以来的大多数年份，中国

消费对增长的贡献都是超过投资的，成为拉动中国经济增长的主要动力。实际上，近年来，由于中国国内收入增长持续高于 GDP 增速、房价上涨产生财富效应，中国消费增长存在很大的空间。越来越活跃的互联网消费、海外代购热潮以及海外汽车厂商来自中国的销量占比逐年增加等事实，也清晰地显示中国消费市场的崛起是毋庸置疑的。

但是，即便如此，消费对增长的带动是基本稳定的，没有证据表明自 2016 年三季度以来的中国经济明显好转主要归功于消费的拉动。相反，短期内经济出现明显反弹主要得益于政府各项稳增长政策带动的投资向好，以及净出口由负转正对增长的贡献。

其中，净出口方面，2017 年一季度货物和服务净出口对 GDP 的贡献是 4.2%，这主要得益于价格因素。即虽然货物贸易差额比去年同期减少，但由于进口价格涨幅明显高于出口价格涨幅，使得同期货物或服务净出口对 GDP 的贡献由负转正。但展望未来，伴随着 PPI(Producer Price Index，生产价格指数)下降拐点已经出现，价格因素的影响逐步下降，而海外经济的增长向好支持出口，预计未来顺差会有所增加，支持净出口对 GDP 的正贡献。

争议比较大的是投资的贡献。当前投资对 GDP 仅为 18.6% 的贡献是明显被低估的，这对判断当前中国经济引擎形成了一定的困扰。证据如下：

第一，2016 年固定资产投资数据存在扭曲。根据国家统计局的解释，由于基础资料缺乏，中国现价季度支出法 GDP 核算基本上是根据相关指标进行推算的。主要先根据季度固定资产投资统计资料，在全社会固定资产投资完成额的基础上，结合经常统计未包含的部分进行推算。据此可以认为 GDP 中的固定资产形成数据与高频固定资产投资数据高度相关。

仅辽宁一个省对全国投资数据的扭曲便不容小视。以固定资产投资为例，截至 2016 年 11 月，全国固定资产投资累计增速 8.3%，比 2015 年 10% 的增速回落了 1.7 个百分点，这是在 2016 年基建加大、房地产市场前期政策宽松