

穿越 镀金时代

邵宇 [著]

那是一个“镀金时代”，
成长是真实的，泡沫也是真实的，雾霾和漂流猪也是。

对于中国来说，下个10年特别重要，
干得好就是欧美，干得差就是拉美。




人民东方出版传媒
东方出版社

穿越 镀金时代

邵宇[著]



人民东方出版传媒

 东方出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

穿越镀金时代 / 邵宇 著. —北京: 东方出版社, 2013. 10
ISBN 978-7-5060-6842-0

I. ①穿… II. ①邵… III. ①中国经济—研究 IV. ①F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 237145 号

穿越镀金时代

(CHUANYUE DUJIN SHIDAI)

作者: 邵宇

责任编辑: 徐玲 贾佳

出版: 东方出版社

发行: 人民东方出版传媒有限公司

地址: 北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码: 100706

印刷: 北京京都六环印刷厂

版次: 2013 年 11 月第 1 版

印次: 2013 年 11 月第 1 次印刷

印数: 1—12000 册

开本: 710 毫米×1000 毫米 1/16

印张: 19.25

字数: 246 千字

书号: ISBN 978-7-5060-6842-0

定价: 45.00 元

发行电话: (010) 65210056 65210060 65210062 65210063

版权所有, 违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题, 请拨打电话: (010) 65210012

前言

挥别镀金时代

中国2013年第一季度GDP数据是7.7%，远低于市场预期，但真不出人意料。研究中国过去几十年经济、社会、政治变化的学者通常有时空错乱的感觉，因为这段历史演进的速度太快了，很难找到一个准确的参照系，有时觉得像1830年前通过圈地运动完成工业化的英国，有时像1920年代自由市场暴露出重大缺陷的美国，有时又像1990年代即将在地产泡沫中崩溃的日本。30年压缩了近代市场经济近200年的悲欢离合和生生灭灭。但现在我确信那是一个“镀金时代”——成长是真实的，泡沫也是真实的，雾霾和漂流猪也是。

经济之所以在下滑，除了外部需求的羸弱外，反腐是一个明显的短期影响因素，但反腐行动不仅仅是压制了白酒或者鲜花等“奢侈”的消费，这应该不过是开始。近期最高检表示要抓一批大案要案，联系到监管部门对某些债券部门的突袭，估计很快更多隐秘的重大利益链条将会暴露出来，而这次将影响的是融资，进而是投资。这也是市场已经老生常谈的换届周期带来的一轮新的GDP锦标赛和投资狂潮这次为什么没有真正发动起来的原因。

但我们感觉并不是简单的利益清洗，更为重要的也许是这次将配合真

正的长效机制的建设，一旦全口径预算纳入人大监督体系，那么重大工程建设、土地财政和国有资本运行将会全面暴露在阳光这最好的杀虫剂之下；而另一方面，根据国务院的机构职能转换时刻表，2014年6月底前将出台并实施不动产统一登记制度，2014年底将完善金融账户实名登记制度。这些都将市场理解为是阳光法案的技术准备动作，那么结论就是——这次可能真的不同。

实际上理论研究业已证明，中国地方政府增长竞争除了GDP锦标赛机制以外，还有一种所谓的争宠机制也在发挥效力，这两个机制是相容的，上一级的决策偏好是非常重要的，一旦执行层觉得上一层的目标函数真的偏向结构调整，他们也会逐渐适应起来，不再以速度作为唯一的决策目标，或者降低其重要性权重。当然必须承认，这需要时间。

因此短期内来自货币的约束将变得更为显著起来，结合四部委463号文（制止地方政府违法违规融资行为）、银监会8号文（清理银行非标产品和理财通道）、10号文（加强地方融资平台风险监管）等动作来看，我们感觉政府的脚已经从油门放回刹车上，未来放松大搞基建的可能性不大。而一季度6.16万亿的社会融资总量、15.7%的M2，可能更大概率是高潮的结束而不是新刺激的开始，是一种类似提前过户的政策规避行为的集中反映。这意味着，在接下来三个季度中，流动性子弹将受到更多限制。

而近期对香港的异常贸易数据、外汇占款和人民币汇率的波动，也显示出不仅仅外围的廉价热钱想进来，国内也有不少获利多时的资金想要出逃。总的来看，当流动性供给总量从一个年化20%的平台跌落到14%左右的话，不言而喻的是——那些镀金资产的成色肯定会显得不足。

中期来看，这未必是件坏事。除非H7N9明显恶化或出现外部恐怖袭击扩大等重大下行风险，决策层应该不会再次重启刺激，因为其最为关注

的就业和收入指标并没有明显恶化，从人保部的调查报告来看，2013年一季度的城镇单位新增就业超过300万人，农村外出务工劳动力同比增长1.7%，这反映出国内就业形势较好；而从统计局的收入数据来看，2013Q1城镇居民实际可支配收入增6.7%，农民增9.3%，所以政府对经济放缓的容忍度不应低估，7.7%的GDP可能是符合决策层预期的，而周期股近来较为疲弱的表现似乎也在反映着这种共识。

地球人都清楚，金融危机触发的重大机遇窗口还打开着，对于中国来说，下个10年特别重要，干得好就是欧美，干得差就是拉美，正常预计能干10年的人，应该不会特别在意1—2年的短期绩效。当然时间的宝贵体现在现在，如何用速度换质量，最为紧迫的任务是在1—2年内，给出一个可持续发展的可靠布局。

这种布局已经在展开，例如金砖德班峰会就力图打造的是一个平行世界的新格局，小三驾马车（IMF vs 储备库，WB vs 金砖发展银行，WTO vs 工商理事会）正在启动，国际货币基金组织（IMF）始终扭扭捏捏不肯让出太多的份额和话语权，美国的否决权在可以预见的一段时期都不会有变化，世界银行（WB）可以提供的弹药，在发达经济体自身的高负债下，援助和支持发展中国家的力度和意愿也不是太强，WTO的多哈回合其实已经死亡，发达经济体忙着构建TPP、TTIP等以形成新的贸易圈和游戏规则，总的思路是不带新兴经济体玩，或是以更高的入门费来玩，逼迫中国二次入世。

而另一方面，近期解放日报发表文章怀念胡耀邦，来重点突出当前的中国需要重新凝聚改革共识，预期秋天的三中全会会给出下一步重大的价格、税收、财政、汇率等系统改革的整体解决方案、时刻表和路线图，一如1992—1994那次系统性改革，并奠定未来20年的发展基础。

翘首以待……

目 录

前言 挥别镀金时代 /001

第一篇 中国宏观 / 001

中国的快速成长让人瞠目结舌，有秘笈吗？有后遗症吗？有可持续性吗？如何推动进一步的升级，如何进行城市化，如何提升消费水平，如何参与货币竞争？能否顺利完成改革和转型？能否逃逸出中等收入陷阱？是否会出现重大危机？

中国秘笈：摸石头、山寨机和锦标赛 / 003

镀金时代后遗症 / 012

中国位于什么发展阶段 / 018

未来中国说 / 025

新三驾马车：如何升级中国经济并从中获益 / 031

检讨中国式城镇化的历史路径 / 038

深度城市化即将重塑中国 / 043

- 新型城镇化的潜在风险 / 050
- 诱致性制度变迁消解土地财政 / 060
- 中国经济改革会如何进行 / 066
- 人民币国际化：使命召唤还是刀锋之舞 / 078
- 金十条究竟含金量多少 / 085
- 中国金融自由化需甩开膀子 / 090
- 钱荒不慌：守稳底线，寻求突围 / 093
- 自贸区的使命：再入世、逼改革和人民币崛起 / 098
- 中国政府会有资产负债表危机吗？ / 111
- 大国龙骨：军事工业复合体 / 127

第二篇 全球宏观 / 133

未知世界又怎知中国，全球政治、经济、地缘政治演进有什么规律可循吗？经济发展水平真的会趋同吗？有天下大同这回事吗？还是形成中心—外围—边缘—蛮荒地帶，这样的生态圈呢？谁雄踞食物链的顶端，谁主宰蛋糕的分配？世界格局会变化吗？后发国家有机会赶超吗？采用什么策略，付出多少代价呢？

- 美元、黄金和白银时代的战争与和平 / 135
- 旧秩序：美元驱动的三个世界 / 139
- 金融危机纪年表：审判日 / 152
- 危机第二波：择日而亡 / 179
- 危机三部曲：全球宏观大图景和中国的逻辑 / 181
- 货币潮汐：QE退出时刻表及策略前瞻 / 186

日本：从僵尸经济到货币凶灵 / 192

第三篇 流动性经济学 / 197

你真的拥有过财富吗？还是一堆废纸或者是几个数字符号，你知道你生存在货币幻觉中吗？你理解各种庞氏骗局吗？资产价格又是怎样被决定的？什么是资本、货币和金融的真谛？如何打败疯狂的印钞机？你知道如何保卫自己的财富吗？

庞氏骗局、货币幻觉和资产泡沫 / 199

流动性经济学的新思维 / 205

货币不眠：永恒庞氏和金钱本色 / 208

如果没有 QE3：套息交易、货币竞争和价格波动 / 216

杀死影子银行 / 227

“钱荒”：茶杯里的金融风暴？ / 234

第四篇 市场观察 / 243

股市真是经济的晴雨表吗？如何理解市场的喜怒哀乐？是捕捉波段还是买入并持有？存在价值投资吗？还是理性投机？大盘蓝筹还是新兴成长？什么决定市场走向，基本面、流动性还是情绪？

新常态、求改革、寻找隐形冠军 / 245

PMI 分裂症投射宏观经济弱势企稳 / 255

流动性退潮下的裸泳 / 258

6.20 裸泳纪实	/ 262
压力测试和激活存量后的市场动向	/ 265
理解 A 股风格，追寻隐形冠军	/ 270
中国经济正在平稳着陆	/ 274
如何理解中国目前的发展战略和布局	/ 277
内外压力下中国资本市场的演绎路径	/ 280
伦敦杀人鲸：CDX、IG9 和系统风险	/ 289

第一篇

中国宏观

中国的快速成长让人瞠目结舌，有秘笈吗？有后遗症吗？有可持续性吗？如何推动进一步的升级，如何进行城市化，如何提升消费水平，如何参与货币竞争？能否顺利完成改革和转型？能否逃逸出中等收入陷阱？是否会出现重大危机？

中国秘笈：摸石头、山寨机和锦标赛

有没有中国模式，什么是中国模式，中国快速增长有没有秘笈，什么是中国秘笈，这都是无比繁复的问题，如果可以解答，相信有机会问鼎诺贝尔。本文尝试搭建了一个容易理解的分析框架，为你娓娓道来……

现在可以定定心心地说，市场体系是中国经济改革的最终目标了，当时确有无数人为之销魂。虽然这被称为一个思想解放的过程，但最终应验的仍旧是凯恩斯的老话，思想无所谓谁战胜谁，不过是新一代熟悉新分析技术和理论的研究者和实践者最终成长了起来。

产权与价格

市场并不神秘，也非万能。它其实就是一个价格发现机制，通过竞争把稀缺物质配置到可能创造最佳效益的环节中去。但市场并非是机械的按照瓦尔拉的方式存在于真空中，它需要政府、法律、社会形态以及道德准则这些非市场的制度安排来支持。而契约、产权和货币则是其更具体的制度载体和构造元素，因此应当把中国改革视为一个整体的，为实现市场经济而进行的全社会“现代化”改造的变迁过程。它需要改造整个自然环境、社会、政治甚至人的心理和伦理，这是一场波兰尼意义上的“巨变”。但必须承认，一开始改革并没有明确的目标和线路图，这是一个典型

的——“摸石头过河”的实用主义过程（直到1992的十四大，才有顶层设计出现），最多也不过是某种形式的反向工程“回到过去”。

这里主要描述其中最核心的部分——产权和价格。突破最先从最贫穷落后、人最多的中国农村开始。联产承包只是外形，包产到户表面是分配以及生产方式的改变，其实内核是产权界定和随之而来的产权改变，准确地说是部分改变，即土地短期使用权与集体所有权的分离和赋予私人。小岗村是产权和所有制变革的开端，而产权的明确是市场正常运转的基本前提，它是利益计算的边界，明确的边界能够刺激各种市场主体自发的获利动机。然后就是1980年代个体户、私营企业的涌现和1985年以后乡镇企业的繁荣。同时，对国有经济的平行改造也从未间断过，特别是1995年以后的“抓大放小”。尽管受到各种诟病，期间也经历了停滞和争论。总体上看，这些所有制改革措施开启了产权多元化的时代，形成了混合所有制，在多元的利益诉求下，一个准竞争性的市场环境和行业格局被创造了出来。

价格则是另一个关键，它承载了各种资源相对稀缺程度的信息。正常情况下，生产者和消费者都可以根据由竞争形成的各种商品和要素的相对价格，进行正确的生产和消费决策。市场机制就如同精确制导的热敏导弹，价格就是热度和热源，它引导产出和资源迅速向它飞行，因此与产权制度改革同步进行的就是校正市场的信号系统，这通过价格自由化来实现。从价格全面管制到价格双轨制，中国历经了六次大调整，三次大放开，最终在1992年价格闯关成功。到1993年春，中国社会零售商品总额的95%、农副产品收购总额的90%，以及生产资料销售总额的85%，全部放开由市场供求决定，用市场价格机制配置资源从此成为中国经济制度的一个基础。

但需要指出的是，中国的市场化是远远没有完成的任务。改革非常不

彻底，不论是价格还是产权都是这样。两者仍然存在着真正意义上的“双轨制”。首先价格方面的市场化是不对称的，产品市场几乎全部放开，但要素市场——资金、土地、资源、劳动力的扭曲却依然十分普遍而且严重，这包括对劳动力自由流动的妨碍，对利率、汇率的政府管制和对能源价格的人为限定等等。例如劳动力方面，户籍户口制度导致农民工的公共服务严重缺失，这极大压低了劳动力成本。再如对自然资源的低成本定价，导致了能源以及环境的过度利用和严重污染。产权方面则主要是土地，目前土地剥离了一部分长期使用权给农民，但抵押权、转让权仍然缺乏明确的法理支持。让土地改变用途从而产生级差地租的定价权和收益权仍旧牢牢控制在政府手中，土地成为驱动非农产业发展的手段和推进城市化所需的基础设施建设的资金池。一方面，各要素成本定价过低，特别是劳动力定价过低，就潜移默化地实施了国家级的总成本领先竞争策略；另一方面，双轨制提供的巨大利益空间，催生了政府部门（土地收入）和企业部门（特别是国有部门）的超额利润增长，进而加速非居民部门的储蓄积累，再转化为高额投资（基础建设、房地产和制造业）来拉动经济的快速增长。这种半市场化的制度安排为国家尽快完成经济起飞所需的原始积累，提供了充分条件，预留下很大的操作空间。

参与全球化

但问题是——要素禀赋始终放在那里，各个国家也都不缺，1978年前的中国也有这些条件，为什么中国可以在过去的30年间脱颖而出呢？换句话说，经济起飞的必要条件又是什么呢？答案的线索来自外部世界。迄今为止，全球有13个经济体在连续25年或者更长的时间内保持了7%以上的增长率，所有这些成功的案例都出现在第二次世界大战后，这绝非偶

然。它们成功的核心部分就是利用了全球经济提供的需求、资本、知识和技术。从这个角度看，其实中国并不那么特殊。中国就是其中最大的受益者——增长幅度最大、增长速度最快，这种规模的增长在人类历史上也是独一无二的，所以科斯热情洋溢地断言道“中国的奋斗也就是全人类的奋斗”。

尤其是在 1973 年布雷顿森林体系崩溃后，世界经济进入了失去贵金属约束的美元本位时代。信用货币体系下，美国成为了全球货币政策的实际制定者，美元霸权的全新模式开始更强力地驱动全球经济，整个世界都开始为绿纸片疯狂。以美元为首的国际货币从实体和金融两个维度加速了全球经济贸易一体化。从国际收支的角度来看，各主要经济体要么作为生产者——日本、德国，然后是东南亚、中国和印度，要么作为消费者——美国、南欧、英国，要么作为资源提供者——石油国、俄罗斯、巴西，都生存在这个食物链中，这便形成了三个世界的全球经济格局——美国的货币，中国和印度的劳动力，日本和西欧的技术，中东和俄罗斯的石油。其实所谓全球化红利的本质就是，美国主导的生产国、消费国和资源国的分工，连接他们的就是储备货币的循环投放，加入 WTO 加速了这一过程，而且 WTO 的规则相对更多地涉及产品销售而不是要素供给，这对中国的总成本领先策略而言是相当有帮助的。

全球化首先提供了巨大的终端需求，为什么出口导向会赢，并非是所谓比较优势发挥了作用，而是中国幸运地、及时地以举国之力加入了这个美元主导的全球供应链体系，开足马力为全世界市场进行生产。同时资本，包括 FDI 和热钱也滚滚而来，它们都以外汇储备的形式引导出更多的货币和信贷的投放。此外，全球化还提供了技术和产业的转移，这种转移的正的外部性特别的明显。中国充分利用了发达国家主导的产品内分工，通过外包获得样品，然后反向工程，国人的聪明才智不少都体现在这上面

了。所以中国成功的关键在于能够迅速而广泛地在全社会范围内传播与积累知识——即山寨机（看看航母的走你 style，还有各种各样的网络模仿巨头）。同时软性的现代科技和管理经验的引入给中国经济带来的长期影响远远超过了比较优势所能覆盖的范畴。例如，一开始通过吸收国有企业人才和技术壮大起来，并改变了行业内的竞争格局的乡镇企业，很快开始自行升级，聘请职业经理人，而职业经理人把他们在 MBA 课程里学到的东西，无非就是治理去家族化，生产福特化和注重微笑曲线的两端——研发、营销和品牌建设，一股脑进行了试验并获得了一些成功。这也正是所谓后发优势的主要来源。更巧妙的是，中国本身市场也很巨大，这不仅仅是有利于进口替代，很快更物美价廉的商品变为了出口导向，再辅助于国内市场消化了一部分出口转内销（看看淘宝尾单和 A 货），中国制造才获得了一个足够的成长空间。而这才是东亚胜出而拉丁失败的关键。最后，全球化还提供了规则和制度，市场主义的最大边界当然就是国际贸易和国际金融，任何希望从中获益的经济体都必须服从全球市场的“规则”，“与国际接轨”进而改造自己市场、政府、社会以至思想。对于原来计划主导的存量部分，这就形成了平行世界，通过竞争机制的鲶鱼效应来做增量改造，直到引发原来主流部分的体系性变化。总体上看，外来的竞争优化了市场结构，改变了资源配置的参数和环境，连同技术扩散一道，大幅提升了中国经济的全要素生产率 TFP。

大推进战略

就算是中国幸运跟从了全球化潮流，那为什么中国增长如此之快呢？这是因为基于全球竞争环境和中国自身的禀赋基础，政府以强大的资源动员能力或直接、或间接地支持生产、出口与投资，追求 GDP 高速增长——