

第一章 社会发展的长期动力

第一章名字叫“社会发展的长期动力”，很多读者会问这和股票市场策略投资有什么关系呢？这个关系用俗话说就是“大趋势挣大钱”，什么是大趋势？作者认为也就是社会发展的长期动力造成的影响。在某种意义上也可以理解为“时势造就英雄”。

一个很简单的例子是，1995 年巴菲特和盖茨到中国旅游，途经三峡。巴菲特看到长江纤夫艰苦的拉着自己所乘的船，不禁感叹道“说不定他们中的一个也可以成为盖茨。但是他们生在这里，注定一辈子以拉纤为生。他们没有这个机会。而我们有今天的地位纯粹是幸运。”从某种角度来说，天赋与才智本身就是一种幸运，而事业成功的环境更是一种幸运。

比如，比尔盖茨是 1955 年出生，而且美国 IT 大企业的创始人基本都是 1955 年左右出生，当他们毕业的时候华尔街处于熊市末期，而 IT 革命处于初始期（大趋势形成），他们投身 IT 革命的初始期，因此创立了这些 IT 的大企业，而过早或者过晚都会丧失重要的机遇期，比尔盖茨就是最幸运的那个。

表 1.1：知名 IT 企业的创始人年龄

Bill Gates	微软	1955-10-28
Paul Allen	微软	1953-1-21
Steve Ballmer	微软	1956-3-24
Steve Jobs	苹果	1955-2-24
Eric Schmidt	Google	1955-4-27
Bill Joy	太阳微系统	1954-11-8
Scott McNealy	太阳微系统	1954-11-13
Vinod Khosla	太阳微系统	1955-1-28
Andy Bechtolsheim	太阳微系统	1955-9-30

这在股票市场也一样，即使信奉价值投资，但是格雷厄姆在大的“康波周期”向下的背景下投资就没有什么亮色；费雪则是在上世纪 50、60 年代成长起来的投资者，因为美国当时制造业面临革命性变革，因此他选择的很多股票都属于制造业，并且涨幅惊人；同样信奉价值投资的巴菲特则 70、80 年代因为其选择的标的消费类股票正好适应了当时美国社会向消费转型的特征而成为股神；另外的投资者，比如比尔米勒则在 90 年代投资科技和网络股而功成名就。

投资具有深刻的社会特征，一定与当时的社会背景密切相关，优秀的投资者，有意或许无意，其投资一定符合了当时的社会背景特征，也就是符合了社会发展的趋势。并且最大的市场投资机会永远出现在经济社会发展的前沿趋势中，前沿的变化最终导致经济领域大规模的变革。因此识别大的投资机会的核心就是设法理解大趋势，正是大趋势推动变革，推动生产力，并最终带来整个经济的成长和投资机会的涌现。

如何看大趋势呢？在这方面，社会学家进行了大量的研究，根据美国社会学家乔纳森·特纳的《社会宏观动力学》一书，影响社会长期发展的动力源包括人口变化，权力变化等几个因素，不同的经济学家或者投资者也从不同角度来观察社会发展的趋势（比如《大趋势》，《第三次浪潮》等）。

作者认为，对于任何证券市场而言，最重要的三个大趋势是人口、技术和制度变革。只不过，不同国家的股票市场，人口、技术和制度变革的组合特征不同，造就的市场机会也就不同。其中，人口变化为社会提供需求变化，并带来收入，以及新增投资者，其中美国学者罗伯特·希勒的研究就表明美国 40 岁人口相对 20 岁人口增加，美国股市的估值就增加，40

岁人口相对 20 岁人口减少，美国股市的估值就下降。另外人口变化也对宏观经济发展趋势和宏观经济发展战略有深远影响，比如“刘易斯拐点”。

技术能够提高社会的生产效率，创造新的产业部门，带来企业盈利的（大幅）增加，并且为证券市场投资者带来主题性投资机会（也提升市场和某些技术板块的估值中枢）。在美国，每次行情的龙头企业都是当时技术和业务模式领先的公司，大级别的行情伴随着技术革命的进步，根据《技术革命与金融资本》一书，金融资本在技术革命中扮演积极角色，并且在技术革命的不同阶段对市场和产业的影响并不相同。

制度变革。新制度经济学家们的研究表明，经济增长的关键在于制度因素，一种提供适当的个人激励的有效的制度安排是促进社会进步的决定性力量。这不仅对于西方世界适用，对于中国这个大范围制度变迁的经济体更为重要，制度变革影响经济发展趋势，同时也提升和降低证券市场估值水平（最直接的案例就是 2005 年的股权分置改革）。而中国的制度变革主要是政府主导的制度变革，因此在这样的背景下，中国股票市场的投资者单纯使用西方惯常的纯经济分析方法（比如经济增长和通货膨胀分析框架）很容易失效。对经济和投资的研究不得要求要求在相当大程度上具备心理学的、中国社会学的、法学的、政治学的知识。

谈到长周期和大趋势，投资者经常喜欢使用“康波”周期（以俄国经济学家尼古拉·康德拉季耶夫提出并命名）一词，并且认为每轮周期时间跨度一样，但是时间周期有着广泛的争论，比如有人认为持续 56 年，有人认为是 73 年，还有人认为是 69.3 年等等，实际上这犯了机械主义的倾向，市场本身是无法以某种固定的，几乎是直线的方式预先决定了的，并且长波也并非仅是经济周期，而是广泛得多的系统现象，其中技术、社会和制度因素起了关键的作用，不同人口、技术和制度的变动趋势可能导致每轮周期时间跨度和阶段特征并不相同。本章就是从人口，技术和制度变革三个维度探讨这些长期驱动力对经济和市场机会的影响，其中人口因素更容易度量，技术变化属于外生变量，波浪式前行并且越来越加速，制度变革往往具有“危机”下出现的特征。

第一节 人口

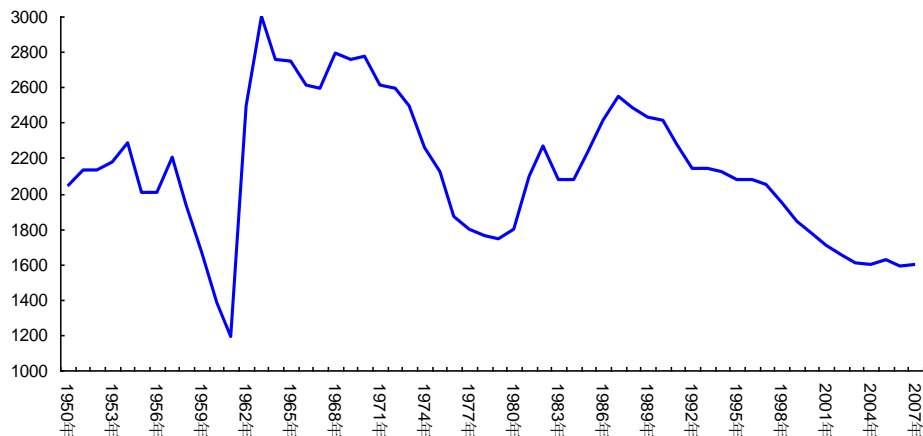
在经济增长中，人口的年龄分布与未来变化趋势被看作是决定宏观的流动性、建筑周期、城市化和中观的工资、成本与利润的一个主要因素。而且人口在不同年龄的收入、消费和投资特征与趋势决定了不同的消费特征和资产类型变化。其中，婴儿潮、新增劳动力变化、总量劳动力和人口趋势三者最有意义。

婴儿潮带来的消费与投资变化

对于一个平均意义上的中国普通人来说，初次参加高考是 19 岁，初次就业年龄 22 岁，城市平均结婚年龄，女性 25 岁，男性 27 岁，全国则是 24 岁左右，女性生育高峰期 26 岁。（结婚生子阶段是购房高峰期，需要父母帮助），30 岁之后孩子上小学，此时，双方父母健在、身体健康，会成为工作的骨干，开始有积蓄，因此会逐渐改善生活，并且投资意识开始觉醒（要为将来孩子上学买房出力，并且要为养老和医疗增加收入）。由于孩子会再结婚和再生孩子，因此，对成年人而言，其消费的顶点将出现在 47-49 岁（这时候的消费主要是购买房地产，改善性消费已过），50 岁以后，逐渐开始对健康保健的需求增加，退休后则在旅游和医疗上支出更大。

美国的人口消费也有同样的规律，美国人消费的最高峰大概是 48 岁。因此，人口的变化对投资方向有极为重要的影响，美国二战后的第一次婴儿潮出现在 1961 年，其消费高峰大约就在 2009 年，跟次贷危机和房地产泡沫破灭最激烈的 2008 年只相差一年。

图 1.1: 新中国成立以来的三次婴儿潮



新中国历史上三次人口生育高潮：1954 年，1963 年，1987 年。新中国成立后，我们的第一轮人口生育高峰出现在 1954 年，2232 万人，此后逐渐减少，在三年自然灾害的 1961 年，出生人口只有 1193 万人，比高峰时少了 1000 万人。第一轮人口出生高峰所带来的经济增长，出现在改革开放后的 1978 年-1982 年。1985 年前后，经济增长略放缓。

我国第二轮人口生育高峰出现在 1962-1973 年。1962 年出生人口 2437 万，1963 年达到顶峰 2919 万。但 1964-1973 年，每年都维持着 2400 万-2700 万的生育人口。这 12 年，中国出生人口 3.14 亿人，可以说是人口爆炸。这 3 亿人出生后对中国社会的影响是巨大的。他们上小学、中学、大学时，也正值中国经济逐渐加速的阶段，但全社会积累仍然不足。

1962 年起出生的人群从 1984 年开始陆续进入结婚生育期，而其顶峰出现在 1987 年。那一年，中国出生人口 2549 万，比 24 年前的人口顶峰时期减少了 400 万人。不过，也正是“婴儿潮”一代的生育，才造成中国第三轮人口出生高峰，1985-1993 年，每年出生人口都超过 2100 万。

根据这三个高潮期，我们再来看中国经济。1987-1989 年，是中国物价上涨较快、社会问题较多的时期。因为 1963 年前后出生的人口在这个时候恰好进入结婚生育时期。结婚潮带来了严重的住房紧张，生育潮带来了物资供应的匮乏，加上社会价格转轨期间的腐败盛行，问题就显得格外多。

1990-1991 年，中国经济进入萧条期，但婴儿潮时期的人口继续大规模结婚生育，对社会物质财富的需求进入蓬勃时期，于是，在小平南巡的契机下，从 1992 年到 1994 年，中国经济进入了一个癫狂增长期。而恰恰是 1994 年，是婴儿潮时期的青年结婚生育的最后一年。1994-2000 年，中国经济开始出现滑坡，也恰恰是在这期间，结婚生育人口比 1994 年之前每年要减少 700 万人左右。

从 2001 年开始，中国经济逐渐重新加速。1962-1973 年间出生的人口进入了 28-39 岁的年龄段，他们结婚生子之后，没有再生孩子的压力，逐渐开始改善自己的生活，对购房买车的需求逐渐提高。换言之，他们是中国最有消费能力的一群人，他们带来的，就是众所周知的“人口红利”。

但他们这一轮的消费浪潮将在孩子结婚的时候达到顶峰。而他们的孩子，出生高峰点是 1987 年，结婚的高峰将出现在 2009-2012 年。也就是说，22 岁到 25 岁是这批年轻人结婚的主要年龄段。所以，为什么 2008 年房价下跌后 2009 年会增长得那么厉害？因为 1987 年出生的 2500 万孩子要在这一年前后买房子了。他们也许买不起，但他们要靠父母。他们这个时候几乎没有选择。

如果看一下人口曲线图，我们不难发现，买房子的人口在 2008-2011 年恰好达到阶段高峰，而顶峰将出现在 2010 年。到 2012 年才会从高峰下降，减少 100 万人以上。而且，这次下跌，将可能长期没有反弹，因为结婚需要房子的人将一年比一年少。2017 年后，每年需要买房子的人将比 2010 年减少 400-500 万人。更重要的是，1987 年婴儿高峰的人们，他们的孩子将不再需要新的房子了。

长辈需要照顾晚辈是中国人的传统，这导致中国成年人最高消费时刻一定体现在孩子再结婚的 24 岁和再生孩子的 26 岁。也就是说，对成年人而言，他消费的顶点将出现在 47-49 岁。

能支持中国人上述消费习惯的，是经济发展的脉络。1990-1995 年，中国处于 22 岁年龄的人群合计达到 1.5 亿人，每年平均 2500 万。到 1996 年，这个人群开始下降到 2163 万，1997 年只有 2043 万，1998 年 1798 万，2001 年进一步降低到 1676 万。这导致中国房地产市场的低谷。随后，房价之所以逐渐上升，正是因为 22 岁的年龄群迅速回到 2000 万并保持了 4 年之久，2007 年跃升到 2145 万，2008 年跃升到 2320 万，房价也正是在这两年暴涨。受金融危机影响，2008 年后半期房价下跌，买房者观望了小半年，发现中国的刚性需求太强，所以房价转身向上。2009 年，这个人群创下这一轮的最高点，2451 万，房价就创下历史新高。那么，2010 年人群 2389 万，2011 年 2341 万，2012 年 2319 万，2013 年，这个人口下降到 2199 万，2014 年 2064 万。

而中国 33 岁-40 岁的人口增量决定投资意识，这会导致大量资金进入股市。因此，1996 年起房子不太景气，经济也不太好，但股市会涨，1996-1997 年，最大年龄群是 33 岁到 34 岁的人群，也就是 1963 年出生的第一代婴儿潮的人口进入了投资的高潮期。2006 年，1972 年出生的人群也进入了 33 岁的年龄段了，至此，1962-1973 年期间出生的人全部进入投资时代。也正是从 2006 年开始，中国股市的新一轮大发展开始了。从这一年开始，有能力投入股市的人群（33 岁以上）达到了 3 亿人，中国的开户数因此达到 1 亿户。值得注意的是，上一轮婴儿潮的低谷出现在 1979 年。那一年，中国新出生人口只有 1715 万。按照死亡率推算，到 2012 年，这批人满 33 岁，大约有 1650 万人。这意味着，中国股市的新增力量将在 2012 年达到最低水平。当然，这种下跌未必持续很久，因为数据显示，2014 年起，新增 33 岁人口再次回到接近和超过 2000 万的水平，并可延续到 2020 年。从此开始走长期的下坡路。

值得注意的是，到 2022 年，1962 年出生的人群进入退休年龄，实际上在进入 50 岁后（2012 年），消费高峰期已过，但收入比较稳定，消费则将逐渐转向健康品和奢侈品，投资的力度趋弱，投资的风格也趋向保守。因此从 2012 年开始，中国的医药产业和老年人服务业将进入一个黄金发展的 20 年。这主要是由于第一代婴儿潮的人群进入了健康品消费时期，而且，年龄超过 60 岁的老人将达到 1.8 亿人，并且开始越来越多，到 2020 年，60 岁以上的老人将达到 2.4 亿人，占总人口的比例超过 18%。

劳动力和人口总量的测算

婴儿潮是新增人口，具有边际意义的重要性（特别是把握消费变动和投资变动趋势），而劳动力和人口总量变化则对经济发展大趋势具有重要意义。对人口的总量数据进行统计和预测，需要设定总和生育率（由于总和生育率没有一致观点，我们设定高、低两个方案）来预测中国人口变动情况。

在低方案，也就是总和生育率为 1.4 的情况下，从预测结果看，我国 2000 年步入老龄化社会，在 2013 年迎来人口红利的最低点（人口负担比最低），2013-2016 年迎来劳动人口总数的最低点，2021 年迎来总人口的最高点。老龄化率以每年增加一个百分点的速度上升，2050 年达到 45%。

图 1.2: 以总和生育率 1.4 为参数, 95 年人口为参数的总人口和净增人口预测

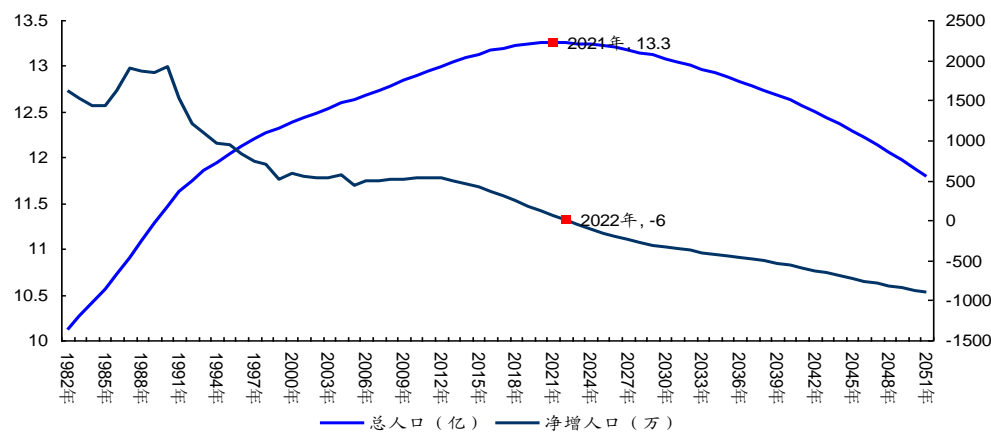


图 1.3: 劳动力人口的预测 (单位: 万)

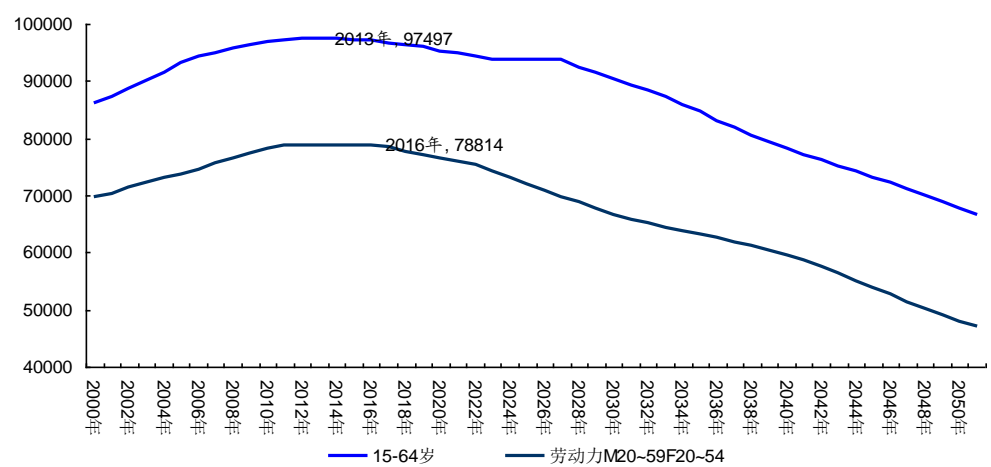
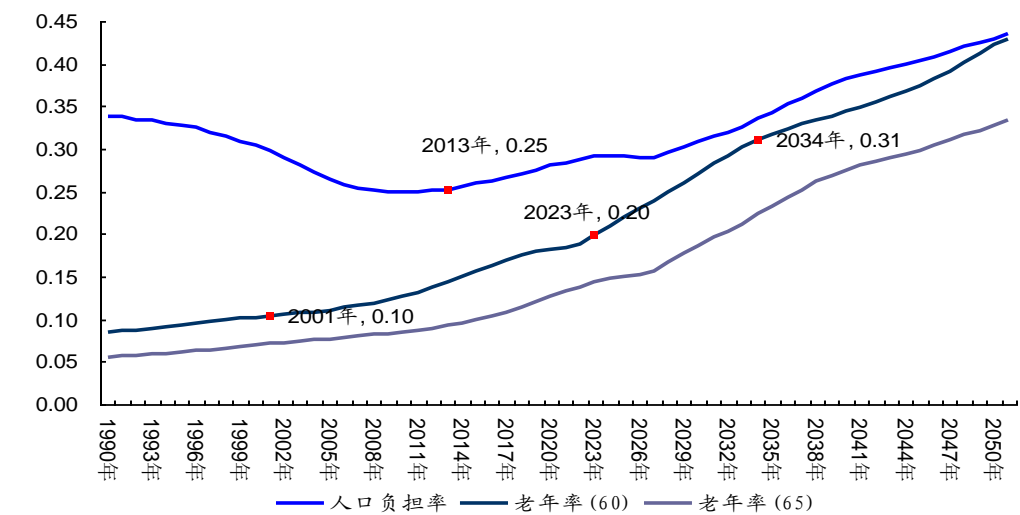


图 1.4: 人口负担率、老龄化率预测



在高方案, 也就是总和生育率为 1.8 的情况下, 该方案下, 总人口数将在 2033 年达到峰值, 而劳动人口数在 2025 年达到最高值, 人口负担率最小值在 2015 年。人口老龄化在 2000 年步入老龄时代后, 逐年提高, 60 岁以上来人在 2050 年占总人口比将 31%。

图 1.5: 人口总数将在 2033 年达到峰值

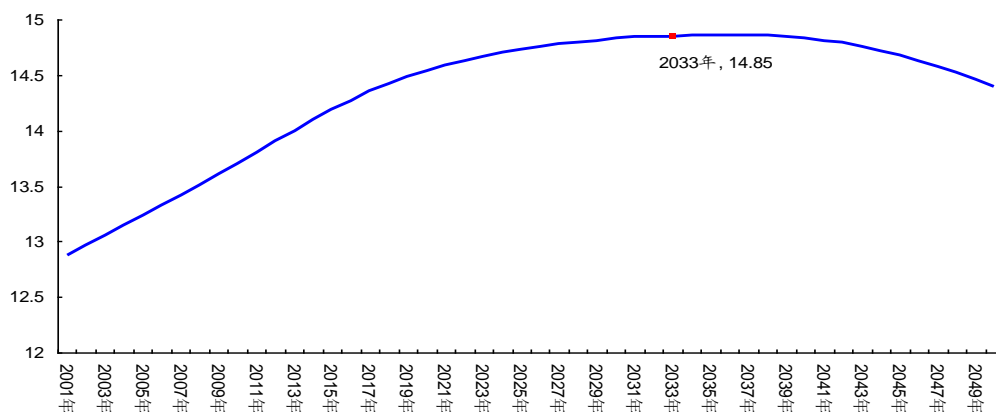


图 1.6: 人口老龄化率变动情况

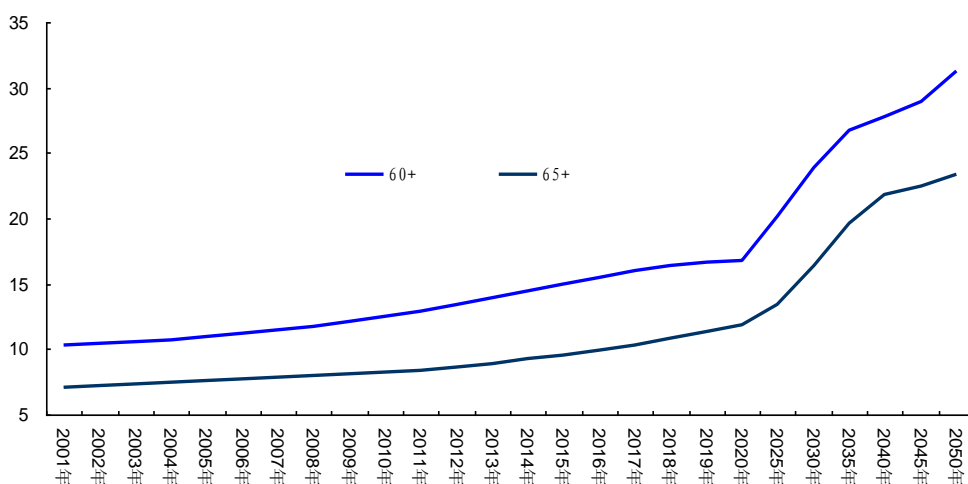
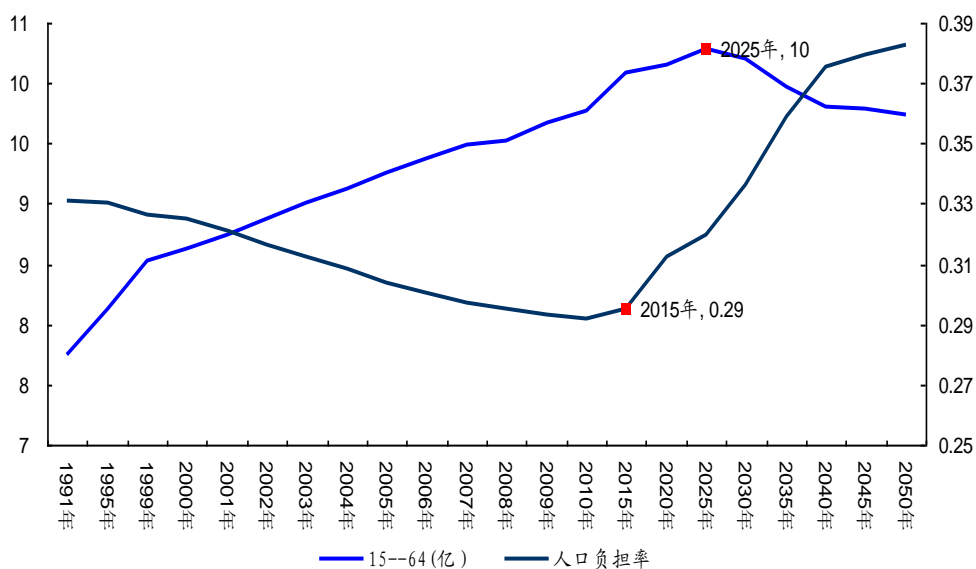


图 1.7: 劳动人口数、人口负担率预测



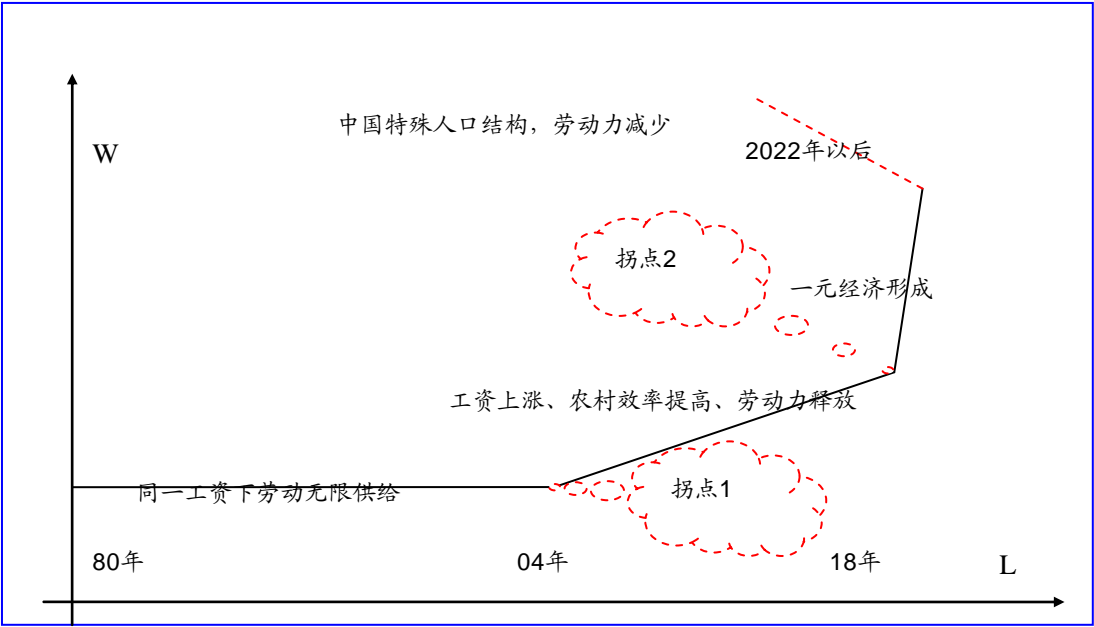
从高低两种方案看，我国已经步入了老龄化时代，并且未来将分别迎来人口负担率最低点、总劳动人口和总人口总高值。这些将对社会的生产、消费、工资、储蓄等的改变有着深刻的影响。

很多人口研究方面的学者对 2020 年后的世界属于印度深信不疑，主要是因为印度的老年抚养比要比中国轻松得多，到 2028 年才达到中国 2010 年的水平，到 2050 年也只有 20%（相当于中国 2023 年的水平）。印度目前社会发展水平比中国落后十多年，一方面是因为印度的黄金劳动年龄人口比中国少，一方面是印度经济改革比中国晚十多年。中国是 1979 年进行经济改革，而印度是 1991 年才进行经济改革。巧合的是，中国 1979 年的时候 18-35 岁黄金年龄劳动人口为 2.6 亿，而印度 1991 年这个年龄段人口也是 2.6 亿。1991 年的时候，中国 18-35 岁人口比印度多出 1.2 亿，这种差距一直保持到 1997 年，使得中国在吸引外资上占尽优势。但中国从 1997 年开始，这个年龄人口开始减少，而印度仍然快速增加，两国差距越来越小。2010 年成为一个转折点，印度 18-35 岁人口首次超过中国；到 2023 年，印度比中国多出 1.3 亿。人口结构决定了中国吸引外资的能力将越来越弱，而印度却将越来越强。

民工荒与刘易斯拐点

劳动力是经济发展的一个重要投入变量，特别是中国改革开放 30 年来，低教育素质的劳动力（主要体现在农民工）进入市场为中国经济发展贡献很大，不过 04 年开始出现的民工荒现象显示中国的刘易斯第一拐点逐渐显现。“刘易斯拐点”，一般指劳动力过剩向短缺的转折点，在工业化过程中随着农村劳动力向非农产业的逐步转移，农村富余劳动力逐渐减少，最后再也没有富余劳动力了。刘易斯拐点意味着城市化过程的结束和劳动力成本的上升，整个产业结构和经济发展模式都面临巨大的调整压力。这个拐点对一国经济将产生重大影响，因为这一拐点也意味着城市化和工业化进程的一个转折。如何把握和分析这一拐点将是决定我国下一轮 10 年增长周期的关键，也是考虑我国新一轮经济布局的一个切入点。

图 1.8: 刘易斯拐点



民工荒的根源在于“民工人口红利”的提前消失。民工的来源，早期是农村的青壮年劳动力离开家乡，后来的补充力量则主要还是农村青年初中和高中毕业后离开家乡所致。上世纪 90 年代，城市开放后不久，各地农村的富余劳动力率先走出来，形成了中国早期的民工潮。一直到 2000 年之前，民工的主要来源还是深度挖潜。但从 2000 年起，初高中毕业生成为民

工的重要来源。

1994-1996 年这三年期间，小学招生每年都超过 2500 万，三年合计 7594 万人，是中国小学招生的历史最高峰。这些孩子入学后在 2003-2005 年陆续初中毕业，在 2006-2008 年高中毕业。此间高中毕业生有 2350 万。也就是说，2003-2005 年的小学毕业没有上初中的年轻人合计有 5244 万人。这些人口（三年愈 5200 万），就成为进军城市的主要后备力量。此外，2003-2005 年间大学招生人数 1334 万，而此间高中毕业生有 1666 万。也就说高中毕业生有 333 万人没有上大学，也成为低素质劳动力的后备力量。

如此我们可知，在 2003-2005 年间，农民工的供给数量达到高峰，先后有 5530 万初高中毕业生没有再升学，而选择了回乡务农或者回家工作。其中相当一部分农村年轻人来到城市，成为农民工。他们中超过 9 成的人是初中文化。

到 2008-2010 年，也就是他们初中毕业 5 年后，这些年轻人到了 21 岁左右，在农村进入适婚期间，很多女孩子因此回到老家结婚生子，很多男青年也回家奉命成婚。这也就意味着大量的农民工要回流农村。这是供给不足的一个原因。

而在 2008-2010 年，我们用上述同样的方法计算的农民工后备人才是 3630 万人，比 5 年前整整减少了 1900 万人，平均每年减少 600 多万。因为 1988-1990 年期间正值中国历史上最后一个生育高峰期，那三年累计出生人口超过 7600 万人。但 5 年后的 1993-1995 年出生的人口只有不到 6300 万人，减少整整 1300 万人。同时，进入 21 世纪后，初高中入学率提高了，大学招生人数也大幅度提高了，由此使得初高中毕业后必须就业的人口大大减少。因此现在的农民工后备力量每年比此前高峰减少了 600 多万人，三年就差不多少了 2000 万人。在经济保持稳定的情况下，农民工后备人才青黄不接，由此造成了民工荒。

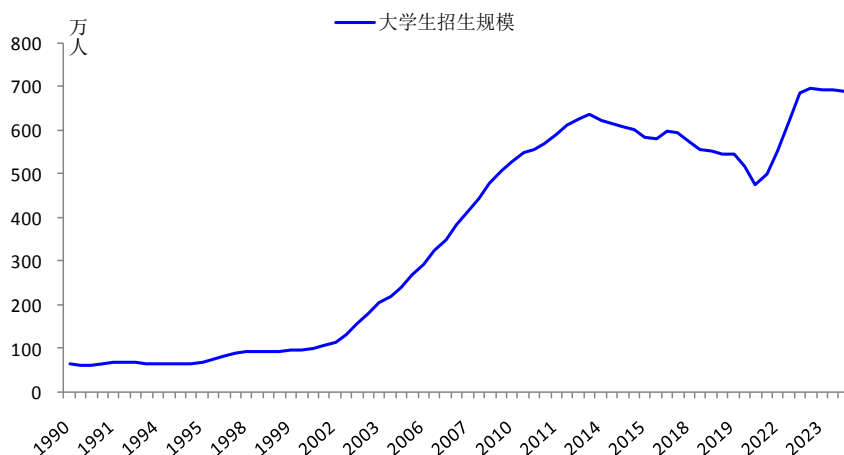
从 2010 年开始的 10 年内，我们再也见不到农民工人口大规模上升了。劳动力供应将陷入长期不足的状态。比如，2013-2014 年，初中毕业生每年平均只有 1700 万人，但高中招生人数将超过 1000 万，也就是说全国将只有 700 万初中毕业生加入到农民工后备力量，其中还有差不多一半将是城市人口，农村人口不超过 400 万。这两年的高中毕业生不能上大学的每年也不过 300 万。二者合计，后备人才将只有 1000 万，比 2003 年的高峰期减少了 800 万，且真正的农民工数量估计要减少差不多 1000 万人。

更严重的问题在于，从 2010 年起，1950 年后的出生人口进入退休高峰期。1950-1959 年，中国出生人口超过 2.01 亿人，每年平均超过 2000 万。根据 2004 年的人口调查数据，这个年龄段存活人口 1.76 亿人。他们从 2010 年开始退休，一直到 2019 年，每年退休人口将超过 1600 万人。

一方面，退休人口超过 1600 万人，需要靠 1992 年后出生的人口接续，而中国人口恰恰从 1990 年开始逐渐减少，到 2001 年已经不足 1700 万人。根据趋势推算，大约到 2017-2018 年，中国新增劳动人口将转为下降，人口红利彻底消失。

所以，2010-2018 年，将是农民工工资必须不断上涨的时期。这种上涨，也将推动中高收入人群的工资进一步上涨，因此未来 10 年也中国将迎来较高的通货膨胀时代。

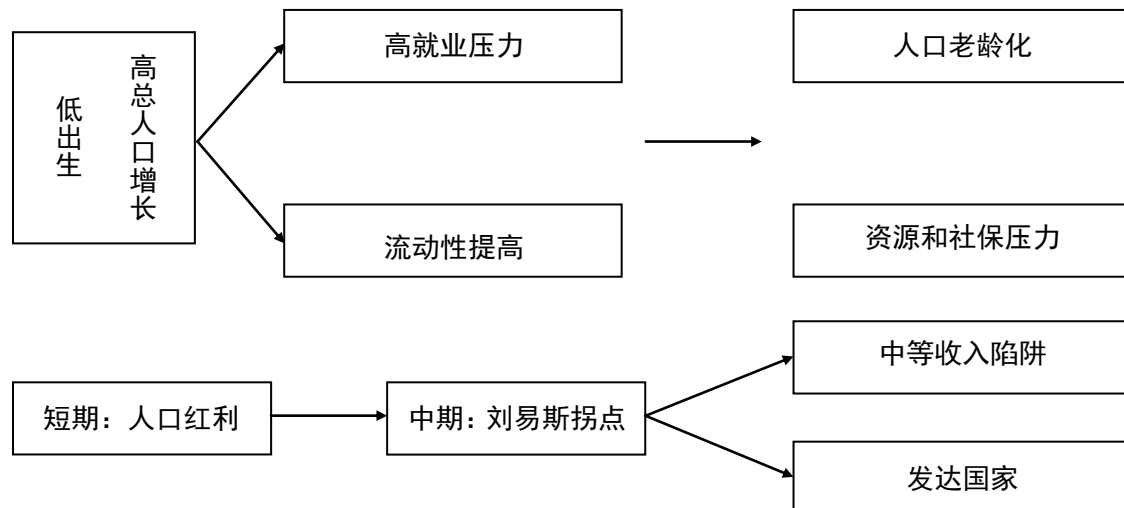
图 1.9: 未来经济的发展在于有效吸收高素质劳动力



劳动力人口的变化有很多积极意义。比如，农民工待遇上升将成为趋势。其次，企业将被迫投入更大精力进行技术改造和科研创新。中国的世界工厂的角色将发生改变，“中国制造”将被迫转为“中国创造”。长期以来，由于低廉的农民工的存在，企业对于创新的积极性不高，因为只要通过压榨农民工就可以获得丰厚的超额利润，谁还有积极性去创新呢？现在，农民工收入提高后，企业为了保持其竞争力，将不得不从内部挖潜，这有利于中国创造的成熟。同时，这将促进大学教育的改革和发展，大学的科研人才将进一步得到重视。再次，随着劳动者收入的提高，全社会收入总水平上升，消费能力提高，有利于中国消费接续投资，成为未来几年经济增长的新的推动力量。

但中国的人口特点也面临重大的增长模式转换压力。根据各国经济研究，我国将面临中等收入国家陷阱、库兹涅茨倒 U 型分配曲线、产业转移、国际投资等一系列新的转变。从这些转变点和现在的经济形势看，我国的几个战略压力有：1、从短期 5 年看，世界金融危机的影响将使得我国在 01-08 年赖以快速增长的外需拉动型经济增长面临转变；从技术创新周期角度看，欧美发达国家的本轮经济周期调整将会长达 5-10 年，这也意味着我国外贸高速增长阶段已经过去，我国必须转移到内需拉动为主的经济发展模式上来；2、刘易斯拐点形成后，我国面临着劳动力成本推动型的非良性通货膨胀压力，这阶段中国的产业结构和产业竞争力决定了中国是步入发达国家，还是落入中等收入国家陷阱；3、人口老龄化阶段后，我国面临着总需求减少，社会保障压力增大等问题。

图 1.10: 人口特点决定的短、中、长期特点和增长模式转换压力



这种倒逼机制的存在，使得投资者在寻找我国未来 10-20 年的经济发展路径时，就变得非常清晰；认清楚我国经济面临的困难和战略性应对方法，也就把握住了我国未来 10 年的发展路径。刘易斯拐点决定了我国经济发展的战略机遇期，而后者则要求在其到来之前必须实现产业升级、达到一定的富裕水平，具备可持续发展能力。从我国的人口年龄段结构图上可以清楚地看到，这两个时期的到来给中国的战略调整时间都很短。

1、推迟刘易斯拐点。

我国刘易斯拐点的时间和未来劳动力的供给主要取决于乡村一级。就城镇来讲，如果没有乡村劳动力的转移，2010 年后将出现严重的劳动力短缺。对我国未来 10 年经济增长来讲，维持我国经济高速增长的关键就是使得农村一级人员不断向城镇转移，推迟刘易斯拐点到来。

中国实际上已经在进行改革：1、农村户籍制度改革、农村土地转让制度改革、社会保障制度改革，释放农村劳动力。2、进行产业国际、国内转移。国内主要有成渝、皖江、苏北、河南、吉林等产业转移区；国际则以广西北部湾为平台，建立东南亚地区的制高点。3、城市发展路径规划、解决二代农民工身份、保障性住房建设、产业升级、人民币国际化。

十七届三中全会通过的《中央推进农村改革发展若干重大问题决定》中对农村的发展战略进行了阐述，对未来经济增长模式产生重要影响的内容：1、土地经营权的流转和转让；2、推进以工带农，以城市带动农村，推进城乡一体化，解决二元制经济结构；3、推动农民就近就业，加快城镇发展。通过农村的自愿土地经营权流转完成一个农村规模化经营的“圈地化”运动，可以有效地提高农业生产效率，根据一份调研估算，现有生产手段下一户可耕种 50 亩地，如果改进生产手段，可以提高到 100 亩地，与现在的生产效率相比，仍有较大提升空间；为了保持社会稳定和保障农民的基本生活，这一过程是政策指导下的自愿过程。

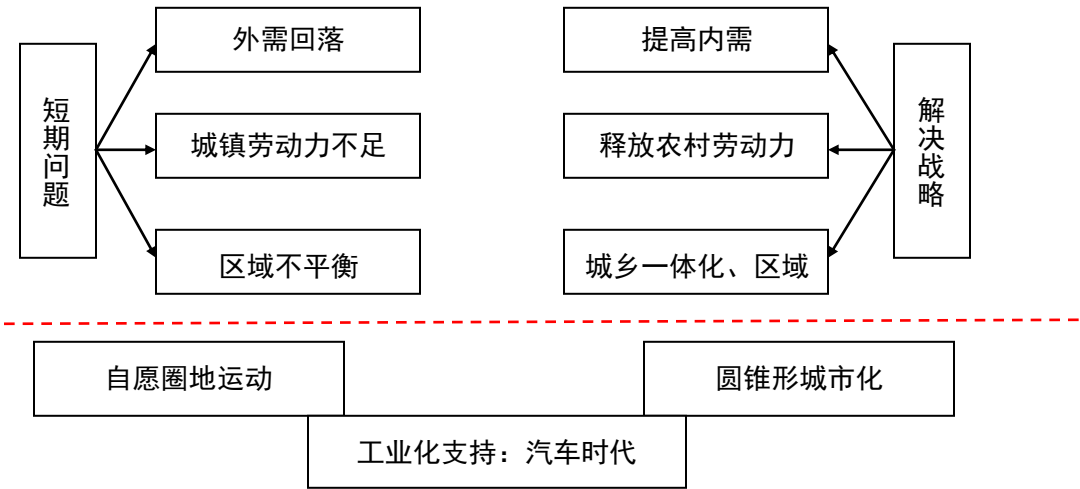
2、战略机遇期的策略选择

从国家的政策层面，未来 10 年的发展路径已经完全清晰。这一阶段被称为“战略机遇期”，实现的任务就是区域一体化、均衡发展和农村改革，转变经济增长模式，初步形成内需主导的经济增长模式，使得经济增长的可持续性提高。理性的国家战略选择可以归纳为两个主战略：自愿“圈地运动”和“圆锥形”城乡一体化。

而实现这种转变的关键来自于实现农民的城市化，使得剩余劳动力不断向城镇转移。考虑到我国城市化发展的特点和区域不均衡性，我国进入了一般国家城市化规律中的第二、三阶段，即从第一阶段的大城市发展向第二阶段的卫星城市发展和第三阶段的城乡均衡发展的转变。在第一阶段中，一般是大城市像吹气球一样快速膨胀；而第二、三阶段则是以大城市

为中心，向周边快速扩散，形成以大城市为中心的类似于圆锥面的发展，这个阶段经济发展的速度取决于锥高的高度，这个锥高越高，经济发展越快。

图 1.11：增长模式转变



从城市化的路径依赖看，一般出现的是工业化发展带动城市化，而工业化取决于外需和内需两个方面，从国际经验看，美国的统计数据是每 6 个就业人中有一个与汽车产业相关；从我国现在的发展看，汽车时代的开启将有效地拉动整个工业的发展，为城市化的继续发展提供支持。

因此，在未来 10 年的增长中，农村劳动力的有序转移可以保障劳动力的供应，土地流转的制度保障也有利于提高农村的经营效率。在外围经济不景气的情况下，圆锥形的城市化发展，可以通过卫星城市的配套吸收大量劳动力，空间位置的改变也将使得汽车作为一种交通工具逐渐普及，进入城市化带动工业化的时代。这两个战略已经得到政策支持和部署，从战略规划看，2010-2020 年将初步完成这一转变（2013 年后会出现加速的城市化进程）。也就是未来 10 年我国经济增长的路径已经非常清晰。

本节认为从人口出发，未来十年仍然是中国发展的重要阶段，不过值得进一步研究的问题是：1、日本 90 年以后经济发展陷于停顿和人口老龄化是否相关？2、为什么美国奥巴马总统将医疗体制改革放在一个非常重要的地位，这是否和美国婴儿潮一代的老龄化有关？3、印度仅人口有优势就足够保证其长期发展吗？可以参考的书籍有《下一个大泡泡》、《下一轮经济周期》、《日本经济的悖论》、《挣脱萧条：1990-2006 年的日本经济》、《现代印度的奇怪崛起》。

关于证券市场人士研究长期趋势的书很少，丹特的《下一个大泡泡》和《下一轮经济周期》算是可读性非常强的，对技术和人口的分析能够综合运用于长期市场判断，对于其思路可以借鉴，但是对于其预测，仅作为参考。关于个体消费者的行为研究，可以参考《消费者行为学》类的书籍。

第二节 技术创新

人口要素在微观层面对需求和在宏观层面对经济增长有着重要作用，技术要素也如此，在微观层面，技术带来新的企业群或者产业链，带动企业利润增长，为资本市场提供投资机会，特别是在“熊彼特”周期下，每一轮经济向上都应该归结于一类新技术的扩散，每一轮股市向上都应该由一类技术股为龙头带动，中国经济增长过去 20 年，技术的作用并不大，

因此，龙头股多数不是技术股，但未来随着资源与人口的制约，下一轮经济周期的龙头股应该多数是具有“创新”的公司。

在宏观层面，大规模技术创新不是直线出现的，而是以波浪形式螺旋式上升，并且对经济和社会体制产生重大影响，同时社会体制必须去调整以适应技术要素的生产力变化，这样整个经济才能迎来黄金时代。技术的另外一个特征是技术进步呈加速发展特征，体现在互联网大大扩大的知识普及和应用，同时新技术的 S 曲线的时间轴维度在缩短。另外，技术和金融资本的结合往往造成周期性泡沫的形成。

技术的微观研究

从微观来看，美国股市每次牛市的领涨板块往往在当时代表了“技术创新”的趋势。通常在一个牛市行情中领导市场的行业不会在下一个牛市中继续它的领导地位（尽管也有例外）。有时牛市阶段末期出现的行业组群处于自身发展阶段的早期，从而能够经历熊市的萧条，然后恢复它们的优越性，在新的牛市开始时担任领军角色。

你可能想到的是，未来的产业为每个投资者创造了巨大的机会；而过去的产业尽管偶尔也会受到青睐，但表现杰出的可能性要小得多。

如果阅读江恩的书，你会发现，十九世纪和二十世纪上半年，带动美国股市出现行情的也多是新技术公司。

表 1.2: 1953~2007 年牛市领军性行业组

1953~1954 年	航空航天、铝业、建筑、造纸、钢铁
1958 年	保龄、电子、出版
1959 年	自动贩卖机行业
1960 年	食品、信贷、烟草
1963 年	航空公司
1965 年	航空航天、彩色电视、半导体
1967 年	计算机、跨行业企业集团、酒店
1968 年	移动房屋
1970 年	建筑、煤炭、石油服务、餐厅、零售
1971 年	移动房屋
1973 年	黄金、白银
1974 年	煤炭
1975 年	商品目录展售店、石油
1976 年	酒店、污染治理、私人疗养院、石油
1978 年	电子、石油、小型计算机
1979 年	石油、石油服务、小型计算机
1980 年	小型计算机
1982 年	服装、汽车、建筑、折扣超级市场、军用电子、移动房屋、服饰零售、玩具
1984~1987 年	非专利药品、食品、糖果及烘烤食品、超市、有线电视、电脑软件
1988~1990 年	制鞋、制糖、有线电视、电脑软件、珠宝商行、电信、保健门诊
1990~1994 年	医药制造、生物工程、保健组织、电脑配件/局域网、餐厅、博彩、银行、油气开采、半导体、电信、非专利药、有线电视
1995~1998 年	电脑配件/局域网、电脑软件、互联网、银行/金融、计算机一个人电脑/工作站、石油/天然气勘探、零售一折扣店/多样化经营门店

1999~2000 年	互联网、制药—生物学医药品/基因药品、计算机—存储设备、电信设备、半导体制造、计算机—网络构建、被动式光纤组件、电脑软件—企业
2003~2007 年	化肥、石油和天然气、服装、钢铁、煤体、太阳能、互联网、房屋建造

除了引领股价大涨的新模式类公司，新技术新产品的推出往往造就大牛股，而决定这些技术创新股票之间的涨幅差异和它们背后的原因，其中一个就是这个高科技发明创造的专利能够多大程度地改变人们的生活方式，市场需求有多大。越是程度大的，未来的涨幅就一定越高。

下面是威廉欧奈尔在其《笑傲股市》中举出的一些例子，我们有必要不断温习：

1、北太平洋公司是第一家获得授权可以经营的横贯大陆铁路业务的公司。1900 年前后，它的股价在短短 197 周内飙升了 4000% 多。

2、通用汽车的前身是别克汽车公司（Buick Motor Company）。1913~1914 年，通用汽车的股价上涨了 1368%。

3、到 1926 年时，美国无线电公司将无线电技术引入商业应用。之后，在 1929 年市场崩溃以前，其股价由 1927 年 6 月的 50 美元上涨到股票分拆前的 575 美元。

4、第二次世界大战后，雷氏（Rexall）旗下新建的特百惠（Tupperware）分部使其股价由 16 美元跃升为 1958 年的 50 美元。

5、1957~1959 年，锡奥科尔化工公司生产了新型导弹火箭燃料，这一新产品的推出也促进其股价由 48 美元上涨到约 355 美元。

6、1963 年，先达公司开始销售口服型避孕药。随后 6 个月内，它的股价从 100 美元猛涨到 550 美元。

7、引进新的 CAD-CAM 工厂自动化设备以后，Computer vision 公司的股价在 1978~1980 年上涨了 1235%。

8、随着其新型文字处理办公设备的开发，王安电脑公司的 B 级股票从 1978 年到 1980 年增长了 1350%。

9、安进公司成功研发了 Epogen 和 Neupogen 两种新的生物科技药品，这也使得该公司的股价从 1990 年的 60 美元上涨到 1992 年年初的 460 美元左右。

10、思科系统开发了路由器和一些网络设备，从而使公司能够将不同区域的计算机网络连接起来。从 1990 年 11 月到 1994 年 3 月，思科的股价上涨了近 2000%。而 1990~2000 年，股价上涨幅度则达到惊人的 75000%。

11、凭借其以微型处理器为基础的游戏产品，IGT 公司（International Game Technology）的股票在 1991~1993 年猛涨了 1600%。

12、随着微软的软件产品主导了个人计算机市场，1993 年 3 月~1999 年年底，它的股票也上扬了近 1800%。

13、仁科公司是个软件商中的佼佼者。从 1994 年 8 月开始，它的股票在 3 年半内上涨了 20 倍。

14、作为按单定制、电脑直销方面的先驱和领军者，戴尔电脑的股价从 1996 年 11 月到 1999 年 1 月上涨了 1780%。

15、凭借其出众的电脑存储设备，易安信公司抓住了消费者对网络存储空间越来越高的需求商机，其股价从 1998 年 1 月开始的 14 个月内上涨了 478%。

16、美国在线和雅虎是网络产业中顶尖级的领军者，它们提供的新“门户”使人们能够接触到网络上有价值的服务及信息。从 1998 年秋天开始，这两家公司的股票都大涨了 500%，并于 1999 年达到最高点。

17、甲骨文的数据库和电子商务应用软件促使其股票从 1999 年开始的短短 29 周内由

20 美元上涨到 90 美元。

18、谷歌能够让人们通过互联网即时掌握全世界的信息，其股价也比 2004 年首次公开募股发行时上涨了超过五倍。

19、苹果电脑和新出的 iPod 音乐播放器引起了不小的轰动，这也带领了其股价暴涨十五倍以上。

有研究显示科技在加速，因此基于科技股的投资机会会更多。比如，科技的第一步，石器、火和轮子的出现花费了数百万年，对于活在这个时期的人来说，技术过了 1000 年，技术上的变化也乏善可陈。及至公元前 1000 年，进步就快多了，转型只需要一两百年。而我们在 19 世纪那一百年间目睹的技术变革则比前面 9 个世纪的总和还多。接着，我们在 20 世纪的头 20 年又目睹了比整个 19 世纪还要多的科技进步。而现如今，仅仅几年就会出现一次转型，转型速度目前每 10 年就翻一倍，转型的时间每十年就减少一半。因此，从直线的角度来看，21 世纪的科技成就就会等同于大约 200 个世纪的科技发展。作为对比，整个 20 世纪的科技进步以我们目前的速度来看，其实只需要 25 年就可以达到。

未来技术进步的速度部分归功于网络的普及导致的知识爆炸。

表 1.3：原始信息的全球储存量

储存介质	2002 年估计上限（千兆字节）	1999-2000 年估计上限（千兆字节）	变化率
纸面	1634	1200	36%
胶卷	420254	431690	-3%
磁性	4999230	2779760	80%
光学	103	81	28%
合计	5421221	3212731	69%

另外，创新的应用也在增加，技术产品的 S 曲线也会不断加速，比如美国汽车 S 曲线从 10%到 90%的家庭普及率需要 14 年，美国宽带技术的家庭普及率需要 8 年，而目前新技术产品的普及率仅需要 5 年以内。

巨大改变生活方式的科技公司往往是将科技和大众消费有机结合成为大众时尚科技消费品。在所有的个股中，科技股最容易产生泡沫；在大众消费品中，高科技背景的大众时尚产品最容易产生泡沫。这种“泡沫叠加”的倾向也只有在大众时尚消费品牌中才能够出现。

比如，戴尔电脑之所以成为大牛股，和这种“泡沫叠加”的倾向不无关系。而其背后的深层原因就是，大众需要消费热点，需要带有一定的狂热色彩、非理性色彩的情绪宣泄，这在和平时期尤为明显。就其本质上的非理性因素而言，它和战争中的狂热非常接近，和追星、观看体育比赛异曲同工。

科技股票对消息敏感（一个例子是 2009 年的 A 股的新能源股对政策面消息的炒作），爆发性强，易泡沫化，但是另外一个特征是大起大落，波动性高，即使是技术类股的龙头公司也一样。因此，这也是比尔·米勒为什么总是喜欢在高科技龙头股的股价大跌以后才买进。他认为，从风险的角度看，在领导者股票大跌以后买进，风险更小，收益确定性更强。因为“一个公司的价值并不会很快地发生变化。所以，当市场错误反映它的价值的时候往往就蕴藏着巨大的机会”。但是另一方面，“高速增长的公司通常会拥有很高的价值，因为它们良好的宏观经济条件和良好的管理下往往会得到很好的业绩，市场也会给予股票较高的价格。然而，迅速的增长往往会带来价格的崩溃，但这并不意味着这个公司的价值也已经崩溃了。这种崩溃是一个信号，说明市场对这家公司的成长赞美过头了。我们要做的就是寻找崩溃

之后的投资价值”。

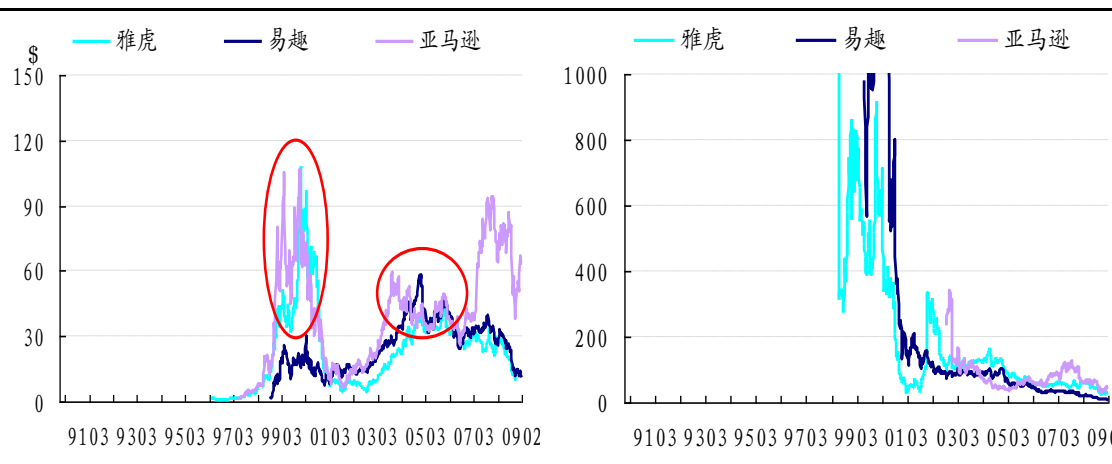
回到 A 股市场，除了推出新技术的个股外，大规模的炒作技术只有 2000 年的网络股行情和 2009 年的新能源（特别是动力电池和智能电网）行情，两次炒作的特点都是中国的传统经济周期遇到问题，但是流动性在，政府和市场均需要寻找新的经济增长点，因此无论可行与否，利润是否能够实现，技术是否真实，一定会有“技术”炒作浪潮。不过，考虑到资源和人口的局限性，未来中国的经济增长将更加依赖“技术”要素。而关于技术投资的方向，则并不难找到。

关于 2009 年的新能源技术股行情，我最先在 2008 年年底的策略周报中就表现感兴趣的立场，主要是 2008 年阅读的大量技术文献和书籍表明，未来新能源的投入一定会大增，这改变人们生活方式，投资者会有兴趣炒作。

我们 2009 年年初成立替代能源策略小组，并且写了一系列研究报告。其中有推波助澜性质的系列报告是“从互联网到智能电网：泡沫系列”。

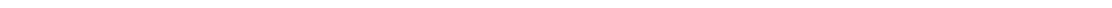
我们认为，如果替代能源成为未来炒作热点，一定先重温 2000 年 NASDAQ 的美梦。从上世纪 90 年代网络概念股估值水平来看（不考虑亏损的网络股），如果泡沫真的出现，涨幅将会是非常惊人的。

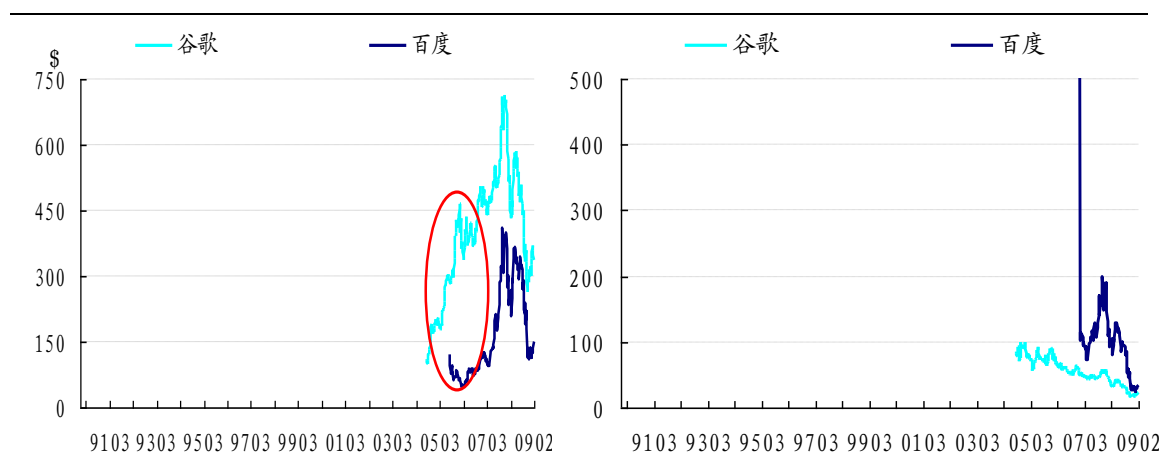
图 1.12: 2000 年，互联网泡沫达到顶峰，代表性网络公司的静态市盈率水平超过 1000 倍



2005-2006 年 Google 与 Baidu 等拉动的第二轮互联网概念股上涨远不及第一次泡沫那么绚丽。可以说，并没有产生什么泡沫。我们认为，内容检索尽管比较新鲜，但是盈利模式的改进并没有脱胎换骨，难以带给投资者无限的想象空间。而更为关键的一点就是，经历了 2000 年，互联网概念已不再是那么的神秘，投资者越来越看重回报率与现金流。

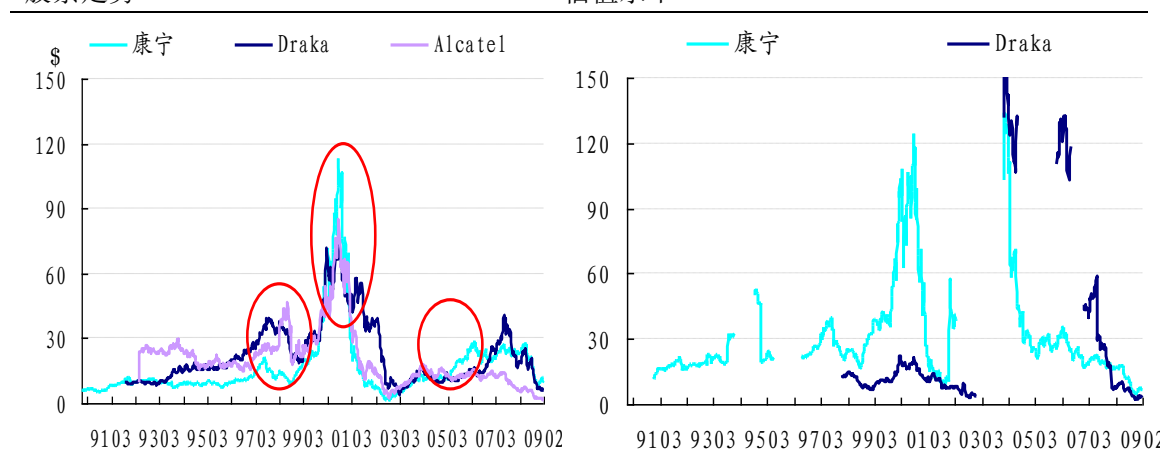
图 1.13: google 与 baidu 是引领者，同时，也是没有泡沫的胜（剩）者





设备厂商的泡沫表现似乎有些差强人意。1997-1998 年设备厂商的股票走势已经有了一些的先兆。这是因为 1995-2000 年期间，北美的城域网的建设；发展中国家长途干线的发展；世界范围内网络增长。1999-2000 年的泡沫中，设备投入高峰已过，设备厂商的股价表现显著逊色于网络公司。2005-2006 年，设备厂商的股票走势明显更弱于网络公司，这时的市场比较理性了，市场关注的是互联网概念相关公司的盈利模式。

图 1.14: 在 1998-2000 年互联网泡沫中，设备厂商的股价表现显著逊色于网络公司
股票走势 估值水平



互联网：泡沫源自全新的传播方式

信息是本来就存在的，互联网却是一种全新的信息传播方式。“屏幕+键盘”模式决定了信息接受的控制权由发送者转到接受者，这是一种革命性变化。相比以往的传播方式，互联网具有庞大的信息量、低廉的信息成本、自主的信息获取权，这些会汇聚个体的关注，而用户的积累为盈利模式的衍生提供了基础。

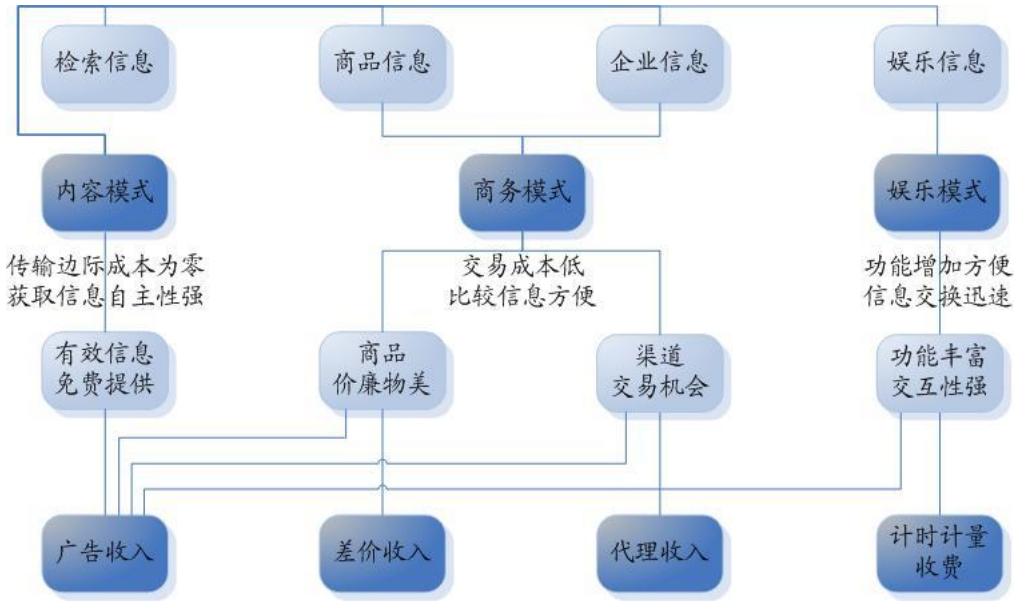
表 1.4: 信息传播方式的分类

传播方式	形态
原始	对话、手势、烟火
手抄	标记、书籍、期刊
印刷	书籍、期刊
电子	广播、电视、互联网

设备企业的盈利模式——传统模式——基础平台建设所需的设备投资,带动设备企业的业绩大幅增长。而网站企业的盈利模式——全新模式、且不断衍生——内容模式、商务模式、娱乐模式。这是产生泡沫的基础。

互联网迅速发展,各种网站脱颖而出,新盈利模式被媒体“神话”;在成功收购案例的明星效应下,“速成”、“注意力”、“成长率”等网络理论支撑各种故事;在快速成长的新兴行业中,网站本身具有难以确定、多变的内在价值,预期决定一切;因而,网站企业带来了泡沫,交易成本低的股票成为了泡沫载体。

图 1.15: 互联网泡沫形成条件: 新的盈利模式——网站本身具有难以确定、多变的内在价值



替代能源细分行业存在差异,包括三个大类:智能电网,能量转储,新能源。新能源具有“开源”概念,对传统化石能源(煤、石油、天然气)的替代,产生能量的过程存在损耗。智能电网具有“节流”概念,在满足同样效用的条件下,实现能源的集约。能量转储具有“转换”概念,对能源的贮存和转换,输入的是能源,输出的还是能源,形式可以一样,也可以不一样,转换存在损耗。

表 1.5: 替代能源的分类

范畴	智能电网	能量转储		新能源					
细分行业	智能电网	动力电池	气液化	地热潮汐	水能	太阳能	风能	核能	生物能

从概念上来看,替代能源是可以与互联网相比较的:

内容存储——科技进步带来电子传播方式,信息的大规模、快速、零损耗的存储得以实现。在此基础上,互联网作为一种新的传播方式得到迅速发展。而替代能源呢?什么时候能够解决能量(特别是电能)的大规模、快速、低损耗、安全的存储呢?

内容价值——信息的价值是难以测度的,同一信息的价值在不同时间、对不同需求对象的价值是千差万别的,设备价格相比可能是微乎其微的。而能量的价值则不然,较难实现数量级的差别。可以预见的是,多变的内在价值更易产生预期泡沫,由信息产生的泡沫程度会

大于由能量产生的泡沫程度。

表 1.6: 互联网概念与替代能源概念的对比

	互联网	替代能源概念
内容	信息	能量
基础平台	互联网	智能电网
对象	网民	居民
组成部分	信息获取、信息存储、信息传播	能力产生、能量存储、能量传输
共同点	“内容”（信息/能量）原本是存在的 概念出现是扩展了内容获取的方式，增加了传输/传播的方式	
不同点	信息的价值是难以测度的，对不同对象差别较大 设备价格与信息价值相比，可能是微乎其微的 网民是信息的存贮者。	能量的价值是可以测度的，对不同对象基本相同 设备与能量的价值相比，并不能忽略 居民是能量的消耗者

类似的产业特点，可能在股票市场上会有类似的表现。首先我们对比设备情况，信息获取设备与新能源设备，信息转储设备与能量转储设备，信息传输设备与智能电网设备的概念相近。

表 1.7: 互联网概念与替代能源概念的设备对比

	互联网概念的相关设备			替代能源概念的相关设备		
设备输入	信息	信息	信息	风、光、铀	电能	电能
设备输出	信息	信息	信息	电能	电能	电能
设备功能	提取、精选	储存、传递	传递	产生	储存、传递	传递
典型产品	服务器	U 盘	光纤	风力发电机	电池	输电线
		硬盘	Modem	光伏模组	电容	智能电表
典型产品用户	网站	网站、居民	网民	电站	电站、居民	居民
典型产品投资主体	企业	企业、个人	公共事业	公共事业、企业、个人	企业、个人	公共事业
产品用户的下游	企业、网民	企业、网民	企业、网民	企业、网民	企业、网民	企业、网民
其获取输出途径	信息传输设备	信息转储设备	信息传输设备	智能电网设备	能量转储设备	智能电网设备

从当初互联网泡沫的现象来看，与网络企业相比，设备企业的股票表现差强人意，更多是因为企业在基础平台建设投资期间获得了良好的业绩成长。可以判断的是，在替代能源基础平台建设期间，设备企业会获得良好的投资回报，但是股票的泡沫程度比较有限。比如说，光纤网络的投资、政府补贴带动的风电投资。

设备制造的技术瓶颈制约行业发展，对于替代能源来说，一方面是与其产生/传输的能量价值相比，设备价格能否大幅降低；另一方面，能量能否实现大规模、快速、低损耗、安全的存储。在技术瓶颈实现突破的前期，该技术环节存在产生泡沫的可能性。但是，随着技术的成熟，泡沫很快消失，这是传统的泡沫形式。

假设备基础平台已经搭建完毕，其实，创造商机财富的来源无非两种可能：一是来自设备用户；二是来自设备用户的下游。我们还是通过互联网与替代能源概念的差异来分析新的盈利模式如何衍生。

表 1.8：部分设备产品产生泡沫的可能性的对比

		政府补贴	技术突破	时间顺序
新能源设备	风力发电机	★★☆☆☆	☆☆☆☆☆	★★★★★
	核能设备	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
	光伏设备	★★☆☆☆	★★★★★	★☆☆☆☆
能量转储设备	充电站	★★☆☆☆	★☆☆☆☆	★★★★☆
	电池	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆
	电容	☆☆☆☆☆	★☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
智能电网设备	变电站	☆☆☆☆☆	★★★★★	★☆☆☆☆
	电表	★★☆☆☆	★★★★☆	★☆☆☆☆

对于互联网概念，信息的多样性，信息价值的难以测度，需求多样性，信息的传播可以创造财富，这样的盈利模式的可预期收益是存在足够弹性的。那么对于替代能源概念呢？不同形式能量之间存在替代，能量形式大多转化成电能，能量的价值是可以测度的，对于大多数用户是缺乏差异的，同时，设备成本过高，这都决定了依托于能量传递的模式不具备高毛利率特征，这样的盈利模式的可预期收益是缺乏足够弹性的。新的盈利模式应该是什么呢？我们还没有想到。但是，至少，替代能源能够积累到足够的用户数量，这也是盈利模式衍生的基础。

现在还没有替代能源的泡沫，这也就说明新的盈利模式尚未诞生。但是，我们还是可以进行一番科技畅想。我们来大胆预测一下替代能源泡沫的形成进程。

- 第一阶段：政府补贴带动投资带来的设备企业的泡沫；
- 第二阶段：技术突破带动投资的成长预期的泡沫；
- 第三阶段：政府补贴带动投资带来的“智能电网”相关设备的泡沫；
- 第四阶段：新的盈利模式的产生的泡沫。

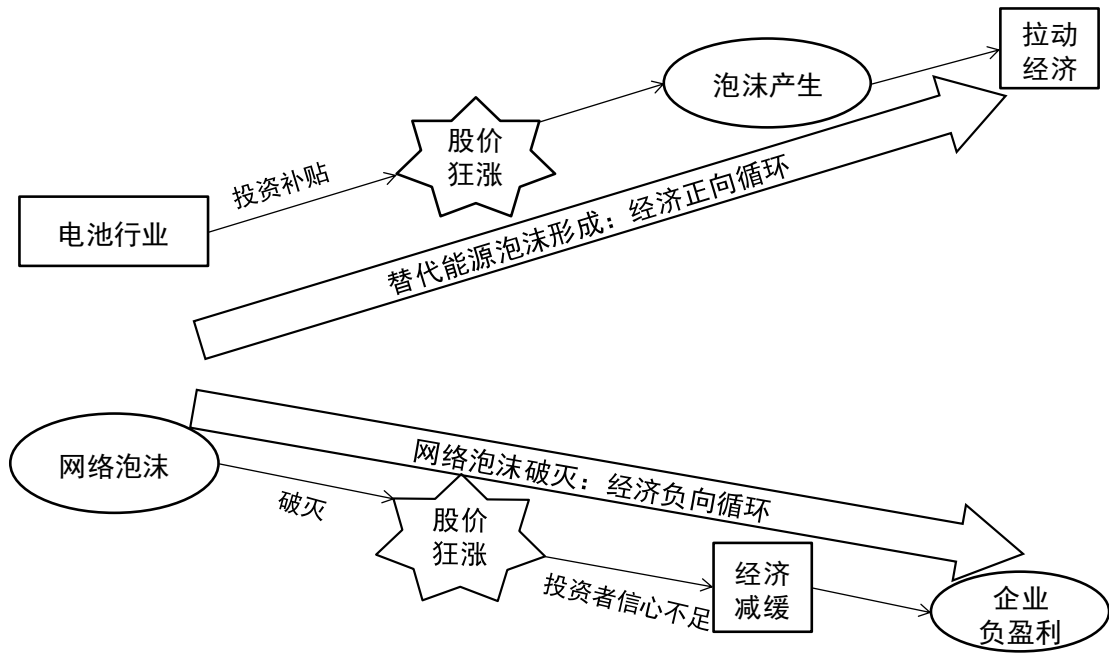
从技术实现的时间顺序来看，从实体载体的多样性来看，替代能源泡沫会是一个漫长的形成过程，但是其间股票泡沫会间隔地涌现。

综合判断，一定程度的泡沫还是很可能在 A 股产生的，尤以动力电池和智能电网概念更具潜质，A 股市场还处在的替代能源泡沫的第一阶段，补贴仍然是重中之重，泡沫的程度取决于补贴的多少。而此时，全球范围的拉动经济是必须的，这会导致泡沫的形成和破灭。

不过，如果没有全新的盈利模式的诞生，泡沫的程度会是有限的，而且，会是比较短暂的。国内替代能源概念公司更多是集中在设备制造领域，全新的盈利模式较难找到，泡沫膨胀的幅度有限，但是这应该先于能源运营的泡沫，也是为了创造全新的盈利模式的基础平台。

新经济浪潮使得上世纪 90 年代美国经历了高增长低通胀的美好时光，最终以网络泡沫的破灭而告终。而现在，奥巴马推动能源政策，如果形成替代能源泡沫，同样能够拉动经济。以中国目前的情况看，电池行业的投资热情高，补贴政策推出，股价狂涨，似乎从电池泡沫的形成已经可以看到，拉动经济的正循环或正在进行。从这一点出发，我们认可电池泡沫存在的积极意义。因此，2009 年，替代能源（主要是动力电池和智能电网）还是会成为 A 股市场的持续炒作热点。

图 1.16: 泡沫的轨迹



技术的宏观研究

这部分主要是对资本主义大范围的技术—经济—制度变革规律进行总结，这样的意义在于投资者可以自觉的对技术创新保持敏感，并能判断目前处于大规模技术创新的哪个阶段，以及在该阶段下，金融资本的特征，经济状况特征和社会制度与思想特征。

目前主要有三种模式来解释资本主义的长期发展运行规律，包括马克思经济学，演化经济学和发展经济学。

三本书可以参考：《资本论》、《技术革命与金融资本：泡沫与黄金时代的动力学》、《经济增长的阶段：非共产主义宣言》。作者认为第二本的解释模式对投资最有帮助。

马克思主义从生产力和生产关系的矛盾出发。发展经济学也强调经济社会发展的阶段论，但有别于演化经济学的是，它对经济发展解读的是箭矢前进的单一运动，解释的是某一个发展历程(主要是英美从工业革命开始的发展历程，和这一历程在不同地区国家的先后实现)。它从经济角度将所有社会归结为五种类型：传统社会、起飞前提条件、起飞、走向成熟、大众高消费时代。这五种类型是依次递进发展的关系。世界上不同的地区处于不同的阶段，英美等发达国家处于最高阶段。作为后进国家，也可以从中找到自己的坐标和前进的方向。

演化经济学则应用生物学发展理论去解释资本主义螺旋式上升的发展规律，我认为该学科对于投资者建立长期投资背景框架非常有帮助。

一场技术革命可以被定义为一批有强大影响的新技术、产品和部门，它们在整个经济中能带来巨变，并能推动长期的发展高潮。技术革命是紧密地交织在一起的一组技术创新集群，一般包括一种重要的、通用的低成本投入品（一种能源或者一种重要的原材料），再加上重要的新产品、新工艺和新的基础设施。根据演化经济学，在过去的 200 年间，发生过五次技术革命，每一次技术革命都会造成一套技术大规模地取代另一套技术，或是前者完全替代后者，或是通过对现有设备工艺或操作方式的现代化替代。技术在经济领域因为竞争和追求利润导致的吸收速度，远远高于社会制度框架的吸收速度，因为社会制度与人们接受程度具有惰性。因此，技术经济和社会制度会产生矛盾，最后，制度变革以适应新的变化，这些技术革命使整个生产结构得以现代化，会导致人、组织和技能方面带来深刻的变化。金融资本和生产资本在职能上分离，两者通过不同手段追求利润。每次技术变革都导致了金融市场

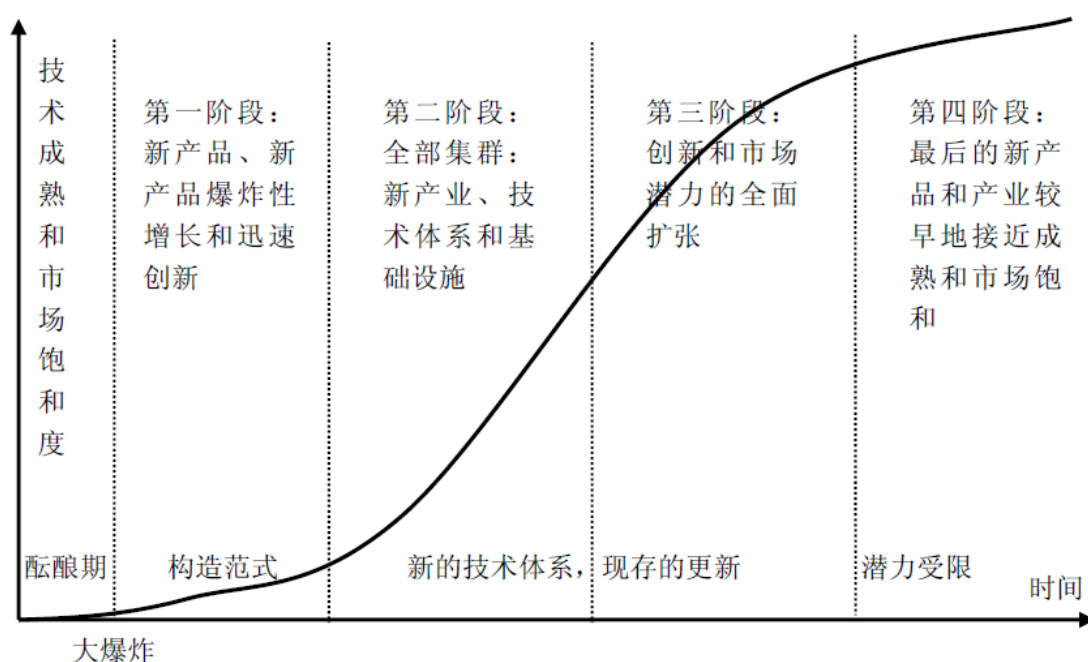
的一段爆炸性增长时期。

每次技术革命大约会持续半个多世纪,又可以分为两大时期,头二三十年是“导入期”,后二三十年称作“拓展期”。这和 S 曲线、技术的接受程度、新产业和旧产业的冲突、社会组织对新产业的适应,以及消费者对新技术的接受程度有关。

表 1.9: 过去的五次技术革命对比

技术革命	新技术、更新的产业	新基础设施或得到更新的技术设施	对应的技术-经济范式
产业革命: 1771 年, 英国	机械化的棉纺织业、熟铁、机器	运河、水道、公路、水力	工厂生产、机械化、生产率、流体运动(水力驱动)
蒸汽、铁路时代: 1829 年, 英国, 扩散到欧洲大陆和美国	蒸汽机、铁矿业煤矿业、铁路建设、铁路车辆生产、用蒸汽动力的工业	铁路、普遍的邮政服务、电报、港口、轮船、城市煤气	聚合的经济, 工业城市, 全国范围的市场; 标准化部件; 规模意味着进步; 全国性的动力中心, 随处可得能源(蒸汽动力)
钢铁、电力、重工业时代: 1875 年, 美国、德国超过英国	酸性转炉生产的廉价钢铁、铜和电缆、电力设备、重化工业、用于钢制轮船的蒸汽动力的全面发展、罐装和瓶装食品	钢制高速蒸汽轮船在世界范围内的航运、世界范围的铁路、大型桥梁隧道、世界范围电报、电话、电力网络	巨型结构, 工厂的规模经济, 可分配的动力(电力), 科学成为生产力、普遍的标准化、世界范围的网络、卡特尔, 成本会计
石油、汽车和大规模生产时代: 1908 年, 美国后可扩散到欧洲	批量生产汽车、廉价石油和石油燃料、石化产品、内燃机、家电、冷藏速冻食品	公路、铁路、港口交通网络、石油管道网络、普遍的电力供应, 有线或无线远程通讯	大规模生产、规模经济、标准化、基于石油的能源密集型、合成材料、职能专业化、等级制, 大城市中心和郊区化, 民族国家
信息和远程通讯时代: 1971 年, 美国, 扩散到欧洲、亚洲	信息革命, 廉价微电子产品, 计算机, 软件, 远程通讯, 控制设备, 计算机辅助生物技术和新材料	电缆、光纤, 因特网, 多种能源, 高速物流运输	信息密集型、非集权的一体化、网络结构, 知识成为资本、无形的价值附加值, 市场细分, 全球化, 即时通讯

图 1.17: 新技术应用的 S 曲线



在每次技术革命及其扩散的过程中，金融和信用制度起到关键作用。它起先支持了技术革命的发展，继而加剧了可能引发冲突的技术-经济领域和社会-制度领域之间的互不协调。当上述两个领域之间的协调建立起来时，金融资本又成为展开期的推动力，而当一场技术革命行将结束，它又有助于催生下一场革命。即大概是以下的序列：技术革命—金融泡沫—崩溃—黄金时代—政治动乱，大约每半个世纪就重新再来一遍。

具体五个阶段分别如下：

爆发阶段：技术时代，金融资本和生产资本的恋爱时代，如 1830 年代和 70 年代的英国，1970 年代的美国。随着技术革命的大爆炸，新技术、新产品和新产业，吸引了旧范式的资金，形成技术经济裂痕。失业增加，旧产业萎缩，但不少人仍沉陷于旧模式。新旧断裂，闲置的金融资本涌向能给它们带来超越现有部门利润的新兴产业。

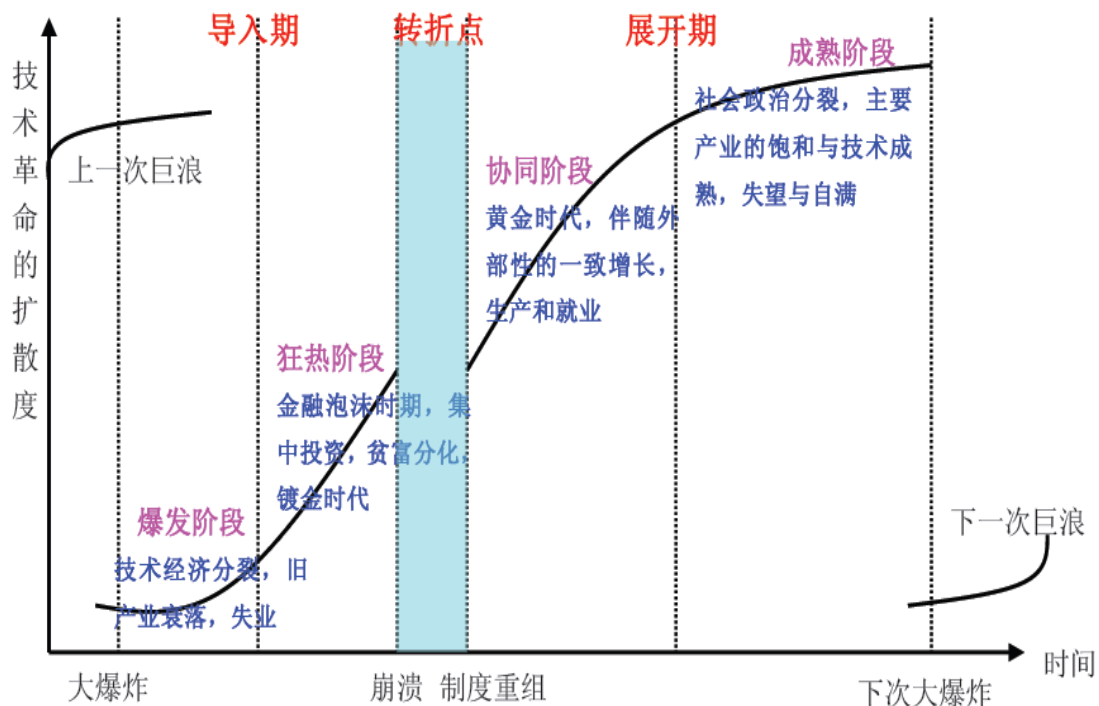
狂热阶段：金融的时代，如 1880-90 时代，1920 时代和 1990 时代。金融资本一统天下，支配社会体系的运行。虚拟经济和实体经济分离，资本和生产分离。自由竞争的另一面是个人主义、投机、腐败和寡廉鲜耻。狂热支持着人民探索技术革命所有可能的道路，并充分挖掘。

转折点：反思和调整发展路线。特别需要指出的是，转折点是一个概念上的工具，表示一种必要的根本性变革，即经济从由金融标准塑造的狂热方式，转型到协同方式——牢固地依托于逐渐增长的生产能力。转折点是一个或长或短的变革过程，中间必须处理社会内部个人和社会利益间的平衡，它为社会的反思提供了空间，是一个社会制度的十字路口。

协同阶段：是真正的黄金时代，新的范式占据主导地位，新技术和基础设施已经基本到位，新的生产效率和品质在整个经济中普及，是中产阶级主导的社会，是一个允诺、工作和希望的时代。生产资本是财富的创造者，而金融资本是其促进者。

成熟阶段：质疑自满情绪的时代。范式逐渐成熟，市场逐渐饱和，显露出局限性、不满与沮丧。投资机会日益减少，资金闲置。

图 1.18: 一次技术革命的五阶段



在这个框架中，金融资本和产业资本存在互动。金融资本代表以货币或其他账面资产形式持有财富的那些当事人的标准和行为，以货币的形式拥有财富并使其增值，是重新分配财富的行为者。生产资本是那些通过生产产品和服务而创造财富的当事人的动机和行为。金融资本本质上是无根基的，追逐机会，但也会逃离风险。生产资本存在路径依赖，扎根于所能胜任的领域，只有部分的流动性。

图 1.19: 不同阶段金融资本和产业资本的关系

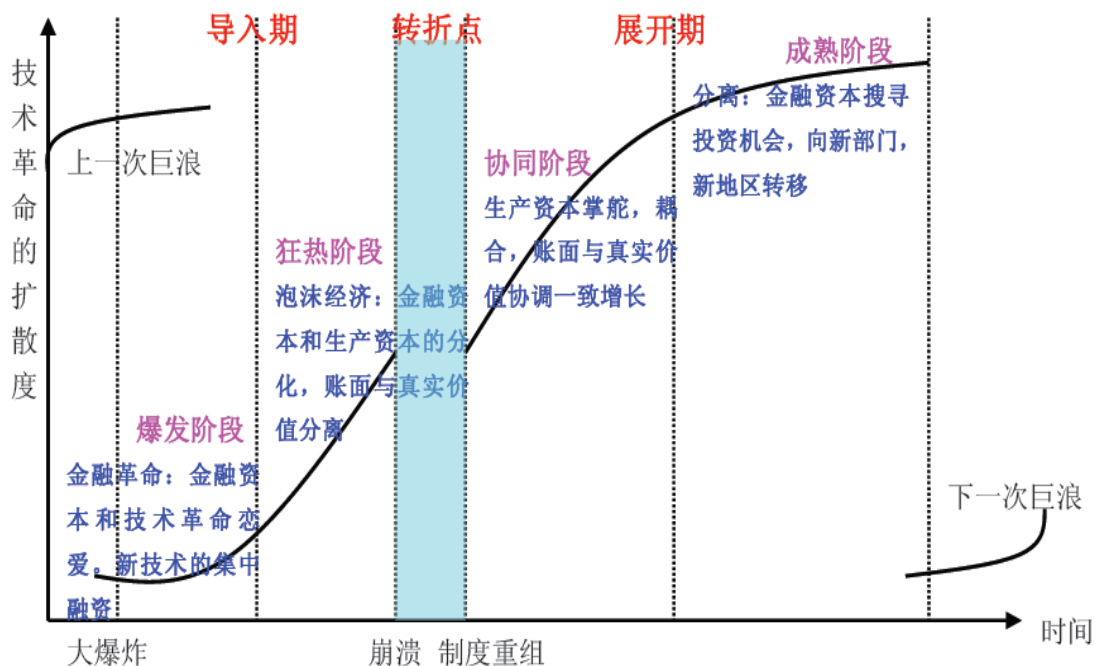


图 1.20：五次技术革命的具体阶段划分



举例来说，美国现在处于第五次技术革命的转折点时期。信息技术的革命已经经历了上世纪 80 年代开始的技术爆发阶段，这是技术主导的年代，90 年代开始，美国就进入了狂热阶段，也就是金融资本的狂热，金融资本脱离产业资本，独自疯狂，独自创造财富，贫富差距因此扩大，自由是这个阶段的主题，监管放松，调节框架变得无能为力，而“镀金年代”可能是这一阶段最恰当的标签，耀眼的繁荣只是外表，内在的却是社会的无动于衷。

狂热背后是结构性的紧张关系，就是我们前面所说的技术革命和社会制度已经不协调，主要体现在：

- 1、真实财富和账面财富背离（金融资本和产业资本相背离，需要主动或者被动的回归）；
- 2、技术革命核心产品的现有需求规模和潜在供给规模之间（产品的现有供给远超过当前需求，需要通过制度安排扩大需求）；
- 3、在社会上被排斥的群体和那些收获泡沫果实的人们之间（广大人民群众需求无法增加，被排斥在外，没有享受经济增长的成果）；
- 4、技术革命推动了整个社会，但是社会制度仍然没有与之相匹配（因此需要制度重建）。

这几种结构性的紧张会把技术革命推向转折点，本来 2001 年互联网泡沫结束就标志着技术革命进入转折点，但是有财力的政府存在制度惰性，结果造就了更大规模的泡沫，最终 2008 年泡沫破灭，少数派派对崩溃，这对所有人来说都是痛苦的，不管是富人还是穷人，但这是资本主义制度强迫社会、资本再度耦合的必然残酷方式，这样才能为全方位制度变革创造条件，金融资本才会服从管制，而不是抗拒管制，这将有利于生产资本，并带来一段和谐的增长时期。

需要强调的是转折点可长可短，程度上也可差异，最终的支配力量来自于政治、意识形

态和相对力量，不单是经济因素。前一次的转折点是 20 世纪 30 年代的大萧条，由于当时“反社会主义”的浪潮，结果制度变革非常困难和缓慢。

总结：

投资者要时刻关注未来的新技术，作者认为最好的参考资料是中国科学院每年两本的科学与社会系列报告《高技术发展报告》和《科学发展报告》。其中《科学发展报告》旨在综述当年年度世界科技进展与发展趋势，评述科学前沿与重大科学问题，报道我国科学家所取得的突破性成果，介绍科学在我国实施“科教兴国”与“可持续发展”两大战略中所起的作用，并向国家提出有关中国科学发展战略和政策的建议，特别是向全国人大和全国政协提供科学发展的背景材料，为高层科学决策提供参考。其中，《高技术发展报告》在综述当年全球和中国高技术发展动态的同时，也对某些科学技术进行专题研究，比如生物技术，信息技术，新能源技术等。

另外，对于未来 50 年可能的新技术的发展路线图，中国科学院也出版了《发展路线图》系列书籍作为投资者参考。其路线图整体框架在《科技革命与中国的现代化》一书介绍。《世界前沿技术发展报告 2008》一书也值得参考。而对于具体的科学技术发面的书籍，则需要具体问题具体分析。投资者也可以从搜索引擎处查找技术研究资料。

在一轮大的新技术革命出现在中国之前，投资者均需密切关注美国股市的技术股炒作泡沫路径，这对中国股市的投资也具有借鉴意义。

技术变化对社会与企业管理的影响可以阅读《看得见的手——美国企业的管理革命》、《规模与范围：工业资本主义的原动力》，也就是钱德勒的几本经典书，另外关于网络时代的社会与企业变迁，可以参阅《维基经济学：大规模协作如何改变一切》、《IT 不再重要》、《长尾理论》、《浅滩：信息社会如何改变了我们》等等。

关于对于创新经济学的研究，最好的书是《牛津创新手册》，该书为读者提供理解创新的综合性视角，具有很高的权威性。全书从宏观的创新与经济增长、国家创新体系，到中观的产业创新体系、区域创新体系，再到微观的创新网络、企业创新，都进行了专门的导读。

关于技术股的投资，可以借鉴的但不要盲从的书籍是：《下一只大牛股》、《战胜标准普尔——与比尔·米勒一起投资》、《操纵金钱》、《超级强势股》。

《下一只大牛股》的作者明列出了 21 世纪初期的九大趋势（知识经济，因特网/无形计算,全球化/经济集群，融合，外包，人口因素，合并，品牌，反馈制民主）并与以佐证，以此为基础解释在这些趋势当中蕴涵着各个经济领域中的变革所产生的巨大机会必将造就一批非凡的公司，这些公司的股票必定给投资人带来丰厚的回报。如何能够选择这些公司，这个作者提出了一些他的方法，可以作为借鉴。

关于国泰君安替代能源策略小组撰写的三篇研究替代能源泡沫的研究报告分别为：从 Internet 到 Smart_Grid：外面的泡沫很精彩（20090306）；从 Internet 到 Smart_Grid：泡沫为谁而生（20090309）；从 Internet 到 Smart_Grid：电力系统的美好愿景（20090402）。

第三节 制度变革

制度是一个社会的游戏规则，它构造出了人们在社会、政治或经济方面发生交易的激励结构。制度的作用是显而易见的，由于日常生活中的人们面临各种不确定性，带来相互交易的困难，因此，需要一些制度来形成稳定的结构，以弱化环境的不确定性，降低交易成本。最典型的例子之一是道路交通规则。没有制度，人类社会的任何一项事业都不能顺利发展，乃至人类自身都不能生存。制度保证了人类社会的有序性。但是不同的制度对社会经济的作用有优劣之分，其评判标准主要是其资源配置效率高低，交易费用高低等，最终有有利于经济与社会进步的，同样，也有不好的阻碍经济与社会进步的制度。比如西方学者研究就认为为什么资本主义制度和工业革命在西方发生而不是在东方发生，是因为制度差异使然。

制度也必须随着社会的发展不断变迁,比如,1949年以后中国逐渐选择了“社会主义”,而1978年后,中国逐渐选择了“改革开放”。不过宏观背景下的制度变迁往往具有“危机”与“被迫”性质(这个危机包括经济危机和政府的财政危机,因为政府具有风险厌恶特征,特别是财政危机对于政府主导制度变革影响更大),也就是说,在宏观经济景气的情况下,即使需要制度变革,政府整体上也没有动力去做,只有在遭遇困境和外在压力的情况下,才存在制度变革的可能,不过从理性的角度来看,政府往往首先选择的是“政策”应对,如果困境继续或者压力进一步扩大,则往往会“被迫”进行制度变革,制度变革方向具有不确定性(比如1929年大萧条后,不同国家进行不同的制度变革,有些国家选择更注重公平的资本主义道路,有些选择军国或者纳粹道路,有些选择社会主义道路),并不是每次制度变革一定带来社会交易成本的下降和资源配置效率的提高,如果政府主导的内生性制度变革无效,也就是危机进一步加剧,对于民主政府来说,现有政府会被换届下台,新政府提出新的制度变革策略,而对于威权政府来说,可能在内外力压力下政府垮台迎来“巨变”,关于巨变,超出本章研究范围,不过建议感兴趣的读者阅读《民主化转型的政治经济分析》一书,关注书中列举的各国在转型前后,经济增长、通货膨胀、贸易差额和财政状况,同时关注转型前后股票市场走势。另外一本值得阅读的书是《国家兴衰探源》。

制度具有沉淀性和惰性,因此大的制度变革一定是在“压力”下产生的,比如遭遇第一次石油危机和日元升值,日本在1974年开始制度变革,产业转型,并且取得成功;中国股市自从2001年走熊后,市场问题频频暴露,2004-2005年证监会出台多项制度重建政策,最终取得成功;改革开放政策的推出也是在文化大革命造成经济社会陷于“崩溃边缘”的背景下推出的,而“分税制”改革也是在中央政府面临财政困境背景下推出,而国企改革,房地产市场改革一系列制度变革也是在1997年东南亚金融危机后逐渐出台的。

而日本在1990年泡沫经济破灭后,不断重复使用单纯的基础设施拉动性财政和货币政策,政府更迭频繁,没有一届在任政府推出长远的制度性变革计划,加上其他多种因素,日本经济和证券市场长期低迷,只有在财政和货币政策刺激下出现反弹,然后又重新归于困顿的不良循环中。

“危机”下“政策”只能应急,“制度变革”才是走出危机的最佳手段,每一次制度变迁不仅带来投资机会的新变化,也使得证券市场的价值中枢发生变化,因此正向的大制度变革往往带来系统性的股票大牛市,比如美国80年代初开始的提升效率的改革造就了多年的牛市,感兴趣的读者可以阅读《制高点》一书。而日本1974年的制度改革则对中国目前经济处境具有较强的借鉴意义,毕竟根据罗斯托的研究(《经济增长的阶段》),工业化过程是遵循一定的规律的。

投资者在分析证券市场时,在正常情况下,西方的经济学和投资学知识足够使用,不过在遇到“危机”和“困顿”的经济背景下,预期政策加制度的投资分析具有重要意义。

从上世纪初开始,为了从古代落后中国进步到现代中国,中国就经历了长期的大规模的制度变迁。改革开放以来,中国的制度变革主要是政府主导的大规模制度变革,因此在这样的背景下,投资者通常使用的单纯西方纯经济分析方法(比如经济增长和通货膨胀分析框架)很容易失效。对经济和投资的研究不得不要要求在相当大程度上具备心理学的、中国社会学的、法学的、政治学的知识。这也就是在中国,“炒股也要懂政治”的原因。

考虑到没有一种方法能够事先有效的分析制度变革,比如新制度经济学的交易成本等分析方法也很难借鉴到股票投资上去,我认为案例研究、阅读大量关于政治社会经济历史等诸方面的书籍以及保持对社会和政治变化的洞察力和敏感度至为重要。

制度变迁也分为微观层面和宏观层面,微观层面主要是企业和行业层面的变迁,比如在新环境下企业的大范围并购重组等等,这类机会仅构成投资主题或者投资个案,而宏观层面往往是政府主导的变迁,对证券市场的影响具有系统性。本章主要分析宏观层面的制度变迁。

本节选择了两个案例，一个是证券市场遭遇危机的情况下，政府通过股权分置改革直接对股票市场进行大规模制度变革，因为中国证券市场的非天生性，未来还会出现各种问题或者危机，以后碰到危机的时候，这个案例可以作为重要参考；另外一个是在遭遇“经济危机”的情况下，美国 1929 年以后的罗斯福新政，日本 1974 年年以后的改革，我认为这，特别是日本 1974 年以后的改革和成功以及 1990 年以后的不改革（仅用政策）和失败，对转型中的中国提供一些重要借鉴意义。

参照新制度经济学的一些工具和经验，投资者可以自行研究：中国的农村改革与土地财政问题以及相应投资机会；中国的税制改革变化；政府对经济的管制与放松管制；奥巴马为什么对美国医疗体制进行改革等。

1、对资本市场一次制度变革的分析：股改分析

尽管股改是独特的，但是由于中国股市成立的非自发性，未来在遇到“危机”的时候仍然可能存在新一轮制度变革的可能，因此我认为股改制度变革具有重要的研究意义。

当时的背景是市场一片悲观，政策变革的嫩芽在股改后已经迅速成长，但投资者还不认可这么大的制度变革，我当时认为政策的效果是为重建市场服务的，为将来牛市打基础，这有些时间滞后性，但是牛市来临时候的效果会非常显著。在 2006 年年年初的策略报告里已经开始谈论股改加汇改的制度变革下，市场一定是大牛市，后来的策略报告里加上“创新高”三个字，但是始料未及的是，尽管我当时非常看好市场，但是也没有想到后来的牛市是如此的波澜壮阔。

以下来自我于 2005 年 6 月底写的“三季度”策略报告部分。

5 月份以来管理层开始出台了众多关于证券市场的政策，所有市场分析人士均摇头表示：如此密集出台的政策根本分析不过来。不是吗？今天早上政策出台，分析师争论一天终于有结果写完报告，第二天又开始新的政策了，可以说今年 6 月份是累死市场分析师的月份。不过最近还没有分析师写过一篇对各项政策进行分类总结的报告，而更多是单个政策的影响分析。我这里并不想对出台的所有政策逐一点评，而是试图把握站在场外投资者的角度（客观角度）来看从国九条以来的制度变革以及对未来市场的长期影响。

很多投资者对市场非常悲观，认为市场已经被推倒，但是没有重来。我认为只有分析清楚政策的脉络和含义，才可以理解为什么推到还可以重来，只不过推倒到重来需要时间，证券市场正在重来，但是牛市需要时间。有些政策的效果短期就可以贴现到市场信息，可很多政策的效果是为重建市场服务的，为将来牛市打基础的，这有些时间滞后，但是将来（牛市来临时候）的效果会非常显著。

不谈政策本身，只谈政策的含义。我认为管理层出台的政策可以分为四类政策，第一类是融资政策，在任何市场化的国家，在熊市时期，这个政策是受到投资者的强烈反对的。第二类政策是信心政策，即管理层通过无关痛痒的政策或者讲话给市场以信心，但是这种政策在熊市中中期比较有用，会引起反弹（反弹高度看管理层政策和讲话的力度和高度）在熊市后期和末期并不受到投资者的欢迎。第三类政策是资金政策，这种政策对于熊市中中期作用并不大，但是在熊市末期引进资金一方面如果这些资金是长线资金，未来可以带来丰厚收益，另一方面引进资金可以降低熊市末期的杀伤力，起到间接保护投资者的效果。第四类政策是制度重建政策，也可以理解为改变游戏规则的政策。我认为目前很多分析师看不懂、难以分析的政策很多是改变未来游戏规则的政策，而这个游戏规则引进了潜在的投资者，保护了未来流通股股东的利益，这些政策可以有效的促进牛市的上涨，但是有政策时滞。

一年多以后重新审视国九条，我认为《国九条》不是属于讲话和信心性质的政策，而是夯实牛市基础，改变中国证券市场过去顽疾的政策。也许场内投资者亏损惨重，过于忽略了这些变化，但是这些政策不全是给场内投资者看的，更多是给场外投资者以明确的信号，使

得他们未来有信心进场。同时随着压迫证券市场上涨的几座大山的终结(高估值、股权分置、保护投资者利益、上市公司质量), 中国证券市场将开始迎来黄金时代。

在总结政策之前先回答投资者经常提问的几个问题:

1、为什么日本韩国证券市场缺少牛市? 中国证券市场也将和他们一样?

上市公司忽悠中小投资者和上市公司一股独大不是中国特有的现象。只要是新兴市场就有这个问题, 并且即使是发达市场, 也存在很多问题。

下面是一个韩国的例子。一个欧洲投资者调研韩国的一家“质地优秀”的上市公司(至少欧洲人都能闻名的公司), 首先看财务报表, 先看销售数字, 然后看毛利率, 然后看资本支出, 当看到财务报告最后部分的时候发现在净利润前有一项叫做“捐赠”, 大约等于税前利润的 89%! 这时他问陪他来访的当地研究员和上市公司负责人 WHY? 负责人给他讲, 这是将利润转移到董事长拥有的一个基金会。当问到为什么这么做的时候, 负责人回答: 董事长不想付税和红利, 所以转移了利润!

韩国上市公司的公司治理很糟糕, 也一直在提高, 但韩国政客、财阀公司和官僚体系勾结的铁三角并没有破坏。如果满分是 100 分, 公司治理可以打分的话, 韩国可以打 5 分。这也可以解释为什么日本多年来没有牛市了: 整体估值过高, 政府没有采取根本性的策略治疗证券市场的本质问题。这样看中国的情况要好多了。我认为, 值得庆幸的是, 中国证券市场原来的公司治理并不比日韩好, 但是目前提高的速度远远超过他们, 并且现在和未来的路径看起来更像跟随欧美, 而不是日韩。

2、什么可以改变熊市?

中国证券市场处于熊市的时间足够长了, 2001 年以来整个市场的价值回归是一种系统性熊市, 在于以前的市场将资金错误的配置到不该配置的股票上, 也可以说是价格严重脱离了价值, 因此需要长期的价值回归。

结束系统性熊市的方法要么是依赖于市场下跌, 跌到有很大安全边际的投资价值, 要么是依赖于外力, 比如宏观经济变化或者政府采取政策改变证券市场现状。目前中国证券市场从 2001 年下跌已经历时 4 年, 很多股票跌幅达到 80—90%, 扣除新股发行因素, 市场总体跌幅也超过 50—60%, 多数股票已经跌到价值区域, 同时中国经济高速增长, 管理层在努力改变证券市场开创以来的问题, 因此目前尽管投资者对市场并不乐观, 但是也可以看到一些曙光。证券市场已经具有初步的吸引力, 很多股票的分红受益已经超过债券收益率。

3、你如何看待投资者权益保护和上市公司质量问题?

我的同事认为中国难以出现牛市的原因是投资者利益保护的不够, 如果管理层能够把烂公司从市场清除, 对大股东恶意圈钱行为进行重罚, 如果小流通股东指控上市公司让上市公司来举证, 否则就是有罪。如果推出这样的法规中国市场可以出现大牛市。

就本人来说, 通过这两年对很多上市公司的调研, 我发现中国上市公司和 90 年代相比股权文化正在形成, 特别是相对优质的公司和民营企业。中国上市公司的投资者关系也在逐步发展。对于投资者权益保护, 管理层也出台各种法规, 同时实行保荐人制度, 管理层和交易所对上市公司的监管也越来越严格。

就恶意圈钱和上市公司质量问题, 其他国家也并不罕见。包括美国互联网时代的无业务公司圈钱, 然后烧钱迅速破产。说到上市公司质量问题, 印度四分之一的上市公司是戴帽子的, 他们用“Z”表示, 我们用“ST”。但是这并没有妨碍印度股市近期叠创新高。

真正需要指出的投资者自身的问题, 就本人和众多投资者的接触来说, A 股市场的多数投资者没有鉴别能力和定价能力, 只有交易能力。投资者不能区分好的公司和差的公司, 不

能将资源有效配置于优质公司，导致定价的低效率。在管理层进步的同时，投资者也需要进步了。

4、为什么政策变革可以提高公司基本面？

我的观点是政策变革可以提高公司潜在的基本面。一个简单的例子就是，无论解决股权分置的过程如何不确定，但是股权分置解决以后，多数上市公司管理层与大股东会更关心股票价格，而不是简单的上市圈钱然后和市场说再见。当企业管理层和股票价格利益相关时，理性的管理层应该会努力工作，提高上市公司业绩，促进股票价格上涨来获得长期收益。至少对于我来说，如果我是上市公司管理层，股票价格和我有利益关系，那我会努力降低成本，增加销售额，提高业绩，使股票价格上涨。这并不是空话，我近期调研的一家上市公司就是这种情况，当管理层持有部分流通股后，他们非常希望股票价格上涨，而股票价格上涨除了操纵外，只有努力提高公司业绩，而这他们可以做到。

我们处于政策的大变革时代，第三季度是政策变化和效果逐步出现的时期，这也存在很大的不确定性。管理层如果希望降低这种不确定性，就必须向市场注入资金（06 年资金来了，07 年资金泛滥）。

5、能不能详细解释一下制度（游戏规则）的变化？

制度就是决定未来投资盈利模式的市场潜在原则。最近五年的游戏规则是价值投资与国际接轨，只要顺应这个规则确定的盈利模式基本上可以战胜市场，而持旧博弈规则的投资者则损失惨重。随着管理层对证券市场的重建，新的政策会带来新的游戏，05 年以后的游戏规则是股权文化时代，而这是证券市场发展的基础，而与之相伴的盈利模式必然从这个土壤中逐渐产生。随着货币市场与资本市场的逐步重新联系，这也为未来的牛市提供资金基础。

回过头来分析，从困扰股市发展的三个主要问题来看，前期过度炒作的风险已随着股指大幅下挫和上市公司盈利的改善而得到了比较充分的释放，目前的市场估值水平已趋于合理，有了投资价值支撑，而对于剩下的流通股股东利益保障和股权分置两问题，管理层也在 2004 年 2 月公布了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》后明显加快了通过制度变革来解决这些问题的步伐。

从管理层在 2004—2005 年上半年间出台了如此多涉及到提高上市公司质量、保护投资者利益、化解券商风险、解决股权分置问题和壮大机构投资者等用来解决制约资本市场发展主要问题的政策来看，管理层对改革和发展资本市场的决心是非常坚定的，虽然这些政策并不能马上解决资本市场的所有问题，但是伴随着市场估值水平的逐步合理和这些政策的效果的逐步显现，资本市场的发展应该会逐步出现转机。

从对资本证券的需求来看，2005 年 5 月的股票流通市值只有 7,655 亿元，而 3 月份居民的银行存款却超过 13.7 万亿，流通市值对银行存款的比例只有 5.57%。目前银行一年期的存款利率只有 2.25%，最长的 5 年期银行存款利率也只有 3.6%，换算市盈率分别为 44.4 和 27.8 倍，远高于当前 A 股市场平均 18 倍的市盈率，因此随着管理层保护公众投资者利益法规的进一步完善、上市公司质量的进一步提高和股权分置改革试点的推进，我们认为股市对普通投资者的吸引力会不断增强，从而有利于将超过 13.7 万亿的银行存款向资本市场转移。

从资本证券供给来看，2004 年非金融机构融资总额为 2.59 万亿元，其中股票融资额为 1,504 亿元，股票在融资市场中的比重只有 5.8%。2004 年 A 股市场融资额只有 626.7 亿元，在非金融机构融资总额中的份额只有 2.4%，对融资市场的影响力微乎其微。现在银行的贷款余额已超过 GDP 的 120%，每年新增融资额的 93% 也是源于银行贷款，因此整个经济的风险几乎完全集在银行身上。虽然管理层已投入了数百亿美元对国有银行系统进行了财务重

组，但是国有银行系统的风险控制能力依然很差，因此为了分散经济风险，打通当前超过13.7 万亿的居民存款和每年超过 7 万亿固定资产投资的资金需求之间的联系，管理层必定会大力发展直接融资市场。在巨大的市场潜力和政府推动的双重促进，直接融资市场肯定会出现极大的发展。

现在股票市场的估值水平已趋于合理，制度的变革也取得了极大的进展，资本市场正逐步走向健康，因此随着管理层促进资本市场发展政策的不断出台和巨大市场潜力的逐步释放，资本市场即将在本次制度变革和大幅下跌中迎来重生。

以下是 2004 年 2 月国九条出台到 2005 年 5 月股改出台之间的政策回顾。

2004 年 2 月 2 日，管理层发布了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（俗称“国九条”），作为统领本次资本市场制度变革的纲领性文件，确定了国家要大力发展资本市场的决心和基本政策，提出了建立多层次的市场，提高上市公司质量、保护投资者利益、大力发展机构投资者，扶植券商发展、解决股权分置问题、提供税收优惠、加强法制和监管以及推进资本市场对外开放的基本措施。这个政策的颁布，使我国资本市场的制度变革从此进入快车道。

国九条概括

政策方向	大力发展资本市场是一项重要战略任务
总体目标	遵循“公开、公平、公正”原则和“法制、监管、自律、规范”的方针，坚持依法治市，保护投资者特别是社会公众投资者的权益；扩大直接融资、建立有利于各类企业筹资、满足多种投资需求的资本市场体系、完善产品创新机制、股票融资与债券融资相协调的产品结构，培育诚信、规范、治理机制健全的上市公司和市场中介群体，强化市场主体约束和优胜劣汰机制，健全市场监管体制。
综合性政策	发展机构投资者，有条件支持券商，规范上市公司股权
健全市场体系政策	发展新投资产品，发展债券市场，期货市场和中小板市场
提高公司质量政策	推行保荐人制度，完善上市公司治理，对损害上市公司和流通股股东利益的控股股东进行责任追究等
规范中介机构政策	健全准入制度，完善中介结构内控制度等
加强法制、提高监管水平的政策	清除阻碍市场发展的各种规章制度，加强交易所，行业协会等的自律管理作用，等等
加强配合，防范和化解风险的政策	加强退市公司管理，各部门协作加强对控股股东侵害上市公司权益的监管等
对外开放的政策	引入 QFII，鼓励外资机构参股国内基金与券商，加强对外合作等

在国九条出台后。管理层在保护投资者，特别是流通股投资者利益方面，制度变革力度也明显加大。2004 年 7 月开始的“以股抵债”试点，成了解决缺乏能力的大股东长期占用上市公司资金的一种有效手段，在一定程度上保护了中小投资者的利益。2004 年 12 月中国证监会还发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》，要求涉及新发、重组等对社会公众股股东利益有重大影响的相关事项须经流通股股东单独表决通过才能施行，而且还将分红记录与上市公司再在融资资格相联系，从而在很大程度上确保了上市公司对流通股股东的回报。

2004 年 2 月	《证券发行上市保荐制度暂行办法》正式实施
2004 年 6 月	中小企业板块正式在深交所登场
2004 年 12 月	《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的

	通知》正式出台
2005 年 1 月	废除通道制，完善保荐制
2004 年 7 月	证监会原则同意进行“以股抵债”试点
2004 年 7 月	证监会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》
2004 年 11 月	个人债权及客户证券交易结算资金收购意见

国内不同券商分类评选标准在分类监管的基础上，为了扶植质地还算良好的券商的发展，管理层从 2004 年开始就出台了包括《证券公司短期融资券管理办法》、《证券公司债券管理暂行办法》、放宽券商利用自营股票进行贷款的限制和正式允许券商进行集合理财业务等一系列新政策对获得创新试点资格的券商进行融资和开展新业务的扶植和规范。通过这些扶植和规范政策，管理层希望能够培育出一批优秀本土券商。目前已有光大证券、广发证券和长江证券等公布了首批集合理财计划，国泰君安证券则在银行间市场发行了短期融资券。

日期	法规名称
2004 年 8 月	关于从事相关创新活动公司评审暂行办法
2004 年 9 月	关于对证券公司结算备付金账户进行分户管理的通知
2005 年 4 月	规范类证券公司评审暂行办法
2004 年 10 月	证券公司短期融资券管理办法
2004 年 10 月	《证券公司债券管理暂行办法》
2004 年 11 月	《证券公司股票质押贷款管理办法》修改
2005 年 1 月	上证所通知券商集合资产管理业务开始试点

开展股权分置改革开始试点，力求构建正常股票市场

为了解决股权分置的问题，4 月 29 日证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，正式启动股权分置改革试点工作。证监会没有提供具体的实施方案，而是要求在“有利于市场的稳定和发展，切实保护投资者特别是公众投资者的合法权益”的前提下，由上市公司流通股东和非流通股股东协商确定具体的解决方案，流通股东对方案拥有否决权。政府希望通过这种试点找到能为市场各方所能接受的方案，然后推广，从而解决困扰股市多年的上市公司股票不能全部流通的股权分置问题。目前已有一些家公司公布了全流通的改革方案，虽然这些方案还不是很被市场认可，但是全流通问题实际就是利益的补偿问题，因此我们认为通过不断的市场选择，应该是可以比较顺利的解决的。由于全流通问题的解决将使中国国内股市由此逐步成为一个正常的市场，市场的各参与方都非常有利。

步骤	主要条件
公司确定	证监会根据上市公司股东改革意向和保荐机构推荐，协商确定
方案制定	试点上市公司董事会应当聘请保荐机构协助制订改革方案，并对相关事宜进行尽职调查。非流通股股份处置需经有关部门批准的（如：国有股），应当在临时股东大会召开前取得批准文件并公告。
方案表决	1. 董事会就股权分置改革方案做出决议，提供股权分置解决方案。 2. 发布不少于三次召开临时股东大会的催告通知并为股东表决提供网络投票系统 3. 独立董事应当向流通股股东就股权分置改革方案征集投票权

	4. 股权分置改革方案须经参加表决的股东所持表决权的 2/3 以上通过，并经参加表决的流通股股东所持表决权的 2/3 以上通过
分步流通	1. 试点上市公司非流通股股东应承诺，其持有的非流通股自获得上市流通权之日起，至少在 12 个月内不上市交易或者转让。 2. 持有试点上市公司股份 5% 以上的非流通股股东应当承诺，在前项承诺期期满后，通过交易所挂牌出售的股份数量占该公司股份总数的比例在 12 个月内不超过 5%，在 24 个月内不超过 10%。 3. 试点上市公司的非流通股股东，通过交易所挂牌出售的股份数量，达到该公司总股本 1% 的，应当自该事实发生之日起两个工作日内做出公告，公告期间无需停止出售股份。

为了进一步降低股市的炒作成分，提高市场的理性化程度，管理层希望二级市场的投资者主体能够是基金和保险资金等机构投资者，为此管理层出台了投资基金法，降低了基金管理公司的设立标准，并允许商业银行设立基金公司，而且还开放了企业年金(补充养老金)、商业保险资金、社会保障基金投资股票的限制，并发行了 LOF 和 ETF 等国内市场原来没有的基金品种。随着这些政策的实施，国内市场的机构投资者比重必将进一步提高。

时间	法规	简单内容
2004 年 4 月	企业年金基金管理试行办法	1. 企业年金基金，是指企业按年金计划筹集的资金及其收益形成的企业补充养老保险基金。 2. 年金投资范围，限于银行存款、国债和其它具有良好流动性的期债券回购、金融债和企业债、可转换债、投资性保险产品、证券投资基金和股票等。 3. 注册资本、净资产不少于 10 亿的综合类证券公司，注册资本、净资产不少于 1 亿元的基金管理公司，且近 3 年没有重大违法违规行为可以申请成为投资管理人
2004 年 6 月	证券投资基金法正式实施	1. 基金管理人由证券监管机构核准的基金管理公司担任 2. 基金管理公司注册资本不低于一亿元人民币货币资本，主要股东具有从事金融资产管理较好的经营业绩和良好的社会信誉,最近三年没有违法记录,注册资本不低于三亿元人民币; 3. 募集的基金份额不低于二亿元人民币，存续期限须在五年以上，持有人不少于一千人的可以上市交易
2004 年 8 月	保险公司获准投资可转债	1. 允许保险公司投资可转债,计入企业债券投资余额内,合计不得超过保险公司上月总资产的 20% 2. 投资可转债暂不得转换成股票,转换方法另行规定
2004 年 10 月	保险机构投资者股票投资管理暂行办法	1. 偿付能力额度符合中国保监会的有关规定，内部管理制度和风险控制制度符合规定，最近 3 年无重大违法、违规投资记录的保险公司也委托保险资产管理公司投资股票和可转债，设有独立的交易部门和相关风险控制系统的也可直接投资股票和可转债 2. 投资连结保险股票投资的比例可以为 100%，万能寿险投资股票的比例不得超过 80%，其它保险产品投资股票的比例，不得超过中国保监会的规定。

2005 年 2 月	商业银行设立基金管理公司试点管理办法	1. 国有商业银行和股份制商业银行可以申请投资基金管理公司 2. 可以募集和管理货币市场基金和债券型基金，投资固定收益类证券，也可以募集和管理其它类型的基金。 3. 银监会审查商业银行投资基金管理公司的资格 4. 证监会按照《证券投资基金管理公司管理办法》进行审批
------------	--------------------	---

从今年五月底到 6 月 20 日管理层出台政策列表：

时间	发布政策及事件	影响简评
6 月 20 日	证监会公布第二批股权分置改革试点上市公司名单，包括宝钢股份、长江电力、10 家中小企业板等在内的 42 家上市公司入选。	这意味着股权分置改革将全面提速。
6 月 18 日	国资委发布《关于国有控股上市公司股权分置改革的指导意见》，要求各级国有资产监督管理机构要从改革全局出发，积极支持股权分置改革工作，并要求各上市公司应确定股改后国有股股东在上市公司中的最低持股比例。	促使改革的深入，并令市场对未来扩容压力的预期大为减轻。
6 月 17 日	证监会发布《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》和《关于上市公司控股股东在股权分置改革后增持社会公众股份有关问题的通知》。	回购与增持社会公众股同时开闸，使流通股含权值提高，有利于控股股东与中小股东在价值取向上趋于一致。
6 月 15 日	经国务院批准，中央汇金公司拟出资对银河证券进行重组，以便将银河证券建设成为资本充足、运营安全、服务和效益良好的现代金融企业。	选择银河证券这样有代表性的公司给予扶持，是国家发展资本市场、扶持证券公司做大做强的具体体现，为解决股权分置问题营造稳定的市场环境，同时可以极大地恢复投资者对中国证券市场的信心。
6 月 14 日	为配合股权分置改革试点，上交所发布《上海证券交易所权证业务管理暂行办法》。	权证具有活跃市场、控制风险等特性，同时也为解决股权分置问题提供了一个良好的金融工具。
6 月 13 日	财政部、国家税务总局联合下发通知，对个人投资者从上市公司取得的股息红利所得，暂减按 50% 计入个人应纳税所得额。另，对于股权分置改革过程中因非流通股股东向流通股股东支付对价而发生的股权转让，暂免征收印花税；支付的股份、现金等收入，暂免征收流通股股东应缴纳的企业所得税和个人所得税。	又出让利政策，增强了社会投资者的持股信心，给予股权分置改革必要的宽松环境。 在周一中午休市期间出台该政策，令市场遐想连篇，侧面表明了管理层扶持市场的决心。
6 月 13 日	证监会发布《关于实施股权分置改革的上市公司的控股股东增持社会公众股份有关问题的通知》(征求意见稿)。	股权分置改革公司的大股东可增持流通股，避免了二级股价的非理性波动，维护了投资者利益及上市公司形象。
6 月 13 日	中国人民银行表示，拟对申银万国证券、华安证券公司给予再贷款支持。	有利于券商走出眼下困境，后期央行的援助步伐还会加快，更多

		券商将获得央行再贷款支持。
6月9日	证监会正式发布《关于基金管理公司运用自有资金进行基金投资事项的通知》。允许基金管理公司将其自有资金投资于证券投资基金。	使基金公司的切身利益与业绩表现相挂钩,对于保护基金持有人利益有着深远的意义。
6月7日	证监会发布《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》(征求意见稿)。	使上市公司的利益与流通股股东相一致,上市公司更关心二级市场价格。
6月6日	尚福林主席、桂敏杰副主席在出席第二十九次基金联席会议上指出,近期将会有一系列的重大政策(六大利好)出台,告诫基金应当对股市作理性判断并作理性的行为,基金不要砸市,交易所会对基金的砸市行为进行监督。	暗示后期将出台重大利好政策,安抚了基金群体不要再做空,随后引发了“6.8”井喷行情。
5月31日	证监会、国资委联合发布《关于做好股权分置改革试点工作的意见》。《意见》共有十条,其中要求大中型上市公司特别是国有控股上市公司积极进行股权分置改革。	以证监会、国资委联合发文的形式,发动市场各方力量参与股权分置改革,力促改革成功,解除制度性障碍。

2、两次危机后的改革：大萧条后的罗斯福新政，石油危机后日本 1974 年改革

1929 年-1933 年的美国经济有多差，我们就不赘述了，罗斯福的新政应该是当时影响力最大、涉及面最广刺激措施，之前的胡佛总统更加倾向老的自由主义经济的政策，政府只能对经济有限干预，尽管当时的经济学家已经开始向更为行动主义和干预主义的方向运动，不过等罗斯福上台以后，这场声势才变得浩大。

罗斯福新政（关于大萧条和新政的书众多，这里不再推荐，一些新政前后的变化的社会数据，可以参考《大转型时代》）影响力大、涉及面广，新政措施具体分为四个项目。

（1）整顿银行与金融业。主要措施有下令银行暂时休业整顿，逐步恢复银行信用；放弃金本位制；实行美元贬值；投资银行与商业银行分业经营；建立联邦储蓄保险公司；扩大联邦储备委员会（中央银行）的权力；管制证券业。国家公布的法令有《紧急银行救济法》《联邦证券法》《银行存款保险法》和新的银行法等。

历史评价是：罗斯福整顿银行与金融业的措施，很快起到了恢复银行信用的作用，促进了金融体系的正常运作，为工农业生产的恢复提供了前提保证。

（2）调整农业政策。主要措施有成立农业调查局；减耕；政府为农业提供补贴；调整农产品结构；提高并稳定农产品价格；保护土壤。调整农业政策的目的是摆脱农业危机，缓和农民的斗争。

国家调整农业生产的中心措施是公布《农业调整法》，通过政府的奖励和津贴，以缩减耕地面积和农产品产量，从而提高农产品价格和农场主收入。

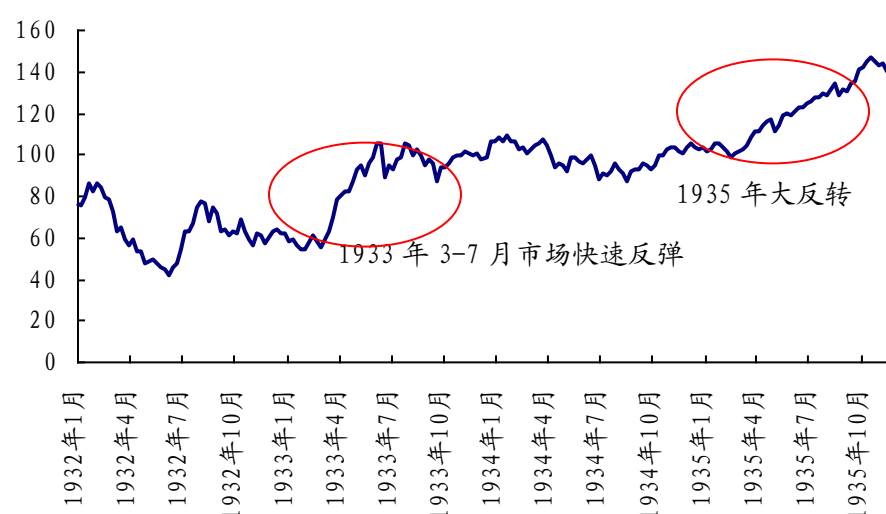
（3）复兴工业。主要措施有制订了包括工资、工时、禁止童工及保障工会谈判集体合同权利条款的行业公平竞争法规，要求工业各行业遵守；管制公用事业控股公司；加强对通讯和海、陆、空运输的管制。国家复兴工业的中心法令是 1933 年 6 月 16 日国会通过的《国家工业复兴法》，以蓝鹰为标志，其执行机构是新建的国家复兴署。接受这一法令的企业可以免除根据反托拉斯法而被起诉，其产品则贴上“蓝鹰”标志，目的是加强国家对工业的计划与指导。

（4）社会救济与公共工程。主要措施有建立联邦紧急救济署、工程进展署、公共工程局等机构；发放紧急救济金；推行“以工代赈”；兴办筑路、市政、水利、军用设施及田纳西河流域改造等公共工程；为老年人、残疾人、失业者和儿童提供社会保障。

罗斯福新政大体分为两个阶段：1933~1935 年为第一阶段，此阶段着重调整与复兴经济，以历时一百天（1933 年 3 月 9 日至 6 月 16 日）的美国第 73 届国会特别会议为其先导，这届国会通过了一系列“反危机”法令，其中包括新政的两大支柱——《国家工业复兴法》和《农业调整法》；1935~1939 年为第二阶段，此阶段着重改革，1935~1936 年，反对和支持新政的斗争激化，上述两个法令因被美国最高法院先后宣布为违反宪法而被废止，新政转入后期。罗斯福政府相应地通过了一些替代性的法令和其他新法令，继续推行新政，一直到第二次世界大战前夕，实施救济则贯穿新政的全过程。

罗斯福新政期间，道指表现显示资本市场对新政非常认可。1929 年中期道指的持续上升已经逼近了 400 点，1929 年的经济情况应该是不错的，不过经济在 1930 年就差了不少，市场在 1929 年 3 季度以后开始逐步反映 1930 年的情况。8 月的最后一周市场见到最高点 380 点，9 月份开始下跌，一个月跌去 10%，10 月份以后市场开始加速下跌，基本上是每周都跌 10%，10 月 24 日是著名的黑色星期四。11 月 23 日，市场终于见底，开始出现反弹，这轮下跌时间较短，但是幅度不小，从 380 点下跌到了 228 点，跌幅 40%。这应该是一轮提前反映经济的暴跌，1930 年 4 月，股市正式拉开了大萧条的序幕，工业产值在 1930 年出现了比 1929 年的大幅下滑，从此更是连续 3 年下降。市场从 30 年 4 月开始下跌，一直到 32 年 7 月市场先于经济见底。对于政府对经济的刺激，1933 年 3-7 月市场给与了非常正面的反映，道指从 53 点反弹到了 105 点。1935 年的大反转是道琼斯指数历史上走势最强的年份之一。

图 1.21: 罗斯福新政期间，市场出现快速反弹



日本在上世纪 70 年代采取的政策变迁对中国目前以及未来的政策改革取向颇具指导和借鉴意义。大约在 50 年代中期，日本经济达到战前水平，经济真正复兴实际上始于 1955 年，此后日本开始了为期 20 年的高速增长时期，1956-1973 年日本实际 GNP 平均增速达到 10.2%，GDP 平均增速 9.25%，远超同期西方主要发达国家，与中国 90-07 年 GDP 平均 10% 的增速相仿。“日本奇迹”使日本的经济水平和生活水平得到极大改善的同时，也带来了一系列问题，1970 年后问题变得更为严重，集中表现在：

1、部门发展不平衡。重化工业发展迅速，而农业和小企业发展滞后，由于落后部门的生产率低下，消费价格开始攀升；

2、城市化问题。与 50 年代末期快速经济增长相适应，人口开始向大城市集中，东京、大阪和名古屋三个大城市居住了 44% 的日本人口，造成许多城市问题，如塞车、市郊火车

拥挤、土地价格上涨、住房严重短缺、污染等。

3、环境污染。环境污染。由于重化工业的快速发展，日本开始出现日益严重的工业污染和环境破坏，如因污染导致的水俣病、镉病和“四日哮喘”。

经历第一次石油危机后，除了采用货币和财政政策外，日本积极进行制度建设，加快调整经济结构调整。

加强社保建设，节能环保，加快经济结构调整。1973-1975 年间，日本财政支出其最显著的变化是：转移支付比例逐步扩大，政府资本性支出稳中有降，说明石油危机后政府支出结构发生了显著变化，公共利益水平不断得以提升。70 年代日本社会保险和福利服务支出大幅上涨，出现的根本原因在于 1975 年左右终止增长导向型政策和 1973 年确立的“福利国家”政策）。

图 1.22：日本一般性政府支出占 GDP 比例变化趋势图

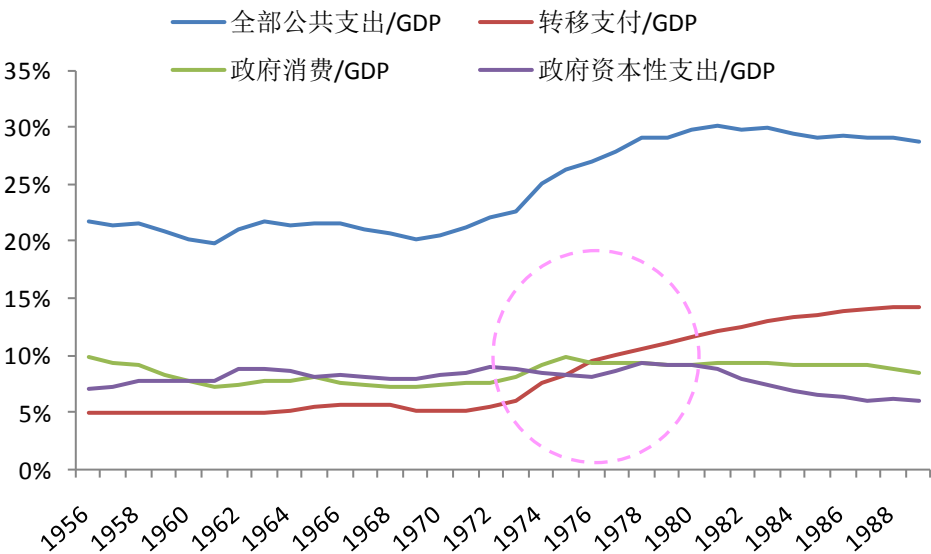
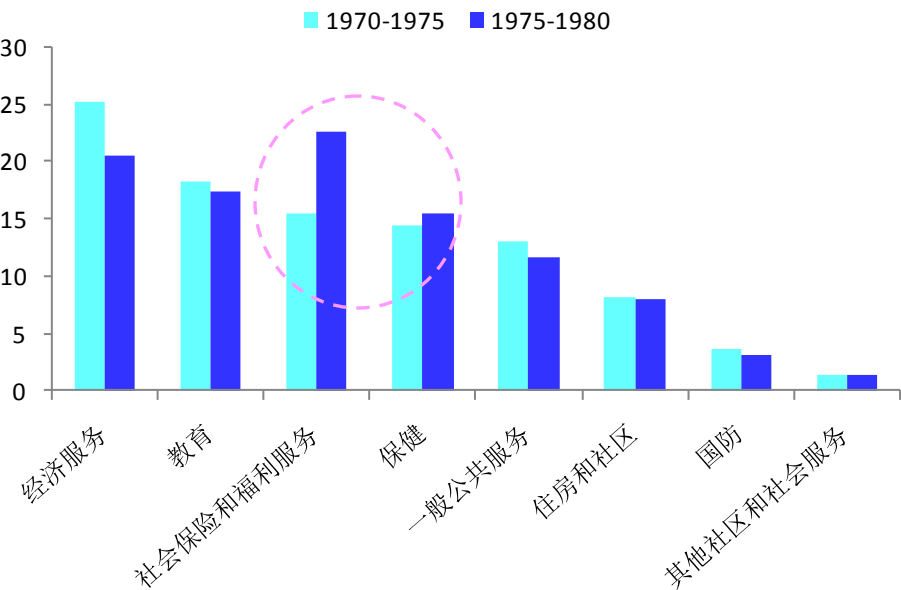


图 1.23：社会保险和福利服务、保健支出增加



社会保障体系建设。60 年代，日本建立了独立于社会援助体系以外的，包括全体社会成员在内的医疗保险和养老金体系。1973 年，整个社会保障体系有了实质性提高，至此，日本的社会保障体系被认为已和西方国家相提并论，因此，人们常称 1973 年为“福利国家的新年”。

图 1.24: 社会保险支出占国民收入比例

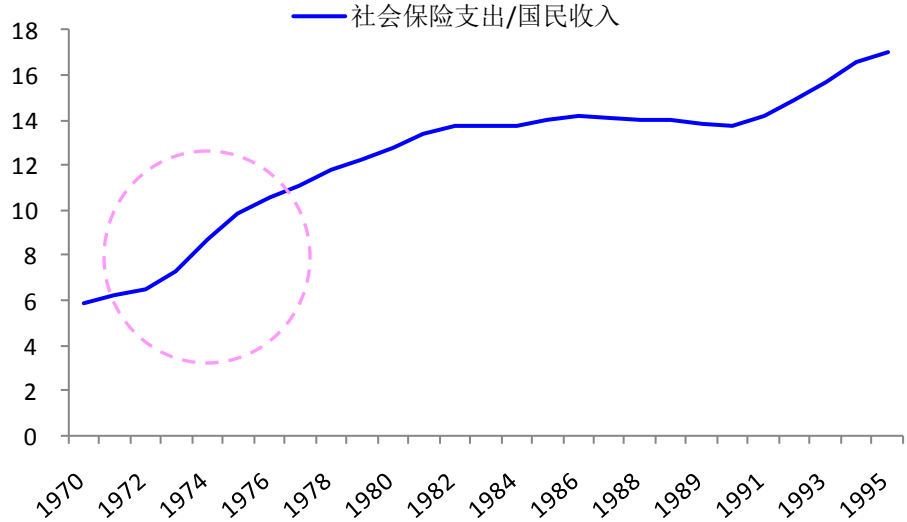
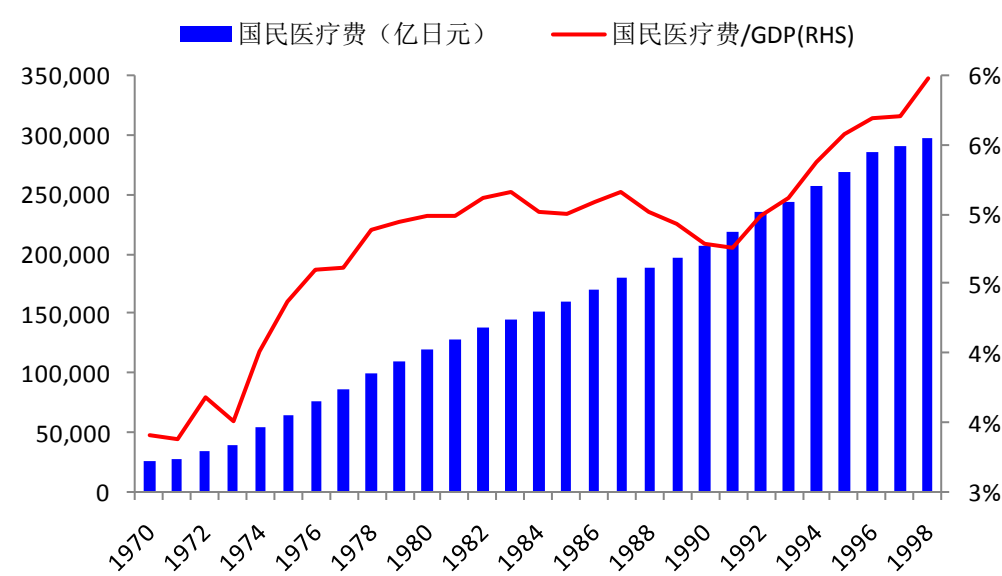
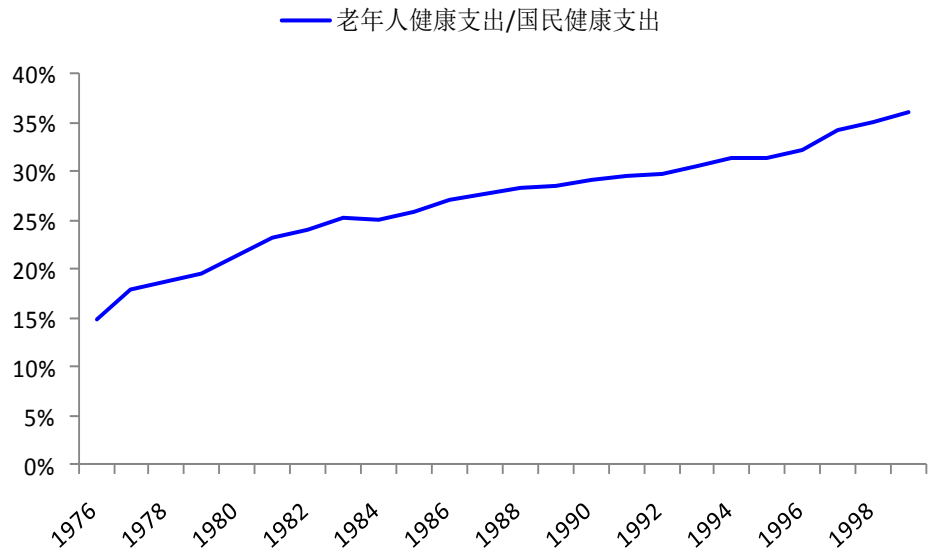


图 1.25: 国民健康支出 70 年代上涨 4.8 倍



日本社会保障支出的主要财政来源是社会保障缴款，而不是税收，其构成大致分为三部分：（1）雇员出资；（2）雇主出资；（3）来自税收收入的国家补助。这在相当程度上减轻了财政负担。

图 1.26: 伴随人口老年化, 老年人健康支出占比不断扩大



节能减排, 经济结构调整。日本在节能方面自 1973 年以来一直进行不懈的努力, 通过实施“先导产品制度”等措施, 设备的耗能控制技术得到了大幅度的提升, 众多的节能产品不断推向市场, 通过实行各类节能政策, 日本单位的 GDP 的一次能源消耗量为全球最低。

日本在推动节能环保事业的发展上有三大要点: 即健全并切实贯彻节能法律法规, 完善有利于节能的基础设施、积极开展启发普及活动, 制定合理的能源价格本的应对策略是: 经济结构调整、增加能源效率和实施有效的能源政策。

善于反省的日本人在 1974 年度的《环境白皮书》中有以下这样一段表述: “通过此次石油危机, 完全依赖于海外石油供给的我国亲身体会到必须采取一切努力实现能源的有效利用, ——今后我国应该努力的方向就是实现无公害和节能的经济结构, 在环境保护的前提下将能源的有效利用渗透到国民经济的每一个角落, 以少量的能源消耗实现高度的经济社会”。以此为指导, 日本完成了从“贸易立国”到“技术立国”的经济发展阶段转型。单位 GDP 能耗大幅下降, CPI 与石油价格指数关联度也下降。

结果, 日本从 70 年代中到 90 年代的 20 年间, 经济增长达到 122%, 硫化物排放减少 82%, 氮化物排放减少 21%, 日本工业竞争力总体上并没有受损, 一些部门还从中受益 (如汽车工业和污染控制设备部门), 在经合组织中表现最好 (经合组织 1994)。

资本市场对此进行非常正面的回馈, 在 70 年代后期, 美国股市仍然横盘震荡, 但是日本股市 70 年代中期以后走出了持续的大牛市, 一直到 1990 年泡沫破灭。

图 1.27: 日本能耗占 GDP 比例不断下降

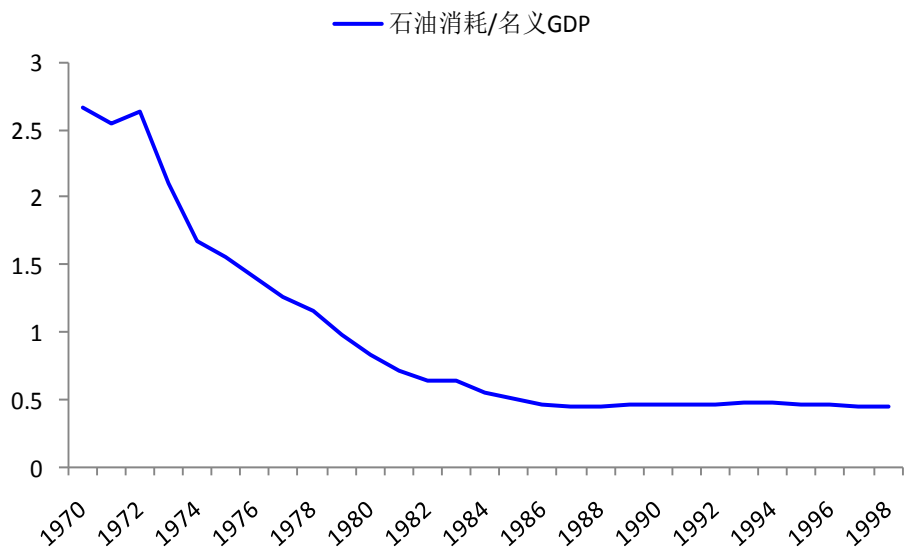


图 1.28: 日本 CPI 与油价关联度下降，第二次石油危机影响甚微

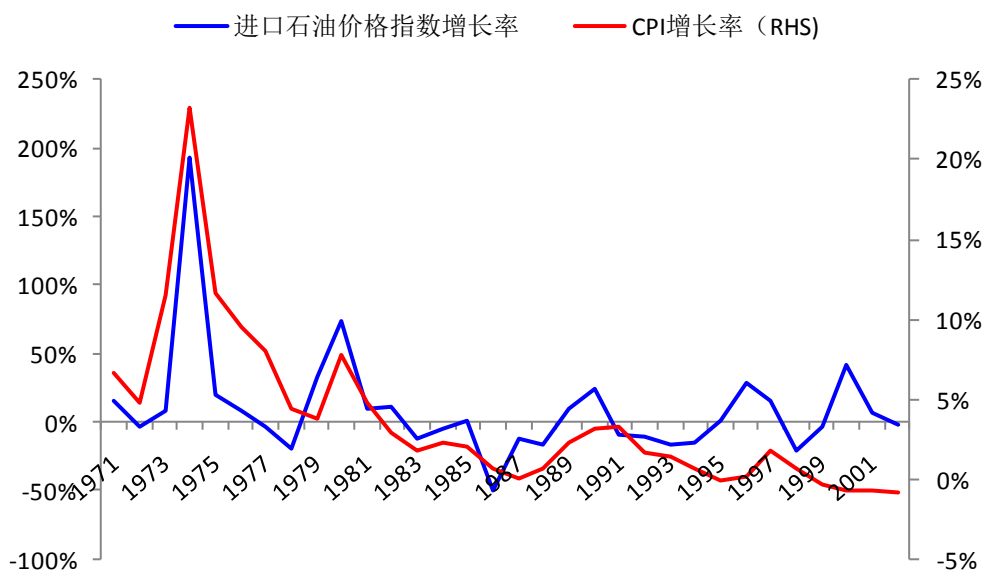
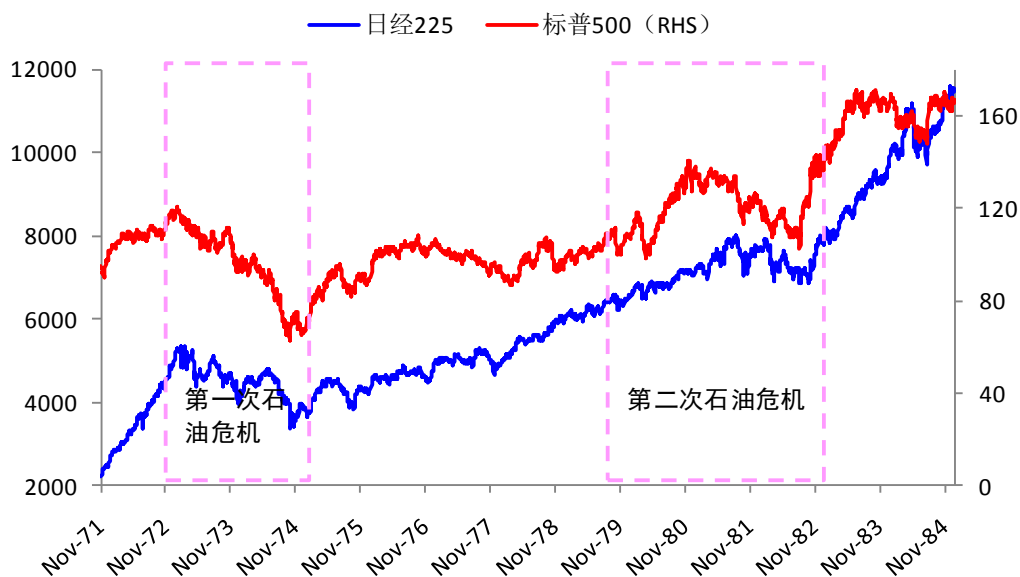


图 1.29: 日美股市对比（70 年-84 年）



从日本 70 年代的经验，中国可以借鉴很多。实际证明改革开放以来，中国政府主导的制度变迁取得了重大成果。但是，片面追求增长的做法，已经遭遇巨大挑战，主要体现在：

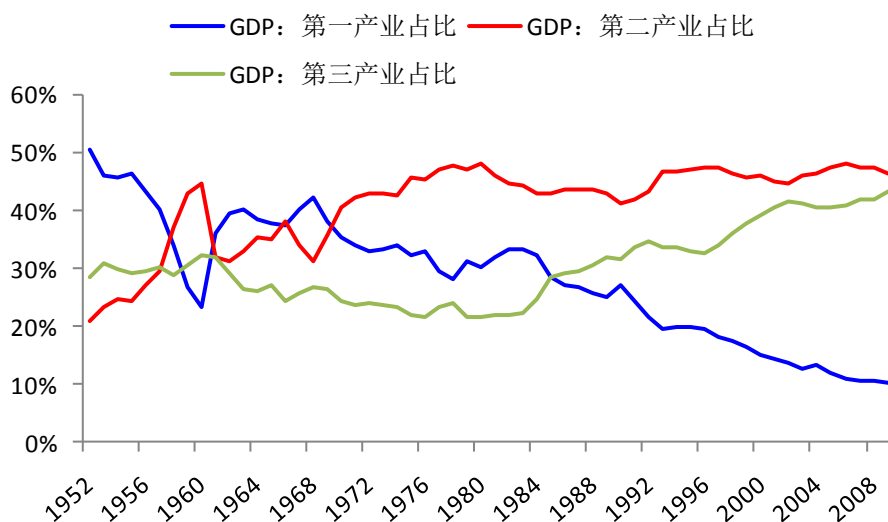
（1）虽然能源消耗增速已经快速下降，但资源瓶颈日益突出，生态环境破坏严重。05 年以来，一系列节能减排措施使得中国能源消耗增速已经大幅降低。但是，问题依然严峻。2007 年，中国 GDP 约占世界 GDP 总量的 6%，而主要资源消耗占比远远超过上述 GDP 比例。同时，中国环境破坏严重，每年因城市大气污染而造成的呼吸系统门诊病例 35 万人，急诊病例 680 万人，大气污染造成的环境与健康损失占中国 GDP 的 7%，全国超过三分之二的河流被污染；沙漠离北京越来越近；黄河和长江流域的土壤不断流失。在山西，一个以煤炭采掘为主的省份，环境恶化引发的冲突不亚于一场“环境战”。很多环境退化，如沙漠化、水土流失和地下水的污染，并不是暂时的，而是永久性的。资源和环境瓶颈已成为中国进一步发展的主要阻力。

表 1.10：2008 年我国资源消耗量占世界总消耗量的比重 (%)

原油	天然气	原煤	钢铁	氧化铝	水泥
9.5	2.7	42.5	38.4	36	50

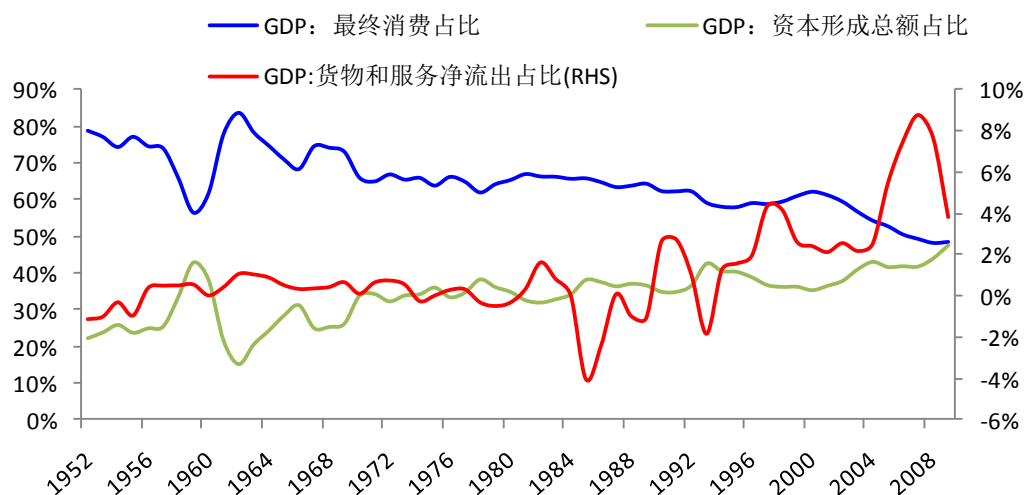
（2）产业结构失衡，服务业发展相对滞后，增大就业难度。

图 1.30：中国三次产业占比变化



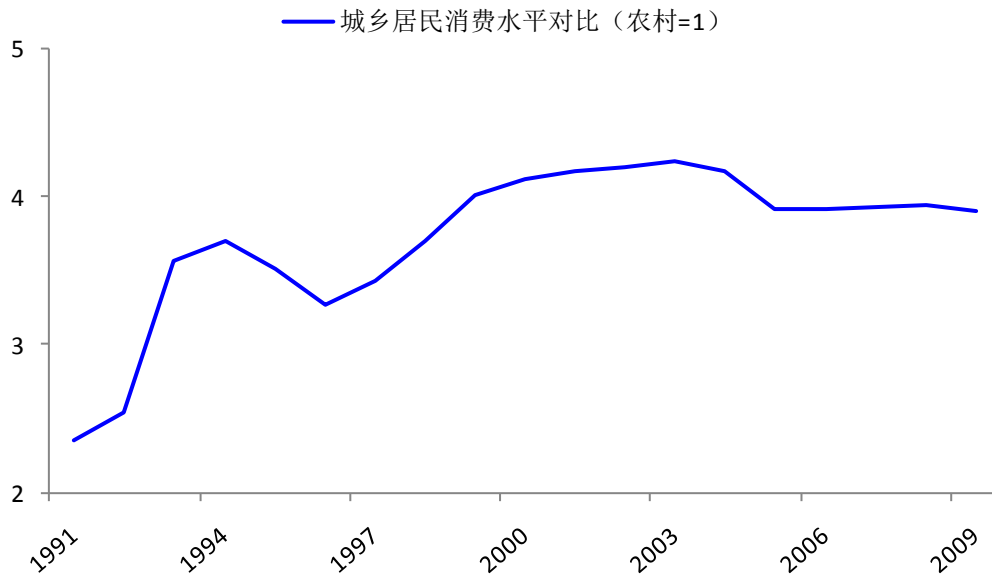
(3) 经济结构失衡，居民消费占比过低。中国居民消费占比过低（比印度还低），这使得中国经济波动往往十分剧烈，这和国民收入中劳动者收入占比下降密不可分。中国消费增速较为平稳的症结在于：一是收入分配不均。中国基尼系数达到 0.46，属于收入分配非常不均的阶段。据统计，我国城市人口中 20% 属于高收入者，他们拥有金融资产（不包括房地产）的 66.4%，而 20% 的穷人只拥有 1.3% 的金融资产，中国城市中 3 亿人的零售品消费总额是剩余 10 亿人消费总额的 2.2 倍。二是支出以及支出预期很大。不仅是医疗、教育等支出，更重要的是城镇房地产价格居高不下，高昂的购房费用并不统计入居民消费，也极大地抑制了消费热情。

图 1.31：居民消费占比不断下降，投资占比不断上升



(4) 收入结构失衡，贫富差距扩大，不仅体现在城乡、地区差异扩大，而且城镇居民之间收入差距也很大。

图 1.32：城乡消费水平对比



中国中央政府对此有充分认识，也希望通过“科学发展”和“和谐社会”来改变以经济增长为单一目标的增长模式为关注人类发展各方面的多目标发展模式。尽管取得一些成果，不过，政府体制执行动力并不足，或许，只有“危机”推动，政府在执行新发展观上才会有根本性的改变。

对制度变迁感兴趣的读者可以进一步参考以下资料：

诺思的制度经济学三部曲均值得阅读，非常经典：《经济史中的结构与变迁》、《制度、制度变迁与经济绩效》、《西方世界的兴起》。

关于中国的三本书值得阅读：《伟大的中国经济转型》、《激荡三十年》、《中国历代政治得失》。

其中《伟大的中国经济转型》是 45 位中国经济专家从 20 个不同领域展示了中国如何将政治制度、产业发展、全球化、区域资源配置和局部改革等错综复杂的因素结合起来，解释中国高速经济增长和制度缺陷并存的原因；揭示制度因素是中国高速经济增长的起因，并将促使增长不断拓展；深入剖析中国制造业实力和科研实力的崛起以及它们的发展现状；探讨中国财政、司法和金融机构等方面的发展成果和不足之处。

《激荡三十年》是从微观的角度研究中国过去三十年的企业史，和作者另外一本书《大败局》相比，本书采用了编年体的叙述方式，顺序是国际国内宏观环境—多个企业在本年的经历，用简洁的语言穿插评论，表达了作者对社会变革的深刻思考。

《中国历代政治得失》是钱穆的代表作，该书完整揭示了中国的政府组织，考试，赋税和兵役制度如何与当时的社会环境相配合，并逐渐演化的过程。

本章其他值得阅读的书有：

《枪炮、病菌与钢铁》，《崩溃—人类社会如何选择兴亡成败》。同一个作者的两本书，前者讲述了地理环境对人类获取粮食和组织社会结构的决定性作用，从而影响了文明发展的进程，而后者讲述了当历史上的人类社会遭遇到赖以生存的环境的崩溃之时，是如何做出努力成功(或失败)地扭转这种趋势。

《探索经济繁荣》，该书都是些知名经济学家从比较制度方面探讨不同国家经济增长崩溃的主要成因，由于经济金融已然够复杂，再加上人文，制度，宗教，种族，历史等等因素，让人感觉，即使学识再丰富，再博学也有盲人摸象的感觉。

《下一轮全球趋势》、在这本书中，美国商务部前副部长罗伯特·夏皮罗为我们展望了三股力量——全球化、人口老龄化及美国作为单一超级强权的迅速崛起——造成的具有非凡意义的重大变化。

《社会变迁》，社会学的经典著作，但是指望从一本书就能读懂社会变迁则不太可能，只能了解基本概念和基本驱动因素。

《制高点—重建现代世界的政府与市场之争》，它的主题是政府和市场之间的适宜边界，研究背景是上世纪 80 年代初全球社会转型的一本书。不过本书满足于对现象的描绘，而缺乏对事物本质的分析，由于未能掌握第一手的材料以至除了某些叙述不够确切等具体问题之外，最后果要的批评意见还在于认为作者过多地强调了市场的优点，而对市场带来的问题则往往语焉不详。

《经济增长（韦尔）》，算是探索经济增长驱动因素的一本不算难并且非常经典的书。

《后资本主义社会》，德鲁克在本书中展示了他对于社会，政治未来演化方向的分析逻辑，核心是知识成为一种最为重要的生产因素，并且被用于知识的生产。正是在这个逻辑的基础之上，德鲁克才发展出他对于管理的理论。本书对当前世界正在发生的主要变化进行了透彻与深刻的分析，展现了这些变化将如何影响社会、经济、企业和政治。同时，这些分析也解释了我们如何从一个基于资本、土地和劳动力的社会，转向一个以知识作为主要资源、以组织作为基本结构的社会。德鲁克的其他书也值得阅读。

本章认为，人口、技术创新和制度变革是社会发展的主要动力，是资本市场的中长期趋势性背景。本章的概念和下一章的“周期背景”概念是策略投资者所必需思考的两个大局观。