

who & what

新聞事件

美國經濟學家、紐約大學經濟學教授努里爾·魯比尼近日對中國經濟做出驚人預測：中國很可能在2013年經濟遭遇「硬著陸」。無獨有偶，加州大學伯克利分校經濟學教授艾琴格林等三位學者共同預測，中國經濟將在大約2015年觸及「減速帶」。西方經濟學家對中國經濟的盛世危言引發廣泛關注。

對話主角

安信證券首席經濟學家高善文博士

入選理由

高善文先生專注於中國宏觀經濟數據的分析、追蹤與預測，以及對宏觀經濟政策的研判，並以此為基礎分析資本市場所受到的影響。他在中國通貨膨脹形成機制、產能周期波動和資產價格變化等領域積累了比較豐富的經驗和認識，在內地主流財經媒體每年組織中國機構投資者對宏觀經濟分析師（首席經濟學家）的影響力進行主觀投票排名中，自其2003年進入證券行業以來，在迄今累計12次排名之中，9次獲得第一名。本報記者特邀高善文先生，對相關話題做出權威而獨到的評述。

香港商報記者 李穎



西方再起中國經濟危言

高善文：魯比尼藥不對症 四措可防硬著陸

香港商報：美國經濟學家、紐約大學經濟學教授努里爾·魯比尼近日對中國經濟做出驚人預測，稱中國很可能在2013年遭遇「硬著陸」。加州大學伯克利分校的艾琴格林等三位學者亦共同預測中國經濟將在大約2015年觸及「減速帶」。您認為這種情況會發生嗎？您的預測是怎樣的？

高善文：我們在很大程度上同意中國經濟的潛在增速很快就會放緩，傾向於認為未來10年之內的某個時候經濟會經歷顯著的減速，比如在2015年前後經歷3個百分點以上的增速下降，我們擔心和認真關注這一減速可能對經濟社會帶來的衝擊。

我們的理由與他們的判斷有一些相近，但不完全相同。比如我們認為劉易斯拐點的跨越、人口紅利的降低與消失將會對中國經濟潛在增速構成負面影響；我們認為過去10年中國經歷的異常高速的資本積累看起來也很難維持，同時資本積累對未來經濟增長的邊際貢獻長期來看也可能會下降。

艾琴格林等人的研究認為，全要素生產率貢獻的下降是經濟減速的主要原因。就中國的情況而言，我們猜測過去30年全要素生產率的進步有一些體制變革的原因，例如國有部門的民營化改革等，也有一些低收入帶來的模仿和追趕效應的原因。我們認為，透過進一步推動體制改革來維持全要素生產率的貢獻，在未來看

潛在增速很快會放緩

2013 硬著陸風險值得關注

起來越來越不現實，並且隨著收入水平的提高，透過模仿和追趕效應帶來的全要素生產率的進步也注定會放緩，但後者的轉捩點將在何時發生，是否成為2015年前後經濟減速的主要來源，仍然是值得推敲的。

就2013年中國的硬著陸風險而言，從周期的意義上看，我們同意這一風險值得關注，但其立論基礎有些差異。

未來通脹風險遠超通縮

香港商報：相關經濟學家對這些預測給出了他們的理由。魯比尼認為，在中短期間影響中國經濟穩定的潛在衝突性因素包括過剩產能導致通縮，一旦不斷增加的固定投資不可持續時，2013年中國經濟可能嚴重放緩。但包括艾琴格林在內的三位經濟學家認為，不斷上升的通脹是經濟減速最重要的因素之一。兩者對於中國經濟減速相同結論背後的原因卻是相反的，請問您如何看待這一問題？

高善文：我們認為，2015年之前中國發生通貨膨脹的風險明顯超過通貨緊縮的風險。通貨膨脹波動中樞看起來在未來3-5年之內很可能向上抬升，這反映著劉易斯拐點的轉折和人口

紅利正在減少的事實，暗示著經濟潛在增速將逐步下行的趨勢，也在一定程度上與全球大宗商品和農產品價格的高位波動相互糾纏，並可能因為經濟周期性的爬升或其他需求衝擊而加劇。

在這一背景下，房地產泡沫、地方政府融資平台的支付壓力與宏觀經濟政策失誤風險構成了我們最關注的不確定因素。

魯比尼教授擔憂高投資可能導致中國未來的產能過剩和通貨緊縮，這無疑是居安思危的逆耳忠言。然而仔細地研究中國的歷史數據顯示，這方面的實際情況可能要更複雜一些。

例如，在過去10年（2002-2011年）的這輪經濟周期中，固定資本形成對GDP的佔比要顯著高於1992-2001年那輪經濟周期，但就產能過剩和通貨緊縮的壓力而言，1990年代後期的情況顯然要嚴重得多，這透過對比兩輪周期後段銀行資產品質的惡化幅度就可窺見一斑。

在我們看來，造成這種差異的關鍵原因是經濟的民營化和金融體系的市場化改革初見成效，這顯著改善了私人部門儲蓄資源的配置效率。換句話說，投資的多少也許並不重要，更加重要的是誰來投資，他是否對結果承擔責任？

由於這些方面的考慮，我們認為2013年前後中國經濟面臨的風險更多來自於周期性因素以及潛在增長率放緩的壓力；我們並不非常擔心所謂過度投資、產能過剩和通貨緊縮問題。

人物檔案

高善文

1988年考入北京大學，就讀於電子學系，1992年本科畢業，並獲理學學士學位；同年考入北京大學經濟學院國民經濟管理系（即現在北京大學光華管理學院的前身），學習宏觀經濟分析專業，1995年畢業，並獲經濟學碩士學位；1999年在職進入中國人民銀行研究生部國際金融專業就讀，並於2005年獲經濟學博士學位；2000年底-2002年底，受所在單位派遣赴日本學習和進修，並獲日本國立政策研究大學院公共政策碩士學位。

自1995年起先後在中國人民銀行總行辦公廳和國務院發展研究中心金融研究所工作；2003年7月進入光大證券研究所，擔任首席經濟學家；2007年5月轉入安信證券股份有限公司，擔任首席經濟學家。

匯率利率非經濟亂象根源

香港商報：魯比尼還提到了中國的負利率和匯率問題。他表示，中國目前執行的低存款利率，實際上是讓普通百姓掏腰包補貼國有企業，卻降低了家庭對進口商品的購買力。此外，中國的工資水平過低，工資增幅遠低於生產力增速。這些因素都將制約中國經濟的增長。這些情況似乎在中國確實存在，您認為這些情況會導致他所說的減速結果嗎？

高善文：過去十年至少在製造業領域，中國城市職工工資增幅低於經濟產出增幅的情況相當引人注目，在廣泛的討論中，低利率、低匯率等是常被提及的原因。我們對於這樣的看法抱有比較大的懷疑和保留，並傾向於認為經濟的結構變遷可能是其中更為基本和主導性的力量；我們同時認為這樣的結構變遷可能正在結束。

最關鍵的證據是，在過去10年，和歷史情況相比，中國企業盈利能力的提升與固定資本形成佔比的爬高是同時發生的。如果是低利率等扭曲性的政策導致了高投資，那麼顯然資本的回報率應該會下降，但各種口徑和指標計算的投資回報都呈現了顯著的改善，這暗示經濟對投資需求的上升應該是更重要的影響因素。

那麼，為什麼經濟對投資的需求會經歷系統性的上升呢？在我們看來主要是由於重工業化，這又與經濟發展水平和階段以及上世紀90年代後期住房市場的私有化變革密切相關。

所以問題的關鍵不是工資水平過低（過去10年工資的平均漲幅在歷史上並不遜色），而是經濟對資本積累的需求太大，從而需要透過比較高的資本回報率來維持這一平衡。因此這一結果實際上在過去促進而非壓制了中國經濟的成長。目前來看中國的重工業化過程可能正在接近尾聲。

就匯率問題而言，我們同意人為扭曲和相對低估的匯率可能使得經濟將更多資源轉向可貿易品生產，並抑制了對進口品的需求和消費，這無疑導致了本土消費品對進口消費品的替代，但這是否會導致一個不同尋常的低消費傾向，是相當存疑的。

另外很多人從貿易盈餘的角度，來說明匯率低估，這種看法當然有道理，但問題在於其低估和完全忽視了中國貿易盈餘的周期性。實際上，歷史模式和大量的交叉數據都顯示中國貿易盈餘波動的大部分來自於中國經濟的周期性波動，而不是匯率等結構性因素。

所以，我們並不認為利率和匯率方面的問題是中國經濟亂象的根源，也不太認同這會成為導致經濟減速的主要力量，但我們仍然同意這樣的看法，即過度扭曲的匯率與認為壓低的利率會帶來廣泛的、長期來看相當負面的扭曲，需要政府採取必要的政策行動和體制變革來糾正。

投資率過高局面料將修正

香港商報：魯比尼對中國「十二五」規劃也有評述，他認為中國希望能夠在此期間調整經濟長期增長的模式，但從目前公布的計劃來看，增長的很大一部分可能仍然要靠投資來實現。在您看來，實際情況是否真如他所料？

高善文：我們同意中國在未來5年中投資仍然會維持在相當高的水平，這與政府的政策有一定關聯，但來自需求的力量可能更加基本，同時經濟周期性爬升的力量看起來也會起作用。我們相信政府在鼓勵消費等方面仍然可以做得更多，但我們同時認為這些即將轉變，看起來資本形成過高的局面在「十二五」的末期可能會轉入系統性的修正過程。

須重視人口因素與金融穩定

香港商報：艾琴格林等三位經濟學家近日發布的研究報告表明，中國經濟的減速或許很快就會到來。他們的依據除了長期低估的匯率，還有老齡人口的增加、消費佔GDP比重過低等因素。此外，還有一些中國特有的減速風險需要考慮，包括金融的不穩定性、日益擴大的不平等加劇社會動盪等。您對此看法如何？

高善文：他們研究的核心思想是隨著人均收入水平的提高，經濟的增長需要從模仿轉向創造，這自然會帶來經濟的減速，這種想法無疑是相當樸素和符合直覺的。在這樣的基礎上，

在實證研究過程中，面對大量不同國家的橫截面數據，他們使用了一些基於常識和猜測的控制性變量，包括匯率低估、消費佔比等。

對於這些控制變量的經濟合理性及結果的恰當解讀，實際上需要相當謹慎。例如即使文章作者本人也對匯率變量的解讀留有很多餘地。

我們同意人口老齡化以及低端勞動力的迅速減少對中國經濟是個相當不利的因素，也關注與房地產泡沫和地方融資平台等因素相聯繫的金融穩定風險，並認同日益擴大的不平等加劇了社會不穩定的風險，但我們對人口因素和金融穩定的風險更加重視。

香港商報：三位經濟學家的研究報告亦表示，一系更扭曲的商品價格導致對非貿易有利產品的貿易生產，從而導致了一個不尋常的低消費份額。國有企業的鬆散治理降低了投資分紅的壓力，使得投資往往成為一種補貼行為。而社會安全網絡的缺失以及發展良好的國內金融市場往往鼓勵家庭的預防性儲蓄。這表明中國政策有餘地緩衝經濟突然減緩的打擊。對此您有何評述？

高善文：將中國消費佔比過低部分地歸結於預防性儲蓄和社會保障體系，是相當符合直覺的解釋，麻煩在於：過去10年中國社會保障體系總體上不斷改善，但消費佔比同期顯著下降，這至少說明其他抑制消費的力量更為基本。就此而言，政策的影響力就不宜高估。

魯比尼藥方看上去很美

四措求解中國經濟難題

香港商報：為了避免中國經濟出現「硬著陸」，魯比尼針對中國經濟開出的藥方是，減少投資刺激消費。此外，為了增加居民收入，中國應該加快匯率改革速度、實行利率自由化、大幅增加工資和解除戶口限制等。對此國內有聲音指這是一種西方國家慣用的陰謀論，對此您如何看待？

高善文：實際上，這是絕大多數國外經濟學家給中國經濟開出的標準藥方，符合現代經濟理論的基本思想，在國內也得到比較多的認同。想一想，會有多少人反對增加工資、提高消費、擴大居民收入這樣美好的政策呢？

真正的困難在於操作。這些政策建議都很美好，但在具體政策實踐中缺乏可操作性，因此與其說它是政策建議，不如說它是政策目標。

我們知道，很多經濟學家長期以來也鼓勵日本和德國人擴大消費，日德兩國的匯率和利率相當自由化，也沒有戶口限制，但擴大消費仍然效果不彰，可見說來容易做來難。

我想抱著陰謀論的想法來看待學者的政策建議，除了說明自己不自信，沒有其他的意義；抱著解決問題的態度看待學者的政策建議，通常會發現他們只是看上去很美，最後，還是需要政府自己想辦法。

香港商報：中國經濟是否存在著西方經濟學家不曾看到的潛在的有利因素？或者說，中國能否成功地將種種不利因素轉換成有利因素？

高善文：中國政府持有巨額的高流動性的外匯儲備、持有大量具有良好盈利能力的國有企業和銀行，持有全國範圍的土地、擁有強大的行政動員與控制能力，這些可能是一些沒有被充分重視的有利因素。

香港商報：請您也給中國經濟開個藥方？

高善文：我的建議有四條。一是刺激性的財政政策要早日退出，並抓緊消除由此對政府資產負債表帶來的潛在損害；

二是要將總量政策的重心切實從追求增長轉向控制通脹，提高中央銀行的獨立

性，提高總量政策的前瞻性，儘量避免嚴重的經濟政策失誤；

三是加快推進金融市場化，切實推進經濟自由化；

四是高度重視宏觀審慎性監管，充分警惕未來可能的經濟波動對金融穩定的衝擊。

香港商報：三位經濟學家研究報告提到，存在一種普遍的假設，即中國仍將保持快速的增長，中國有可能避免中等收入陷阱並躍升到中高收入國家。但是，上世紀下半葉，只有非常少的國家完成了這種轉型，而大部分的國家，比如拉美國家，仍然掙扎在擺脫中等收入陷阱的路上。鑒於中國的巨大規模和一系列結構性問題的挑戰，實現這一轉變任重而道遠。在您看來，中國如何能夠穿越中等收入陷阱？

高善文：這一問題目前關注很多，意見分散。中國要在達到中等收入水平以後繼續維持一定水平的增長，我個人的看法是要做到三句話，即「政治上克服民粹主義傾向、經濟上克服裙帶主義傾向、貿易上克服保護主義傾向」。