

一个投行经济学家的 2014

■ 胡伟俊 麦格理集团中国首席经济学家

刚刚过去的 2014 年，对于中国市场的参与者，无疑是难忘的一年。因为在这一年，虽然经济仍和过去几年一样波澜不惊，但不论是股票、商品还是债券市场，都走出了波澜壮阔的大行情。对于每一个中国经济的观察者，2014 年也提供了新的思考素材，挑战着原有的思考框架。这就是一个大时代的特点，一切都变化得那么迅速。原来常用的数据可能已经过时，原来依赖的逻辑可能正在失效，一个为市场服务的宏观研究者，就是要不停去发现新的数据和新的逻辑。

我在一家外资投行工作，深刻地感受到海外投资者对中国的迅速成长，既担心又憧憬。担心主要在于中国经济急速放缓的风险。这么多年来，“中国崩溃论”在海外始终大有市场。原因一方面在于中国高速发展的的特点，将许多国家 100 年发生的事压缩在很短的时间内完成，这一点使得许多在低经济增长环境下成长起来的人很不适应。另一方面，中国的经济数据也面临不透明和关键变量缺失的特点，导致悲观的看法很难得到有效的反驳。

在和海外投资者开会的时候，我通常要把许多时间花在三大问题上：地产，影子银行和债务(包括地方债和企业债)。一方面，我能够理解海外投资者的担心。以房地产为例：中国目前确实有 5000 万套左右居民住宅在建，无怪乎当在中国旅行的时候，到处都可以看到在建或者空置的房子。但是这是不是说明中国房屋已经严重供给过剩了呢？乐观者可以反驳说，中国虽然局部面临房屋过剩，但作为一个整体房屋仍然供不应求。过去每次中国放松房贷和调控政策，房价就迅速反弹，就是最好的

对于每一个中国经济的观察者，2014 年也提供了新的思考素材，挑战着原有的思考框架。这就是一个大时代的特点，一切都变化得那么迅速。原来常用的数据可能已经过时，原来依赖的逻辑可能正在失效，一个为市场服务的宏观研究者，就是要不停去发现新的数据和新的逻辑。

例子。这个时候，解决双方争议，最有说服力的只有权威的官方数据，比如城市房屋空置率或者可靠的住房存量。可惜的是，这些数据似乎都不存在，这就导致了辩论双方自说自话，意见难以统一。

影子银行和债务积累是另外的争论焦点，原因在于这些领域正是西方投资者的痛处。2008 年在美国发生随后波及全球的金融危机，归根结底有三个源头。首先是高速上涨的房地产价格，其次是高度相联的影子银行体系，第三是高企的家庭债务。一旦房价升势逆转，依托于房价的信用衍生品的价值便开始下跌。由于这些衍生品在影子银行体系中广泛被用作抵押品，其价值的下跌便导致了影子银行体系出现不稳，最终引发资产价格的普遍下跌。面对危机发生后的财富缩水，居民部门便产生了强烈的提高储蓄降低债务的需求，这也是事隔七年西方经济尚未完全复苏的主要原

因。和 1930 年代的大萧条一样，这些事件对于研究者和投资者都可以说刻骨铭心，对于西方主流的宏观分析框架产生了深刻的影响，像杠杆周期、明斯基时刻这些危机前知者甚少的词汇，都慢慢变成了主流的经济分析话语。

因此，毫不奇怪，债务和影子银行也成为西方投资者关注中国的焦点。中国会不会出现雷曼时刻？中国的地方平台债或者公司债，会不会出现大幅违约潮从而导致金融体系的崩溃？中国迅速上升的整体债务水平，会不会导致下一波金融危机？在我看来，这种将中国和西方简单类比的作法，并不准确。

关键在于，中国的金融体系并非完全是市场经济。国有主导的金融体系以及政府的隐性担保，导致国有企业和地方融资平台在获得融资方面处于优势。这就好像政府左手欠右手，虽然债务数字表面可以很高，贷款企业也完全可以资不抵债，但只要银行不断能为这些贷款方提供融资，这个系统仍然能够运行下去。同时，只要居民相信银行的偿付能力，即使银行出现了资不抵债，也不会出现银行挤兑。最后，由于目前中国的资本跨境流动并非完全自由，因此中国政府对于国内资金供应的控制能力很强。即使出现整个经济流动性的风险，政府也可以很快要求银行加大融资规模以满足流动性的短缺。

当然，这么做不是没有成本的。这里最大成本，在于资本的浪费和错配。换言之，资本没有被配置到回报最高的地方。从长远来说，这将降低中国经济的潜在增长水平。特别是，中国的民营经济由于受到包括融资在内的种种约束，始终没有发展到其应有的高度。这就导致中国的民间经济始终难以挑起拉动经济的重任。而基建和地产通过这个体系中得到了大量的资

本，因此这两方面的投资在中国经济中就扮演了重要的作用。事实上，这个体系是自我强化的：由于政府对稳定赋予了很高的权重，就导致了不得不年复一年依赖于基建和地产投资的增长，因为一旦这两方面的投资放慢，民间投资很难一下子顶的上来，经济就会面临失速的风险。如何走出现存的金融困局，并且尽可能最小化转型过程中的冲击，在我看来，是中国经济接下来几年面对的不得不面对的挑战。

当然，这几年中国金融体系上也形成了一套“双轨制”，也就是由银行和影子银行同时配置来配置资本，当然银行吸收资金采取的是受管制的利率，影子银行则采用市场化的利率。2014 年之前，影子银行的利率不断上行，导致资金不断流出股市，导致中国股市大幅跑输美国市场。我甚至觉得，海外对中国如此悲观的一大原因，是从价格来倒推基本面，从而为表现低迷的中国股票价格提供一种解释。事实上，做空中国并不需要中国经济真正硬着陆，这里只是在交易一种概率，只要中国市场下跌，做空者就能赚钱。过去几年中国市场的低迷，也给了“中国崩溃论者”最好的土壤。因此，对于“中国崩溃论”最好的反击，是深化改革，并且降低融资成本，从而提振中国的资产价格，这样的话，“中国崩溃论”就不会不攻自破。

虽然有种种的挑战，但全球投资者对于中国的兴趣也日益上升。作为投行的中国经济学家，最重要的工作就是和投资人沟通关于中国经济的看法。一方面是因为中国经济体量的不断上升，使得中国对于全球经济而言的影响力越来越大。即使是不投资中国的人，也不能不关注中国，因为来自中国的需求会影响他周围的物价、房价乃至工作。另一方面，由于中国的资本账户尚未完全开放，因此中国境内的利率

仍高于海外市场的利率，这也增加投资中国的吸引力。当然，在和海内外投资者的沟通中，我也能很明显地感受到两边投资文化的不同。国内投资者显然对主题投资和市场情绪更加重视，而海外投资者则更偏重公司本身的质地以及全球的资本流动。这也许是因为国内投资者主要投资单一市场，而海外投资者很多都是在全球配置资本，因此他们必须使用同一套语言去看所有市场。

话说回来，中国经济也越来越受到全球经济的影响。比如说，去年 A 股市场最热门的词汇，大概是无风险利率下行。但利率下行在去年是一个全球的现象，不管是美国国债利率还是德国国债利率，在 2014 年全部都出乎意料地下行；又比如中国去年的通胀远远低于预期，这又是一个全球的现象；美国，欧洲和日本都遇到了相似的问题。再比如去年人民币汇率相对于美元贬值，恐怕主要原因在于美元太强而不是人民币太弱，而强美元主要是由于发达国家内部货币政策分化导致的。国际因素对于中国香港市场尤其重要，因为和内地市场主要受到国内的流动性影响不同，中国香港市场主要受到全球资本流动的影响。事实上，流动性情况的不同正是最近几个月 A 股大幅跑赢港股的最大原因。要看懂甚至预测这些现象，就不得不思考全球而不仅是中国经济背后运行的逻辑。反之，由于中国经济体量越来越大，不理解中国经济的运行，也很难真正理解全球经济的运行。

看得更远一些，回看过去 21 世纪最初的十几年，什么是对全球经济影响最大的事件？在我看来，应该是 2001 年中国加入 WTO，这直接导致中国的劳动力市场通过贸易的渠道进入了全球劳动力市场。

(下转 02 版)



● 冯兰瑞



● 江春泽



● 孙祁祥



● 朱玲



● 李善同

盘点我国的女经济学家群体 她们撑起经济学界的半边天

■ 白卫星 《经济学家周报》副主编

在“三八妇女节”来临之际，我想到了女经济学家。在经济学界，成功的女性不多。从国际上看，诺贝尔经济学奖得主中至今只有一位女性，就是 2009 年度诺奖得主——美国印第安纳州大学经济学教授茱莉诺·奥斯特罗姆。从国内看，就我所知道的，也是寥寥可数。我想，这个现象可能与与女性家庭负担较重及社会普遍的性别歧视等有关。尽管女经济学家寥若晨星，但她们以更多体现人文关怀的学术成就撑起了经济学界的半边天。

在经济学界影响最大、学术成就最成功的女性，无疑是冯兰瑞先生。冯兰瑞先生今年已经 95 岁，贵阳人。她是一个老革命干部，是社会活动家。她早年求学于贵阳达德学校，1938 年入党，1940 年赴延安，先后在青年工作委员会和中央研究院文艺研究室工作，后考入中央军委编译局主办的外语学校英文队学习。1954 年进入中共中央党校师资部专修政治经济学专业。历任上海《青年报》社长兼总编辑、《中国青年报》编委兼文教学生部主任、哈尔滨工业大学党委宣传部部长兼马列教研室主任、黑龙江省经济研究所副所长、黑龙江省统计局副局长、国务院政治研究室研究人员、中国社会科学院马列主义毛泽东思想研究所副所长兼党委书记、中国经济学团体联合会执行主席、《经济

冯兰瑞、江春泽、江小涓、孙祁祥、朱玲……她们的名字构成了中国女经济学家群体的骨干力量，尽管群体不大，但她们的声音举足轻重，她们的力量不可等闲视之，是经济学界的铿锵玫瑰，是她们撑起了经济学界的半边天。

周报》社长。主要著作有《劳动报酬和劳动就业》、《按劳分配、工资、就业》、《论中国劳动力市场》等。

改革开放以后，我国城镇待业问题逐渐暴露，为了研究体制改革和劳动就业问题，冯兰瑞先生到全国各地进行调查研究，收集了大量的资料，完成了很多关于劳动就业问题的文章，她系统阐述了在劳动就业问题上的观点，是国内最早研究我国劳动就业理论并卓有成就的经济学家。1980 年，她发表《劳动就业问题六议》等研究我国劳动就业的文章，指出我国现阶段不可能消灭失业，提出许多有关劳动就业实际工作的很好建议，突破了社会主义没有就业问题的旧框框；1982 年，她又在《人民日报》发表了题为《要研究社会主义社会的就业理论》的文章，进一步

论述了建立社会主义社会就业理论的必要性。1988 年，冯兰瑞先生率先提出以劳动力的市场配置取代行政配置和劳动力的商品性问题，明确了劳动力的商品性质是又一个重大的理论突破，对社会主义市场经济理论的创立起了重要作用。因为她在经济学领域的卓越成就，冯兰瑞先生被国外誉为“一位成功的中国女士”。

江春泽是享誉学界的著名经济学家。她 1935 年生于安庆，先后在复旦大学、中国人民大学、中国社会科学院、国家体改委等单位工作，现为中国社科院研究生院博士生导师。主要著作有《论工业生产专业化》、《苏联经济统计资料》、《南斯拉夫》、《苏联东欧经济管理体质比较》、《资本主义与社会主义纵横谈》、《世界经济概论》、《社会主义计划》、《比较经济体制学概览》等。

江春泽的最大理论贡献是社会主义与市场经济兼容理论。在《计划与市场在世界范围内争论的历史背景与当代实践》和《比较·选择·前景——苏东国家与我们处理计划与市场问题的不同作法、不同效果》文章中，江春泽针对把计划经济视为社会主义制度根本特征的理论误区，阐明计划与市场只是资源配置的方式，不是区别社会基本经济制度的根本特征。在当时改革面临停滞倒退危险的关键时刻，这两篇文章发挥了明显的实践效果。时任总书记的江泽民同志看后很重视，当即批复：“材料很好，我看了两遍，去辽宁出差也带着”，并批示印发中央领导同

志参阅。可以说，这两篇文章的产生，是江春泽出自经济学家的良知和责任感，甘冒当时政治氛围的压力和风险，运用自己长期的理论思考与实际知识的积累，做出的明确论断，从而对中央领导在改革目标模式的决策上取得共识，起了积极的作用。

江小涓现任国务院副秘书长，是我国经济学界少有的博学多才的女性。江小涓 1981 年毕业于陕西财经学院，先后在中国社会科学院工业经济研究所、国务院研究室工作。2003 年，江小涓被评为“中国十大经济女性年度人物”。那时她的身份是中国社会科学院财贸经济研究所所长。她的主要研究领域有宏观经济、国际经济、产业经济等，主要专著有《中国工业发展与对外经济贸易关系的研究》、《经济转轨时期的产业政策》、《结构调整中的产业升级与发展》、《工业经济学》、《中国企业组织结构变动长期趋势》等。她曾获南方经济科学奖等全国性学术成果奖。2009 年曾入选“影响新中国经济建设的 100 位经济学家”。

现任北京大学经济学院院长的孙祁祥教授，也是一位学术成就突出的女经济学家。她是湖南省长沙市人，1979 年考入兰州大学经济系，1989 年考入北京大学经济学院攻读博士学位，1992 年获得博士学位后留校任教至今。

早在 1987 年，孙祁祥以一篇题为《根本出路在于改革国家所有制形式》的论文开始在经济学界初露锋芒。孙祁祥在文章中提出

了传统的国家所有制形式在理论上是与商品经济对立的，是短缺经济的主要根源，传统的国家所有制改革是政治体制改革成功与否的关键；改革传统的国家所有制不等于改变社会主义的公有制等观点。1993 年《经济研究》刊登的“市场经济与竞争机会的平等”是孙祁祥发表的又一篇颇具影响的学术论文。这篇论文一经发表并由《新华文摘》全文转载，在学术界和社会上引起了重视。当然，孙祁祥的最主要的研究方向是保险金融。去年 6 月，在英国伦敦举行的国际保险学会第 50 周年会上，孙祁祥教授因其杰出的学术成就及对中国保险业的贡献，荣获了 2014 年度约翰·毕克利奖。这个奖是国际保险界的最高奖项，专门用来表彰对保险思想、实务或教育做出卓越贡献的个人，其评奖委员会每年在全球范围内推选出一位获奖人。孙祁祥教授则是首位获此殊荣的中国学者，也是有此奖项以来的唯一女性获奖者。

作为继马寅初、陈岱孙、胡代光等大师级人物之后北大经济学院百余年历史上的第一位女院长，孙祁祥的使命感和责任感，驱使着她更努力勤奋地工作，辛勤耕耘，执着坚守，把北大经济学院的工作推上新台阶。

去年 10 月 25，中国社会科学院学部委员、经济研究所研究员朱玲的专著《减贫与包容：发展经济学研究》等五部论著获得“张培刚发展经济学优秀成果奖”。(下转 02 版)