

# 经济运行的逻辑

资本市场最具影响力的  
宏观经济学家研究思路大起底

全国人大财经委副主任委员、原央行副行长

吴晓灵 作序推荐

中国经济的另类分析框架

高善文



谢平

中国投资有限责任公司  
副总经理

王志浩

渣打银行大中华区  
研究主管

张斌

社科院全球宏观  
经济研究室主任

联合推荐



中国金融四十人论坛书系  
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

# 经济运行的逻辑

高善文◎著



中国人民大学出版社  
·北京·

**图书在版编目 (CIP) 数据**

经济运行的逻辑/高善文著. —北京: 中国人民大学出版社, 2013. 6

(中国金融四十人论坛书系)

ISBN 978-7-300-17344-3

I. ①经… II. ①高… III. ①中国经济—宏观经济分析 IV. ①F123.16

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 075422 号

中国金融四十人论坛书系

**经济运行的逻辑**

高善文 著

Jingji Yunxing de Luoji

---

<b>出版发行</b>	中国人民大学出版社		
<b>社 址</b>	北京中关村大街 31 号	<b>邮政编码</b>	100080
<b>电 话</b>	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
<b>网 址</b>	<a href="http://www.crup.com.cn">http://www.crup.com.cn</a>		
	<a href="http://www.ttrnet.com">http://www.ttrnet.com</a> (人大教研网)		
<b>经 销</b>	新华书店		
<b>印 刷</b>	北京中印联印务有限公司		
<b>规 格</b>	180mm×250mm 16 开本	<b>版 次</b>	2013 年 6 月第 1 版
<b>印 张</b>	12.75 插页 2	<b>印 次</b>	2013 年 6 月第 1 次印刷
<b>字 数</b>	219 000	<b>定 价</b>	49.00 元

---

**版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换**

## 序

宏观经济走势和通货膨胀问题一直是市场关注的重要经济问题。高善文博士所作《经济运行的逻辑》一书，以其深厚的理论功底和务实的数据分析，从独特的视角作出了自己的分析，对经济工作者和关心中国经济的一般读者都有参考价值。

近年来，中国经济经历了一段高速增长的黄金时期，但这期间也伴随着时高时低的通货膨胀。通货膨胀是货币现象还是经济结构变动的反映，还是兼而有之？高博士从实证的角度回顾和总结了货币与通货膨胀在长期的关系。结果显示，总体来说，通货膨胀与货币之间在长期内确实存在相当紧密的联系。进一步的数据处理也表明：对于较低通货膨胀水平的样本而言，这一联系的紧密程度明显减弱；只有在较高通货膨胀水平的样本中，这一联系才比较明显。此外，最近20年以来，货币与通货膨胀的长期紧密联系出现显著下降；在低通货膨胀的样本内，这一联系在统计上似乎很不显著。这些结果凸显了深入理解货币变动与通货膨胀之间传导机理的重要性。

作者的研究表明，自上世纪90年代以来，中国逐步融入全球经济，以生产资料价格为代表的可贸易部门通货膨胀与全球工业品价格的波动相当一致。在开放经济和相对固定的汇率制度下，这个结论是比较自然的。但在过去的研究中，对此的注意和强调却比较缺乏。书中引入全球需求、大宗商品冲击和汇率变化来全面地评估中国生产资料价格的变化。这为理解中国生产资料通货膨胀和工业企业景气提供了一个全球的视角。

中国消费物价指数的波动主要为食品价格所主导，但中国食品价格的波动与工业部门的通货膨胀高度同步，这使得基于作物歉收等细分市场供应冲击的微观解释缺乏说服力。过去有学者提出了农户部门通货膨胀预期的假说，认为农户选择使得

实体经济和食品部门产生互动，但这种假说似乎没有受到应有的重视。本书作者通过精心设计的一系列证据，支持了农户通胀预期理论。这为更为合理地理解和预测中国通货膨胀提供了理论和实证基础。

最近几年农产品价格此起彼伏地上涨引发了社会的广泛关注。书中通过一系列横断面证据的计算，认为这一长期趋势和刘易斯拐点机制相联系。中国农业劳动力的工资自2005年以来出现比较快速和持续的上涨，这推高了农产品的生产成本和市场价格。食品价格平均增速的提高，使得通货膨胀的压力平均较以往更大，这给宏观调控带来了压力和挑战。

书中对通胀的讨论并没有止步于提出自己的分析框架，作者进一步思考中国通胀模式和发达国家的区别，以及这种差别的深层次原因。中国通胀的模式因为中国的可贸易部门在经济中具有非常大的比重，食品价格对通胀影响较大。中国生产资料价格变化的背后主要反映着企业生产能力的余缺和资本存量的多寡，而成熟经济体产品和服务价格变化的背后更多地反映着劳动力市场的松紧和工资增长的快慢。

作者的这些研究为我们进一步理解和治理中国的通货膨胀提供了有益的思考。

中国的宏观经济走势如何也是大家所关心的问题。高博士在这个问题上也为我们提供了不同的分析视角。绝大多数关于中国宏观经济短期运行的分析都将经济波动解读为总需求方面的变化，并进一步通过净出口、投资和消费等支出法的分解来推断其背后的原因。如果总供应是相对稳定的，那么这种做法当然无可厚非。但作者认为对于中国经济，因为中国资本形成的速度并不稳定，使得在一些时候，总供应稳定的假设无法成立，并由此影响基于总需求分析的有效性。作者比较研究了2005—2007年中国经济总量数据，以及对于当时巨额经常账户盈余的解释，普遍地基于总需求的分析框架，可能就存在比较明显的瑕疵。考虑到基于总供应不变框架的局限性，本书发展了基于国际收支平衡去分析总供求变化的框架。其优势在于可以对称地处理总需求和总供应的变化，从而改善分析的有效性。随后根据这一框架，作者讨论了过去十年中国经济的一些重要时期的案例，体现了该框架对中国经济运行的解释能力。

在2005—2007年期间的大部分时间里，在经济增速持续爬升的同时，通货膨胀维持低位，并有所降低，同时经常账户盈余急剧扩大。面对这种局面，大多数分析强调汇率低估和国民储蓄率过高，乃至出口导向的经济增长模式是其背后的主要原因，并预测中国经常账户收支可能长期保持巨额顺差。作者以国际收支框架为基础，结合当时的其他数据，强调这段时期总供应曲线扩张是一系列经济现象背后最根本的原因，并可以预言，随着总供应扩张的放缓，中国经常账户顺差将快速

收窄。

在 2008—2012 年期间，中国经济的总需求经历了一系列冲击，例如 2008 年的全球金融危机，2009 年初的“四万亿”政府刺激计划，房地产泡沫和持续的房地产调控政策，2011 年的通货膨胀和货币政策紧缩等，这对经济内在力量决定的运行趋势形成巨大扰动，也使得金融市场对政府政策呈现前所未有的密切关注。但是，就这五年时间里的情况平均而言，由于内在周期性力量的起伏，经济总供应收缩和经常账户盈余下降的趋势仍然是十分清楚的。作者以国际收支框架为基础，结合这段时期的经济数据，强调尽管 2008 年金融危机以后全球经济和贸易活动增长的放缓对中国经济产生了明显影响，但总供应曲线收缩的影响在整个时期来看可能更为基本。

这提示我们制定宏观经济政策时，除需求管理外，更要注重供应方调整以释放经济活力，提高全要素生产率，为可持续发展和经济平衡提供基础。

经济分析是一项非常复杂的工作，经济运行远比理论假设更为复杂，但我们还是会有基本规律可循。愿我们有更多的经济学家能更深入、务实地研究经济运行，为我们的经济决策奠定坚实的理论基础和实证的基础。经世济民是经济学家的社会责任。



2013 年 3 月 25 日

## 编辑手记

简单的近距离观察是容易的，就好像孩子们出于好奇的天性，常常会蹲在树下消磨半天来观察蚂蚁，看它们忙碌地搬运米粒和枯叶，看它们摇着触角相互打招呼。可是，要观察更为隐秘的蚂蚁世界，了解蚂蚁不为人知的习性，甚至要了解不同种类的蚂蚁的行为特征，却不是小朋友能够胜任的。能保持观察的兴趣直到成年，并且能回答“非洲蚂蚁如何找家”这样问题的，大概可以跻身生物学家行列了。

经济生活又何尝不是如此。从讨价还价、广告促销到招工人、涨工资到存取款……人们具体、感性的生活，构成了社会经济的整个面貌。每个人都可以对中国经济说上几句。可是，如果想深入、再深入地对中国经济进行观察，该怎么做呢？尤其是还要得出有用的结论，好让我们看到忽快忽慢的经济航船将要开向何处。

高善文先生跟我们分享了他的观察经验。

他首先跟读者分享的是他的研究方法。研究方法之所以重要，在于它是作者超强判断性思维能力的基础，有了正确的方法，可以研究“非洲蚂蚁如何找家”，可以研究为什么“诗必穷而后工”，可以研究“光线为什么是可以弯曲的”，当然也可以研究经济运行的逻辑。

感性地表达观点总是容易的，要理性地得出结论却并非易事。在书中，作者向我们展示了一个在各种分析师评比中屡获殊荣的宏观经济学家，如何用最基本的研究方法，用统计局发布的、很多人认为不够准确、不够可信的数据，作出了一系列非常有解释力的预测和判断。他尊重市场，推导和预判有严格的限定，同时，他对得出的结论充满自信，绝不含糊其辞。正如本书标题“经济运行的逻辑”所表达的，作者希望展示给读者的，是一套能够用来分析和评价重要经济问题的思维



方式。

高善文先生曾在许多财经媒体的预测评比中屡获殊荣，他退出评比，又曾引起一片哗然。我邀请他写书，并非完全因为他的声名，更多是因为他对市场分析的一套严密逻辑体系。市场每日变幻，经济航行之旅从不平静，只有拥有独立、独特的判断，才不会随波逐流，被经济浪潮所淹没。

世界的运行也许是简单的，但要窥见这简单的规则，却要花费巨大的努力。以此与各位读者共勉。

曹沁颖

2013年3月



## 前 言

承蒙中国金融四十人论坛的王海明秘书长一再催请，我将过去从事市场研究期间的一些想法进行了整理并结集出版，以供对中国经济和资本市场有一些兴趣的人士参考和批评。

这项工作开始于2011年夏季，原来打算在当年末完成，但竟然拖了一年多才有一些眉目，这当然主要归咎于我的疏懒。此外，这期间家父到京求医越年，随后去世；家人因事赴港盘桓有日；我也意外地开始与升高的血糖水平进行持续对抗。这些变化，都是此前没有估计到的，不免牵扯了许多精力。

也许更加重要的是，这么多年以来从事市场研究，虽然对经济和市场的观察偶然有些一鳞半爪的感悟和心得，但都散落在各种应时的研究报告中，前拉后扯，不成体系。以前曾经将这些报告编撰刊行，事后来看来，在有限的范围内，读者的阅读经验并不好。

部分原因在于这些内容过于零散。此外，时过境迁，报告中许多应时的分析细节和政策评论也不再具有太大的意义。所以遵从王海明秘书长的建议，需要对内容重新编排梳理，并按照逻辑关系区分章节，组织证据，这实在是一项不小的工程。

在这一过程中，我也开始明确地意识到，随着时间的流逝，新的证据在进一步积累，许多以前工作的疏漏也需要补正，这都要花费许多的心力来思考，其结果是否合理，当然有待读者作出判断。

这本书主要包括了以下几个方面的内容：

第一章是关于研究方法层面的一些思考，包括《光线是可以弯曲的》和《我所理解的宏观研究》两篇文章，前者讨论了科学研究的一般步骤，后者讨论了市场分析的哲学基础及其局限。这两篇文章都曾经发表，在行业内也曾经引起一些广泛的

注意和积极的评价。

第二章是关于通货膨胀的一些分析思路，主要讨论了固定汇率安排下一价定律的影响、通货膨胀预期在中国食品价格形成过程中的作用、刘易斯拐点问题等。其中关于一价定律证据的讨论在十多年前曾经引起一些学者和官员的认真留意，而关于刘易斯拐点及其对通货膨胀影响的分析在两年多前也引发了不少争论。

第三章是关于产能变化的主要想法，其特点在于以国际收支平衡分析为入手点，识别来自供应和需求方面的冲击，进而寻求进一步的微观证据，来展开分析和推断。这种想法的优势在于可以同时平衡地对待总供应和总需求两方面的变化，避免将一切观察到的经济波动都主要归结为总需求扰动的偏差，并对理解中国经常账户盈余的波动提供一些不同的、具有一定启发性的分析思路。

以这些证据为基础，在时间方向上看，可以粗略地看到总需求和总供应交错波动的脉络，从而形成了产能周期的大体轮廓。这一部分的内容并不为人们所熟知，但却是我们对通货膨胀和资产价格展开分析的重要基础。

第四章和第五章的内容是关于金融市场分析的基本框架，其特点在于：从代表性微观主体的资产配置行为出发，以产能领域的分析结果为依据，去推断金融市场变化的方向和线索。这个框架以前我曾经称之为“资产重估理论”，在资本市场上颇有一些认知。

第六章收录了几篇相关的评论，文字相对轻松活泼，与前面的内容有一些松散的联系。

一个基本的问题是，现代经济理论已经如此精巧和复杂，有着稳健的基础假设和可靠的逻辑推演，我们为什么不奉行拿来主义的基本精神，而要舍近求远地单独提出一些分析过程，并且这些分析似乎仍然颇为粗糙？

答案在很大程度上是实用主义的，即为了更简便和快速地解决问题。

我们知道预测未必是投资和商业活动的核心内容，恰当的应对、强力的执行和可靠的风险控制共同构成了商业成功的基础。但商业领域的宏观经济分析必须对经济趋势和政策走向提出预测，必须尽力提高预测的准确率，这一点却是非常清楚的。

根据我有限的知识，在过去十几年中，甚至在更长的时间里，在中国的大学、研究机构和政府中都曾经出现将中国经济模型化和数量化的认真尝试，其中的一些依托与国际研究机构或学者的合作，并大量借鉴成熟的经济理论和模型。这些努力显然是非常重要和十分有价值的，但以商业的标准来看，这些尝试所取得的成功似乎是有限的。

这也许至少存在两个方面的原因：一是中国经济的体制和结构始终处在快速的变化中，这使得模型的结构和参数相当不稳定，再加上基础数据质量不高，这些瑕疵最终限制了模型拟合现实并作出预测的能力。实际上，这样的辩护是非常强有力的，并且能够说明所有模型失败的情况。二是中国的经济运行存在一些独特的约束条件和作用过程，这些条件和过程在发达的经济体中并不存在，也就没有很好地反映在成熟的经济理论和经济模型中。

沿着第一种解释的思路看，在商业领域从事宏观经济分析将会不知所从，无处下手。这样经济分析就逐步演化为对统计指标的会计解释，故作高深地摆弄计量技术或者人云亦云地吟诵经典，但这与最终的商业用途已去之甚远。

沿着第二种解释的思路看，就需要对中国经济进行近距离的仔细观察，小心地辨识那些独特的约束条件和作用过程，并以此为基础进行逻辑推演和证据比对，从而积累认识，推断趋势。

我们试图沿着后一种思路作一些尝试，这是否可行并且有效，当然见仁见智。反思过去十年我们所提出的预测，其中有些似乎十分成功（这当然有运气的成分），但也有一些错得离谱。

我们知道物理定律是非常严密和精确的科学，但它对未来的预测仍然需要给定必要的初始条件；在宇宙万物的演化中，上帝是否可以随心所欲地设定初始条件，这可能仍然是有一些疑问和争论的。类似地，经济理论对未来的预测也需要给定外生条件。这样，预测的偏差要么来源于理论本身的错误或局限，要么来源于外生条件的错误设定。

在很长的时间里，我始终反复检讨严重的预测错误为何发生？一个大体的看法是，错误似乎更多地来源于外生条件设定的偏差。尽管理论的局限性是难以避免的，但事后来看，我们所尝试提出的理论似乎总能够对比较多的证据提供稳定和一致的解释。

现在我们更加清楚的是，恰当地设定经济运行的外生（初始）条件十分重要，这需要知识、经验和一些好的运气，也需要在实践中对经济数据进行严密的观察，并随时准备根据外生条件的变化对预测作出调整。

在过去十多年的工作中，我得到了许多同事和朋友的关心、鼓励和支持，也遭受了许多客户和投资者的质疑、批评和嘲讽，这些经历是我过去努力工作的源泉。随着岁月的流逝，这些工作是否仍然会有一些价值，恐怕只有时间才知道最终的答案。

我要感谢多年来的同事和朋友，他们是李勇、罗斌、莫倩、芮颖、李炜、柳世



庆、高伟栋、温永鹏、尤宏业、姚学康等。在日常工作中，他们不但提出了许多富于建设性的批评和建议，而且承担了大量的数据收集和处理工作，并对最终的文字进行了耐心的编辑和润色，这对于本书的定稿是不可或缺的。

毋庸讳言的是，本书的错误和遗漏由我本人承担责任。

高善文

2013年3月

## 中国金融四十人论坛书系编委会

- 主任：**陈元 全国政协副主席  
谢平 中国投资有限责任公司副总经理  
钱颖一 清华大学经济管理学院院长
- 主编：**管涛 国家外汇管理局国际收支司司长  
黄海洲 中国国际金融公司研究部联席主管  
魏加宁 国务院发展研究中心宏观经济部副部长  
阎庆民 中国银行业监督管理委员会主席助理  
袁力 国家开发银行副行长  
钟伟 北京师范大学金融研究中心主任
- 执行主编：**王海明 中国金融四十人论坛秘书长
- 编委：**廉薇

# 目 录

<b>第一章</b>	<b>从研究方法谈起</b> .....	<b>1</b>
	光线是可以弯曲的 .....	3
	我所理解的宏观研究 .....	17
<b>第二章</b>	<b>分析通货膨胀</b> .....	<b>21</b>
	可贸易部门的通货膨胀 .....	23
	食品类通货膨胀 .....	29
	刘易斯拐点与食品类通货膨胀 .....	38
	不可贸易部门的通货膨胀 .....	51
	产出缺口与通货膨胀 .....	55
	货币供应与长期通货膨胀 .....	61
<b>第三章</b>	<b>观察产能周期</b> .....	<b>67</b>
	中国的资本约束 .....	69
	基于国际收支的分析框架 .....	72
	高增长低通胀(2005—2007 年的案例) .....	79
	放慢的潜在增长(2008—2012 年的案例) .....	88
<b>第四章</b>	<b>理解资产重估</b> .....	<b>97</b>
	资金的来源与运用 .....	99
	资产配置约束与优化 .....	104
	资产配置优化过程的再讨论 .....	109
	从企业部门资产负债表看资产价格重估 .....	114



总供应扩张的案例·····	121
<b>第五章 综合运用</b> ·····	<b>129</b>
货币政策扩张的案例·····	131
总需求扩张的案例·····	143
总需求收缩的案例·····	154
关于产能周期与资产重估的历史总结·····	161
<b>第六章 杂议</b> ·····	<b>173</b>
戏说分析师·····	175
“远见杯”是否有远见? ·····	177
A 股为什么这么贵? ·····	180
<b>代后记 回忆父亲</b> ·····	<b>186</b>

# 第一章

## 从研究方法谈起

■ 要想获得对世界的洞察，并以这样的洞察为基础，获得对世界的比较稳定可靠的预测能力，我们就必须探索因果关系。

■ 宏观经济分析需要专注于对过去几年数据比较全面的分析和把握，并重点回答三个问题：一是经济走向，二是政策立场，三是资金松紧。



