

# 从宏观经济大势，看未来投资方向

## 一、从学术研究到市场预测

2004年到2007年间，我在中科院研究生院读博士，当时我的专业是国际金融。所以我2007年刚到中国社科院世界经济与政治研究所国际金融研究室做研究的时候，研究的主要内容是汇率、资本流动、全球经常账户失衡等问题。但因为2007年刚好发生了次贷危机，我开始聚焦研究次贷危机产生的微观机理，例如资产证券化和金融衍生品等。

为什么我的注意力后来开始从国际金融领域转向国内宏观领域了呢？因为国内关于宏观问题的讨论非常热烈啊。江湖上做宏观的都有不同的绝活和套路，有学院派的，有擅长讲故事的，有技术流派的，有拍脑袋的……我应该算学院派。

看到国内关于宏观经济的大讨论时，难免会技痒。于是我就开始写作财经时评、参加各类讨论会、在各类媒体上发表观点。当你有些判断跟市场不一致，而且后来你的判断被证明是正确之后，市场往往就记住你了。

关注现实问题也是社科院做政策研究的特色，因为高校科研人员做研究更喜欢建模型，做实证，哪怕最终结论跟现实世界差距很远，但是只要能发表在顶刊上发表就很开心。而我们更注重对现实问题进行诊断，然后给出分析框架和解决方案。

再到后来，由于开始跟市场密切接触，我被不少证券公司邀请去给基金公司路演。基金经理经常会说，“不要给我说两年之后会发生什么，我需要知道未来一个季度内的形势”。我以前做中长期预测可能比较准，但是做短期预测则面临很多不确定性，所以就不断调整自己的分析框架。

就这样不断磨合。到2017年，在我进入社科院已经十年的时候，平安证券找到我，他们关注到我之前做的一些市场研究，所以邀请我去做首席经济学家。我当时思考了一下，觉得这是一个很有趣的挑战，于是欣然接受。

一般来说，证券研究所有三类研究人员。首先是首席经济学家带着宏观团队先对宏观经济进行分析，分析未来一段时间内，各类大宗资产走势中哪些资产的前景看好。大类资产包括股、债、外汇、商品、房地产等。其次，策略分析师会具体分析在特定大类资产中，未来看好哪几个板块，比如说股市中的消费、科技、医药板块。再次就是行业分析师提出具体的资产配置建议。如果看好消费、医药板块，那么具体应该买什么股票。不难看出，宏观团队的判断是进行大类资产配置的基础。

因为我是兼职首席经济学家，所以我不需要做日常的数据点评，主要研究室带着宏观团队做一些专题报告。回过头看我在平安证券工作的三年时间内，我大概有三组专题报告在市场上比较有影响。

第一组专题报告是在2018年第一季度，我们在市场上最早推出了四五篇关于中美贸易战的深度分析报告，那时还没什么人讲中美贸易摩擦。但我当时判断，未来一段时间内中美贸易摩擦可能将成为全球宏观经济的主旋律。

第二组报告是在2018年下半年，当时市场都在关注中美贸易摩擦。而我当时有一个判断，要素重新聚集和新一轮区域一体化可能会成为中国经济未来五到十年的重要增长引擎。所以在2018年下半年，我们团队就此撰写了六篇专题研究报告，其中五篇分别分析我们最看好五个区域，包括粤港澳大湾区、长三角、京津冀、中部三角和西部三角，第六篇是对上述五个区域进行全面比较。

第三组报告与房地产有关系。2017年下半年，我们做了一组对中国房地产市场进行深度分析的报告，基本判断就是中国房地产市场的宏观拐点即将到来。事后来看，2017年底2018年初，的确就是中国房地产发展的关键拐点。从2018年初到现在，“房住不炒、因城施策、构建长效机制”是被坚决贯彻的。

## 二、分析长期经济增长的五个指标

宏观分析一个很重要的特点就是要区分长期和短期，长期和短期的宏观经济分析框架是不一样的。我们经常说的消费、投资、进出口，这是用来研判短期经济波动的框架，比如说我们知道GDP等于消费、投资和净出口三驾马车之和，如果GDP增速高

了，我们就要分析是哪驾马车增长过快，然后采用相应方式把它遏制住，把波动熨平，因为我们认为，过大的经济波动是会导致资源损耗和福利损失的。

但如果分析长期经济增长的话，就不该用消费、投资和出口的分析框架了，因为从长期来看，导致经济增长率发生变化的是更深层次的变量，是波浪下面的洋流，那么该用哪些指标呢？我这本书用了五个指标，这五个指标其实是常用的宏观经济学里面生产函数的概念。

第一个指标是劳动力，众所周知，人口老龄化是当前中国潜在经济增速下行的最重要原因，没有之一，而且我们很难逆转这一趋势。这就是为什么中国经济增速在2007年还有12%，现在只有6%左右的最重要原因。

第二个因素是人力资本。劳动力是一个数量概念，而人力资本是劳动力的质量概念。从长期来看，虽然人口在老龄化，但如果不同层次的人力资本都在提升的话，则有助于缓解经济增速下行。

第三个指标是实物资本，就是我们经常讲的固定资产，包括机器设备、交通工具和厂房等。中国经济在改革开放前30年有个典型特点，就是靠固定资产投资驱动经济，当时我们的经济增速每年大概10%，我们的固定资产投资增速每年超过20%，所以最高的时候投资占到了GDP一半左右。如此高的比率是其他国家没法比的。但大家也知道，当前我们的固定资产投资增速只有5%左右，所以我们在从一个投资驱动型的经济逐渐转为消费驱动型的经济。

第四个指标是技术。从长期来看，有些经济模型认为，技术变化是唯一能够导致长期增速提升的关键变量，所以说技术很重要。

最后一个变量是制度，就是一个制度究竟是鼓励微观主体通过努力工作去实现福利增进呢，还是鼓励通过其他一些方式去增加福利，比如说设租寻租或官商勾结等。制度是给经济提供一个正向激励还是反向激励，这对于长期增长也非常重要。

我这本书的上半部分，其实就是基于上述分析框架讲了四个故事。第一个故事是改革开放前30年，也即1978年到2007年全球危机爆发之前，中国经济为什么能实现年均10%的高增长；第二个故事是讲为什么从2008年到现在，中国经济增速从12%左右下滑到了6%上下；第三个故事是讲如果在未来十年我们还想增长速度保持在5%到6%左右，政府的结构性改革应该落在何处；最后一个故事，是讲在未来十年哪些行业可能会有更快的发展，而我们无论作为劳动者还是作为投资者而言都不应该错过这些趋势。

## 三、应对老龄化与重塑人力资本

从中长期来看，中国的人口老龄化趋势很难逆转，我们能做的无非是延缓老龄化的速度。现在来看，我们要做三件事情。

第一件事情是要全面放开计划生育，我想这一举措的落实应该会很快。但问题在于，全球范围内生育率下降都是一个事实，因为生育的成本，特别是妇女生育的机会成本不断提高。人们越富裕，生育的动力就越弱。目前中国妇女的生育水平大概是1.5个孩子，美国比我们略高一点，欧洲比我们还要低一点，日本韩国更低，已经不到1个。如果富裕国家是封闭经济体的话，生育率是很难自我持续的。

第二件事情就是延长退休年龄。中国男性未来将会65岁退休，女性将会60岁退休，这是一个大概率事件。

在一个老人占比不断提高的社会里面，有些行业的发展会加快，比如说大健康行业（医疗加养老）、文化旅游行业（老人有钱又有闲）、终生培训行业等，但从目前的国际经验来看，一个老龄化显著加速的社会，总体消费增速是在持续下降的。

人力资本投资也是非常复杂的问题。改革开放前30年，中国中低收入家庭愿意把很大一部分家庭收入投资于子女教育。因为用经济学的话来讲，这样做的投资回报率很高。一个典型的故事就是一个农村孩子经过努力考上重点大学，毕业后找到好工作，改变了自己的命运。他再反哺家庭，也改变了家人的命运。所以他的人力资本投资不但收益率高，而且外溢给了整个家庭。

而在过去十多年，问题接踵而至。首

先，这个农村孩子努力的结果是越来越考不上重点大学了，因为城乡教育差距越来越大。其次，毕业找到工作之后，工资收入的购买力相对80、90年代而言显著下降，同时想外溢给整个家庭变得很困难。因此，在经过理性计算之后，中低收入家庭投资子女教育的积极性下降了。上述问题的根本原因，其实是中国社会阶层之间的流动性在下降。要改变这一点，我们就要想办法重新提高阶层之间的流动性。

这件事说起来容易做起来难。我们要做两件事。第一件事是更大力度的收入再分配政策。换句话说，你需要把部分收入从高收入群体转移到中低收入群体，来帮助后者改善命运，但这一定会遭遇高收入群体的反对。根据发达国家的经验，政府可以做一些转移支付，但是归根到底要靠财产性税收，比如说遗产税、房产税和资本利得税。大家都知道，富裕阶层有很强的能力去规避收入所得税，所以基于财产的税收才是真正有效的收入再分配措施。

第二件事是教育改革。中国目前的教育体系有这样几个问题。第一是过度重视高等教育，优质职业教育发展不足。第二是教育体系对民间资本和外国机构的开放比较有限。第三是我们太强调集体性思维、强调思维的一致性，我们拥有一个善于培养工程师的教育体系，但是现在到了一个我们需要创新的时候，我们需要鼓励思考的独立性、批判性与创造性，但是我们现在的教育理念并没有根本转变。

在教育开放方面，我觉得有两点可以做，第一，把外国名校引入中国。比如我们可以把哈佛、耶鲁引到北京，把牛津、剑桥引到上海，这些学校进行全球通行教育、发放全球通行文凭。第二，应该鼓励民间资本办好学校，比如说像南方科技大学、西湖大学，都是一些非常好的例子。其实我们有很多企业家愿意花钱办优质的高等教育，但在监管方面还有很多障碍。

## 四、两大投资热门领域：先进制造业和服务业

2008年之后到现在，导致我们投资率下滑的主要原因，是很多制造业行业出现了产能过剩，既然有过剩产能，为什么要新增投资呢？但是制造业过剩产能，并不意味着投资没有机会。在我看来，未来至少有两个领域投资机会很大：先进制造业和服务业。

先看先进制造业。在这一领域，全球有两条路径。一条是德国模式的工业4.0，也即将传统制造业跟大数据、互联网、云计算结合起来，把一个靠规模取胜的刚性制造业变成一个量身定制的柔性制造业；另一条是美国和日本的路径，就是人工智能、3D打印、VR/AR这条路子，所以中国在先进制造业方面还有很大的发展空间。

另一个热门领域则是服务业。现在城市居民对美好生活的向往主要是好的服务业，例如好学校、好医院和好的养老院。但是为什么这么旺盛的需求一直没有被满足呢？因为这个行业基本上还是国有企业垄断。因此要打破垄断，向民间资本开放，这样才能增加优质服务的供给。

## 五、十年一次的制度红利

对制度的分析也是这本书中比较有意思的地方。在改革开放前30年，中国经济年均增速为10%，但并不是增速一直都很高，但是我们足够幸运，在前30年，有三次经济增速急转直下的时候，都出现了一次重大制度变革。这些制度变革重塑了此后十年的经济增长轨迹，而且这样的变革差不多每十年发生一次。

简而言之，第一次是1980年代初，以“承包”这两个字作为关键词的一系列改革。第二次是1990年代初，小平南巡与十四届三中全会，开启了以“市场经济”为关键词的一系列改革；第三次，是在1990年代末2000年代初，政府的三项重大改革，也即国企改革、住房商品化和加入WTO。

在2007、2008年前后，本来我们到了新的一次改革时间窗口，但是全球金融危机突然爆发，由于我们对危机的判断很严重，因此政策重心开始转为用4万亿财政刺激与银行开闸放水来对冲危机对我们的冲击，相应的结构性改革就被推迟了。这也是此后中国经济增速持续下行的一个重要原因之一。

当下改革的重点是以下三个方面：一个是国企，关键词是混改；一个是土地，关键词是流转；还有一个是金融，关键词是市场化

与开放。

回顾过去几年的改革，国企和土地改革有点慢，金融改革非常快。怎么看待这样一种改革节奏不同步的状况呢？好的一面是我们毕竟在特定领域取得了突破，坏的一面是，实体改革慢会导致实体投资回报率低，金融改革快会导致流动性过剩。

大量流动性不愿意去实体部门，而在金融部门内部追逐投资机会。事实上，这几年经常说的三个词，金融空转、脱实向虚和金融系统性风险，这些问题加剧的原因之一恰好是改革节奏不同步。

来怎么改变这一状况呢？其实大家已经看到了政策的调整。一方面金融改革的速度在适当放缓，比如2017年之后我们显著加强了对影子银行和互联网金融的监管，另一方面实体改革也在加速。我觉得去年提出的要素市场化文件非常重要。如果要要素改革加快推进的话，我们在国企和土地这两个实体领域的改革都有望取得显著进展。

## 六、经济周期与两个观察经济周期的指标

谈到周期问题，我觉得首先要区分我们信奉什么学派，因为不同学派对于周期性质的判断不一样。一派是古典主义和新古典主义，另一派是凯恩斯主义与新凯恩斯主义。古典主义认为周期波动是正常的，它是资源配置从无序到有序的必然结果，没有必要熨平它，而要拥抱它，哈耶克就是这个观点。凯恩斯主义则认为周期的过大波动会导致资源的错误配置，会导致大量失业以及国民福利的损失，所以要熨平周期。我坦承我更加倾向于凯恩斯学派。

我们看周期，先要诊断目前处于周期的哪个阶段，是过热还是过冷。在发现过热或者过冷之后，要去找导致过热、过冷的原因。三驾马车就是很好的分析框架，可以分析当前经济过热的原因为消费、投资还是进出口，之后再分析导致消费、投资、进出口各自异常波动的原因，然后通过一些政策的实施来纠正这些原因，从而达到熨平周期的目的。主要的政策工具就是财政政策和货币政策。由于财政、货币政策都是通过影响总需求来发挥作用的，因此它们也被称之为需求管理政策。

作为一个长期跟踪中国宏观的研究者，我推荐两个与经济周期密切相关的宏观指标。一个是核心通货膨胀率。大家一般比较关注CPI，但是CPI里面波动最大的两项分别是食品价格和能源价格，如果把食品、能源价格剔除之后，剩下部分的波动没有那么大，但是能够更好地反映周期走向。

我举个例子，当前大家都在热议上海房价涨得很快，但是中国的核心CPI增速过去两年一直在下行，最近甚至由正转负。这说明当前中国经济的主要矛盾依然是总需求不足，宏观政策依然要保持扩张性。

另外一个指标是M1和M2增速剪刀差。M1是狭义货币，M2是广义货币，通常情况下，如果M1与M2增速双双下行，且M1增速下行得比M2增速快，就说明目前经济动能在快速下行。相反，如果两个指标都往上走，且M1增速比M2增速上升得快，就说明经济动能在显著反弹。从去年年底到现在，M1增速和M2增速两个指标都往上走，且M1增速的反弹速度超过M2增速，这说明疫情之后中国经济反弹不仅真实，而且非常强劲。

## 七、资产配置：风险资产与避险资产

大类资产主要包含两类。一类叫做风险资产。风险资产的定义就是当经济繁荣的时候或者投资者乐观的时候，价格就涨，当经济衰退或投资者悲观的时候价格就跌的资产。风险资产最典型的就是股票与大宗商品（例如原油）。另一类是避险资产。定义刚好相反。经济好，大家乐观，它就跌；经济不好，大家悲观，它就涨。最典型的避险资产包括黄金、美国国债、美元。

普通投资者最经常碰到的资产就是以下四类：股票、债券、货币（包括货币市场基金）以及房地产。我们应该怎么来配置呢？

关于资产配置，我觉得两个原则非常重要。第一个原则就是多元化，不要把鸡蛋放在同一个篮子里；第二点是要根据自己的风险偏好去摆布自己的投资组合。如果你风险偏好比较强，可以多配一些风险资产，像股票、大宗商品，如果你风险偏好比较弱，即使就把钱全部存银行，在很多时候也能战胜市场上大多数投资者。（下转第43版）