

高善文： 起底投资逻辑图

在资本市场上，众多机构的基金经理、分析师对高善文的观点都极为重视。而高博士观点背后的逻辑，更是业内人士只为一听，挤破策略会门槛的直接原因。

文 | 本刊访谈主笔 马力

在资本市场上，众多机构的基金经理、分析师对高善文的观点都极为重视。而高博士观点背后的逻辑，更是业内人士只为一听，挤破策略会门槛的直接原因。

这位券商的首席经济学家，他在对经济和股市的研究上，思维缜密，见解深刻，视角新颖，逻辑严谨；他的文风通俗易懂，趣意盎然，读起来不像研究报告，倒像随笔杂谈；他修养深厚，谈吐儒雅，不像学究，有儒家大师之风范。

本期英大金融《人物》，专访高善文博士，信息量极大！涵盖了宏观趋势、市场热点、资产配置、分析方法、分析师成长轨迹等诸多内容，相信您看后，会有一种“问渠哪得清如许？为有源头活水来！”的感悟。

黑天鹅与人民币

2016年京城的第一场雪比以往来的要早些，一股最强的冷空气也随风潜入夜，雨雪濛濛地着，已交织缠绕成凌杂的油画。在金融街工作的人们似乎更能感受到“寒冷”二字，因为在资本市场，今年黑天鹅的频频出现，每一只，都会让人不禁冒出一身冷汗。

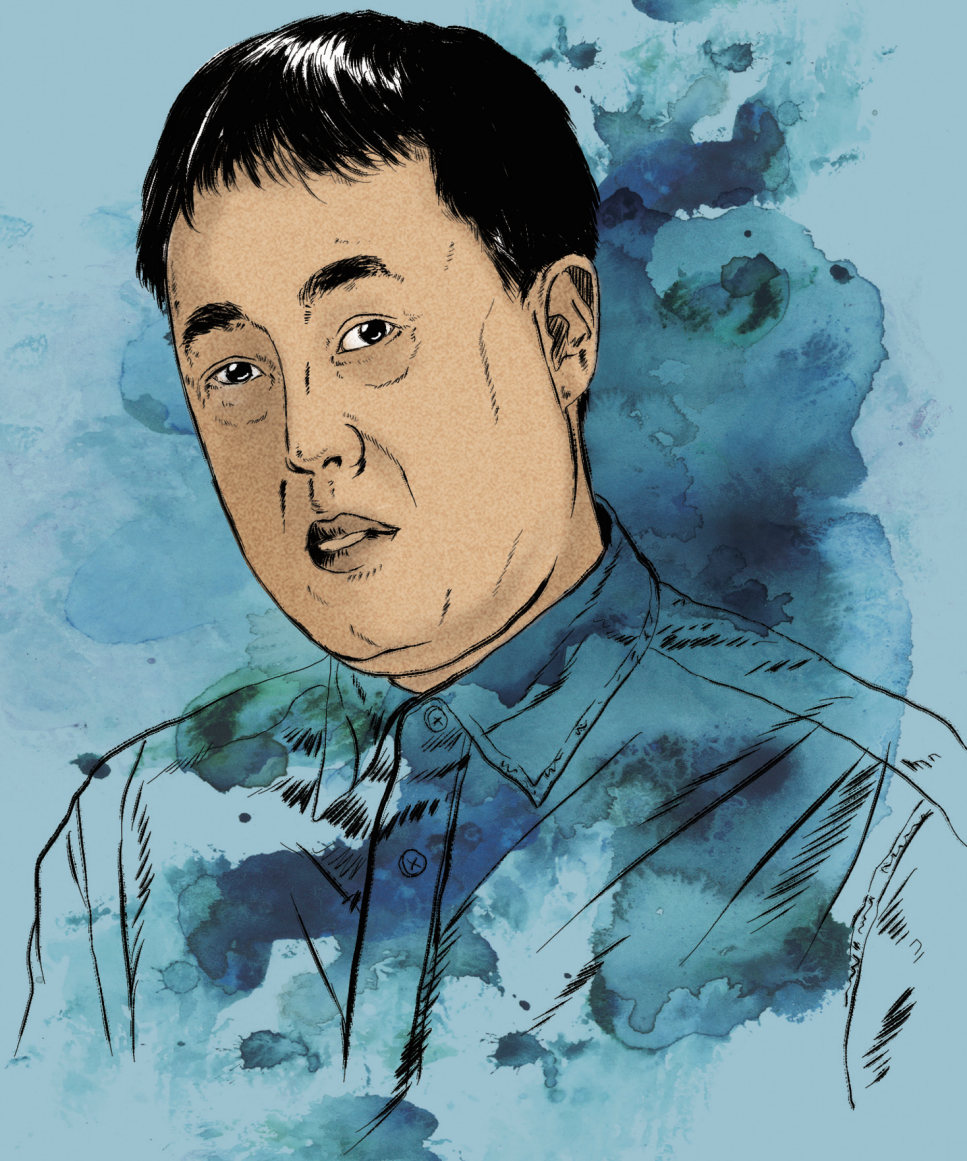
“近期金融市场最大的一只黑天鹅应该是特朗普“意外”当选美国总统，如果就任后，他全面兑现在贸易和移民等领域的大选承诺的话，这将对经济全球化的潮流带来很大的冲击，甚至是逆转。”高善文在金融街国投金融大厦的办公室里和笔者聊起。

大选后，美国市场迅速探底回升，投资者的注意力集中在新政府的财政刺激和金融自由化等国内政策领域，似乎认为他在贸易、全球合作等领域的竞选承诺不大会认真兑现，但这方面的情况显然需要继续观察一下。

“比如，在此背景下，美元已经明显走强，美联储加息的影响就更加不可小觑。汇率贬值的压力在这个背景下应该是有增无减的。”

高善文对敏感的汇率问题有比较系统的研究。在他看来，2014年中期到2015年上半年，在一年左右的时间里，美元指数就从80上升到100，涨幅达到25%。而期间，人民币基本盯住美元，这导致同期人民币对一揽子货币出现了大幅度升值。

在2014年上半年，从资本的流动，外汇占款的压力，境外市场上的一些预期等情况来



高善文



1971年生，山西临汾人，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。安信证券首席经济学家，兼中国太平洋保险集团独立董事。其他社会兼职包括：中国金融40人论坛成员，中国首席经济学家论坛理事，《清华金融评论》编委等。

高善文博士在中国通货膨胀形成机制、产能周期波动和资产价格变化等领域积累了比较丰富的经验和认识，形成了自成体系的分析框架。2013年专著《经济运行的逻辑》，详细介绍了其经济分析的体系和思路。

插画 | 网中鱼



看，人民币当时已经十分接近合理均衡水平，2005年以来的长期升值过程已到尾声。但从下半年开始，突然它被美元硬生生地拽起来，从而积累出非常大的贬值压力，随后需要找时间来释放。

2014年下半年，国内连续降息，再加上经济突然失速，国内利率水平迅速下降，刺激资本外流放大，进一步加剧了汇率贬值压力。2015年8.11的汇改本意似乎是为了完善汇率形成机制，但由于汇率面临巨大贬值压力，结果形成全球性的巨大冲击。

进入2016年后，应该说央行采取了一系列措施，包括非常严格的资本管制，在境内外市场上，在现汇和远期市场上同时进行了连续干预，并加强了与市场的沟通，市场的恐慌得到了很大的缓解，但是汇率高估的压力并没有消失，仍然需要时间来释放。那么，和人民币紧密相关的国内资产价格，如楼市，股市会何去何从呢？

楼市股市何去何从？

针对市场上热议的“到底保汇率还是保房价”这个问题。高善文给出的答案是：“在汇率和房地产之间，是否真的存在所谓二选一，是值得商榷的！”他的逻辑是：一种情景，把中国看成一个大国，国内货币政策放松，利率下行，会导致汇率下行，而房地产价格会上升。第二种情景，把中国看成一个小国，美元升值，资本要流出中国，汇率要贬值。为了保汇率，会导致利率上升，房价将下跌。

在第二种情景下，就出现了所谓二选一；但在第一种情景下，是不存在二选一的。

所以，问题的关键是，中国到底是不是一个小国经济体？此外，资本管制是否可以隔离汇率贬值和国际利率上升对国内利率的压力？

合理的猜测是，中国基本上是一个大国经济体，资本流动对利率的影响顶多是边际上的。所谓的二选一，现实的政策选择空间没有这么狭窄。

目前，中国看起来采取了维持利率基本稳定，然后让汇率小步快跑的方法去贬值。

在小步快跑的汇率贬值之中，如果出现了严重的恐慌怎么办？一个办法是暂时把汇率拉回来，找机会再贬；另外一个办法是让汇率加快走向自由浮动。但如果恐慌蔓延，对所有资产价格都有冲击，甚至会影响到全球市场。

说到媒体热议的房地产泡沫，他坦承大家都在用日本和美国的泡沫来对比，这当然有启发性，但也要留意其中的一些问题。

在他看来，中国的楼市与发生过地产危机的日本、美国有一些重要的差异。第一个差异，2007年的美国，1991年的日本，都已完成了城市化，大规模的人口持续向城市迁徙的情景早已过去，这导致房地产泡沫破裂后，有很多投资性房子抛盘出来，它没有一个持续健康的接盘。而中国，还处在较高速的城市化过程中，接盘能力比较强。

第二个差异，发生地产危机的日本和美国，当时经济的潜在增速已经下降到3%以下，这意味着，未来人均收入的增速是很低的，特别是房地产泡沫破裂后，增速会更低。收入不增长，估值的修复就要通过房价的大幅度下跌来实现。而对中国来讲，人均可支配收入增速至少比日美高一倍，这使得可以通过收入增长和房价下跌同时来修复估值，相对这个过程就更容易一些。

第三个差异，在日本和美国，土地都是私有制的，而在中国，城市土地是国有的。这意味着在美国和日本的土地市场上，面对需求的上升，有众多竞争性的土地卖家。

而在中国，面对需求的上升，只有政府一个土地卖家，这会导致土地的价格变得更高，从而推高房价。

换句话说，面对人口流入导致的房地产需求的上升，土地限制使得供应不能快速响应，需求的上升更多转化为房价的上升。例如香港实行土地批租制，香港的房价收入比，对比东

京，纽约那肯定是要高很多。

房价到底由什么决定？在高善文看来，中短期内，利率极其关键；中长期，则是人口和经济的增长。此外，自然环境限制（例如河流和平原地域的多寡）或者经济制度等导致的土地的可得性也很重要。

换一个角度说，如果土地的供应是极其缺乏的，并且是垄断的，那么房价就是由边际上最有钱的那个人决定的；如果土地的供应是充分竞争性的，并且十分充裕，那么房价就是由建造成本来决定的。

那么为何本轮房价上涨，主要集中在二线城市呢？”高善文从小学生在校人数这个角度提供了一个独特的视角。

小学在校人数，城市房价的涨幅，在两个变量之间存在着非常紧密的关系。也就是说，小学生的增速非常高的地区，房价的涨幅要大得多。高善文认为，对于年轻父母而言，除了考虑就业机会，他们会考虑子女能够获得的教育、环境等机会。而教育资源在不同城市之间具有非常大的差异，这使得人口流向表现出选择性。

2012年之后，中国青壮年人口更多地流向了一二线城市，这些城市的土地限制也更严格，这使得一二线城市的房地产存货去化大大加快，并在今年转化为房价大涨。

一线的楼市会涨，那么股市也会涨吗？它们之间有何关系呢？这就要提到高善文的一套研究资本市场的方法。

预测市场的困境

“如何预测未来？我认为最基本的一个哲学假设是：未来在原则上是过去的重复。”对于日升月落这类自然现象而言，这个假设应该是能够成立的。这使得人们能够通过观察历史，总结规律，并成功地预测未来。

房价到底由什么决定？在高善文看来，中短期内，利率极其关键；中长期，则是人口和经济的增长。

左图 2010年，高善文博士团队撰写《三十年未有之变局》研究报告，主要讨论2011~2020年中国经济潜在增速的变化，以及由此对政策当局带来的挑战和潜在的市场影响。在今天人们热烈讨论中国经济“三期叠加”“新常态”和“经济增速下平台”的背景下，再来回顾和翻阅这篇报告，仍然具有一定参考价值。



但麻烦在于，在许多领域，这个假设在本质上未必成立，金融市场就是这样。这里有许多扎实的原因，例如人们能够从过去的经验中去学习，并不断调整自己的行为；政府可以不断改进和完善各项经济制度；投资者之间基于预期不断博弈；技术持续进步，产生深刻的经济影响，但技术进步又无法预测等。

极端地说，如果未来跟过去没有任何关系，它是一个白噪音，是一个布朗运动，是一个完全随机游走的事件，那它就是不可预测的。

现实的金融市场似乎是一个混合体，它在一些时候、一些方面代表了对过去历史的重复，在另外一些方面则可能是随机扰动，或者具有确定性，但无法预测。

就其重复历史的部分而言，它是可预测的，但我们常常不很清楚它在什么时候、在多大程度上重复着历史。因此，预测常常犯错误，这在原则上是无法避免的。

“研究过去，毫无疑问要遵循一些原则。我觉得第一个原则，就是要有一以贯之清晰的逻辑，最好是用稳健的数学模型来解释过去；第二个原则，应该用尽量少的理论去解释尽可能多的现象。”此外，理论还要能够做出预测，这些预测要可观察，可验证。面对竞争性的理论，一个好的理论还要能够提出独特的、其他理论无法提出和解释的预测，并且获得证实。

迄今为止，高善文在经济周期、通货膨胀以及资本市场领域都形成了独立、完整的研究体系，已搭建起了其宏观经济分析的整体框架。其中又以资产重估理论最为成熟和最为人所知。

2006年，高善文提出“资产重估理论”：“当时有几个奇怪的现象：贸易顺差突然增长很快；经济增速特别的高，但通货膨胀却很低；企业的定期存款增长非常快，信贷的增速却不高；长债的利率越来越低；当时人民币汇率已

经开始升值，但是资本的流出却在加速。”

“面对这些奇怪的现象，人们提出了各种各样的解释，每一个现象都有很多竞争性的解释，但缺乏一个统一的解释，同时去说明这些现象。我们当时提出的‘资产重估理论’，可以在实体经济和金融市场层面同时解释这些现象，其逻辑看起来也说得通，因此我们就相信这个理论应该是对的。这个理论对于股票市场有个重要的预测（实际上它对债券、房地产等都有一些预测），就是认为市场将转为牛市，这个预测事后证明是正确的。”

那么，高善文对于当前“楼市调控，股市就会涨”的观点有什么看法呢？

“股票和房地产之间的关系非常复杂，如果股票持续上涨，那么房地产迟早会涨；如果房子一直跌，迟早会带来银行危机，也会给经济形成非常大的压力，股票也涨不起来。从利率看问题，利率下来股票会涨，利率下来房子也会涨；如果经济在改善，流入城市的人口在增加，收入增长在加速，股市和楼市都会涨。”高善文说到。楼市调控会影响人们的资产配置，但也会影响经济活动，从而影响市场的基本面。所以，楼市调，股市是否涨，还是要具体分析，这些就是分析师的主要工作。

分析师的思考

作为分析师，高善文的报告很有特色，欧式的语言结构，语法也很复杂，大量使用长句和从句，其中有很多的假设、推断、结论，辅以耐人寻味的标题。他曾经在“FT中文网”的专栏，被很多人误认为文章是从英语翻译过来的。

“这主要是因为长期读英文文献、评论养成的专业领域的思维习惯。实际上我从最早接触经济学专业开始，所接触到的资料绝大部分都是英文的。你可能不知道，我在大学学的是

电子学。”高善文笑着说。

机缘巧合，高善文在北京大学读大二期间，想从电子学转到经济专业。一位同窗好友给他推荐了一份经济学书单，助他备考研究生。这份书单都是英文翻译或者就是纯英文的。当时北大已经提倡在专业领域使用翻译的教材或者是原版教材。后来他就养成了看英文专业资料的习惯。

1995年，高善文从北京大学毕业后进入中国人民银行工作，而后，在中国人民银行研究生部国际金融专业就读，获得经济学博士学位。2000年赴日本学习和进修，近距离观察和了解日本的情况。

2003年，高善文从日本回国，需要寻找一个新用武之地，用他自己的话说，当时是“寂寂无名，走投无路”。当年5月，已做好再次出国准备的高善文应李勇博士的邀请，加盟光大证券，任首席经济学家，与李勇一起，重整光大研究业务。而李勇正是十多年前，那位曾经给他推荐经济学书单，助他考研的北大同窗。

“李勇和时任光大证券总裁的解植春，是我进入证券行业的领路人。”高善文说。

厚积薄发，2004年，进入证券行业不到一年，高善文就在《新财富》杂志组织的中国境内机构投资者投票评选中夺得宏观经济分析方向第一名，由此在证券界声名鹊起。之后又多次获得第一名，引起了市场的注意。他在证券市场周刊组织的季度经济数据预测“远见杯”评比中，也曾经连续数年获得第一名，被一些媒体记者戏称为“预测帝”。

业内基金经理对高善文的评价很客观：非常好地阐释了宏观经济理论，并运用于中国实际，精确预测宏观经济走势和经济政策；具备前瞻性、及时性、对方向把握较好；自成体系、有独立观点、深入浅出、具操作性；数据翔实、逻辑性强，对投资的指导意义强。☐

股票和房地产之间的关系非常复杂，如果股票持续上涨，那么房地产迟早会涨，如果房价一直跌，迟早会带来银行危机，也会给经济形成非常大的压力，股票也涨不起来。

左图 高善文在伦敦剑桥大学三一学院的牛顿塑像前思考经济的研究方法：要想获得对世界的洞察，并以这样的洞察为基础，获得世界比较稳定可靠的预测能力，我们就必须探索因果关系。