

积极应对经济下行和潜在金融风险

中国国际经济交流中心副总经济师

徐洪才

每年中信出版集团都要出版一批非常棒的书籍。2019 年新年伊始，中信出版集团又要为广大读者奉献一部新著《去杠杆化时代——缓慢增长与通货紧缩时代的投资策略》。这是华尔街著名经济预测专家 A. 加里·希林（A. Gary Shilling）博士同名著作的中文版。责任编辑王西琨女士送来了本书的审读本，邀请我为之作序。一口气读完，我被作者对经济趋势的历次“神机妙算”所折服，也真切地感受到一股扑面而来的穿透力和冲击力。他文笔活泼，深入浅出，纵横捭阖，击中要害。毫无疑问，这是一部十分难得的现实主义经济学力作。

希林博士毕业于斯坦福大学。他因精准预测而闻名，两次被《机构投资者》（Institutional Investor）杂志评为华尔街最佳经济学家。1969 年春季，他是少有的几个预见到经济衰退将在该年末来临的人之一。其后，他还预测到了 1970 年代初的存货泡沫、1973-1975 年的经济衰退、1980 年代中期的工资-价格螺旋通胀、1980 年末的日本泡沫、1990 年代末的网络股泡沫和 21 世纪初的房地产泡沫。2010 年，中国经济在“四万亿”刺激计划作用下高歌猛进，此时他大胆放言：中国经济将不可避免地转向长期中低速增长。

希林博士跟踪观察华尔街 50 多年，始终保持着旺盛的工作精力和巨大的市场影响力。他经常在主流财经媒体发表文章，出版了多部学术专著，有着“反通胀博士”（Doctor Disinflation）的雅号。当然，他的预测为市场参与者服务，其深刻洞见已经让很多金融机构和投资人受益匪浅。2008 年，美国引发了“百年一遇”的国际金融危机，而他对 2008 年经济展望也极为准确，刊登在 2008 年 1 月期《洞察》上的 13 条投资策略，都得到了正确应验。他曾深刻地指出，金融世界和实体经济之间的严重脱节，不断飙升的财务杠杆水平，特别是全球金融业和美国消费品行业的过度杠杆化，使得一场崩溃在所难免。

近年来，随着美联储加息、缩表，美国消费市场萎缩，金融去杠杆，各国政府加大了对经济活动的干预，公共部门债务不降反增，大宗商品价格低迷，以及贸易保护主义盛行，都将致使全球经济在未来十年放缓增长的步伐。难能可贵的是，他还认为 CPI 通胀通常不受欢迎，而通缩则不同，通缩有两种类型：由过剩供给引起的良性通缩和需求匮乏而出现的恶性通缩。良性通缩的发生是因为新技术应用和生产率提高，令供给增加超出了需求所能消化的程度。其言下之意，就是各国必须加大结构性改革和促进技术创新力度，以促进经济的可持续发展。

岁月无情。回望 2018 年，虽然未发生全球性金融危机，似乎也打破了“十年来一次危机”的魔咒，但是世界各地的局部性险情却是此起彼伏，令人胆战心寒。在美联储加息、美元升值和全球贸易保护主义抬头的背景下，新兴经济体货币大幅度贬值，股票市场剧烈震荡，

投资者蒙受了巨大损失。2018 年前三季度，美国股市延续了牛市行情，但是进入第四季度，三大股指急剧跳水，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数和纳斯达克综合指数分别下跌 11.8%、14.0% 和 17.5%。在年底苹果公司股价突然下跌过程中，“股神”巴菲特因重仓持有苹果股票而受到重创。相比之下，2018 年中国股市更是惨不忍睹，全年上证综指、创业板指数、中小板指数分别下跌 24.6%、28.6% 和 37.7%；上市公司市值缩水 13 万亿元，当年全国新增 GDP 为 8 万亿元，不足以弥补投资者的亏损。

世事难料。2018 年初，国际货币基金组织（IMF）曾乐观地预计世界经济复苏势头良好，增长可达 3.9%；但是到了秋天，IMF 又下调预期，世界经济增长可能只有 3.8%。上半年，美国经济一枝独秀，令特朗普总统兴高采烈，二季度美国经济增长折年率高达 4.1%，失业率创下历史新低；但是到了年底，特朗普政府关门，尤其是长达九年的大牛市结束了。这令心直口快的特朗普恼羞成怒，对美联储主席鲍威尔破口大骂。其实，此时鲍威尔加息也很纠结。2018 年初，国际油价曾上冲 70 多美元/桶，年底又跌回到接近 50 美元/桶。这让靠预测吃饭的经济学家们经常被打脸，而希林博士的预测似乎再次得到验证。

2019 新年伊始，全球弥漫着一种悲观的气氛。未来世界经济会不会进入希林博士所预言的长期缓慢增长和通缩时代？2018 年 11 月 8 日，英国《经济学人》发表了 my 署名文章：“处在十字路口：全球领导人需要共同努力应对挑战”。几天后，美国前财长鲍尔森在新

加坡演讲，接着中国国家主席习近平在 G20 阿根廷峰会演讲，都说世界处在十字路口。毫无疑问，未来几年，全球经济治理正在酝酿着一场深刻的变革，主要经济体宏观政策充满不确定性，世界经济也将总体缓慢下行，美国、欧洲、日本等发达国家如此，新兴经济体和发展中国家大体也是如此。当然有例外，2019 年印度可能保持 7% 以上经济增长，但可能不会持续。中国经济增长将缓慢回落，但对世界经济新增 GDP 贡献仍会保持在 30% 左右。

2018 年中央经济工作会议对当前经济形势做了科学分析，认为总体平稳，但稳中有变，变中有忧。根据我的理解，所谓总体平稳，一是经济增长相对稳定，主要宏观经济指标在合理区间，到 2020 年全面建成小康社会仍有信心。二是物价稳定。2018 年 CPI 增长 2.1%，但 12 月份 PPI 回落到同比增长 0.9%，出现了轻微的通缩苗头。三是就业形势不错。四是国际收支平衡改善，经常账户出现微小逆差，资本和金融账户保持净流入。所谓稳中有变，变中有忧。一是外部环境变化：贸易保护主义抬头，美国在技术上对中国实施封锁，未来几年世界经济、贸易和投资增长都将放缓。二是内部条件变化：用工成本上升，环保标准提高，投资消费增长乏力，技术进步缓慢，老龄化社会渐行渐近。

面对全球经济下行压力加大、宏观政策不确定性增加和潜在金融风险上升等挑战，国家、企业和个人都要保持战略定力，积极做出谋划。对国家而言，2019 年是中国改革开放再出发的元年，中央经济工作会议对全年工作做了部署，即坚持稳中求进工作总基调，坚持新

发展理念，按照“巩固、增强、提升、畅通”八字方针，深化供给侧结构性改革、推动经济高质量发展，扎实做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，做好“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”工作。与此同时，要加强财政政策、货币政策、结构性政策和社会政策的协调，形成政策合力。

对企业来讲，要看到公平竞争的营商环境正在形成，要把握新一轮深化改革、扩大开放和鼓励民营企业和小微企业发展的机遇，顺应国家政策导向，谋定后动，苦练内功，加快转型和形成核心竞争力。个人投资者也要及时总结经验和教训。2018 年中国守住了不发生系统性金融风险底线，但是企业债券违约、P2P 平台崩盘和股市剧烈震荡等局部性金融风险频频暴露，让人不堪回首、心有余悸。常言道：宁可明明白白赔钱，也不要稀里糊涂挣钱。因此，都迫切需要进一步丰富经济金融知识，多读几本好书。

摆在大家面前的《去杠杆时代——缓慢增长与通货紧缩时代的投资策略》，就是这样一本值得您认真阅读的好书。先睹为快，我要感谢中信出版集团的最新奉献，也希望大家从中受到启迪。

是为序。

2019 年 1 月 18 日