

## 宏观经济分析要守住专业底线

- 宏观经济分析的门槛看起来很低，其实相当高。看上去，人人似乎都能对宏观经济发表看法，而且普通人对宏观经济观点的辨别力也有限，但没有受过严格经济学训练、缺乏研究素养的人其实很难胜任这项工作。
- 研究是研究者与研究对象之间的桥梁，其结论需要符合研究对象自身的运动规律，不是想给什么结论就能给什么结论的。而观点表达则不受什么约束，一个人想说什么都可以。专业研究人员用研究说话，而外行则只是在表达观点，尽管其表达观点的方式有时可能伪装成研究的形式。
- 经济研究的专业人士要守住自己的底线，用研究说话，有理有据。如果打着专业的旗号而信口开河，会伤害所有专业人士的声誉。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

[gao.xu@bocichina.com](mailto:gao.xu@bocichina.com)

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

宏观经济分析的门槛看起来很低，其实相当高。说它门槛低，是因为人人似乎都能对宏观经济发表看法。大家在生活中都对宏观经济运行有自己的感受，也很容易从媒体上听到 GDP、通胀、债务等经济名词，看到对经济形势的分析。因此，谈起宏观经济时，人人都能多少说上一些东西，有一些自己的观点。

门槛低的另一个原因是普通人对宏观经济观点的辨别力有限。如果一个人说可以用火柴和报纸把火箭点燃，把卫星送上太空，大家不需要懂多少火箭科学就能知道这不靠谱。但宏观经济非常复杂，经济现象与其成因之间有时有着漫长且隐蔽的因果链条。所以在谈论宏观经济时，就算有人讲着类似火柴点火箭这样的荒唐话，也可能会有不少人看不出来。

正因为谁都能讲出一些东西，而普通人对各种说法的辨别力又有限，再加上各方对宏观经济的关注度又比较高，所以市场上总是有各路人员在宏观经济上激昂文字、挥斥方遒。

但宏观经济分析的门槛其实挺高，没有受过严格经济学训练、缺乏研究素养的人很难胜任。这还是因为宏观经济非常复杂。经济中的不同主体相互联系和互动，会形成一些与微观经验迥异的现象。有些宏观经济运行的方式甚至与普通人得自生活经验的直觉相悖。因此，没有受过严格经济学训练的人，仅凭自己在日常生活中得到的感受，很难理解宏观经济的运行。这里笔者举两个例子。

第一个例子是“萨伊定律”。这是从 19 世纪流传至今的经济结论，说的是“供给会创造自己的需求”。但任何一个厂家都知道，有时找到需求是比生产产品更困难的事情。怎么可能生产出产品来了，需求就自动找上门来？事实上，萨伊定律这个反直觉的结论只能宏观经济层面成立，反映了古典经济学家对市场有效运转的高度信仰。在当前主流宏观经济学的新凯恩斯模型最深处，就内嵌着萨伊定律。换言之，萨伊定律是现代西方主流经济学世界观的关键组成部分。<sup>[1]</sup>

第二个例子是凯恩斯的“挖坑理论”。在 1936 年出版的《就业、利息和货币通论》中，伟大经济学家凯恩斯提出，在经济萧条时，可以由政府出钱雇人来在地上挖坑再填，以创造就业，刺激经济。这样的建议放在现在，一定有人说政府是在做无效投资，在玩庞氏骗局。但事实上，凯恩斯的“挖坑理论”提出至今，时常被各国政府所使用，尽管具体形式未必是挖坑填坑。<sup>[2]</sup>

对普通人来说，以上两个例子显然是反直觉的。但它们恰恰是前人研究经济所得的思想结晶，体现了在特定状况下宏观经济运行的规律。一个人仅凭自己日常的经验，而不去系统学习经济理论，不站在前人的肩上，很难把握经济运行的本质。

在宏观经济分析专业人士与外行之间有一条很宽的鸿沟。站在鸿沟一边的专业人士要守住自己的底线。这个底线无非两条：第一、扎实掌握经济学理论，让自己站在前人的研究成果上；第二、用研究说话，而不能想当然地胡说乱说。而这两条都与研究有关。因此，可以说将宏观经济分析专业人士与外行区分开的是研究素养。

通过研究得到结论，与没有根据的观点表达有本质区别。研究是研究者与研究对象之间的桥梁，其结论需要符合研究对象自身的运动规律，不是想给什么结论就能给什么结论的。而观点表达则不受什么约束，一个人想说什么都可以。专业研究人员用研究说话，而外行则只是在表达观点，尽管其表达观点的方式有时可能伪装成研究的形式。

只要是研究，就得讲逻辑，讲证据。讲逻辑，就是要形成严密的推理逻辑链条，不犯逻辑错误。讲证据，就是要通过经验观察来支撑逻辑链条。在这两者中，讲逻辑是最基本的。一个逻辑不通的叙述不可能归到研究的范畴中。

2023 年 2 月 14 日，笔者发表了《将债务比作鸦片错得离谱》一文，批评赵建将债务比作鸦片的说法。但对赵建而言，最致命的问题是他并没有在做研究，而只是打着研究旗号做观点表达。在《将债务比作鸦片错得离谱》一文中，笔者指出了赵建文章中的诸多硬伤。严密的逻辑链条需要环环相扣，有一环连不上，整个链条就不成立了。而赵建文章中的概念误用、逻辑漏洞远不止一处，整个论证过程支离破碎，没把逻辑理顺、更没把道理讲圆。

前面说过，经济研究的门槛看似很低、其实相当高。普通老百姓对经济分析文章的辨别能力本就不强。这种情况下，经济研究的专业人士更要守住底线，用研究说话，有理有据。如果打着专业的旗号而信口开河，会伤害所有专业人士的声誉。

最后笔者还想说，观点的分歧很正常。如果观点分歧的双方都是专业研究员，那么相互之间会有专业训练所形成的广泛共识，以及随之而来的对话基础。双方也很容易定位到产生分歧的具体问题，并展开进一步研究。但如果面对逻辑支离破碎的阐述，笔者除了批驳其中的硬伤之外，实在没法找到对话的基础。所以每当出租车司机朋友给我讲宏观经济的时候，我总是笑而不语。（完）

【1】对“萨伊定律”的详细论述可见笔者出版的《宏观经济学二十五讲：中国视角》第 23 讲的 23.2.1 节。

【2】凯恩斯讲“挖坑理论”的原话是：“财政部可以用旧瓶装满钞票，然后把这些旧瓶，选择适宜深度，埋于废弃不用的煤矿中，再用垃圾把煤矿塞满，然后把产钞区域开采权租与私人，让私人企业把这些钞票再挖出来——如果能够这样办，失业问题就没有了；而且影响所及，社会之实际所得与资本财富，大概要比现在大许多。当然，大兴土木要比这合理些。但如果有政治上或实际上的困难，使政府不能从事于此，则以上所提对策，也聊胜于无。”出自《就业、利息和货币通论》一书的 10(VI)节。

【3】徐高，2023 年 2 月 14 日，《将债务比作鸦片错得离谱》，[http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article\\_id/9783](http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9783)。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371