反思潜在产出*

——2020年中国宏观经济展望

汤铎铎

摘要：我国“保六”之争和意大利“反对无意义产出缺口”运动，其核心都在潜在产出的理解和测度。以实体均衡、货币中性为基础的潜在产出框架，遭到菲利普斯曲线平坦化和低利率的挑战，开始从严谨的均衡论转向灵活、务实的可持续观点。2019年中央经济工作会议对“保六”之争做了全面回应。我国宏观调控的原则更偏向可持续观点，金融稳定是其重要目标，宏观杠杆率是重要观测指标。从其传播范围和持续时间看，新型冠状病毒肺炎疫情已经不能简单视为短期外部冲击，其影响正在朝着更加不确定和不可控的方向发展。我国在进一步加大宏观经济政策对冲力度的同时，仍需要坚持“房住不炒”政策，稳定宏观杠杆率。

关键词：潜在产出　宏观杠杆率　菲利普斯曲线　低利率　新型冠状病毒肺炎疫情

一、引言：潜在增长率之争

新型冠状病毒肺炎疫情（简称“新冠肺炎疫情”）对我国和全球经济造成巨大冲击，其影响完全可以和2008年全球金融危机相比，甚至有过之而无不及。2008年金融危机主要是需求冲击，新冠肺炎疫情则是需求和供给双重冲击，迅速将经济活动压缩到非常低的水平。新冠肺炎疫情的传播范围和持续时间也丝毫不逊色于全球金融危机，在短时期内就形成全球暴发的态势，很多国家和地区至今未能有效控制。从其传播范围和持续时间看，新冠肺炎疫情已经不能简单视为短期外部冲击，其影响正在朝着更加不确定和不可控的方向发展。

从新冠肺炎疫情暴发前35家机构对中国2020年经济增长的预测看，最大值为6.2%（华泰证券），最小值为5.5%（Davy Group），平均值5.91%。其中，国内19家机构的平均预测值为6.02%，国外16家机构平均预测值为5.78%，相差0.24个百分点①。国内机构对我国经济增长较有信心。这种经济增长预测上明显的“内外有别”，并不意味着对于当前我国宏观经济存有更多共识。由于2019年三季度触及了6%这一敏感的整数关口，国内关于宏观经济形势和政策的争论变得激烈起来。一场事关“保六”的争论逐步展开，其“实质是中国经济增长率是否达到了潜在增长率”（姚洋，2019）。

这场潜在增长率之争的双方可谓势均力敌。争论的一方认为，我国潜在增长率高于6%，当前经济增长低于潜在增长率。立场最显明的是张立群（2019）。他认为，我国的潜在经济增长率仍然在8%以上，即使增长率达到8%，也不会出现通货膨胀。目前我国经济增长率显著低于潜在增长率，处于非常

* 汤铎铎，中国社会科学院经济研究所，邮政编码：100836，电子邮箱：duo_duo0405@sina.com。本文是中国社会科学院经济研究所宏观经济分析课题组的阶段性研究成果，课题组负责人汤铎铎。参加讨论的还有黄群慧、张晓晶、张平、常欣、刘煜辉、张磊、钱学宁、李成、刘学良、王佳、张莹、陈汉鹏、刘磊，李正、郭建成为本文做了部分数据收集工作，特此致谢。感谢审稿人的意见。当然，文责自负。

①据作者不完全统计。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

严重的通货紧缩格局。姚洋(2019)和余永定(2019)虽然没有给出具体数字,但也坚定认为我国潜在增长率高于6%,当前的增长已经低于其潜在水平。刘伟、范欣(2019)的测算结果是,我国潜在增长率2015—2020年为7.63%,2021—2025年为7.29%。争论的另一方则认为,我国潜在增长率低于6%,当前经济增长仍然高于潜在增长率。刘世锦(2019)指出,我国2020—2025年的潜在增长率在5%~6%之间,这种增长阶段转换是符合规律的。而且,未来我国要保持5%以上的增长速度,其实很不容易,难度相当大。中国经济增长前沿课题组(2019)的测算表明,2019—2023年我国的潜在增长率为5.7%。徐忠、贾彦东(2019)的测算结果是,我国潜在增长率2019—2024年为5.5%,2025—2029年为4.6%。

2019年欧洲也暴发了一场潜在增长率之争,其激烈程度更甚于我国的"保六"之争。争论的双方是欧盟委员会和意大利。欧盟委员会对意大利经济的评估显示,其2019年和2020年的产出缺口分别为GDP的-0.3%和-0.1%,表明经济增长只是略低于其潜在水平,没有实施财政刺激的空间。但是,2019年意大利的失业率为10.9%,年轻人失业率更是高达30%,经济处在一种准危机状态。这种强烈对比使得欧盟委员会遭受很多批评,有人甚至发起了名为"反对无意义产出缺口"的社交媒体运动(campaign against "nonsense" output gaps, CANOO)(Heimberger,2019)。这场争论其实是欧盟和意大利有关债务和公共预算冲突的续篇,由于牵涉潜在增长率和产出缺口测算,使得相关概念和方法再次被严格检视①。确实,一旦与政策制定相联系,经济理论和经济度量就有了力量,但这种力量不能被滥用。Tooze(2019)尖锐地指出,欧盟委员会的产出缺口估计就是利用经济学的技术手段来追求政治目标。

无论是我国的"保六"之争,还是欧洲的"反对无意义产出缺口"运动,对施政者而言,其症结都在于对经济下滑性质的认定。从现代宏观经济理论视角看,经济下滑可能是潜在产出下降造成的趋势性下滑,也可能是周期性因素导致的短期下滑。不同性质的下滑对应不同的产出缺口,不同的产出缺口对应不同的政策选择。错误认定导致错误政策,而错误政策往往代价巨大。比如,如果将潜在产出下降错认为周期性因素而采取扩张政策,其结果可能是通货膨胀失控,也可能是低利率和高杠杆的棘手组合(Bakker,2019);如果将周期性因素错认为潜在产出下降,不够宽松的宏观经济政策会加剧经济恶化,藉由自我强化的反馈回路,甚至导致潜在增长率下降的自我实现,从而损害长期增长(Heimberger & Kapeller,2017;Fatás,2019)。

遗憾的是,关于潜在产出和产出缺口的测度,现代宏观经济理论并没有提供简明的操作规范。相关理论基础并不坚实,度量标准也远未统一。即使是专业人士有时也对潜在产出有着不同理解,不同方法、不同机构测算的产出缺口有时更是相去甚远。导致欧、意之争的主要原因是菲利普斯曲线的平坦化,也就是说,高失业并没有伴随高强度的通货紧缩。因此,争论的本质就是在潜在产出估算中,以致在政策目标考量中,到底是失业重要,还是通胀重要。意大利主张前者,欧盟则主张后者。这有些像Okun(1962)和Friedman(1968)之争,有点"复古"的意味。导致我国"保六"之争的原因和欧洲、意大利之争有相同之处,那就是菲利普斯曲线平坦化,价格没有提供明确的政策信号(汤铎铎、张莹,2017)。不过,我国和意大利的不同之处在于,劳动力市场也没有发出明确信号。因此,我国"保六"之争背后已经不是简单的通胀通缩、就业失业,而更多涉及资产价格和信贷/债务;政策建议也不仅是货币和财政政策的松紧,而是涉及去杠杆和防风险政策是否过度(姚洋,2019;彭文生,

①欧盟的财政监督从《马斯特里赫特条约》(简称《马约》)(财政赤字/GDP不超过3%、政府债务/GDP不超过60%)发展到所谓"第二代财政规则"。新规则强调结构性赤字的中期目标,即从总赤字中扣除周期性赤字后的所谓结构性赤字,不能超过GDP的0.5%。如果违反以此为基础的预算目标,那么相关政府必须实施财政整固(fiscal consolidation)。周期性赤字和结构性赤字的认定取决于产出缺口。如果产出缺口估计为较大负值,则实际财政赤字中只有一小部分被评估为结构性赤字,这意味着政府不需要实施财政整固。反之,如果产出缺口估计的负值较小,那么实际财政赤字的很大一部分会被认为是结构性赤字,政府必须通过财政整固予以解决。因此,与《马约》简单规定数值门槛相比,"第二代财政规则"更加依赖于潜在产出和经过周期调整的财政平衡概念,困难从粗糙的名义数值转变为如何处理潜在产出的"不可观察性"(Buti et al,2019)。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

2019)。既然通胀和就业没有提供明确政策信号,那金融因素就自然而然地进入相关讨论,使得这场争论更为"现代"。在宏观经济分析中引入金融因素,这已经是后危机时代的共识。

二、潜在产出:从均衡到可持续

(一)潜在产出:理论基础和政策信条

目前流行的潜在产出概念,大致有两个理论来源,即Wicksell(1936)的自然利率概念和Friedman(1968)的自然率假说。最终完成的现代版是所谓"新新古典综合"(Goodfriend & King,1997)或"新维克塞尔主义"(Woodford,2003)①。其核心思想是实体经济均衡决定了自然利率和自然失业率,此时的产出水平就是潜在产出。实际产出偏离潜在产出后,价格会率先反应,出现通胀或通缩。价格恢复稳定,意味着实体经济重回均衡。实际产出偏离潜在产出的原因,来自货币幻觉或价格刚性,而这都是暂时的。货币政策的作用就是被动或主动地去适应实体经济,不要让自身成为波动的来源;通过采取某种形式的数量规则或利率规则来稳定价格,从而让利率水平趋向自然利率,产出水平趋向潜在产出。

这一框架下的政策信条非常简单,也通过媒体和教科书获得了广泛传播。在实际产出高于潜在产出,存在正的产出缺口时,会出现通货膨胀,要采取紧缩政策;在实际产出低于潜在产出,存在负的产出缺口时,会发生通货紧缩,要采取扩张政策。宏观经济政策的主要目标是价格稳定,因为价格稳定即意味着实体经济均衡。实际上,20世纪80年代以来,很多政策制定者都认为,价格稳定是唯一需要关注的目标。20世纪90年代成立的欧洲央行,就一直奉行所谓单一使命。这意味着当通胀目标实现时,其他目标也会随之实现。比如,随着通货膨胀的下降,实体经济就会消除过热;随着通货紧缩的改善,失业率就会随之下降。这就是价格变动和产出缺口之间的替换,即菲利普斯曲线关系。这种均衡论让宏观经济学从高度政治化的学科向更加中性的方向转变,由于具有相对明确的目标和规则,宏观经济政策可以适当委托给经济学家和技术官僚(Congdon,2008)。

然而,全球金融危机之后,这种以实体均衡、货币中性为基础的潜在产出框架,面临越来越严峻的挑战。欧洲、意大利之争使得双方迟迟无法就预算案达成一致,增加了欧洲经济的不确定性。同情意大利的一方不仅攻击欧盟的估算结果,也开始质疑潜在产出概念框架本身。在我国的"保六"之争中,经济学家也开始对潜在产出概念本身提出质疑,试图避开这一框架来探讨宏观经济问题(余永定,2019)。总之,对于潜在产出概念和所谓自然率假说,经济学家的信念出现了明显动摇:既坚信该假说仍是检验理论的试金石(Mankiw & Reis,2018),也对难以解释的通胀行为困惑不已(Hall & Sargent,2018);既认为该假说仍是中央银行制定政策的默认基准,也强调要保持开放心态,对其他选择给予足够的重视(Blanchard,2018)。

(二)菲利普斯曲线平坦化

后危机时代,潜在产出框架已经不能很好地解释经济现实,这一点变得越来越明显。公众对经济状况和宏观政策的疑惑与日俱增,理论界的争论越来越激烈,政策制定者往往进退维谷。对整个概念框架的质疑主要源于两方面的事实:一是通货膨胀降低和菲利普斯曲线平坦化;二是利率水平的长期下滑。

通胀水平下降始于20世纪80年代,出现在以美国为主的发达经济体,也就是所谓大稳定时期。经过1980年代的下降之后,主要发达经济体的通货膨胀率普遍保持在低位狭窄区间,出现了所谓菲利普斯曲线平坦化的趋势。图1是美国、日本、英国和欧元区的通货膨胀率和失业率散点图。从通货膨胀率看,美国核心PCE大致落在1%~3%的区间,日本核心CPI大致落在-2%~2%的区间,英国核心CPI和欧元区调和CPI(HICP)都大致落在0%~4%的区间。从失业率看,日本在3%~

①其实目前更多地被称为新凯恩斯主义,不过这可能是最不恰当命名,因为其思想内核远远偏离了凯恩斯的理念,而更加贴近货币主义和新古典主义。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

6%区间,美国和英国在3%～11%区间,欧元区最高,在7%～12%区间。欧元区的这种通胀失业组合,是出现欧洲、意大利之争的症结所在。如图1所示,美国的回归趋势线几乎就是2%的水平线,日本和欧元区仍是负斜率,不过比较平坦,英国则出现了轻微正斜率。美联储前主席伯南克认为,除了经济结构变化和好运气以外,这一现象可能也得益于好的货币政策(Bernanke,2004)。与伯南克的严谨和克制不同,大稳定时期弥漫着对宏观经济理论的赞叹和对宏观经济政策取得成功的乐观。

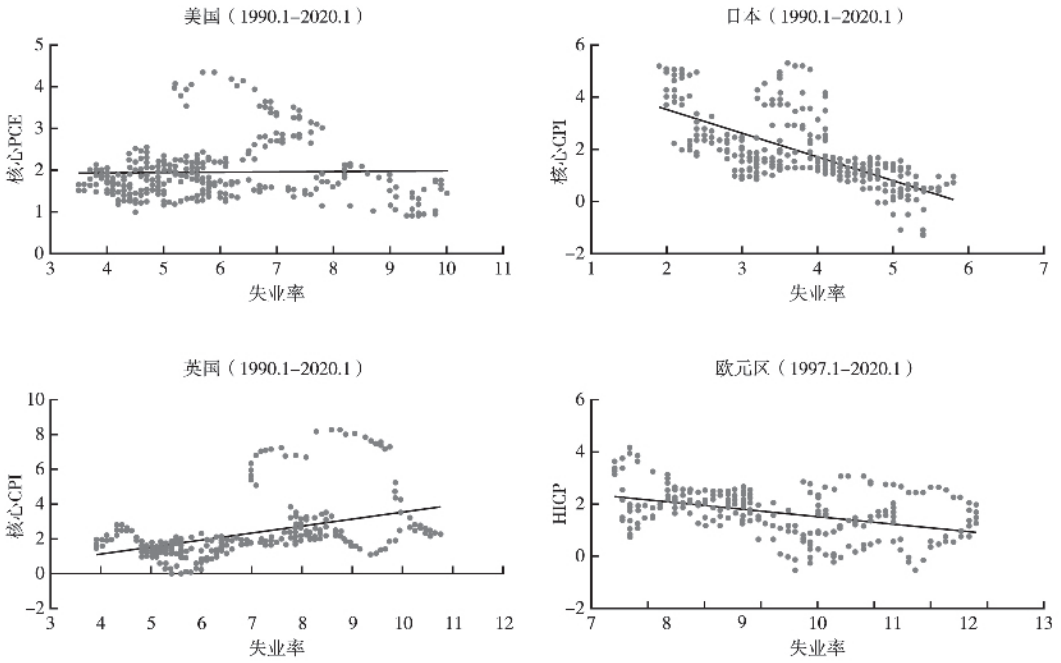

图1 美国、日本、英国和欧元区通货膨胀率和失业率散点图(%)

数据来源:fred stlouisfed org。

全球金融危机打破了这种乐观氛围,也改变了经济学家对大稳定时期的看法。很多研究都指出,20世纪50年代以来,全球经历了巨大的金融化浪潮,发达经济体宏观杠杆率(债务/GDP)飙升至前所未有的水平,使得经济周期与金融变量之间的相关性越来越强。Jordà et al(2017)的长时段面板数据研究显示,高杠杆使得经济周期的波动性降低,但是负偏度提高,或者说,高杠杆造成更低的波动性伴随更严重的尾部事件。信贷膨胀可能有助于消除更多常规的小扰动,但会使经济暴露在更大的罕见崩溃之下。Adrian et al(2019)的研究发现,GDP增长的整体分布是随时间变化的,分布的左尾与金融环境宽松正相关。也就是说,宽松的金融条件增加了未来增长的脆弱性,使得政策制定者面对改善当前金融状况与抑制未来金融脆弱性的跨期权衡。

以上研究的核心价值在于,人们发现金融变量蕴藏着关键的未来产出信息。与此相反,菲利普斯曲线平坦化意味着,通货膨胀对于实体经济变动越来越不敏感,其所包含的未来产出信息在下降。货币政策使得通货膨胀以致实体经济稳定运行,这当然是好的。然而,如果这种稳定运行可能会被突然的金融崩溃所打破,那这种政策就难言成功。如果当下的成功是以未来的脆弱为代价,说明整个政策分析框架遗漏了重要变量。从这个意义上讲,虽然可以利用计量技术的成功拟合,宣称菲利普斯曲线仍然存在(如Hooper et al,2019),但是,菲利普斯曲线在经济预测和政策考量中的重要性已经明显下降,这毋庸置疑。价格稳定不是经济稳定的充分条件,在高杠杆经济体中,金融因素也扮演重要角色。

(三)低利率的挑战

如果说我国目前面临的主要难题是如何判断经济下滑的性质,那么主要发达经济体目前面临的主要难题则是如何判断利率下滑的性质。图2显示的是美国、日本、英国和欧元区10年期国债收益

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

率。目前日本和欧元区已经是负值，英国低于0.5%，美国在2020年2月底股市大跌后开始迅速向1%逼近，在3月3日美联储紧急降息后首次跌至1%以下。全球负利率债券2019年一度达到17万亿美元的规模。各国政策利率也都处在前所未有的低位。日本和一些欧洲国家已经尝试了负利率政策，英国2020年3月11日将基准利率从0.75%降至0.25%。经过此前三次降息后，2020年3月降息前美国联邦基金利率为1.75%，高于10年期国债收益率。因为新冠肺炎疫情扩散和美股大跌，美联储在2020年3月3日紧急降息50个基点后，又在3月16日再降100个基点，联邦基金利率降至0至0.25%区间。

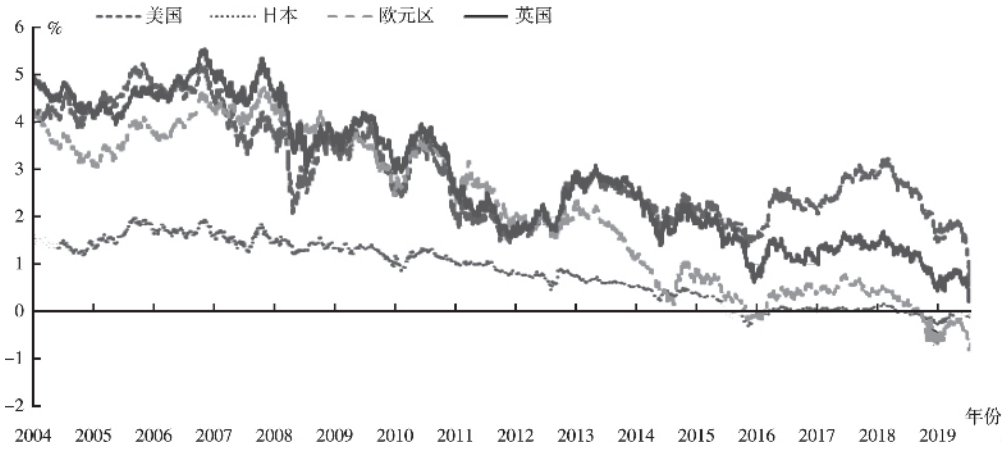

图2 美国、日本、英国和欧元区10年期国债利率

数据来源：Wind。

全球利率水平的长期下滑引发很多研究者的关注。从实证研究的角度看，利率在中长期将持续保持低位甚至继续下滑已经成为共识。Gourinchas & Rey(2019)用现值法分解了全球消费与财富比率的长期波动，表明这一比率可以预测全球实际无风险利率的走势。其估计表明，全球实际利率很可能在未来较长一段时间内继续保持在低位或负值。Schmelzing(2020)借助档案和各种印刷资料，重建了14世纪以来的全球实际利率，涵盖了占78%产出的发达经济体。结果表明，虽然经历了不同的财政和货币制度，中间也会有上下波动，但是全球实际利率总体上并不"稳定"，而是呈现出以每年0.6～1.6个基点下降的长期趋势。因此，目前的这种下滑并非向下偏离了稳定趋势，而只是重新回到了几百年来的下降趋势，未来全球利率很可能继续滑向负值区域。

从理论研究的角度看，很多经济学家将此视为均衡利率或者说自然利率的下降，但也有经济学家提出不同意见。目前比较有代表性的理论是"长期停滞说"和"金融周期说"①。很多均衡模型的估算结果表明，目前的均衡利率已经在零以下，由于存在所谓零利率下限(zero lower bound，ZLB)或有效利率下限(effective lower bound，ELB)，这就为货币政策实施带来很大困难；同时，低利率和负利率以及货币政策的新工具将如何影响金融稳定，仍然需要通过更多研究来揭示(Cecchetti et al，2020)。总体而言，目前还没有出现严谨一致的理论框架，能够对当前的全球经济困局做出令人满意的解释。

从宏观经济政策角度看，实践总是领先于理论。各国央行早已开始各种货币政策新工具的探索，比如量化宽松和前瞻指引，以及贷款融资计划(funding for lending scheme，FLS)、收益率曲线控制和负利率。据Bernanke(2020)估计，量化宽松和前瞻指引可以产生相当于降息3%的作用，这就大大扩充了货币政策空间。美联储在2020年3月16日除了紧急降息之外，还同时启动一系列补充政策，包括7000亿美元的新一轮量化宽松(QE4)，将贴现窗口中的一级信贷利率下调150个

①汤铎铎等(2019)有详细介绍，此处不赘。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

基点至0.25%,以及将存款准备金率降至零。低利率和疲弱的经济为财政刺激大开方便之门。以发达国家为样本,Auerbach & Gorodnichenko(2017)发现,在经济疲弱的时期,政府支出冲击不但不会导致宏观杠杆率和借贷成本持续上升,反而可以提高财政的可持续性。Blanchard(2019)指出,低利率增强了公共债务的可持续性,因为此时公共债务不仅没有实质性的财务成本,而且也只有有限的福利成本。在新型冠状病毒肺炎疫情出现全球蔓延的情况下,各国纷纷启动了财政刺激措施。

(四)从均衡论到可持续观点

这种低增长、低通胀、低利率和高杠杆密切相关,还叠加收入分配和财富分配恶化(如Auclert,2019)。面对这种"高低不平"的经济困局,均衡论的潜在产出框架已经很难提供令人满意的解释。同时,技术官僚也已经不足以应对这种复杂局面,公众和政治家会通过各种途径,越来越多地介入宏观经济政策制定和决策。美联储2020年3月3日和16日在市场和政府胁迫下无奈降息,正是这一现状的写照。

世事轮回,这种理论和政策上的重大转折,正是大萧条之后所发生的。欧美最终都是强势政治人物全面介入经济管理。二战结束后,宏观经济学是高度政治化的学科,经济学家负责提供选择并阐明后果,但无权在权衡中指定平衡点,选择权必须交给民众和政治家。当时的潜在产出概念并不是以严谨的均衡论为基础,而是建立在更加务实的平衡和可持续观点上。Samuelson & Solow(1960)指出宏观经济政策需要在失业和通胀之间权衡,虽然也强调了这只是短期关系以及预期的重要性,该文仍然时常被作为思想史的反面教材。Solow(1962)利用生产函数结合失业数据,估算了当时美国的潜在产出。Okun(1962)明确指出,宏观经济政策的目标是在更多产出和更加稳定之间选择一个平衡点。

Borio et al(2017)最近强调了潜在产出的这种可持续观点,并且估算了考虑金融因素的所谓"金融中性"潜在产出。理论最终要受制于现实,而不是相反。在目前的复杂局面下,需要更加灵活、务实的政策应对,而不能囿于既有的均衡理论框架。潜在产出概念也亟须反思和重新理解,原有框架已经无法适应当下的讨论。

三、稳定宏观杠杆率

(一)从去杠杆到稳杠杆

2019年底召开的中央经济工作会议,虽然没有直接提及"保六"问题,但是实际上已经对此做了全面回应。

首先,在经济治理方式的理论基础上,罕见地提到系统论,而不是现代宏观经济学。2019年中央经济工作会议公报指出,"必须从系统论出发优化经济治理方式,加强全局观念,在多重目标中寻求动态平衡。"平衡和可持续观点始终贯穿在我国近期经济治理的论述中,比如新发展理念中的协调,以及建设现代化经济体系强调的不平衡不充分。这说明我国政策制定者对潜在产出的理解更加偏向灵活、务实的可持续观点,而不是价格稳定的均衡论。

其次,金融稳定和金融风险将会一直是我国宏观调控关注的核心。会议公报"四个必须"中的最后一个再次强调,"必须强化风险意识,牢牢守住不发生系统性风险的底线。"

再次,通过三大攻坚战的次序变化和杠杆率问题的重新表述,展现政策的力度和方向变化。在三大攻坚战的论述中,防风险从第一变成最后,说明相关工作目标部分达成,暂时告一段落。会议公报指出,"我国金融体系总体健康,具备化解各类风险的能力。要保持宏观杠杆率基本稳定,压实各方责任。"去杠杆政策进入稳杠杆的新阶段,面对经济下行压力,逆周期调控的力度在增强。

从供给侧结构性改革五项任务之一的去杠杆,到金融去杠杆、结构性去杠杆,再到保持宏观杠杆率基本稳定,我国决策层对债务问题的认识过程和施政逻辑清晰可见。从最初对债务膨胀和"脱实

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

向虚”的排斥，到关注债务在金融和实体经济间的一体两面和杠杆在各部门之间的转移，再到最后认识到债务引起的脆弱性和风险是由市场经济和金融的本质决定的，不可能完全消除。简言之，化解债务问题的关键是可持续性，而不是完全消除。可持续就是保持金融和实体经济的平衡发展，完全消灭了债务也就完全消灭了实体经济的信贷资源。稳定宏观杠杆率，其实质就是保持金融和实体经济的平衡发展。

（二）我国宏观杠杆率

宏观杠杆率（债务/GDP）是目前衡量债务水平的最重要指标，得到各方普遍认可。理解宏观杠杆率，有以下三个层次（汤铎铎，李成，2018）：其一，实体经济债务直接对应金融部门资产，所以，宏观杠杆率高企和金融业膨胀是一个硬币的两面，宏观杠杆率也是金融发展程度的重要指标；其二，在高杠杆经济体中，经济周期形态会发生变化，在貌似平稳的增长和通胀组合后面，金融风险不断积累；其三，宏观杠杆率不断攀升的过程，既是金融业快速发展的过程，也是财富和资本急剧膨胀的过程，而财富膨胀有巨大的负面再分配效应。在我国，宏观杠杆率和许多问题密切关联，譬如房地产问题、地方债务问题、僵尸企业问题、银行坏账问题、社保缺口问题等等，最终都会体现为债务，从而在宏观杠杆率上有所反映（张晓晶等，2019）。因此，宏观杠杆率是观测经济和金融稳定的重要指标，也已经成为我国宏观调控政策关注的重要目标，具有非常重要的意义。

根据国家金融与发展实验室数据，2019年我国实体经济杠杆率为245.4%，比2018年上升了6.1个百分点。分部门来看，居民部门全年上升3.7个百分点，政府部门全年上升2.1个百分点，非金融企业部门全年上升0.3个百分点（见图3左图）。金融部门杠杆率，以资产方统计全年下降4.6个百分点（见图3右图），以负债方统计则上升0.2个百分点，总体趋于稳定（张晓晶、刘磊，2020）。如图3所示，从杠杆率增速看，本轮去杠杆一共持续了10个季度。实体部门杠杆率增速从2016年二季度的6.5%，下滑到2018年四季度的－0.8%，此后即开始回升。金融部门杠杆率增速从2016年一季度的16.8%，下滑到2018年三季度的－14.9%，此后即开始回升。金融部门领先实体部门一个季度。

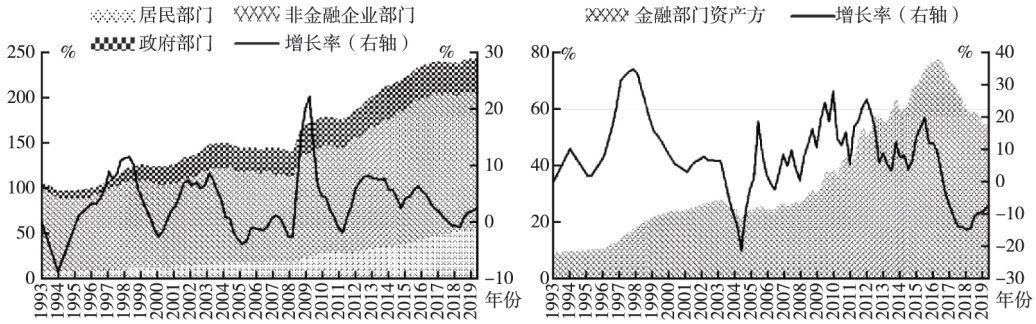

图3 中国宏观杠杆率

数据来源：国家金融与发展实验室。

（三）如何稳定宏观杠杆率

对于我国宏观杠杆率的高企，可以有多方面解释。张晓晶等（2019）总结了周期性、结构性、制度性和体制性四个方面的原因，并且认为体制性因素最为关键。不过，如果从最直接的相关性看，资产价格和利率水平与宏观杠杆率的关系最为密切。Juselius & Drehmann（2019）利用误差修正的VAR模型，发现了两组协整关系：宏观杠杆率和实际资产价格，宏观杠杆率和借贷利率。纪敏等（2017）分析了我国宏观杠杆率与资产收益率和资产泡沫的联系。汤铎铎、李成（2018）也注意到了我国非金融企业的杠杆率背离，与资产收益率下降和资产价格上涨相关。

图4列出了中国宏观杠杆率与两组利率及两种主要资产价格的对比。从图4上面两个小图看，宏观杠杆率和两种利率均存在一定的负相关。其中，与领先一个季度的贷款加权平均利率的相关系

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

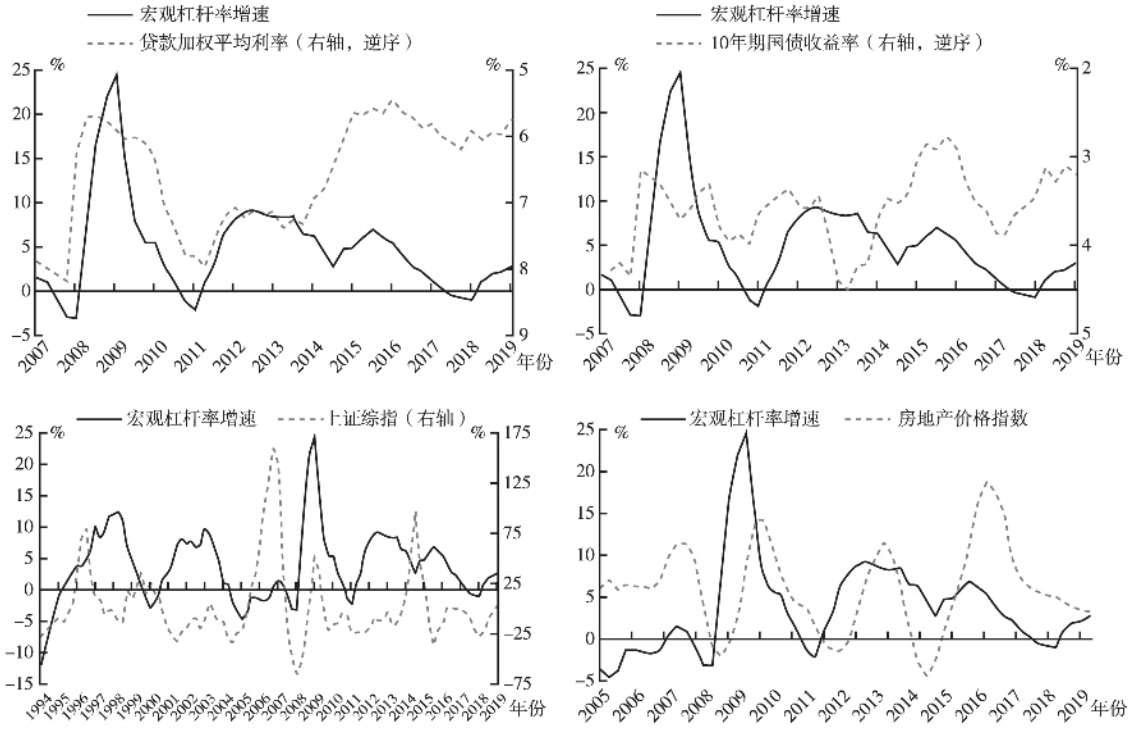

图 4　中国宏观杠杆率增速与利率、资产价格增速

数据来源:Wind。

数为-0.31,与领先两个季度的10年期国债收益率的相关系数为-0.25。从图4下面两个小图看,宏观杠杆率与股票价格的相关性不明显,在整个样本期内基本不相关。但是,宏观杠杆率和房地产价格则存在比较明显的正相关,当期宏观杠杆率和滞后两个季度的房地产价格指数的相关系数为0.39。

从图4还可以看到,从2014年一季度到2016年四季度,贷款加权利率下降了2个百分点,但是宏观杠杆率增速并没有出现相应上涨,可能的原因是同期房地产价格比较低迷。总体而言,近期数据显示,房地产价格是影响我国宏观杠杆率的主要因素,利率和股票市场的影响要小一些。通过简单计算可以发现,房地产价格平均每上升1个百分点,大致对应宏观杠杆率上升0.6个百分点。在样本期内房价一共上涨134%,宏观杠杆率则上升69%。

因此,稳定我国宏观杠杆率,最重要的还是要继续坚持"房住不炒"政策。在房价稳定前提下,股市波动对宏观杠杆率的影响并不大。只要不造成资产价格大幅上涨,降低利率一方面可以降低社会融资成本,有利于实体经济发展;另一方面可以减少债务利息支付,有利于债务的可持续。

(四)我国宏观杠杆率模拟和预测

2019年底的中央经济工作会议提出,要保持宏观杠杆率基本稳定,也要降低社会融资成本。在不考虑资产价格的前提下,本文对此进行情景模拟。假设通货膨胀率为π、实际经济增长率为n、实体经济部门债务的平均利率为i、实体经济部门杠杆率为z,以及扣除利息支付后实体经济部门净增债务占GDP比重为f,则有①:

$$z_t = \theta z_{t-1} + f \quad \text{其中},\theta = \frac{1+i}{(1+n)(1+\pi)} \tag{1}$$

可以用式(1)做情景模拟。显然,需要考虑的参数一共有四个,即通货膨胀率、实际增长率、平均

①推导过程参见李扬等(2012)或常欣等(2017)。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

利率和净债务占GDP比重。经济增长和通货膨胀如表1所示，假设GDP缩减指数维持稳定，经济增长受疫情影响会有波动。平均利率有两个情景，情景1维持在目前大约7%的水平，情景2每年降低0.5%，到2024年降到5%。净增债务占GDP比重采用过去20年的平均值(10%)。结果如表1所示。在降低社会融资成本取得成效的情景1中，宏观杠杆率平均每年增长5.4%，到2024年达到272.5%的水平。在社会融资成本不变的情景2中，宏观杠杆率平均每年增长7.9%，到2024年达到284.7%的水平。如果宏观杠杆率要维持在目前250%左右的水平，即使在降低社会融资成本取得成效的前提下，净增债务占GDP的比重平均也需要维持在每年6%的水平。从目前的经济环境看，难度较大。受疫情影响，我国2020年宏观杠杆率的预测值为259.9%，比2019年上涨10.5个百分点。这还是只考虑经济下滑，而没有考虑净增债务增加的结果。如果2021年净增债务占GDP比重增加到15%，那宏观杠杆率将达到264.9%，比2019年上涨19.5个百分点。

表1 中国宏观杠杆率模拟与预测(%)

年份		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
GDP增长率		6.1	3.0	7.0	6.5	6.2	6.0
缩减指数		1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
宏观杠杆率	情景1	245.4	259.9	263.6	267.3	270.3	272.5
	情景2	245.4	259.9	264.9	270.9	277.6	284.7

(五)我国宏观调控转型

2008全球金融危机暴发以后，我国的经济结构开始发生明显变化，经济发展逐步进入新的阶段。首先，随着工业化和城市化进程的放缓和接近尾声，我国经济增长从“结构性加速”进入“结构性减速”阶段(张平等，2012；袁富华，2012)，经济增长率从2007年的14.2%下降到2019年的6.1%；其次，我国的金融化程度迅速提升，出现金融业膨胀和金融体系复杂化，宏观杠杆率从2008年的141.2%上升到2019年的245.4%，在实体经济低波动下蕴藏着巨大的尾部风险(汤铎铎、张莹，2017)；再次，我国对外贸易增长出现明显下降，进出口总额占GDP比重从2006年的64.2%下降到2019年的31.8%，进出口差额占GDP比重从2007年7.5%下降到2019年的2.9%。

这意味着我国已经从信贷、投资和出口驱动的工业化主导的经济，开始迈向复杂金融体系、消费和内需驱动的创新和服务业主导的经济。这实际上也就是我国从高速增长阶段转向高质量发展阶段的基本涵义。在这一重要经济转型阶段，宏观调控框架的转型是必然的，也是根本性的，不同于此前的修修补补。由于我国和全球经济的同构性，即我国某种程度上也面临“高低不平”经济困局，我国目前更需要坚持重视金融稳定的可持续观点，而不是只注重价格稳定的均衡论。而在未来的宏观调控中，应该将宏观杠杆率置于更加重要的位置。

四、新型冠状病毒肺炎疫情对我国和全球经济的影响

2019年中央经济工作会议对2020年的预期并不乐观，会议强调：“当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。我们要做好工作预案。”2020年初暴发的新型冠状病毒肺炎疫情，再次印证了塔勒布(2011)的所谓“黑天鹅现象”——“我们的世界是由极端、未知和非常不可能发生的(以我们现有的知识而言非常不可能发生的)事物所主导的，而我们却一直把时间花在讨论琐碎的事情上，只关注已知和重复发生的事情。”

以2020年2月底为界，整个疫情发展可以分为两个阶段。第一阶段主要表现为疫情在我国集中暴发、快速传播和得到控制；第二阶段主要表现为疫情在全球快速蔓延。在第一阶段，疫情对我国经济产生较大冲击，并经由我国间接冲击其他经济体；在第二阶段，疫情扩散引发全球金融市场动荡，很多经济体遭受较大冲击，这又会反过来对我国经济造成间接冲击。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

在疫情发展的第一阶段,很多机构都调低了2020年一季度和全年的中国经济增长预测。表2显示的是从2020年1月29日到3月3日,国内外60家机构(国内32家,国际28家)的预测结果统计。机构普遍认为疫情属于典型短期冲击,主要影响集中在第一季度,对全年的影响尚属温和,疫后我国经济增长会迅速回归长期趋势。

从表2可以看出:(1)一季度48个预测结果平均值为1.93%,全年53个预测结果平均值为0.45%,也就是说,平均而言,机构认为疫情会让我国2020年一季度增长率下滑1.93%,全年增长率下滑0.45%;(2)机构预测再次显示出"内外有别",即国际机构比国内机构更加悲观,认为疫情的影响会更加严重;(3)所有分组数据都显示出中位数大于平均值,这意味着存在非常悲观的机构,其预测值偏大;(4)从预测时点维度看,所有分组数据的趋势线都略向右上倾斜,这表明随着疫情发展预测结果变得越来越悲观。

表2 国内外机构关于新型冠状病毒肺炎疫情对我国经济增长率影响的预测(%)

		预测数(个)	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差
2020年一季度	国内	27	0.5	5	1.64	1.4	1.05
	国外	21	0.4	6	2.3	1.75	1.5
	全部	48	0.4	6	1.93	1.5	1.31
2020年全年	国内	26	0.1	1	0.41	0.4	0.25
	国外	27	0.1	1.4	0.49	0.4	0.27
	全部	53	0.1	1.4	0.45	0.4	0.26

数据来源:作者整理。

国家统计局2020年4月18日发布的数据显示,我国2020年一季度GDP增长率为-6.8%。这一数值远低于大多数机构的预测。机构预测之所以出现如此大的偏差,主要原因在于疫情的持续性和传播力远超预期。一方面,很多机构都认为我国在3月份就可以控制疫情,实现复工复产,甚至出现"报复性消费";另一方面,机构也都没有预期到疫情会在国外蔓延,迅速形成全球暴发的态势。

疫情出现超预期的全球暴发,标志着疫情发展进入第二阶段。2020年2月26日,我国新增确诊440例,国外新增确诊459例,国外首次超过国内。此后,在我国新增确诊稳步下降的同时,国外出现了暴发性增长。疫情这种出乎意料地全球蔓延引发全球金融市场剧烈动荡。如图5所示,美国股市在2020年3月9日、12日、16日和18日四次熔断,道琼斯工业指数3月18日收于19899点,跌去特朗普上任以来的全部涨幅。用于衡量股市恐慌程度的CBOE波动率(VIX)也大幅飙升,最高触及84.83,已经非常接近2008年10月24日创下的89.53的峰值,说明恐慌程度已经与2008年金融危机之时相当。在美国以及全球股市出现恐慌下跌的同时,黄金和石油价格也出现剧烈调整。黄金作为避险资产一直维持涨势,但是自2020年3月9日美股熔断后出现大幅下跌,说明恐慌情绪蔓延使得美元流动性极度趋紧,经济主体开始抛售各类资产。在恐慌情绪缓解,黄金恢复升势甚至创出新高之际,国际油价却在需求萎缩和供给方博弈下继续大幅下滑,不断创出新低。芝加哥交易所WTI原油2005合约在交割日(2020年4月22日)结算价报-37.63美元/桶,出现了令人震惊的史上首次"负油价"。

新冠肺炎疫情的全球暴发和不断蔓延,使得各方迅速改变了看法。IMF(2020)已经视之为自1929-1933年大萧条以来最严重的危机,并将2020年的全球经济增长预测从3.3%下调至-3%,调降6.3个百分点。此次疫情使得政策制定者面临最为严峻和复杂的局面。首先,疫情是硬约束,经济政策必须紧跟疫情变化进行动态调整,任何无视疫情的政策必将遭受惩罚;其次,疫情导致需求和供给同时收缩,金融稳定也承受巨大压力,这要求政策制定者具备全面的掌控能力和协调能力;再次,在高度全球化的今天,如此严重的疫情亟须国际合作和协调,不仅是医疗和防疫方面,还包括经济政策方面,以保证国际金融环境和全球产业链的稳定。

自2020年1份疫情暴发以来,我国进行了积极努力应对,在疫情防控上采取了坚决果断的隔离措施,在经济上则以疫情变化为基础,有步骤地采取了多层次、全方位的扶助政策。与其他国家相

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

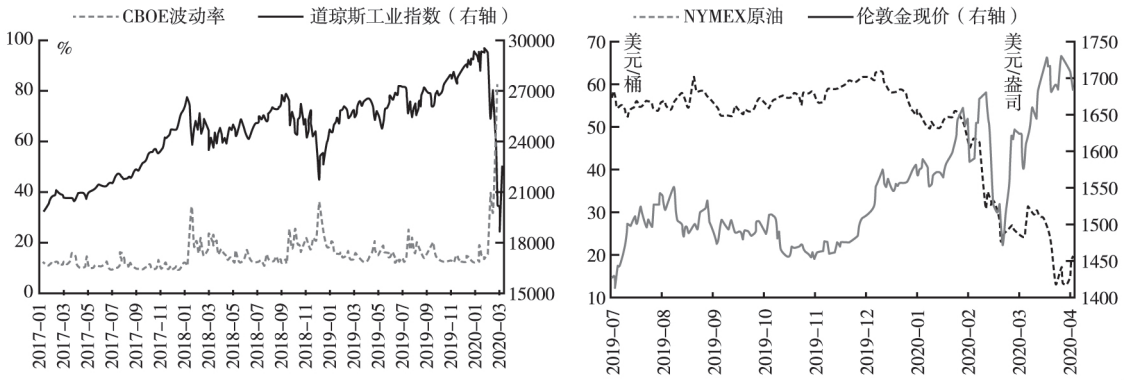

图5 全球金融市场动荡

数据来源：Wind。

比，我国的隔离措施更加严格和坚决，经济扶助政策则相对从容，如没有大规模现金发放来刺激消费。与2008年金融危机时期相比，我国此次的经济应对也相对克制，没有大张旗鼓地进行强刺激。到目前为止，我国的疫情防治和经济扶助政策取得了很好的效果。经济政策的从容和克制，很大程度得益于此前去杠杆和精准扶贫的积极推进，为经济政策预留了空间。其间，也有声音提出要适度放松房地产政策。但是根据前文测算，房地产对宏观杠杆率影响非常大，决策需要谨慎。这几年的“房住不炒”政策好不容易锚定了预期，如果政策改变了预期，可能最终得不偿失。

五、结束语

我国的“保六”之争和意大利的“反对无意义产出缺口”运动，对施政者而言，症结都是对经济下滑性质的认定。现代宏观经济理论利用潜在产出框架来分析这一问题。然而，在后危机时代，这一框架明显已经不能很好地解释经济现实。公众对经济状况和宏观政策的疑惑与日俱增，理论界的争论越来越激烈，政策制定者也往往进退维谷。

对潜在产出框架的质疑主要源于两方面事实，即菲利普斯曲线平坦化和低利率。研究表明，在金融化的高杠杆经济体中，金融变量蕴藏着关键的未来产出信息，相反，通货膨胀对于实体经济变动越来越不敏感，其所包含的未来产出信息在下降。如果看似稳定的经济运行被突如其来的金融崩溃所打破，那只能说明整个经济理论和政策分析框架遗漏了重要变量。

2019年中央工作会议对“保六”之争做了全面回应：首先，我国宏观调控秉持的理论原则更偏向可持续观点，而不是均衡论；其次，金融稳定是我国宏观调控的重要目标，宏观杠杆率是重要观测指标；再次，为了应对经济下行压力，政策基调从去杠杆转向稳杠杆。稳定宏观杠杆率，最重要的还是要坚持“房住不炒”。在我国，房地产价格对宏观杠杆率的影响要大于股市和利率，房地产价格每上涨1个百分点，大致对应宏观杠杆率上升0.6个百分点。

从其传播范围和持续时间看，新型冠状病毒肺炎疫情已经不能简单视为短期外部冲击，其影响正在朝着更加不确定和不可控的方向发展。借由金融渠道，疫情对实体经济产生了更大更持久的影响，我国经济也面临二次冲击。我国在进一步加大宏观经济政策对冲力度的同时，也要关注政策的跨期平衡，坚持稳定宏观杠杆率和“房住不炒”政策。未来要更加明确宏观杠杆率在宏观调控中的重要地位，设定宏观杠杆率目标，鼓励宏观杠杆率预测，引导社会关注和预期，甚至可以考虑将宏观杠杆率列为地方政府政绩考核目标。

参考文献：

常欣 张莹 汤铎铎，2017：《中国政府部门的债务风险》，载中国社会科学院国家金融与发展实验室编《管理结构性减速过程中的金融风险》，社会科学文献出版社。

纪敏 严宝玉 李宏瑾，2017：《杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验》，《金融研究》第2期。

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

李扬 等,2012:《中国主权资产负债表及其风险评估(下)》,《经济研究》第 7 期。
刘世锦,2019:《用刺激政策达到超过潜在增长率的增速是寅吃卯粮》,《新京报》12 月 7 日。
刘伟 范欣,2019:《中国发展仍处于重要战略机遇期——中国潜在经济增长率与增长跨越》,《管理世界》第 1 期。
纳西姆·尼古拉斯·塔勒布,2011:《黑天鹅:如何应对不可预知的未来》(中译本),中信出版社。
彭文生,2019:《潜在增长率和去杠杆》,12 月 15 日在 CF40 青年论坛双周内部研讨会"宏观政策是否应该更加发力以维持增长"上的发言。
汤铎铎 李成,2018:《全球复苏、杠杆背离与金融风险——2018 年中国宏观经济报告》,《经济学动态》第 3 期。
汤铎铎 刘磊 张莹,2019:《长期停滞还是金融周期——中国宏观经济形势分析与展望》,《经济学动态》第 10 期。
汤铎铎 张莹,2017:《实体经济低波动与金融去杠杆——2017 年中国宏观经济中期报告》,《经济学动态》第 8 期。
徐忠 贾彦东,2019:《中国潜在产出的综合测算及其政策含义》,《金融研究》第 3 期。
姚洋,2019:《反思去杠杆》,《财经》第 29 期。
余永定,2019:《经济增速已滑至 6%,该刹车了!》,《财经》第 28 期。
袁富华,2012:《长期增长过程的"结构性加速"与"结构性减速":一种解释》,《经济研究》第 3 期。
张立群,2019:《中国经济潜在增长率仍然在 8%以上》,《新京报》12 月 26 日。
张平 等,2012:《中国经济长期增长路径、效率与潜在增长水平》,《经济研究》第 11 期。
张晓晶 刘磊,2020:《NIFD 季报:宏观杠杆率》,国家金融与发展实验室研究报告。
张晓晶 刘学良 王佳,2019:《债务高企、风险集聚与体制变革——对发展型政府的反思与超越》,《经济研究》第 6 期。
中国经济增长前沿课题组,2019:《外部冲击、名义 GDP 收缩与增强经济体制韧性》,载于《中国经济增长报告(2018~2019)》,社会科学文献出版社。
Adrian, T. et al(2019), "Vulnerable growth", *American Economic Review* 109(4):1263-1289.
Auclert, A. (2019), "Monetary policy and the redistribution channel", *American Economic Review* 109 (6):2333-2367.
Auerbach, A. J. & Y. Gorodnichenko(2017), "Fiscal stimulus and fiscal sustainability", NBER Working Paper, No. 23789.
Bakker, B. B. (2019), "What happens if central banks misdiagnose a slowdown in potential output", IMF Working Paper, No. 19/208.
Bernanke, B. (2004), "The great moderation", Speech at the meetings of the Eastern Economic Association.
Bernanke, B. (2020), "The new tools of monetary policy", American Economic Association Presidential Address.
Blanchard, O. (2018), "Should we reject the natural rate hypothesis?", *Journal of Economic Perspectives* 32(1):97-120.
Blanchard, O. (2019), "Public debt and low interest rates", *American Economic Review* 109(4):1197-1229.
Borio, C. et al(2017), "Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle", *Oxford Economic Papers* 69(3):655-677.
Buti, M. et al(2019), "Potential output and EU fiscal surveillance", https://voxeu.org/article/potential-output-and-eu-fiscal-surveillance.
Cecchetti, S. G. et al(2020), "Monetary policy in the next recession?", Speech at the U. S. Monetary Policy Forum.
Congdon, T. (2008), "Two concepts of the output gap", *World Economics* 9(1):147-175.
Fatás, A. (2019), "Fiscal policy, potential output, and the shifting goalposts", *IMF Economic Review* 67(2):684-702.
Friedman, M. (1968), "The role of monetary policy", *American Economic Review* 58(1):1-17.
Goodfriend, M. & R. G. King(1997), "The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy", *NBER Macroeconomics Annual* 12:231-295.
Gourinchas, P. & H. Rey(2019), "Global real rates: A secular approach", BIS Working Paper, No. 793.
Hall, R. E. & T. J. Sargent(2018), "Short-run and long-run effects of Milton Friedman's presidential address", *Journal of Economic Perspectives* 32(1):121-134.
Heimberger, P. (2019), "'Output gap nonsense': Understanding the budget conflict between the EC and Italy's government", https://wiiw.ac.at/output-gap-nonsense-understanding-budget-conflict-ec-italy-government-n-386.html.
Heimberger, P. & J. Kapeller(2017), "The performativity of potential output: Pro-cyclicality and path dependency in coordinating European fiscal policies", *Review of International Political Economy*, doi: 10.1080/09692290.2017.1363797.

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

Hooper, P. et al(2019), "Prospects for inflation in a high pressure economy: Is the Phillips curve dead or is it just hibernating?", NBER Working Papers, No. 25792.

IMF(2020), *World Economic Outlook*, International Monetary Fund.

Jordà, Ò. et al(2017), "Macrofinancial history and the new business cycle facts", *NBER Macroeconomics Annual* 31:213—263.

Juselius, M. & M. Drehmann(2019), "Leverage dynamics and the real burden of debt", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, doi: 10.1111/obes.12330.

Mankiw, N. G. & R. Reis(2018), "Friedman's presidential address in the evolution of macroeconomic thought", *Journal of Economic Perspectives* 32(1):81—96.

Okun, A. M. (1962), "Potential GNP: Its measurement and significance", in: *Proceedings of the Business and Economic Statistics*, American Statistical Association.

Samuelson, P. A. & R. M. Solow(1960), "Analytical aspects of anti-inflation policy", *American Economic Review* 50(2):177—194.

Schmelzing, P. (2020), "Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311—2018", Staff Working Paper, No. 845, Bank of England.

Solow, R. M. (1962), "Technical progress, capital formation, and economic growth", *American Economic Review* 52(2):76—86.

Tooze, A. (2019), "Output gap nonsense", *Social Europe*, April 30.

Wicksell, K. (1936), *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, Macmillan.

Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundation of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.

Rethinking Potential Output: China's Macroeconomic Outlook in 2020

TANG Duoduo

(Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

Abstract: Both the debates on "defending 6%" in China and the Campaign against "nonsense" output gaps (CANOO) in Italy center on the understanding and measurement of potential output. The potential output framework, based on the equilibrium of real economy and monetary neutrality, was challenged by the flattening Phillips Curve and low interest rates, and began to shift from a rigorous equilibrium view to a flexible and pragmatic sustainability view. China's Central Economic Work Conference in 2019 gave a comprehensive response to the debate on "defending 6%". The principle of macroeconomic policy in China is moving towards the sustainability view, with financial stability as an important objective and debt to GDP ratio as an important observation index. After the global financial turmoil, the novel coronavirus can no longer be simply regarded as a short-term external shock. Its impact is increasingly uncertain and uncontrollable. While further strengthening expansionary macroeconomic policies, China still needs to adhere to the "house for living and not for speculation" policy and stabilize the debt to GDP ratio.

Keywords: Potential Output; Debt to GDP Ratio; Phillips Curve; Low Interest Rates

（责任编辑:何 伟）

（校对:陈建青）

(C)1994-2020 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net