

中国经济增长的潜力、政策选择与 2020 全球宏观经济形势展望*

王 勇 陆 挺 贾 坤 管 涛 殷剑峰 徐 高 余永定 张 斌
张德礼 余 明 罗志恒 范 为 姚枝仲 伍 戈 肖立晟 张 一

中国经济增长的潜力与政策选择

王勇（北京大学新结构经济学研究院）：

我的发言题目是《我为什么支持余永定教授增速保6的观点》。

支持“保6”有六个理由。现在大家对于“三去一降一补”供给侧结构性改革有很多反思，我们知道它的目标是好的，但实际执行效果呢？尤其是“去杠杆”，知道它是某种紧缩性政策，即便是通过减税降费的降成本，标准宏观经济学告诉我们的扩张性财政政策在中国的执行效果却变成了紧缩性。因为在去杠杆的条件下，税收收入不断下降，必然会导致政府投资更快地下降。因此我们看到大量投资流产，中途停止，经济下行时却还执行紧缩性的财政政策，这是不是不合适？所以我主张更应该在“补短板”这一点上做得更好一些。

黄益平老师引发了关于菲利普斯曲线平坦化问题的讨论，令人深受启发。教科书里拿来的通常都是发达国家的模型，但反思时会加入发展中国家的特点。比如说补短板，中国进口很多，有很大的产业升级空间，这时能不能多考虑一些进入？它是增量改革，增量扩张。

整个社会融资规模下降很快，基础设施投资下降得很快，这显然是紧缩性政策。要问的问题是怎样看待基础设施建设，怎样看待投资回报率。现在大部分研

* 2019年12月18日，由中国社会科学院世界经济与政治研究所主办，《国际经济评论》编辑部、中国世界经济学会承办的“2020年全球与中国经济展望与对策”研讨会在北京召开。与会者围绕全球经济和中国经济两个主题进行了讨论。刊发内容已经过发言者审定。

究估算投资回报率，算出总量，然后算出资本边际回报（MPK）。

但中国有不同的产业结构，传统采用的是总量经济模型，从技术角度来讲是假设生产函数的形式是外生给定而且随时间不变的。而从新结构经济学来看，我们认为总量生产函数的形式是内生的，内生于产业的构成和动态演化，而后者又取决于要素禀赋结构的动态变化，这些在我们发表的学术论文里通过构建数学模型已经做过非常详细的学术论证。总量生产函数是建构于禀赋结构，比如总资本、总劳动和最后总的附加值之间的函数关系。特别是对于中国这样的快速增长的国家，产业结构变动非常快，没有理由认为这个总量生产函数形式一定是稳定不变的。总量GDP快速增长，底层是产业升级非常快，产业的生命周期比较短，所以产业构成发生内生变化，总量函数形式就发生了变化。

在计算MPK、全要素生产率（TFP）的时候一定要考虑内生的总量增长函数形式的变化，否则就是思维偷懒，处理的时候认为发达国家和发展中国家仅仅有定量的区别，没有结构的差异。具体来看，如果生产要素在两个替代性产业之间发生转移，要素价格可能维持不变，换句话说，两个给定产业TFP本身没有发生变化，但只要有再配置的过程，就仍然有增长，但不会体现为价格上升。这可以是产生低失业率、低通胀的一个好的情形。

非常遗憾的是，现有的大量关于中国的宏观研究，都是用不讲产业结构的总量模型来估算资本回报率，估算TFP，这本身就值得商榷。这是我要说的最重要的一点。

考虑中国潜在增长率，到底潜在增长是多少，我自己没有做过定量研究，但可以定性分析。在标准的AS-AD宏观模型中，总需求曲线是从IS-LM曲线推导出来的，总供给曲线是从劳动力市场推出来的。如果有人认为中国因为刺激的财政政策使得GDP高于潜在增长率，那么理论上，价格应该会沿着曲线往上移，也就是应该观察到通胀。

如果说供给侧恶化，那么总供给曲线会往上移动，产出下降，价格上升。这是供给侧的变化。如果说是外因引起的需求变化，比如国际金融危机，负的总需求冲击使得总需求曲线左移，产量下降、价格下降，也就是通缩。相对产量的下降到底是供给的原因还是需求原因？两者对于价格的影响正好相反。如果现在的实际增长速度低于潜在增长率，模型推导的结果是价格会不断往下走，也就是说会有通缩压力。到底是需求不足还是供给侧导致的？可以观察价格的变化。

2019年之后价格在相当多时间内为负，特别是生产者价格指数（PPI）。如果

把消费者价格指数（CPI）里食品价格和能源价格去掉，发现CPI同比持续下降；近期CPI同比上行是由猪肉价格大幅上行导致的。所以现在面对的主要是通缩压力。价格表现为通缩，和总需求不足的反映一致。

目前全球许多国家经济都在下滑，很难说是一国的原因，其他没有体制性问题的国家也在下滑。不好判断多大程度上是中国引致的下滑，但我想说的是发展潜力的问题。做跨国比较时，中国大陆2018年的人均GDP是美国的20%，大概相当于1960年的日本，1987年的韩国。即便做简单的推理，日本在1960年之后还有很长一段时间的增長。中国目前还是一个穷国，不能因为体量大而给其他国家留下中国是富国的感觉。比较人均GDP，还在最下面，有很大的发展潜力，怎么可能说中国的潜力没有了？正因为看到了很多扭曲、低效率、不足，说明存在足够的产业升级空间，恰恰说明中国有潜力。当然潜力要转化为实际增长，还需要做很多，但不能因此认为中国增长潜力不够。

最后说基础设施。基础设施投资往下的趋势特别明显，估算基础设施的投资回报率是一个非常具体的研究，很多估算都只关注其局部收益，没有估算一般均衡效应下对经济带来的影响。引用新加坡南洋理工大学的研究，考虑一般均衡效应下对经济的影响，投资回报率是比较高的。在估算基础设施投资回报率时必须小心，而且要着眼于长期的回报率。特别是在当下，一批评产业政策，无论是产业中性还是产业非中性的公共品，都不算产业政策，这是非常大的错误。如果提供的公共品专门是某些产业特有的，为该产业服务的，那么本身就是产业政策的一部分。中国现在无论是5G还是一系列的新的产业形态、新经济，都具有很大的基础设施投资的空间。而且，即使对于传统产业，比如钢铁，钢铁总量层面存在大量的产能过剩，但同时中国还在从日本进口不能生产的高端钢。很多是结构性问题，要趁现在利率比较低的时候，进入本来就有短板、资本密集度上升空间大的产业。在产业层面，中国还有很大潜力，要促进企业进入更多新产业。

陆挺（野村中国）：

在数据样本不是很多、质量又值得商榷的情况之下，怎样做一个相对比较靠谱的分析呢？那就从经济学或者社会学中找天然的实验，但过去几年的实验一定要拨开迷雾，从表面的词汇中寻找真正发生了什么。比方王勇讲的，“三去一降一补”是收缩性的，去杠杆是2017年秋季开始的。“三去一降一补”是在2015年、2016年提出来的，那时候是狂飙突进，刺激需求，2015年6月股灾，实际上开始了新一轮对中国经济的需求刺激。

2014年以前，工业增加值和GDP基本同步移动；到了2014年、2015年、2016年以后，差别就很大了。实际上中国经济在2014—2015年下行幅度相当厉害。有官员不作为，后来有股灾，有“8·11”汇改，大量资本外流。但有一点是确定的，2015年6月份以后，中国政府采取了一系列刺激需求的政策，所谓“三去一降一补”中的“去库存”就是对房地产庞大的刺激。为了这个刺激动用了央行印钞，前后一共3.5万亿。动用了邮政储蓄的2万亿人民币，通过国开行和其他几个政策性银行分到地方，也就是当时的2万亿的专项金融债，刺激了地产，刺激了基建，彻底放开政府和社会资本合作（PPP）。2015年10月1日汽车购置税减半。实际上2015下半年到2016年那轮的刺激方式和2008年底、2009年有点相像，主要是刺激需求。

社融的官方数据在2018年10月份央行已经做了一些调整，加入了地方政府专项债。用央行自己的话来讲，过去这几年中国的宏观杠杆率基本没有上升，比较平稳。过去几年中国宏观经济（尤其2018年以前）是逐步下来、稳住“L”型复苏，宏观杠杆率得到了控制。实际上在我看来一个真相是：经过大落（2014年、2015年），大起（2016年、2017年），后面才有一些调控措施，比如去杠杆，又下来了。

从信贷角度来看，如果加入P2P、股权质押、债务置换、专项金融债、美元债中间的一部分，过去11年，2008年以来中国政府实行了三轮大的刺激。两轮是真的大刺激，2009—2010年和2015—2016年；中间有一轮小的是2012年，温州发生小型金融危机之后经济面临下行压力。实际上2015—2017年提供了经济学的天然政策实验，在庞大的需求刺激和信贷刺激之下，前置了很多需求。比如汽车的购置税减半实际上是前置了汽车需求。到2016年和2017年，比较巧碰到了全球经济的复苏，当然也许跟中国经济复苏本身有关。2016年和2017年中国实际GDP的增长速度基本上在6.7%和6.8%附近，我相信这个数字比较接近真相。

关于2014年和2015年中国GDP的增速。最近我看了姚洋教授写的文章，他引用了宋铮的一篇文章，也说了2014年、2015年的问题。这个政策实验告诉我们，在全球经济复苏比较热的背景之下，在中国动用了庞大的需求政策，在中国社融实际增长规模将近17%~18%的情况下，GDP增长速度是6.7%，在6.8%附近。现在实际GDP增速是多少？2014年、2015年的GDP增速是多少？是不是可以这样推断现在潜在GDP的增速究竟是多少？这是第一个问题。我的答案是：有可能还真没有6%了。

第二个要回答的问题是应该区分“潜在经济增长速度”和“潜在的‘潜在经济增长速度’”。以往大家讨论时对两者没有很好地区分，在讨论“潜在经济增长速度”时经常会说如果做了ABCDE这些改革，潜在经济增速“其实要高很多”这类话。实际上，潜在经济增长速度是当下的潜在增长速度，就是给定现在各种制度条件和资源约束，比较合理的经济增长速度，也就是不存在过热和过冷的情况。

当然，如果未来五年到十年之内中国能够推行很多改进效率的改革，好比是20年前推行的那些改革那样，把中国的经济增长潜力充分挖掘出来，后面的潜在增长速度确实可能企稳甚至更高。但是给定当前的各种约束，中国的潜在增速就在这个水平了，要客观面对这样的实际情况。不能因为理想中的潜在增速为6%甚至更高，就一定要“保6”，而且是通过大规模刺激去“保6”，这样逻辑就有问题了，这样大规模的刺激往往是得不偿失的。如果是理想中的潜在增速确实应该更高，而且达成共识应该用市场化改革的方法去稳定乃至提升经济增长潜力，那是非常值得欢迎的。

当年林毅夫老师提出来中国未来还能保持20年的8%的GDP增长，我记得林老师确实说过这个预测是建立在中国政府能够推行一系列改革的前提条件之上。林老师当时举了中国台湾、日本、韩国等经济体的例子，这些是二战以后除了能源国家以外从发展中经济体到发达经济体转变的最成功的例子。但也要看到过去100年或二战以后，绝大部分发展中国家后来并没有成为日本、韩国和中国台湾那样的发达经济体。所以不能说有这些好的例子，中国就一定会在未来20年保持高速增长，就能追赶上这些经济增长方面成功的典范。

作为中国人，我也希望中国经济能够保持中高速增长，但这中间是有很多前提条件的。满足这些前提条件，靠的是制度的改变，而不是在短期通过财政和货币政策一定要去达到8%，7%或6%。如果几年前谈保8%或保7%的时候，中央不惜一切代价要达成这个目标，过去几年需要什么样的货币和财政刺激政策？需要付出什么样的代价？中国现在的金融风险会有多大？我想今天应该庆幸中央当时没有一定要保8%或保7%，否则今天中国经济面临的金融风险会相当糟糕。同样的道理，今天是不是一定要“保6”？

最近学界和业界有关是否应该“保6”的激烈讨论，最后演变成了两个问题：一是在当前经济下行压力加大的背景下，应不应该加大逆周期调节的力度；二是中国潜在增长率究竟在什么水平，2020年和未来几年是否应该坚决把GDP

增速下限设在6%。针对第一个问题，我一直认为当前中国经济主要受内需下滑影响，经济减速过快，逆周期调节政策确实有必要，政府应防止经济增速过快下滑。针对第二个问题，“6%”不是绝对的下限，并非一个神圣的数字。中国经济潜在增速还在下行，以上一轮宽松周期的GDP增速来推算，目前潜在增速可能已降至6%以下。2020年经济增长目标可适度下调至“6%左右”，为低于6%的经济增速留下空间。目前逆周期调节是各方共识，所以第三个要讨论的问题是要珍惜已经不大的政策空间，合理设定逆周期调节的力度，提高财政主导下的投资效率，遏制这几年持续下行的资本回报率，不能因为增加财政投资而给市场带来太多扭曲。

我接下来说说为什么不能不惜代价“保6”。必须看到，对中国政府而言，在制定执行逆周期调节时，确实面临不少制约因素。中国信贷空间扩张的一个真正约束是经常项目。我们已经习以为常地认为中国政府有相当大的政策调控空间，但实际上，过去十年中连续三轮的刺激已经把政策空间用掉了绝大部分。2015—2017年那轮的宽松其实用掉了相当多的政策空间。

2019年中国经常项目顺差在1%左右，如果把误差项加进去，真正的经常项目顺差可能接近0。另外，中国海外的净资产规模可能不低，回报率却比较低，但必须要注意的是中国实际外债增加比较快。当一个国家经常项目顺差已经变得很小甚至没有时，刺激的空间就小了。当经常项目没有顺差时，如果要刺激，一般情况下都会出现逆差，这时只有两种办法弥补：消耗外汇储备或增加外债。实际上这两个办法都已经用上了。但外汇储备有一个3万亿美元的红线，现在已经非常接近了。接下来如果搞大的刺激，又想要守住这个红线，那唯一的办法就是增加外债。事实上中资企业的美元债已经从2014年的2000多亿美元快速上升到了将近9000亿美元，这个速度增长的外债是值得警惕的。

我不是说中国现在面临多大的风险，只是想说刺激空间客观上来讲确实比以前小了。限制宽松刺激空间的另外一面是不断下行的投资回报率。可以通过模型估算，使用各种各样的投资回报率，中国现在的投资回报率确实还比较高，尤其是考虑外部整体效应。但客观上来看，过去几年中国确实面临一个问题：投资回报率在下行。过去十年中国的固定投资占GDP的比例（投资率）稳定在43%~48%之间，实际和名义GDP增速却不断下滑。在投资率较为稳定的情况下，不断下行的经济增速反射出资本回报率的持续下降。

近年来资本回报率快速下行有四个相互关联的原因：一是城市基建开始成为

基建主力，而主导城市基建的地方政府面临软预算约束；二是地方政府融资平台在2015年后以PPP方式再次崛起；三是银行同业的崛起进一步软化了地方政府的预算约束；四是过去几年的货币化棚改将城市化重心转向中小城市，这和中国城市化、人口流动的大势相违背，导致较低的投资效率。

资本回报率下行带来了以下几方面的影响。首先是潜在GDP增速降低；其次是金融资产尤其是银行资产质量的下跌，以宽松货币政策为基础的扩张性财政政策所带来的刺激效果减弱，并增加系统性金融风险，缩小了下一轮政府扩张性政策的空间；最后是导致经常项目恶化，间接增加金融风险，这也会缩小未来政策空间。

王勇提到北京到上海的高铁，这确实是个很好的投资项目，但是否也应该知道还有兰州到新疆的高铁呢？还有在包头被停建的地铁呢？过去几年尤其是在很多三四线城市，随着货币化棚改的急速推进，由于中间缺乏市场机制，有不少房地产和基建投资的回报是很低的。所以我认为过去几年中国的整体投资回报率是下行的，这个下行的投资回报率一定程度上促使潜在经济增长下降，现在又缩小了政府的政策空间，因为政府不能确信放出去的货币是否有合理的去处，是否有合理的回报，是否会造成新的金融风险。其实我对这个问题没有那么悲观，因为现在政府对城市化和区域经济的思路有了较大的变化，从强调“城镇化”和均衡发展发展到促进中心城市和城市群的发展，我认为是非常正确的。

“保6”也涉及统计质量的问题。现在的实际经济增长速度要达到6%已经非常困难，如果政府非常强调保6%，在政策空间有限的背景下，会给统计部门带来非常大的压力，有可能导致中国宏观统计数字的质量进一步下滑。我认为近年来统计数字质量下滑已经给政府决策造成了一定困扰，我甚至认为2019年三四月份在政策上过于大的波动，实际上跟宏观数据的较低质量有一定关系。

最后说一点政策建议。我注意到中央政府已经密切关注资本回报率的问题，近年来的领导人谈话中多次提到“有效投资”。根据前面对过去几年资本回报率下行的分析，目前在加强逆周期调节力度的背景下，可以从三个方面着手来提高投资效率。一是在基建方面提升中心城市和城市群在拉动经济方面的地位；二是在房地产方面通过市场竞争的办法来优化土地和资金配置；三是适度逐步硬化地方政府财政约束。在宽松政策有限的前提下，将资金进一步集中到推进中心城市和城市群的基础设施建设上来，是当前增加有效投资和提高投资效率的最优选择。大城市具有规模效应和集聚效应，基建和房地产的投资回报较高；分工更为

复杂，除制造业之外，服务业也会产生大量就业；人口和人才集聚也有利于科研研发。在可预见的将来，年轻人必然加速向大城市流动。

贾坤（国务院发展研究中心发展战略和区域经济研究部）：

我主要讲四点。第一，总需求收缩是最近一轮经济增长减速的主要原因。第二，决定总需求边际变化的核心变量是出口，而不是消费或投资。第三，总需求不足将成为一个长期性问题，而不再是单纯的周期性问题。即便中美达成阶段性贸易协定、其他主要经济体经济增长复苏，中国的出口和总需求增长可能也将难以回到上一轮繁荣期的水平。第四，要从长期着眼来扩张总需求。

经济增长就像一部连续剧，有非常强的路径依赖性。当下看不太清楚的时候，倒回去多看几集可能就会更好地理解了。用中国GDP增速的5年移动平均来看，能够非常清楚地看到改革开放以来中国经济增长经历了三轮周期，“三上三下”。最近一轮经济下行从2008年开始。有些宏观研究把2012年或2018年作为最近的周期拐点。其实，2008—2012年是一段过渡期，它是内生于中周期变化的小周期，而不是一个独立的周期。

关于2008年以来的中国经济增长减速到底是结构性减速还是周期性减速，已有很多讨论。比如白重恩教授认为主要是结构性减速，他提出的论据是2008年以来中国TFP增速持续下降。但问题在于，TFP当中不光包括技术进步、配置效率，还包括周期性冲击、垄断能力等等，所以TFP增速下降可能反映的也是周期性问题。林毅夫教授认为减速主要是周期性因素，这是部分正确的。我赞同现在的主要问题在需求侧，但是总需求不足不等于周期性问题，现在的需求不足是一个长期问题。最近关于中国经济潜在增速的讨论也很多，其实学界已经有很多测算经济潜在增速的研究。但是不管是用时间序列滤波方法还是增长核算方法，都有非常大的技术性问题，测算结果并不可靠。

这种情况下，要判断经济下行的主要因素到底在于供给还是需求，其实可以用一个拇指法则：经济下行过程中价格水平和产能利用率是如何变化的？因为总需求收缩和总供给收缩，虽然都会导致产出收缩，但对价格水平和产能利用率的影响正好是相反的。在改革开放以来的三次下行周期中，第一次下行处于供给不足阶段，物价整体上并没有明显下降。20世纪90年代中后期的第二次下行，中国已经开始从供给不足转向需求不足，所以这轮下行伴随着物价剧烈下行。而在最近一轮经济下行中，除了由4万亿和供给侧改革带来的两段短期需求扩张以外，物价整体上是正在下行的。观察产能利用率也能得到同样的结论。所以这一轮

下行，需求不足是主要原因。

那么总需求不足，是“三驾马车”中的哪一驾出了问题呢？首先可以肯定，不是消费出了问题。从消费决定理论可以推演出一个结论：只要边际消费倾向随收入递增，消费增速的波动一定低于GDP增速的波动。也就是说，在经济衰退期消费会比GDP跌得慢，但在经济繁荣期消费也会比GDP涨得慢。所以，消费只能“稳增长”，但不能“驱动增长”。需求侧增长只能由投资或出口来驱动。

如果主要矛盾不在消费，那就只能是投资或出口了。2008年以来，中国的固定资产投资增速一直在降，而中国的出口增速是有边际变化的，经济和企业利润的增长与出口增速的边际变化高度相关。更进一步，以7年为周期滚动计算三大支出的增长贡献率与中国GDP增速的相关性，可以看到在2001年之前与GDP增长相关性最高的是投资，在2001年之后则变成了出口。过去一个流行的说法是中国增长是“投资驱动型”。这个说法在2000年之前成立，2001年之后就不成立了。中国从1978年开始改革开放，但真正转变为出口导向型经济体是在2001年加入WTO之后。

出口下降对中国GDP增速下降具有全局性的影响。在2002—2007年，净出口对GDP增速年均拉动0.7个百分点，2009—2018年净出口对GDP增速年均拉动-0.7%，两者相差1.4%。这还只是直接影响。除此之外，出口还会通过影响投资来影响总需求。投资主要包括制造业投资、房地产投资和基建投资三部分。首先，出口景气直接影响中下游制造业投资，这进一步会影响上游的制造业投资。其次，出口景气也影响居民收入，从而在中期影响房地产增速，如果没有2001—2007年的出口景气，后面的房地产景气不会那么迅猛。最后，出口景气还影响地方政府收入，从而在中期影响基建投资。

如果总需求的减弱主要是因为出口增速下降，那么出口增速下降的原因呢？有一种看法认为2008年以来中国出口增速下降与发展阶段变化也即人均收入提高、劳动力成本上升有关。但计算中国出口占全球出口的份额、中国出口相对所有低收入经济体出口的比例，发现2008年以来两个指标都在继续上升。也就是说，从2008年到现在，不管是人均收入比中国更高还是更低的经济体，出口增速都低于中国，所以中国出口增速下降与人均收入增长没有太大关系。

要分析中国出口增速下降的原因需要从全球最终消费格局的分析入手。投资是理解周期最重要的因素，但如果拉长来看，投资是未来的消费，所以理解全球的需求格局核心在于理解全球最终消费的格局。2001—2007年，高收入经济体占

全球最终消费的比重平均是81%，中国只有3.5%，其他所有发展中国家加在一起是15.4%。到2017年，虽然高收入经济体的消费比重有所下降，但依然高达66%，中国只有10%。而2018年中国占全球GDP比重在16%左右，制造业增加值占全球比重接近30%。所以，全球的消费大客户就是高收入经济体，中国很大一块投资是为了高收入经济体的消费而准备的。危机后高收入经济体的需求紧缩，是中国出口增速下降的主要原因。高收入经济体的需求紧缩，是因为国际金融危机后高收入经济体经历了二战之后程度最深、持续时间最长的一轮经济衰退。这当中，衰退最严重的是欧洲，欧洲占全球最终消费比重在过去10年缩水了1/3。

未来中国的出口还能回到曾经的增速吗？可能很难。首先来看中美关系变化的影响。中美贸易摩擦目前对中国的冲击其实很有限，因为出口的回旋余地很大。另外，2008年至今中国的出口增速的大部分降幅是在美国加征关税之前发生的。如果贸易摩擦冲击不大的话，中美达成阶段性贸易协定对中国的出口影响可能也是有限的。真正重要的是，未来中国的外部需求增长面临着多重长期不利因素的压制。首先是国际金融危机至今高收入经济体的结构性矛盾没有改观，甚至还在恶化。危机后美国经济在高收入经济体当中一枝独秀，但美国最近一轮的经济复苏质量很差，未来美国经济的不确定性很高，不排除甚至不应低估再出现一次危机的可能。

其次是2001—2007年的全球经济景气在可预见的未来难以复制。危机前的那一轮中国出口景气是由全球经济景气带动的，它不单纯是国际治理体系变化和全球化带来的，不是一个必然会出现的“常态”。这轮美好的景气有着极为特殊的真实需求的支撑，就是美国作为“全球的财政部”，在那段时间搞了大规模的支出扩张——在国内通过大规模信贷推动房地产投资热潮，在国际上发动了两场战争。斯蒂格利茨写了一本书《三万亿美元的战争》，两场战争的支出叠加乘数效应是极大的。2001—2007年的全球化和国际产业分工重组，一定程度上是美国为了支撑大规模的扩张支出有意无意推动的结果。在可预见的未来，美国很难再推动一轮类似规模的支出扩张——因为美国目前的财政状况已经不允许了，再打会造成美国财政崩溃，这也是美国极力避免对伊朗等国家动武的原因。

最后一个长期的压制因素，是中国的经济体量相比全球经济、特别是相对美国经济，已经发生了巨大变化。最近国际上有分析提出了中国经济具有“超大规模性”。我们对此进行了专门研究。经济超大规模性为中国的发展带来了强大竞争优势，但也会产生不利影响，最主要的就是中国的外需空间相对缩小了。

2002—2018年，按现价汇率折算美国相对中国的经济规模已经从7.4倍下降到1.5倍，相对规模缩小了5倍。给定贸易结构不变，中国出口增速要恢复到危机前的水平，需要美国的经济增速提升大约5倍，而美国在2002—2007的增速实际上只是2009—2018年的1.6倍。因此，即使美国和其他主要经济体恢复到危机前的经济增速，中国的出口增速大约也只能恢复到危机前的1/3。如果考虑中国产业结构变化带来贸易结构变化，中国服务业比重上升后，恢复出口增速会更加困难。

因此，结论就是中国经济的供需关系已经发生了根本性的、不可逆转的变化，从过去的供给不足转向了需求不足。未来，总需求不足将成为中国经济面临的长期挑战。

最后谈谈如何从长期着眼来扩张总需求。首先，依靠货币政策、降息降准，甚至降成本、减费降税，已经很难刺激投资了，国内外皆是如此。所以负利率政策可能会付出很大代价，但效果一定不如预期。为什么会这样？原因在于企业的投资行为逻辑。相比于消费和出口，目前我们对于企业投资的行为逻辑的理解还远远不够。投资的直接决定因素是投资的净回报率。投资净回报率等于投资总收益率减去作为机会成本的利率。理论上，提高投资总收益率或者降低利率，都可以促进投资，两者效果应该是等价的。但在实际中并不是这样，企业投资行为的逻辑，与散户炒股一模一样，就是“追涨杀跌”。我们所做的一项关于中国工业企业投资激励的研究发现，在经济景气度高、产品价格不断上涨的时候，企业宁肯借高利贷都要去扩张产能。反过来，在全行业产能过剩时，即使资金成本很低，企业也不会扩张产能，因为只要投资就会亏损。这种情况下，利率从8%降低到6%，甚至更低，都难以刺激投资。因此，在经济景气循环的不同阶段，企业投资对于预期收益率和利率的敏感程度是不一样的。这就是为什么在衰退期，降息降准没有太大作用，真正有用的是要通过扩张真实支出来增加企业收入。

未来要从长期着眼稳定需求增长，可以从几个方面着手。第一是要重构中国与工业化国家的产业分工关系。目前中国总体上与工业化国家是垂直分工关系，这种分工关系下中国的产业升级会冲击到工业化国家的产业发展和收入水平。把“大客户”搞死了，长期来看中国经济增长也是难以持续的。因此，中国与发达国家特别是主要国家的产业分工，要从垂直分工转向水平分工，这需要打造全新的、完整的产业链。中国作为大国有这个条件，小国是做不到的。转向水平分工之后对我们有一个极大的好处，就是产业安全性会大大提高，因为与外国不再是上下游关系了，就不用害怕外国的产品断供、技术制裁。

第二，加大基础研发投入强度。如果要转向水平分工，就需要点开新的“科技树”，要重新研发全新的产品，打造全新的技术进步和产业升级路径，实现这个目标最重要的是要提高基础研究投入强度。目前中国的研发投入强度并不低，超过欧盟国家的中游水平。但中国基础研究投入比重过低，现在仅为5%，与日本在20世纪70年代15%左右的水平还有很大差距。

第三，要降低资本产出比。大家对未来中国经济难以保持高速增长的一个普遍担忧在于，人口老龄化等因素导致储蓄率下降，会造成物质资本积累增速放缓。其实资本积累增速，除了与储蓄率有关，还与资本产出比相关。如果中国的资本产出能够降低到3倍左右，那么35%左右的资本形成率即可支撑7.5%的资本增长。现在中国的资本产出比是4倍左右，而日本、韩国是2倍左右，所以我们还有很大的改进空间。

第四，要深化供给侧结构性改革，推动下游制造业出清过剩产能。过去几年的供改推动上游制造业的供需矛盾极大缓解，但下游制造业民企比重较高，很难采用行政手段帮助快速出清，需要更多的耐心和更符合实际的方式。目前的一个认识误区是把企业救助绝对正确化，其实这就是“预算软约束”问题。在衰退期间救企业，可能救活了好企业，也可能把本该淘汰的企业留下。救到什么程度，取决于两类企业所占的比重。如果未来会长成大树的好苗子比例很低，该退出的企业比例很高，或者好苗子更加“耐旱”，就要避免过度救助。

最后是要稳定人口增长。只是补充一点，以上所有的政策都是系统性工程。比如稳定人口，落到政策层面面临着很多现实约束。稳定人口增长是大家的共识，再去研究人口有多重要意义已经不大。重要的是研究清楚稳定人口面临的那些现实约束如何解决，这样政策调整的机会就会大增。

管涛（武汉大学）：

第一，大家对于中国未来的经济走势和经济波动，有不同观点，讨论时不要预设前提，将很多情况描述为乐观或悲观。

第二，从中央经济工作会议的公告来看，稳增长和促改革并不是对立的关系，并非有你无我有我无你，而是兼顾的。公告里写得很清楚，18字方针专门加了三个字“保增长”，同时明确提出“坚持稳字当头”。但是，更多强调的是怎么样稳，是通过强刺激还是通过改革和调整的方式稳？所以，中央经济工作会议强调要把宏观调控贯彻到供给侧结构性改革里，要破除体制机制的障碍来激发主体的活力。并不是说不稳，肯定还是要采取措施，只不过不是过去的传统方法，

把改革放在一边。

在中国，处理政府和市场的关系上，总体还是政府干预较多，而市场的成分太少。我们要避免在稳增长的过程中走回头路。其实现在影响企业家信心的不是政府有没有政策刺激，更多是政策反复无常，变来变去，一会儿热一会儿冷。稳增长的时候，大家一哄而上，集体送温暖。一说调控了，一紧缩，就是一刀切运动式的。包括现在的猪价问题，不光是瘟疫这种自然灾害，也有供给侧的冲击，这个是关键。

最后一个，预案比预测重要。无论保不保这个增长速度，都是有利有弊。或者说，刺不刺激也是有利有弊。所以，中央提出，鉴于风险点很多、不确定性较多，要做动态评估、做好预案。这就是讲，无论采取哪种政策选择，一定要清楚希望得到什么，准备付出什么代价。在这个过程中，要随时动态评估进程，然后及时调整政策力度。这样才能保持政策的内在逻辑一致性。也就是说，政府保持战略定力，才能给大家信心。如果政策老是变来变去，政策跟着舆论转，美林时钟变成美林风扇，反倒是大家也受不了。

殷剑峰（对外经济贸易大学金融学院）：

讲一个看起来很长期的问题，实际上面临的很多问题都是因为人口老龄化。

原本认为人口是一个最慢的变量，但现在看起来是一个非常快的变量。看中日韩1960—2018年的潜在增长率，或者说是趋势。中国在2018年潜在GDP增长率掉到了6%，而相同情形的出现，日本是在1971年，韩国是1998年。

增速掉到6%之后，媒体说的是中国经济总量很大，自然会下滑。这完全是外行说的话，增长理论讲得很清楚，经济增长率往下收敛是随人均GDP增速减慢，而与规模无关，规模产生的是规模经济效应。中国增速掉到6%时，人均GDP不到8000美元。而国际比较发现，按照2010年的美元实际价格，日本在1971年掉到6%时是19000美元，韩国是12000美元。日韩的人均GDP都比中国高很多，相当于是进入发达经济体后增速才掉到6%。

中国在人均GDP这么低的水平增速掉到6%，与韩国、日本不同，原因何在？很显然中国还没有完成城市化率，按说应该还会有基建投资带来的高增长，但为什么没有了？看老年人抚养比的指标，日本、韩国掉到6%时，老年抚养比只有10%和9%，中国是15%。

最近西方经济学界的热门话题是长期停滞，1938年美国经济研究会（AEA）主席艾尔文指出：大萧条开启了一个持久失业和经济停滞的时代。话题从1938

年以来到2013年，美国前财政部长萨默斯的讲话很有意思，为何新常态是停滞？一直到2019年，萨默斯又发表了一篇文章，问题的核心就是人口老龄化，人口老龄化造成了意愿储蓄的上升和意愿投资的长期下降。

为什么会有长期停滞呢？我比较了日本和发达经济体潜在的经济增速，可以看到日本差不多从20世纪80年代末潜在增速持续下降，长期低于发达经济体潜在增速平均水平，这是从供给侧来看。

从需求侧来看，比较日本、德国和美国的名义GDP，到2018年日本名义GDP比1995年还要萎缩。观察总国民支出、家庭消费、政府消费和资本投资，萎缩最大的就是投资，长期停滞从供给侧来看是潜在增速的持续下滑，从需求侧来看是投资需求的剧烈萎缩。投资需求为什么不足？一方面取决于融资的利率，另一方面取决于MPK。王勇用结构模型解释了很多。但在我看来，计算MPK很简单，投资一个单位，无论整个经济体是什么结构，看有多少产出。日本从20世纪80年代，特别是1990年泡沫经济危机之后MPK在持续下降，投资率也持续下降。由于经济增长取决于MPK和投资率，所以结果就是长期停滞。

什么原因造成长期停滞？老龄化是最关键的因素。现在整个发达经济体老年人抚养比都非常高，日本2010年大概只有30%多，三个年轻人养一个老年人；到2018年是46%，两个年轻人养一个老年人。中国虽然目前很低，但未来前景堪忧，有机构预测到2024年，主要经济体中只有美国是人口正增长。

老龄化不仅从供求两侧压低经济增长，还压低了利率水平，为什么现在零利率、负利率？关键取决于MPK，如果MPK不断下降，那就决定了整个经济体的利率上限必然不断下降，同时压扁收益率曲线。这对中国经济影响很大。

另外一个是中国特色，过去十年来中国M₂的增速持续下降。原因很简单，从银行负债端来看，随着老龄化居民储蓄率不断下降，存款必然下降；从资产端看，银行对企业贷款随着投资率下降而不断下降，M₂随之下降。而整个M₂下降反映了现在银行业非常困难的经营现状，负债端要拉存款，投资端要找资产。

老龄化的第四个影响是资产价格面临重大转折。从日本和美国的案例来看，日本1990年泡沫危机，当年人口结构发生了转折，劳动年龄人口占比开始持续回落；2007年美国次贷危机也是如此，实际上还有其他国家。

老龄化影响的第五个方面是财政。观察日本1998年和2018两个年度的财政支出结构，财政支出上行最快的是社保；观察政府杠杆率，财政支出压力上升，政府杠杆上升，这是不可避免的结果。

为什么中国GDP在2010年之后持续下滑，2012年十八大之后投资率也开始下降？这和当年日本的情况完全一样。2010年劳动年龄人口占比达到顶点，实际储蓄率和实际投资率攀上新高，然后开始下降。关于老龄化的趋势，如果把中国2018年老年人抚养比的数据和日本1986年放在一起，可以看到中国过去20年的数据和日本1960—1980年的数据完全一样。如果按照日本老龄化的速度来预测中国未来，恐怕中国的老年抚养比会迅速上升。

出路何在？这是我2019年一直在鼓吹的观点，实际上就是安倍经济学的三支箭：第一是财政要稳经济。现在的财政主要靠地方财政，中国政府杠杆率不高，70%是地方政府负债，包括地方平台和城投。未来恐怕需要中央财政。最近财政部国际司司长说，“坚决反对功能财政”，这个说法跟易行长的“坚决反对负利率”一样。因为实际上现在就是通过地方财政——2019年专项债发行——来搞功能财政，中央财政退在后面。我们还有一个研究发现，中国到2021年很多地方的财政债务本息会达到偿债高峰，像天津、贵州这些地方恐怕都有严重的财政风险。怎么办？就是用国债替代地方债。

财政发债涉及提高财政支出。怎么提高才有效率，我不太同意搞基建，原因很简单，在劳动年龄人口不断减少的过程中，任何增加固定资产投资的行为都会导致MPK的进一步下降。日本很多研究发现，在日本老龄化的过程中，大量财政在偏远地方搞基建投资，都浪费了。

怎么提高财政支出的效率？很简单，多生一个孩子给10万，2000亿可以多生200万人，人越多MPK越高。每年20万亿的财政，拿一部分钱奖励生孩子。这是最简单有效的办法。财政发了国债，有偿本付息的压力，怎么办？央行买，央行与财政部的资产负债表一并，不仅不用付息，也不用还本。这里涉及一个问题，就是陆挺讲的经常项目，扩张的财政货币政策需要避免引起经常项目逆差的扩大。此外还有一个障碍，就是看政府负债以本币还是外币计价。美国政府负债是美元，全在美联储的支付清算体系里，无论是中国人买、欧洲人买还是美国人自己买，都没有还本付息的压力。

如果通过财政支出的乘数效应导致进口进一步增加，经常账户赤字进一步增加的话，那就有风险。反之，如果财政支出通过乘数效应没有导致经常项目赤字进一步增加，经常项目没问题，发债就没问题。财政支出奖励生育，生一个孩子给10万，这对经常项目的压力应该不会很大，但是基建就可能是另外一回事。

最后是改革，日本1990年泡沫危机之后长达30年的停滞中一直在改革，为

什么改不了？美国学者福格尔的原话是：日本的问题不在于它不愿意通过结构改革放弃老体制，而在于它消灭了原有的似乎依然还起作用的体制，同时却没有转到一个新体制。神原英资说：由于政治家和官僚的紧密合作在1993年后逐渐瓦解，官僚阶层既没有能力也没有意愿去进行真正的结构改革。

徐高（中银国际证券）：

我要讲的题目是《范式的误用与中国经济的困局》。我们是生活在世界中，更生活在世界观中。我们怎么看待这个世界，世界就怎么向我们呈现。我要做的就是跳出这套世界观，否则一直在既定世界观里面讨论问题，很多结论其实已经被那套世界观给预先假设了。

从一个简单的问题开始。我们老在争论中国经济是供给重要还是需求重要，经济波动是供给造成还是需求造成，瓶颈在供给还是在需求？这其实很容易看出来。需求如果是瓶颈，波动的来源就来自需求。而需求所引发的波动特点是价量同涨同落——需求上升，价涨量涨；需求下降，价跌量跌。类似地，供给引发的波动是价量反向变化——供给扩张，价跌量涨；供给收缩，价涨量跌。所以要探讨中国经济的问题究竟是出在供给面还是需求面，看看中国经济的价量运行特征就清楚了。

我们计算了中国真实GDP增长率与GDP缩减指数所衡量的通胀之间的10年滚动相关系数。改革开放前，中国GDP增长与通胀负相关，表明改革开放前中国经济的瓶颈在供给侧——供给扩张减速了，通胀就上去，GDP增速就下来；供给扩张加快了，通胀就下来，GDP增速就上去。改革开放之后，尤其是20世纪90年代中期之后，中国从“短缺经济”转变成了“过剩经济”。之前是生产什么东西马上就能卖出去，现在是生产出来也不一定卖得掉。这就导致了GDP增速与通胀之间的正相关关系。这个简单的相关关系明确地告诉我们，中国经济波动的来源在需求面，瓶颈在需求面。

但为什么我们对这个简单的事实视而不见？是因为被现在主流的新古典宏观经济学蒙蔽了双眼。美国在二战后到次贷危机前的这段时间里，真实GDP增速与通胀的相关系数长期为负，表明这段时间美国经济增长的瓶颈在供给面。而新古典宏观经济学恰恰发展并成熟于这段时间。相应地，新古典宏观经济学描述的是处在供给瓶颈下的宏观经济。所以，现代主流宏观经济学讨论长期增长时，不会讨论需求，而只讨论供给面的资本、人力和技术。

萨伊定律的思想是只要有产出就有需求，根本不存在需求不足的问题。这是

新古典宏观经济学的核心思想。在新古典宏观经济学的世界观里，经济增长围绕潜在增长水平波动。潜在增长水平有很多定义，可以把它理解为不会让通胀上升或下降的经济增长水平。这个潜在增长水平是由经济的供给潜力所决定的，是短期宏观刺激政策所不能影响的。

潜在增长水平是观测不到的，只能对其加以估算。如果相信经济增长会围绕潜在增长水平波动，就可以通过观察经济增长的长期趋势来估算出所谓的潜在产出水平。这是现在通行的潜在产出水平估计方法的基本思想。不过，如果经济增长并非围绕着潜在增长水平波动，而是长期低于潜在产出水平，那么用经济增长的长期趋势来估计潜在增长水平就是有误的，会带来对潜在增长水平的低估。用有误的潜在增长水平的估计来给中国经济开药方，开出来的方子就一定不对症。

如果认为中国经济增长是潜在产出水平下降导致的，是长期趋势，那怎么解释2016—2017年的经济复苏？事实上，中国经济增长在次贷危机之后长期持续低于中国的潜在增长水平。在这样需求不足的情况下，宏观政策能够带来乘数效应，政府需求的扩张能够创造更多的需求；反过来，政府需求如果收缩的话，会带来总需求更大规模的收缩——正向反向都有乘数。

中国经济2019年为什么面临着那么大的下行压力？道理很简单，政府不去刺激经济增长，经济中就会开启通向衰退的恶性循环——越是不投资，总需求越差，越觉得投资无利可图。而政府之所以在刺激经济增长方面会这么迟疑，很大程度上是决策者受到了主流的新古典宏观经济学这套世界观的影响来看待中国，而没有管这套世界观是否和中国现状吻合。2019年三季度，中国GDP增速已经下滑到6.0%，创下了1992年以来的新低。

现在有人说经济增长不需要“保6”，因为经济增长下滑到5%就能稳定下来。我就想问，没有政策托底，经济增长凭什么能自动稳在5%？事实上，如果没有稳增长政策，经济的下滑趋势是会自我强化的，经济增长将会持续下滑至经济危机的状态。

所以，分析中国经济需要采用适合中国实际的思维范式，而不是把西方主流宏观经济学的结论硬套在中国经济上。为了防止中国经济增速一路下滑至危机的状态，通过刺激性的宏观政策来“保6”是非常必要的。

王勇（北京大学新结构经济学研究院）：

很高兴徐高提出“世界观”的问题，但我认为这并不仅仅是凯恩斯主义和新古典宏观的世界观问题，这实际上还有发达国家和发展中国家世界观的问题。

第一，MPK的测算。通常MPK的测算方法，即一单位的投入有多少产出，这是典型的单部门模型。如果说存在把钱投到一些僵尸企业的情况，那当然成问题。但是还有多部门的模型来认识这一问题。我非常同意殷老师的人口增长论述，但面对人力资本短缺问题，能说我们现在学校够了吗？医院够了吗？养老机构够了吗？所有涉及健康、教育服务业的相关投资都是不足的。这是第一点，需要多部门模型来分析MPK，分析投资潜力。

第二，新结构经济学主张的反周期政策并不仅仅是增加总需求的凯恩斯政策，而是超越凯恩斯主义的财政政策。比如，扩张性财政政策并不仅仅是增加总需求，而且还要增加有效总供给，这就是“三去一降一补”里的“补短板”。我列举的人力资本层面，相关教育和健康相关的投资需要大量增加。人工智能、大数据等需要大量投资。为什么我们脑子里想到的基础设施投资仍然是传统的“铁公基”？现在我们在A（人工智能）、B（区块链）、C（云计算）和D（大数据）等新技术、新业态上也需要大量基础设施投资，我们需要不断淘汰旧产业、创造新产业。而且，即使在传统“铁公基”领域，作为地方区域间差异巨大的发展中国家，作为还有很多发达国家产业可以承接过来的发展中国家，作为尚未完成工业化和城市化的发展中国家，中国依旧有不少投资空间、补短板的空间，这些都是需要认真考虑的。否则思维永远嵌在发达国家的模型里。要建立发展中国家的世界观。

关于大国。我之前写过关于大国怎样考虑财政政策的文章。对于小国来说，世界需求是给定的，但对于中国这样的大国来说，外需可能就是内生的，这时即便使用扩张性财政政策，也不是只通过国内市场需求来推动。如果“一带一路”做得好，能够使得发展中国家的收入提高，那就相当于中国的外需上去了，这是大国可能要考虑的，需要进行理论探讨。扩张财政政策的乘数效应，是不是只能通过国内市场来实现？有没有想过通过国际市场来实现？

在研究中国宏观经济与宏观政策问题时，我很高兴看到这些理论探讨，但很多时候需要进一步反思现在的理论。否则拿出来的就是名人写的，觉得这就是圣经，果真是这样吗？恐怕不见得。所以我还是想说，能不能认识到中国在发展过程中，不仅仅是量的区别，更多认识到中国是多部门、结构动态内生的中等收入大国，身处开放经济中的大国，更多应该在这样的背景下来考虑现在中国的宏观政策应对问题。

余永定（中国社会科学院世界经济与政治研究所）：

非常感谢大家的发言，无论正方或反方都说得很好，深感受益匪浅。由于时间关系，我仅仅回应几个在讨论中涉及的问题。

第一，应该首先明确我们现在讨论的是什么问题？对于我来说很简单：就是2019年是否要听任经济增长速度继续下滑？我并不知道2019年的实际经济增长速度是多少，统计局说第三季度是6%，很多人反对，说统计局的数字不对。到底是6%、5.9%或者5%？其实对这个我不关心。我说的“保6%”，这个6%只是当前增速的代名词。我希望讨论的问题是：经过近10年的持续下跌，从2010年第一季度的年率12.2%降到了上季度的6%（都是统计局数字），我们（1）需不需要遏制经济增速的进一步下滑？（2）值得不值得抑制经济增速的进一步下滑？（3）能够不能够抑制经济增速的进一步下滑？

对于第一个问题我的回答是“需要”；对于第二个问题，我不是特别好说，如果现在稳住了，但未来的代价更高，那可能就不值得。但我还没有看到特别有力的证据可以说明“不值得”。对于第三个问题我的回答是“能够”。这是很简单的，我要讨论的是现在的、短期的宏观经济问题。

第二，在讨论中存在一些方法论问题，特别是把短期分析和长期分析混淆了，以数年甚至数十年为时间单位的慢变量被用来解释以年度甚至季度为时间单位的快变量的变化；用增长理论回答宏观经济学问题。

以人口老龄化为例，老龄化影响经济增速是一个相当长的积累过程，通过10年甚至数十年，老龄化对经济增速的累积影响将是明显的。但是除非突发某种灾变，在某个特定季度、年度，人口因素对经济增速的影响是很小的，决定不了诸如2019年经济增速到底应该是6%还是5.9%这样的变化。而现在讨论的恰恰是2019—2020年的经济增长速度这样的短期问题。除非能给出计算具体结果，否则老龄化不能用于支持（也不能否定）2019年中国潜在经济增长速度是否应该低于6%的论点。

不仅如此，从老龄化到经济增速下降这个因果链条中，存在许多中间环节：适龄劳动人口、劳动参与率、劳动时间、有效劳动时间（懒和不懒）、人力资本（量）等。人口老龄化不等于适龄劳动人口必须下降；适龄劳动人口下降不等于劳动参与率必须下降；劳动参与率下降不等于劳动时间必须下降；等等。更重要的是，在生产函数中的K、t的变动可能会抵消老龄化导致的L的下降。总之，人口老龄化之类的长期因素、慢变量并不能直接用于论证季度、年度经济增速应该

或将会如何之类的问题。

这里可以稍微解释一下。第一，我多次引用我1998年分析中国未来经济增长趋势的文章，并不是为了做自我批评（我在别处做过不少自我批评）。我说的是：尽管在1998年我们已经看到由于种种长期因素，中国未来的经济增长速度必将下降，但这并不妨碍在此后的10年间中国经济取得平均10%左右的高速增长。我当时也并未预测1999年、2000年中国经济的增速。问题是：很多人拿类似我在1998年说的中国长期经济增长为什么会下降的这些理由，来说明为什么2019年的经济增长速度会下降。这就把长期原因用来回答短期问题了。

陆挺提到农民工减少对经济增长的影响。这是一个有价值的命题，但似乎不是一个老龄化问题。此外，从农民工减少到经济增速下降之间还有许多中间环节和对冲因素。它只能说是不利于经济增长的一个因素。

第二，潜在经济增长速度的计算十分不可靠，不能作为决定经济增速意向性指标的根据。首先，我们对潜在经济增速的理解各不相同。我自己的理解是：不会引起加速通胀的最高经济增速。我同意徐高的观点：潜在经济增速 \neq 长期增速。美联储负责人自己都承认，现有的潜在经济增长速度的计算方法都有问题。而且，我们现在讨论的问题对计算精度要求是很高的（6%还是5.9%之类）。大家又都不信统计局，我们拿什么数字去计算？看到的权威计算结果从8%到5%，甚至1%都有。我们相信谁的？我以为潜在经济增速的计算结果只能作为参考，不能太当真。

第三，确定经济增速的指导性目标最好采取试错法。经济增速是否可以高一些？可以看以下两个标准。

一是有没有越来越高的通货膨胀，这是符合潜在经济增长速度定义的。徐高说得很准确，要看有没有加速的通货膨胀。比如通胀率是5%，虽然高了些，但是稳定的，那不用太担心。发展中国家有一个高估通货膨胀率的倾向。同一种商品，质量提高了，按不变价格计算，它的名义价格就应该高一些。质量还改善了嘛。反过来看，虽然价格上升了，其实实际价格并没有上升。当CPI较低的时候，发展中国家的CPI往往有高估的倾向。2012年3月后PPI在一路下降，2016年后回升，现在又连续为负。说明什么？有效需求不足呗。1993年、1994年、1995年通货膨胀率非常高，CPI百分之二十几，在那种情况下，当然要采取紧缩性的财政货币政策。可是现在的情况是完全不同的。

二是政府有钱没钱，我认为相对而言是有钱的。能不能卖出国债，这是一个

非常关键的问题，如果都不买国债，像欧洲五猪，那就没办法了。国债收益率8%、9%。那就没办法了，利滚利，政府是要垮台的。日本的经验证明了只要收益率低，多发国债就没什么大问题。周行长最近讲到“尽量避免快速进入负利率”。这种提法值得关注。中国政府发国债是有很大余地的。老百姓可以买，商业银行可以买，距离非得中央买还差得远呢。美国、日本是中央银行买国债，欧洲中央银行没有买但实行了负利息率。因为现在处于通货收缩或低通胀阶段，许多国家名义上是在进行公开市场操作，实际上是在搞赤字融资。美国和日本已经这么干了十几年了。我们过去在西方大学学的许多理论都过时了，对这些理论不能太当真。我觉得徐高说得对，咱们实际上已经被洗脑了。我就是一个被洗脑的人，在牛津待六年肯定要被洗脑的。但西方人非常现实，人家早就把许多教条抛弃了。现在的一系列政策，量化宽松（QE）、负利率，全是对教科书的违背。我觉得这种实用主义的态度是对的。如果决策者真的听信经济学家各种各样的说辞，可能会出很大问题。

第四，研究债务问题要重视杠杆率的动态路径而不是仅仅关注现状，也不能简单外推。在1998年，我们曾推导过在低利息率条件下国债/GDP比动态路径的公式。

$$\text{国债/GDP 极限值} = (\text{财政赤字/GDP}) / \text{GDP 增速} \quad (\text{公式 1})$$

国债余额对GDP之比的变化过程，主要取决于两个量：财政赤字对GDP之比和GDP增长速度。不管当前的国债余额对GDP之比到底有多高，在假定财政赤字对GDP之比和经济增长速度为常数的情况下（如假定财政赤字对GDP之比为2%，GDP增长速度为7%），国债余额对GDP之比将趋于一个常数（ $2/7=28\%$ ）。关于国债余额对GDP之比变化的动态路径可以用图1来表示。

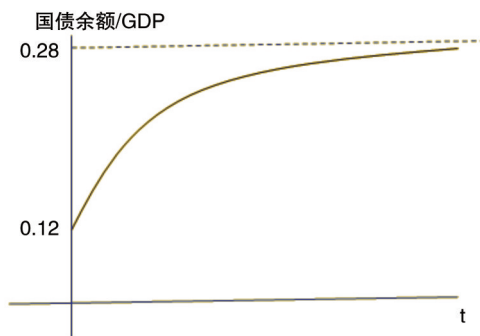


图1 国债余额对GDP之比

注：只要国债收益率足够低，国债/GDP的初始值高低不重要，重要的是保持足够高的经济增长速度和足够低的利息率。满足这两个条件，国债余额/GDP比就会趋于一个可以接受的稳定值。根本不用担心债务危机。

来源：作者自制。

这个道理同样适用分析现在的问题。地方政府债、国债等是动态过程，初始值不是那么重要。当然，如果有其他问题，不作为、乱作为，那就没办法了。经济增长速度下来，钱也花出去了，财政赤字占GDP的比没法儿控制，那就没办法了。如果是在比较理想的状态下，从动态的角度来讲，初始值不是那么重要。

第五，宏观经济调控和体制改革、结构调整是相辅相成的，不要把它们对立起来。例如僵尸企业问题。僵尸企业不完全是体制问题造成的。西方国家也有很多僵尸企业。经济增速持续下滑就会不断制造出僵尸企业。谈起改革、调整我可能比你还着急，但这不是咱们的研究领域，世界经济与政治研究所的传统是强调专业主义，研究专业的问题。作为一个研究所的专业研究人员，我们所能做的就是尽可能地给中央提出合理的、平衡的和建设性的建议。

由于时间关系，还有几个问题我已经来不及谈了。最后，我想强调，正方和反方都有道理。关键是一个平衡。列宁讲了，真理再往前走一步就变成谬误了。希望双方能够吸收对方观点的合理之处，完善自己的观点。最后我们可能会发现，双方的分歧实际并没有像看起来那么大。

张斌（中国社会科学院世界经济与政治研究所）：

讨论还是有很多共识。第一，计算潜在增长速度，不管是滤波法、生产函数法或者其他方法都不太可靠，难以作为刺激或者不刺激政策的可靠依据。通胀是更重要的参考指标。

第二，中国存在供给方的结构性问题，包括人口问题，也存在需求方的问题。结构性问题用结构性手段解决，总需求问题用需求管理手段去解决，这应该也是80%以上的共识度。对刺激政策的不同意见，更多还是体现在政策手段怎么用，政策手段确实需要做一些调整。

第三，大家比较赞同财政政策应该更积极一些，甭管是修桥修路还是鼓励生孩子。还有手段上需要一些调整，用得更聪明一点。

第四，政策方面，撞了南墙不回头不行，总是改来改去也不行，确实比较难。刺激政策或者退出刺激政策都要谨慎，特别是退出刺激政策。中国在2011年、2012年有过这方面的教训。瑞典也有教训，2010年瑞典房价上涨，担心资

产价格泡沫。尽管面临经济困难，还是把利率从0.25%提到了2%，接下来失业情况进一步加剧，经济下降，货币升值，情况非常糟糕，比其他欧洲国家都差，熬不下去了，到了2014年又把利率调回0了。初衷是调房价，但房价基本没有变化，降利率时房价涨了，提利率之后房价也没有跌。瑞典案例提示我们在退出刺激政策选择的时候，还是要慎重一点，别看到一点好的小苗头就换政策，还是要等经济走稳之后再做方向性的变化，不要轻易乱变。

2020中国宏观经济形势：探底，抑或反弹？

张德礼（粤开证券）：

我在金融机构做宏观利率研究，比较关注经济的短期变化。主要汇报个人对2020年中国宏观经济的看法，包括两部分，一是对整个宏观经济的判断，二是对制造业投资趋势的预测。

先来看对经济的判断，个人认为经济短期底部已经出现，景气周期可能会持续到2020年二季度。从中央经济工作会议来看，2020年强调政策要动态平衡，如果中央认为两个翻一番的目标能够完成，三季度政策可能收紧，这样的话下半年经济存在下行风险。

具体来看，一是地产投资将继续维持韧性。首先，中央经济工作会议在定调房地产政策时有些变化，比如删去了“不把房地产作为短期刺激经济的工具”、强调“全面落实因城施策”等，预计2020年的地产调控政策相比于2019年会温和些，开发商预期在改善，商品房低库存下拿地的积极性也在提高。其次，2017年二季度商品房的新开工增速和竣工增速开始分化，一直持续到2019年三季度，目前还有大量的房地产项目没有竣工。商品房预售周期在两年到两年半以内，现在进入了交房期，后面的竣工将进一步加快。由于新开工和竣工两者增速分化的时间长达两年一个季度，竣工周期将持续，支撑建安投资。最后，从中央经济工作会议看，2020年棚改和旧改的规模可能超预期。

二是基建投资增速将反弹，但回升空间可能有限。2019年12月政治局会议和中央经济工作会议，都强调了2020年要加强基础设施建设，预计基建投资在稳增长中将发挥更重要的作用。和近两年重点在推出基建项目不同，预计2020年基建补短板的重点将转向解决项目的融资问题。一方面，落实已经出台的政策，比如允许专项债作为重大基建项目资本金、降低部分基建领域项目的资本金

比例要求等。另一方面，缓解项目配套融资的压力，政策性银行可能参与，加大对基建项目的贷款支持。

不过2020年基建投资的反弹空间有限，主要是因为专项债增量可能受管控。专项债在实际使用时，面临着没有好的项目对接、现金流明显高估、还款来源高度依赖土地出让收入等问题，未来偿还本金时对再融资券的需求会继续提高。2019年中央经济工作会议删去了“较大幅度提高新增专项债”的说法，提前下发的1万亿额度也低于此前市场预期。如果2020年专项债增量较少，那么对基建投资的正向推动可能也有限。

三是出口相比于2019年将有所好转。一方面，2020年全球经济增速将回升，IMF预测全球GDP增速将从2019年的3.0%提高到2020年的3.4%。尽管实际情况可能没有IMF这么乐观，但大概率会好于2019年。另一方面，中美贸易谈判第一阶段协议的达成，也会对中国对美出口产生正向推动。

四是2020年消费刺激力度将加大。和以往经济下行时期相比，本轮逆周期调控所出台的消费刺激政策较少，预计2020年消费刺激力度会加大。一方面，预计汽车消费政策将有所调整，2019年11月国家发改委相关领导在新闻发布会上明确指出要稳住汽车等重大消费，可能会围绕放松汽车限购、加大汽车报废补助、调整税费和加强汽车消费金融支持等方向发力。另一方面，地产竣工后的装潢建材和家具家电销售，预计将好于2019年。2017年之前国房景气指数和装潢建材、家具家电的销售增速有很高同步性，但2017年之后两者持续分化，一个原因是2017年后期房销售占比上升，目前进入了竣工和交房期，后续的相关消费需求也会起来。

再来看制造业投资。制造业、基建和房地产，是固定资产投资的三个主要组成项。之所以想重点分析制造业投资，是基于以下三个原因：第一，在固定资产投资中占比最高，2018年为33.6%；第二，相比于其他终端需求，目前市场对制造业投资的未来趋势分歧更大；第三，制造业投资以民间投资为主，占比在85%以上，某种程度上可以认为，制造业投资代表了对未来的预期。

尽管制造业投资增速连续四个月在2.5%~2.6%的区间内小幅震荡，但制造业投资增速可能还没有见底。

第一，对制造业投资按行业拆分看，并不支持企稳的说法。2019年支撑制造业投资的主要是两个链条，一个是受环保整治、产能置换等供给侧改革因素影响的，比如非金属矿物制品、黑色金属冶炼、基础化工等；另一个是受产业升级影

响的，比如计算机、仪器仪表和医药制造业等。但这些行业2019年前11个月的投资增速，相比于2018年同期都在下降。对制造业投资拖累比较明显的主要是下游行业，比如食品、纺织和农副食品加工业等。这些行业的需求相对刚性一些，预计投资短期也难以出现大的改善。

第二，中美贸易谈判对出口依赖型企业预期的影响可能有限。有些观点认为随着中美贸易谈判第一阶段协议的达成，未来出口相关产业链的制造业投资将有大的改善，对此个人持谨慎观点。中国出口增速，从2018年全年的9.9%下降到2019年前11个月的-0.3%。但如果对比其他出口导向型经济体来看，德国、日本、韩国和中国台湾的出口增速，下跌幅度更大。越南虽然是美国进口转移的受益者，但前11个月出口增速7.8%，也低于2018年同期。个人认为，中美贸易摩擦对2019年中国的出口有拖累，但影响更大的是全球总需求。2020年全球经济将有所好转，但这一轮没有中国参与的全球复苏能持续多久还需要观察，IMF的判断可能过于乐观了。

第三，2020年减税降费的增量政策，将不及2019年。根据财政部数据，2019年全年减税降费总规模约为2.3万亿元，高于此前计划的2万亿元。从上市公司财务报表来看，效果也比较明显，增值税+消费税占全部A股营业收入的比例，从2017年全年的6.1%，下降到2019年上半年的5.2%。但从投资和消费数据来看，减税降费的作用并不明显，可能和预期有关。从中央经济工作会议来看，2018年提到2019年要“实施更大规模的减税降费”，而2019年则提到要“落实减税降费”。因此预计2020年难再出现如此大规模的减税降费政策，这也会影响到制造业投资。

第四，制造业企业以民企为主，但民企面临的融资难题，并没有得到实质性解决。上市民营制造业企业筹资性现金流净额，从2016年前三季度的2624亿元，下滑到2019年前三季度的-87亿元。随着信用违约常态化，且实质性违约的主要是民企，未来民企融资难可能会进一步加剧。在终端需求不强、内源性现金流较弱的情况下，如果没有融资环境的改善，制造业投资缺乏回升基础。

第五，从库存和产能的角度看，制造业投资回升动力不足。2019年前11个月工业产成品库存累计同比只有0.3%，虽然考虑到价格因素的拖累，但实际库存处于低位是不争事实。目前来看，新一轮库存周期启动存在难度，因为终端需求并不强劲，而且企业认为终端需求改善是短期的，难以持续。对制造业企业而言，最好的策略是维持库存在低位，能够满足需求即可，大规模扩产补库存未来

存在滞销风险。

从库存自然联系到了产能。企业只有供不应求，库存消化快，现有的产能满足不了需求，才有可能购买新设备、投资建厂房。但制造业产能利用率和制造业上市公司的固定资产周转率，相比于历史峰值都还有差距。对市场化程度相对较高的民营制造业企业而言，即使是需求改善，加快利用现有产能生产，而非进行新的资本开支，显然更合适。

总的来说，制造业投资增速并不具备回升基础。但因为房地产投资保持较强韧性、基建投资反弹、消费和出口相比于2019年都将有所好转，经济底部已经出现，预计景气周期将持续到2020年二季度。2020年下半年经济形势如何，届时需要关注政策的变化。如果2020年7月政治局会议政策基调转向防风险，下半年经济存在下行压力。

余明（即富集团）：

我主要是补充所观察到的几个现象。2019年12月17日高盛有一篇分析报告“Where Are We in the Market Cycle”。余永定老师指出“还看不出经济增长下降触底的趋势”。对此，我深有感触，看不到市场底。

我任职于一家金融科技企业，有2000多万的客户，2000多万的数据，其中大部分是小微企业。从数据反映的情况看，民企特别难，尤其是小微企业，流动性几乎枯竭，这是其一。其二，在做消费金融的过程中，发现近期不良率大幅上升。在数据上看，我们的体会是不看好未来民营经济。

从金融角度来讲，这几年金融风险全面爆发。银行不良贷款攀升；2015年股灾到现在都没有任何的恢复；债券市场不断出现违约；前段时间由包商银行开始暴露出城商行存在不少问题；信托爆出的风险不小；互联网金融尤其是P2P到处爆雷等等。可以说金融风险全面爆发，但问题结束了吗？出清了吗？我本人还没有看到。

从这两点来看，真的不知道经济的底部在哪儿。造成这些问题的原因是什么？姚景源看猪肉涨价原因不是非洲猪瘟的事件，是政府治理结构的问题。我刚到民企来，特别体会到民企很难，难在哪儿？他们确实难，为什么难？政府的政策不好预测，信息也是混乱的，他们也不知道如何下手。就拿一件很简单的事来讲，前几年提互联网金融，尤其是P2P，中国制造了很多典型的庞氏骗局。分析一些案例，没想到中国的庞氏骗局这么大，而且还这么明目张胆。为什么出现P2P的全面崩溃？是所有P2P老板都没有情怀吗？都是为了做骗局吗？我觉得不

是，我也接触过好多这样的人，为什么出现不得不自己去投案自首的情况？政府在解决问题的方面可能都是一刀切的形式，包括金融风险在内的很多风险有可能是监管制造的，其实金融风险最大的引发点可能是监管导致的风险。

罗志恒（恒大研究院）：

我简单做三点补充：当前经济形势、下行原因和政策建议。基本结论是：GDP已迈入5%时代，经济将再下台阶；政策取向是短期要加强逆周期调节，财政、货币和汇率政策协同发力，但财政政策优于货币政策，长期靠改革开放释放经济活力。

第一，整体形势的判断。GDP增速在2020年6%左右问题不大，名义GDP在7%~7.5%，CPI在3.5%或以上，PPI处于-1%的水平。2019年经济的支撑主要是房地产。制造业低迷，出口负增长，消费下行，基建反弹力度有限。那么2020年房地产投资会怎样？我们预计2020年房地产投资增速在6%~7%，比2019年下滑3~4个百分点，向下的力量是融资形势严峻，向上的力量是竣工加快。从房地产融资来源来看，国内贷款、按揭贷款增速下降，反映银行端融资对房地产全面收紧，主要依赖居民自有资金。近三年来，行业积蓄了庞大的待竣工规模，2009—2015年，房屋竣工面积每年较同期商品房销售面积少2亿平方米左右；但2016—2018年三年，年差值超过5亿平方米，而同期，商品房待售面积仅减少2.15亿平方米，接近四年的竣工滞后，已接近多数预售商品房的交房极限。目前施工和竣工环节已开始明显发力，特别是竣工。现在社会对房地产的认知存在误区。中央对房地产的定调是“三稳”，不是“三松”也不是“三紧”，是时间换空间。当前一方面要防止货币放水带来资产泡沫，另一方面也要防止主动刺破泡沫引发重大金融风险。不能把房地产妖魔化和政治化，不要从一个极端走向另一个极端，从放水刺激到过度收紧。过度遏制房地产合理的融资不仅会加重经济下滑，而且一旦刺破泡沫问题将会更大。房地产一半是金融，一半是制造业，是实体经济，带动的上下游产业链条较长，有必要推动改革更多地发挥其实体经济的功能，回归居住属性和制造业属性。

第二，政策如何抉择？当前经济增速下行，有必要加强逆周期调节。改革需要稳定的经济社会环境，不能把正常的逆周期调节等同于放水刺激，也不能把逆周期调节同改革对立起来。短期要逆周期调节稳定经济预期，长期靠改革释放经济活力。“保6”不是保某个具体的数值，而是保信心和预期，经济增速高一点低一点本身并不那么重要。因此，财政、货币、汇率政策仍需协同发力，且财政

政策优于货币政策。从短期经济形势看，在货币政策效果有限的情况下，财政政策应承担更大责任，且财政政策是结构性政策，可以解决货币政策难以解决的结构性问题。

建议2020年财政政策更积极，平衡财政转向功能财政，上调赤字率和专项债发行规模，赤字和专项债达到两个“3万亿”，支持减税和基建，放水养鱼，扩大内需。一是适度扩大赤字尤其是中央财政赤字，赤字率可突破3%。从欧盟和其他主要国家的财政实践看，财政赤字率3%并非绝对红线，逆周期调节部分年份突破3%为正常现象。中国政府负债率在国际上偏低，政府部门尤其是中央政府具有加杠杆空间。中央政府杠杆率较低，主权信用融资成本也低，在地方政府和私人部门受资产负债表约束需求疲软之时，中央政府应主动加杠杆以承接和转移宏观杠杆，适度扩大赤字，发挥财政政策的乘数效应。当前基建投资适度超前，不仅能够节约成本，而且将带动地方经济发展和提高人民生活水平。

二是财政政策要优化减税降费方式，从当前主要针对增值税的减税格局转为降低社保费率和企业所得税税率，提升企业获得感。2019年中国政府推出了2万亿元减税降费计划，预计全年减税规模将达到2.3万亿元。但减税效果有待加强，因为减增值税可能存在两个问题：其一，减增值税可以降低整个社会的成本，但并不能减少单个企业的成本，增值税作为价外税是企业垫付的资金，增值税的减少并不能直接改善企业的利润；其二，减增值税存在二次分配效应，减税的利益被占据强势的上游企业或者国有企业拿走较多。

三是增加国有企业利润上缴比例，避免财政收入增速下行背景下地方政府出现“乱收费”等恶化营商环境的行为。

四是削减民生社保之外的开支，精简机构人员，优化支出结构，提高财政支出效率。

五是改革财政体制，给地方放权，稳定增值税中央和地方五五分成，落实消费税逐步下划地方。

货币政策方面，当前的形势是通缩而非通胀，猪价上行更多是供给不足导致的，而非总需求过热，不应掣肘货币政策。该降准降准，该降息降息，通过小幅、高频、改革的方式降息，引导实际利率下行；疏通利率传导机制，改善流动性分层，提高民营企业和中小微企业在贷款中的比重。

当前经济下行更多是内部和结构性原因，出路在于改革开放。经济增速换挡过程中并不天然存在中速增长平台承接，不改革，可能没有底。要对形势的严峻

性有充分的紧迫感，不能顺其自然下滑。从长期看，需要通过推动各方面的改革构筑新的增长平台。

第三，讨论了很多经济下行的原因到底在哪里，有人讲外部原因是主要的，但我觉得更多是内部原因。从2018年以来这一轮持续下行最根本的是两个企业家精神的抑制，是激励机制和国家治理层面出了问题。一是民营经济的企业家精神，二是长期以来地方政府的企业家精神。

近年来，去杠杆、去产能、加强环保等改革和政策的大方向和初衷都是好的，但是执行中却误伤了民企，出现了信用分层、融资歧视等情况，使得企业家的信心和预期不稳，不愿意扩大投资。2018年上半年政策相对较紧，下半年提出“六稳”，政策转松。2019年一季度经济短暂企稳后政策转为偏紧，年中开始政策又宽松，政策的摆动较大。亟须加强政策的可预期性同时避免摆动太大、强化政府的法治与契约精神、落实所有制中性，真正让民企安心，提振其信心。再来看地方政府层面，以前地方政府是比较单一的激励机制，GDP挂帅，GDP搞好了之后，不管负债和环境污染。现在是多元的目标，在这个环境之下地方政府缺乏积极性。因此，有必要建立起新的激励机制，鼓励地方政府担当作为。

范为（申万宏源证券）：

在经济中长期下行压力持续存在的背景下，2020年的经济形势大概率出现短期的边际改善。因为“两个100年目标”中的第一个——2020年全面建成小康社会一定要实现；同时，由于外部的中美贸易摩擦短期缓解（2020年美国要大选、中国要全面小康），内部的财政政策、货币政策“两只手”都有了使用的空间（过去两年，中国主要靠积极的财政政策这只手，货币政策这只手由于美国加息周期、猪肉价格上涨而受到约束）。

宏观经济三驾马车方面：2020年一季度，在地方政府专项债快速发行的推动下，基建会有一小波快速反弹，预计持续到4、5月，后续出现放缓。地方政府主要的资金还是用于借新还旧（可能有新的核弹级的金融产品推出来缓解债务风险，比如：地方政府投资的基础设施领域的Reits）；消费领域总体仍然疲弱，传统实体经济、新经济领域分化明显；外贸增速、工业增加值增速在中美贸易摩擦短期缓解的背景下有望好转。

区域经济发展方面：2020年的区域经济发展将加速向城市群“收缩”。从过去的30多个行政区划板块，向13个经济城市群（京津冀、大湾区、长江中游、哈长、成渝、长三角、中原、北部湾、关中平原、辽中南、山东半岛、海峡西

岸、呼包鄂)收缩;向大湾区、长三角、京津冀、成渝、郑州—武汉—长沙五大超级城市群集中;从“天女散花”模式向“13核”模式发展。

但在财政政策、货币政策“两只手”的使用效果上需要关注两个重要问题。

一是,积极财政政策实施过程中的“漏斗效应”。2018—2019年基建下滑的根本原因并非“去杠杆”(去杠杆过程中受影响的是民营企业,影响的是制造业的增速;去杠杆过程中对政府平台公司的影响更多是“信用分层”,AA+以上的平台公司仍然很容易融资;AA及以下的平台公司较难融资)。基建下滑的根本原因是:从2013年开始,新增债务超过50%不再用于基础设施建设投资,而是“借新还旧”。后续这一比例越来越高,这也是为何2018年、2019年的万亿级专项债之后,基建增速仍然起不来的根本原因。即使2020年有3万亿的地方政府专项债,对于数十万亿的地方政府债务仍然可能是杯水车薪,存在积极财政政策实施过程中的“漏斗效应”。

二是,货币政策实施过程中的“漏斗效应”。货币政策的使用空间预计在2020年二季度CPI下行(猪肉价格下行)后打开,但宽松货币政策的使用中存在“中央银行—商业银行—实体经济”这一链条中商业银行资本金不足的问题。2019年大型商业银行均补充了资本金;但2020年地市级的城商行、农信社补充资本金的压力巨大,并且很难通过政府注资、市场融资等方式解决;同时约600~700家银行实际净资本为负的问题,并不能通过破产来解决(金融风险的传染性、连锁性),而更多需要通过大型金融机构重组来解决。在这种情况下,宽松货币政策的实施效果可能会受到影响。

未来5年内,预计会出现:财政,中央政府使出终极信用;货币,甩开商业银行,直接靠“中央银行—实体经济”。最后会发现中国的“老师”不是苏联,也不是美国,而是日本模式;日本的对策可能是中国最后不得不使用的。

2020全球宏观经济形势:反弹、企稳,孕育危机?

姚枝仲(中国社会科学院世界经济与政治研究所):

全球宏观经济形势的讨论中,有以下问题需要进一步研究。

第一,世界经济当前的宏观形势如何?2019年全球经济增速明显下降。按照国际货币基金组织的估算,世界总体GDP增长率会从2018年的3.6%下降到2019年的3.0%,各主要经济体的GDP增速也均有明显下降。同时,各国通货膨胀率

也有所下降。GDP增速和通货膨胀率同时下降是总需求下行的典型特征。一般情况下，总需求不足会引起失业率上升。各主要经济体，包括美日欧等发达经济体和中国等新兴经济体，GDP季度增长率和月度通货膨胀率均有持续一年以上的同时下行，但其失业率均稳定在历史地位，没有上升迹象。这是为什么？在宏观形势的判断上，这属于一种什么样的形态？

第二，2020年的世界经济形势会怎样？国际货币基金组织10月份的《世界经济展望》报告认为2020年会比2019年更好，世界GDP增长率会从3.0%涨到3.4%。0.4个百分点的涨幅是不小的幅度。国际货币基金组织认为2020年发达经济体还会继续下行，GDP增速上升主要来自新兴经济体。而新兴经济体之所以会出现增速上行，是因为2019年新兴经济体形势过于糟糕，2020年会有所反弹。这样的理由是不充分的。国际货币基金组织并没有说清楚2020年经济回升的基础在哪里。其对新兴经济体经济回升的预期可能过于乐观。比如，国际货币基金组织认为印度2020年的经济增长率会达到7%。事实上，印度GDP季度同比增长率从2018年一季度8.9%的近期高点持续下降，到2019年，一至三季度分别为5.8%、5.0%和4.6%。目前没有看到经济回升的趋势，很难预期2020年其GDP增长率会大幅度拉升到7%。如果发达经济体和中国2020年GDP增速均出现下行，世界经济很难出现大幅度回升。那么，2020年世界经济形势到底应该怎么看？如果回升，回升基础在哪里？

第三，宽松货币政策对于稳定经济还有多大作用？美国、欧洲、日本又开始了新一轮货币宽松。除了美国之外，其他主要发达经济体上一轮货币宽松还没有结束，这次又要宽松。在这种情况下，货币宽松政策还能不能起到刺激经济的效果？即使是美国，货币宽松的空间也远不如以前，其对经济的刺激效果也存在很大的疑问。

第四，负利率和长期低利率会带来什么后果？欧元区央行和日本央行实行负利率政策。不仅政策利率是负数，其1-10年期国债收益率也都是负数。美国和很多其他发达经济体的利率也很低。作为短期刺激政策的低利率和负利率变成了一种长期状态。政府债务的膨胀和风险资产的价格上涨与此密切相关。这种状态是无关紧要且最终会回到正常利率水平呢，还是会给经济带来严重的负面效果，甚至隐藏着下一轮金融危机？

第五，全球低通胀意味着什么？美国金融危机以后，全球通货膨胀率一直不高。2017年世界经济强劲回升时，全球通货膨胀也没怎么上去。2018-2019年

的经济增速快速回落，通货膨胀率下降幅度也不大。总体来说，全球通货膨胀率仅在较低的水平上波动。即使如此，实际的通货膨胀水平比统计到的通货膨胀水平可能更低。其原因主要是两个。一是很多新产品不反映在物价统计中。新产品会增加消费者单位支出带来的效用，因而具有降低总体价格的作用。物价指数不包含新产品意味着低估了真实的物价水平。二是实际生活中还有很多免费产品。比如微信等社交软件、搜索软件、网上词典等信息产品消费都是免费的。这些免费产品也没有在物价指数统计中得到反映。免费产品的存在也会导致物价指数低估真实物价水平。全球低通胀在宏观经济的运行和管理，以及在微观的价格机制上，到底意味着什么，目前还不是特别清楚。

第六，如何看待全球债务水平的进一步上升？美国金融危机后，全球债务水平快速上升。各国逐步开始采取抑制债务膨胀的措施，但是成效并不明显，全球债务水平一直维持在非常高的水平上。随着世界经济下行，各国开始新一轮货币宽松政策，全球债务水平又开始继续快速上升。债务膨胀是稳定经济的必要措施呢？还是新的危机之源？

张斌（中国社会科学院世界经济与政治研究所）：

我对2020年经济的基本判断是：2020年的全球经济会比2019年有所反弹，但反弹的力度不强。

先看全球制造业采购经理人指数（PMI）的情况。全球制造业PMI从2018年初的高点开始往下走，到2019年低点（大概7月份）以后开始有一个反弹，连续经历了六个季度的单边持续下行之后开始反弹。全球制造业PMI、全球工业品生产和价格、全球制造业产品贸易是高度关联、高度共振的关系。制造业PMI稍微领先一点。从过去经验来看，如果制造业PMI有好的表现，接下来工业品生产、工业品价格、全球制造业产品贸易也会有较好表现。

再看工业品大类。工业品大类中的汽车和半导体产业，在整个制造业里体量比较大。2018年汽车生产是特别不景气的一年，跌幅是金融危机以来最深的一年。不光中国，全球汽车行业都在跌，德国跌得和中国一样凶。2018年跌到最深底部之后，2019年汽车生产同比增速开始反弹。不光汽车生产，汽车出口也一样在反弹。虽然说反弹，但还是负增速，因为过去跌得特别深，只是说同比增速意义上的反弹，水平值还是很低的。目前来看反弹还会持续下去。

再看电子半导体产业。半导体产业里也经历了一轮2014年以来最深的下滑，到2019年之后能看到半导体销售触底回升的迹象。半导体的股票价格已经

反映得非常明显了，在过去几个月有大幅上涨，显示了市场对它的预期比过去乐观一些。反弹也有望持续下去。

为什么会有这样的反弹呢？

第一是周期性力量在发挥作用。制造业行业，特别是耐用品制造业产品相对来说是周期性特征比较明显的行业。按照余永定老师的看法，对于周期性要有非常严格的定义，不能滥用。如果说得宽泛一点，周期性就是好日子过完了就过坏日子，坏日子过完就有好日子，别想一直有好日子，也不会一直都是坏日子。全球制造业景气程度过去一个单边下行大概是六个季度，这次从2018年一二季度到现在差不多就是六个季度稍微多一点，从这个意义上来看这次的调整反弹期和过去几十年的周期波动历史规律基本一致。

第二是全球所有主要央行都在往宽松的货币政策方向走，全球一致的宽松货币政策，这对于推动经济反弹也在发挥作用。

第三是中美贸易战、英国脱欧等事件本身取得了进展，市场对这些政策冲击的耐受性也更强，出了消息反应没有那么大。

即便有反弹也是弱反弹，主要还是库存周期意义上的反弹，新增固定资产投资还不行，并不是对未来预期一片大好。本轮反弹并不能改变发达经济体面临的经济增长停滞挑战，增长停滞是一个长期问题。这个问题会长期存在，并不会因为周期反弹就解决掉了，它会一直存在，发达国家即便经历反弹也难以走出低利率的政策困境，可能就是这一年的时间稍微好受一点。整个新兴市场经济体的增长动力也有点青黄不接，中国这个最大的新兴经济体在减速，其他小的经济体毕竟规模太小补不上缺口。越南经济这些年很热，但规模上还顶不上广西壮族自治区，从体量上来看对全球经济的意义还比较小。

全球经济并没有长期的、可持续的强劲增长动力，只是周期性反弹，反弹力比较弱。

伍戈（长江证券）：

如果要预见2020年的经济状况，要看两点：第一，2019年做过什么；第二，2020年会做什么。做过计量研究的人都很清楚，2020年可能会受前几年政策的滞后影响，还受到2020年当年政策的影响，共同拟合成为一种趋势。

近年来虽然中国的货币显得不那么积极，最近中国降息跟“挤牙膏”似的。虽然中国发行货币不是很厉害，但各国中央银行真的“很努力”，有些都降到负利率了。负利率主要是集中在欧洲和日本，美国和新兴市场离零利率和负利率还

很遥远。如果合成一个全球的利率指数，大概率能够看到全球利率指数能够领先于世界GDP大概半年到一年左右的时间，所以2019年的货币政策努力会在2020年产生明显效果。

当然不仅仅是利率，QE下央行扩表之后可能还有资金数量的指标也能表示货币松紧。如果将其与利率共同合成所谓的全球金融条件指数的话，也预示2020年经济可能会是全球企稳甚至反弹的趋势。

2020年政策还会做什么？要看2020年经济怎么样，从财政的角度取决于2020年财政有多积极，而不是2019年财政多积极。纵观全球，很多国家的财政年度并不是从2020年1月开始，其实是从2019年10月份甚至9月份开始的。如果搜集全球在10月份、9月份制定的2020年财政规划，总体而言是积极的，积极程度不亚于2019年，而且能感受到新兴市场国家财政扩张的程度，其赤字率扩大的程度是显著高于发达国家的。

假如这一次全球经济有所企稳，还是有与过去不一样的特征。

第一，中国的作用。从过去几轮而言，中国PMI的企稳回升明显领先于全球很多国家，但如果说2020年有一种企稳的话，中国未必会起到率先作用。

第二，美国的作用。现在美国总体而言不错，失业率创了50年最低。在这个情况下特朗普还主张降息，如果失业率再下来一点点，我估计特朗普要迫使鲍威尔采取进一步行动。

我们倒并不觉得美国经济在这一轮企稳中会发挥多么重要的作用，这轮经济复苏的火车头可能相对比较多元化，或者说新兴市场国家将发挥更重要的作用。

最后我提示两个风险。第一，资产价格的调整，包括股价和房价的调整。北欧等实行负利率的国家，其资产价格上升速度是不低的。假设2019年利率调整开始减速甚至有些边缘化的时候，会不会对各国资产价格产生非线性的影响？第二，民粹主义和地缘政治相关的风险。大家知道印度国内在骚乱，现在不少国家都有些动荡。

管涛（武汉大学）：

张斌的发言说2020年是弱反弹，但我认为2020年大概率是弱企稳，能够像世界银行和经合组织（OECD）预测的那样，2020年的增长速度不在2019年基础上继续下滑就不错了。IMF预测2020年比2019年高0.4个百分点，我认为大概率还是要往下调。

原因在于导致2008年金融危机的所有问题到现在还没有得到根本解决，无

论是资产泡沫、产能过剩还是影子银行，放完水以后更严重了。伯南克卸任以后曾经说，人类历史上从来没有从低利率、零利率正常退出过。现在美联储的货币政策正常化半途而废，已经印证了一半，下面看这次流动性盛宴最后的狂欢什么时候收场，音乐停下来，酒杯被拿走。总体上来讲风险无处不在，很多都是看得见的灰犀牛，现在就等着黑天鹅意外事件发生，改变大家的预期，所有问题都会爆发出来。包括低波动性，辛辛苦苦几十年，一夜回到解放前，这些事情都可能发生。

IMF对贸易摩擦的前景估计过于乐观，中美不论有没有谈成阶段性协议，中美贸易摩擦肯定没有结束，后面一定还会有新的反复。从第一阶段的协议情况来看，是戴着镣铐跳舞，把关税措施象征性降了一点，非关税措施依然保留，比如出口禁运、断供还在继续，我都不太清楚美国怎样让中国对美增加2000亿的商品和服务进口。比如说，美国不让中国人去留学，这个问题一定会继续发展下去，也就意味着我们想在教育支出上多花点钱，都不太可能。而且，美国不光和中国摩擦，还和其他国家也在制造摩擦。2018年贸易摩擦主要是在心理层面，现在已经到了实体层面，2020年这方面的影响还会进一步发酵。短期看，有可能对某些国家来讲是好事。比如说，中国不生产，就转移到越南，越南可能从产业转移中受益。但是，越南这么小，它对全世界经济增长的贡献很有限。而且，越南一冒头又被特朗普盯上了，谁对美贸易顺差增长，特朗普就搞谁。从长远来看，不确定性增加，对投资者和消费者信心都有很大打击。中国最大的优势在于规模经济，中国生产的成本相对较低。现在，到各个地方去生产，哪怕把中国的产能转移到越南，它能够承接的产业也是非常有限的。同时，越南不可能像中国一样把所有产业配套都做齐，这样成本肯定会提高，对于全球的通胀也会带来很大的影响。

现在贸易摩擦的影响还在逐渐显现，而不是已经过去了。不管中美贸易谈判进展如何，我看特朗普已经铁了心，再工业化、制造业回流、经济再平衡，是一定要做的，特别是对一些国家遏制的战略。

再者，现在确实实是美联储货币政策转向，全球货币政策重回宽松，一定程度上缓解了新兴市场的压力，但对进一步货币宽松的刺激效果，IMF估计过高。低利率、零利率不是解决经济困境的出路，有可能是经济持续低迷的结果。前一阵子大家在讨论美国国债收益率的倒挂。实际上，正是因为现有的利率水平太低了，在零附近，所以稍微波动一下，就容易倒挂，甚至就变成了负利率。未

来要靠进一步货币宽松，我认为这解决不了根本问题。反而，大家最担心的是一旦市场出了问题，不论财政政策还是货币政策，都没有手段来重新刺激了，各国的空间可能都比较有限。一旦有风吹草动，那时央行、财政部拿什么来挽救市场信心？这是非常令人担心的问题。

我感觉到2008年以来的危机仍没有解决，在危机解决的过程中，又为下次危机埋下了隐患。怎样收场，这是值得密切关注的问题。

肖立晟（中国社会科学院世界经济与政治研究所）：

大家对全球宏观的看法还是趋于一致的，相对乐观的发言是张斌，张斌认为2020年应该是弱反弹。张斌看的是周期，但周期之所以是周期，意味着要有潜在假设，它背后的驱动因素应该是倾向于有规律性的变化的。但是，2019年，国内供给和需求的规律性和过去相比出现了很大的差异。2019年年初时M₁到了底部开始反弹，社融到了底部开始反弹，先看到了信用层面、金融层面的弱复苏，但并没有看到资本市场的大幅度反弹。

最近经济又出现了库存的底部，这时也有人说会有进一步反弹，但讲的都是供给层面的故事。需求的故事大家就没有展开了。不管是因为中国的因素还是美国的因素，都倾向于认为下一阶段中国的政策会偏保守，美国的经济会偏下行，压力会大一些。这种情况下没有太多空间去想象2020年全球需求的扩张，或是2020年全球经济的复苏。

对应的，对于PPI、价格的看法，其实都是偏谨慎多一点，张斌可能认为PPI相对美国经济来说偏乐观多一点。我们也认同，如果看同比其实是有空间的，但就像张斌讲的一样，很多东西可能是因为基期的因素。

对于2020年全球经济，可能是到了供给的尾端，也到了需求的尾端，这时其实是危机的潜伏期，因为前期货币政策打的量已经非常非常足了。危机蕴藏在哪儿呢？我个人观察危机的演进，是要看这个市场上最保守的投资者在做什么。这个市场上最保守的投资者是养老金，保险机构。从全球的角度来看，这部分投资者2019年在不断加杠杆，因为它们支出是刚性的，到期的时候必须要把保险兑付、把养老金付出来。所以在面临债券市场负利率的情况下，其杠杆在不断上升。如果说货币政策到了2020年没有进一步宽松，那很有可能在这个阶段会出现一部分“弹药”的衰竭，弹药衰竭就可能是危机爆发的起始点。

到了2020年如果还是认为通胀起不来，仍然要实行宽松货币政策，那么资产价格的平衡还可以持续。但如果到了2020年认为经济可以了，认为供给到了

底部，只要需求稍微起来一点点，价格保持平稳，货币政策可以稍微紧缩一点，那么可能这时就要出现问题了。事实上现在问题已经出现了，美联储在短端的市场上已经开始做一些干预了。

所以对2020年的看法是：相对平缓，但也孕育着危机。

张一（中海晟融资本管理有限公司）：

目前的数据并不足以支撑2020年全球经济企稳这一判断。

首先看到，尽管IMF的判断是将2020年的经济增速从2019年的3%提高到3.4%，但目前的一些数据并不足以支撑企稳这一判断。在需求方面，汽车尽管出现了小幅反弹，但要看到负增长的态势并没有改变，而且是在同比降幅较大的情况下出现了。汽车本身就是周期品，从过去经验看，一旦负增长出现，周期大概在2-3年左右。因此，现在判断汽车销售企稳为时尚早。

其次，美国制造业PMI指数已经连续四个月低于50，最近一次连续四个月低于50是在2015年10月到2016年2月份。虽然制造业占美国GDP只有10%多，但制造业本身联系着就业，联系着其他很多生产型服务业，对经济的影响远比10%要大。因此，当时PMI连续四个月下降的结果就是美国的GDP增速降到了0.1%，比前个季度（2015年三季度）降了1.1个百分点。如果美国经济出现回调，那么2020年的经济能否保持3.4%的增速确实值得怀疑。

资本市场方面，尽管美国的股指不断出现新高，但估值只有23，较历史最高27左右的水平还有距离。从这个角度看，如果特朗普加把劲，有可能会再创新高，但下行有可能随时发生。■

（责任编辑：崔秀梅）

trade governance regime needs to be kept and reformed. From the regional plurilateral perspective, the United States has strengthened its “stick” policy in its periphery areas, and the emerging economies have been forging ahead and strengthening cooperation. From the trans-regional multilateral perspective, the developed countries, represented by the G7, are becoming less cohesive, and the emerging economies continue to move forward. As an innovative cooperation platform and the core platform of global economic governance coordination, the G20 needs to be further strengthened. Facing new challenges and emerging trends, China needs to well understand the current situation, actively deal with other major powers, ease pressure from the external front through regional cooperation, innovate trans-regional cooperation, and promote the Belt and Road Initiative, which will contribute to the coordination and achievement of the equilibrium between the “supply” and “demand” of regional and global public goods.

China’s Economic Growth Potential, Policy Options, and Global Macroeconomic Situation Outlook in 2020

Wang Yong, Lu Ting, Jia Shen, Guan Tao, Yin Jianfeng, Xu Gao, Yu Yongding, Zhang Bin, Zhang Deli, Yu Ming, Luo Zhiheng, Fan Wei, Yao Zhizhong, Wu Ge, Xiao Lisheng and Zhang Yi **124**

The current methods in calculating the potential growth rate are not reliable and it is hard to use them to determine the targeted economic growth rates. Policymakers should not sit idle not taking effective measures to hold back continual weakening of economic growth, but debates should focus on how policy measures should be used. Macroeconomic regulation does not contradict with systemic reform and restructuring.

How to Understand the Negative Interest Rate Policy and Its Impacts

Huang Yiping, Lu Ting, Zhang Bin, Yin Jianfeng, Xu Gao, Wu Ge, Yu Yongding, Wang Yong, Xiao Lisheng, Zhang Yi and Zheng Liansheng **161**

The negative interest rate policy is mainly adopted in Europe and Japan. It helps boost demands, but it may also distort capital resource allocation and worsen the fragility of the financial system. The key is not whether it should or should not be adopted, but the extent to which it is adopted.

International Economic Review, 2019 Index **173**

Forty Chinese Books on World Economics in the 40 Years of Reform and Opening up **175**