



潜在产出水平视角下的“保6”之争

- 我国是否应该在GDP增速上“保6”，与对我国潜在产出水平的估计结果密切相关。
- 潜在产出水平是经济产出的可能性边界。如果我国经济增速是因潜在产出水平增长减速而放缓，那么宏观政策就应放任经济增速的下降，“保6”的必要性就不高。
- 不过，目前主流的潜在产出水平估计方法对中国并不适用。中国经济长期运行在低于潜在产出水平的状态，而并非像主流宏观经济学所假设的那样，在长期围绕潜在产出水平运动。因此，主流方法对中国潜在产出水平的估计是有误的，低估了中国的产出潜力。
- 中国目前处在产能过剩的状态，经济产出低于潜在产出水平。为了防止预期恶化与经济下滑之间形成恶性循环，有必要通过“保6”来稳定各方信心。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号:

S1300519050002



2019年3季度,我国GDP增速下滑至6.0%,既触及了今年GDP增长目标区间的下限,也创下了1992年我国季度GDP数字开始发布以来的最低读数。即将到来的2020年是全面建成小康社会的收官之年。对2020年我国GDP增长目标该如何设定,市场上出现了激烈的讨论,争辩的焦点是我国当前是否需要在GDP增速上“保6”。对是否应该“保6”,各方可以有不同的观点,没有必要、也不可能强求一致。但对“保6”争论中涉及的一个关键问题——中国潜在产出水平——则必须分析清楚,以免误导。

“潜在产出水平”并非一个经济统计数据,而是一个经济学的概念。它指的是经济中各项资源被充分而有效地利用时,经济所能达到的产出水平,换言之,它是经济产出能力的边界。如果经济增速超过了潜在产出水平的增长率,就意味着产能已经被超负荷的使用,非但不可持续,还会产生通胀等不利副作用。有人相信我国近十年来经济增长的减速是潜在产出水平下降(严格地说,是潜在产出增速下降)所致,因而认为我国应该接受经济增长的放缓,不应用宏观政策来刺激经济增长。毫无奇怪地,这样的人会对“保6”不以为然。

在这些人的逻辑中,从潜在产出水平下降到应该放任经济增长下滑这一环节是严密的,但潜在产出水平下降这个逻辑起点却是可疑的。正如本文接下来将要论述的,潜在产出水平下降这个结论的得出,其实是西方主流宏观经济学在中国经济的误用所带来的谬误。

首先要明确,潜在产出水平这个概念本身是没问题的——一个经济的生产能力终究不是无限的,必然存在一个最大可能性边界,这个边界就是潜在产出水平。真正成问题的是对中国潜在产出水平的错误估计,以及随之而来的对中国经济的误读。

要知道,潜在产出水平无法直接被观测到——我们可以看见一个经济的产出是多少,但没法看见一个经济的产出潜力是多少。因此,一个经济体的潜在产出水平只能通过观察其产出情况来加以估计。常见的估计潜在产出水平的方法有两种。一种是“生产函数法”,通过估计资本、劳动力和技术进步对产出的贡献来估计潜在产出水平。另一种是通过滤波的方法来找出产出的长期趋势,并把这一趋势认为是潜在产出水平。但不管是哪种方法,都有同样的前提假设——经济产出的长期趋势就是潜在产出水平。

假设经济产出的长期趋势就是潜在产出水平,实质上是假设经济产出在长期围绕经济的潜在产出水平运动——经济产出与潜在产出水平之间不会有长期的背离。换言之,经济在长期处在生产能力充分运用的状态。这个假设的背后是对市场高效运行的信仰——相信市场至少在长期会高效地把资源配置到最有效率的地方,从而让经济在长期处在生产可能性边界上。

分析者在估计潜在产出水平时往往并不明言这一假设。有些分析者甚至根本没有意识到这个前提假设的存在。之所以会这样,是因为这是西方主流宏观经济学所采纳的一个隐含假设。在当前主流宏观经济学看来,经济就是一个有摩擦阻力的市场体制。在长期,市场终归会发挥其作用,将资源配置到有效状态,从而实现最大可能的产出。而在短期(短期往往以季度为单位来衡量),则可能因为一些摩擦性的因素——如价格或预期没有及时调整到位——而处在偏离最大可能产出的状况上。但短期终究不会太长,很快就会收敛到长期。所以,经济只会在短期内偏离潜在产出水平;而从长期来看,会围绕潜在产出水平做震荡。

但经济为什么一定围绕潜在产出水平运动,为什么一个经济体的产出不能长期低于潜在产出水平?西方主流宏观经济学不会问这样的问题,因为这种可能性已经被主流范式对市场的信仰给排除了——主流宏观经济学不相信市场在长期都不能达成资源的有效配置。但主流宏观经济学不考虑的情况,未必在中国就不会出现。当前的主流宏观经济学成熟于西方发达国家,其描述的只是西方国家的状况,并不是什么普遍的真理。

中国经济仍然处在向市场经济转型的过程中，市场并非资源配置的唯一决定因素。从市场的角度来看，资源非有效的配置状况普遍存在。比如，中国民营企业的经营绩效虽然普遍好于国有企业，但金融市场在配置融资时，却会更多地把资源配置给国有企业。这是民营企业从去年开始就陷入融资难困境的重要原因。而在我国的收入分配中，因为种种原因，我国消费者部门获得的份额偏低，导致全社会消费偏低，储蓄过剩，并带来了投资和产能的过剩。在这些扭曲因素的影响之下，我国经济中资源配置的低效长期存在，经济产出长期未达到其最大可能。换言之，我国经济长期运行在潜在产出水平之下。

事实上，宏观经济是微观经济的加总，宏观现象总能找到其微观基础。只要稍微抬头看看当前我国微观经济的表现，就能发现我国各行业产能利用率普遍处在低位，整个经济中产能过剩现象比比皆是。这绝不是经济运行在潜在产出水平附近时的表现。（图表 1）

图表 1. 我国多个行业的产能利用率长期处于低位



资料来源：万得，中银国际证券

因此，对中国这么一个长期产能过剩，产出长期低于潜在产出水平的经济体，没有办法通过对经济运行的实际状况来估计出潜在产出水平。无论是用生产函数法，还是滤波法来试图给出潜在产出水平的估计，都只是刻舟求剑，得到的只是对中国潜在产出水平的低估。

对中国潜在产出水平的低估带来了对中国经济的误读。因为在估计时假定了经济增长在长期围绕潜在产出水平运动，我国近十年来经济增长的放缓就自然会被解释为潜在产出水平下降所致。又因为潜在产出水平代表经济增长的潜力，面对它的下滑，宏观政策无能为力，只能容忍。相应地，相信潜在产出水平下降的人反对用宏观政策来托底经济增长。这些人相信，宏观政策对经济增长的托底是无效的，并不能使经济增长回升到潜在产出之上，反而可能带来通胀等副作用。这些人还相信，就算宏观政策不托底，经济增长下滑到潜在产出水平之后也会自动稳定下来。

这些政策建议放到中国来，可谓是差之毫厘、谬以千里。当经济运行在潜在产出水平之下时，需求、而非供给是经济增长的主要约束。在需求不足时，宏观政策能够发挥出“乘数”效应——一块钱政府开支的扩张能带动几块钱总需求和总产出的扩张。这种状况下，需求的萎缩（不管是政府的需求还是民间的需求）也会有“乘数”效应，带来更大幅度的总需求的萎缩。此时，如果听从相信潜在产出水平下降的那些人的建议，政府放任经济下滑，经济中向衰退方向的自我强化之恶性循环会被开启，经济状况将会恶化至大规模企业倒闭、大规模工人失业的境地，一如我国在 1998 到 2002 那几年所经历过的那样。



我国 GDP 增速已经在今年 3 季度下滑到了 6.0%，创下了 1992 年季度 GDP 数字开始发布以来的最低值。如果此时不能有效稳定各方对中国经济前景的信心，企业和居民将会基于其悲观预期而削减投资、减少消费，进一步降低全社会总需求，从而让经济的下行成为“自我实现的预期”。这种不利局面一旦形成，绝不是 GDP 减速那么简单，最终甚至会威胁社会稳定。

所以，现在的当务之急是解放思想、事实就是，不应对主流经济学理论的刻舟求剑来束缚住自己的手脚，而要从中国的实际出发，采取有力措施来稳定我国总需求，阻断悲观预期与经济下滑之间的恶性循环。“6.0%”并不是一个什么神奇的数字，GDP 增速跌破它还是不跌破它，从实体经济的短期运行来看不会有太大的分别。但从稳预期、稳信心的角度来说，“6.0%”是一个重要的定心丸，是决策者应当坚守的底线。（完）

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个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8580

