

徐奇渊

xuqiy@163.com

L 型增长下的 V 型反弹

乐观和悲观的差异，只有 0.2%吗？

近期，笔者参加了某经济形势内部研讨会，专家们各抒己见：讲了罗列了种种正面因素之后，一位乐观者对 2018 年的经济增速做出了预测——6.7%，而在大谈了诸多负面因素之后，一位悲观者给出的预测是 6.5%。乐观者和悲观者的差异，难道只有 0.2%吗？

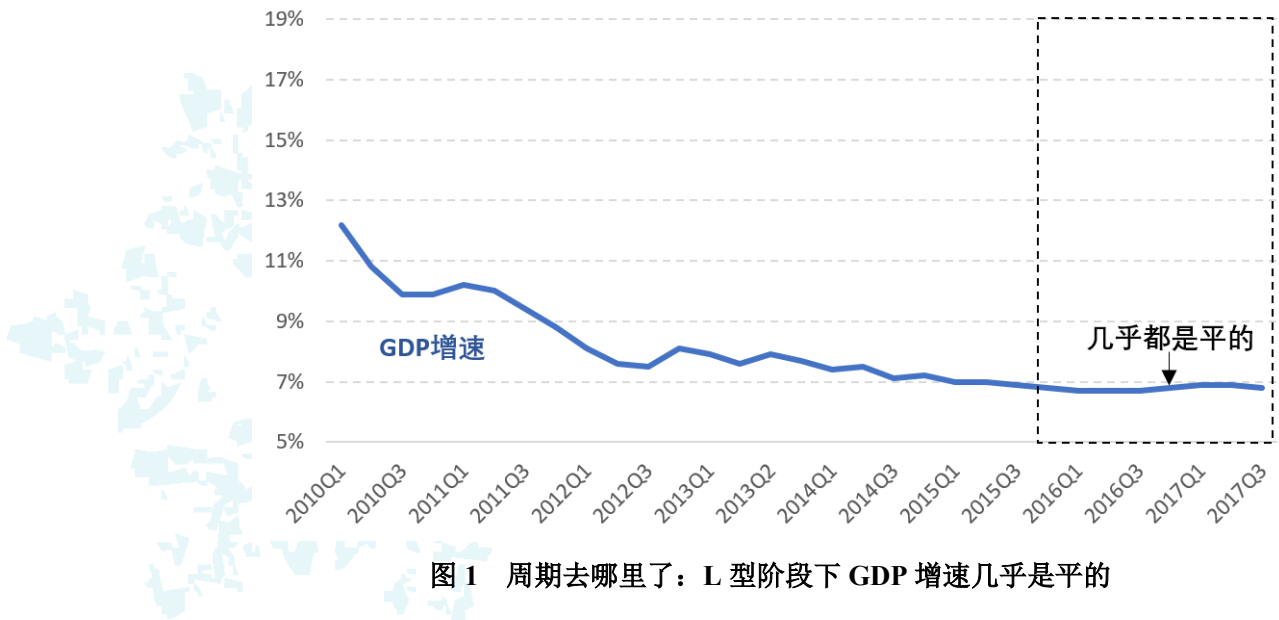
经济下行和景气的差异，只有 0.2%吗？

2017 年的中国经济可谓大大超出了各界预期。2017 年前 3 季度累计经济增速达到了 6.9%，全年经济增速预期也将在 6.9%左右。2017 年经济形势不但远超预期，而且较 2016 年的改善幅度也非常明显，出口贸易、工业增加值、工业企业利润、PMI 景气指数等均表现强劲。

但是，和 2016 年经济下行压力较大相比，2017 年的经济增速只是提升了 0.2 个百分点。即，2017 年经济增速预期为 6.9%，2016 年为 6.7%。经济下行压力较大和经济相当景气，两者之前的差异，只有 0.2%吗？

经济周期去哪儿了？

从 2015 年 3 季度到 2017 年 3 季度，在这 9 个季度当中，经济增速最高值是 6.9%，而最低值也有 6.7%。最快和最慢的增速仅相差 0.2%，经济增速走出了一条坦途。从过去 9 个季度的 GDP 增速来看，似乎看不到经济周期的存在，与市场的主观感受差异很大。



原来周期在这里！

前述讨论的 GDP 增速，都是实际值（不变价）口径。下面让我们改变视角，来观察 GDP 的名义增速。同样是 2015 年 3 季度到 2017 年 3 季度，在这 9 个季度当中，GDP 名义增速最高值是 2017 年 1 季度的 11.5%，最低值是 2015 年 3 季度的 6.0%，两者相差了 5.5 个百分点（而不是前面的 0.2 个百分点）。

如果看年度数据，也有这种差异。2015 年、2016 年、2017 年前三季度，三者的 GDP 名义增速分别为 7.00%、7.99%、11.34%。最高值和最低值的落差也达到了 4.34 个百分点。

可见，经济周期非常明显的存在于名义 GDP 增速当中。实际增速和名义增速两者之间确实存在巨大差异，那这种差异、或者两者的缺口是什么

——这种差异就是 GDP 口径的通胀率（即 GDP 平减指数），也就是包括 CPI 和 PPI 因素在内的全口径通胀率。

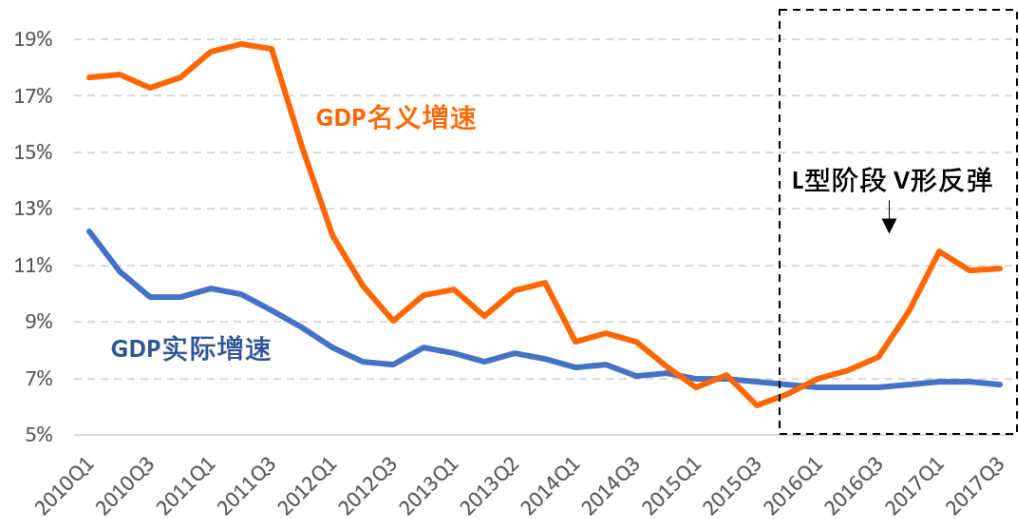


图2 周期在这里：L型阶段下的V形反弹

预测名义GDP增速更重要

回到我们对经济增速的预测问题上来。假设在2016年末，我们就已经知道2016年全年增速为6.7%（实际上也是6.7%），这时候某位经济学家预测2017年增速将为6.9%（事实上也是6.9%）。也就是说，这种预测是完全正确的。但是，即便2016年末预测到了2017年末GDP增速会达到6.9%，市场参与者还是会感受到经济形势大超预期。在名义GDP快速扩张的背景下，预测实际GDP的增速，其重要性会被削弱很多。可见，如果通胀还不是一个大的问题，在此背景下，**关注、预测名义GDP增速更加重要**。这是因为：

其一，从观察经济周期角度来看，更有意义的指标不是实际增速，而是名义增速。从前面的数据来看，名义GDP具有更强的波动性，更为显著的周期性特征。尤其是名义GDP增速的市场关注度低于实际GDP增速，因此该数据的干扰因素也更少。

其二，如果通胀不是一个大的问题，那么微观市场参与者更关心名义变量。例如，居民会更关心名义收入的增长，企业更关心名义销售额和名义利润的增长，地方和中央财政也更关心名义财政收入的增长。而所有这些关注点，都与名义GDP密切相关。在通胀率较为稳定的情况下，不会有企业拿PPI来对利润增速进行平减，也不会有地方政府拿通胀率对财政收入进行平减。同样地，金融资产价格也同名义GDP增速更加

相关，而不是实际 GDP 增速。

其三，预测名义增速更重要，而不是实际增速。例如，回到开头的乐观派和悲观派，两者对 2018 年 GDP 增速的预测分别为 6.7%、6.5%，只相差 0.2%，没有什么实质的分歧。但是，两者对名义增速的预测可能差异很大，比如说可能是 12%、8%——这对于生产者和投资者来说，两者含义就完全不同了。**在 L 型阶段，我们要更多的关注名义 GDP 增速。**

当我们在预测名义 GDP 增速的时候，我们在预测什么？

预测名义 GDP 增速的难度在哪里？因为对实际 GDP 增速具有较大的共识，因此，预测名义 GDP 的难度，主要就在 GDP 平减指数。而 GDP 平减指数主要由 CPI 和 PPI 两大部分组成，前者对应消费类的商品和服务，后者对应工业产成品和固定资产投资。其中 CPI 较为稳定，但是 PPI 的波动较大、预测难度相对较大。尤其是后者，在 2016 年以来还受到了供给侧改革的影响。

不过，目前供给侧改革进入到了新的阶段，“三去一降一补”在十九大报告和中央经济工作会议中的地位有被弱化，供给侧改革进入到了做“加法”的 2.0 阶段。这时候，对 PPI 的预测，实际上可能会向总需求的预测回归。另外，1998 年以来，GDP 平减指数也呈现出了某些周期性的特征，这个问题有机会可以再专门分析。

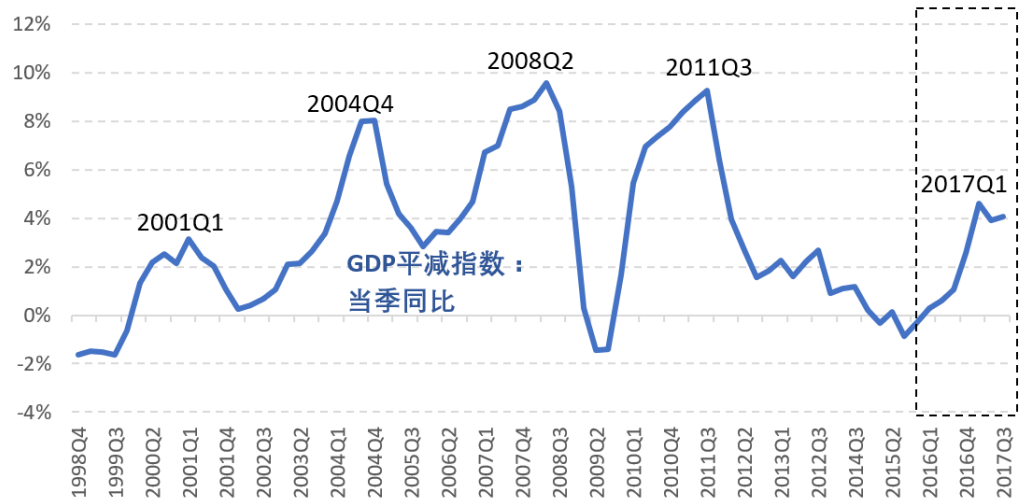


图 3 经济周期在这里：GDP 平减指数通胀率

总体上，L 型增长下的 V 型反弹两者并不矛盾。L 型走势，指的是实际 GDP 增速，

V 型反弹是名义 GDP 增速。在通胀没有成为严重问题的背景下，L 型增长时期，各方对实际 GDP 的增速预测有较大的共识，实际 GDP 增速及其预测值的信息价值下降。对市场参与者和决策者而言，这时候**名义 GDP 增速的信息更有价值**。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究室主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。