

徐奇渊

xuqiy@163.com

预测偏差的困惑*

每到年末岁初，对新一年的中国经济增速进行预测，总是市场的一个热点。不过去年的预测是否有偏，前年的预测是否准确，往往已经少有人问津，形势辩论的混乱之后，“运动场上留下的是一堆无人认领的鞋子”。笔者对 2008 年以来，11 年的经济预测进行了梳理、回顾，希望能够有些启示。

为了使得分析具有足够代表性，本文对关注的机构进行了筛选。具体包括：国内券商、国内商业银行、外资金融机构、国际机构，共计 55 家。其中，国内券商选取范围，包括了各年份总资产排名前 30 的机构，11 年来总计覆盖了 41 家。具有国内商业银行背景的机构包括：中银国际、工银国际、交通银行，共 3 家机构。外资机构有 9 家，包括瑞银证券、野村证券、瑞穗证券、摩根大通、高盛、渣打银行、汇丰银行、花旗银行、美林美银。国际机构包括：国际货币基金组织（IMF）和世界银行。

在整理数据时，我们只关注上述机构在上年末或当年年初，对当年经济增速给出的预测。有时机构给出的预测值并不是一个确切数，因此进行了以下处理：（1）给出预测区间的情况，以区间的中间值为准。例如 6.5%-7%，计为 6.75%。（2）如果给出的预测值是“6.5%左右”，就按 6.5%来计。（3）其他无法定量描述的，例如“保持稳定增长”、“6%以上”，不计入考虑。这样我们得到了 2008 年至 2019 年当中，12 年的预测值，其中前 11 年的预测值是可检验的。在这 11 年中，并不是每家机构、每年都

* 文章作者徐奇渊，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。本文已经发表在《财经》杂志。

进行预测，而且一些机构成立较晚、或当中进行了合并，因此各年给出预测的机构数量不尽相同。其中，发布预测机构数量最少的年份是 2008 年，为 27 家；最多的年份是 2014 年，为 43 家；平均值为 36 家，没有明显的趋势性。以下是一些主要观察：

机构预测均值：上行期倾向于低估，下行期倾向于高估

在过去 11 年中的大部分时间，预测增速均值都存在一定的偏差（图 1 和图 2）。其中，而预测值高估的情况，大都是处于下行期的年份，例如 2012 年至 2015 年，以及刚刚过去的 2018 年。预测值存在低估的时间，大都是经济比较景气的年份，例如 2010 年、2011 年、2016 年、2017 年。

由于 2005、2006、2007 年的预测机构数量较少，所以这里没有将对应的预测结果放到图中。事实上这 3 年的预测值低估幅度更为明显。如果考虑上述 3 个年份，则上述结论会被进一步强化。此外，使用预测中位数代替均值，结果基本一致。

可见，预测值不但存在偏差，而且存在一定的规律，即：**在经济上行期，预测均值往往倾向于低估，而在经济下行期，预测均值则往往倾向于高估增速。**

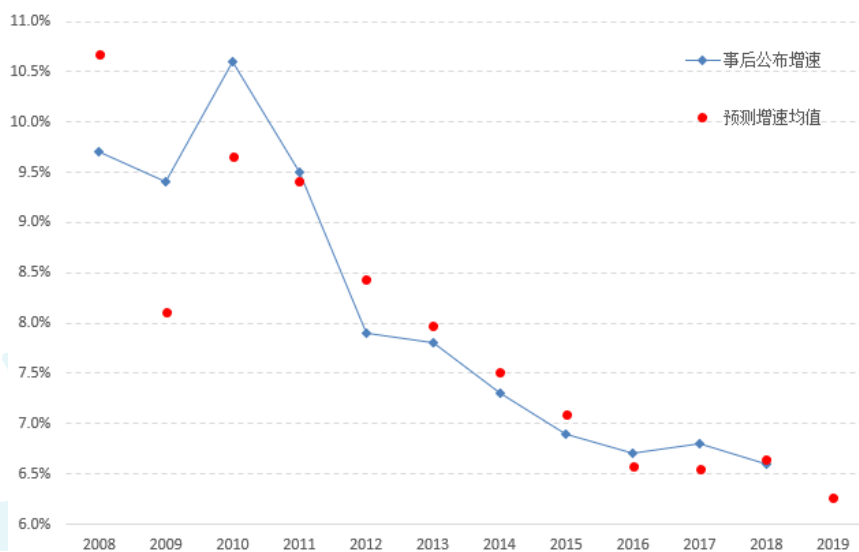
预测偏差可能存在内生性，所以其为必然？

预测的这种逆周期偏差，即上行期低估、下行期高估，未必能够说明机构的预测不准确。理解这种偏差的一个重要角度是——预测均值有可能会影响到政策决策。如果市场预期过于悲观、市场信心。这时候，逆周期的政策可能采取措施、对经济进行反向调节。反之，如果市场信心过于亢奋，政策也会进行泼冷水式的调节。

但是要注意的是，如果这种假设成立，则预测偏差应该是顺周期的。例如，经济下行期，预测比较悲观，政策调控之后，增速高于预期；再如，经济上行期，预测过于乐观，政策反向调控之后，增速低于预期。

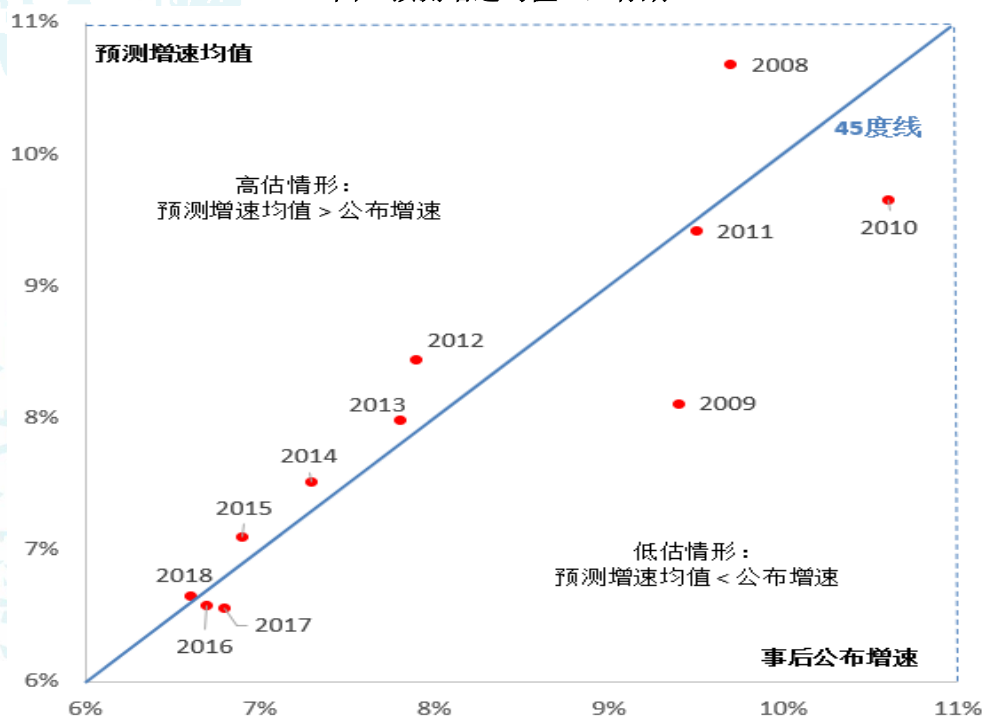
而前述 55 家机构在 11 年间的预测均值，其表现并不是顺周期的，反而恰恰是逆周期的特点，而且这种逆周期似乎是较为稳定的。因此，预测性偏差存在内生性的角度，完全无法解释过去的历史偏差。即便存在这种内生性导致预测偏差的力量，这种力量也是较弱的。实际上，机构对下一年的经济增速预测，往往也包括了对未来经济政策的预测。因此，探寻这种预测偏差的原因，可能是比较复杂的。不过，从预测者本身的角度来进行反思这恐怕是重要的角度之一。

图 1 预测增速均值和事后公布增速的对比



数据来源：各机构研报、新闻报道和作者整理。

图 2 预测增速均值：上行期



数据来源：各机构研报、新闻报道和作者整理。

图 3 预测值的偏差逐年减少：预测越来越准了

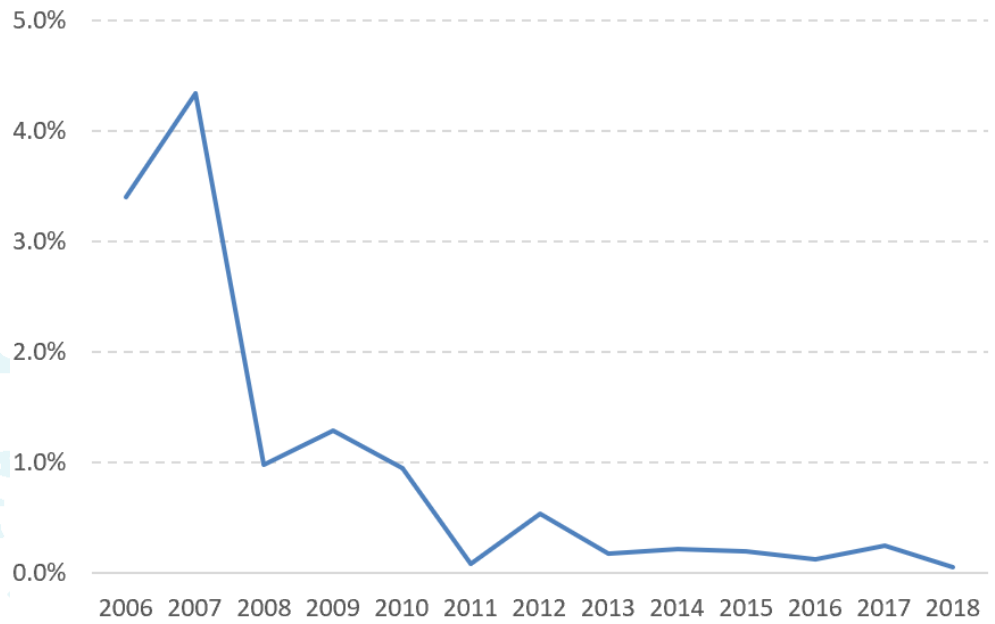
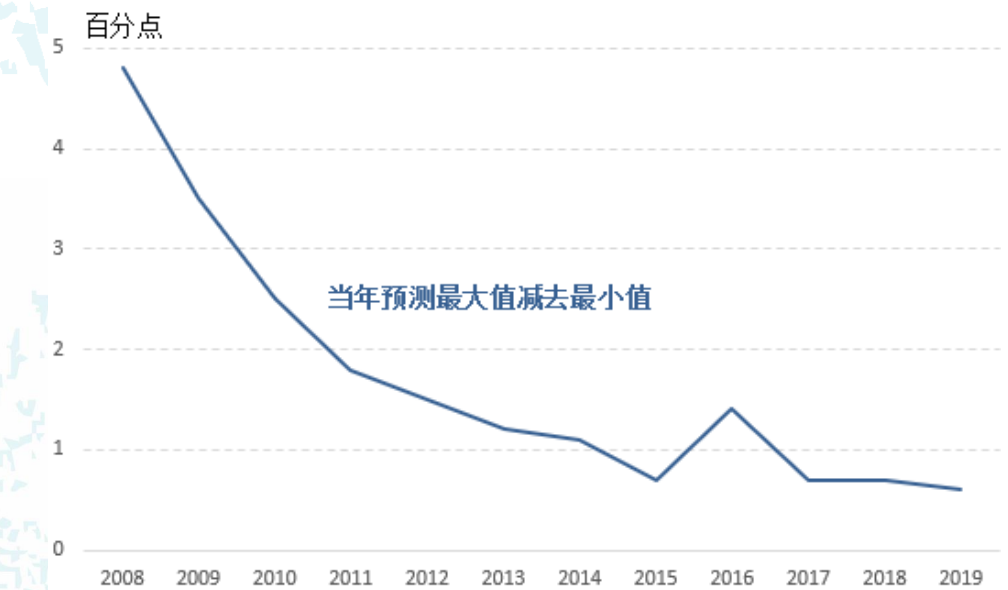


图 4 机构预测的分歧也在逐年缩小



数据来源：各机构研报、新闻报道和作者整理。

预测偏差、预测分歧都在逐年减少

虽然预测偏差呈现出一定的逆周期性，但是预测偏差本身的幅度正在逐年减少（图 3），而且衰减的趋势非常明显。如果这一规律仍然成立，给定 2019 年的增速预

测值为 6.3%，则最终公布增速在比较接近预测值的情况下，可能会略低于这一预测均值。

与此同时，不同机构之间的预测分歧也在逐年衰减（图 4）。这表明，55 家机构的预测值越来越收敛、分歧越来越小。

11 年间，预测分歧的平均值为 0.97 个百分点。2008 年，对经济增速的最高预测值和最低值，相差近 5 个百分点。而在 2018 年，这一偏差仅为 0.05 个百分点。在这个年份，事前 41 家机构的预测均值为 6.65%，而最后公布的实际增速为 6.6%。

总体上，预测偏差越来越小、预测分歧越来越小——这可能表明，各类机构在预测结果上共识越来越高、预测准确度方面也越来越高，预测似乎越来越逼近真实值。

不过，预测偏差的改进、预测分歧的收敛，这是否具有足够的实际意义？

如前所述，过去 11 年中，2018 年的预测均值最为准确。但是，2018 年正是经济下行压力大幅度超预期的一年。不论是基建投资、金融市场，还是中美贸易冲突，2018 年给经济观察者带来了太多的始料不及。**或者可以这么说：2018 年初，市场已经相当准确的预测到了 2018 年的增速会较 2017 年下降 0.2 个百分点左右。但是市场也万万没想到，这 0.2 个百分点对应的下行压力会是如此之大。**

而现在，2019 年的预测增速均值为 6.3%。假如这个预测相当准确，这意味着 **2019 年增速将较 2018 年下滑 0.3 个百分点。这是否意味着，我们对接下来要完成的下行周期，也应怀有足够的敬畏之心？**

如前所述，2018 年增速仅下滑了 0.2 个百分点，市场就感受到了各种压力，这似乎难有些以理解。但是如果观察同期的名义 GDP 增速，则可能更容易理解这种变化。与 2017 年相比，2018 年的名义增速下滑了 1.2 个百分点。如果看季度数据，同 2017 年 1 季度（本轮周期的顶部）相比，2018 年 4 季度的名义增速已经下滑了 3.6 个百分点，而实际增速只下降了 0.5 个百分点。

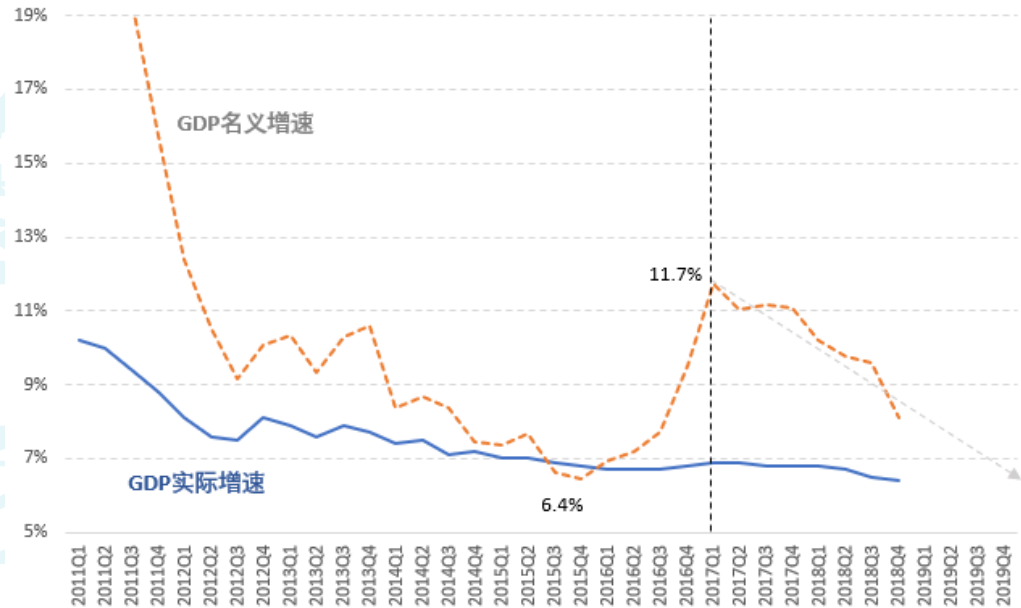
2012 年之后，特别是 2015 年之后，中国 GDP 实际增速本身的波动性也在下降，甚至趋向于相当稳定。因此，预测均值的准确性不断提高，一方面可能和分析者的理性程度提高有关，另一方面，则与 GDP 实际增速明显趋稳有关。**在这种情况下，对实际增速预测的意义，甚至是实际增速指标的指导意义，都被明显的削弱了。**

2015 年 3 季度至 2018 年 2 季度，这 12 个季度当中，实际增速最高达到 6.9%，最低也有 6.7%。最高、最低点，相差不过 0.2 个百分点。从年度实际增速来看，2015

至 2017 年 3 年的增速最高、最低点，同样相差不过 0.2 个百分点。

在实际增速相当稳定的情况下，如果两家机构的预测值分歧达到 0.2 个、0.3 个百分点，实际上已经意味着两者可能存在巨大分歧。所以，不同机构之间的预测观察，并没有看起来的这么富有共识。

图 5 和 GDP 实际增速相比，名义增速周期性特征更加明显



数据来源：国家统计局，作者计算。

实际增速的预测意义、揭示周期的意义，都正在下降，而名义增速则是一个更加值得关注的指标。除了两者的波动性大有不同，我们还可以加上另外两条理由：其一，短期宏观经济政策更加关心总需求，而从支出法来看，GDP 名义增速正是名义总需求的反映。当然，在着力推进供给侧结构性改革的背景下（例如 2016 年至 2017 年），有时候总需求未必有名义增速看起来的这么强。不过，一个快速上升的 GDP 平减指数、进而一个快速上升的 GDP 名义增速，仍然反映了正向供求缺口的扩大。

其二，从收入法的角度来看，名义 GDP 可以分解为工资、利润、租金、税收、利息等收入项。在通胀率相对稳定的情况下，各类市场主体更加关心的，还是上述收入项的名义值变化，而不是其实际值。比如，观察当年上市公司财报业绩时，没有人会使用通胀率对其进行折算。这时候，大家对经济波动的更多感受，与名义增速的波动更为切合。

总体上，我们将看到，机构预测者和市场投资者会越来越关注名义增速。但是，名义增速是如此的大起大落、捉摸不定，这方面的预测可能是一个更大的挑战。

这类处理方式可以借鉴其他国家组织的分类方法。这不但适应了发达国家对印度、巴西等经济体的整体调整要求，同时可以巩固金砖和新兴经济体之间的内部合作，增加中国的谈判能力和空间。此外，还可以缓解中国面临的产业外移问题和一带一路合作面临的两难处境，并且对于一带一路的南南合作属性不会产生冲击。

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。