

中国潜在产出的 综合测算及其政策含义^{*}

徐 忠 贾彦东

近 10 年来，我国宏观经济运行呈现出较为明显的趋势性变化特征。经济增长、消费、投资及货币供应量等主要宏观经济指标增速均出现趋势性放缓。实际 GDP 平均增速由 2008 年国际金融危机前的 13% 逐步降至 2018 年的 6.6%，社会消费品零售总额及固定资产投资完成额平均增速从 2008 年的 20% 以上快速下降至 2018 年的 6% 和 9% 左右，M2 增速更由 16% 降至 8% 的历史最低水平。针对这一现象，既有的理论与政策研究提出了多种解释，包括经济周期性与结构性变化、技术增长空间降低、人口红利逐渐消退及金融危机冲击影响的延续等，但从整体来看尚缺乏足够的定量分析支持，且部分结论存在与经验事实不符之处。一般而言，在通货膨胀基本稳定的条件下，经济出现长期的趋势性放缓通常源于潜在产出增速的持续下降。那么，我国当前的潜在产出走势究竟如何？为何会出现趋势性变化？这种变动趋势又是否会长期持续？上述问题不仅是理论研究的焦点，更是影响未来宏观政策决策的关键。

潜在产出是指在资本和劳动等生产要素得到充分利用的条件下总产出可以达到的水平，描述了没有名义黏性影响下宏观经济运行的理想状态，反映了经济长期有效供给的能力。全要素生产率（TFP）是估算潜在

^{*} 原文刊载于《金融研究》2019 年第 3 期。

作者简介：徐忠，研究员，中国人民银行研究院；贾彦东，副研究员，中国人民银行研究院。

产出的重要基础,反映了实际产出增长中不能被要素投入解释的部分,是衡量和评价整体技术进步的核心指标。近年来,上述理论概念越来越多地走向政策实践前台,成为宏观政策决策的重要参照基准。通过测算潜在产出,决策部门有能力判断宏观经济运行趋势和周期状况,通过政策调整减小摩擦,实现经济的长期可持续增长。

对中央银行而言,潜在产出的测算和估计尤为重要。潜在产出不但反映经济的中长期供给能力,也是货币政策的核心目标之一,相应地产出缺口更直接进入货币政策决策规则,影响货币政策的具体操作。遗憾的是,无论潜在产出还是全要素生产率都属于不可观测的状态变量,无法直接得到,只能通过不同方法或模型进行估算。在政策实践上,各国政府和中央银行通常结合本国经济特点,依据研究目标,选择使用不同方法或方法组合估算潜在产出。在当前经济环境下,如何有效估计我国潜在产出,分析不同因素对潜在产出的影响,从而预测中长期走势,具有重要的理论与现实意义。

在梳理和比较现有测算潜在产出主流方法的基础上,从货币政策决策出发,运用状态空间、DSGE 等多种方法对我国的潜在产出进行估计,结合估计结果对潜在产出的变动原因和变化趋势进行分析和预测,得到的主要结论如下:

(1) 1993—2018 年我国潜在产出呈现出逐步放缓走势,平均增长率为 9.4%,略低于实际 GDP 的平均增长率(9.5%)。其中,全要素生产率趋势平均增速为 3.6%,资本投入平均增速为 11.7%,劳动力投入平均增速为 0.6%,对潜在产出增速的平均贡献率分别为 38.3%、58.3% 和 3.4%。

分阶段来看,资本投入对潜在产出增长的影响力持续增强。2008 年国际金融危机前,我国潜在产出平均增速为 10.4% 左右,而实际资本平均贡献率约为 50.8%,劳动投入平均贡献率为 4.4%,全要素生产率的

平均贡献率则为 44.9%。2008 年国际金融危机后，潜在产出平均增速下降至 8.2%，资本、劳动和全要素生产率对应的平均贡献率则分别为 71.1%、1.8% 和 27.1%。这表明危机后，过度关注总量问题，依靠高投入的结果是全要素生产率大幅下降、低效回报部门在加杠杆、潜在产出增速在不断下降，扭转这一趋势必须依靠供给侧结构性改革。

（2）近年来，潜在产出增速的趋势性放缓主要源于高投资并未形成有效资本，进而导致有效资本投入对潜在产出的拉动力持续走低。而投资专有技术进步放缓、投资调整成本上升、资本形成效率快速下降，是造成有效资本投入不足和潜在产出放缓的深层次原因，这也是供给侧结构性改革的理论基础。

具体来看，2011 年以来，我国的资本形成效率和投资专有技术进步均出现了较大幅度的下降。尤其是资本形成效率下降幅度较大，持续时间较长。两类因素交替依次下降似乎表明，2011—2013 年，为缓解国际金融危机影响，政府通过扩大基建投资力度，带动房地产投资迅速增长。基建投资和房地产投资对其他投资，尤其是制造业投资产生了明显的挤出效应，并造成了资本形成效率下降以及整体技术进步增长的放缓。2016—2018 年，房地产与基建投资增长虽得到一定程度的抑制，但制造业投资恢复缓慢，尤其民营企业、小微企业投资增长乏力，不足以成为拉动经济的主要动力。此外，近年来我国资本调整成本明显上升，投资调整成本反映了投资结构调整的难易程度，投资增速变动越大，投资调整成本将越高，资本投入增长也将越缓慢。

（3）劳动力市场搜寻成本较高，供需结构不匹配，导致劳动的增长贡献率较低，我国的人口优势并未得到充分利用和有效发挥，进一步加剧了近年来潜在产出增速的趋势性放缓。

（4）如果不推动供给侧结构性改革，未来 5 ~ 10 年我国潜在产出平均增速仍将缓慢下降，并逐步稳定在 4.8% ~ 5.1%。与发达经济体相比，

我国潜在产出增长仍有较大的提升空间，尤其在劳动投入方面。经济高质量发展势必要求推动供给侧结构性改革，以提高全要素生产率来提升潜在产出增速。

由此提出以下几点政策建议：第一，在平衡好短期需求和中长期改革目标上，应更加注重提升投资质量，优化投资结构；第二，应完善劳动力市场，提高劳动力质量，降低就业主体搜寻匹配成本，减少无效供给，提升劳动投入的增长贡献率；第三，应加强体制机制建设，进一步推动供给侧结构性改革，促进全要素生产率整体提升；第四，面对潜在产出的趋势性变化，货币政策应重视对经济趋势性变动与周期性波动的识别，保持战略定力，提升宏观政策应对的精准度。