



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第62期）

直面合成谬误，更好统筹经济政策制定

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2023年3月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会第62期

直面合成谬误， 更好统筹经济政策制定

报告人：刘凯 中国人民大学经济学院教授

2023年3月25日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

合成谬误 (Fallacy of Composition)

萨缪尔森首先提出。经济政策上的“合成谬误”是指，从各政策制定部门来看，每项经济政策的出发点都是好的、都很有道理，但当这些政策同时实施时，则可能导致与预期相反的不好结果。

习总书记曾深刻指出（ 2018年11月《在民营企业座谈会上的讲话》 ）：“有些政策互相不协调”，“或者工作方式简单，导致一些初衷是好的政策产生了相反的作用”，“任何一项政策出台，不管初衷多么好，都要考虑可能产生的负面影响，考虑实际执行同政策初衷的差别，考虑同其他政策是不是有叠加效应”。

多重政策目标、多项政策制定背景下的必然产物：宏观经济稳定，金融稳定，经济增长，结构转型，收入分配.....

主要内容

- 一、经济政策合成谬误的历史经验教训
- 二、当前中国经济政策制定面临的挑战
- 三、当前和未来如何应对合成谬误、更好统筹经济政策制定

主要内容

- 一、经济政策合成谬误的历史经验教训
- 二、当前中国经济政策制定面临的挑战
- 三、当前和未来如何应对合成谬误、更好统筹经济政策制定

总体来看，经济政策的合成谬误主要体现在：

- 时点有误，适得其反
- 目标冲突，难以兼顾
- 政策叠加，过犹不及

国际经验教训：大萧条时期的美国

- 20世纪20年代末，美联储为了稳定金本位制，保持美元币值稳定，在国内经济已经出现衰退的情况下仍然使用了**紧缩性货币政策**。
- **紧缩性财政政策**：当时的政治家更关心平衡政府预算，1932年《岁入法》（Revenue Act）增加了多种税收（尤其针对中低收入消费者），当年民主党政纲建议“立即并大幅度减少政府支出”。
- 为了解决生产力过剩，保护工农业利益，1930年美国总胡佛主导通过了《斯穆特-霍利关税法》，将20000多种商品的**关税升级到历史最高的水平**。
- 美联储的货币政策并没有挽救金本位制和美元币值，相反，紧缩性的货币政策是导致大萧条的重要原因；紧缩性财政政策火烧浇油，也没能实现平衡预算的初衷；胡佛的关税法案也没有能够保障美国工农业利益，而是给美国的对外贸易造成了不小的冲击，使美国经济加速衰退。

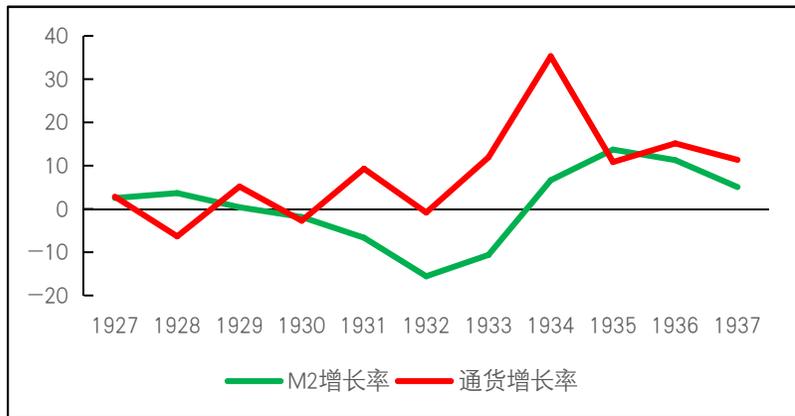


图1：1927-1937年美国货币增长率 (%)

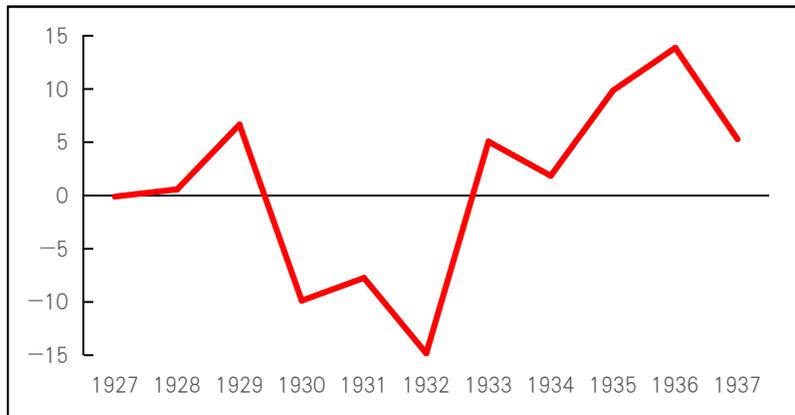


图2：1927-1937年美国GDP增长率 (%)

国际经验教训：大萧条时期的美国

- 1933年美国**富兰克林·罗斯福**上台之后采取了“**通货再膨胀**”的政策方针，随后国会通过了包括《**国家产业复兴法**》（NIRA）和《**农业调整法**》（AAA）在内的一系列促进经济复苏的法案。
- **国家产业复兴法**对工业品的生产和企业的竞争直接进行了限制和规定，同时也对包括工资在内的工人权益进行了规定；**农业调整法**规定政府可以通过金融支持、税收和补贴的形式直接干预农业生产。
- 1933年开始**美联储**放弃维持币值稳定，开始实行积极的货币政策。在这种背景下，**国家产业复兴法和农业调整法**的各项规定造成了价格和工资的上升，但是并没有有效地缓解失业和萧条，因此出现了**经济萧条、高工资和高失业**并存的奇异场景。

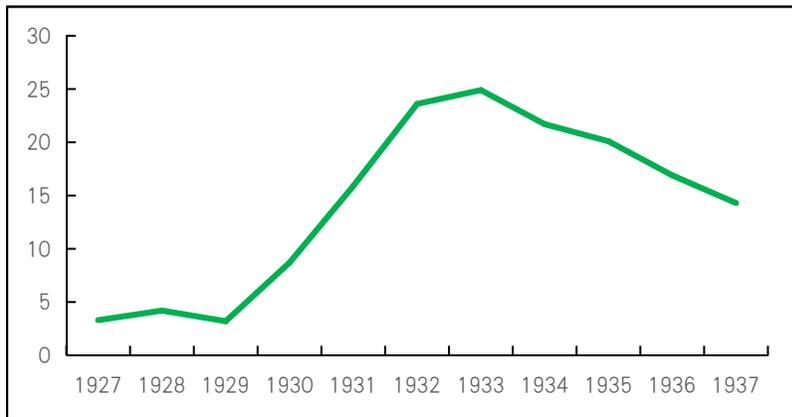


图3：1927-1937年美国失业率 (%)

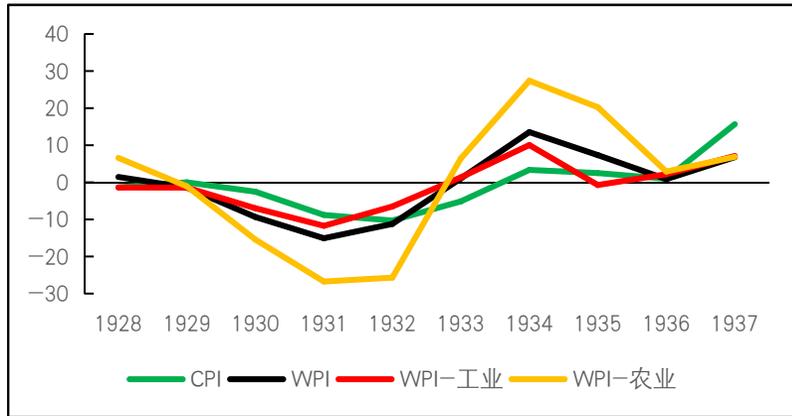


图4：1927-1937年美国通货膨胀率 (%)

国际经验教训：希腊主权债务危机时期

- 2009年10月初，希腊政府突然宣布政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例分别达到12.7%和113%，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的上限，全球三大信用评级机构相继调低希腊主权信用评级，借贷成本大幅提高。
- 希腊政府**当时面临的主要问题是**：经济衰退、高额债务和结构失衡。

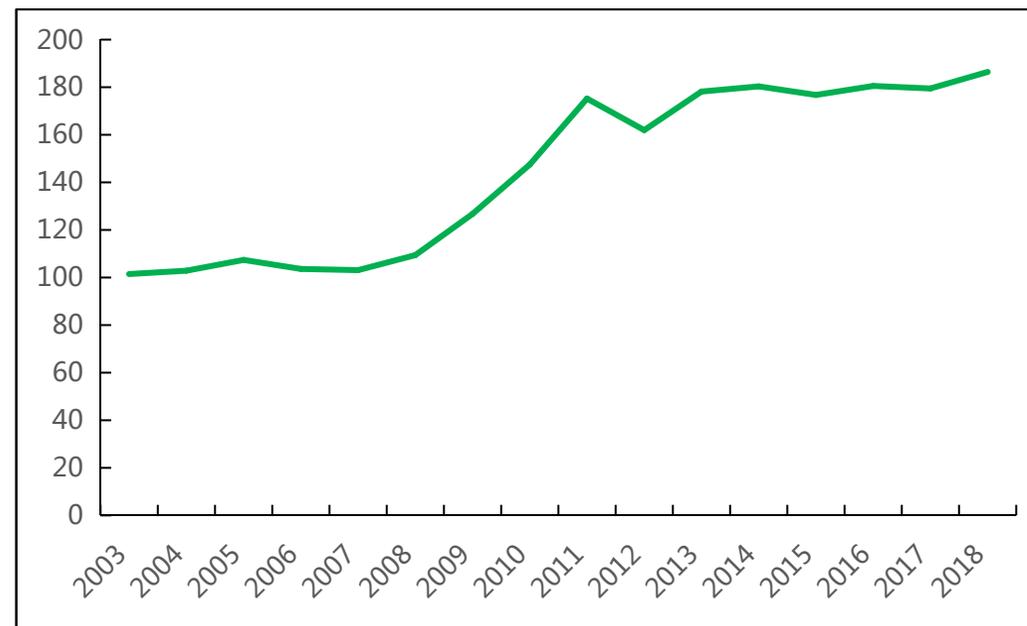


图5：希腊公共债务占GDP比例（%）

国际经验教训：希腊主权债务危机时期

- 金融危机前，欧洲央行的宽松货币政策、高欧元汇率政策以及希腊的福利制度和扩张性财政政策的共同导致了希腊债务高企。
- 金融危机发生后，一方面出于解决自身债务问题的目的，希腊不得不进行一系列紧缩性政策（紧缩财政，稳定金融和结构性改革政策），加重了经济的衰退；另一方面，欧洲央行的货币政策难以与希腊自身政策协调配合，2011年欧洲央行两次上调利率加上希腊自身的紧缩政策又进一步加重了希腊债务危机。

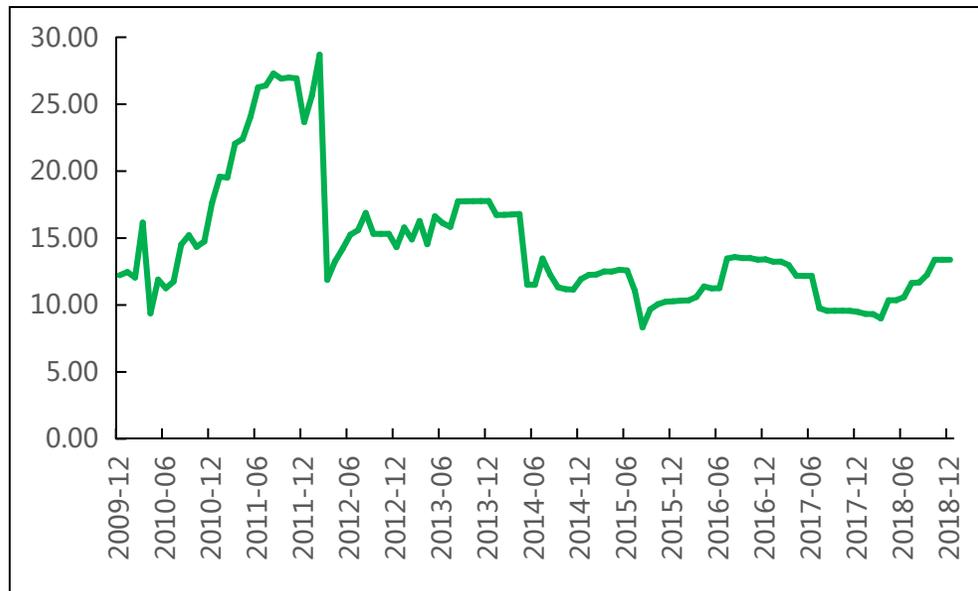


图6：希腊到期债务:本金:剩余期限:1年内:占GDP比例 (单位为%)

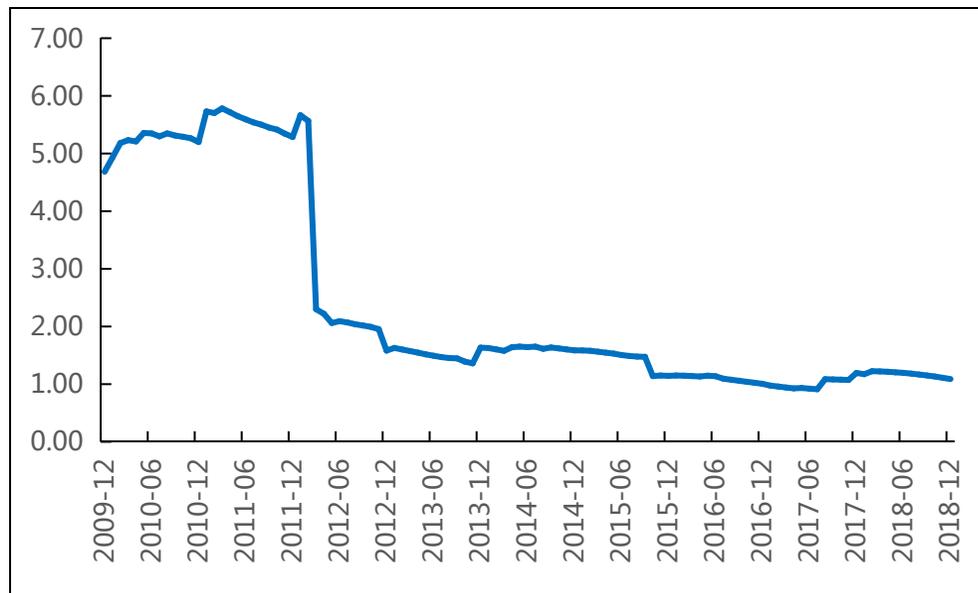


图7：希腊到期债务:利息支出:剩余期限:1年内:占GDP比例 (单位为%)

国际历史经验教训：日本长期停滞时期

- 20世纪80年代中期，美国为了扭转贸易逆差，通过《广场协议》强行让日元升值，给日本的出口和经济增长造成了巨大的压力。
- 日本政府为刺激经济，采取了**低利率政策**，并在同一时间为提升金融市场活力开始了**金融市场化改革**。宽松的货币政策和金融市场化改革共同加速了日本信贷活动的扩张，导致**流动性过剩，信用泛滥**，房市和股市投机严重，形成了巨大的经济泡沫。
- 20世纪80年代末到90年代初，日本政府决定刺破“泡沫”，开始**加息并加强对房地产市场的监管**。日本泡沫破裂，陷入长期停滞。

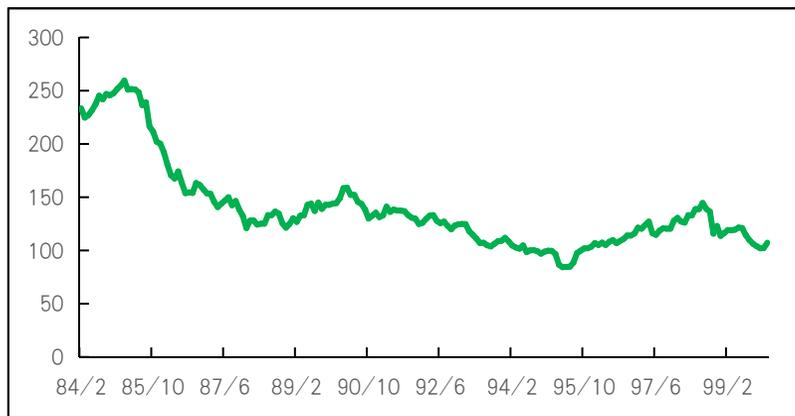


图8：日元对美元汇率

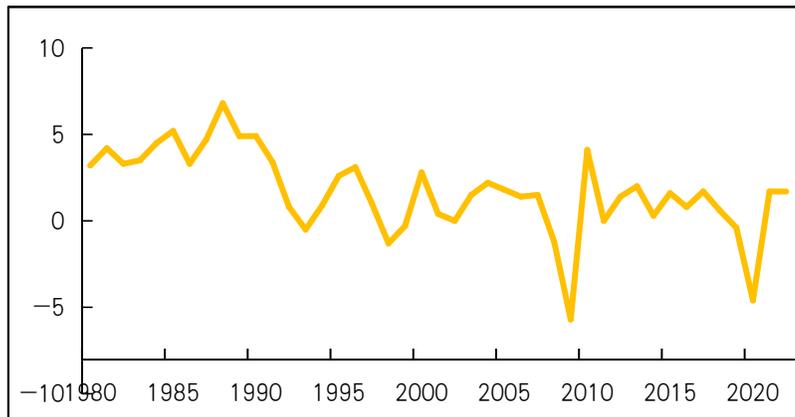


图9：日本经济增长率 (%)

国际历史经验教训：日本长期停滞时期

- 泡沫破裂后，股市大跌且房地产大幅贬值，市场情绪低迷，为了刺激经济，日本**重启宽松货币政策**。
- 1997年，经济尚未恢复，日本政府担心重新出现泡沫**重新上调消费税**，结果导致再次出现衰退。
- 长期以来，日本的**宽松货币政策**由于“零利率下限”，调控效果有限，与**宽松的财政政策**一起使日本的债务不断积累，压缩了政策空间，弱化了政策效力，也抑制了日本的消费和投资，抑制了长期增长。

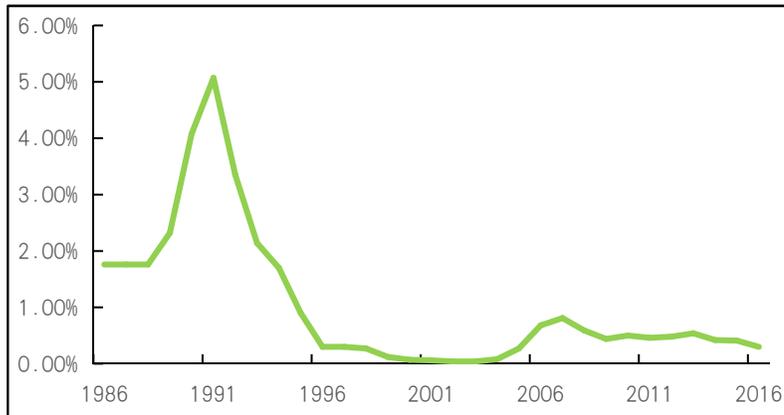


图10：日本存款利率

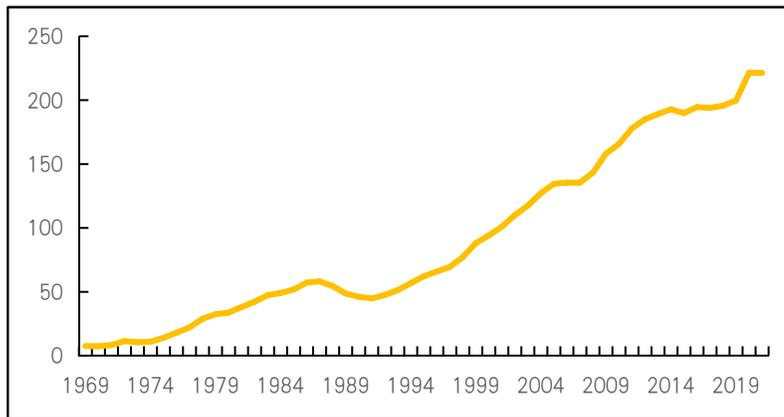


图11：日本一般政府债务占GDP比重 (%)

国内历史经验：新冠疫情时期

- 2019年底中国爆发了新型冠状病毒肺炎疫情，并很快扩张至全国范围内，给中国经济造成了巨大负面影响。
- 在疫情期间，中国经济面临的**主要问题是供给和需求的**同时收缩，如何维持经济运行、刺激经济复苏应该是经济政策制定的主要目标。

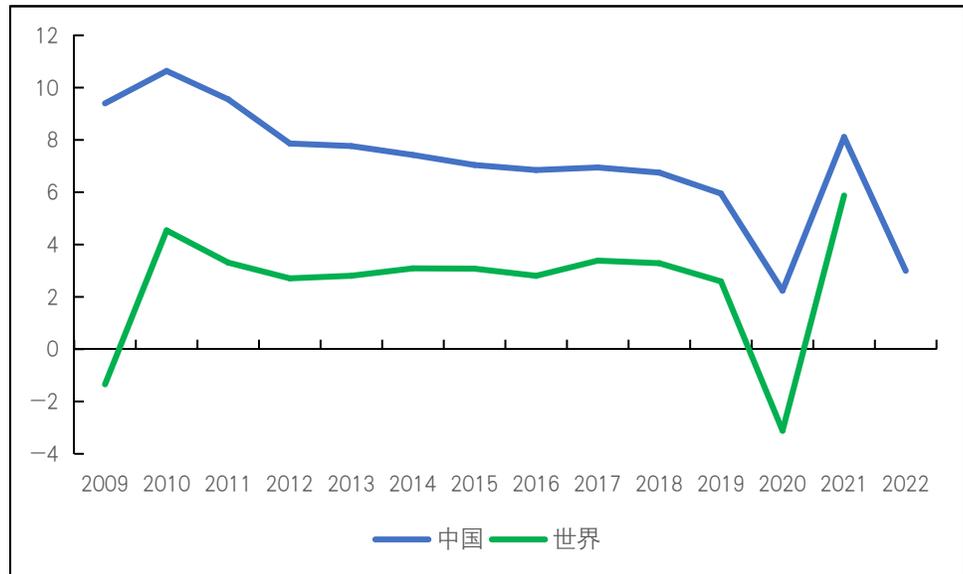


图12：世界和中国经济增长率（%）

国内历史经验：新冠疫情时期

- 2020年实行的一系列刺激政策支撑了中国经济的“V字形”回升，高质量发展和结构转型的必要性和紧迫性逐渐得到提升。2021年中国政府收紧了监管和宽松政策，使2021年成为监管风暴年，并在客观上抑制了经济复苏。
- 2021年开始，作为“房住不炒”政策的延续，房企融资和银行房贷先后被收紧；为实现“减碳”和“碳中和”目标，强化了各地区的能耗双控监管，部分地区甚至出现了电力不足和拉闸限电；加大了反垄断平台监管力度；为了推进“双减”政策，对课外培训的监管力度空前加大；为了促进“共同富裕”，相关文件和政策的出台。

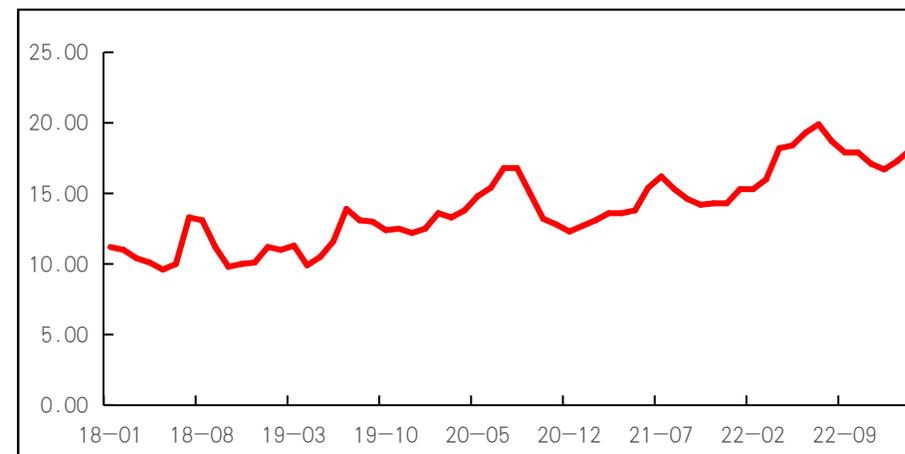


图13：中国16-24岁人口调查失业率 (%)

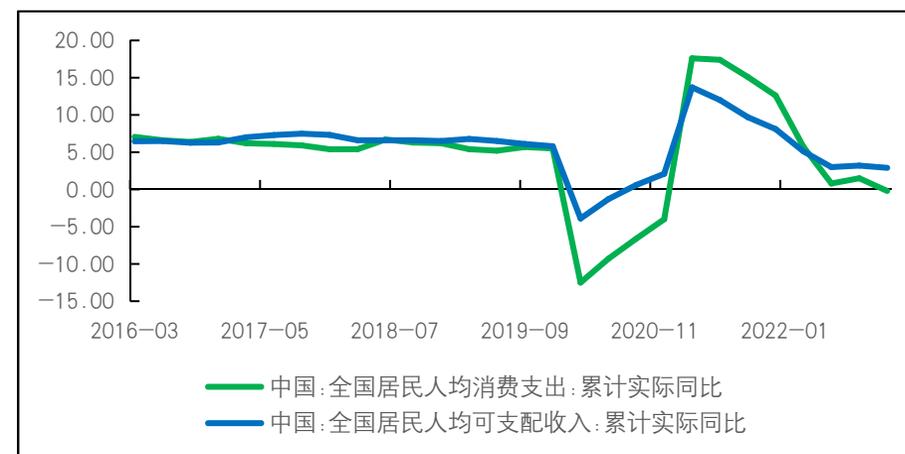


图14：全国居民人均可支配收入:累计实际同比 (%)

对经验教训的总结

- 出台相关政策时对当时宏观经济的主要矛盾没有抓住，认识出现偏差。
- 政策制定缺乏一般均衡思维、全局思维、动态思维，缺乏对市场预期和微观市场主体行为的预判，因而缺乏统筹协调（进而导致出台时点有误、目标冲突、政策过度叠加等问题）。

经济政策协调、合成不好，不仅难以实现各个政策的目标，而且政策本身会成为宏观经济波动甚至危机的重要原因。

主要内容

- 一、经济政策合成谬误的历史经验教训
- 二、当前中国经济政策制定面临的挑战**
- 三、当前和未来如何应对合成谬误、更好统筹经济政策制定

经济下行压力大且已持续较长时间：产出缺口与潜在增速缺口

2022 年中国 GDP 增速为 3%，比 2020 年和 2021 年的两年平均增速下降约 2.3 个百分点。

2022 年产出缺口与潜在增速缺口双双为负，经济运行基础仍需稳固。

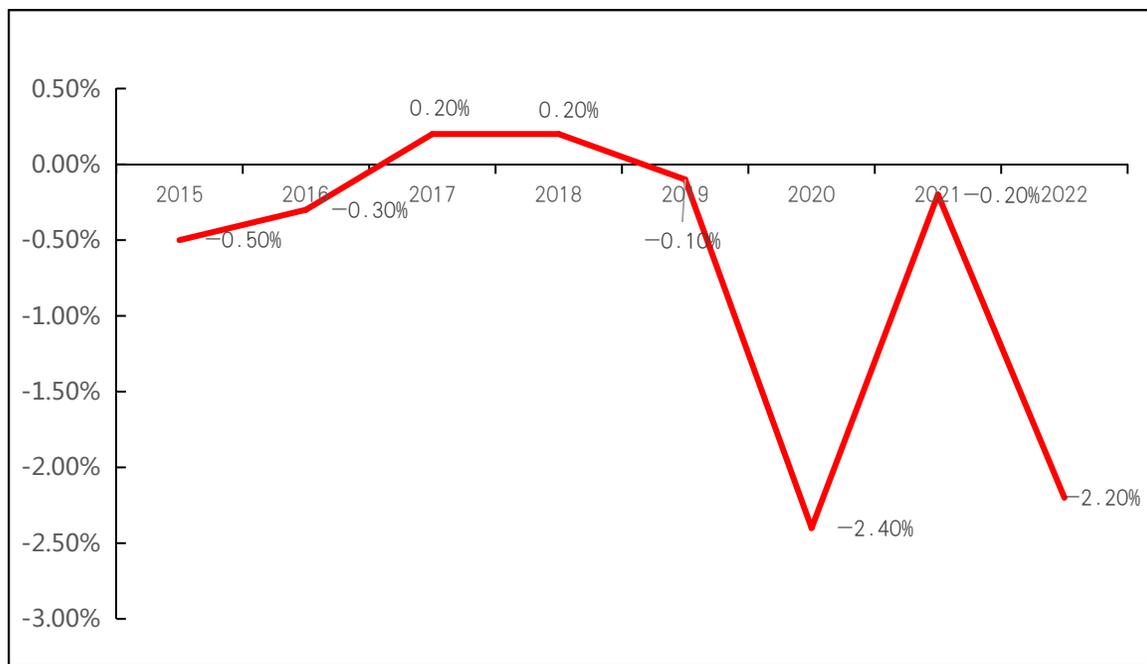


图15：产出缺口

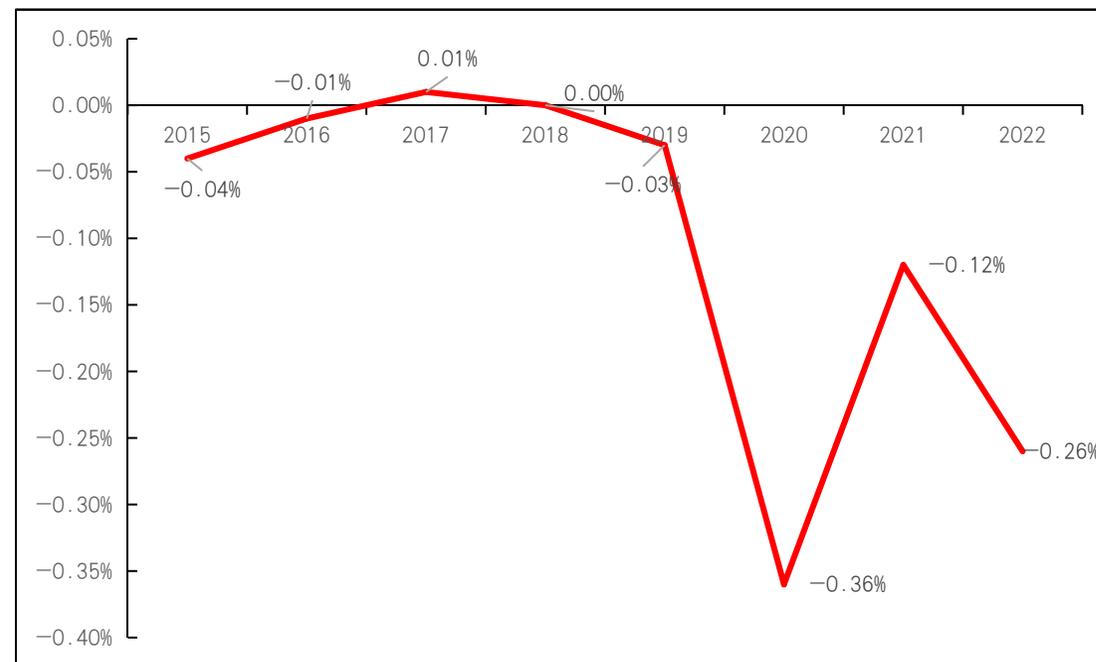


图16：潜在增速缺口

经济下行压力大：2022年经济稳定情况

类别	数据表现	总结
总需求	<ul style="list-style-type: none"> 社会消费品零售总额略有减少，剔除石油价格上涨的影响，社会消费品零售总额的实际降幅度达到0.7% 全国居民人均消费支出实际增长1.5%，显著低于人均GDP实际增速，其中，城镇居民人均消费支出实际下降0.2% 民间投资增速则显著放缓，仅增长1.1%，比2021年下降6.6个百分点 2022年货物出口总额（以美元计价）同比增长9.0%，增速比2020年和2021年两年平均增速下降了6.9个百分点。 	<ul style="list-style-type: none"> 消费与投资需求仍然较为疲软，出口需求回落 需求收缩态势未见明显改善
价格总水平	<ul style="list-style-type: none"> CPI涨幅为2.0%，较2021年上升1.1个百分点，但处于3%的目标范围之内 核心CPI涨幅为0.9%，仅比2021年略升0.1个百分点，距离2%的合理水平还有不小的差距 	<ul style="list-style-type: none"> 核心CPI持续处于低位反映出总需求较为疲软的状态
微观主体效益	<ul style="list-style-type: none"> 人均可支配收入的中位数与平均数的比值呈现持续下降趋势，从2015年的88%降至2022年的85% 规模以上工业企业实现利润总额下降3.6%，其中私营企业下降7.9% 	<ul style="list-style-type: none"> 中低收入群体的收入增速有待提升 企业生产经营压力较大

经济下行压力亟需短期宏观调控政策协同发力

如果不能尽快跳出低增长陷阱，未来很长一段时间内中国经济增长潜能都会受到削弱——**5种机制**：（1）影响企业研发；（2）产生“清洁效应”；（3）影响人力资本积累；（4）产生“迟滞效应”；（5）“长期停滞”机制（抑制长期总需求）

经济下行压力亟需短期宏观调控政策协同发力

- **但是**，我国目前面临的内外经济环境和形势更加复杂：**内部**三重压力依然存在、经济复苏存不确定性——今年前两个月的数据：失业率、CPI通胀率、民间投资、出口等指标不乐观；**外部**的负面冲击和不确定性更大——国际地缘政治冲突、全球经济增长与贸易、美联储多次大幅加息的影响（在硅谷银行倒闭前，一些新兴经济体和发展中国家已经爆发了货币危机甚至金融危机）。
- 多重调控目标同时实现的难度大，各项宏观调控政策（主要包括货币政策、财政政策、宏观审慎政策、汇率政策等）之间容易形成合成谬误。

例如，货币政策与宏观审慎政策之间，容易形成合成谬误

- 货币政策的主要目标是稳价格和稳增长——**宏观经济稳定**，宏观审慎政策的主要目标维护**金融稳定**。
- 从原理上看，中国的货币政策与宏观审慎政策相关度较高，当宏观审慎政策通过调控银行流动性和杠杆率来抑制资产泡沫时，货币政策会被动收缩。在经济下行压力较大的时期，旨在抑制银行系统和住房市场金融风险的宏观审慎政策，会极大削弱货币政策刺激投资和消费的效果。

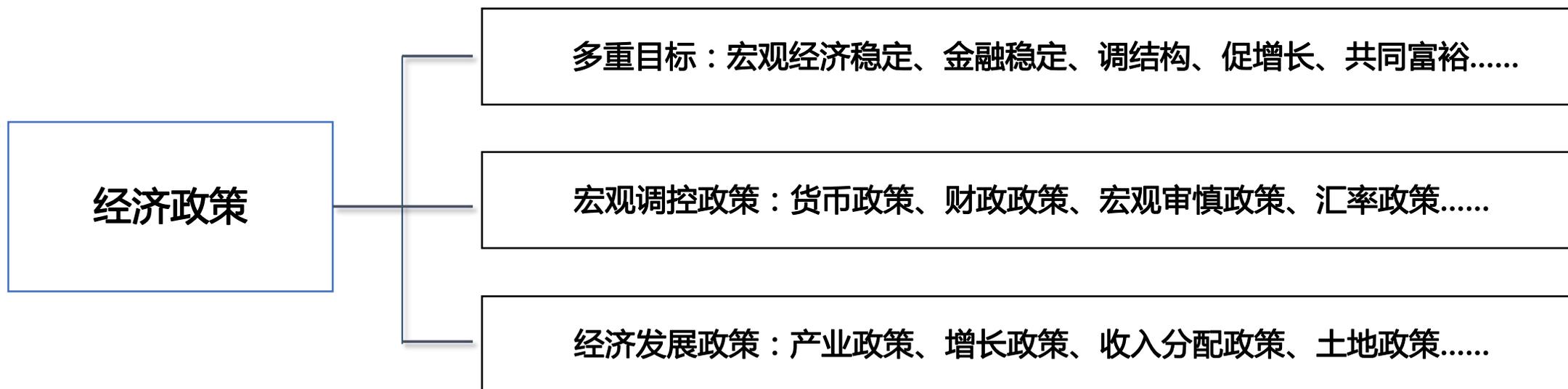
	货币政策	宏观审慎政策
政策目标	维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡、推动改革开放和金融市场发展	防范系统性金融风险，尤其使防止系统性金融风险顺周期累积以及传染，提高 金融体系韧性和稳健性
政策工具	公开市场业务	资本管理工具
	存款准备金	流动性管理工具
	中央银行贷款	资产负债管理工具
	利率政策	金融市场交易行为工具
	常备借贷便利	跨境资本流动管理工具
	中期借贷便利	特定机构附加监管规定
	抵押补充贷款	金融基础设施管理工具
	定向中期借贷便利	跨市场金融产品管理工具
结构性货币政策工具	风险处置等阻断风险传染的管理工具	

再如，货币政策、汇率政策和跨境资本管制政策之间，易形成合成谬误

- “三元悖论”、“二元悖论”的制约。
- 汇率政策如果旨在稳汇率（**有多种理由正当性**：抑制坏预期的自我实现，“人民币升值依赖症”），那么货币政策的有效性就会大打折扣。
- 如果采取偏宽松的跨境资本管制政策（**也有多种理由正当性**：展现对外开放的姿态，人民币国际化，也是既定的长期目标），那么在内部下行压力大、对外金融风险高的情形下，资本大量外流会严重削弱货币政策有效性，如果出现货币危机甚至全面金融危机，结果更严重。

宏观调控政策与其他发展政策之间容易形成合成谬误

- 现阶段中国面临多项发展任务、政策目标繁多（二十大及之后又提出了很多新的伟大目标）。
- **传统主流宏观经济学“二分法”的谬误**：短期宏观经济波动与长期增长是紧密相关的，在发展中国家尤其如此。
- 中长期的、结构性的经济政策，出发点可能是好的，但可能造成短期宏观经济波动的放大、甚至严重衰退。
- 短期宏观调控政策也会对经济产生长期影响，进而影响长期目标的实现。



经济政策的目标及其短期长期效果的差异可能导致合成谬误

- 政策制定者在经济周期中制定政策。
- 中长期、结构性政策的出台时点很重要，会造成短期经济下行压力的政策不宜在经济周期的衰退期推出。

	短期	长期
短期宏观调控政策	旨在稳定产出和就业	可能造成产能过剩、债务累积、资产泡沫等
供给侧结构性改革 (扩大有效和中高端供给)	可促进投资和研发创新、对宏观经济起到短期刺激作用	旨在优化资源配置、提高效率、增强竞争力
供给侧结构性改革 (减少无效和低端供给)	可能导致短期生产成本上升、投资下降，造成短期经济下行压力	旨在优化资源配置、提高效率、增强竞争力
监管和收入分配政策	可能造成生产效率下降、经济不景气	旨在促进经济社会更加公平、和谐稳定

主要内容

- 一、经济政策合成谬误的历史经验教训
- 二、当前中国经济政策制定面临的挑战
- 三、当前和未来如何应对合成谬误、更好统筹经济政策制定

中国在应对政策合成谬误方面的优势及短板

● 优势

- 党中央的统一领导，天然适合政策统筹协调。
- 政策具有长期性与连续性。
- 行政制度的设计有利于实现各部门间的统一行动，例如非独立的中央银行。
- 共同的发展目标和共同的历史文化背景。

● 短板

- 过于依赖中央决策，各部门、各地方对于宏观统筹和系统思维的积极性不高，甚至明明发现问题也不提出（计划经济时期的一些惨痛教训）。
- 多部门共同参与，容易形成政策重叠。
- 官员考核、升迁机制导致长期目标短期化、碎片化。
- 地区之间差异较大。

当前宏观经济政策制定的建议（基于当前主要矛盾）：

- **短期宏观调控政策层面，打好政策组合拳、避免合成谬误**：“宽松的货币政策 + 积极的财政政策 + 偏宽松的宏观审慎政策和住房政策 + 灵活的汇率政策 + 偏紧的跨境资本管制政策”的宏观政策组合，以刺激总需求的强劲复苏且管控对外金融风险。
- **长期的总供给政策、结构性政策层面，选好政策出台时点、避免合成谬误**：当前宜推出“放松管控、管制 + 全国统一大市场建设 + 推动科技创新”的政策组合，**其他政策暂缓推出**，以增强微观主体活力和信心、激发企业家精神、推动技术进步，与总需求宏观政策形成合力、共同推动中国经济尽快恢复到长期增长趋势。
- **需要注意**：在政策组合拳下，各项政策的力度和实施方式需要科学研究、并不是力度越大越好，**一是**各项政策力度过大可能产生破坏性的叠加效果、过犹不及；**二是**为未来预留政策空间、跨周期调节：动态平衡、避免合成谬误出现在未来——过度刺激消费容易产生消费替代、过度刺激投资可能产生无效产能；**三是**边际效率已经很低的政策要调整方式，如积极的财政政策从大规模政府投资转向减税、“休养生息”。

政策制定哲学的优化

- 主流宏观经济学的二分法模式已经不科学，要统筹考虑短期政策的长期效果和长期政策的短期效果。
- 政策制定要加强一般均衡的思维，全局性地考察政策效果，而不是只从某个部门或地区出发。
- 要牢牢抓住每个时期宏观经济形势的主要矛盾，各项经济政策制定（包括出台时点）应该围绕主要矛盾展开——加强其他政策与宏观政策取向一致性评估。
- 要充分发挥好民主集中制这一决策原则的长处，自下而上、自上而下充分发扬民主和科学精神，为各项经济政策的制定和推出提供充分的信息支持和智慧支撑。

政策制定机构的调整

- 在中央财经委员会下面，**设立专门机构**应对、解决经济政策合成谬误问题，更好统筹经济政策的制定和出台（不要预先假定各部门、各地方自然而然就能长期、全面、系统地考虑问题，**政策统筹一定要在中央层面**，部门和地方更多的是执行）。
- **职责包括**：评估各项经济政策是否存在某些部门或地方的特殊利益、其对经济全局的（动态）影响如何，评估各项经济政策可能产生的负面影响以及与其他政策可能形成的合成谬误，评估并推荐各项经济政策的出台时点，政策出台前进一步评估与当时宏观政策取向的一致性，等等。

政策制定和执行过程中微观激励机制的重构

- 要提升政策制定过程的民主化、科学化程度，解决决策咨询领域（不仅包括各部门、各地方提出的政策制定建议，也包括专家学者的各类政策建议）的逆向选择问题和偏误问题。
- 要鼓励社会各界提出针对政策谬误、合成谬误的政策反对意见，而不仅仅是政策支持意见，完善相关奖励和激励机制——重大的政策合成谬误的出现，是相关部门和专家学者沉默甚至失职的结果。
- 要更加重视、密切关注微观市场主体在不同政策下的预期和心理变化，畅通微观市场主体向政策制定部门反馈信息的渠道，及时对政策合成谬误进行发觉和纠偏。



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



CMF专题报告发布，深度剖析应如何直面合成谬误， 更好统筹经济政策制定

3月25日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济热点问题研讨会（第62期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛(CMF)联合创始人、联席主席杨瑞龙主持，聚焦“直面合成谬误，更好统筹经济政策制定”，来自学界、政界、企业界的知名经济学家刘元春、毛振华、张斌、钟正生、温彬、刘凯联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员刘凯代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

- 一、 经济政策合成谬误的历史经验教训
- 二、 当前中国经济政策制定面临的挑战
- 三、 当前和未来如何应对合成谬误、更好统筹经济政策制定

一、经济政策合成谬误的历史经验教训

合成谬误（Fallacy of Composition）的概念由经济学家萨缪尔森首先提出。近两年来，合成谬误在学术界、业界、政策制定界都被广泛地提及和讨论。经济政策上的合成谬误是指，从各个政策制定部门来看，政策出发点都是好的，但当这些政策同时实施时，可能导致与预期相反的结果，甚至对全局造成负面影响。2018年11月，习总书记在民营企业座谈会上的讲话指出，“不管初衷多么好，都要考虑可能产生的负面影响，

考虑实际执行同政策初衷的差别，考虑到是不是有叠加效应”。可以说，习总书记对相关问题的深刻见解。

在现代经济体系下，经济运行越来越复杂，国内外经济环境也越来越复杂。合成谬误是多重政策目标和多项政策制定背景下的必然产物。以中国为例，近几年新冠疫情冲击之下，经济政策既要考虑内外金融风险，维持宏观经济稳定；也要激发长期增长潜能、优化经济结构、提高经济运行效率以实现第二个百年目标；同时为了追求更和谐更公平的社会，还要有收入分配的目标。在这样复杂的市场经济环境和多重目标之下，多重政策的出台难免会产生一些合成谬误甚至不好的影响。很多西方发达国家也面临着同样的问题，比如当下的美国面临着通胀压力和金融风险，其政策目标是否都能实现，彼此是否会产生抵触，都存在着很大的不确定性。

总体来看，经济政策的合成谬误主要体现在：1) 时点有误，适得其反。某个政策出台的时点有误，和其他政策产生了不好的化学反应，适得其反，使得整体经济形势更加恶化，同时它自身的目标也没能实现；2) 目标冲突，难以兼顾。即不同政策的目标难以兼顾而产生合成谬误；3) 政策叠加，过犹不及。多类政策叠加可能导致用力过猛、过犹不及。

1、大萧条时期的美国



一、经济政策合成谬误的历史经验教训

国际经验教训：大萧条时期的美国

- 20世纪20年代末，美联储为了稳定金本位制，保持美元币值稳定，在国内经济已经出现衰退的情况下仍然使用了**紧缩性货币政策**。
- 紧缩性财政政策**：当时的政治家更关心平衡政府预算，1932年《岁入法》(Revenue Act)增加了多种税收（尤其针对中低收入消费者），当年民主党政府建议“立即并大幅度减少政府支出”。
- 为了解决生产力过剩，保护工农业利益，1930年美国**胡佛**主导通过了《斯穆特-霍利关税法》，将20000多种商品的**关税升级到历史最高的水平**。
- 美联储的货币政策并没有挽救金本位制和美元币值，相反，紧缩性的货币政策是导致大萧条的重要原因；紧缩性财政政策**火上浇油**，也没能实现平衡预算的初衷；**胡佛的关税法案**也没有能够保障美国工农业利益，而是给美国的对外贸易造成了不小的冲击，使美国经济加速衰退。



图1: 1927-1937年美国货币增长率 (%)



图2: 1927-1937年美国GDP增长率 (%)

1929-1933 年大萧条是经济学研究的“圣杯”，直接催生了现代宏观经济学。大萧条在不同经济学领域的研究中，都经常作为典型案例，给我们很多启发。从大萧条时期美国经济政策制定中，也可以找到一些关于合成谬误的启示。1929-1933 年，美国以及整个资本主义世界出现危机，当时的主要矛盾是有效需求不足，应该出台扩张性政策来应对，这也是后来罗斯福新政和凯恩斯《通论》的核心思想。而在当时的背景下，美联储的出发点是维持“金本位”稳定和保持美元币值的稳定，这个政策目标在当时也无可厚非。因此，在美国国内经济已经出现衰退的情况下，美联储仍然使用了紧缩性货币政策，导致 M2 的增速在 1929 年之后出现了明显下降。M0 增速虽然有一定正增长，但力度是不够的。

财政政策方面，凯恩斯主义主张的是扩张性财政政策，但当时的政治家更关心平衡预算，因此采取了紧缩性财政政策，在最困难的 1932 年通过了《岁入法》(Revenue Act)，增加了多种税收，尤其是针对中低收入消费者的税收。当年民主党的政纲甚至建议立即大幅度减少政府支出。这个政策的初衷是好的，是为了解决美国政府财政不平衡、债务扩张的问题，但是适得其反。1930 年，美国总统胡佛主导通过了《斯穆特—霍利关税法》，将 2 万多种商品的关税升级到历史最高水平。他的初衷是保护工农利益，因为在经济衰退中，有些工业或农业部门受到了损失。

从事后来看，这三种政策都没有实现它们的初衷，反而使得整体经济环境急剧恶化。例如，美联储紧缩货币政策本身就是导致大萧条的重要原因，整体经济形势出现大萧条，美元币值和金本位制并没有被成功挽救；紧缩性财政政策火上浇油，也没能实现平衡预算的初衷；关税法案对美国对外贸易造成了巨大冲击，使得美国经济加速衰退。在这种背景下，经济的蛋糕越来越小，美国工农业的利益也没有得到很好的保护。总体来说，大萧条时期美国各项政策的协调出现了很大问题，产生了严重的合成谬误。

国际经验教训：大萧条时期的美国

- 1933年美国**总统富兰克林·罗斯福**上台之后采取了“**通货再膨胀**”的政策方针，随后国会通过了包括**《国家产业复兴法》（NIRA）**和**《农业调整法》（AAA）**在内的一系列促进经济复苏的法案。
- **国家产业复兴法**对工业品的生产和企业的竞争直接进行了限制和规定，同时也对包括工资在内的工人权益进行了规定；**农业调整法**规定政府可以通过金融支持、税收和补贴的形式直接干预农业生产。
- 1933年开始**美联储放弃维持币值稳定，开始实行积极的货币政策**。在这种背景下，**国家产业复兴法和农业调整法的各项规定造成了价格和工资的上升，但是并没有有效地缓解失业和萧条，因此出现了经济萧条、高工资和高失业并存的奇异场景。**

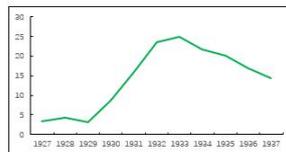


图3: 1927-1937年美国失业率 (%)

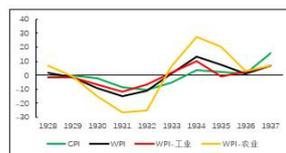


图4: 1927-1937年美国通货膨胀率 (%)

资料来源: U.S. Bureau of the Census(1975), Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970, Washington D.C. Government Printing Office.

罗斯福上台后，采取了一系列现在称之为“凯恩斯主义”的经济政策，比如扩张性货币政策、财政政策，最终带领美国走出了大萧条。从事后来看，罗斯福新政中也存在着合成谬误。1933年，美联储已经开始意识到问题所在，开始放弃维持币值稳定，实施积极的货币政策。在这样的背景下，罗斯福政府为了保护工业以及农民的利益，出台了《国家产业复兴法》和《农业调整法》，对工业品的生产和企业竞争进行直接限制和规定，对农业进行直接干预和补贴。现在看来这些政策都值得商榷，它们的初衷是更好地保护相关产业者的利益，同时制造通胀，避免通缩。但是在货币政策和财政政策已经转向积极的背景下，这样的干预使得价格和工资上涨，并导致经济萧条与高工资、高失业并存。

2、欧债危机下的希腊

国际经验教训：希腊主权债务危机时期

- 2009年10月初，希腊政府突然宣布政府财政赤字和公共债务占国内生产总值的比例分别达到12.7%和113%，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的上限，全球三大信用评级机构相继调低希腊主权信用评级，借贷成本大幅提高。
- 希腊政府当时面临的主要问题是：经济衰退、高额债务和结构失衡。

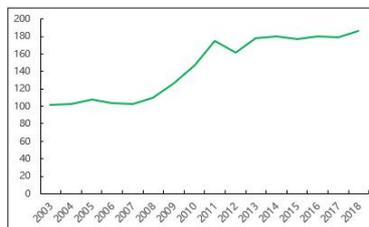


图5：希腊公共债务占GDP比例 (%)

资料来源：欧盟统计局

2008年金融危机之后不久，欧洲出现了主权债务危机，希腊是其中一个典型案例。2009年10月初，希腊政府宣布政府财政赤字和债务占GDP的比例分别达到12.7%和113%，远超欧盟《稳定与增长公约》规定的上限，全球三大信用评级机构相继调低希腊主权信用评级，希腊政府的借贷成本大幅提高。一系列操作最终导致了希腊政府债务危机的爆发。

国际经验教训：希腊主权债务危机时期

- 金融危机前，欧洲央行的宽松货币政策、高欧元汇率政策以及希腊的福利制度和扩张性财政政策的共同导致了希腊债务高企。
- 金融危机发生后，一方面出于解决自身债务问题的目的，希腊不得不进行一系列紧缩性政策（**紧缩财政，稳定金融和结构性改革政策**），加重了经济的衰退；另一方面，**欧洲央行的货币政策难以与希腊自身政策协调配合**，2011年欧洲央行两次上调利率加上希腊自身的紧缩政策又进一步加重了希腊债务危机。

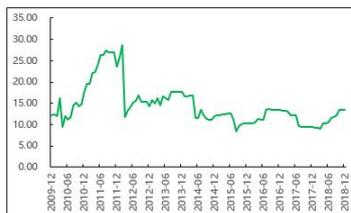


图6：希腊短期债务-本金:剩余期限:1年内:占GDP比例 (单位为%)

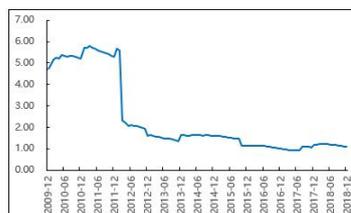


图7：希腊短期债务-利息支出:剩余期限:1年内:占GDP比例 (单位为%)

资料来源：欧洲央行

当时希腊政府面临的问题有经济衰退、高额债务和结构失衡。其中最主要的问题是经济衰退，GDP萎缩。如果不解决这个矛盾，单纯限制债务和紧缩财政反而会加重经济衰退。

一方面，希腊政府迫于欧元区的压力采取了一系列紧缩性政策，包括紧缩财政、稳定金融和结构性改革，这些政策使希腊经济衰退更加严重，经济环境进一步恶化，同时也没有实现改善财政状况的初衷，债务危机进一步加重。

另一方面，当时欧洲的货币政策与希腊的财政政策没有有效协调，形成了合成谬误。这是欧元区的顽疾和根本性缺陷，它有统一的中央银行，但各国财政政策相对独立，因此会造成很多问题。欧洲央行基于欧洲整体通胀和经济状况采取了紧缩性货币政策，上调了利率，而希腊政府采取了紧缩性财政政策。“双紧”政策使得希腊经济进一步衰退，宏观经济形势进一步恶化，同时提高了希腊的借贷成本，加重了债务危机，产生了重大合成谬误。

3、日本长期停滞时期



一、经济政策合成谬误的历史经验教训

国际历史经验教训：日本长期停滞时期

- 20世纪80年代中期，美国为了扭转贸易逆差，通过《广场协议》强行让日元升值，给日本的出口和经济增长造成了巨大的压力。
- 日本政府为刺激经济，采取了**低利率政策**，并在同一时间为提升金融市场活力开始了**金融市场化改革**。宽松的货币政策和金融市场化改革共同加速了日本信贷活动的扩张，导致流动性过剩，信用泛滥，房市和股市投机严重，形成了巨大的经济泡沫。
- 20世纪80年代末到90年代初，日本政府决定刺破“泡沫”，开始**加息并加强对房地产市场的监管**。日本泡沫破裂，陷入长期停滞。

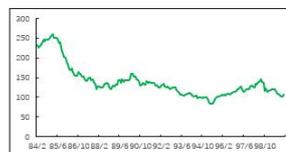


图8: 日元对美元汇率

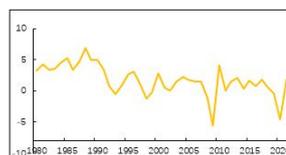


图9: 日本经济增长率 (%)

资料来源: Bloomberg, IMF

20世纪80年代中期，美国为了扭转贸易逆差，通过《广场协议》强行让日元升值，对日本的出口和经济增长造成了巨大的压力。

日本政府为了应对压力、刺激经济，一方面采取了低利率的扩张性货币政策，另一方面也采取了金融市场化自由化改革，以提升金融市场活力和吸引外资。这两类政策出发点都没错：宽松的货币政策有利于刺激经济；金融市场化、自由化改革有利于提升资源配置效率，短期内有利于外资流入，提升金融市场活力，进而有利于实体经济的复苏。

但它们相互叠加，用力过猛。宽松的货币政策和金融市场化自由化改革使得日本信贷扩张过于急速，导致流动性过剩，信用泛滥，最终引发了房市和股市的投机泡沫。



一、经济政策合成谬误的历史经验教训

国际历史经验教训：日本长期停滞时期

- 泡沫破裂后，股市大跌且房地产大幅贬值，市场情绪低迷，为了刺激经济，日本重启宽松货币政策。
- 1997年，经济尚未恢复，日本政府担心重新出现泡沫重新上调消费税，结果导致再次出现衰退。
- 长期以来，日本的宽松货币政策由于“零利率下限”，调控效果有限，与宽松的财政政策一起使日本的债务不断积累，压缩了政策空间，弱化了政策效力，也抑制了日本的消费和投资，抑制了长期增长。

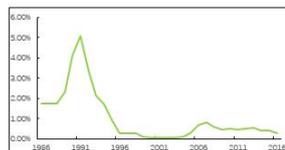


图10: 日本存款利率

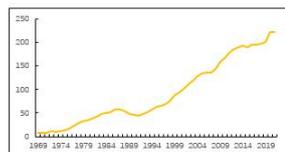


图11: 日本一般政府债务占GDP比重 (%)

资料来源: Bank of Japan, IMF

日本政府后续又犯了几点错误。在80年代末、90年代初期，日本政府决定刺破泡沫，一方面采取加息政策，另一方面加强对房地产的监管。两类政策相互叠加，依然用力过猛，导致经济硬着陆。日本泡沫破灭，陷入长期停滞。

泡沫破灭之后，房地产价格大跌，市场情绪低迷，日本政府为了刺激经济又重启宽松货币政策。1997年经济尚未复苏，日本政府担心重新出现泡沫，于是上调消费税，这与宽松货币政策产生了合成谬误，导致日本经济环境进一步恶化，经济再次陷入衰退。同时，日本长期低利率甚至零利率的量化宽松政策叠加宽松财政政策压缩了未来政策空间，减弱了财政政策效率，抑制了长期的消费投资以及经济增长。短期的宽松政策有作用，但力度过大，协调不够好，会导致未来出现合成谬误。

4、国内的经验教训

国内历史经验：新冠疫情时期

- 2019年底中国爆发了新型冠状病毒肺炎疫情，并很快扩张至全国范围内，给中国经济造成了巨大负面影响。
- 在疫情期间，中国经济面临的主要问题是供给和需求的**同时收缩**，如何维持经济运行、刺激经济复苏应该是经济政策制定的主要目标。

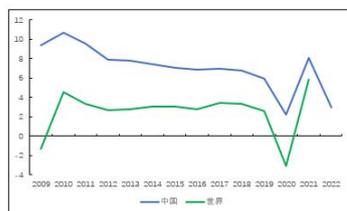


图12: 世界和中国经济增长率 (%)

资料来源: World Bank

2019年底新冠疫情暴发，很快扩散到全国，给中国经济和社会造成了巨大的负面影响。疫情期间，中国经济面临的主要问题是供给和需求同时收缩，维持经济运行、刺激经济复苏是经济政策的主要目标。

国内历史经验：新冠疫情时期

- 2020年实行的一系列刺激政策支撑了中国经济的“V字形”回升，高质量发展和结构转型的必要性和紧迫性逐渐得到提升。2021年中国政府收紧了**监管和宽松政策**，使2021年成为**监管风暴年**，并在客观上抑制了经济复苏。
- 2021年开始，作为“房住不炒”政策的延续，房企融资和银行房贷先后被收紧；为实现“减碳”和“碳中和”目标，强化了各地区的能耗双控监管，部分地区甚至出现了电力不足和拉闸限电；加大了反垄断平台监管力度；为了推进“双减”政策，对课外培训的监管力度空前加大；为了促进“共同富裕”，相关文件和政策的出台。

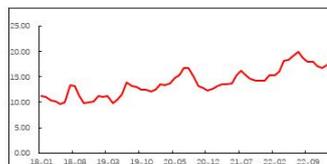


图13: 中国16-24岁人口调查失业率 (%)



图14: 全国居民人均可支配收入:累计实际同比 (%)

资料来源: Wind

2020年疫情防控取得较大成效，在疫情初步稳定之后，国家采取了一系列刺激政策，支撑中国经济“V字型”回升。经济回升之后，政府开始考虑推进高质量发展和结构转型。2021年疫情相对缓和后，国家出台了一系列政策，比如作为“房住不炒”政策的延续，房企融资和银行房贷先后被收紧；为了实现碳达峰、碳中和的目标，各地区强化能耗监管，部分地区甚至出现了电力不足和拉闸限电的状况；同时，平台反垄断的监管力度也加大了。这些政策的出发点都是好的，是为了提升长期经济效率，实现更包

容、更公平、更高质量地发展。但是这些政策在客观上抑制了经济复苏，叠加后续疫情发展，使 2022 年经济形势遇到很大困难，这也是合成谬误的一种表现。

总的来说，从国内外经验教训来看，造成经济政策合成谬误的重要原因是在出台相关政策时，没有抓住当时宏观经济的主要矛盾，或者以为主要矛盾得到了缓解甚至解决，而将政策目标转向了别的方向，出现了认识偏差。此时出台的一系列政策不利于主要矛盾的解决，反而使宏观经济出现恶化，造成了合成谬误。很多时候，政策制定缺乏一般均衡思维、全局思维和动态思维，想当然地认为政策一出台就会产生好的效果，对整体宏观经济形势和其他市场的传导考虑不足，同时缺乏对市场预期和微观主体市场行为和心理的预判。这种预期是很重要的，因为市场微观主体可能并不认为这些政策会带来好的结果，最终政策效果大打折扣，导致经济形势进一步恶化。

政策缺乏统筹协调，导致出台时点不正确、目标相互冲突、政策过度叠加，从而造成了合成谬误。经济政策的合成谬误不仅使各个政策难以实现自身的目标，而且政策本身可能成为经济衰退甚至出现危机的重要原因，例如 1929 年-1933 年大萧条时期美国的经济政策，希腊债务危机时期的经济政策，日本长期停滞时期的经济政策等。

二、当前中国经济政策制定面临的挑战

1、经济下行压力大且已持续较长时间

1) 产出缺口与潜在增速缺口

经济下行压力大且已持续较长时间：产出缺口与潜在增速缺口

2022 年中国 GDP 增速为 3%，比 2020 年和 2021 年的两年平均增速下降约 2.3 个百分点。
2022 年产出缺口与潜在增速缺口双双为负，经济运行基础仍需稳固。

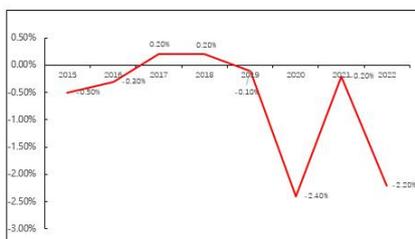


图15: 产出缺口

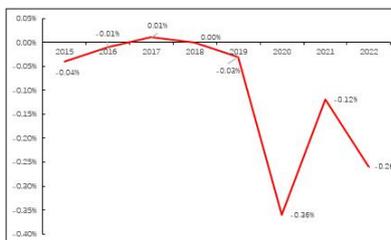


图16: 潜在增速缺口

资料来源：由Wind原始数据测算并参考陈斌等《宏观经济评价报告2023》

产出缺口是 GDP 实际水平和潜在水平的差距。2019 年以来，我国连续四年产出缺口为负，经济不景气，下行压力很大。2022 年 GDP 增速只有 3%，通过不同口径预测（不同测算方法可能有差异）2022 年潜在增速在 5%—6% 左右，而产出缺口较大，达到 -2%—3%。

还有一个重要的概念是潜在增速缺口。我们认为潜在增速并不是外生的，而是内生的。因此，短期的冲击和政策可能影响到中长期的潜在增速。潜在增速也有一个合理的水平，冲击过度和政策不当可能导致潜在增速偏离了它的合宜水平，从而产生潜在增速缺口，这反映出了一些更长期的、结构性的问题。经测算，近几年的潜在增速缺口一直为负，说明下行压力很大，而且持续了较长时间。

2) 2022 年经济稳定情况

从 2022 年经济运行的微观数据和情况来看，经济仍然面临着较大压力。需求层面，社会消费品零售额下降，城镇居民人均消费支出下降，人均收入增速、民间投资及货物出口额的增速都不理想。可以看出，需求收缩的态势并没有得到有效遏制。同时，价格总水平尤其是核心 CPI 处在低位运行。2023 年前两个月核心 CPI 依然不理想，甚至有部分专家学者担心存在通缩压力。微观主体效益层面，2022 年规模以上工业企业利润总额下降 3.6%，其中私营企业下降 7.9%，企业生产经营压力加大；人均可支配收入的中位数与平均数的比值出现下降态势，表明中低收入群体收入增长也相对放缓。

可以看出，当前中国经济形势仍然面临着很大的下行压力，而且这个压力持续了较长时间。如果我们不能尽快跳出低增长陷阱，未来很长时间内，中国经济增长的潜力都会受到削弱。短期波动、短期冲击如果持续时间较长，对长期的潜在增速、增长潜力，甚至对第二个百年目标以及其他更长远、更伟大的目标的实现都会造成巨大负面影响。我们在一篇学术文章中梳理了短期冲击以及短期政策可能影响长期增长潜力的五种机制，包括影响企业研发、影响企业资本积累、产生“清洁效应”、产生劳动力市场的“迟滞效应”、以及抑制长期总需求的“长期停滞”机制。这五种机制中，除了“清洁效应”会通过优胜劣汰，淘汰掉部分低效率的企业之外，另外四种机制都会削弱未来经济增长的潜力。

总体来说，中国短期的主要矛盾还是总需求不足，应该尽快走出低增长陷阱，把经济拉回到长期增长趋势。

2、经济下行压力亟需短期宏观调控政策协同发力

我们面临着国内外复杂的经济形势。国内“三重压力”依然存在，今年前两个月的CPI、失业率、民间投资出口等指标不达预期，表明经济复苏形势存在着不确定性。外部的冲击和不确定性更大，尤其是国际地缘政治冲突仍然存在着很大的不确定性。相比于前些年，全球经济增长和贸易大概率也会出现一些不好的结果。此外，美国多次大幅度加息，导致金融体系风险陡升。在硅谷银行倒闭之前，一些新兴经济体和发展中国家已经爆发了货币危机甚至金融危机，未来可能出现更大的余波。我国对外防控风险做得比较好，因此并没有感受到太大压力，在其他国家其实已经出现了严重的问题。

在这种背景之下，我们面临着多重调控目标。我国的短期宏观调控政策，包括货币政策、财政政策、宏观审慎政策和汇率政策等，即要实现宏观经济的稳定，尽快把中国经济拉出低增长陷阱，回到长期增长趋势；也要维持国内金融稳定，控制对外金融风险。多类政策产生多个目标，容易形成合成谬误。

1) 货币政策和宏观审慎政策之间容易形成合成谬误

例如，货币政策与宏观审慎政策之间，容易形成合成谬误

- 货币政策的主要目标是稳价格和稳增长——**宏观经济稳定**，宏观审慎政策的主要目标维护**金融稳定**。
- 从原理上看，中国的货币政策与宏观审慎政策相关度较高，当宏观审慎政策通过调控银行流动性和杠杆率来抑制资产泡沫时，货币政策会被动收缩。在经济下行压力较大的时期，旨在抑制银行系统和住房市场金融风险的宏观审慎政策，会极大削弱货币政策刺激投资和消费的效果。

	货币政策	宏观审慎政策
政策目标	维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡、推动改革开放和金融市场发展	防范系统性金融风险，尤其防止系统性金融风险顺周期累积以及传染，提高 金融体系韧性和稳健性
政策工具	公开市场业务	资本管理工具
	存款准备金	流动性管理工具
	中央银行贷款	资产负债管理工具
	利率政策	金融市场交易行为工具
	常备借贷便利	跨境资本流动管理工具
	中期借贷便利	特定机构附加监管规定
	抵押补充贷款	金融基础设施管理工具
	定向中期借贷便利	跨市场金融产品管理工具
结构性货币政策工具	风险处置等阻断风险传染的管理工具	

资料来源：根据中国人民银行公开资料整理

货币政策是实现宏观经济稳定、总需求管理最重要的政策之一，而宏观审慎政策的主要目标是维持金融市场的稳定。从原理上看，中国是以银行体系间接融资为主，货币政策和宏观审慎政策之间相关度较高。宏观审慎政策通过调控银行流动性和杠杆率来抑制资产泡沫时，可能会导致经济被动收缩。今年经济下行压力很大，基调是实行取向更为积极的货币政策。如果政策制定者考虑到房地产市场和银行体系的风险，采取了旨在抑制银行系统和金融市场风险的宏观审慎政策，将会极大削弱货币政策的有效性，不利于稳增长总体目标的实现。经济形势恶化也可能导致金融风险恶化，不利于宏观审慎政策目标的实现。因此，货币政策与宏观审慎政策之间容易形成合成谬误。

2) 货币政策、汇率政策和跨境资本管制政策之间容易形成合成谬误

在开放经济环境下，我国面临着内外的各种冲击和风险，货币政策、汇率政策和跨境资产管制之间也容易形成合成谬误。“三元悖论”或者“蒙代尔不可能三角”指出，开放环境中，宏观政策的制定面临着货币政策有效性、汇率稳定以及资本自由流动之间的权衡取舍，最多只能同时实现两个目标。

近些年来，国内外一些学者提出，考虑到美元本位、美元主导地位和美国货币政策在全球的影响，“三元悖论”可能会退化为“二元悖论”。即无论是实施固定汇率制还是浮动汇率制，只要资本账户对外开放，资本能够自由流动，国内货币政策制定就会受到美国货币政策的影响。除非实施资本管制，否则货币政策的有效性都会受到影响。

无论是“三元悖论”还是“二元悖论”，都对我们在开放经济环境下的宏观经济政策制定带来了挑战，要同时实现稳增长和防范金融风险，处理不好就会形成合成谬误。例如汇率政策旨在通过人民币汇率形成机制适当调整稳汇率，可能会导致货币政策的有效性打折扣。

稳定人民币汇率有多种理由，出发点都是好的，例如抑制坏预期自我实现，抑制人民币可能出现的大幅贬值危机等。从表面上看，汇率稳中有升对很多政策目标的实现有好处，若人民币升值，以市场汇率计算的中美 GDP 差距将进一步缩小，中国追赶美国就更快，中等收入陷阱和其他一些指标很大程度上也都是基于市场汇率计算的。但实际上，这种“人民币升值依赖症”值得严肃考虑和研究，对人民币贬值导致中美名义 GDP 差距扩大过于关注是本末倒置的行为。

如果为了抑制坏预期自我实现，防范人民币大幅贬值，让以市场汇率计算的未来名义 GDP 看上去更漂亮，稳汇率的理由似乎是正当的，但这样会使货币政策有效性大打折扣，不利于整体宏观经济的稳定。中国宏观经济如果不能维持稳定，回到长期增长的轨道，那稳汇率的目标也不能很好地实现。

此外，如果采取偏宽松的跨境资本管制政策，在内部下行压力较大、对外金融风险较高的情况下，资本外流会严重削弱货币政策有效性，去年就有发展中国家因此出现货币危机甚至是金融危机。因此，这种政策取向不仅会使整体经济形势恶化，也不利于实现跨境资本有效流动的目标。

但是采取偏宽松的跨境资本管制政策是有诸多正当理由的。例如，在当前逆全球化、美国不友好的政策环境下，展现对外开放的姿态，放开资本账户存在有利的一面。同时，开放资本账户，吸引国际投资者持有人民币资产，有利于人民币国际化进程。另外，我国长期的既定目标是要对外开放，金融的开放也是其中之一。但是如果考虑到当前的主要矛盾，我国经济下行压力大且持续了较长时间，要尽快跳出低增长陷阱，那么这样的政策可能与其他政策形成谬误，不仅不利于实现政策目标，也会使得整体经济形势恶化，不利于解决主要矛盾。

3、宏观调控政策与中长期、结构性政策之间的合成谬误

传统主流宏观经济学的“二分法”将长期和短期分开进行研究，这是新凯恩斯宏观经济学的**主流范式**，它沿袭了古典二分法的传统，增长属于增长理论的研究范畴，货币政策财政政策仅关注短期经济波动。这样一种主流的认识可能存在问题，因为短期经济波动和长期增长密切相关，在发展中国家中尤其如此。**潜在 GDP 增速是内生的，短期冲击和短期政策可能影响到长期增长潜力；而长期政策，比如增长政策和结构调整政策也会对短期宏观经济波动和调控产生重要影响。因此，我们呼唤一个更加科学的、实事求是的，能够同时把短期和长期融合在一起的宏观分析框架。**

短期宏观政策的目标是宏观经济稳定，金融稳定；长期的发展政策，比如产业政策、增长政策、收入分配政策等的目标是调结构、促增长以及公平正义、共同富裕等。在新时代、新阶段，我们面临着更多的发展目标，比如二十大提出了很多新的伟大目标。在此背景下，有短期的宏观调控政策，也有长期、中长期的结构性政策，这些政策间又会相互影响，这就可能导致合成谬误。例如中长期的结构性经济政策出发点可能是好的，但是可能会放大短期宏观经济的波动，甚至造成严重的衰退；短期宏观调控也会对长期增长产生影响，进而影响长期目标的实现。

4、经济政策的目标及其短期长期效果的差异可能导致合成谬误

经济政策的目标及其短期长期效果的差异可能导致合成谬误

- 政策制定者在**经济周期中制定政策**。
- **中长期、结构性政策的出台时点很重要**，会造成短期经济下行压力的政策不宜在经济周期的衰退期推出。

	短期	长期
短期宏观调控政策	旨在稳定产出和就业	可能造成产能过剩、债务累积、资产泡沫等
供给侧结构性改革 (扩大有效和中高端供给)	可促进投资和研发创新、对宏观经济起到短期刺激作用	旨在优化资源配置、提高效率、增强竞争力
供给侧结构性改革 (减少无效和低端供给)	可能导致短期生产成本上升、投资下降，造成短期经济下行压力	旨在优化资源配置、提高效率、增强竞争力
监管和收入分配政策	可能造成生产效率下降、经济不景气	旨在促进经济社会更加公平、和谐稳定

我们梳理了短期政策和中长期结构性政策在短期和长期可能产生的影响。比如，短期宏观调控政策的目标是在短期内实现经济稳定、就业稳定、物价稳定以及宏观金融稳定。但是在长期内，它可能导致资产负债表扩张，导致债务扩张甚至债务危机的出现。供给侧结构性改革应该分为两个子类来看，一是扩大有效和中高端供给的结构性改革，包括鼓励研发卡脖子技术的政策，鼓励新技术、新业态、新形态出现的政策，统一大市场建设的政策等。这一类政策目标是长期的，旨在提升经济运行的效率，提升增长潜能。在短期内它们也有好处，可以促进短期投资和研发的创新，对宏观经济起到刺激作用。另一类供给侧结构性改革政策旨在减少无效和低端供给，比如淘汰和转移高能耗高污染企业，以及一些不符合高质量发展的产业。**这种供给侧结构性改革旨在提升长期效率，但在短期内会导致生产成本上升，投资下降，造成短期经济下行。**

监管政策和收入分配政策也是偏中长期的政策，它们旨在改善收入分配，创建更公平、更和谐、更美好的社会。经济学不光要研究效率，还要研究公平问题和和谐问题，因此这些政策的出发点都是好的。但在短期之内，收紧监管不利于激发市场经济活力，可能造成效率下降和经济不景气；短期内收入分配和经济效率也面临着权衡取舍，尤其是再分配的政策，可能会造成短期生产效率下降，对市场预期和信心造成较大影响。

通过这种梳理，可以看出政策制定者是在一个经济周期中制定政策的，在经济上行时期和下行时期政策的效果完全不同，无论是对自身政策目标的实现，还是整体经济形势都可能产生不同影响。**因此，中长期结构性政策出台的时点很重要。**可能会造成短期经济下行压力的政策，比如某些供给侧结构性改革和监管、收入分配政策，不宜在经济衰退期推出，因为这时的主要矛盾是要跳出低增长陷阱，回到长期增长趋势。此时推出这种政策可能会形成合成谬误，不仅不利于当前主要矛盾的解决，反而会削弱长期增长潜力，对于改善长期效率、促进长期增长的目标也是不利的。

三、当前和未来如何应对合成谬误、更好统筹经济政策制定

1、中国在应对政策合成谬误方面的优势及短板

一方面，中国在应对经济政策合成谬误方面存在天然优势，党中央的统一领导天然适合政策的协调统筹。因此，中央经济工作会议和其他会议都反复提到，**要统筹协调、要加强系统思维。**

在党中央的持续领导下，加上中国特色社会主义制度的优越性，政策具有长期性和连续性，和欧美一些经济体政策不连续形成鲜明对比。我国的行政体系也有利于各部门的统一协调，比如货币政策和财政政策协调，这让我们在应对合成谬误上有一些优势。

但另一方面，中国在应对合成谬误上也有一些短板。比如过度依赖中央决策，各部门各地方对于宏观统筹和系统思维的积极性不高，甚至明明发现问题也不提出。在近些年的经济政策制定中，有些部门出于自身利益，提出一些与别的政策冲突的政策，这些政策可能存在合成谬误，但是相关部门没有提出，或者没有意识到。此外，虽然各个部门共同参与决策制定存在一定优势，但也容易形成政策叠加、层层加码，导致其效果与力度“过犹不及”，像日本长期停滞时期的一些政策一样。最后，官员考核升迁机制导致一些长期目标短期化、碎片化执行，也有可能导致合成谬误。

2、当前宏观经济政策制定的建议

我们认为当前主要矛盾是总需求不足，经济复苏态势并不明显，在国内外各种风险冲击下不确定性依然较高，经济仍然面临较大下行压力。因此要尽快跳出低增长陷阱，回到长期增长趋势。在短期宏观调控政策层面，**要打好政策组合拳，避免形成合成谬误，应该实施偏“宽松的货币政策+积极财政政策+偏宽松的宏观审慎政策和住房政策+灵活的汇率政策+偏紧的跨境资本管制政策”**。这样一系列的短期宏观调控政策旨在刺激总需求强劲复苏，同时管控对外金融风险。

对于长期或结构性的政策，**要选好政策出台的时点，避免合成谬误**。当前应该推出“**放松管控、管制+全国统一大市场建设+推动科技创新**”为主的政策组合，其他政策的出发点可能是好的，但至少今年要暂缓推出。在经济下行压力大的时期，放松管控管制，建设全国统一大市场 and 推动科技创新，有利于增强微观市场主体的活力，激发企业家精神，推动技术进步，与总需求政策的组合形成合力，共同推动中国经济尽快恢复

到长期增长的态势。

值得注意的是，治大国如烹小鲜，很多政策的制定要更加细腻、更加科学、更加严谨一点。在上述政策组合拳之下，我们认为各类政策的力度和实施方式需要科学地研究，并不是力度越大越好。一方面，多种政策力度过大可能造成叠加的破坏性效果，过犹不及。另一方面，我们也要为未来预留政策空间。通过动态平衡避免当前政策的合成谬误出现在未来也很重要。若采取了过度的刺激政策，虽然一定程度上刺激了消费，但可能产生消费替代，造成未来消费持续下行；过度投资也可能会造成未来的无效产能。因此，在政策的力度上，需要进行更加精细的研究。

此外，边际效率很低的政策也要适当进行调整。虽然在政策组合中我们建议实施积极的财政政策，但如果政府投资效率已经大幅度下降了，就可能需要转向另外一种积极的财政政策，比如更大规模的减税或者是补贴，即采取“休养生息”的政策。无论是从历史经验还是经济学逻辑出发，大的灾难或者大规模经济衰退后的休养生息非常重要。在这些时候，资产负债表的修复可能比财政刺激更重要。如果积极的财政政策在这方面发力，将有利于各部门尽快修复资产负债表，休养生息，进而为未来更好地扩张做好准备。

在更长的一段时期内，要应对合成谬误、更好地统筹经济政策的制定，需要从以下三方面进行调整。

1) 政策制定哲学的优化

我们要意识到主流宏观经济学的“二分法”模式已经不科学了，要统筹考虑短期政策的长期效果和长期政策的短期效果。不能在经济不景气的时候简单粗暴地采取扩张性的凯恩斯主义政策，随意出台中长期政策和结构政策，因为它们会相互影响形成合成谬误。统筹考虑需要我们在政策制定的哲学和思想上出现一种根本性的转变。

此外，政策制定要加强一般均衡思维，而不是局部思维，要全局性地考察效果，而不是只从某个部门或地方出发。矛盾分析法仍然是非常有效的思想工具，要牢牢抓住不

同时期宏观经济的主要矛盾，围绕该主要矛盾出台各项政策，加强其他政策与应对当前主要矛盾的宏观政策取向的一致性评估。

同时，**要充分发挥民主集中制这一决策原则的长处**，自上而下、自下而上发扬民主和科学精神。目前我们面临的经济形势复杂，国内外冲击和风险众多，政策目标也十分庞杂。此时，政策制定者要承认自己的智慧是有限的，充分发扬民主集中制，广泛地进行调研，搜集市场信息和反馈，为经济政策的制定和推出提供充分的信心支持和智慧支持。

2) 在政策制定机构方面进行调整

建议在中央财经委员会下设立专门的机构来应对和解决经济政策合成谬误的问题，把中国特色的制度优势变成实实在在的政策制定优势，更好地统筹各类政策的制定和出台。各种会议和重要文件都强调各地方、各部门、各类同志都要系统地、长期地、全局地考虑问题。但是从政策制定的实践看，各部门、各地方没有能力，也没有动力来系统全面地看待问题，甚至发现了问题可能也不提出。这是在市场经济环境中以及在人性弱点之下必然出现的问题。因此统筹一定要在中央层面，部门和地方更多的是执行。

设立专门的机构来应对和解决经济政策合成谬误的问题，其职责包括：1) 评估各项经济政策是否存在某些部门或地方的特殊利益，对经济全局的影响如何。2) 评估各类经济政策可能产生的负面影响，以及与其他政策可能形成的合成谬误在哪里，实事求是地把它研究出来。3) 评估并推荐各类经济政策的出台时点。政策制定者是在经济周期中制定政策，经济上行和下行时期政策出台效果是很不一样的，因此政策出台的时点十分关键。4) 在政策正式出台前进一步评估与当时的宏观政策取向的一致性。宏观经济形势瞬息万变，一项政策可能最开始是合宜的，但之后可能又发生了变化，因此需要调整。

总体来说，我们认为需要有专门的机构综合政策制定者、专家学者、微观市场主体各类的信息，帮助我们更好地应对合成谬误。

3) 在政策制定和执行过程中要注意微观激励机制的重构

一方面，要提升政策制定和执行过程的民主化和科学化程度，解决政策咨询领域的逆向选择和偏误问题。有些部门的出发点或许是好的，但其中可能包含部门利益，导致其不能全局性、一般均衡性地考虑问题，从而提出有偏误的政策。专家学者基于自己的知识提出建议，但每一位专家学者的认识也是有局限性的，少数学者也有可能囿于自己专业自信或出于扩大自身影响力的目的提出一些政策建议，导致这些政策建议出现偏误甚至产生逆向选择。这种局部目标很好但可能会造成一些全局性不良影响的政策被讨论的很多，但基于全面均衡考虑的政策反而提不出来。因此，我们要提升政策制定过程中的民主化和科学化。

重大合成谬误的出现在一定程度上是相关部门以及专家学者沉默甚至失职的结果。因此，在政策制定前要酝酿，要欢迎社会各届通过各种方式来提建议。我们要更多地鼓励社会各界提出针对政策谬误、针对合成谬误的反对意见，完善相关的奖励激励机制。比如马上要推出一套政策，我们广泛征求各方意见，谁能够指出合成谬误在哪里，并且论证合理，就要重重奖励，甚至比提出好政策的奖励要更大，因为合成谬误造成的影响可能是更坏的。

最后，我们要更加重视和密切关注微观市场主体在不同政策间的预期和心理的变化，不能想当然地认为我们是为市场主体好，他们自然而然就能接受，进而配合政策推行。微观市场主体的心理变化是很灵敏的，预期也是很脆弱的，这就需要畅通微观市场主体反馈信息的渠道，及时对政策合成谬误进行发掘以及纠偏。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“合成谬误的产生原因、如何避免形成合成谬误”等问题展开讨论。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人刘元春指出，**合成谬误是科层体系的必然产物。**特别是当科层体系在严密分工体系下，将相同目标分解到不同部门实施时，往往会产生协调成本甚至出现协调失灵，这就是典型的科层失灵现象。在中国特色的社会主义市场经济体系下，合成谬误产生的重要原因

是“多部门症”，表象是科层体系的分解和多层次化，但深层原因在于激励体系冲突和信息失真。

要解决合成谬误的问题，首先要强化党的领导，集中统一监管。此外，还要统筹中央与地方，进一步优化宏观治理体系、目标形成体系的畅通性，以及相关信息传递的及时性。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**认为，从2008年以来，中国宏观经济政策已经形成了“稳增长、防风险”双底线的基本框架。在双底线下，根据不同时期的特点，需要以稳增长为主要目标兼顾防风险，或者以防风险作为主要目标兼顾稳增长，这里的核心是组合。

中央货币政策和监管政策的匹配非常重要，实施宽松的货币政策时不一定要实行非常宽松的监管政策。不同金融部门间防范风险也是有重点的，有时候是系统性风险，有时候是资产泡沫的风险，有时候是流动性风险。在目前的经济形势下，中央和地方都需要加强对合成谬误的认识，特别是对合成谬误的经常性、必然性的认识。

中国社科院世界经济与政治研究所副所长**张斌**认为，过去十年中，中国的货币政策偏谨慎，财政支出方面也没有很强的对冲。在逆周期政策中，依靠的更多是地方政府、银行以及地方融资平台。这些政策工具能够起到支撑信贷增长、扩大总需求的作用，但是也会带来隐性债务的问题。

避免合成谬误的一个非常重要的原则，就是要培养或者树立政策制定和实施过程中的科学和专业精神，**在政策工具上要有明确的目标和分工，同时也要有一定的问责机制**，帮助我们做好政策配合。

中国首席经济学家论坛理事**钟正生**指出，政策合成谬误的反面就是政策合力，形成政策合力需要通过三个方面：1) 财政政策和货币政策的配合。去年国内出台了一些货币和财政政策的配合，比如若商业银行向制造业企业提供设备更新改造的贷款，央行可

以给予再贷款，财政也可以给予贴息；2) 货币政策和金融稳定的配合。如果进一步实施宽松的货币政策，降低实体经济融资成本，可能造成某些中小银行压力较大，从而影响金融系统稳定性；3) 宏观政策和改革政策的配合。在当前大家预期较好，经济同比数据不断上扬的时候，可以从土地户籍制度、推出绿灯投资案例、推进加入 CPTPP 等方面入手，出台相关改革措施，刺激经济动能的释放。

中国民生银行首席经济学家**温彬**认为，今年宏观政策的首要目标是要解决总需求不足。一方面，宏观政策要保持稳定性和连续性。对于货币政策，央行还是应该采取降准来增加一次性、低成本的流动性投放，这不仅有利于商业银行资产负债的配置管理，还可以引导降低实体经济的融资成本。对于房地产，可以在改善性需求方面给予一些支持政策，比如重新界定二套房认购标准等，从而稳住房地产市场。

另一方面，要出台具体有效的措施稳定市场主体预期。其中，提升民营企业信心对于增加民间投资、提升经济活跃度至关重要。此外，要深入推进供给侧结构性改革，在消费、投融资、财税金融、外资外贸等领域出台一系列政策，持续深化改革。

刘元春：机构改革可以优化宏观治理体系，有效防范合成谬误

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第62期）上的发言

一、合成谬误是科层体系的必然产物

在经济学和管理学领域中，合成谬误是一个常见的现象。只是过去这几年中合成谬误的问题凸显了，引发了大家的热议。合成谬误是科层体系必然的产物，特别是当科层体系在严密的分工体系下，将相同的目标分解到不同部门实施时，往往会产生较高的协调成本甚至出现协调失灵，难以完成既定的任务，这就是典型的科层失灵现象。

经济学家对这个问题的研究并不少。丁伯根在研究内部均衡和外部均衡所使用的政策数量时，发现了很重要的一个问题，即在追求总量平衡时，如果政策工具和政策目标不匹配，往往会产生不均衡现象，甚至出现与政策目标完全不一致的现象，这就是著名的丁伯根法则。在丁伯根法则的基础上，蒙代尔对政策组合及其指派原则进行了进一步的研究。从基本原理来看，政策目标就是一个方程组，政策工具就是方程组的未知数，方程组有解的一个重要原则是独立的方程个数不能超过未知数的个数。在经济学的运用就是，政策目标数不能超过政策工具的数量。蒙代尔指派原则不仅要求工具和目标的数量匹配，同时还要求政策工具与目标的性质是匹配的。如果不满足这些要求，不同政策工具的合成谬误就会产生，可能出现多重均衡，在正反馈机制条件下偏离均衡，难以达到最终的目标。

在中国特色的社会主义市场经济体系下，合成谬误产生的重要原因是“多部门症”，也就是在宏观经济条件下，由于部门分层和多目标、多工具产生层层叠加，导致矫枉过

正的现象。这里产生的表象是科层体系的目标分解和多层次化，但深层原因是激励体系冲突和信息失真。

二、如何避免形成合成谬误

1、加强党的领导，集中统一监管

十八大以来，我们大刀阔斧地进行了宏观治理体系的改革。十八大期间一个很重要的改革是党管经济，成立了中央财经领导小组；十九大之后改成了中央财经委员会，强化党的集中统一领导。这在很大程度上克服了原来的一些问题，但是没有完全解决问题。二十大以来，中央经济工作会议、党的二中全会和刚刚闭幕的两会，均对于党集中统一领导经济和金融的问题给出了更为明确的答案，这就是由中央集中统抓经济、统抓金融，尤其是在金融监管上形成了统一监管的新型模式。要克服“多部门症”所带来的合成谬误，集中统一监管是很重要的解决方案。

2、减少科层体系，畅通信息传递机制

在数字化时代，信息不对称的问题随着信息充分披露和信息工具的现代化发展，得到了极大的克服。这使得传统 T 形管理模式更加收缩，M 型体系更加综合，层级得到缩小，即分解体系和目标体系减少。这符合现代经济学和现代管理学的发展方向。在过去，围绕着房地产监管问题和金融混业监管的问题，我们按照功能分配到不同的部门，而底层政策实施的对象却只有一个，这就导致了合成谬误。解决这个问题方法主要有：一是加强党的集中领导；二是减少科层体系。二中全会所给出的答案，就是要统筹党中央、统筹全国人大、国务院和全国政协这四大部门。同时，结合十八大、十九大相关精神，统筹中央与地方，其中很重要的一点就是党政合署办公。这几个统筹从根本上改变了我国过去宏观治理体系不顺畅的问题，进一步优化了宏观治理体系在及时统筹、及时决策、及时落实、及时反馈等方面面临的短板，改变政策目标过度分解、过度叠加和层层加码等问题。

3、强化智库功能，提供多层次信息

集中决策必须建立在信息的及时性和准确性，更建立在战略和决策的科学性。当今大时代所面临的超级不确定性加大了科层体系决策失误带来的风险。决策者必须要面临新风险、规律、新现象以及各种黑天鹅和灰犀牛的出现，强化智库的功能是决策科学化的基础，深入的研究和精准的资政可以保证决策的科学性。因此，建立中国特色新型智库体系是更好集中决策、防止政策合成谬误的有效途径。

毛振华：要重视并防范宏观经济政策“合成谬误” 风险

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛
(CMF) 联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 62 期）上的发言

当前，我国经济发展的内外部环境面临复杂深刻变化，不稳定性、不确定性因素增多，宏观经济政策的重要性越发突显。在此背景下，讨论政策的合成谬误这个问题非常有现实性和必要性。

从我个人的研究来看，自 2008 年以来，在宏观调控实践中，我国宏观政策逐步形成了稳增长、防风险的“双底线”基本框架，并在不同的时期根据实际情况要么以稳增长为重心兼顾防风险、要么以防风险为重心兼顾稳增长，取得了良好的政策效果。但是，在政策落地的过程中，仍然有出现政策“合成谬误”的可能性，尤其是容易出现在宏观政策层层加码的情况下，在实行扩张性的政策时“层层放大”，在实行收缩性的政策时“层层收缩”，导致最终的政策实施效果与预期目标出现偏差。回顾 2008 年以来我国宏观政策的调整历程，以下几个阶段的“合成谬误”值得研究和反思：

第一，2008 年，为应对金融危机，出台“四万亿”刺激计划，政策层层加码加剧经济波动。为应对危机，2008 年推出了“四万亿”的经济刺激计划，但由于地方的层层加码，包括地方财政支持、银行信贷、企业账单等在内，流向市场的资金规模或超过四万亿。政策的层层加码推动经济短期快速反弹，但“用力过猛”也出现了一些“副作用”：2010 年通货膨胀上行，经济出现过热苗头。随后，为确保经济平稳运行，政策从强刺激转向微刺激。政策短期较大幅度的调整加大了经济波动，正如驾驶车辆，一会使劲加油门、一会使劲踩刹车，这是一种不节油的方式，且容易产生安全隐患。

第二，2016-2017 年，以防风险为重心的政策基调下，各监管部门纷纷出台“防风

险、去杠杆”措施，在一定程度上加大了金融市场波动和经济下行压力。2016年下半年至2017年，全球经济复苏，中国经济企稳向好，为处置风险提供了难得的窗口期，宏观政策调控重心转向防风险。在此政策基调下，各类监管措施明显收缩：货币政策边际收紧，银、证、保等金融监管机构连续出台监管措施，推动金融机构去通道、去嵌套、去杠杆；“开前门、堵后门”，地方政府债务管理不断加强；房地产调控趋严、地产融资收紧，等等。这一系列政策推动杠杆率增长边际放缓，宏观债务风险有所缓释，但多部门在短时间内连续出台政策加强监管，在一定程度上导致了“监管踩踏”，去杠杆节奏过快、力度过大，加剧了金融市场波动，并在一定程度上加剧了经济下行压力。我在2017年发表的一篇文章《金融监管需加强四大关系协调》¹就系统论述了这个问题。

第三，将“双碳”政策的长期目标短期化，部分地区出现“运动式”减碳。2020年在第75届联合国大会上我国正式提出2030年实现碳达峰、2060年实现碳中和的目标。为了实现“双碳”目标，2021年不少省份纷纷强化能耗监管，有的地方出现“碳冲锋”、“一刀切”、运动式“减碳”等现象，有的地方甚至直接“拉闸限电”。这导致不少企业生产经营受到干扰，抑制经济复苏。客观而言，彼时相关部门制定政策的出发点是为了能够如期顺利实现“双碳”目标，但“碳达峰、碳中和”是一个长期目标，长期目标需要匹配长期政策工具并注重长期效应，但由于很多地方在落实长期目标过程中采取了过于急迫的短期突击检查的方式，导致长期目标与短期效应未能做到统筹兼顾。

第四，2021年房地产调控政策收紧过程中政策协同不足，与疫情冲击下的宏观经济下行压力叠加，制约经济复苏。2021年疫情进入相对缓和时期，在“房住不炒”基调下，2021年上半年相关监管部门持续出台“三条红线”、“两集中”等房地产调控政策，监管政策收紧，叠加房地产行业周期调整、宏观经济修复承压等因素，房地产行业下行压力加大，信用风险加速释放。2021年3季度末以来，房地产调控政策出现边际放松，但截至目前房地产市场低位运行态势并未得到根本性扭转。房地产行业快速下行背后虽然有其行业自身周期的原因，但政策出台的时点选择、不同部门之间的政策协同、压力测试是否充分等因素也是需要考量的。尤其是在个别房企风险事件爆发初期，

¹ 毛振华, 袁海霞, 王秋凤. 金融监管需加强四大关系协调[J]. 金融世界, 2017(10):42-46.

政策未能及时调整，导致行业信用风险持续加速释放，增加了后续政策稳地产的成本和难度。

合成谬误的存在具有“经常性、必然性”，需加强对合成谬误的分析研究，并建立科学合理的跟踪评价机制。一般而言，当中央政府提出政策目标后，相关部门和地方政府跟进出台相关政策时，当不同部门、不同层级政府部门的政策叠加，就有产生合成谬误的可能性，此时就需要有对合成谬误进行分析及纠错的机制。建议把合成谬误列为一个需重点防范的风险，并对此采取相应的措施。首先，制定政策目标时，要综合考虑社会资源（既包括物质资源也包括政策资源）的合理配置，确定“合意”且“合宜”的政策目标；随后，相关部门出台政策时，不仅要考虑本部门达成的政策目标和政策效果，也要评估与其他相关部门出台的政策叠加效果，实现政策协同。在此过程中，需要建立合宜目标的跟踪评价机制，做好政策叠加的效应分析，提高不同部门、不同层级政府政策的统筹协调，使得各项宏观政策准确发挥效力，助力经济实现动态均衡。

当前，我国正处于百年未有之大变局的关键节点，在迈向第二个百年奋斗目标过程中，既有机遇也充满挑战。要抓住机遇、迎接挑战，需要中央统一部署并提出发展目标，也需要相关部门和各级地方政府协同配合。在此背景下，提高对于合成谬误的认识，尤其是要认识到合成谬误的经常性、必然性，加强相关研究，并完善体制机制予以化解，对于精准实现预期政策目标十分重要。

张斌：反思我国的逆周期政策工具组合

张斌 中国社科院世界经济与政治研究所副所长

以下观点整理自张斌在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 62 期）上的发言

一、中国经济政策现状分析

中国在最近十多年，从宏观经济运行角度特别是经济周期运行的角度来看，发生了很多的变化。十年前，除了金融危机那几年，大部分时间中国经济是“易热难冷”，即很容易面临通胀压力但通常不大会冷，即使冷稍微加点政策油门，经济就上去了。但在最近这十年，经济总体特征是“易冷难热”，会更频繁地遇到总需求不足、经济偏冷、就业市场承压、企业信心和企业盈利偏弱的问题。在这种总需求不足的环境挑战下，需要一些逆周期政策工具发挥作用。

1、现有政策工具分析

1) 财政政策：拟周期效果甚微

在政策工具的选择上，根据教科书应该用财政和货币政策工具扩张总需求水平，把经济保持在一个潜在经济增长速度的水平上。但是，中国的政策实践和教科书上的差别很大。财政政策中最突出的是财政支出，实际上看不到预算内财政支出政策在总量上发挥逆周期的作用，财政支出和经济产出缺口之间几乎没有相关性，财政更大程度上是顺周期、以收定支的。今年的政府工作报告把扩大需求作为第一位，但今年预算财政支出增长速度中，一般公共预算财政支出约 5.6%，而今年的经济增长目标定的是 5%，加上通货膨胀后 GDP 增长大约 6.5%。财政支出甚至赶不上目标经济增长速度，这就很难通过预算内的财政支出带动经济增长从而扩张总需求。

2) 货币政策：工具使用非常谨慎

货币政策上，目前一直强调货币政策的稳健，几乎不再用宽松货币政策一词了，在政策工具特别是利率政策工具使用上也非常谨慎。疫情期间政策利率下降了三次 50 多基点，在 2015 年中经济也有所下行，下降了十次 180 个基点，总体来说，过去十年整个货币政策工具都是偏谨慎的。所以在需求不足的调整方面，财政支出并没有很强的对冲效果，货币政策也比较谨慎。

3) 地方融资平台的合作扩张：面临较大问题

现实中发挥突出逆周期作用的实际既不是标准的货币政策，也不是标准的财政政策，更多依靠的是地方政府、银行、以及地方融资平台，通过合作扩大了地方政府的投资支出，尤其是基建投资的支出。这是我们过去十年来做逆周期非常明确的一个政策工具组合。

这种政策工具能够支撑信贷增长、扩大总需求，从而起到逆周期的效果，但同时也带来了很多问题。比如过去这些年一直关心的地方政府的隐性债务问题，前些年影子银行问题，还有有些人担心的国进民退问题。影子银行和银行给地方融资平台的贷款利率和息差是非常高的，金融部门在这里也获得了大量的超额收益。

2、政策工具建议

1) 降息政策

针对以上问题，可以更多地使用标准政策工具和政策利率调整，比如更倚重降息政策来做总需求的管理，而不过度依靠地方融资平台的地方债务扩张。从机制上分析，如果更多倚重降息的政策，民营资本和普通居民的债务成本更低，民营投资支出需求更高，也能够发挥更多的扩张需求的作用，而不必过度依赖地方政府平台的投资扩张。经过测算，在实现同样的 GDP 增速的情况下，如果减少对地方平台投资的依赖，而更多利用降息政策，可以有更多民营投资的占比和更低的杠杆率。地方平台投资的投资回报是相对有限的，而且债务利息成本非常高，债务攀升非常快。如果换成一种低利率的方式做扩张需求，全社会总杠杆率会低很多，民营资本在全社会中投资占比高很多，经济结构可

能比现在更合理，隐性债务的负担、金融系统性风险等政府负担都会下降很多。

2) 预算内财政支出政策

除了降息，还可以通过预算内财政支出或者政策性金融机构进行逆周期总需求管理。平台借钱成本很高，而政策性金融机构预算内财政借钱的成本非常低，而且有更规范的管理和投资布局。这样也能够在实现同样 GDP 增速的同时，减少系统性金融风险。

3、过度依赖地方融资平台投资的原因

1) 政策逆周期目标非常模糊

对财政政策来说，并没有非常明确的逆周期的政策目标。中国政府花钱的侧重点和国外不同，国外花钱是直接把钱发给消费者用于消费，而国内花钱更多是用于基建投资。基建投资也可以通过政府性金融机构完成，但是实际财政在逆周期方面的目标非常模糊，政策性金融机构在过去十年的很多时间段是退出的，总体是被动的。如果目标明确了，背后的政策工具包括其他操作层面的安排就要跟的上。

货币政策方面，中国货币政策当局的目标比较多，但货币当局作为一个总量政策管理工具，最核心的还是总量目标，即就业和通胀。中国过去一年的通胀太低了，会损失企业的利润、收入、就业机会，以及对未来经济增长的信心。假定去年核心 CPI 是 0.9%，如果能够上升 1.5 个百分点到 3% 或者 2.5%，这个水平意味着带来的产出增长和名义价格增长，至少能够让名义 GDP 增长 3-4 万亿，甚至更多。这 3-4 万亿对应的是居民收入增长、政府税收增长和企业利润增长，经济景气状况和经济活力也会得到改善。

2) 政策目标难以达成共识

过去财政之所以谨慎，是因为在财政问题上，有很多人出于寅吃卯粮的担忧，反对提高财政赤字率。中国政府如果只考虑中央和地方认账，而不考虑隐性债务，我国的债务率很低，只有 40% 多，即便和新兴市场国家相比也不算高。财政举债和支出扩张的边界是通货膨胀，如果一个社会中私人部门需求非常旺盛，投资远大于储蓄，从而导致通

货膨胀的压力，这时候的政府不应该举债扩张；但反过来如果储蓄的意愿远大于投资，资源得不到充分的利用，在面临通缩的压力下通过增加债务扩张支出，抬升经济增长水平，让资源得到更充分的利用是非常合理且正确的选择，此时的举债不存在寅吃卯粮的问题。把今天的经济搞好，是对明天的财政和经济更好的保障，而不是去透支未来。我们在这些方面问题的认识上，还比较难达成共识。

货币政策方面，利率政策的使用也非常有限，这是基于一些担心，比如是否要保持一个正常的货币政策空间等。从决策者的角度看，都希望货币政策的空间大一点，但是货币政策毕竟是工具而不是目的，目的是就业、通胀和增长，不能通过牺牲目标来成全工具。

在利差方面，一种说法是降息导致中美利差扩大，会加剧资本流出压力，加剧人民币压力；另一种说法，是通过降息可以改善国内经济活力，提升经济信心，改善经济的状况，从而吸引资本流入。这两种说法是源于两种假说，一种假说是利率汇率更多受外部因素影响，即受美联储政策、利差影响等；另一种假说认为更受内部影响，即受经济基本面影响。如果认可利率汇率更多受经济基本面影响的假说，那么中国利息的加减就不用考虑美联储等外部因素，只要改善了内部就能够保证汇率和资本流动。过去一段时间，中美利差逆转，人民币汇率和资本流动相对稳定。说明外汇收支基本面主要取决于内部因素，即国内经济基本面，而不取决于美联储加息与否。货币政策应该更独立一点，应当把主次矛盾分清楚，把国内经济基本面，把就业和通胀放在更重要的目标上。

合成问题本身也是对政策目标和工具的认识问题。总需求管理是一门比较抽象的学问。经济的运行复杂程度远高于一个机器，需要借助一些抽象的模型和丰富的历史经验，是专业化程度很高的技术活。目前针对这些问题更多的是自媒体的分析和一些放大情绪焦虑的言论，这会影响到政策目标的制定和政策工具的应用。在经济政策制定的问题上，事前有明确分工合作，有政策工具的配合，事中有专业化的精神和团队，同时接受更多同行的不同意见的交流，事后还需要使用一定的问责机制，通过这些能够帮助我们更好的形成政策目标，做好政策配合。

钟正生：政策组合拳助力中国经济行稳致远 ——怎样更好的形成政策合力

钟正生 中国首席经济学家论坛理事

以下观点整理自钟正生在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 62 期）上的发言

一、财政政策和货币政策的配合

针对赤字货币化问题和政府债务扩张问题，现代货币理论基本上就是在学术上为赤字货币化正名。

赤字货币化的“天花板”就是高通胀。日本是现代货币理论最持久的践行者，日本经济在践行这一理论后的结果谈不上太好，但也不算太差。日本这一轮高通胀主要是输入性通胀，主要是由于去年大宗商品价格高企，而日本高度依赖大宗商品进口造成的。可以说，赤字货币化对日本经济本身没有产生太大的负面效果。对美国来说，这次就践行得更加极致，美国现在也遇到了高通胀问题。美国近期的高通胀更多是由需求因素造成的，但之前更多是由供给因素，也就是俄乌战争引起的全球供应链扰动和大宗商品价格飙升带来的。所以，不能将高通胀全部归咎在美国巨量的财政货币刺激上，它只是高通胀的一个助推因素。

本轮美国财政刺激程度远超出了当时的美国产出缺口，造成了总需求过热，从而造成这一轮高通胀，也是一个重要的方面。赤字货币化不产生高通胀的前提就是，政府对经济潜在产出缺口有合理的评估，在出台政策时有合理的分寸，在这种情况下财政货币政策的配合就是可行的。而财政货币政策的配合，或者更具像一些政府债务扩张边界在于，政府能够持续付息，即政府在做投资和支出时能够产生稳定的现金流，足以覆盖其利息支出。

联系到国内，去年我国出台了一些配合不错的财政货币政策。比如去年出台了制造

业企业设备更新改造再贷款支持措施，商业银行向企业加速投放设备更新改造贷款，央行给予再贷款支持，财政也给予贴息，这就是财政和货币政策配合的很好的案例。我们测算过，这个政策对去年我国制造业投资的增长拉动很大。

另外一个比较好的政策是去年发了 7400 亿左右的政策性金融性工具，这一工具可以作为基建项目的资本金，撬动的比例是非常高的。这个工具是一个准财政工具，可以放在财政和货币政策配合的框架下来看。所以，在中国财政和货币政策配合的空间还是很大的。去年中央经济工作会议上也提出，要加强财政和货币政策的配合。我们可以从国外践行现代货币理论的实践中汲取一些有益的东西，当然也要避免他们曾经走过的一些弯路。

二、货币政策和金融稳定的配合

目前欧洲股市非常动荡，德银遇到了很大的冲击，这是本轮美国银行危机波及的结果。美联储在应对时面临着两难：一方面高通胀，可能需要继续加息，在 3 月议息会议上也是按照既定路径加息了，另一方面遇到了金融稳定问题。为解决这个问题，美联储运用了所有可用的流动性支持工具，贴现窗口大开，给受到殃及的中小银行定向融资支持等。最典型的例子就是，这些中小银行在美国国债投资上出现损失，它可以拿 100 块钱的美国国债，换美联储 100 块钱完全等值的流动性支持。这相当于是给这些中小银行的投资组合设了止损线，银行基本上不会有什么损失了，也就不必被迫火烧火燎地贱卖资产了。所以，美联储在宏观审慎和流动性支持上“火力全开”，而在货币政策上还是延续着既定路径。应对银行危机时，美联储打出了货币政策加宏观审慎的一套组合拳。

中国面临着央行是否还要进一步降息的问题。若进一步降息的话，银行净息差将进一步收窄。去年四季度末中国银行的净息差降到 1.9%，这是因为贷款利率一直在降，而存款利率一直不容易降下来，非对称调降，造成银行净息差收窄压力很大。今年一季度很多存量贷款利率重新下调了，预计银行净息差收窄压力还会更大。这时，货币政策若进一步宽松，在降低实体经济融资成本的同时，可能加大某些中小银行的经营压力，

因净息差收窄太快。这需要使用金融稳定工具或宏观审慎工具，比如去年发行的地方专项债中就有专门用于给中小银行补充资本金的。可见，在货币政策决策时，也要考虑到金融稳定的问题。

另一个备受关注的**问题是地方政府债务持续性**。中国地方政府是典型的土地财政模式，非常依赖土地收入。去年房地产市场调整，很多地方土地出让金收入下跌一半，甚至有下跌八成多的。这相当于一次很显著的负面冲击，令很多地方基层财政连运转都成了问题。中国城投负债接近 60 万亿，去年我国政府付息规模差不多与名义 GDP 增量相等。这些都说明地方政府债务已经到了不太可持续的阶段。化解地方政府债务，除了债务展期和置换之外，货币政策上还有什么想象空间吗？如果货币政策还能进一步降息，那么对于地方政府尤其是有明显短板的地方政府，在增强其债务可持续性上是否会带来更多助力？这些都是可以进一步探讨、在未来政策组合中可以进一步优化的地方。

三、宏观政策和改革政策的配合

今年春节前后市场情绪高涨，因为中国经济重启后修复速度非常快。对比其他国家和地区放开疫情管控后的路径，中国消费恢复和基建启动的速度都非常快，连续两个月制造业 PMI 都是高企的。但这其实可能是前期积压需求的集中释放。制造业 PMI 是调查数据，是环比数据，一旦疫情放开后，景气调查数据很容易沾染上了这种非常乐观的情绪。

但在前期积压需求集中释放后，现在中国经济遇到了一些增长动能不足的问题。消费方面，餐饮消费恢复得非常快，但大宗消费还是比较低迷。进入 3 月份后，汽车厂商大打价格战，但价格降下来以后，汽车消费对整体消费的支撑作用会明显减弱。房地产销售在一线城市、强二线城市的表现还是不错的，这些高效能城市的房价和房租都有蠢蠢欲动的迹象。但弱二线城市、三四线城市的房地产市场偏弱，新增购买力不强。大宗消费低迷，可能因为中国家庭的资产负债表在疫情期间受到了冲击，从而削弱了购买的能力和意愿。可见，还需采取措施进一步增强消费恢复的动能。

投资端也有这样的问题。目前看起来固定资产投资是非常平稳的，比如基建投资景气度很高，房地产投资跌幅在收窄，制造业投资也维持在不错的区间。但看去年投资还有一条主线，那就是从去年年初到年尾民间投资增速一路走低，今年前两个月民间投资增速还不到1%。可以说，在政府主导的领域确定性都很强，而市场主导的领域、或居民自发修复的领域确定性都不高。今年一季度中国经济修复较快，同比数据不错；二季度由于去年的低基数，同比数据更加亮丽。这可能给大家造成同比数据一直往上的印象，反而掩盖了环比数据可能的收窄和走弱。因此，今年上半年是个窗口期，除了加速已有宏观政策的落地外，也要提前谋划在下半年一旦内生增长动能不够，环比增速出现回落时，宏观政策上还有哪些地方可以加力。

在经济同比数据不断上扬，大家预期比较高涨的时候，可以考虑加速一些关键领域的体制机制改革。这些偏改革措施出台后，有助于极大地提升市场信心，从而更好地延续当前经济恢复的势头，进一步夯实内生增长的动能。简单地说，今年一季度同比数据不错，二季度同比数据非常好，三季度同比可能回落，要让同比回落势能弱一些，只能从增强环比上做文章。具体可以考虑以下几个领域。

一是，在土地和户籍制度上做些突破。比如是否可以通过发行特别国债筹建新市民住房保障基金。之所以有这个提议，是因为新市民是三个方面天然的结合点：**一是**，在新市民的基本公共服务覆盖上有缺口，从社会公平角度需要政府在这方面多花钱；**二是**，新市民有很大的住房需求，政府设立专项基金去买开发商应交但还没交的房子后，转手给新市民做保障性住房，短期可以很快撬动房地产销售，让房地产链条尽快平稳启动起来。**三是要增加居民财产性收入**，尤其是农民的财产性收入，而新市民的消费倾向更高，在住房保障方面更无后顾之忧的话，其消费倾向还会更高。而要让新市民真正融入城市，在土地和户籍制度上做些改革突破可能是必须的。

二是，考虑集中推出一批绿灯投资案例。有专家认为不需要再推出绿灯投资案例，只需要维护市场化、法治化、国际化的营商环境，对不同类型的企业一碗水端平就可以了。但目前民营企业信心尚待提振，集中推出一批绿灯投资案例，或许能够起到一个向上的提振作用。

三是，**出台高标准对外开放措施**。中国已申请加入 CPTPP，可以部署推进更加切实的举措。大家都担心今年外循环回落，在内循环上要做更多的文章。积极申请加入 CPTPP 不仅有利于稳定外循环，稳定供应链，也显示了中国是全球化的拥护者，有力回击逆全球化思潮，对提升中国负责任大国的形象也是有利的。

简单说，在当前中国经济修复过程中，推进一些关键领域的改革，对今年全年经济和对未来经济动能的释放都是非常有帮助的。

温彬：经济复苏应深入推进供给侧结构性改革

温彬 中国民生银行首席经济学家

以下观点整理自温彬在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第62期）上的发言

一、当前经济复苏的态势和下一阶段的走势

今年经济增长目标是5%左右，虽略低于市场预期，但还是客观和实事求是的，也符合我国当前潜在增长力水平。关于潜在增长率有两个观察，一是学界研究普遍认为潜在增长率在5%左右；二是政府“十四五”规划和“2035远景目标”提出，2035年较2020年经济总量和人均收入翻一番，要实现这一目标，未来15年平均经济增速应该达到4.7%左右。所以，无论是学界研究还是政策目标，经济增速应该在5%左右的水平。但是过去三年受疫情影响，平均实际增长率只有4.5%左右，仍存在产出缺口，所以加大宏观调控力度，让经济恢复到潜在增速非常必要。

去年末疫情管控放开后，大家对今年经济的增长充满信心和期待。从前两个月的宏观数据来看，主要宏观经济指标都出现了企稳回升。在供给侧，工业增加值同比增长2.4%，较去年年底回升；在需求端，消费已经由去年的下降改为增长3.5%，投资增速也回升到5.5%。经济呈现稳步回升的态势。

同时也要看到经济增长中存在的稳定和不确定因素，外需方面，今年前两个月以美元计价的出口同比下降了6.8%，延续了去年四季度以来出口下降的态势；就业数据方面，2月份调查失业率是5.6%，较1月份5.5%提高了0.1个百分点。可以说，经济复苏基础还不稳固。今年稳增长的重中之重是改善和扩大内需。从中央到地方都把扩大内需放在了首位。

今年内需能否有效扩大，在稳增长中发挥基础性作用，主要取决于消费和房地产下一阶段走势。去年居民新增存款达到了17.8万亿元，今年前两个月居民新增存款近7万

亿元，居民储蓄倾向增加。相反居民贷款意愿则有所回落，比如按揭贷款，今年前两个月增长了 3094 亿元，同比少增 3800 多亿元，居民存量房贷也出现提前还贷的情况。大宗消费中，房地产销售较去年有明显回暖，汽车消费则由于新能源车补贴退出，今年 1-2 月份汽车销售下降比较明显。在假日消费方面，春节出行人数和人均消费都没有回升到疫情前水平，**消费持续回升的基础还不稳固**。今年前两个月商品房销售额同比下降 0.1%，房地产投资同比下降了 5.7%，降幅较去年明显收窄，反映自去年以来的稳地产政策开始显效。不过，回升势头还需进一步观察。研究发现，**房地产价格、销售额与居民部门杠杆率呈高度正相关**。最近两年，居民部门杠杆率一直稳定在 62% 左右，如果居民部门杠杆率不能继续提升，也会对房地产市场带来压力。目前来看，**无论是居民消费还是居民负债，都需要宏观政策进一步支持**。

二、今年宏观调控政策的力度和方向

去年末召开的中央经济工作会议明确提出：大力提振市场信心，把扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，**而且在主要宏观管理政策方面，强调做好积极财政政策和稳健货币政策的组合**。

1、财政政策

政府赤字率从去年 2.8% 提升到今年 3%，地方政府专项债从 3.65 万亿元提升到 3.8 万亿元，体现了积极财政政策加力提效。虽然去年名义赤字率是 2.8%，但广义财政口径的实际赤字率达到 7.4%，**财政支出对稳增长发挥了不可替代的重要作用**。去年为应对疫情，中央和地方支出规模较大，并动用了历年结余资源，比如央行上缴了 1 万多亿元的利润，用于留抵退税和增加对地方政府转移支付。今年目标赤字率虽较上年提高了 0.2 个百分点，但实际赤字率未必能达到去年水平。地方政府专项债规模较上年增加了 1500 亿元，需要做好与其他资金的配合，更多地撬动社会资本参与，同时带动政策性金融工具以及商业银行配套资金的支持，才能更好地发挥积极财政政策的作用。

2、货币政策

今年稳健货币政策强调精准有力。从有力来看，作为总量工具运用的**降准降息对扩需求和稳定市场主体信心很有必要**。从降准来看，随着外汇占款规模的下降，降准成为现阶段投放基础货币的主要渠道，相对于MLF、逆回购等流动性补充工具而言，降准有助于增加金融机构低成本的长期资金，对于保持市场流动性合理充裕和金融体系稳健运行具有积极作用，**今年内还有降准的空间和必要**。从利率来看，短期内政策利率会保持稳定。央行在《2022年第四季度中国货币政策执行报告》中提到“警惕未来通胀反弹压力”，这主要源于“疫情防控优化后消费动能可能逐步升温，劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响，海外高通胀的传导效应”等。今年2月末，M2增速达到12.9%，创7年新高，流动性总体充裕，下调政策利率的必要性下降。不过，**从实体经济需求来说还有进一步降低融资成本的需要**。比如存量房贷利率还比较高，提前偿还按揭贷款的压力还比较大。因此，从趋势上看，政策利率可能保持不变，货币市场和债券市场利率易上难下，贷款利率还有下降的可能。从精准来看，目前结构性货币政策工具规模已经达到6.4万亿元，对于支持重点领域、薄弱环节发挥了非常重要的作用。此外，在汇率方面，今年人民币仍有升值的可能，预计今年下半年美联储货币政策会转向，美元再次走软，人民币或出现被动升值。但要考虑到今年出口形势和压力，人民币汇率还是要保持相对弹性，促进外需和出口的稳定。

三、宏观政策协调配合的政策建议

当前宏观经济运行的主要矛盾是总需求不足，为了避免形成宏观政策的合成谬误，影响政策效果，需要加强财税、货币、产业、就业等政策之间的协调配合，确保全年经济目标的实现。

1、短期看宏观政策要保持稳定性和连续性

市场机构预测今年一季度我国GDP增长率在4%左右，低于5%的目标。如果实际增速低于潜在增速，则需要需求管理政策把经济拉到潜在水平，保持宏观政策的稳定性和连续性，其中财政和货币政策的协调配合尤为重要。昨天召开的国常会决定延续和优化

实施部分阶段性税费优惠政策，对于提振市场主体信心、稳定预期会带来积极影响。在货币政策方面，上周央行决定降准，增加低成本长期资金的流动性投放，这不仅有利于商业银行资产负债的配置管理，更重要的是降低银行体系的资金成本之后，引导降低实体经济的融资成本。

下一阶段，货币政策还有较大运用空间。降准仍然可期。结构性货币政策方面，建议做好接续性管理，疫情期间很多政策出台，后疫情时代一些临时性政策可以退出，有些结构性工具可以变成长期的制度性安排，比如对于普惠、绿色、科技创新等领域的支持。有些结构性工具还可以增加额度、扩大金融机构范围，比如碳减排、煤炭清洁高效利用再贷款等。

在房地产调控政策方面，过去一年主要针对刚需出台了很多支持政策，下一阶段可以在改善型需求方面给予相应的支持。随着二胎家庭的增多，住房改善型需求比较迫切，可以因城施策，调整二套房、普通和非普通住宅认定标准，适度下调二套房首付比例和贷款利率等，对于巩固年初以来房地产复苏势头很有必要。

2、出台具体有效措施稳定市场主体预期

当前需求不足同预期转弱还没有得到根本性扭转有很大关系，需要出台具体有效措施稳定市场主体的预期，包括针对居民和企业，特别是市场一直期待政府部门能够集中推出一批“绿灯”投资案例，提振民营企业的信心，这对于增加民间投资、提升经济活跃度是非常重要的环节。

3、中长期看要深入推进供给侧结构性改革

中央多次强调要把扩大总需求战略和深化供给侧结构性改革结合起来。近三年，为应对疫情而出台的政策主要以需求管理为主，目的是尽快稳住经济，解决就业压力。下一阶段，要使经济恢复到潜在增速水平，离不开供给侧结构性改革的推进。

一是消费领域的改革。现在消费整体还是偏弱，部分地方政府通过发放消费券、向

中低收入家庭发放补贴、鼓励绿色节能家电和新能源车消费等措施，对于提振消费起到了积极作用。但由于金额有限，难以持续。要真正发挥消费在经济增长中的基础性作用，推动消费领域相关改革至关重要。比如**增加居民收入在整个国民收入分配中的比重，进一步完善社会保障制度**，让大家有能力消费，也敢消费，这些都离不开消费领域的制度性改革。

二是投融资领域的改革。投资在稳增长中发挥着关键性作用，我们在新基建、医疗健康、养老育儿等服务业领域还有巨大的投资空间和潜力，特别是支持民间资本进入上述领域，还应在市场准入、营商环境等方面出台新的举措，挖掘投资潜力、提高投资效率。

三是财税和金融改革。比如中央和地方财政的关系问题、金融要素中的利率市场化问题等，需要继续深化相关领域的改革。

四是外资外贸领域改革。目前外部环境发生了很大变化，贸易保护主义、去全球化以及供应链重构给我们对外开放造成一定的压力，下一阶段要按照推进高水平对外开放的总体要求，深化外资外贸领域改革，加快构建双循环新发展格局。

总的来看，要实现今年经济增长目标，达到潜在增长水平，短期还需要保持宏观政策的稳定性和连续性，并与供给侧结构性改革有机结合，为我国经济行稳致远创造出新的动力。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

