



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济理论与思想报告

(第5期)

## 宏观政策“三策合一”新理论

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5月

## 宏观政策“三策合一”新理论框架<sup>①</sup>

### 摘要

主流宏观政策理论以新凯恩斯短期分析框架为核心，旨在使用货币政策、财政政策和宏观审慎政策等稳定政策实现短期经济稳定和金融稳定。在主流宏观政策理论的指导下，全世界范围内数十年来政策实践成绩显著，但2008年国际金融危机之后宏观政策难以有效应对美日欧等主要经济体普遍存在的“结构失衡下的衰退”这一新现象。究其根源，主流宏观政策理论主要应对的是传统衰退，其核心在于短期经济波动问题；而危机之后主要经济体面临的“结构失衡下的衰退”除了短期经济波动问题之外，还包括长期增长动力匮乏和经济结构失衡等问题。尤其是，结构黏性以及多种失衡结构之间的嵌套循环会产生非有效的潜在增速缺口，进而导致经济增速的非合理下降和稳定政策的失效，这使得盯住产出缺口目标的主流宏观政策理论难以应对。重构宏观政策理论框架才能破解这些难题。为此，本文提出了宏观政策“三策合一”新理论框架，将稳定政策、增长政策和结构政策纳入统一的理论框架，消除产出缺口和长期潜在增速缺口，促使实际经济增速、长期潜在增速和最优经济结构下的潜在增速合理增速三者趋于一致，从而实现最优经济结构下的短期平稳运行与长期稳定增长。宏观政策“三策合一”新理论框架具有理论一般性和政策实践普适性，不仅可以较好地解决中国和世界主要经济体所面临的“结构失衡下的衰退”，而且可以尝试作为中国经济学的有机组成部分，为全球宏观经济治理提供中国智慧与中国方案。

**关键词：**结构失衡下的衰退；稳定政策；增长政策；结构政策；宏观政策“三策合一”

<sup>①</sup> 本报告为中国人民大学中国宏观经济论坛（CMF）团队集体研究成果，执笔人陈彦斌。本报告为初步研究成果，欢迎讨论和批评意见。

## 目 录

引 言 .....	4
一、 全球主要经济体面临的“结构失衡下的衰退”新现象及其形成机理 .....	6
(一) “结构失衡下的衰退”新现象的核心特征 .....	6
(二) “结构失衡下的衰退”新现象的形成机理 .....	8
二、 主流宏观政策理论难以应对“结构失衡下的衰退”的原因剖析 .....	10
(一) 主流宏观政策理论的核心是使用短期稳定政策应对传统衰退，缺少对增长政策和结构政策的使用 .....	10
(二) 由于主流宏观政策理论缺少对增长政策和结构政策的运用，导致其难以应对潜在增速持续性放缓和经济结构失衡问题，也就难以应对“结构失衡下的衰退” .....	12
(三) 虽然前沿理论研究和最新政策实践对增长政策和结构政策的关注有所增加，但并未与稳定政策形成合力，需要重构宏观政策理论框架，才能有效应对“结构失衡下的衰退” .....	13
三、 宏观政策“三策合一”新理论框架与理论内核 .....	14
(一) 三大类宏观政策的内涵与重要性 .....	15
(二) 宏观政策“三策合一”的理论基础与政策实践基础 .....	17
(三) 宏观政策“三策合一”的理论内核 .....	19
四、 宏观政策“三策合一”的政策操作体系 .....	24
(一) 将宏观政策目标体系重构为稳定、增长和结构三大类目标体系，旨在实现最优经济结构下的经济与金融平稳运行 .....	25
(二) 加强三大类宏观政策的长短期配合，短期稳定政策为长期增长政策和结构政策的实施营造平稳环境，长期增长政策和结构政策为短期稳定政策的实施消除制度性和结构性障碍从而提高稳定政策的效率 .....	26
(三) 成立专门的协调机构，打造“政策协调—政策制定—政策评价”的政策协调体系，确保宏观政策“三策合一”落实到位 .....	26
五、 宏观政策“三策合一”新理论框架对中国问题的应用 .....	29
(一) 主流宏观政策理论难以应对 2008 年国际金融危机以来中国经济增速放缓的新局面 .....	29
(二) 基于宏观政策“三策合一”新理论框架的应对方略 .....	31
六、 结语 .....	32
参考文献 .....	33

## 引言

近百年来，宏观政策理论经历了凯恩斯主义、货币主义和新凯恩斯主义等几次里程碑式发展，逐步形成了以新凯恩斯主义为内核的主流宏观政策理论。该框架注重使用货币政策和财政政策两类短期稳定政策进行逆周期调节，平抑产出缺口和通胀缺口，从而消除短期经济波动，实现短期经济稳定。主流宏观政策理论与全世界主要经济体的政策实践紧密相连。在主流宏观政策理论的指导下，主要经济体的政策实践取得了显著的成绩，尤其是 20 世纪 90 年代的“大缓和”广为人知。然而，在 2008 年国际金融危机之后的十余年间，主流宏观政策理论遭遇了较为严峻的挑战。不管是美国、欧元区、日本等发达经济体，还是中国等新兴经济体，在危机之后的宏观经济运行过程中普遍面临持续下行压力，经济运行并不理想。

在此情形下，学术界开始反思主流宏观政策理论，以美日欧为代表的全球主要经济体也采取了一系列宏观政策新措施。一是，探索使用量化宽松和前瞻性指引等新型货币政策，以应对零利率下限对常规货币政策的约束。二是，更加重视货币政策与财政政策的协调配合。三是，更加重视金融稳定，并且将宏观审慎政策作为实现金融稳定的主要工具纳入稳定政策框架中。上述新措施取得了一定成效，以新型货币政策工具为例，根据 Bernanke (2020) 的估计，量化宽松与前瞻性指引的合理使用相当于为货币政策提供 3 个百分点的政策空间，从而有效抵消零利率下限所带来的货币政策有效性下降问题。此外，对金融稳定的重视以及对宏观审慎政策的强化使用在一定程度上减轻了金融系统的顺周期特征以及由此引发的金融风险 (Martinez-Miera & Repullo, 2019)。但是，不管是主流宏观政策理论，还是宏观政策新措施，都不足以扭转危机之后全球主要经济体宏观政策面临的困局。

究其根源，危机之后主要经济体面临的是“结构失衡下的衰退”新现象，突出表现为负向的产出缺口和通胀缺口持续存在、潜在增速趋势性放缓、结构性失衡严重这三个维度的问题。面对“结构失衡下的衰退”，需要稳定政策、增长政

策、结构政策共同发力予以应对。然而，在主流宏观政策理论和近年来宏观政策实践中，稳定政策、增长政策、结构政策始终处于相互分离的状态，仅仅以短期稳定政策为核心，而对增长政策和结构政策的重视程度明显不足。主流宏观政策理论的上述缺陷导致各个主要经济体的政策实践出现偏差：过度依靠稳定政策应对短期经济波动问题，而对长期增长动力下滑和结构失衡问题缺少必要的应对策略，最终也就难以应对“结构失衡下的衰退”。尤其是，结构黏性以及多种失衡结构之间的嵌套循环会产生非有效的潜在增速缺口（陈彦斌和陈伟泽，2021），进而导致经济增速非合理下降和稳定政策失效。即使加大稳定政策的力度，也难以有效应对经济下行，反而会催生宏观杠杆率快速上升和衰退式资产泡沫等问题，使得稳定政策进退两难。

要想破解主要经济体面临的“结构失衡下的衰退”新现象，需要重构宏观政策理论框架，探索稳定政策、增长政策、结构政策“三策合一”的新理论框架。宏观政策“三策合一”不是简单地将稳定政策、增长政策、结构政策三大类政策叠加，而是探寻三大类政策的协调机制从而更好地实现“合一”，如此才能提高宏观政策整体效率，进而保证经济更加平稳运行。事实上，来自中国的宏观调控政策实践，已经孕育了宏观政策“三策合一”的思想萌芽。中国特色宏观调控实践与主流宏观政策理论明显不同，除了稳定政策，还含有五年规划等长期增长政策以及供给侧结构性改革和需求侧管理等结构政策。党的二十大报告就明确提出，健全宏观经济治理体系既要“发挥国家发展规划的战略导向作用”，又要“增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用”。虽然中国宏观政策实践已经孕育了宏观政策“三策合一”的思想萌芽，有力地支撑了中国经济增长奇迹，但是其背后的经济学理论框架仍需进一步完善。而且，中国特色宏观调控体系事实上是“多策”而不只是“三策”，究竟如何“合一”还缺乏充足的理论支撑。

有鉴于此，本文尝试打破主流宏观政策理论的固有缺陷，提出宏观政策“三策合一”新理论框架，以更好地应对“结构失衡下的衰退”新现象。具体而言，主要做了三方面工作。一是，系统归纳总结了“结构失衡下的衰退”新现象与传统衰退的核心区别，深入剖析了主流宏观政策理论难以应对“结构失衡下的衰退”

新现象的根源。二是，提出了宏观政策“三策合一”新理论框架，详细阐述了其理论内核与政策操作体系。本文研究发现，稳定政策、增长政策和结构政策三大类宏观政策的协调配合应该以消除产出缺口和长期潜在增速缺口为核心目标，促使实际经济增速、长期潜在增速和最优经济结构下的潜在增速合理增速趋于一致，从而帮助经济体实现最优经济结构下的短期平稳运行与长期稳定增长。为实现这些目标，需要从重构政策目标体系、强化三大类宏观政策之间的长短期配合以及成立政策协调机构等方面对政策操作体系进行调整。三是，基于宏观政策“三策合一”新理论框架，对中国近年来遇到的经济下行压力加大问题进行剖析并提出了应对方略。

与已有研究相比，本文的主要学术创新与贡献在于提出了宏观政策“三策合一”的宏观政策新理论框架。这在宏观经济理论领域尤其是宏观政策理论领域迈出了关键一步。而且，本文所提出的宏观政策“三策合一”新理论框架还具有政策实践上的普适性，对中国与全世界主要经济体面临的“结构失衡下的衰退”新现象都具有较好的适用性。一言以蔽之，宏观政策“三策合一”新理论框架源于支撑中国增长奇迹的宏观政策实践，具有理论与实践一般性，可以尝试作为中国经济学的有机组成部分，有助于更好地落实党的二十大报告提出的“健全宏观经济治理体系”的重要要求，也有助于为全球宏观经济治理提供中国智慧与中国方案。

## 一、主要经济体面临的“结构失衡下的衰退”新现象及其形成机理

在经济思想几千年发展的“历史长河”中，存在着两种截然不同、历史悠久且长期并存的经济学研究传统之间的相互竞争和周期性演替，如同历史长河分叉出来的两条“支流”一样奔流不息（李黎力，2020a）。这两大传统在货币和财政领域体现地淋漓尽致，影响着当今正统经济学与现代货币理论对货币与财政关系截然不同的理解。

### （一）“结构失衡下的衰退”新现象的核心特征

2008 年国际金融危机之后，全球主要经济体的经济增速在经历了短期大幅下滑之后并未实现预期的反弹，而是纷纷陷入持续低迷的困局之中。既有宏观政策理论对于衰退的分析主要基于新凯恩斯主义分析框架，该理论认为，在工资和价格粘性、市场不完全性与市场摩擦的影响下，短期冲击会导致市场均衡偏离帕累托最优，由此导致实际产出水平偏离潜在产出水平，出现产出缺口和通胀缺口，这也是传统衰退的典型特征。因此，要想应对传统衰退，主要采取货币政策和财政政策等稳定政策，使短期内的产出缺口和通胀缺口回归至零附近。然而，2008 年国际金融危机之后的这一轮经济衰退与新凯恩斯主义所聚焦的传统衰退存在明显区别，主要表现为以下三点（表 1）。

**表 1 “结构失衡下的衰退”与传统衰退的核心特征对比分析**

	传统衰退	“结构失衡下的衰退”
产出缺口和通胀缺口	短期为负，并且在稳定政策作用下会显著改善	持续为负，并且在稳定政策作用下没有明显改善
潜在增速	保持稳定	趋势性下滑
经济结构	一般不考虑	结构失衡问题明显

第一，负向的产出缺口和通胀缺口持续存在，即使实施超大力度的货币政策和财政政策等稳定政策也收效甚微。从产出缺口来看，2009—2021 年发达经济体的产出缺口基本处于负向状态，均值为-2.2%。相比之下，1990—2008 年发达经济体的产出缺口总体上处于温和正向状态，均值为 0.2%。从通胀缺口来看，2009—2021 年发达经济体的 CPI 涨幅持续低于 2%的理想水平，均值仅为 1.4%，该水平也显著低于 1990—2008 年 2.5%的均值水平。而且，负向产出缺口和通胀缺口的持续存在，还是在发达经济体实施了有史以来力度最大且持续时间最长的刺激政策前提下出现的。以美国货币政策为例，截至 2021 年末，美国基础货币规模相比 2008 年国际金融危机爆发时增长了 4.3 倍，同期基础货币占 GDP 的比重从 5.4%大幅上升至 17.2%。这也从侧面反映了 2008 年国际金融危机之后的这一轮衰退与传统衰退明显不同。

第二，潜在增速趋势性放缓，打破卡尔多事实。新凯恩斯主义认为，经济衰退主要表现为短期实际产出相对潜在产出的偏离，而潜在产出是保持稳定增长态势的。2008年国际金融危机之前，美国等主要经济体的宏观经济运行情况确实符合这一特征，学界将其称为卡尔多事实。以美国为例，根据美国国会预算办公室（CBO）的测算数据，20世纪70、80和90年代，美国潜在增速的均值分别为3.4%、3.2%和3.1%，基本保持稳定。但21世纪以来尤其是2008年国际金融危机之后，美国潜在增速出现了明显的趋势性放缓特征，打破了危机之前的卡尔多事实。2001—2010年美国潜在增速均值降至2.3%，2011—2020年进一步降至1.8%。潜在增速趋势性放缓也成为2008年国际金融危机之后这一轮衰退的新特征。

第三，结构性失衡问题较为突出。新凯恩斯主义针对衰退的分析没有考虑结构因素，但对于2008年国际金融危机之后的这一轮衰退而言，结构失衡问题不可忽视。尤其是实体部门与金融部门之间的结构失衡以及与之密切相关的收入分配结构和总需求结构等结构失衡问题，成为制约经济健康平稳运行的重要因素。20世纪70年代随着金融部门的快速发展，美国等主要经济体开始出现经济金融化现象。21世纪以来，经济金融化现象进一步加剧，金融部门相较于实体部门扩张速度明显加快。美国金融部门的金融资产规模占GDP的比重在1970年为185%，到2000年达到407%，到2020年进一步攀升至568%。由于金融资产的快速增值更多惠及高收入群体，随之而来的是收入差距扩大与收入分配结构失衡。20世纪70年代以来美国居民收入基尼系数出现趋势性上升，2019年已达到0.415，处于二战以来的最高点。类似的结构性失衡问题在欧洲主要经济体也同样存在。

总之，21世纪以来尤其2008年国际金融危机以后全球主要经济体出现的新一轮衰退，与主流宏观政策理论所应对的传统衰退具有显著差别。基于上述三点分析，本文将2008年国际金融危机之后的这一轮衰退称为“结构失衡下的衰退”，以便与传统衰退进行区分。

## （二）“结构失衡下的衰退”新现象的形成机理



与传统衰退相比，“结构失衡下的衰退”不仅具有明显不同的特征与内涵，而且具有明显不同的形成机理。“结构失衡下的衰退”的形成机理主要体现在如下三点。

第一，结构性失衡导致以货币政策为核心的宏观政策体系有效性下降，从而使负向产出缺口和通胀缺口难以显著改善。以收入分配结构失衡为例，在收入差距持续拉大的背景下，货币政策释放的资金对于高收入群体收入水平的改善效果较好，而对中低收入群体的效果有限。由于边际消费倾向递减，高收入群体的收入水平上升难以较好地转化为消费需求扩大，不仅削弱了货币政策对总需求的刺激效果，而且还导致货币政策释放的资金推动了金融资产的膨胀，并进一步恶化收入分配结构（McKay & Reis, 2016; Kaplan et al., 2018）。这就形成了“收入分配差距扩大——货币政策有效性下降——不得已实施更大力度的货币政策稳定增长——收入分配结构进一步恶化”的恶性循环，导致货币政策难以有效促使负向产出缺口和通胀缺口显著收窄。

第二，结构性失衡导致潜在增速偏离合理水平，呈现趋势性放缓态势，并且出现负向潜在增速缺口。一个经济长期增长的合理路径，即潜在产出的合理水平，是由最优经济结构所决定的，其中包含总需求结构、总供给结构、收入与财产分配结构、债务结构、产业结构等重要的经济结构。现实中对最优结构的偏离可能会在一定时期内提高经济增速，但也会对经济增长产生持续的抑制作用。2008年国际金融危机之后，美国等主要经济体实体部门与金融部门之间的结构失衡、收入分配结构失衡以及产业结构失衡等方面的结构性失衡问题相互嵌套。一方面，实体部门与金融部门结构失衡加剧了收入分配结构失衡与产业空心化问题。另一方面，收入差距扩大与实体部门产业发展受阻，导致更多资金聚集于金融部门，进一步推动实体部门与金融部门结构失衡。这就对经济增长产生了明显的抑制作用，导致潜在增速偏离其合理水平，出现负向潜在增速缺口。根据陈彦斌和陈伟泽（2021）的测算结果，美国的潜在增速缺口在2008年国际金融危机爆发之前十年间的均值为0.072%，而危机爆发之后十年间的均值为-0.059%。同期，日本的潜在增速缺口从-0.017%进一步扩大至-0.056%，德国的潜在增速缺口从0.118%

变为-0.102%，法国的潜在增速缺口从0.154%变为-0.103%。可见，发达经济体普遍出现了负向潜在增速缺口。

第三，结构性失衡下负向产出缺口与负向潜在增速缺口之间会发生螺旋循环，导致经济增长持续低迷。一方面，负向产出缺口的持续存在表明实体部门有效需求不足，对资金的吸引力不够，由此会导致资金“脱实向虚”倾向进一步增强，从而加剧经济结构的失衡，致使负向潜在增速缺口扩大。另一方面，负向潜在增速缺口持续存在表明结构性因素的掣肘持续存在，由此会降低宏观政策有效性，从而不利于产出缺口的收缩。在上述两方面因素的交互作用下，美国等主要经济体的经济增速长期处于较为低迷的状态。这也使得“结构失衡下的衰退”相比传统衰退更加难以应对，需要宏观政策理论的创新。

## 二、主流宏观政策理论难以应对“结构失衡下的衰退”的原因剖析

主流宏观政策理论需要解决的主要问题是传统衰退，只需要使用短期稳定政策就可以较好地应对短期经济波动问题。与传统衰退相比，“结构失衡下的衰退”表现为短期经济波动、长期潜在增速放缓和经济结构失衡三个维度问题叠加的复杂局面，只靠短期稳定政策是难以应对的，还需要增长政策和结构政策的协调配合。然而，主流宏观政策理论很少使用增长政策和结构政策，导致稳定政策、增长政策、结构政策处于相互分离的状态，最终难以应对“结构失衡下的衰退”新现象。

### （一）主流宏观政策理论的核心是使用短期稳定政策应对传统衰退，缺少对增长政策和结构政策的使用

受长期与短期二分法的影响，主流宏观政策理论聚焦使用短期稳定政策应对以短期经济波动为核心的传统衰退，对长期增长问题和增长政策的关注较少。长期增长政策与短期稳定政策在理论分析框架上长期处于分离状态，并且贯穿于主流经济学理论研究的发展历程之中。对于长期经济增长和增长政策的分析，主流宏观理论建立在新古典增长理论体系之上。决策部门根据相关理论研究所发现的

影响增长的主要因素，制定长期增长政策以促进经济增长。对于短期经济波动和稳定政策的分析，主流宏观理论建立在新凯恩斯体系之上。从 20 世纪 90 年代开始，新凯恩斯主义宏观政策分析框架逐步形成。Clarida et al. (1999)、Goodfriend & King (1997) 和 Woodford (2003) 等经典研究提出了以产出缺口和通胀缺口作为政策目标的稳定政策分析框架，并逐步形成了以短期利率作为主要的货币政策工具，以盯住产出缺口和通胀缺口的泰勒规则作为货币政策规则的货币政策范式。新凯恩斯主义宏观政策分析框架强调名义刚性的重要作用，因此短期稳定政策聚焦于名义变量与实际变量之间的互动关系。而且，新凯恩斯主义宏观政策理论观点认为宏观政策不需要关注潜在增速的变化，也就不需要使用增长政策对长期增长目标作出反应。

主流宏观政策理论也较少关注经济结构问题，因此很少涉及结构政策的应用。宏观经济学主流教科书到目前为止基本上没有涉及经济结构和结构政策。例如，曼昆所倡导的“所有模型之母”，IS-LM-汇率均衡-AS 模型没有涉及总需求结构与收入分配结构等重要经济结构。总的来说，在过去一百年间代表性个体研究范式主导了现代宏观经济学研究。代表性个体研究范式之所以能长期主导宏观经济学研究，使得现代宏观经济学较少关注经济结构问题，主要有三点理论上的考量。一是，无论是消费者之间的偏好或收入差异，还是企业之间的生产方式与能力差异，都可能在宏观层面相互抵消 (Friedman, 1957; Lucas, 1977)，从而不会对总产出产生显著影响。二是，在卢卡斯批判提出之后，主流宏观经济学放弃了联立方程建模的研究方法，转而采用基于个体最优化决策与动态随机一般均衡的研究范式，并据此发展出一套针对个体最优化决策与动态随机一般均衡的数值求解方法。虽然这些数值方法能够较好地适用于代表性个体的研究范畴，但是如果将模型拓展到具有丰富微观个体异质性与复杂经济结构的情况，很容易陷入数值求解上的“维度诅咒”问题。三是，即便含有丰富微观个体异质性与复杂经济结构的宏观经济模型能够被有效求解，但由于在以往很长的一段时期内微观层面与结构方面的经济数据较为缺乏，导致学界无法通过微观数据检验个体异质性与经济结构特征是否真的能够产生显著的宏观经济影响。

(二) 由于主流宏观政策理论缺少对增长政策和结构政策的运用，导致其难以应对潜在增速持续性放缓和经济结构失衡问题，也就难以应对“结构失衡下的衰退”

在主流宏观政策理论的指导下，世界各国的宏观政策实践确实取得了一定成效，在一些时期较好地实现了经济平稳运行。比如，20世纪90年代至21世纪初的“大缓和”就是全世界范围内宏观政策的成功范例。但是，三大类宏观政策相互分离的主流宏观政策理论框架导致全世界主要经济体在政策实践层面过于注重短期经济稳定，而对于长期经济增长和经济结构问题的关注明显不足，这导致其难以应对“结构失衡下的衰退”。

第一，主流宏观政策理论框架虽然能够在一定时期内实现短期稳定目标，但是难以实现经济的长期平稳运行，因此难以应对“结构失衡下的衰退”所面临的潜在增速持续下滑问题。过去40多年间，全球多次出现重大经济金融危机，如20世纪70年代的滞胀危机、20世纪90年代初的日本泡沫破裂和90年代末的亚洲金融危机、2008年国际金融危机等。究其原因，在主流宏观政策理论框架的指导下，以稳定政策为主的思路只能实现短期稳定，对长期稳定的考虑明显不足，由此导致政策部门在决定政策操作尤其是政策力度的大小时，只根据短期稳定目标来决策，进而出现短期内用力过猛或者用力不足的问题，从而为长期中更大的危机埋下伏笔。

第二，主流宏观政策理论框架过度依赖稳定政策对总量的调控，忽视了对经济结构的关注与调节，这不仅无法应对“结构失衡下的衰退”所面临的结构失衡问题，而且导致结构失衡问题不断固化。当一个经济体的经济结构处于最优状态时，面对外生冲击带来的经济波动，只使用稳定政策就可以较好地应对外部冲击。然而，当一个经济体的经济结构没有处于最优状态甚至处于严重失衡状态时，失衡的经济结构很可能会放大经济冲击，此时仅依靠稳定政策难以有效应对冲击。不仅如此，在结构失衡的情况下，过度使用稳定政策还会导致结构问题进一步固化。这一点在2008年国际金融危机之后逐渐显现出来，货币政策等稳定政策的持续扩张，虽然一定程度上起到了稳定经济的效果，但强化了本已较为严重的收

入与财富差距、实体经济与虚拟经济失衡等结构性问题。结构失衡问题的不断固化导致经济体的潜在增速越来越偏离其合理增速，出现了负向的潜在增速缺口，导致近年来美日欧等发达经济体难以较好地摆脱经济疲软的局面。

第三，由于缺乏结构政策与增长政策的协调配合，稳定政策的效率也在不断下降，导致主流宏观政策理论在应对“结构失衡下的衰退”时更加无计可施。由于缺少结构政策和增长政策的配合，在面对 2008 年国际金融危机时，虽然稳定政策力度较大，但是效果并不尽如人意。发达经济体虽然以政府债务攀升、央行资产负债表大幅扩张为代价实施了积极的稳定政策，但潜在增速缺口由正转负并且不断扩大，由此足以说明稳定政策效率在不断下降。以美国为例，2008—2020 年底美国公共部门债务占 GDP 的比重翻了一番，从 64% 左右上升到 130% 左右；美联储的资产负债表大幅扩张，其资产规模从 9000 亿美元上升到约 7.2 万亿美元，增长了 7 倍之多。<sup>①</sup>

**（三）虽然前沿理论研究和最新政策实践对增长政策和结构政策的关注有所增加，但并未与稳定政策形成合力，需要重构宏观政策理论框架，才能有效应对“结构失衡下的衰退”**

2008 年国际金融危机之后，针对主流宏观政策理论下政策实践的弊端，学术界进行了一些反思和探索。一是，开始反思短期稳定政策在实现经济稳定方面的局限性。越来越多的学者开始意识到，短期稳定政策虽然在短期内能够稳定经济产出，但在长期中会带来潜在增速的下降（Benigno & Fornaro, 2018; Jorda et al., 2020）。二是，开始反思短期稳定政策在实现金融稳定方面的局限性。危机之前，学界普遍认为，实现经济稳定就能够实现金融稳定。然而，2008 年国际金融危机的教训表明，经济稳定的环境反而容易加剧金融风险，经济稳定与金融稳定两大目标并不存在一致性。由此，如何完善短期稳定政策框架从而兼顾经济稳定与金融稳定两大目标成为学界重点研究问题。三是，开始反思经济结构对短期稳定政策效果的影响。在过去三十年间，收入差距扩大、产业结构空心化以及金融部门过度膨胀等经济结构问题在欧美国家不断加剧，经济学家们也因此而注

<sup>①</sup> 数据来源：FRED DATA, <https://fred.stlouisfed.org/>。

重探索经济结构与短期稳定政策的关系。含有微观个体异质性的新凯恩斯货币政策理论（HANK 模型）成为这方面研究的突破口（Kaplan et al., 2018）。学术界的上述反思和探索，推动了一系列政策实践的创新。比如，探索使用量化宽松和前瞻性指引等新型货币政策，增强短期稳定政策在经济稳定方面的作用；将宏观审慎政策纳入短期稳定政策框架，增强短期稳定政策在金融稳定方面的作用；更加重视货币政策与财政政策的协调配合。

虽然危机之后学术界和政策实践开始关注长期经济增长与结构性因素，但是这些理论反思与政策实践创新总体而言还只是在既有理论框架基础上进行小修小补，无法有效应对“结构失衡下的衰退”。危机之后，主流宏观政策理论体系仍然以稳定政策为主，较少兼顾与增长政策和结构政策的协调，没有从根本上改变三大类宏观政策相互分离的局面。一些学者更是旗帜鲜明地强调，来自金融危机的教训没有推翻危机前发展起来的货币政策科学的基本原理，因此危机之前的货币政策调控框架仍然是有效的，只需要进行小幅调整即可（Mishkin, 2011）。政策实践上，美国等发达经济体更多只是在短期稳定政策的框架下加强了货币政策与财政政策以及宏观审慎政策的协调，稳定政策与增长政策和结构政策之间的协调依然没有得到足够重视。从危机以来欧美与日本等发达经济体的调控效果来看，经济体还没有摆脱低迷困境，长期经济增长动力的减弱与结构性问题的持续加剧甚至可能导致经济面临长期停滞风险。要想有效应对“结构失衡下的衰退”，亟需打破稳定政策、增长政策、结构政策相互分离的局面，从根本上重构宏观政策理论框架和操作体系。

### 三、宏观政策“三策合一”新理论框架与理论内核

为了打破主流宏观政策理论的固有缺陷，本文接下来将提出宏观政策“三策合一”新理论框架。与传统宏观政策理论框架相比，宏观政策“三策合一”新理论框架具有明确的理论内核，其核心特征是，打破稳定政策、增长政策、结构政策相互分离的局面，并将三者纳入统一的理论框架。

## （一）三大类宏观政策的内涵与重要性

宏观政策在不同语境下的含义和口径是不同的。宏观理论所讨论的宏观政策通常指狭义的宏观政策，即稳定政策。<sup>①</sup>相比之下，政策实践中的宏观政策，特别是中国宏观政策，则是广义的宏观政策，包括增长政策、汇率政策、收入分配政策、消费政策、投资政策等。<sup>②</sup>从理论与政策实践的双重视角来看，狭义宏观政策虽然有助于构建清晰明确的理论分析框架，但是遗漏了增长政策和结构政策这两大类宏观政策，导致难以探讨长期经济增长和经济结构等重要宏观问题，也就无法探讨“结构失衡下的衰退”的应对方略。广义宏观政策的口径则过大，环境污染治理政策、社会安全治理政策都属于广义宏观政策，但是环境污染和社会安全等与稳定、增长和结构等核心问题的联系相对间接，因而并不是宏观经济学所关注的核心问题。此外，口径过大也会加大宏观政策理论分析的难度，实际政策操作中也会导致协调成本大幅增加和政策效率大幅下降。有鉴于此，本文倡导使用中等口径的宏观政策，主要包括稳定政策、增长政策和结构政策这三大类最重要的宏观政策。这三大类宏观政策边界比较清晰、内涵比较明确，而且分别负责实现短期经济稳定与金融稳定、长期经济增长和最优经济结构，进而从三个不同维度涵盖了最重要的三大方面宏观问题，也恰好是“结构失衡下的衰退”所面临的三大难题。

第一，稳定政策的调控目标与调控工具。在主流宏观政策理论中，稳定政策通常指总需求管理政策。由于价格粘性、工资粘性以及公众“动物精神”的存在，当经济体遭受外部冲击后，市场资源配置短时间内产生无效调整，由此导致经济出现短期波动并带来福利损失。而稳定政策的主要目的就是应对短期冲击，从而实现短期经济稳定，包括产出稳定、通胀稳定和金融稳定等主要目标。为了实现稳定政策的上述目标，主要依靠财政政策、货币政策和宏观审慎政策。稳定政策对于经济体在短期内的平稳运行是不可或缺、至关重要的。货币政策的短期效应来源于短期内的价格粘性，名义利率的变化会导致短期内的真实利率发生变化，

<sup>①</sup> 曼昆所著的主流教科书《宏观经济学》在使用宏观政策这个术语时，就特指稳定政策（曼昆，2016）。

<sup>②</sup> 贝纳西-奎里等人所著的《经济政策：理论与实践》（贝纳西-奎里等，2015）这本基于政策实践的宏观政策重要著作所讨论的宏观政策就是广义口径的宏观政策。

进而通过货币政策的多条传导机制影响实体经济（Boivin et al., 2010; Ramey, 2016）。财政政策同样具有显著的短期效应，这是 1929—1933 年美国大萧条之后凯恩斯主义兴起以来理论界和政策界的基本共识。宏观审慎政策通过对银行流动性、资本金和杠杆率等方面进行调节，抑制金融体系的顺周期性并提高金融体系的稳定性，从而防范金融风险，尤其有助于防范信贷驱动型资产泡沫的形成。2008 年国际金融危机的一个重要教训就是，金融监管机构不应该放任信贷驱动型泡沫的膨胀，恰当的宏观审慎政策有助于限制信贷驱动型泡沫，从而提高金融系统稳定性。

第二，增长政策的调控目标与调控工具。增长政策的主要目标是促进一国的国内生产总值或国民收入实现长期增长（Rodrik, 2005）。根据增长核算理论框架，一国长期经济增长的动力主要包括资本积累、劳动、人力资本和 TFP 四大源泉，而且 TFP 的提升主要来源于技术进步和效率改善。Hall & Jones（1999）进一步指出，以上四种动力源泉是影响经济增长的直接因素，其背后的法律和制度等社会基础设施（social infrastructure）则是影响经济增长的深层次决定性因素。综上，增长政策主要包括四类：促进资本积累和劳动数量积累等要素积累的政策；促进人力资本积累的教育政策和劳动市场政策；促进技术进步的科技与经济政策；提高经济运行效率的体制机制改革政策。体制机制问题的存在会导致资源错配，降低资源配置效率，进而降低全要素生产率和潜在增速。如果能够消除这背后的体制机制障碍，那么就能够提高经济运行效率对经济增长的贡献。

第三，结构政策的调控目标与调控工具。通过梳理决策部门的调控目标以及相关学术研究可以发现，经济结构的内涵较为丰富，对一个经济体而言，总需求结构、总供给结构、收入与财产分配结构、债务结构、产业结构等都是重要的经济结构。不管是美日欧等发达经济体，还是广大发展中经济体，经常会出现一种或者多种经济结构失衡的状况。经济结构存在较强的黏性特征，当经济结构处于失衡状态时，短时间内难以自我恢复至最优状态。不仅如此，各类经济结构之间相互影响，如果不及时调整失衡的经济结构，那么多种失衡的经济结构相互之间将会形成嵌套循环和低水平恶性循环。例如，中低收入群体收入不足会强化居民消费不足的状态，进而强化总需求结构失衡问题，总需求结构失衡又会进一步强



化高投资尤其是房地产投资，进而导致总供给结构越来越依赖于资本积累并再度抑制消费提升。这就导致了“收入分配结构失衡→总需求结构失衡→供给结构失衡→进一步恶化消费能力和总需求结构失衡”这样的恶性循环，进而对经济运行造成巨大冲击。结构政策就是为了打破结构黏性和各类失衡结构之间的嵌套循环，从而避免结构失衡的不利后果，并力图实现最优经济结构所使用的宏观经济政策。针对各类经济结构失衡，可以给出相应的结构政策工具箱。例如，面对收入分配结构失衡问题，通过以按要素分配为核心的初次分配政策以及以转移支付为抓手的再分配政策等结构政策，可以增加中低收入群体的收入，从而改善收入分配结构。再如，面对总供给结构和产业结构失衡问题，可以采取补贴或税收等结构政策，鼓励实体产业尤其是新兴产业的发展，并防止产能过剩产业和虚拟经济的无序发展，从而优化供给结构和产业结构。

## （二）宏观政策“三策合一”的理论基础与政策实践基础

虽然主流宏观政策理论体系中稳定政策、增长政策和结构政策三类政策相互分离，但实际上这三类政策之间并不是相互独立的，而是存在密切联系。这是构建宏观政策“三策合一”新理论框架的理论基础与前提。

稳定政策与增长政策不是相互独立的，稳定政策会对长期经济运行产生影响，进而影响增长政策的效率，而增长政策反过来也会影响稳定政策的效率。具体而言，稳定政策对长期经济运行的影响体现在几个方面。一是，恰当的稳定政策可以避免经济体长期陷入“债务—通缩”恶性循环。二是，恰当的稳定政策能够减轻甚至消除以自然失业率持续上升为表征的磁滞效应（hysteresis），从而避免短期问题长期化。三是，短期稳定政策会引起资本积累、人力资本积累与技术研发投入等影响长期经济增长的因素发生变化（Garga & Singh, 2021; Jorda et al., 2020; Ramey, 2020）。反过来，增长政策也会影响稳定政策的效率。当经济体长期经济增长动力减弱时，投资回报率会随之下降，进而削弱企业投资和居民消费意愿。在此情形下，当采取稳定政策应对负向冲击时，将很难有效提升企业投资和居民消费，稳定政策的效率也就因此而打折扣。

稳定政策与结构政策不是相互独立的，稳定政策的实施会改变经济结构进而影响结构政策，经济结构反过来也会影响稳定政策的效率。一方面，稳定政策的实施会改变多种经济结构。如果稳定政策一直倾向于通过刺激投资来稳定短期增长，那么就会逐渐导致投资占比升高，进而引发总需求结构失衡。此外，近年来发展起来的 HANK 模型表明，货币政策冲击会导致收入分配结构发生变化（McKay & Reis, 2016; Kaplan et al., 2018）。另一方面，严重经济结构失衡会对稳定政策效率产生影响。以中国为例，在居民消费乏力的情况下，当出现逆全球化等外部冲击时，就只能以投资尤其是房地产和基建投资来稳增长。宽松货币政策所释放的资金容易流入房地产部门或在金融系统空转，从而降低稳定政策的效率。反之，如果居民消费需求能够有效释放，企业进行生产性投资的动力相应增强，此时积极的货币和财政政策能更加顺畅地促进居民消费和企业投资，稳定政策的效率就会随之提高。

增长政策与结构政策也不是相互独立的，经济结构会影响潜在增速和长期经济增长进而影响增长政策的效率，增长政策反过来也会影响经济结构和结构政策的效果。如前文所述，2008 年国际金融危机之后，美国、日本等主要经济体都出现了负向的潜在增速缺口，其背后的重要原因之一就是这些经济体的经济结构处于失衡状态而非最优状态。在此情形下，不管增长政策如何发力，都只能提高给定经济结构下的潜在增速，而达不到潜在增速的合理水平。若要潜在增速达到其合理水平，除了增长政策发力，还需要结构政策将经济结构调整至最优状态。反过来，增长政策也会对经济结构产生影响。有的增长政策虽然能够促进经济增长，但是可能会显著恶化经济结构，导致结构失衡。发展中国家所采取的以投资为主导的非均衡增长战略尤为如此，高资本积累虽然能够带来高增长，但是过于依赖资本积累，将会使得投资率过高而消费率过低、投资对经济增长的贡献率过高而其他要素对经济增长的贡献率过低，从而使得总需求结构和总供给结构双双失衡。

稳定政策、增长政策与结构政策存在的上述密切联系，为构建宏观政策“三策合一”新理论提供了理论依据。不仅如此，中国特色宏观调控已经对稳定政策、

增长政策与结构政策之间的协调配合进行了有益探索，从而为宏观政策“三策合一”提供了实践基础。

改革开放以来，尤其是2008年国际金融危机之后，中国在使用稳定政策实现短期稳定的同时，还实施了两类宏观政策操作。一是，注重使用五年规划和“两个一百年”战略部署等长期增长政策，近年来尤其重视增长动力转换措施的实施，由以往主要依靠资本积累和劳动投入等老动力转变为主要依靠全要素生产率提升和人力资本等新动力。二是，注重使用供给侧结构性改革和需求侧管理等结构政策，综合使用多种结构政策从供给侧和需求侧对经济结构进行优化调整。党的二十大报告进一步强调“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”。对于稳定政策、增长政策与结构政策的综合使用帮助中国特色宏观调控取得了成功，不仅为宏观政策“三策合一”提供了重要的实践基础，也彰显了宏观政策“三策合一”新理论框架相比于以新凯恩斯主义为代表的主流宏观政策理论的优势。宏观政策“三策合一”使得中国特色宏观调控具有更强的逆周期调节能力。1992—2019年，中国经济增速的离散系数仅为0.25，同期全球经济增速的离散系数为0.42，其中发达经济体高达0.63，新兴经济体也达到了0.35，中国经济增速波动性低的特征凸显出中国特色宏观调控强大的逆周期调节能力。而且，宏观政策“三策合一”使得中国特色宏观调控具备强大的反危机能力，能够较好地应对经济与金融危机的冲击。面对20世纪90年代末亚洲金融危机的冲击，中国在1998年和1999年依然实现了9%以上的高增长，而韩国、日本等国家均出现了负增长。在2008年国际金融危机的冲击下，中国是全球主要经济体中率先恢复的国家。2020年在新冠肺炎疫情的巨大冲击下，中国更是全球主要经济体中唯一能够实现正增长的国家。

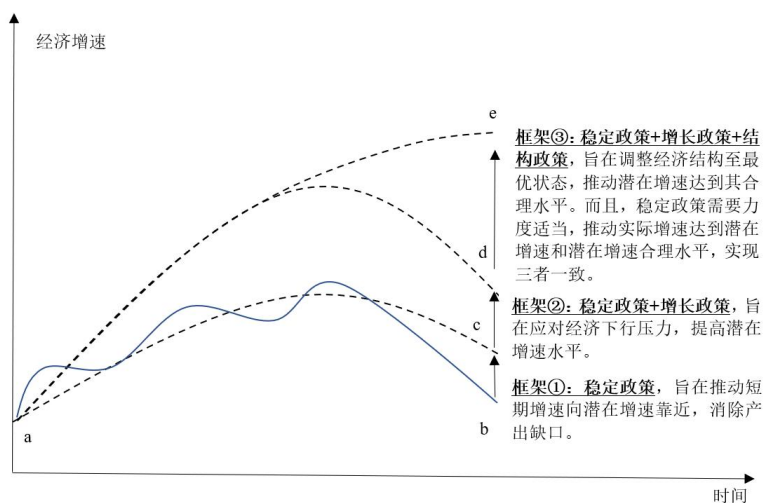
### （三）宏观政策“三策合一”的理论内核

为了直观阐述宏观政策“三策合一”新框架的理论内核及其与主流宏观政策理论的区别与联系，本文在图1中刻画了三个不同的宏观政策理论框架。其中，框架①代表的是主流宏观政策理论框架，框架③代表的是本文提出的宏观政策“三策合一”新理论框架，框架②代表的是介于两者之间的一个宏观政策理论框

架。需要说明的是，宏观政策的稳定目标既包括经济稳定目标也包括金融稳定目标，而经济稳定目标又可以分为产出稳定和价格稳定目标。考虑到 2008 年国际金融危机之后全球主要经济体面临的诸多难题很大程度上与经济增速趋缓密不可分，因此本文在图 1 中以经济增速为核心抓手，阐述宏观政策“三策合一”的理论框架与基本内核。至于宏观政策的完整目标体系，我们将在下文“三策合一”的政策操作体系部分予以详细介绍。

如果使用框架①，即仅使用稳定政策实施宏观政策操作，那么理想情况下经济增速只能达到曲线  $ac$ 。需要注意的是，由于现实中一些经济结构失衡问题的存在，稳定政策的效率会有所下降，并且不敢施加足够的力度，进而难以达到理想的调控效果。比如，当经济中存在实体经济与虚拟经济结构失衡时，货币政策释放的资金更多会流向虚拟经济，加剧衰退式资产泡沫并推动杠杆率攀升，最终难以有效促进实体经济产出上升。在此情形下，货币政策因为担心资产泡沫与债务风险而不敢按照理想情况加大力度，再加上效率的下降，最终导致经济增速难以达到曲线  $ac$  的水平。如果使用框架②，即除了使用稳定政策保证实际增速稳定在潜在增速附近之外，还使用增长政策促进要素积累、技术进步和生产效率提升，那么将有助于提升经济体的潜在增速水平（从曲线  $ac$  升至曲线  $ad$ ）。但是，这一调控框架同样是在既定经济结构之下进行的，如果一个经济体的经济结构并非处于最优状态，甚至处于严重失衡状态，那么使用增长政策提升之后的潜在增速水平（曲线  $ad$ ）仍然达不到最优经济结构下潜在增速的合理增速（曲线  $ae$ ），从而引发潜在增速缺口，即曲线  $ad$  和  $ae$  之间的增速缺口。本文所提出的宏观政策“三策合一”新理论框架就是要在框架②的基础上，进一步纳入结构政策，将经济结构向最优状态调整，这既有助于提高稳定政策效率从而消除短期产出缺口，也有助于帮助增长政策消除长期潜在增速缺口，通过消除短期产出缺口和长期潜在增速缺口，促使实际经济增速、长期潜在增速和最优经济结构下潜在增速的合理增速趋于一致。

图1 宏观政策“三策合一”的理论框架与基本内核



注：框架①代表传统宏观政策理论框架，框架③代表宏观政策“三策合一”新理论框架。虚线代表不同情形下的潜在经济增速，实线代表实际经济增速，箭头代表三个宏观政策框架各自的调控目标。

宏观政策“三策合一”新理论框架不是简单地将稳定政策、增长政策与结构政策进行叠加，而是具有凝练的理论内核，并且与主流宏观政策理论存在本质差别。在主流宏观政策理论中，宏观政策只关注实际增速（图1中的曲线ab）与潜在增速（曲线ac）的缺口，即产出缺口。主流宏观政策理论认为潜在增速的变化是外生过程，其核心任务是使用货币政策和财政政策等稳定政策，对经济进行短期逆周期调节，从而推动实际经济增速（曲线ab）向潜在增速（曲线ac）靠近，以尽可能地让产出缺口逼近零附近，即曲线ab与ac尽量重合，这也正是图1中框架①的基本内核。但如前所述，主流宏观政策忽视了短期与长期之间的联系以及经济结构的影响，导致调控框架存在缺陷。盯住产出缺口目标的主流宏观政策理论之所以失效，根本原因在于结构黏性以及多种失衡结构之间的嵌套循环会产生非有效的潜在增速缺口，进而导致经济增速的非合理下降和稳定政策的失效。即使加大稳定政策的力度，也会引发宏观杠杆率快速上升和衰退式资产泡沫风险，从而导致稳定政策进退两难。

因此，本文所提出的宏观政策“三策合一”新理论框架与主流宏观政策理论框架存在两点本质差别。一是，不再将潜在增速视为外生变量，而将其作为内生变量，这与现实所面临的情况更为相符。二是，在经济结构的影响下，潜在增速

与潜在增速合理增速会发生偏离，即存在潜在增速缺口。产出缺口是既定经济结构下，实际增速与潜在增速之间的偏离，而潜在增速缺口是既定经济结构下的潜在增速（曲线 ac 或曲线 ad）与最优经济结构下潜在增速水平即潜在增速合理增速（曲线 ae）之间的偏离。

在宏观政策“三策合一”新理论框架下，决策部门同时使用稳定政策、增长政策和结构政策三大类宏观政策，即图 1 中框架③所代表的新调控框架，此时经济体能够实现最优经济结构下的短期与长期持续平稳运行：稳定政策通过对经济进行短期逆周期调节来推动实际经济增速向潜在增速靠近（使曲线 ab 与 ac 尽量重合），以平抑实际增速与潜在增速之间的产出缺口；增长政策通过更好地促进要素积累、技术进步和生产效率提升，从而在长期中实现给定经济结构下的潜在增速合理增速（将曲线 ac 提升至曲线 ad）；结构政策旨在应对经济结构失衡问题，将经济结构调整至最优状态，进而有助于稳定政策与增长政策推动实际增速到潜在增速合理水平（将曲线 ad 调整至曲线 ae）。

在以上过程中，稳定政策、增长政策和结构政策要协调配合，才能达到最理想的政策效果。稳定政策的力度设定要兼顾短期与长期经济运行，才能消除产出缺口和长期潜在增速缺口，从而促使实际经济增速、潜在增速和潜在增速合理增速三者趋于一致。增长政策对潜在增速的提升不是越高越好，而是要兼顾结构政策以及最优经济结构下的潜在增速合理增速，将潜在增速适度提升。如果潜在增速在一段时期内持续超出其合理水平，容易引发经济结构失衡，从而不利于长期发展。结构政策对经济结构的纠正，既有助于实现潜在增速的合理增速，也有助于疏通稳定政策的传导渠道从而提高效率。由此可见，要想实现最优经济结构下的经济与金融平稳运行，稳定政策、增长政策与结构政策三者缺一不可，宏观政策必须实行“三策合一”。

综上，本文给出宏观政策“三策合一”新理论框架的理论内核：其一，三大类宏观政策协调配合，消除产出缺口和长期潜在增速缺口，促使实际经济增速、长期潜在增速和最优经济结构下的潜在增速合理增速趋于一致，从而帮助经济体实现最优经济结构下的短期平稳运行与长期稳定增长。其二，稳定政策的目标及

相应力度设定要兼顾消除短期产出缺口和长期潜在增速缺口。在增长政策和结构政策的协调配合下，稳定政策力度加大是可行的、合理的，因为其并不会产生传统主流宏观政策理论下必然会产生宏观杠杆率上升和衰退式资产泡沫等严重不良后果。其三，结构政策纠正严重结构失衡并尽可能地向最优结构靠拢，既有助于增长政策更好地将潜在增速调整到合理水平，也有助于提高稳定政策效率，从而更有效地熨平短期产出缺口和长期潜在增速缺口。

表 2 进一步展示了本文所提出的宏观政策“三策合一”新理论框架与主流宏观政策理论框架在解决的主要问题以及应对策略等方面的差异。通过对比可知，基于宏观政策“三策合一”新理论框架，能够更好地应对全球主要经济体面临的“结构失衡下的衰退”新现象。其核心逻辑在于，“结构失衡下的衰退”不仅涉及短期经济波动问题（总需求不足），而且涉及潜在增速放缓和经济结构失衡这两个维度的复杂问题，更严重的是，结构失衡抑制了潜在增速达到其合理水平，进而通过政策效率下降机制抑制了总需求，从而可能出现螺旋式的非合意增速下降。不管是凯恩斯主义理论框架还是新凯恩斯主义理论框架，所开出的“药方”只能解决短期经济波动（总需求不足）方面的“病症”，对于潜在增速放缓和经济结构失衡方面的“病症”则无计可施。因为，主流宏观理论只注重使用稳定政策，而忽视了对增长政策和结构政策的使用。宏观政策“三策合一”新理论框架将稳定政策、增长政策和结构政策纳入统一的理论框架，能够应对短期经济波动、长期增长非合意失速、经济结构失衡三个维度的问题，从而对“结构失衡下的衰退”的三大“病症”进行全覆盖，也就能够更加有效地应对“结构失衡下的衰退”。

**表 2 宏观政策“三策合一”新理论框架与主流宏观政策理论框架的对比**

	凯恩斯主义 理论框架	新凯恩斯主义理论框架	宏观政策“三策合一”新理论框架
要解决的主要 问题	传统衰退	经济不稳定性（经济波动）与金融不稳定性引致的衰退。	“结构失衡下的衰退”。
问题产生的 原因	有效需求不足	1.经济不稳定性：工资和价格粘性、市场不完全性与市场摩擦，导致在外生冲击下短期内市场难以实现帕累托最优。	结构失衡抑制了潜在增速达到其合理水平，进而通过政策效率下降机制抑制了总需求，从而可能

		2.金融不稳定性：经济波动会通过风险承担激励等渠道引发金融不稳定性，从而触发系统性金融风险，导致经济出现危机与衰退。	出现螺旋式的非合意增速下降。
之前理论失效的原因	市场存在不完美性和摩擦，导致有效需求不足，但是新古典理论忽视了市场的不完美性和摩擦。	<p>1.凯恩斯主义的缺陷：缺乏充足的微观基础来论证经济短期波动的机理；采取适应性预期假设，忽视理性预期的作用。</p> <p>2.新古典主义的缺陷：忽视了工资和价格粘性、市场不完全性与市场摩擦等会引发波动的经济因素，而将波动归因于政策扰动。</p> <p>3.2008年国际金融危机之前新凯恩斯主义的缺陷：认为宏观政策只需要关注经济稳定，尤其是关注产出与物价稳定，忽视了金融市场对宏观经济的影响。</p>	新凯恩斯主义只盯住短期经济稳定，认为短期和长期（结构）无关。但事实上，长期因素和结构因素会影响稳定政策的短期调控效果。
应对政策	财政政策和货币政策采取逆周期调节思路	<p>支持运用货币政策和财政政策进行逆周期调节。不过，与传统凯恩斯主义支持以财政政策为主导不同，新凯恩斯主义支持以货币政策为主导。同时，支持加强宏观政策的规则化与预期管理。</p> <p>2008年国际金融危机之后，进一步形成了宏观政策要同时兼顾经济稳定与金融稳定的共识。宏观政策的工具箱需要扩充，要纳入宏观审慎政策来实现金融稳定目标。</p>	宏观政策“三策合一”应对经济稳定、增长非合意失速、结构失衡。稳定政策不仅要熨平产出缺口，而且要熨平潜在增速缺口，因此政策力度要足够大；这需要增长政策和结构政策的密切配合，否则会引起衰退式泡沫等导致政策效率低下的问题。

注：新凯恩斯主义不仅关注经济衰退，也关注经济过热。宏观政策“三策合一”新理论框架重点解决的是结构失衡下的衰退，但是也可以用来应对结构失衡下的经济过热问题。

#### 四、宏观政策“三策合一”的政策操作体系

为了确保宏观政策“三策合一”新理论框架能够真正落地，需要给出更加具体并且可操作的政策操作体系。本文认为，宏观政策“三策合一”的政策操作体



系主要包括重构政策目标体系、强化三大类宏观政策之间的长短期配合以及成立专门的政策协调机构三大维度的内容。

### **（一）将宏观政策目标体系重构为稳定、增长和结构三大类目标体系，旨在实现最优经济结构下的经济与金融平稳运行**

宏观经济政策目标需要区别于国家治理目标。国家治理是全方位多维度的，因此治理目标非常广泛，包含经济发展、制度建设、社会稳定、环境治理、安全保障等多个维度。但是，宏观政策目标并不是越多越好，精简目标有利于提高政策效率和加强预期管理。

宏观政策“三策合一”要想有效实施，需要制定科学合理的目标体系。在主流宏观政策理论框架下，稳定政策是核心，稳定目标也因此而成为宏观政策的主要目标。在“三策合一”新调控框架下，除了稳定政策对应的稳定目标体系，还包括增长政策对应的增长目标体系和结构政策对应的结构目标体系。第一，稳定目标体系，包括经济稳定目标和金融稳定目标，而且经济稳定目标包括短期经济稳定和长期经济稳定两类目标。与主流宏观政策理论框架以及 2008 年以来的新共识相比，“三策合一”新框架下稳定目标体系的最大不同在于增加了长期经济稳定目标。这是因为，当潜在增速存在内生决定因素时，名义刚性会导致潜在增速无效调整，进而导致潜在增速显著偏离中长期结构因素处于最优状态时所对应的合理增速，亦即出现潜在增速缺口。由于存在产出缺口与潜在增速缺口的权衡取舍关系，稳定政策需要对潜在增速缺口作出必要反应(陈彦斌和陈伟泽, 2021)，也正因如此需要将长期稳定目标纳入稳定目标体系。第二，增长目标体系，主要是指长期经济增长目标。政府部门可以使用产业政策和人力资本政策等增长政策，提升潜在增速水平。需要注意的是，如果没有结构政策的配合，增长政策只能调整既定经济结构下的潜在增速，仍然可能会偏离潜在产出的合理增速，导致显著的潜在增速缺口。第三，结构目标体系，包括总需求结构、总供给结构、收入分配结构、债务结构、产业结构等。政府部门可以基于结构失衡的具体表现，有针对性地选择适用的结构政策，帮助经济体摆脱结构失衡局面并调整至最优经济结构。最优经济结构之下，潜在增速才能够达到其合理水平

## **（二）加强三大类宏观政策的长短期配合，短期稳定政策为长期增长政策和结构政策的实施营造平稳环境，长期增长政策和结构政策为短期稳定政策的实施消除制度性和结构性障碍从而提高稳定政策的效率**

一方面，结构政策在长期中的顺利实施需要稳定的经济与社会环境作为重要前提，而这需要短期稳定政策的配合。长期中，结构政策可以帮助经济摆脱结构失衡的不利局面，使经济结构向最优经济结构趋近，进而使得潜在增速达到其合理水平。但是，短期内，结构调整却会引发经济下行压力加大、失业率升高等“阵痛”。要想确保结构政策顺利实施，需要稳定政策予以配合，在短期内实施逆周期调节，对冲结构调整所带来的经济下行压力和就业压力。需要强调的是，短期稳定政策除了要给长期增长政策和结构政策的实施营造平稳的经济运行环境之外，其力度设定也需要兼顾短期与长期。主流宏观政策理论下的短期稳定政策不考虑长期，因此无法消除长期潜在增速缺口，导致潜在增速没有达到其合理水平，甚至引发总需求—总供给螺旋式下滑并导致经济陷入增长困境。因此，宏观政策“三策合一”新理论框架下，加强短期和长期政策的协调配合，消除产出缺口和长期潜在增速缺口，可以促使实际经济增速、潜在增速和潜在增速合理增速三者趋于一致，从而让经济体实现最优经济结构之下的短期平稳运行和长期稳定增长。

另一方面，结构性和制度性障碍的存在限制了短期稳定政策的传导效率，只靠稳定政策自身难以提高效率，需要长期增长政策和结构政策消除制度性和结构性障碍，才能够有效提高短期稳定政策的效率。以2008年国际金融危机之后的中国货币政策为例，虽然央行通过结构性货币政策等诸多举措设法加大金融对实体经济的支持力度，但是货币政策的效率并不高，企业投资和居民消费持续低迷。究其根源，长期存在的结构性和制度性问题对企业投资和居民消费产生了持续性阻碍，是货币政策难以有效带动企业投资和居民消费的关键原因（刘哲希等，2021）。

## **（三）成立专门的协调机构，打造“政策协调—政策制定—政策评价”的政策协调体系，确保宏观政策“三策合一”落实到位**

主流宏观政策理论以及西方国家的宏观政策实践对增长政策和结构政策的重视程度不够，导致“三策合一”难以落实。中国特色宏观调控体系的内涵更加丰富，包含了稳定政策、增长政策和结构政策，具备了宏观政策“三策合一”的重要前提。不过，中国特色宏观调控实践过程中所使用的政策远不止这三大类，而且这三大类宏观政策也没有实现真正的融合，而是相对割裂，按照“稳定政策管短期、增长政策管长期、结构政策管结构”的思路各自进行调控。要想确保宏观政策“三策合一”落实到位，亟需加强宏观政策协调的体制机制设计，以提高政策协调效果，增强宏观经济治理能力。三大类宏观政策之间的协调包括多层次协调。其一，在稳定政策里，货币政策、财政政策和宏观审慎政策之间需要相互协调，统筹实现短期稳定目标和长期潜在增速稳定目标。其二，稳定政策、增长政策和结构政策之间需要相互协调，以实现经济与金融稳定、长期增长、结构优化三大类目标。其三，对于三大类目标以外的重要国家治理目标，需要三大类宏观政策与广义口径下的其他宏观政策协调配合。也正因如此，“三策合一”新框架下政策协调的难度较大，需要加强政策协调的体制机制建设。

第一，成立宏观政策协调委员会，打造“政策协调—政策制定—政策评价”政策协调体系，从体制机制层面确保“三策合一”能够落实到位。宏观政策协调委员会作为专门的协调机构统筹政策协调事宜，明确三大类宏观政策各决策部门的职责，从制度上摆脱决策部门过多导致的政出多门问题。各决策部门应该保持相对明确的分工，以保证独立性与专业性。此外，宏观政策协调委员会还应下设独立的政策评价机构，对各类政策的执行情况、协调配合效果等重要事项进行独立客观的评价。宏观政策协调委员会根据政策评价机构的评价结果，及时调整三大类政策各决策部门的协调配合方式，从而打造“政策协调—政策制定—政策评价”政策协调体系，从体制机制层面确保“三策合一”能够落实到位。

第二，在宏观政策协调委员会的统筹之下，加强稳定目标、增长目标、结构目标三大类政策目标之间的协调配合，从目标层面确保“三策合一”能够落实到位。宏观政策协调委员会需要在“三策合一”视角下从多个维度锚定目标：既要注重实现短期经济稳定与金融稳定，又要注重促进长期经济增长，还要注重调整和优化经济结构。不同目标之间可能存在矛盾甚至冲突，而且时间上也容易错配，

有鉴于此，需要宏观政策协调委员会统筹各个决策部门定期召开政策协调会议，对“三策合一”所追求的目标进行顶层设计，从目标层面确保“三策合一”能够落实到位。

第三，在宏观政策协调委员会的统筹之下，加强政策工具之间的协调配合，从政策工具层面确保“三策合一”能够落实到位。考虑到稳定政策、增长政策和结构政策种类丰富，政策工具更是多种多样，不同政策工具之间并不是相互独立的，而是会相互影响，从而影响整体的政策效率。即便针对同一个目标，不同部门的政策工具之间也可能相互影响，从而降低整体政策效率。有鉴于此，需要政策协调委员会统筹各个决策部门定期召开政策协调会议，通过统筹协调，确定各个部门可采取的最优政策工具组合，避免不同工具之间相互干扰、效果相互抵消的局面，从政策工具层面确保“三策合一”能够落实到位。

也许有人会担忧，加强三大类宏观政策协调会提高协调成本和经济运行成本。本文对此并不认同。应该从成本和收益两个方面客观、完整地看待这个问题，才能给出准确答案。一方面，宏观政策“三策合一”的协调成本有可能会上升，但是未必上升很多。这是因为，即便没有“三策合一”框架，三大类宏观政策也需要实施推进，相互之间为了实现各自追求的目标同样需要付出成本。而有了“三策合一”框架之后，其统筹成本并不见得上升太多，甚至还有可能下降。另一方面，加强三大类宏观政策的协调与统筹实施之后，宏观经济的短期总量、长期总量会更大，经济结构也会更好，经济收益随之大幅增加。因此，综合考虑加大三大类宏观政策的协调成本与收益之后，加大三大类宏观政策协调的利大于弊、收益大于成本，是有必要实施的。

在政策实践过程中，除了注重上述三个维度的重点，还需要厘清宏观政策“三策合一”与改革的关系。宏观政策“三策合一”与改革之间存在本质差别，应该将二者区分开来。宏观政策“三策合一”根本而言是宏观政策，隶属于政策操作的范畴，而改革则涉及到体制机制和制度的重塑。此外，宏观政策“三策合一”与改革不是相互对立而是相辅相成。改革能够消除体制机制方面的阻碍，从而帮助宏观政策尤其是结构政策顺利落地。在解决结构失衡问题时，可以主要使用结

构政策加以应对。但是，结构失衡的背后可能面临体制机制阻碍，这时候需要相应的改革重塑体制机制才能真正达到优化经济结构的目的。反过来，宏观政策“三策合一”能够为改革营造良好的环境，助力改革不断深入。近年来中国的国企改革和金融体制改革等不少类型的改革已经进入了深水区，面临不少阻力。宏观政策“三策合一”可以通过优化经济结构、促进经济增长等举措“做大蛋糕”，在“做大蛋糕”的前提下，改革的难度也将随之减小。

## 五、宏观政策“三策合一”新理论框架对中国问题的应用

2008年国际金融危机之后，中国经济增长持续放缓，这一轮经济增速放缓不同于传统衰退，经济面临的局面更加复杂，而且表现出了“结构失衡下的衰退”的三大典型特征。一是，产出缺口和通胀缺口基本保持温和的负向状态。根据测算，2010—2021年间中国产出缺口均值为-0.2%左右。通胀缺口的表现与产出缺口类似，2010—2021年核心CPI同比涨幅平均仅为1.5%，也低于2%的合理水平。二是，潜在增速趋势性放缓特征明显。改革开放之后至2008年国际金融危机爆发之前，中国经济潜在增速一直处于10%左右，基本较为稳定（刘伟和陈彦斌，2020）。但在2008年国际金融危机之后，中国经济潜在增速呈现明显的下降趋势，从2010年的9.7%降至2019年的6.0%。受新冠疫情对长期供给能力的影响，2020年和2021年潜在增速均值进一步下降至5.3%。三是，总需求结构失衡、收入分配结构失衡、供给结构失衡等经济结构失衡问题凸显，导致潜在增速缺口在多数时期为负。按照陈彦斌和陈伟泽（2021）的方法测算可知，2010—2020年间中国的潜在产出水平一直低于合理水平，平均的偏离幅度为-0.8%。

### （一）主流宏观政策理论难以应对2008年国际金融危机以来中国经济增速放缓的新局面

面对产出缺口较为温和而经济增速持续较快下滑的新挑战，主流宏观政策理论认为无需进行较大力度的干预。由于中国产出缺口和通胀缺口都处于较为温和的负向状态，所以按照主流宏观政策理论的建议，即使经济增速快速下降，宏观

政策也不需要以较大力度进行干预。但显然，基于主流宏观政策理论得到的这一建议是不符合中国国情的。由于潜在增速较快下滑，产出缺口实际上处于“被动”收窄状态，温和的负向产出缺口难以反映宏观经济面临的真实压力，如果宏观政策只锚定产出缺口，就会出现力度不足的局面。而且，如果宏观政策不加大力度，那么负向潜在增速缺口也会持续存在，从而导致潜在增速继续下滑。在上述两方面的影响下，中国经济将陷入短期实际增速（总需求）与长期潜在增速（总供给）同时下行的局面，总需求与总供给的双双下行会形成螺旋式负向反馈，导致经济增速出现更大幅度的下滑或失速风险。

面对潜在增速趋势性放缓，主流宏观政策理论秉持短期和长期二分法，难以有效应对长期增长动力不足问题。主流宏观政策理论以新凯恩斯主义为代表，其根据二分法将短期与长期区分开来，并将经济体的潜在增速变化看作一个较为稳定的外生过程。但就中国具体情况而言，近年来潜在增速并不稳定而是持续下滑，是一个不断变化的内生变量，这就显著降低了主流宏观政策理论的适用性。不仅如此，由于均衡实际利率与潜在增速密切相关，潜在增速的趋势性放缓会导致均衡实际利率降低。一旦均衡实际利率降至零以下，就会压缩货币政策的政策空间并削弱政策有效性。这也是美国等发达经济体在 2008 年国际金融危机之后面临长期停滞风险的重要原因（Summers, 2013）。因此，宏观政策必须要对潜在增速持续下滑问题进行充分考虑并予以有效应对，但遗憾的是主流宏观政策理论仅能对宏观政策如何应对产出缺口做出分析，很难对宏观政策如何应对潜在增速缺口提供理论指导。

面对结构失衡相互嵌套导致的负向潜在增速缺口，主流宏观政策理论由于忽视了结构政策，也难以提供解决之策。近年来，中国经济面临实体经济与金融部门结构失衡、收入分配结构失衡与总需求结构失衡等结构性问题的相互嵌套，导致经济持续面临下行压力。以稳定政策为核心的主流宏观政策理论没有考虑结构与结构政策，不仅难以提供解决方案，而且可能会加剧结构失衡问题。比如，在实体经济与金融部门结构失衡导致经济存在资产泡沫化风险的情况下，货币政策释放的资金更多会进入金融部门，从而会加剧资产泡沫的膨胀，难以起到稳增长作用。再如，在收入分配结构难以得到改善的情况下，货币政策和财政政策只

能将主要发力点置于刺激投资。而投资上升会进一步挤出消费，从而恶化总需求结构。由此，主流宏观政策理论难以应对当前中国遭遇到的“结构失衡下的衰退”新现象。

## （二）基于宏观政策“三策合一”新理论框架的应对方略

由于2008年国际金融危机之后，中国经济增速放缓属于“结构失衡下的衰退”，面临的是短期经济波动加剧、长期经济增速放缓与经济结构失衡三个维度的压力，所以将稳定政策、增长政策与结构政策相融合的宏观政策“三策合一”新理论框架更具有适用性。在具体实践中，“三策合一”不是简单地将稳定政策、增长政策与结构政策相叠加，关键在于通过三大类政策的相互协调，提高宏观政策整体效率，从而实现真正的“合一”。

第一，在增长政策和结构政策的协调配合下，稳定政策可以将正向产出缺口视为锚定目标，适当加大政策力度，从而更好地应对经济持续的下行压力。在既有宏观政策理论下稳定政策力度不足的原因主要有两点。一是，只锚定产出缺口，忽视了潜在增速下滑会导致产出缺口“被动”收窄。二是，在实体经济增长动力不足与结构失衡问题存在的情况下，由于担心进一步加剧“脱实向虚”等问题，稳定政策不敢贸然加大力度。在宏观政策“三策合一”新理论框架下，上述问题可以得到较好解决。根据宏观政策“三策合一”新理论框架，稳定政策既要考虑短期经济稳定，也要考虑长期经济增长。在潜在增速存在负向缺口时，稳定政策可以将正向产出缺口视为锚定目标。根据陈彦斌和陈伟泽（2021）的建议，现阶段中国将0.3%作为产出缺口目标更为合适。不仅如此，由于增长政策和结构政策可以增强经济增长动力并抑制经济结构失衡问题的加剧，从而能够为稳定政策提供更大的政策空间，使得稳定政策可以加大力度以应对经济下行压力。

第二，增长政策应着力提升全要素生产率，既有助于扭转潜在增速持续下滑趋势，也有助于提高稳定政策调控效率。在宏观政策“三策合一”新理论框架下，增长政策应该发挥两方面作用。一方面，保持潜在增速相对稳定且处于较快水平，从而为结构政策与结构性改革的推进营造良好的宏观环境。考虑到改革开放以来

中国依靠要素投入的增长方式已受到越来越多的约束，未来应通过提高全要素生产率，增强经济增长动力，扭转潜在增速持续下滑的趋势。另一方面，为稳定政策提供发力点，提高稳定政策的调控效率。当前稳定政策面临的突出问题是货币政策与财政政策所释放资金的“脱实向虚”倾向较为明显，既催生了一定的资产泡沫化风险，也降低了稳定政策的有效性。增长政策通过推动新技术、新能源、新产业的发展，提高全要素生产率与实体经济回报率，能够更好地引导资金流入实体经济，从而提高稳定政策的有效性。可见，无论是从提升潜在增速还是从提高稳定政策调控效率的视角来看，增长政策都应以提升全要素生产率为核心。

第三，结构政策应以构建总需求结构与收入分配结构的良性循环为切入点，从而更好地提高稳定政策的有效性与长期经济增长动力。现阶段中国发展不平衡不充分、结构性失衡问题相互嵌套的关键点在于，收入分配结构失衡与总需求结构失衡等经济结构失衡问题之间形成了恶性循环。一方面，收入分配结构失衡导致中等收入群体规模不足，难以提升消费，形成了消费率偏低、投资率偏高的总需求结构失衡。另一方面，总需求结构失衡导致经济难以摆脱对高投资增长模式的依赖，劳动力等要素价格扭曲不得已持续存在，加剧了收入分配结构失衡问题。如果能够打破这一恶性循环，那么结构性失衡问题相互嵌套的局面将得到显著改善。需要强调的是，要想打破收入分配结构失衡与总需求结构失衡等经济结构失衡问题之间的恶性循环，需要在“三策合一”框架下秉持系统观念，使用结构政策进行全局性调节。

## 六、结语

近百年来，宏观经济学理论一直在不断地完善与发展，但应看到现有理论仍存在明显的局限性。2008年国际金融危机之后，国外学界已经深刻认识到主流宏观政策理论的不足并展开了深刻的反思，以提高理论对现实问题的解释能力与对政策实践的指导力。遗憾的是，现有的理论反思更多是对原有理论框架的小修小补，没有真正突破原有理论的局限性，相应的政策实践创新自然也难以使全球主要经济体真正摆脱危机之后经济持续低迷的局面。应该深刻认识到，盯住产出



缺口目标的主流宏观政策理论之所以失效，根本原因在于经济陷入“结构失衡下的衰退”之中。结构黏性以及多种失衡结构之间的嵌套循环会产生非有效的潜在增速缺口，进而导致经济增速的非合理下降和稳定政策的失效，从而导致在主流宏观政策理论指导下的应对策略难以奏效。在这一大背景下，本文通过打破主流宏观政策理论长期与短期二分法的分析框架，探索性地提出了宏观政策“三策合一”新理论框架。为了确保宏观政策“三策合一”新调控思路能够有效落地，从而指导世界主要经济体的宏观政策实践，本文还进一步给出了宏观政策“三策合一”的政策操作体系。

宏观政策“三策合一”新理论框架不仅有助于更好地应对中国经济近年来面临的复杂格局，而且可以尝试作为中国经济学理论的有机组成部分，有助于为全球宏观经济治理提供中国智慧与中国方案。新中国成立 70 多年特别是改革开放 40 多年来，中国经济发展取得了举世瞩目的成就，积累了丰富的经济发展经验。经济学理论建设中也涌现出大量优秀研究成果，解决了一些困扰经济发展的重大理论和实践问题。但是，也要客观地看到，当前学术界对中国实践的理论总结还不够，学术理论发展还相对不足，还没有构建起中国经济学理论体系。因此，中国经济学界应该对几十年来中国从落后国家建设成为小康社会，以及已经开启的全面建设社会主义现代化国家的伟大成就与宝贵经验进行系统性的理论总结，提炼中国的特有范畴，形成独创性的中国经济理论。宏观政策“三策合一”新理论就是从中国宏观调控实践提炼出的一般性理论，是对党的二十大报告提出的“两个结合”和“必须坚持系统观念”的践行，有助于打破主流宏观政策理论框架的局限性，从而为世界经济发展提供中国智慧与中国方案。

## 参考文献

- [1] 贝纳西-奎里、科尔、雅克、费里，2015：《经济政策：理论与实践》，中国人民大学出版社。
- [2] 陈彦斌、陈伟泽，2021：《潜在增速缺口与宏观政策目标重构——兼以中国实践评西方主流宏观理论的缺陷》，《经济研究》第3期。
- [3] 刘伟、陈彦斌，2020：《2020—2035年中国经济增长与基本实现社会主义现代化》，《中国人民大学学报》第4期。
- [4] 刘哲希、陈小亮、陈彦斌，2021：《宏观经济政策评价报告2021》，科学出版社。

- [5] 曼昆, 2016: 《宏观经济学》, 中国人民大学出版社。
- [6] Benigno, G., and L. Fornaro, 2018, “Stagnation Traps”, *Review of Economic Studies*, 85(3), 1425-1470.
- [7] Bernanke, B. S., 2020, “The New Tools of Monetary Policy”, *American Economic Review*, 110(4), 943-983.
- [8] Boivin, J., M. T. Kiley, and F. S. Mishkin, 2010, “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?”, *Handbook of Monetary Economics*, 1, 369-422.
- [9] Clarida, R., J. Gali, and M. Gertler, 1999, “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Literature*, 37(6), 1661-1707.
- [10] Friedman, M., 1957, *A Theory of the Consumption Function*, in NBER Books from National Bureau of Economic Research Publications.
- [11] Garga, V., and S. Singh, 2021, “Output Hysteresis and Optimal Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, 117(C), 871-886.
- [12] Goodfriend, M., and R. G. King, 1997, “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, *NBER Macroeconomics Annual*, 12, 231-283.
- [13] Hall, R. E., and C. I. Jones, 1999, “Why do Some Countries Produce so Much Output per Worker than Others?”, *Quarterly Journal of Economics*, 114(1), 83-116.
- [14] Jorda, O., S. Singh, and A. Taylor, 2020, “The Long-run Effects of Monetary Policy”, NBER Working Papers, No. 26666.
- [15] Kaplan, G., B. Moll, and G. Violante, 2018, “Monetary Policy According to HANK”, *American Economic Review*, 108(3), 697-743.
- [16] Lucas, R., 1977, “Understanding Business Cycles”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5(1), 7-29.
- [17] Martinez-Miera, D., and R. Repullo, 2019, “Monetary Policy, Macroprudential Policy, and Financial Stability”, *Annual Review of Economics*, 11, 809-832.
- [18] McKay, A., and R. Reis, 2016, “The Role of Automatic Stabilizers in the U.S. Business Cycles”, *Econometrica*, 84(1), 141-194.
- [19] Mishkin, F. S., 2011, “Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis”, NBER Working Paper, No. 16755.
- [20] Ramey, V. A., 2016, “Macroeconomic Shocks and Their Propagation”, *Handbook of Macroeconomics*, 2, 71-162
- [21] Ramey, V. A., 2020, “The Macroeconomic Consequences of Infrastructure Investment”, Working Paper.
- [22] Rodrik, D., 2005, “Growth Strategies”, *Handbook of Economic Growth*, 1a, 967-1014.
- [23] Summers, L. H., 2013, “Why Secular Stagnation Might Prove to be the New Normal”, *Financial Times*, Dec 15th.



**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：

