

我比任何人都更希望，我是错的

原创 寇文红 丹江湖上钓鱼翁 2024年07月09日 08:37 上海

在证券行业，无论是研究宏观、策略还是行业、公司，都要有一个分析框架。分析框架应该相对稳定的。所谓稳定，是说应该纳入的因素（逻辑）都要纳入进去，不必纳入的不要纳入进去；在一定时间内，要用这个固定的框架来分析问题。所谓相对，是说当某个重要因素发生了变化时，要及时对框架进行更新。

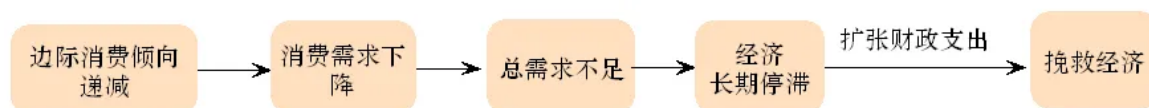
本文解释一下，《繁华》一文分析宏观经济的框架是怎么形成的。

一、2021年，学习“长期停滞理论”

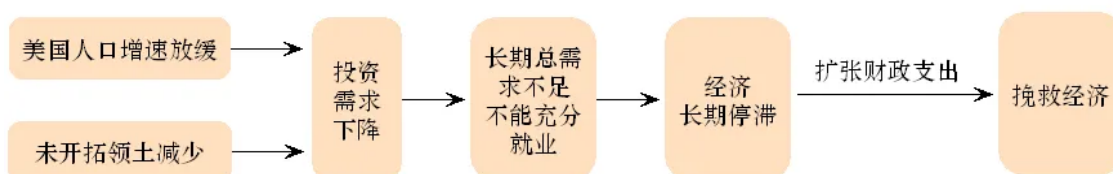
我之前在文中说，该文是我思考了14个月的结果。其实严格地说，是38个月，因为这个分析框架是从2021年5月开始逐渐形成的。那时候中国经济还很好。

2021年5月，我受命准备在7月下旬给固收线条做个讲座。我计划讲货币政策的效果问题，为此提前两个多月做准备，阅读了近百篇论文。阅读过程中，我被讨论“长期停滞”（secular stagnation）的论文吸引了。

在1930s，为了解释1929-1933年的大萧条。凯恩斯（J. M. Keynes）和Alvin Hansen分别提出了不同的长期停滞理论。Keynes的逻辑是：



Alvin Hansen (1939) 的逻辑是：



Keynes和Hansen都赞同扩张财政来应对长期停滞，是因为大萧条期间名义利率很低，甚至接近0，经济陷入“流动性陷阱”，货币政策基本无效。

2008年经济危机之后，美国经济恢复得非常缓慢，学术界开始分析原因。2013年11月8日，美国前财政部长、哈佛大学教授Lawrence H. Summers在IMF第14届年会上演讲。他指出两个经济现象：

【1】在2008年危机之前，货币政策非常宽松，信贷增长旺盛，但经济并未非常繁荣，产能利用率没有很高，失业率也不特别低，通货膨胀不高，总之，虽然有巨大的泡沫，但没有任何总需求过剩。

【2】在2009年秋，金融恐慌已经得到遏制，问题资产救助计划资金已经偿还，信贷利差已基本恢复正常，恐慌情绪没有蔓延。但是到2013年11月，就业成年人的比例根本没增加，GDP增速也比在2009年秋预期的低。总之，经济复苏得不好。他用长期停滞”这个“古老的”名词来概括这种现象。

如何同时解释这两个现象呢？Summers提出一个假说：假设”与充分就业相符的短期实际利率”（自然利率）在过去十年中期的某个时候下降到-2%或-3%。那么：

【1】在危机之前，虽然货币政策很宽松，但不会产生过度需求。

【2】危机之后，自然利率持续为负；由于很难把现实中的实际利率也压至自然利率水平，因此现实中的实际利率是高于自然利率的，货币政策其实是紧缩的，这会抑制总需求，导致实际产出持续低于潜在产出，就业低于充分就业。

Summers（2013）当时说，“这一切可能都是疯话，我可能根本就说错了”。但他又说，“在未来的几年里，我们可能需要思考如何管理这样一个经济：零名义利率是经济活动的长期和系统性抑制因素，使经济无法发挥其潜力。”随后，他在一系列文章中扩展了这些思考。

那么，为什么自然利率会成为负值？Summers（2014）认为原因可能有：

【1】需要借债融资的投资需求下降。

【2】人口增速和技术进步增速放缓。

【3】收入分配恶化，不平等加剧。导致整个经济的储蓄倾向上升，投资倾向下降。刘鹤（2013，p.9）也提到，1929年大萧条和2008年危机之前，美国收入分配差距都达到历史最高点。Summers（2014）中的图10与刘鹤（2013）p.9的图4，p.25的图4类似，但时间更长。略。

【4】资本品价格下降。用同样的资金，现在能买到的资本品比以前更多了，这会拉低投资需求。最近中国有人提出“通缩繁荣”的说法，与此类似。

【5】经济中税后实际利率，比税前实际利率重要。在通缩情况下，对于既定的税后实际利率，税前实际利率要低于以前。

【6】2008年危机之后，发达国家提高了对银行储备金的需求，新兴经济体的央行则大量购买美国国债。即全球对安全资产的需求上升，安全资产利率的下降了。

Summers等人建议采取积极的财政政策，刺激投资和出口，包括加强基础设施建设、改革税收制度、减少外贸管制等。

Summers的观点引起了广泛的关注，此后很多人致力于估算自然利率、研究上述因素与自然利率之间的关系，争论不休。恕不一一列出文献。

也有人从其他角度分析美国经济停滞问题：

比如Reinhart和Rogoff（2010）认为，危机之后经济之所以停滞，是因为经济尚处于债务超级周期的去杠杆阶段，一般需要8年时间才能恢复到危机之前，因此应该进行债务减免、债务重组、提高通胀目标等。我国从2023年开始的“化债”，理论基础即在于此。

Bernanke（2015）则继续倡导“全球储蓄过剩”理论，认为是中国等新兴经济体和主要产油国追求安全资产，增加外汇储备，导致了全球低利率和低增长。要想使美国经济复苏，应该让贸易盈余国减少对汇率的干预，推动国际资本流动。

Eggertsson and Krugman（2012）则把Fisher（1932）的“债务-通缩理论”与“明斯基时刻”、辜朝明的“资产负债表衰退”融为一体。

这些理论并非都是无懈可击的，各有优缺点，在相互争论中不断修正。限于篇幅，这里不一一介绍。但是读者切莫以为这些理论真的像我这里介绍的这么简单，以至于认为这些经济学家们也没啥了不起的。

相对来说，我更喜欢Summers等人的思路，因为我分析问题时，喜欢追根溯源，而经济问题的根源只能是真实因素。Summer认为美国经济长期停滞的根源在于真实因素决定的自然利率下降。而其他人士，比如Reinhart和Rogoff等人并没有指出为什么危机之前信贷市场会那么繁荣，以至于经济主体敢于把杠杆加那么高？比如Bernanke把美国经济停滞归咎于新兴经济体的过度储蓄，却不从它们的角度深究它们为什么要这么做。

当时我循着Summers的思路得出，美国经济的好转、美联储加息都是暂时的“死猫跳”（[点击](#)），长期看，美国经济将逐渐日本化。当时得出这个结论时，吓了我一大跳。2021年11月10日Summers在伦敦经济学院演讲时也提到，美国经济可能会“日本化”。

但是再往后推论，就会发现，美国和日本经济中的一些问题，中国也有。因此合理推测几十年之后，中国将出现和美国同样的情况。我当时认为这是20-30年之后的事情。

2022年的封控加快了 this 进程。

二、2023年，思考经济为什么复苏缓慢

虽然我认为2022年封控是中国经济的转折点，但在当时我是支持封控的。当时根本没人能想到，封控对企业、居民和政府的财务报表的损害会那么严重。因此我并不批评2022年的封控，毕竟谁也无法保证能做得更好。

但是我要客观地分析它对经济的影响，就不能回避这个问题。

2023年5月，我开始考虑经济为什么复苏缓慢的问题，发现是因为经济主体的利润表、资产负债表受损（[点击](#)），影响了他们的投资、消费、持有库存的行为，甚至影响了他们对生育、教育的看法和行为。

另外，我在2007年就翻译过Bernanke的《大萧条》，2021年又关注过“长期停滞假说”和真实经济周期理论的论文，因此我一眼就能看出，2022年封控对中国真实因素产生了负面影响，与2008年危机对真实因素的影响是类似的。

总结下来，就是：

从短期因素看，封控损害了经济主体的财务报表，促使他们主动削减消费、投资，归还债务，追求负债最小化，这就是资产负债表衰退（[点击](#)）。

从长期因素看，封控冲击了真实因素，压低了自然产出增速和自然利率（[点击](#)），推高了自然失业率（[点击](#)）。

在这种情况下，要想使经济复苏，必须要有强有力的扩张政策。否则，单靠经济主体自发修复资产负债表，然后再扩张资产负债表，会非常缓慢，随时可能被各种因素打断（[点击](#)）。

那么扩张政策来自哪里？

一是央行。2023年7月，我分析了央行的货币政策（[点击1](#)、[2](#)）。

二是中央财政。因为居民、企业、地方政府都在缩表，出口增速又为负，只能依靠中央财政加杠杆。

当然，长期的治本之策是改革和鼓励创新，尽量减轻真实因素对投资回报率的压制。

遵循上述思路，我分析了方方面面的数据，撰写了十几万字的研究报告，越来越觉得我的分析是对的。

三、2024年，框架成型，将Koo提出的概念融入

2024年2月初，我阅读了Richard C. Koo的新书《被追赶的经济体》。我很佩服他对经济的洞见，也很赞同他提出的“资产负债表衰退”和“被追赶的经济体”范式。但是我认为，他没有深究这些现象发生的根源到底是什么。他在书中偶尔提到“中性利率”，观点还不太对（[点击](#)）。这使我相信，他对真实因素缺乏研究。

在我看来，肯定有一个根源，决定是不是会发生“资产负债表衰退”，决定工业化/城镇化的三个阶段何时开始，何时结束。我想找到这个根源。

我倾向于认为是真实因素决定的投资回报率。

但是目前所有研究自然利率的文献，都没有对1960年之前自然利率的估算。我只能去翻关于利率史的文献，做逻辑推演，好在这方面的文献很多。这样慢慢形成对自然利率长期趋势的判断（[点击](#)），进而完善自己的框架。

在这个框架下，当投资回报率下降到一定程度，必然会发生“资产负债表衰退”和“被追赶”现象。这样，Koo的范式就成为这个框架的一部分。

四、撰写过程

在2023年7月，我就曾经把一篇文章投到学术期刊，但对方认为有些内容太敏感，要求删减。我不愿意，不了了之。

2024年3月，我决定把所有的观点都写出来，最后写成一本书。但是还没动手，我家人生病了。我只好放下这些，全力治病。

面对生活中的不幸，有人会抑郁，有人会酗酒麻醉自己；有人会唉声叹气怨天尤人。而我逃避的方式是，在就医之余，挤出碎片时间，尤其是家人都入睡之后，夜深人静之时，阅读论文、分析数据、撰写文章、反复推敲，让这些占据我的大脑，不去想不幸的事情。从5月至6月初，每天都会撰写五六千字的分析文章，次日清晨发出来。

到6月中旬，我计划先把这些内容整理成一篇长文。刚写了一半，家里突然又遭遇了另一件不幸。等我忙完这些，已经6月底了。因此这篇长文到7月6日上午才发出来。

五、澄清一些误解

这篇文章文能引起如此广泛的关注，是我始料未及的。我本来以为最多就两三千阅读量，能读完的不会超过100个人。

关于这篇文章，社会上有很多误解。

有人认为，我写这篇文章是为了“劝谏”。

然而并不是。我自幼饱读史书，哪里会幼稚到去干这种蠢事。这篇文章纯粹是为了给自己的研究做个总结，所以在初稿中根本就没写“政策建议”这一部分。直到发布之前，我才临时花了几分钟加了这部分，因为：

【1】我不希望读者对未来太悲观。我希望大家知道，其实我国还有很多办法可以延缓投资回报率的下降，经济是有希望的，关键是要推进改革、刺激创新。

【2】我不希望别人指责我，说我只会提出问题，没有建设性的建议。

【3】读过书的人都知道，一篇经济类文章如果没有政策建议，是不完整的，会显得不伦不类，很不像样。

由于是为自己观点做总结，因此最初也没有“给普通人的建议”相关内容，是在发布之前才临时加的。

还有人奇怪，我为什么在一开始说从凯恩斯主义和货币主义转向真实经济周期理论，但是最后给出的政策建议中，关于短期需求管理政策谈了不少，关于改革方面讲得甚少？

原因是：最后这部分“政策建议”是我最后一刻临时加上去的，写得很匆忙。我本来就不是为了什么劝谏，觉得写不写无所谓，草草写几句，有个样子得了。

有人问我为什么没有提及体制对各类因素的影响。其实在文章一开头，图1的左上角第一个方框，就已经写明了。我当然也知道政府在出台和实施政策时，会受到各种因素的掣肘，不可能理想化地按理想路径来走，所以不愿意对这部分多展开。

图1 分析框架

资料来源：自己绘制

有人问我，为什么没有分析海外，包括地缘政治等，甚至未来发生战争的可能性。其实本来有的，但是在发布之前被我删掉了。因为我不希望读者认为，战争是解决问题的必选手段。关于对地缘政治的一些观点，可以点击[1](#)、[2](#)、[3](#)、[4](#)、[5](#)。

有人觉得我在搞噱头。

你见过谁，花了三年多时间，熬了几百个夜晚，读了上千篇论文和书籍，前后写了几十万字，就为了搞一个噱头？那你也赶紧去搞一个。

有人举报我是外国的间谍。

我20岁入党，至今27年党龄。从十几岁至今，30多年从未敢忘一“国”字。“好好学习，报效祖国”这种话，在很多人看来可能是个笑话，但在我看来，却是从小到大融化在血液里，是理所当然的。在现实中，我从未见过比我更有党性的人，也从未有人怀疑我的家国情怀和悲天悯人的内心。我思考任何经济、政治、军事问题，都是从国家和人民利益出发。若非如此，也不会写出这样吃力不讨好的文章。

有意思的是，骂我最凶的人，恰恰是我最希望提醒、保护的那些人。这让我想起，2015年6月中旬，我注意到监管在清查配资，一些p2p公司开始倒闭，于是在微博上提示即将暴跌，结果被股民骂得狗血喷头，他们认为如果我不说，股市就不会跌。

六、我比任何人都更希望我是错的

第一，分析框架是可变的，会与时俱进。

这篇文中的分析框架借鉴了很多经济学理论，加上了我的观点，我的观点甚至不一定对。另外，不同人分析经济的出发点、侧重点（框架）不同，如果其他人有更好的分析框架，那么我乐于放弃自己的框架，向他学习。

希望大家进行学术讨论，而不是谩骂攻击。

第二，比我水平高的人很多。

在金融行业、市场、政府、高校，有很多人比我水平高。他们也很清楚问题出在哪里，如何解决。但是他们不说。我说了，并不是因为我水平高，而是因为我不够成熟，我说假话会心痛。

第三，我比任何人都更希望我是错的。

我非常希望有人能够彻底推翻我的分析逻辑，我也乐于接受别人的观点。比如有人认为，我对5月17日出台的房地产刺激政策的看法不全对，刺激政策的一个重要目的是使资金流动起来。我觉得他说得有道理。

没有人比我更希望，我的框架是错的，结论是错的，全是错的。最好是我完全搞反了，那我会非常开心。我希望改革能大步推进，像1980s、1990s那样释放制度红利，科技创新一日千里，使经济增长的“黄金时代”能持续下去，使中国在经济规模、科技、军事、政治影响力方面全面超越美国，A股出现长期持续大牛市。如果能这样，哪怕读者辱骂我、嘲笑我，我也会非常开心。

第四，要有勇气面对任何困难。

我很理性，也很感性，很喜欢看革命先烈们奋斗的历史，经常在夜深人静的时候，一边看电视，一边不由自主地流泪，一边想：如果我处在那个时代，我能不能一直不畏艰险、坚持信仰，奋斗下去？

我特别佩服的是毛公邓公，他们在人生的低谷，绝不抱怨，而是坚持理想，坚持党的组织原则，绝不背叛组织。

当然，现在这个时代，不需要再那样牺牲生命。但生活中总有跌宕起伏，很多事情都需要勇气，说真话需要勇气（这很悲哀），应对失业需要勇气，应对资产缩水需要勇气……人生确实很不容易。但是我相信，绝大部分读者都比我年轻，比我聪明，比我帅，上半年肯定比我幸运。只要能坚持、努力不懈，一定会比我更有前途。

任何时候，都不要随波逐流、自暴自弃。那样做，只会让坏人笑你，吃你的人血馒头。

本来应该到此结束了。但是就这么一篇文章，居然发布了六七次都不成功。所以我决定引用古罗马诗人奥维德的长诗《变形记》最后那几句作为结尾：

吾诗已成，
哪怕是大神的震怒，
和山崩地裂，
也不能把它化于无形！

以及伽利略（1564-1642）低声沉吟的那句：

“可是，地球还在转动啊！”

把一切交给时间吧！

参考文献：

凯恩斯：《就业、利息和货币通论》，商务印书馆，1999年。

Hansen A.H., "Economic Progress and Declining Population Growth", American Economic Review, Vol. 29(1), 1939, PP. 1~15.

Summers, L., Speech at the IMF's Fourteenth Annual Research Conference in Honour of Stanley Fischer, Washington D.C., 8 November, 2013. 见 <https://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>

刘鹤主编，《两次全球大危机的比较研究》，中国经济出版社，2013年2月。

Summers, L., "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", Business Economics, 49(2): 65-73, 2014.

Summers, L., "On Secular Stagnation: A Response to Bernanke", April 1, 2015, <http://larrysummers.com/2015/04/01/on-secular-stagnation-a-response-to-bernanke/> [2019-06-20].

Summers, L. "Demand Side Secular Stagnation." *The American Economic Review*, 2015a, 105(5), pp.60-65.

Bernanke, B. "Why Are Interest Rates So Low." <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/>, 2015.

Bernanke, B. S., "Why Are Interest Rates So Low, Part 2: Secular Stagnation", 31 March 2015, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/31/why-are-interest-rates-so-low-part-2-secular-stagnation/> [2019-06-20].

Eggertsson, B., Krugman, P., "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach", *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3): 1469-1513, 2012.

Woodford, M. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press 2003.

[美]Ben S. 伯南克著，宋芳秀、寇文红译，《大萧条》，东北财经大学出版社，2015年。

[美]辜朝明著，徐忠，任靖译，《被追赶的经济体》，中信出版集团股份有限公司，2023年11月。

个人观点，仅供参考