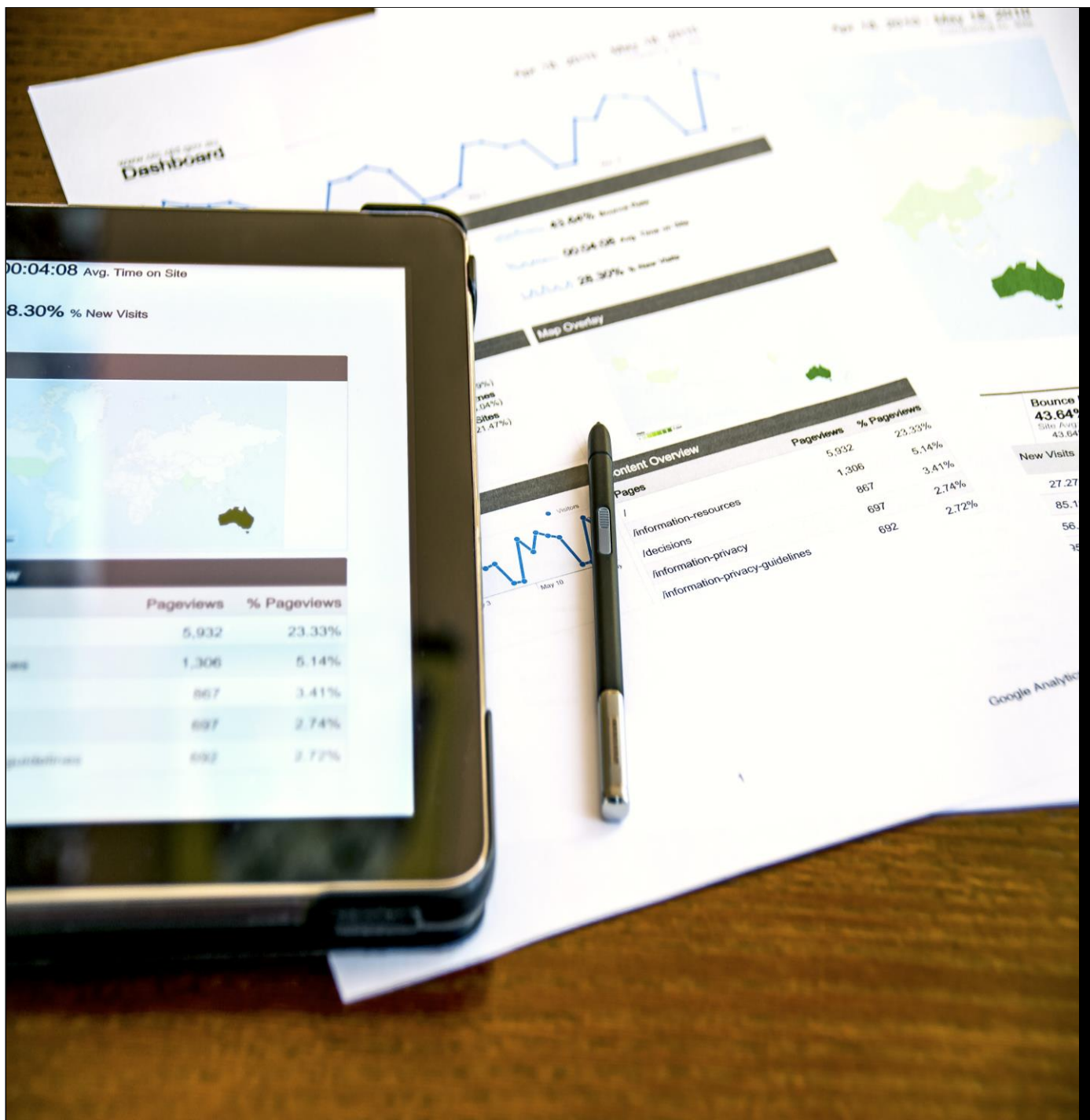




负利率、低利率与全球利率趋势

国家金融与发展实验室

2016年6月3日

负利率、低利率与全球利率趋势

张晓晶

国家金融与发展实验室

副主任

张晓晶：

我想先就剑峰演讲的一些具体方面说说，另外就他所提出来的一些问题谈一点自己的看法。

首先，因为他讲到全球利率趋势，包括负利率，应该是跟全球经济增长的态势有直接关系的，所以今天把我和李扬老师合写的那本书都带过来了。《论新常态》专门有章节讨论全球长期停滞以及出现的负利率，我以为剑峰会有相关的分析，后来发现他的思路是不完全一样的，应该说在那本书里面我们把故事讲得比较全了。因为在国际上，对于全球长期停滞问题有大量的讨论，文献已经非常之多，到今天恐怕又补充了更多的文献。这里面我认为特别重要的一个东西，其实李老师都提到过了，是科技不能支撑或者说全球面临负面生产率的冲击。长期停滞不过是科技方面真正的危机所带来的长周期情况下的一种表象。所以我觉得要把低利率也好，负利率也好，全球长期停滞也好，放在这样的长周期中间来讨论，而长周期背后的因素我认为跟技术周期有极大关系。

因为这个问题很复杂，尤其是讲到周期、长周期很复杂。周期我们学了那么多理论，熊彼特的《经济发展理论》那本书里面都讲了好几种。在今天，我们知道短短长长有很多周期，现在比较流行的又出现了金融周期。其实金融周期，对于今天的讨论也有很大的意义。为什么呢？因为剑峰最后画了一个图，讲全球的利率趋势，这是很有意思的一件事。就是说，在20世纪80年代之前它是一个上升的态势，到20世纪80年代的时候基本上是到顶了，20世纪80年代以后它就下来了，到现在基本到底了。大家去想一想，20世纪80年代出现了什么问题，发生了什么事情？各种事情都在发生，包

括李老师讲的全球市场的整合，但是更重要的我们看到了金融自由化的这么一个发展，里根的供给革命。这个东西很重要的，这个东西带来了现在一个周期性的结果，长周期的结果，就是一般商业周期特征被更典型的金融周期特征所掩盖了。那么我们再想一想，这个利率下来以后还会不会像20世纪80年代左右一样，有可能再上到那个程度？一般认为周期不就是循环往复嘛。但我认为利率几乎不可能再回去了。全球的金融架构，货币政策的理念，对通货膨胀的抑制，各方面都变了，你说这个叫机制（regime）变了，或者叫范式

（paradigm）变了，整个东西一变，我们的利率再也回不到以前那么高的水平。全球的低利率很可能是一个周期性的现象，在目前应该说可能会持续一段时间。但是也不能过度地给它加码，特别是剑峰也提到了，我们都发了那么多的货币，实际上是面临潜在通胀压力的。因此，利率走向在未来会不会发生逆转呢？我其实就有这么一个猜想，如果说美国经济好起来，美国经济在加息，我认为利率的走向就有可能发生逆转。我仍然认为全球金融周期是一个最重要的概念。这个理论认为，无论你实行什么汇率制度，你所有的货币政策相关变量的变化，都受中心国家货币政策的影响。我们都要受美国货币政策的影响。如果说美国经济好起来，美国要加息，这个周期就会发生根本的改变。当然了，全球面临技术的负面冲击、技术增长缓慢这个事情有很大的争议。一个最流行的看法，美国的Robert Gordon，他写的文章影响是巨大的，他是美国非常资深的经济学家，长期研究美国的劳动生产率，他是悲观派，他认为不行。但是大家也看到乐观派，MIT两个经济学家写的《第二次机器革命》，他们说创新好着呢，你们没有看到所以不理解。这是两派的力量。但是现在由于处在周期的低谷，大家的悲观情绪居多。但如果是真的创新起来了，美国经济好起来了，美国在加息了，我认为负利率的这样一个恶性循环有可能被打破。这是我的一个猜想，因为没有太多的理论来支持。这是第一个。

第二个，剑峰演讲里面有一个分析非常重要，也是构成他的理论架构的重要部分，就是资本边际产出MPK的这么一个问题。他主要讲了日本资本边际报酬在下降，然后分析了很多很多的影响因素。他的结论是什么呢？他的结论特别简单，就是分析了日本那么多影响因素以后就觉得，日本负利率是必然的，“活该”，它没有办法了，这是宿命。这个理论推导很有说服力。但是我就在想，我们怎么打破市场自身的恶性循环。如果都没有招了，那我们就都歇菜了。我认为这个“招”，按照现在无论是西方还是咱们自己的说法，政府就得出来。但是政府出来也是很可怕的，因为政府一出来，可能就没法控制了。政府，现在西方包括诺奖得主Michael Spence，他们都在说，我们现在缺的就是公共投

资，公共投资是拉动西方经济走出危机的最根本途径。但日本为什么又不行，日本做不好也并不代表其他国家做不好。当然我不一定说中国就比它强多少。但是我们需要去打破它（即MPK 下降带来的问题），否则我们只能认命了，因为有那么多因素导致它出现。

因为剑峰前面讲的还是围绕这个主题，后面就比较发散，主要是围绕中国的情况，我认为都很好。我下面要接着讲的就是刚才说的，既然政府那么厉害，那么政府出来以后会不会发挥一些并不是特别好的作用。

我现在说的就是第二个。因为都讲开放嘛，包括李老师。剑峰也讲了，开放因素会导致利率加速趋近于零，然后说可能比较多的学者没有注意到。其实我们如果看伯南克，包括Freeman 所谓劳动力的“great doubling”，我们能看到他们还是把开放因素纳入进来了。比如由于全球储蓄过剩，才有低利率之类。

我这里想说的是什么呢？这个开放因素，会使得一个国家必须要赶超，而赶超必须要有扭曲。这时候扭曲多少谁来定？政府来定。我就想先讲这个逻辑。为什么开放你要赶超，没有开放自己活得挺好。中华民族几千年，在没有外来侵略之前或者说外部冲击之前，其实它是按照自己的逻辑在发展，很好，至少皇上包括一些精英分子认为很好。但是，由于外界的压力，外部世界的参照，才发现不行，我得跟他们去学，学得怎么样不管。我们再举个例子，比如希腊，可能原本的生活也很好，田园风光。但是如果你不好好努力，劳动生产率上不去，你们这些工人不努力的话，对不起，欧元区给你“踢出去”。包括我们说，一些宗教的教徒不过经济生活、物质生活，但是不行，因为生活在全球化时代，全球化的价值观会直接强制性地输入给你。这就带来一个什么结果？一个国家在没有外界压力的情况下，它会按照自身的逻辑和自身的价值取向去发展，但有了外部压力，你按照自己的逻辑、自己的价值取向已经不行了，这时候就一定会扭曲，而这个扭曲很可怕。比如说，中国为什么要搞金融，金融要大发展，因为可能在政策制定者的意识中，金融是制高点。美国牛，它就牛在金融厉害，然后包括在全球治理的各个场合，它有发言权。那我们就认识到，美国是第一，我们是第二，我们要以美国为标准，我们要超越它。这个东西好不好？在赶超的某一个阶段，激起大家的努力，可能是好事。但是把美国作为我们一个赶超的目标，在目前来讲可能是一个过高的目标，就是实际上我们还不是第二。如果说我们能够超越日本，超越德国，就已经非常好了。我想说的不是经济总量，因为经济总量不代表一个国家真正的强大和老百姓福利的增加。所以在这一点

上，如果说我们过度去赶超，我们就会压抑很多东西，包括我们的国有企业应该怎么去发展。在国际竞争压力下，一个很简单的逻辑就是，如果不把它做大做强，我们就无法竞争，包括百度，如果说我不维护它的话，不支持它的话，它就干不过Google。这一些，我想说的都是在外部压力、开放条件下所形成的发展逻辑，而这个发展是一个被扭曲的发展。

如果我们要赶超，一定会有适度的扭曲。因为就像跑步一样，你在弯道要超过别人的时候，你在瞬间加速的时候，你的肌肉实际上是扭曲的，一定的。但是适度扭曲怎么把握？怎么才能把握好？谁来把握？这是我认为更深层的问题，而且直接涉及金融怎么发展、制造业怎么发展、国企怎么发展、服务业怎么发展、产业政策怎么制定等，我觉得涉及我们所有的发展战略。如果今天我们不把这个问题想好的话，我认为，面对全球的这样一个新常态，未来的发展是堪忧的，谢谢。

主持人：李扬

谢谢晓晶，又开辟了一些新的角度，先说周期、长周期，这个问题看来还是非常具有现实性的，而且习主席几次在说到经济问题的时候，有时候直接就用周期、长周期的表述。最近，权威人士的讲话背后就是长周期，还会持续很长时间。“新常态”其实也是一个长周期的理论，“新”就是说它转弯了，和过去不同了，“常态”是时间很长，用原来的所谓周期理论都是不能解释的。所以这个是要关注的，我们是在长周期的过程之中，而且是在它痛苦的下滑之中，当然我们过去经历过非常欣喜的上行阶段。对这个问题要多加一些关注。因为各种各样的周期肯定是周期越长它的影响力越广越深，小周期、短一点的周期服从长周期，是一个规律性的现象。讲到周期又提到了一个金融周期，金融周期兴韵在美国做了一些研究，这应当说是金融理论中比较新的一个部分。金融能够形成周期，能够主导，不可避免就有两个现象。第一个就是所谓经济的金融化问题，要让整个经济服从金融运行的规律，一定要先把经济金融化。今日经济的金融化是一个很大的现象，很值得重视的现象，大家一定要整个上升到这个层面来考虑问题，因为传统的那些经济运行的周期已经被金融给淹没了。现在经济周期就是上上下下，就是上下上下，没有那些丰富多彩的这个阶段那个阶段，就是上了下了，整个服从金融运行的规律。经济的金融化，大宗产品现在已经很明显，所有东西都具有金融的含义。金融周期得以迅速占领市场还与整个经济的网络化有关。过去的经济金字塔化，一层一层的科层化，一个变化不可能那么快地对全局产生影响。在网络化的情况下，一个微小的变化会对

全局产生影响，这也是金融周期大行其道的一个重要的原因。所以，这个部分恐怕我们今后也要研究，恐怕大家要一下子把自己的研究平台提在金融周期的这个水平上。

最后再说的是政府的作用。西方的传统是小政府，那是好的，西方经济学也根据这个理念来构造，中国的是好政府，所以中国的政治经济学也要依据此来构造。所以我们现在只能说指望它成为一个好政府，政府要大规模的发挥作用是毫无疑问的了，我们本来就发挥了很大的作用，东方的传统似乎也是这样，如果日本政府不高负债，使得宏观经济循环流不间断，日本的经济可能比现在还要惨一些。

我完全同意剑峰的说法，经济增长就靠投资，整个什么减速等等就是因为投资减速了。中国投资的希望在哪里？投资的领域在哪里？基本上就是基础设施。如果把基础设施这一块搞起来，特别是涉及城市基础设施，特别是涉及国土整治，像河道、水库这些整治，把那个斜坡都修一修，会有20年的高增长。对于这样一个高增长，它支撑的金融是什么？这就需要研究，肯定不可能完全用那种商业性金融来做，政府必然会发挥较大的作用，那么就要看怎样去发挥作用。日本的情况好在政府借的是老百姓的钱，左口袋掏到右口袋，所以国家作为一个整体，没有债务危机问题。中国现在总体也没有债务危机问题，左口袋掏右口袋等等我觉得是可行的。

我在这边再提出一件事，全国人大研究关于地方债务管理的问题，我做了一个发言，有几个要点。第一，这个债务是管不了的，在现行的框架下，照目前这样的一种管理方式根本搞不下去。因为地方政府债务最近是愈演愈烈，而它在运行中，所谓地方政府的债务要由地方政府提供担保，甚至地方人民代表大会出具函来担保，这个事情是屡有发生。我们现在又没有有一个有效的法律框架来对它进行规范。所以中国到了一个什么时候呢？到了一个要开辟一个新券种，就是政府机构债的时候。现在这个事都是由政府融资平台来做，融资平台你说它是政府，它说它不是，你说它是企业，背后有很强的政府背景，所以分不清楚，现在一股脑把它都作为地方的政府债务，这样一个东西是管不好的。它叫地方政府机构债，是企业的，企业的什么担保都可以做。所以我在想这几个要点，一个就是说，可以考虑开发一个新的品种，把所有的这些政府 sponsored，或者是政府背景的机构全部变成机构债。第二，依法设立，可以设若干法，像美国那些政府机构都是依法设立的。第三，在哪几个领域设？我想无非就是城市基础设施，与城市化相关的，还有住房。这几个领域拿下来之后

基本上地方融资平台的那些领域就都覆盖掉了，那些商业性的投资等，地方政府就不应该干了。政府又需要发挥作用，但是又没有合适的法律框架，现在政府发挥不发挥作用，争论就集中在地方的债务问题上，我觉得对债务应当有一个法律的解决方式。