

# 利率环境、收入分配与经济增长的关系研究

王宇 刘磊<sup>①</sup>

**摘要：**新古典理论的实物经济模型与凯恩斯经济学的货币经济模型是相互对立的，实物经济模型仅限于单一产品经济。现实经济中每一种资本都存在其特殊的“自己的利息率”，而全社会统一利润率完全是一种货币现象。利率是决定全社会收入分配和经济增长的核心因素，高利率环境对食利者友好，但不利于生产阶级。中美两国的实证分析也证实了降低食利者分配比例对经济增长具有促进作用。

**关键词：**利率 食利者 收入分配

以生产函数为基础的新古典一般均衡理论在 19 世纪 70 年代之后成为经济学中的主流。这一体系最重要的特点是实体经济与货币金融的两分法：实际利润率代表实物资本的边际生产率和跨期均衡中的时间偏好选择，货币作为一个外生变量并不会影响实际产出和收入分配。资本主义经济也的确在这样的理论环境和政策实践中获得了长达 20 年的稳定增长，被称作大缓和时代。而全球金融危机的到来打破了这一均衡，实际利率快速下降。由于受到了 0 利率限制，传统货币政策工具失效，经济无法恢复到充分就业均衡的状态。Summers (2014) 据此提出了长期停滞的假说，认为“经济结构的变迁导致储蓄与投资间的自然均衡发生变化，并使得充分就业均衡下的实际利率下降”。换句话说，货币和利率环境成为了制约经济增长的重要因素。本文在比较分析关于利率、收入分配与经济增长理论的不同思想流派的基础上，根据马克思和凯恩斯经济学提出货币经济环境下利率与经济增长关系的假说，并以中国和美国的宏观数据做出经验验证。

## 一、关于利率、收入分配与经济增长的三种理论解释

### (一) 维克赛尔的自然利率理论

自 1990 年代起，众多国家的央行开始采取通货

膨胀目标制，这一政策框架的理论基础是维克赛尔的自然利息率。随着宏观经济学新共识的发展以及泰勒规则的提出，央行的重要工作转变为预测这一实际利率，并将政策利率向实际利率的方向调整。尽管预测的过程较为复杂，但这一框架的理论基础却很简单：

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi_t^*) + \beta(y_t - y^*)$$

$r^*$  就是维克赛尔的均衡实际利率， $\pi$  和  $\pi^*$  是实际通胀率和通胀目标， $(y_t - y^*)$  是产出缺口， $i_t$  就是央行的名义利率。这是简单泰勒规则下的央行反应方程。央行通过决定名义利息率来实现实际利率目标  $r_t = i_t - \pi_t^e$ 。这里  $\pi_t^e$  是央行模型中所预期的通胀率。只要  $\pi_t = \pi_t^e = \pi_t^*$ ，且  $y_t = y^*$ ，实际利率  $r_t$  就会向均衡实际利率  $r^*$  靠拢。货币政策的目的是选择一个与自然利率相同的实际利率，以维持低通胀环境下的经济增长，任何自然利率的波动都需要实际利率向同样的方向调整。

这一理论和政策框架在金融危机前占据了主流，但危机的到来使政策实践遇到了现实中的困难。这体现在现实中的实际利率相比经济模型所预测的短期利率下降过快；同时短期实际利率的下降造成中期和长期经济增速和就业率的下降。一些经济学家认为，自然利息率已经跌落至负数区间 (Summers,

<sup>①</sup> 王宇，通讯作者，中国社会科学院金融研究所与中国银行保险业监督管理委员会联合培养博士后研究员，主要研究方向：金融监管；刘磊，中国社会科学院国家金融与发展实验室，研究员，主要研究方向：宏观经济学和金融稳定。

2014; Krugman, 2012)。由于名义利率受到零利率下限的约束,即使通胀率完全达到了央行的通胀预期,也无法实现实际利率与自然利率的相等,扩张性货币政策失去作用。实际上,Patinkin (1948)也曾指出过储蓄与投资可能会将均衡利率作用到一个负利率区间,使充分就业无法实现。

Summers (2014) 基于可贷基金理论对这一现象提出了四点解释。首先,战后发达国家的杠杆率大幅攀升抑制了债务融资的空间,使得贷款需求下降。第二,人口增速与技术进步增速下降抑制了投资需求。第三,收入分配不平等加剧,富人获得的收入占比更高但他们拥有更低的消费率和更高的储蓄率,企业留存收益占比也提高,使得全社会储蓄率上升。第四,机器设备的价格下降,导致相应贷款融资进行投资的需求也下降。这四点因素共同作用,降低了可贷基金市场中的自然均衡利率。

过高的政府杠杆率也限制了财政政策空间,导致经济陷入长期停滞。但这些理由都存在值得商榷之处。首先,战后发达国家杠杆率之所以增长过快,主要来自于居民部门杠杆率的贡献,而居民杠杆率与企业提高贷款需求的空间关系不大。第二,在内生增长模型中,技术进步并非外生,实际上过低的技术进步增速正是由于投资增速和经济增速过低导致的。第三,从实际数据来看,居民储蓄率上升是从金融危机才开始的,产生于居民部门主动去杠杆的行为。第四,生产设备价格的下降既可以通过价格效应导致贷款需求下降,但同时利率的下降还会刺激企业增加投资使贷款需求上升,这二者孰低孰高要看投资的利率弹性和价格弹性之间的比较。因此,对长期经济停滞假说背后的真实经济基础,尚未形成逻辑一致的解释。

可贷基金理论的基础是储蓄与投资的均衡,但名义利率的零下限却是一个客观限制,它的存在使得现实中的均衡利率可能无法达到。在名义利率达到零利率下限时,进一步降低实际利率的方法只能是增加通胀率。金融危机后量化宽松货币政策的一个重要目的即在于提高通胀率,但效果并不明显。凯恩斯在与罗伯特森和哈耶克的争论中,明确反对可贷基金理论,他认为投资更多受到企业家动物精神的影响,是利率非弹性的,低利率并不必然对应

着投资的上升。

## (二) 皮凯蒂的资本主义基本定理

皮凯蒂 (2014) 提出了“资本主义第一基本定理”,即  $\alpha = r\beta$ 。这里  $\alpha$  表示利润在总收入中的占比; $r$  表示资本回报率,即利润与资本存量之比; $\beta$  是资本收入比。他根据长期的历史数据观察发现,资本回报率在长期内大于经济增速,即  $r > g$ , 并认为“不等式  $r > g$  意味着过去的财富积累比产出和工资增长得要快。这个不等式表达了一个基本的逻辑矛盾。企业家不可避免地渐渐变为食利者,越来越强势地支配那些除了劳动能力以外一无所有的人。资本一旦形成,其收益率将高于产出的增长率。这样一来,过去积累的财富要远比未来的收入所得重要得多”。

资本回报率高于经济增速所带来的后果是资本家不断积累,资本收入比  $\beta$  上升。 $r$  与  $\beta$  共同作用,影响收入分配  $\alpha$ 。皮凯蒂认为“从长期来看,资本和劳动之间的替代弹性好像大于 1”。这就意味着  $\beta$  上升的比例更大,利润在收入分配中占比会不断上升,即  $\alpha$  有不断上升的趋势。

但在经验数据的验证中,皮凯蒂所统计的总资本明显不同于新古典理论中的总资本概念。Galbraith (2014) 指出,皮凯蒂书中的资本是一个金融概念,不仅包括了实物资本,还受到各类实物资本的相对价格的影响。因此这里的资本收入比既受到实物资本数量积累的影响,还会受到各类资本相对价格的影响。更重要的是,这里的资本不仅仅包括机器设备,还包括了土地和各类金融资产。“资本的属性已有改变:过去大多是土地,今天则以住宅加上工业和金融资产为主”(皮凯蒂,2014)。这显然与新古典理论生产函数中以机器设备为代表的资本概念不符。由于这个更广义的资本概念,皮凯蒂的“食利者阶层”也更为广义,包括拥有实物资本的企业家,包括拥有土地的地主,还包括拥有金融资本的纯食利者。

## (三) 凯恩斯经济学中三个阶层的划分

凯恩斯明确区分出了真正的生产者和食利者。在《货币改革论》中,凯恩斯将经济主体划分为“投资者”“企业家”和“劳动者”。在《通论》中,他改为“已经没有社会职能的投资者”。这是因为

“在今日情形之下，利息与地租之性质相同，并不是真正牺牲之代价”。基于这一思想，凯恩斯经济学中的利息的关键作用在于其对总需求的影响。

在对利息率的决定中，凯恩斯完全不同意哈耶克为代表的可贷基金理论，而是将利率看作由央行和企业家行为等多种因素共同影响下的现象，并且认为利率是一个“高度遵循成规的现象”。他的数值在很大程度上取决于流行的观点认为它应该是多少。“货币当局往往集中于短期债券，而使短期债券的价格对长期债券价格施加为时已晚和不完整的影响”。

基于这样的阶级划分和利率决定理论，凯恩斯更偏向于低利率环境对经济增长的促进作用。首先，由于节俭悖论的存在，利率上升在最初虽然会降低消费增加储蓄，但在均衡状态下，“利息率上升的作用会减少实际的储蓄数量”。这是因为利率上升会减少投资和收入，最终达到储蓄与投资相等的水平，储蓄与消费二者都要减少。乘数效应会放大利率上升的效果，使均衡产出和就业都下降。第二，食利者具有更低的边际消费倾向。凯恩斯认为“如果靠领取租金和利息为生的食利者整个说来代表社会中的较富有的阶层，而这些人生活水平是难于改变的，那么，转移的影响也是降低消费倾向。”不同阶级具有不同的边际消费倾向正是以卡尔多、罗宾逊和帕西内蒂为代表的后凯恩斯经济学的核心假设。第三，凯恩斯认为，通胀现象产生于不同阶级之间的收入分配，而并非货币现象，因此靠提高利率来抑制通胀的政策很可能会适得其反。虽然在维克赛尔理论中，货币、利率与通胀是同一个问题的不同表现形式，通过加息可以做到抑制通胀的效果，但凯恩斯经济学并不认同这一观点。他认为，利率首先影响的是各个阶级的收入分配比例，利率上升会增加食利者收入和企业的财务成本，进而抑制企业家的投资热情，最终导致投资和总产出下降。通货膨胀非但不会得到抑制，还会产出下降甚至还可能会加剧通胀。

## 二、两种利息率和剑桥资本争论

从前文所描述的关于利息率的三个重要理论可以看出，对利息率的不同定义在理论和实证中都充满了矛盾以及概念混用。最典型的表现是：在皮凯

蒂那里对利润率和资本的混淆，其在理论模型中采纳了新古典理论中的机器资本概念，在经验分析中却采用了更为广义的总资本概念，资本的边际产出概念只能对应于以厂房机器为代表的实物资本。资本主义生产关系的特征是资本家通过投入资本进行生产而获取利润，在均衡状态下存在着一个“统一利润率”。这个统一利润率与具体资本在生产过程中的边际生产率是完全不同的。

### （一）新古典一般均衡模型中的利息率

在新古典收入分配理论中，要素的价格由要素的边际产品所决定，相对价格体系与收入分配同时被决定。但这一关系存在着逻辑上的悖论，斯拉法用一套异质品模型推导出资本倒流、技术再转折等一系列悖论。

以两种产品的经济体系为例，假设小麦和燕麦都是资本品与消费品，其各自都可以用自己生产自己。由于其自然属性不同，两种资本具有各自的利息率，这被凯恩斯称之为“自己的利息率”，取决于边际生产力和消费者的时间偏好。而一旦要以一套价值标准来衡量，这两种资本品便会根据自己的利息率而被赋予不同的资本价格。例如，以小麦自己的利息率作为自然利率，用此利率来贴现燕麦，可得到燕麦与小麦的相对价格。因此，只有在给出或假定出一般利息率的条件下才能获得不同资本品的价格，这些资本的相对价格反映的正是其自己的利息率与一般利息率之间的比较。根据这套相对价值体系所加总出来的总资本并无实际意义，选择不同的一般利息率便会对应出一个总资本数值。而这个一般利率实际上是人为选择的结果。因此，在新古典经济学中，总量加总既无意义也不必要。斯拉法之所以在异质品模型中推出了各种悖论，原因即在于此。

### （二）统一的利润率

如果在前述的异质品模型中引入货币，则货币作为一般等价物和价值计量单位起到了价值和利率锚的作用。所有商品都需要转换成以货币单位表示的价格。货币本身自己的利息率便成为全社会统一的利润率。假设存在一个货币的利息率，则小麦和燕麦都会通过其利息率之间的关系来折现，从而得到一个以货币价值表现出来的小麦和燕麦价格。自

已利息率高的商品的资本价格也越高，但这并不影响到以货币价值计量的统一利润率以及总资本的增速。现实中，资本家的成本收益计算以及技术选择依据的标准是总量的工资率和利润率，即货币标准下的工资率和利润率（柳欣，2000）。帕廷金发现了这一矛盾，他认为，在一般均衡模型中货币只与交易需求或实际余额效应相联系，而与商品的相对价格和利息率无关。

维克赛尔在一个总量经济中加入了自然利息率的概念，但实际上每种资本都存在各自不同的自然利息率，而这些资本并不能加总在一起。维克赛尔的理论仅存在于单一产品模型中，异质品模型中并不存在一个单一的自然利息率。而凯恩斯经济学并不依赖于自然利息率和边际生产率的前提假设，其对利率的分析是基于一个货币经济体系，与技术 and 实物水平无关。

### 三、经验分析：美国与中国的收入分配与经济增长

凯恩斯给出的结论是偏向于食利者阶层的收入分配不利于经济增长。但现实中衡量食利者阶层的收入分配比例非常困难。为克服这一困难，我们根据帕西内蒂指数构建了一个考察食利者阶层收入分配比例的模型，并用经验数据加以验证。

帕西内蒂指数由 Pasinetti (1980) 提出，认为食利者的收入可由劳动生产率增速  $\lambda_t$  与实际利率  $r_t$  之间的缺口所决定。当  $\lambda_t = r_t$  时，借债者所偿付的利率等于劳动产出的自然增长，以劳动时间表示的本金和偿付金额是相同的，并无实际利息产生。而当  $\lambda_t > r_t$  时，实际利率小于劳动产出的增长，食利者以劳动价值衡量的实际利率为负。反之，则是食利者获得更多的收入分配比例。

根据上文的分析，我们选取美国和中国的数据构建了连接收入分配与经济增长的经验模型进行计量检验。基准模型可表示为：

$$\dot{Y}_t = c + \alpha_1 (\lambda_t - r_t) + \varepsilon_t$$

$\dot{Y}_t$  为实际 GDP 增速， $\lambda_t$  为劳动生产率增速， $r_t$  为实际利率。为了验证这一关系的稳定性，我们对美国和中国数据同时做出检验。变量说明及数据来源如表 1 所示。

表 1 变量描述

变量	含义
被解释变量	$\dot{Y}_t$ 实际 GDP 增速
解释变量	$\lambda_t$ 劳动生产率 (实际 GDP/就业人数) 增速
	$r_t$ 实际利率 (10 年期国债收益率 - CPI)

数据来源：国家统计局、中债登、美国经济分析局、美联储、美国劳工部

图 1 显示了中美两国劳动生产率增速与实际利率之差。从第二次世界大战后直至 20 世纪 70 年代末期，美国的收入分配极其偏向于非食利者收入，这段时期也恰好伴随着资本主义在战后的一段黄金发展时期。但形式自 1980 年代开始出现逆转，利率环境恶化。在 1980 年代初期的一段时间里实际利率甚至已经高于劳动生产率。也就是说，食利者的收入比例超过了 1，工资收入者不但没有得到收入，反而需要倒贴部分储蓄积累给食利者阶层。这一现象被 Smithin (1996) 称为“食利者的复仇”，这种逆转直到 2000 年代初期才得到部分逆转。金融危机之后又出现了恶化的迹象，食利者收入比例在上升。相对美国来说，中国的食利阶层尚未形成气候，食利者在收入分配中的占比仍然较低，但自 2008 年金融危机以来，食利者分配比例在不断上升，这也伴随着我国经济增速缓慢下台阶的过程。

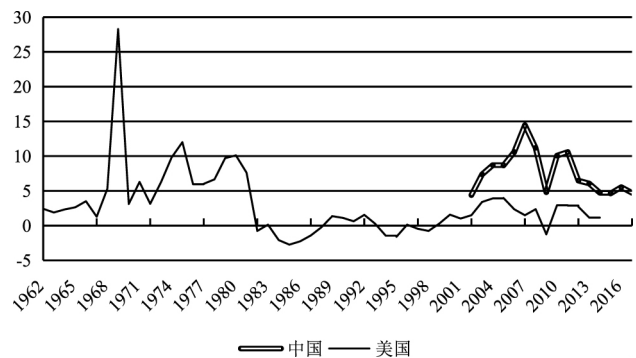


图 1 中美两国劳动生产率增速与实际利率之差

根据以上模型，对中美两国的回归结果如表 2 所示。劳动生产率与实际利率之差对经济增长具有非常显著的正向促进作用，美国长期的回归系数为 0.25，中国的回归系数为 0.59。这就意味着每当食利者阶层在收入分配中的比例下降一个百分点时，会促进经济增速上升 0.5 个百分点左右。这一结论与凯恩斯提出的假说是一致的。

表2 对实际经济增速的 OLS 回归结果

	美国	中国
常数项	6.00*** (13.97)	4.85*** (5.58)
$\lambda_t - r_t$	0.25*** (3.28)	0.59*** (5.60)
$R^2$	0.1738	0.6915
Adjusted $R^2$	0.1576	0.6695
时间段	1962~2014	2002~2017

注：括号中为t统计量。\*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%、1%的水平下显著。

但与马克思和凯恩斯当年预测不同的是，无论中国还是美国，目前都没有出现食利者阶层消退的迹象。随着市场经济的金融自由化和央行利率工具的频繁应用，食利者阶层复仇的现象在很多国家都有所体现。这表现在食利者阶层的收入分配占比上升，同时经济增速进入了低速增长的“新常态”。Summers (2014) 和皮凯蒂 (2014) 也都同样认为，资本主义将陷入长期停滞过程，除非出现重大的制度变革。

#### 四、结论与政策建议

本文在综述古典经济学、新古典经济学、凯恩斯主义、两个剑桥之争、长期停滞理论以及皮凯蒂对收入分配实证分析的最新进展的基础上，依据马克思经济学和凯恩斯主义理论，重新提出了利率环境、收入分配与经济增长关系的解释。斯拉法在给定技术的基础上所推演出的投入产出模型已经明确证明新古典生产函数理论存在重大缺陷，在其模型中利率、收入分配与经济增长之间存在相互决定的非线性关系，利率水平既是由产出和收入分配决定的，同时也决定着产出和收入分配。在这样的设定下，技术再转折和资本倒流等悖论都会出现。

我们认为，悖论的主要原因在于前提假设中的生产过程是给定技术条件下的最优化，还是一个纯货币生产体系。这也是马克思、凯恩斯经济学与新古典理论的最显著区别。在马克思与凯恩斯经济学中，资本主义生产过程是货币经济的性质，资本家进行生产的唯一目的就是赚取利润或剩余价值，而与技术无关。在这个货币生产过程中，利息是生产过程的成本，是过去存量资本在当前收入分配中所占有的部分。利息所占的比例越大，资本主义生产的成本相应越高，资本家进行再投资的意愿也就越低。

这一过程与实际生产中那些厂房和机器的边际生产力是无关的，只是表现了资本主义的特殊生产关系。

实证分析部分通过中国和美国的数据验证了本文所提出的假说，即收入分配是决定经济增长的重要因素，偏向于食利者阶层的收入分配结构会损害长期经济增长。现实中影响经济增长的因素还有很多，包括短期的货币财政政策、国际环境、杠杆率环境以及企业家的动物精神等，我们在本文中并没有考虑这些因素，而是只在一个孤立的环境中考虑收入分配对经济增长的影响。显著的回归结果足以说明利率环境和收入分配的重要性。

基于这一结论，我们认为，一个较低的利率环境将有利于宏观经济保持长期高速增长。低利率有利于降低食利者阶层在收入分配中的占比，将有限的资源放到促进经济增长的真实生产中去。与此同时，与利率相类似的其他偏向食利者阶层的价格也要相应降低，这包括地租、房租、资产价格增速等。这些都是马克思所提出的虚拟资本的概念，这些资本的收益都是在收入分配中从剩余价值中所进行的再分配，过高的分配比例会伤害正常的生产过程。在资本主义制度下，食利者阶层有其存在的制度基础，但也具有较大的破坏作用，需要从宏观经济政策中限制其分配比例。

#### 参考文献：

- [1] 约翰·梅纳德·凯恩斯. 就业、利息和货币通论 (重译本) [M]. 高鸿业, 译. 北京: 商务印书馆, 2004.
- [2] 柳欣. 货币、资本与一般均衡理论 [J]. 南开经济研究, 2000, (5): 11~12.
- [3] 马克思. 资本论 [M]. 中共中央马恩列斯著作编译局, 译. 北京: 人民出版社, 1975.
- [4] 托马斯·皮凯蒂. 21世纪资本论 [M]. 巴曙松, 陈剑, 余江, 等译. 北京: 中信出版社, 2014.
- [5] GALBRAITH J K. Kapital for the Twenty - First Century? [J]. Dissent, 2014, 61 (2): 77~82.
- [6] KRUGMAN P. End This Depression Now! [M]. New York and London: W. W. Norton & Company, 2012.
- [7] PASINETTI L L. The Rate of Interest and the Distribution of Income in a Pure Labor Economy [J]. Journal of Post Keynesian Economics, 1980, 3 (2): 170~182.
- [8] PATINKIN D. Price Flexibility and Full Employment [J]. American Economic Review, 1948, 38 (4): 543~564.
- [9] SMITHIN J. Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism: The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity [M]. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 1996.
- [10] SUMMERS L H U S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound [J]. Business Economics, 2014, 49 (2): 65~73.