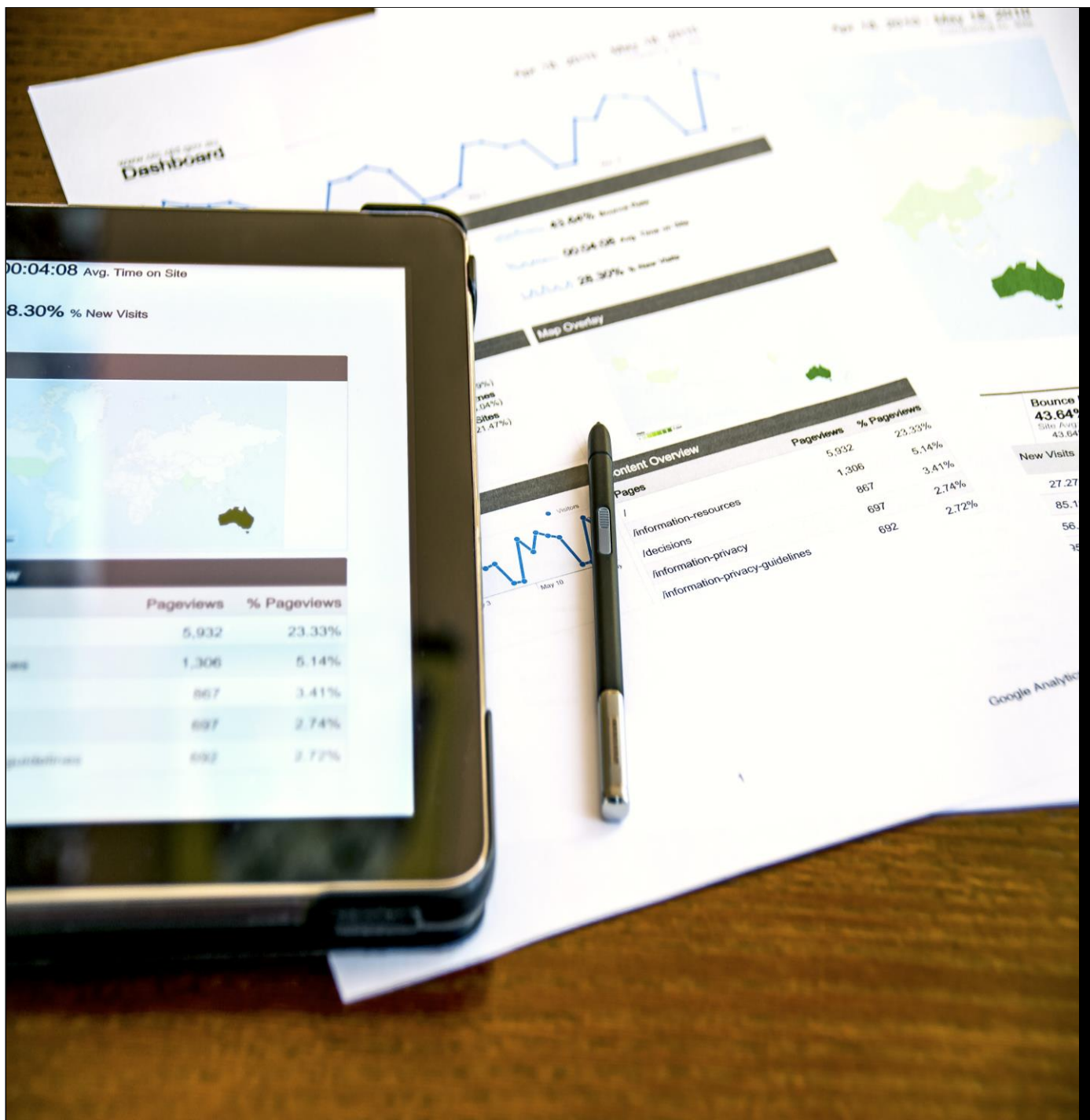




负利率、低利率与全球利率趋势

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

主持人：李扬

国家金融与发展实验室系列的“智库讲坛”今天开始第二讲，今后我们实验室主要工作之一就是开各种各样的会，通过会议集思广益、抓住前沿。今天我们来讨论负利率之谜与全球利率趋势。负利率问题作为一个事实，已经出现很久，讨论也很多。大家知道，金融，千头万绪，都可以说就是一个利率问题，至少利率是它的一个非常重要的侧面。所以，对于负利率的问题，值得深入研究。我希望今天这个讨论能够为整个研究添砖加瓦，同时为我们今后的研究开阔一些思路。

完整地说，如今我们面对的是长期低利率和负利率问题。我们知道，在历史上，利率水平剧烈波动是常态，而且，利率是货币当局最重要的调控对象。但是，这个最重要的金融变量的近期走势出现了一些新的动向。这种动向会对我们整个金融的运行、经济的运行，会对货币政策产生非常多、非常大的影响。

实践上，低利率和负利率作为一种重要的经济和金融现象，恐怕要追溯到日本泡沫经济破灭之后。当时，作为世界第二大经济体的日本开始长期实行低利率。现在回头看，当日本长期实行低利率的时候，教科书上列举的一些货币政策，都不可能实施了。也就是说，日本的实践挑战了教科书，挑战了传统理论。而且，与低利率相配合的是长期的低物价，那个不含资产价格在内的物价，也呈长期低迷状态。也就是说，物价作为货币当局长期盯住并据以决定政策走势的最重要经济变量，利

李扬

中国社会科学院学部委员

国家金融与发展实验室

理事长

率作为货币当局最重要的政策手段，自上世纪90 年代开始，都出现了一些异乎寻常的状况，现在回头看，这其实已经预示着这个世界发生了重大变化。

这个变化在此次危机中进一步显露。反观过去30 年全球的情况，与此前的状况相比，物价水平一直不高，全世界的利率水平也都处于较低水平。对于全球低物价和低利率问题，国际社会已经开始有人研究，例如，美联储两位前主席——格林斯潘和伯南克，都对全球低物价和低利率问题进行过比较深入的研究。我记得，在10 余年前，我在金融所就曾主持过对类似问题的讨论。但是，应当说，在此次危机之前，对这一问题的研究还不是很深入，此次危机给了我们很多现实材料，使得我们可以认真研究这一问题。

美联储面对世界上最大的国家，它率先把利率打到零，而且实行这么长时间，到现在还在挣扎，没有从零利率的格局中摆脱出来，3年来，在利率问题上，一直处于走一步退两步的境地。然后，事情发展到欧洲央行。2014 年6 月，在全世界，大约是在人类历史上，欧央行第一次宣布实行负利率。当然，负利率首先只是在一种类型的存款利率上施行，同时，它的贷款利率只到0.3%，是非常之低。继欧洲央行之后，又先后有几个国家和国家集团实行低利率。在日本，虽然实行了20 多年的低利率，终于也觉得仍然不能够有效应对目前的衰退局面，终于也将利率降到了负的水平。

所以可以说，低利率、负利率如今已成为全球经济的一个常态，对于这样的常态，我们当然需要有研究。我自己的感觉是，它对经济的运行提出了挑战，对经济理论提出了挑战。

就利率和实体经济相关联的意义上来说，利率决定于储蓄和投资的均衡状况。如果说得周全一点，利率特别是所谓真实利率，决定于储蓄的供给，决定于投资的需求，而且进一步决定于全社会对安全资产的需求。也就是说，从长期来看，利率水平由三个因素决定：供应也就是储蓄，需求也就是投资，以及对安全资产的需求。在这里，安全资产所发挥的是某种平衡作用，如果说储蓄不能够完全由投资吸收，那么这部分需求就会去购买安全资产，由以平衡供求关系。这就是写《债务与魔鬼》的特纳在书里反反复复强调的，现在所有的货

币供应，都去购买已经提供到市场上的金融资产，而不进入实体经济。也就是说，整个的金融运行，根本就与实体经济当下的运行无关，而只是与过去的实体经济运行所积累下来的一些金融资产有关，而且只是和这些金融资产的价格变动有关。他的分析一下子就直指问题的核心，让我们挖到了负利率的实体经济基础。储蓄是国民收入中未消费部分，利率低，无非就是说储蓄的供应比较多，储蓄的供应多，反过来说就是大家不愿意消费。人们不愿意消费的这种状况，间接地折射出整个经济状况的低迷，折射出人们预期的悲观。换言之，仅仅是低利率负利率这个现象及其长期持续，就已经非常清晰地显示出实体经济的长期低迷。很多人愿意把这种状况归结为储蓄过多，我倒是愿意将之归结为消费不足和投资不足，不能将储蓄有效地吸收掉。

伯南克在这次危机之前就讨论过全世界的储蓄过剩问题。我觉得，储蓄过剩只是一个现象，储蓄过剩背后，反映出的是大家不愿意消费，大家对未来经济的前景不看好，这是一个长期低迷的信号。减少消费，自然就导致储蓄增加。大家知道，在定义上，储蓄即国民收入未消费的部分，这部分产生之后，就必须被投资吸收，如果投资不能有效地吸收储蓄，下一轮的国民经济运行便会在萎缩的状态下运转，长此以往，经济便陷入长期衰退。那么，投资又决定于什么呢？投资决定于资本的边际收益率，这又是一个实体经济的因素。大家不愿意投资，是因为投资的边际收益率不高，甚至降到了零以下。也就是说，目前没有什么投资活动有利可图。一方面，人们不愿意消费，没有什么可消费的；另一方面，大家又都看淡未来，觉得没有什么好投资的，因为，所有投资的收益率都在零上下徘徊，甚至降到零以下。这其实正是经济极度衰退的一种表现。

这就是我坚持要在我们的“智库讲坛”讨论负利率的原因，简单地说，就是因为它重要，而且极端重要，我这么一说，恐怕大家都能感觉到这个事的重要性了，一定能感觉到此事应当反复讨论。

在分析了负利率形成的实体经济原因之后，我们会进一步看到，在这种情况下，货币政策实际上是无效的，不仅无效，如果滥用货币政策，实际上就会逼迫货币当局在两个东西之间选择：一个就是经济增长，因为无论如何，增

大货币供应总会导致经济有所增长；再一个就是各种各样的资产泡沫。也就是说，此时货币当局只能在泡沫和增长之间做选择。

非常遗憾的是，由于实体经济极度疲弱，经济增长不见起色，于是，各种各样的泡沫便被吹起来了。这就形成我们目前见到的状况，金融上层建筑在不断膨胀，相对于实体经济而言，金融的比重越来越高，但实体经济整个非常低迷，几乎看不到什么前景。

于是，我们对低利率和负利率的讨论，便可以进入更深入的领域，就是经济的长期停滞问题。我们需要研究，全球经济是不是进入了一个百年不遇甚至千年不遇的低迷时期。如果是这样的话，那么有些什么问题？问题说清楚了，走出长期衰退的方略才能够找到。但是，非常遗憾的是，大家找来找去，找到的都是些令人沮丧的事情，就是全世界劳动生产率都在下降。最近美国商务集团一项研究指出，美国劳动生产率的增长率30年来首次为负。事实上，劳动生产率的增长率下降，正是整个经济极度衰退的原因，同时也是它的集中表现。对中国人来说，一说到劳动生产率大家就熟悉了，因为它和供给侧结构性改革连在一起。供给侧结构性改革的根本目标，就是要提高劳动生产率。在这个意义上，我们及时将重点转移到供给侧、转移到结构问题上，是非常有洞见的。

我们研究这个问题，一方面希望尽可能把这个事情搞清楚，进而尽可能为当局的政策制定提供一些建议，同时，还有促使我们从事理论研究的含义，或者说，这是我们进行理论创新的入手之处。昨天我看到有消息称，又有十几个国家的学生要求修改教科书，说是不满意目前根据主流经济学编写的教科书。我们的媒体在进行这个报道时，颇有点幸灾乐祸的味道，它们想说的是，西方的主流经济学不顶用了。确实，西方经济学不那么顶用了，反转来看，我们的经济学顶用不顶用呢？恐怕也不顶用。每遇到这种事，我就喜欢引用马克思在《资本论》序言中的一句话：“这正是说的阁下的事情！”把这里的意思套过来，我想说的是，当下我们讨论经济长期衰退，讨论经济理论、金融理论的危机，并非只是发达经济体的事，它们同时也是我们的事。所以，我觉得应该用严肃的、认真的、科学的态度来对待这个事。我们今天的讨论恐怕只是一个开头，以后还要继续进行下去。

