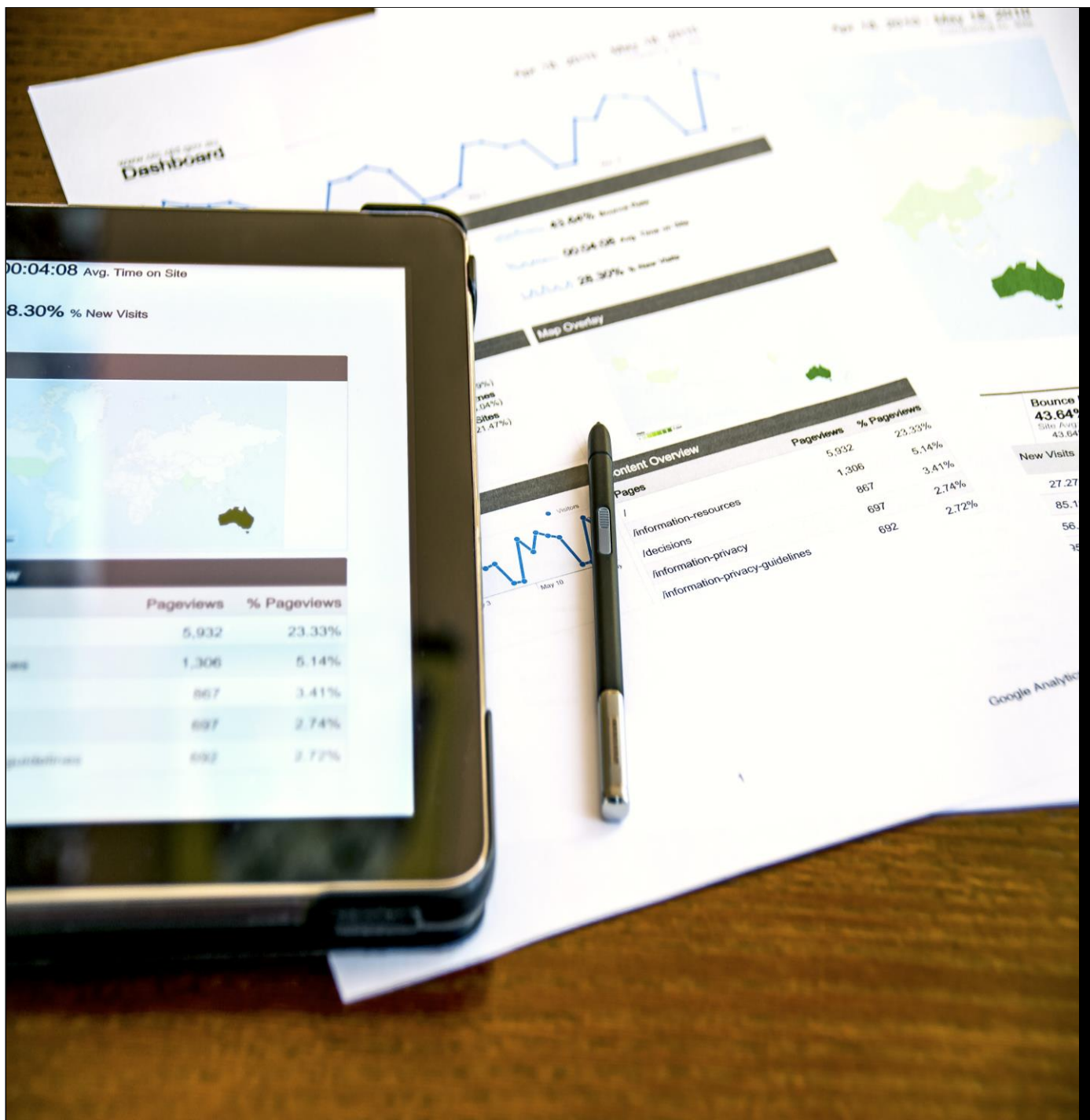




负利率、低利率与全球利率趋势

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

张平

国家金融与发展实验室

副主任

张平：

我谈三个要点，先插入一个刚才我说要争论的有关服务业的问题，我们从2012年到2015年持续发表了五六篇关于全球产业结构变化的文章，都发表在《经济研究》上。第一个就是全球进入服务业以后，从工业化进入经济结构服务化以后，都会出现一个结构性减速过程，这是一个重要结论。第二个是2015年以来，我们突然发现了另一件事，就是服务业并不依赖于制造业的发展而发展，现代服务业发展本质是服务于人的，而不是为生产过程服务的，实际上现代的服务业都是围绕着人力资本提高为基准的，是以人的消费为起点的，所以大量的服务业是提升了人力资本，使之有创新能力，而不是服务于物质生产才导致创新。这个一言难尽，如果大家有兴趣可以看2015年发表在《经济研究》第11期的经济增长前沿课题组的文章，我们也会相继把这个描述得更为完整。

中国的服务业这块统计非常清晰，总共五块，所有在美国占高比重的除了金融以外其他的科教文卫体全在其他分类里的，中国的服务业就是五类：第一类是批发与零售，第二类是餐饮服务运输邮政，第三类是金融，第四类是房地产服务，第五类是其他。你可以看到，中国服务业除了金融外，现在的主要分类均为传统的服务业，但是实际上，真正的现代制造业科教文卫体、信息等都是为了人服务，这块在其他类。所以，一定说到服务业不要再想念着制造业这件事儿，它是为人服务，为人

服务以后，人才有创新能力。这个创新，也并不是物质性创新，不能一说到创新就是科技创新，真正的创新，其实是剑峰说的后面的东西，是人精神境界的不断提升，是互相提供知识的一个创新。由于经济结构服务化直接与剑锋的研究有关，所以我插了这么长的话来阐述服务业的发展。

因为他写得非常全面，所以我也只能大概地进行一些讨论。第一个就是，全球经济变缓是基于经济结构服务化的一个特征，所以可以增加一个经济结构化的角度，即一国在经济结构服务化转变后，与工业化对资本需求规模似乎差距就越来越大。资本过剩问题一直是一个比较大的问题，服务业是不是需要与工业生产相匹配的这么大量的资本，这个我也不清楚，但值得讨论，即资本回报率下降与资本需求下降相关。

第二个问题实证是很清晰的，就是在初次分配中人力资本的占比是不断提高的，资本占比是不断下降的，这也会导致一个很重要的问题就是资本回报率要下降，它的整个比重在下降。《21 世纪资本论》其实讲了半天资本比重，最后在它的实证过程中也是在大量讲人力资本崛起的问题。所以我就是讲讲除了经济减速以外，由于人力资本参与了更多分配，资本回报下降是一个趋势。

第三个我们要讨论一个问题，叫作低利率趋势化的后果。第一，这个东西对于发达国家，对于日本可能是有一系列的坏处，但对中国的后果是中性的。低利率要看你怎么利用。当然它有两种可能性，低利率后果有可能改善资产负债表，低利率作为资产置换是一种很好的环境。如果是处于高利率状态，中国的负债问题压力就很大。当然它的另一个坏处也可能会激励负债率持续提高。所以一方面它可以进行负债表时修复，进行置换；另一方面也可能导致负债率的持续升高。所以我认为它的后果是中性的，完全是个把握问题。第二，低利率环境其实可以推动大量的权益投资，但是也容易导致推动资产泡沫、房地产泡沫，所以这种的都是双刃剑后果。第三，低利率能导致传统银行危机，也可能导致金融体系转型。其实，中国的利率一直没敢大幅度下降，像美国那样，美国是从2007 年的5.2% 直接降到0.25%，中国根本不敢这么降，这么降银行根本没法承载。所以这里头都是有一个问题。

第四个问题是刚才李扬老师讲的一个重要的东西，讲到利率对汇率的影响，我争论一下，利率决定汇率只限于发达国家。你看到《这次不一样？ 800 年金融荒唐史》里头对中等收入国家实证的结果就是，中等收入国家容易受到货币危机冲击，发达国家则不会。其实里头可能涉及的汇率问题似乎还不能用均等利率这么轻易来计算，这里头很复杂。

低利率到底怎么利用？这是我想探讨的。中国当前的情景，中国的市场利率其实一直按利率走廊来控制，现在已经非常清楚。中国的市场利率是有别于官定利率的，银行利率一年期是1.5%，但是市场利率始终要保持着shibor 3 个月利率或者是短期便利贷款利率的水平，一直保持在3% 到3.2% 的水平。市场利率上限基本上在决定着中国理财市场的基准价格。所以中国官方实际上是很强烈地干预了中国的市场利率。实际上按照现在的盈利水平看，中国的贷款利率还是偏高，所以中国应该是降低利率问题。中国现在的融资成本我认为偏高，中国现在我们最新计算的上市公司，非金融的投资回报率ROE 今年已经低于融资成本，2015 年我们的ROE 是6.8%，我们的融资成本也没低，达到6.7% 了。上市公司是中国最好的公司架构，它的盈利和融资成本关系等于说明我们现在的状况不是特别的良好，因为到这时候，相当于托宾q 值等于1。如果不是上市公司，对于国企还有很多小公司，那肯定小于1，这不利于企业的发展。实际上现在整个中国当前的状况，还是降融资成本。所以修复负债表与降杠杆可能得并行，并要继续降低企业的成本才能谈上转型。

主持人：李扬

谢谢张平，这个评论很有专业水准。他这个评论主要是结合中国的情况，对于剑峰的分析，给了一些中国的例证。关于利率水平的问题就是这样，它实际上是高还是低，应该高还是应该低，都不容易得到一个很令人信服的答案，很重要的原因就是中国利率的决定还是不透明的，还是被管制的。有那么多正面清单、负面清单，还有高达17% 的法定准备金率等，使得资金的供应和需

求不能够充分表现自己，利率由市场决定就是一句空话，所以中国的很多事情，进一步看还是改革问题。