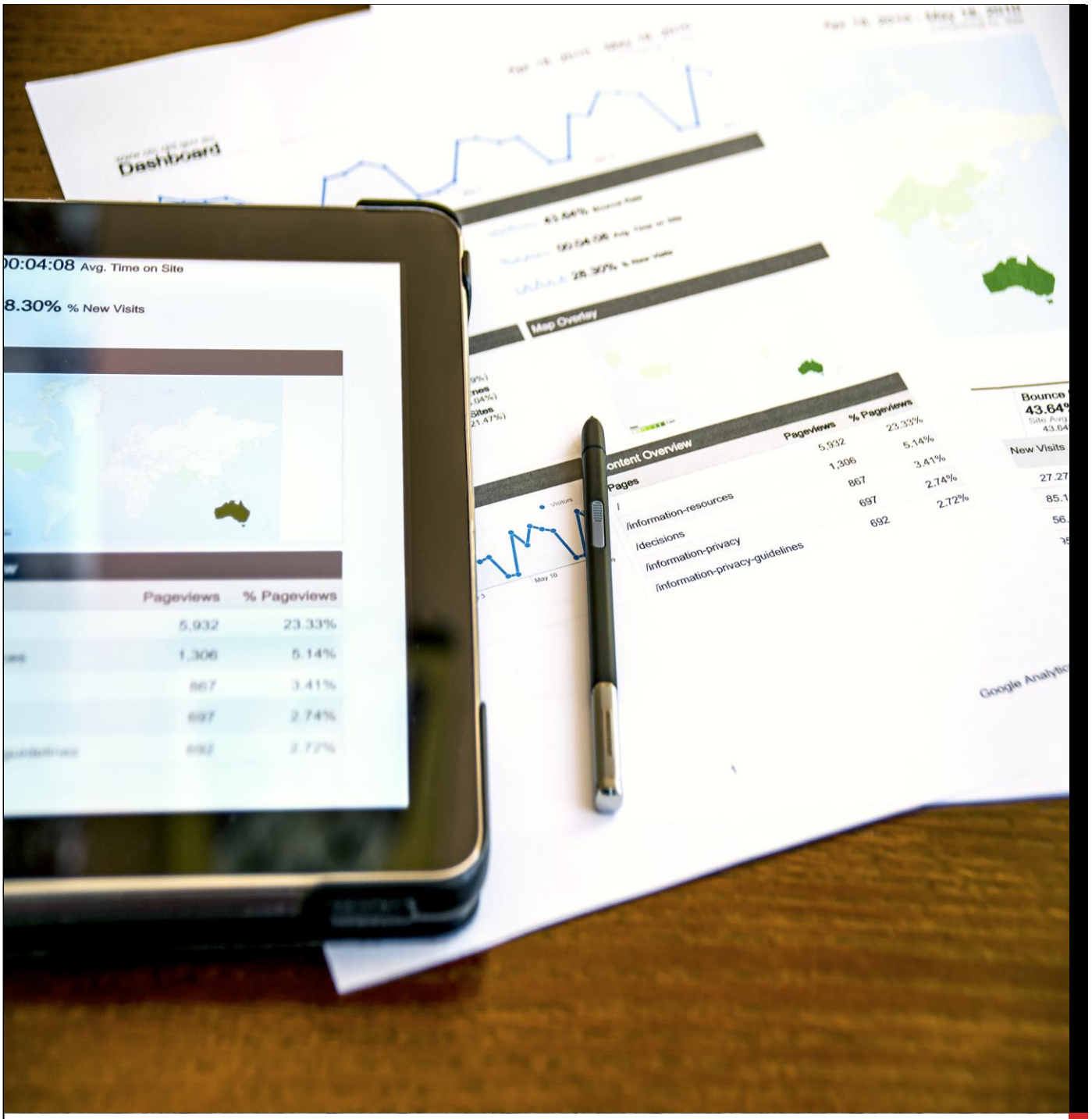

负利率、低利率与全球利率趋势

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

彭兴韵

国家金融与发展实验室

“中国债券论坛”秘书长

彭兴韵：

我简单讲一点我们在讲低利率负利率时，同时需要注意的现象。低利率负利率出现的国家，比如说瑞士、丹麦、日本、瑞典，这些国家都是发达经济体，而且收入水平非常高，现在我们没有看到一个发展中国家和新兴经济体已经实行低利率和负利率。如果要从资本的回报率来讲实际利率，我觉得在理论上其实早就有了，从维克赛尔到凯恩斯，当然我们再往前也可以回到马克思的那个理论中，都是讲真实经济中资本的回报决定名义利率的走势。其实在理论上原有的这些问题都已经解决，就是名义利率处于低水平，反映了实际经济当中资本的回报率非常低。

今天我们讲这些发达经济体的低利率或者负利率都不约而同讲到增长的模式上，我们做宏观经济研究讲增长趋势的时候，隐隐约约感觉好像低利率、负利率、低增长天然地在我们先入为主的主观判断中，是一个不好的东西。但是反过来讲，我们要考虑是否有一个增长的极限，到了这个极限水平，增长率就是这么高，或者不能再高了。在这样一种情况下，整个老百姓的生活依然很舒服、很安逸，他们的福利都很好。从宏观经济学的角度来讲，可能就是这样一种模式对传统的增长理论带来了很大的挑战，我觉得这是一个新的可以拓展研究的领域。反过来，我觉得对中国来讲，如果真的有一天，我们的利率极低或者走向负利率，如果整个增长走向收敛，那个时候也许对老百姓真的是一件好事，我们都充

满了安全感。我觉得有一些问题可以再进一步地思考和研究。

殷剑峰：

因为提的问题太多了，我一时还没梳理过来。第一个是张斌提的全球趋缓是全球服务业化的一个特征。我最近也在思考一个问题，包括国外也在研究的问题，就是服务业化之后，它的增长率趋缓是不是一个假象。因为关于服务业的问题，鲍莫尔在20 世纪50 年代就提出服务业的成本病问题。比如交响乐团是服务业，100 年前演奏一场音乐会需要20 人，100 年后现在还是20 人，100 年前一场音乐会需要一个小时，现在还是一个小时，所以服务业的产出看起来就没有增长。再比如说手机，原来大砖头，现在可以玩游戏，但是统计上讲就是一个手机，增加一个功能在产出上没有任何变化。特别是美国人很关注这个问题，美国是以服务业为主的，他们现在很关注的问题就是服务业的产出被低估了。这个实际上也是现在国外在讨论的一个问题。

张斌说服务业是收入弹性大于1 的新产业，我也挺同意的，制造业的升级当然是，另外就是现代服务业的发展。全球服务业的增长分两个阶段：第一个阶段是20 世纪50 年代到80 年代，政府提供公共服务占比上升带动了服务业的增长；第二个阶段是信息技术革命，服务业产业化、可贸易化在不断提升。

张斌刚才提出，我这个背后确实有两部门的一个增长的框架，但在这个增长框架里面，如果只是封闭经济的话，比方说，像日本利率低就反映了资本的回报率低。因为随着资本的不断积累，收入的不断提高，资本回报率肯定会下降。在一个封闭的环境下，这种下降始终对应的是帕累托最优，潜在产出等于实际产出，没有失业。但是，在一个开放式的环境下，产业结构、资本结构、人口结构和面临的开放的全球结构不一样的时候，尽管资本回报率还是正的，但由于结构不匹配，就会产生失业。实际上我在这个分析框架中想特别表明的就是日本。在封闭经济框架下，如果没有任何摩擦，始终是均衡的，始终是最优的，利率再低也是最优的，古典经济学到现在已经说了无数遍。但是在一个开放的框架下，特别是考虑到名义利率零限制，会出现总需求不足的问题。

占军说的资本边际报酬低到什么程度算低，实际上我那个里面分析的就是，不是说低到什么程度算低，只要是封闭式经济，并且没有任何凯恩斯讲的摩擦，低到什么程度都是最优的。但是在开放条件下是对比，我的资本回报率比如是1%，你是5%，在开放条件下由于金融资本的流动，你就会对我产生影响。

关于金融相关率，中国需不需要发展金融业？肯定需要，不能从总量性的指标来看，要从一些结构性的指标，比方说股市、债市、融资的企业、投资的结构等，从这些角度来看，我觉得中国的金融业不是要不要发展的问题，它实际上是结构性的问题，跟实体经济面临的问题是一样的。我引用日裔经济学家一本书里面一个非常鲜明的观点，如果没有日本的公共财政对私人部门投资需求下滑的一个补充，日本的状况绝对没现在好，而且他认为，日本政府做得非常成功，他把日本20 多年的停滞和美国的大萧条做了一个对比，他认为与大萧条相比，日本实际上是非常成功的，就是说本来会更坏，但是由于公共财政投资，变得没有那么坏。我也同意。