



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

殷剑峰

国家金融与发展实验室

副主任

殷剑峰：

很荣幸能跟大家分享我最近这一点研究心得，现在负利率和低利率问题，实际上国际经济学界非常关注，是目前研讨的非常重要的一个话题。但是这个问题好像没有引起国内足够的重视，很多媒体报道是从货币政策、从短期的角度来看待这个问题，实际上它背后有一些长期性的因素。

我的演讲主要涉及五个方面：第一，负利率背后的宏观经济特征；第二，从托宾 q 的角度来分析导致负利率的因素，特别是影响投资需求的；第三，开放经济条件下托宾 q 会产生什么样的影响；第四，目前全球面临的产业结构的调整趋势；第五，启示和问题。

第一部分，负利率背后的宏观经济特征。

负利率最早是2014年9月欧洲中央银行对商业银行在央行的存款准备金超过限额的部分实施负利率，以后日本又跟进。从现在市场上的情况来看，银行间市场像欧洲、日本都已经是负利率，国债也是负利率，甚至高信用等级的公司债也是负利率了。那么对负利率现象怎么看？从实施负利率政策的原因角度来看，我想无非就两个：第一个是希望刺激通胀预期，减轻目前各国面临的通缩的压力；第二个是希望通过负利率逼迫商业银行和金融机构调整资产组合，将短期资金配置到长期资产，将无风险资产配置到风险资产。但是，这种做法能否改变目前负利率的状况呢？从1980年到2016年三个

主要经济发达国家美、日、德的一年期国债收益率，我们可以看得非常清楚，从1980 年以来，这三个国家的国债收益率是一直往下的，直到目前的负利率。所以从这个角度来看，目前的负利率只是过去30 多年全球主要发达国家利率不断下降趋势的一个延伸，一直降到零，最后变成了负值。

除了名义利率是这样，实际上这几个国家的CPI 消费价格指数从1980 年以来也是处于下降的态势。为什么这些国家的利率会长期低迷？特别像日本自1995 年以来它的利率就接近于零，已经有20 多年，直到现在的负利率。所以，要研究目前主要发达国家的负利率低利率问题，我想应该从日本说起。

在日本20 多年的零利率负利率过程中，有几个典型特征。首先是持续20 多年的通货紧缩，从PPI 通缩演化为CPI 通缩；然后总需求不振，而总需求不振的主要原因我们后面会看到，是投资需求萎靡；最后，家庭部门的两类收入——投资收入和工资收入下降。对于日本面临的20 多年的零利率负利率，其对应的经济基本面是长期停滞（secular stagnation）。对于长期停滞，国际经济学界事实上从日本泡沫经济危机之后就一直在讨论，比较有名的是1999 年克鲁格曼（Krugman）关于日本零利率的一篇文章。这两年的讨论也越来越多。我这里只引述日本经济学家的看法，可以看出实际上现在这个讨论还没有结束。

从需求侧角度来分析日本长期停滞A 以及零利率负利率原因的主要是伊藤隆敏（Ito）和日裔经济学家Richard Koo，他们认为日本的长期停滞主要在于货币政策和财政政策没有及时采取扩张政策。从供给侧来研究的是榊原英资和池田信夫，他们认为日本的长期停滞主要是供给侧结构性的问题，跟我们现在的提法也一样，比如说劳动力市场。对于总需求侧的分析，一个疑问是，日本为什么在二三十年的时间里，总需求政策都没能使日本摆脱长期停滞，摆脱零利率和负利率？对于总供给侧的分析，它需要回答一个问题：怎么来解释总需求的不足，特别是总需求中投资需求的不足？

这里我们可以给出日本长期停滞的一些主要特征。第一，实际GDP 增速大幅度下降，名义GDP 大幅度萎缩。以1995 年为基期，到2014 年日本实际GDP 是116，大概20 多年时间复合增长率只有百分之零点几。从名义GDP 看，同样

以1995年为基期，我们可以看到，到2014年日本的名义GDP只相当于1995年的86%。

第二，20多年的通缩。首先是从1991年到2004年的PPI通缩，然后1997年亚洲金融危机之后又从1998年开始进入了CPI通缩。从PPI通缩到CPI通缩的一个传导机制，是日本的工资增长率开始变成负增长。

第三，投资萎靡。日本长期停滞甚至衰退背后是总需求哪个成分造成的呢？这里给出了日本名义GDP和名义GDP的三个构成：私人部门的消费长期停滞，但至少没有减少；政府部门的消费是在不断上升的，反映了政府财政扩张政策的效率；唯一下降的是投资。所以投资需求的萎靡构成了总需求下降的关键，构成了日本长期停滞的一个直接因素。日本的投资率也反映了投资需求的萎靡。我们可以看到，从1990年泡沫经济危机开始，日本的投资率从33%持续下降，到2010年为20%，下降了13个百分点。

所以，对于零利率背后的长期停滞，无论是从总供给侧来解释，还是从总需求侧来解释，都必须回答一个核心问题：为什么投资会下降？

第四，家庭财产和工资收入下降。以1994年为基期，到2014年日本家庭的工资收入是1994年的92%，日本家庭的财产收入是1994年的57%。家庭部门的两类收入，尤其是财产收入，出现了非常明显的下降。

总之，如果要做一个完整分析零利率负利率和长期停滞的理论框架的话，那么，上述各个特征，经济下滑、投资需求的下降、通货紧缩、工资财产收入的下降等，都需要得到合理解释。

第二部分，从托宾 q 来分析投资需求。

解释投资需求下降的一个基本分析框架是托宾 q 。托宾 q 实际上就是指企业发行证券的单位价值，它等于资本的边际报酬（MPK）比上名义利率（ i ）加上风险升水（ σ ）减去通货膨胀率（ π ），就是企业部门借款的真实利率。为什么要加上风险升水呢？因为前面我们看到国债收益率它可以到零到负，但是企业借钱它是有一个风险升水的，它达不到国债的收益率水平，所以必须有一

个风险升水。托宾 q 如果大于1，意味着企业的边际报酬大于企业借款的真实成本，这个时候企业就会增加投资。否则，如果托宾 q 小于等于1，企业就不会投资。需要注意的是，一旦固定资本形成之后，例如土地、厂房、机器设备形成之后，很难通过负投资去将这些实物资本消灭，这是实物资本和金融资本最大的不同。所以，决定投资需求的两个要素是什么呢？一个就是借款的真实利率，一个就是资本的边际报酬。在通胀率或通缩率一定的情况下——我们随后讨论通胀通缩的问题，借款的真实利率取决于借款的名义利率，而借款的名义利率又等于无风险利率加上风险升水。

所以这时候就要提个问题，长期的零利率甚至负利率，即无风险利率是零或者是负，企业为什么还不借款投资呢？第一种可能性就是风险升水上升，比方说由于企业的负债率、杠杆率过高。但是，风险升水上升的这个猜测可以简单地排除掉。以一年日本企业债收益率和一年期国债利率之间的信用利差为例，虽然在1997年亚洲金融危机和此次全球金融危机的时候信用利差非常高，但是，目前是1997年以来信用利差最低的时期，所以，用风险升水的上升来分析企业到现在还不愿意投资，这个好像解释不过去。从更长的时间段来看，自1980年以来，日本长期贷款利率和一年期国债利率之间的信用利差在1990年泡沫危机后曾经很高，但趋势是持续下降的。所以，企业不愿投资不是因为风险升水上升导致的名义借款利率上升。

第二种可能性就是资本边际报酬出现下降，而且是显著下降。资本边际报酬取决于有效劳动的资本密集度，就是资本除上劳动生产率 A 和劳动力 L 。类似于增长因素的分解一样，资本边际报酬的变化可以分解成三个因素：第一，是劳动生产率的变化；第二，是劳动力的变化；第三，是资本存量的变化。从资本边际报酬的角度来解释企业不愿意投资，无非就是三个因素：劳动生产率、劳动力和资本存量。

从增量资本产出比——经济增长率每上升1个百分点投资率需要上升的倍数——可以看出日本资本边际报酬的下降趋势。增量资本产出比越高，说明资本边际报酬越低。从美、日、德还有欧元区的增量资本产出比可以看到，日本的增量资本产出比，从泡沫经济破裂之后即1990年之后就出现了急速的上升，

超过了美国和德国。同样面临负利率问题的欧元区，其增量资本产出比在2008年之后也出现了急速上升。

影响资本边际报酬的一个因素就是劳动力。从美、日、德三国劳动年龄人口占总人口的比重我们可以看到，日本劳动年龄人口占总人口的比重从1991年、1992年开始出现绝对性的下降，下降的速度比德国还快。令人很奇怪的是美国，美国的状况是最好的，美国虽然有波动，但是劳动年龄人口占比在这三个国家中是最高的。劳动年龄人口占比下降，在就业率一定的情况下，劳动力下降，从而导致资本边际报酬下降。

影响资本边际报酬的另一个因素就是存量资本过多，这也会导致资本边际报酬下降。这里我用了一个可能不是太准确的指标，就是美、日、德国家资产负债表中扣除金融资产和无形资产之后的人均固定资产来反映它的资本存量，固定资产包括厂房、土地、机器设备等。我们可以看到，在2003年之前，日本的人均固定资产是三个国家中最高的，人均固定资产大概在40万到45万美元。2003年之后，有意思的现象是美国的人均固定资产开始超过日本，实际上反映了美国房地产市场的火热。令人奇怪的是，德国的人均固定资产低得多，而与德国较低的人均固定资产相对应的是前面提到的德国较低的增量资本产出比。

所以，如果资本边际报酬因为劳动生产率、劳动力、资本存量等三个因素而不断下降，它会导致一个什么结果呢？在均衡条件下，托宾 q 等于1，如果资本边际报酬不断下降，风险升水假设不变，通货膨胀率或者通货紧缩率不变，资本边际报酬不断往下降，名义利率就不断往下降。最终，名义利率可能会因为资本边际报酬下降为零。当名义利率为零的时候，资本边际报酬就等于负的通货膨胀率，或者资本边际报酬就等于通货紧缩率。如果资本边际报酬再进一步下降，由于一般企业借款的名义利率是不可能到零以下的，这个时候，借款的真实利率被锁定在通货紧缩率上。真实利率被锁定在通货紧缩率上，而资本的边际报酬小于真实利率，意味着托宾 q 小于1。这就意味着，存量资本太多，有效劳动的资本密集度太大，这个时候就不会有任何新的投资。无论你怎么刺激，通过扩张的货币政策，或者通过扩张的财政政策，当 q 小于1的时候，企业就不会投资。

在名义利率被锁定在零、真实利率为通货紧缩率的时候，由于资本边际报酬小于真实利率，第二个结果是什么呢？第二个结果就是工资收入下降，因为我们知道工资收入等于总收入减去资本收入。如果资本存量不变，真实利率大于让 q 等于1 的利率，这就意味着，企业支付的资本成本太多，在总收入不变的情况下，总的工资收入就要下降。总的工资收入下降，要么是每个工人的平均工资下降，要么是解雇，工人的人数减少，就出现了失业。

日本在1997 年亚洲金融危机之后，大企业曾经有大规模解雇员工的现象。但是，日本的工会和大企业达成一个共识，达成一个协议，就是企业不解雇工人，但是可以下调工资。这就是日本虽然从表面上看它的就业率还不错，失业率不高，但是家庭部门工资收入不断下降的原因，这方面文献像榊原英资、池田信夫的书里面都有介绍。

第三个结果就是资产收益率下降。资本边际报酬不断下降，意味着 q 不仅小于1，而且也不断下降。这个时候，家庭部门投资的资本收益就会小于零。最终的结果，就有可能导致整个家庭部门的投资收益小于零。这也是目前国际经济学界认为日本的自然利率——达到均衡条件的真实利率应该小于零的一个原因。我们可以看到，目前随着通货紧缩，日本的真实利率，特别是以PPI 来计算的真实利率，是在不断上升的，德国也是这样。

第三部分，开放条件下的托宾 q 分析。

刚才只是从封闭条件下做的分析，目前关于日本长期停滞的研究无论从总供给侧还是从总需求侧做的分析，都有一个共同的缺陷，就是基本上没有考虑在一个开放条件下分析日本长期停滞的问题。开放条件会使得前面分析的零利率负利率迅速实现。

日本经济在1990 年泡沫经济危机之后陷入长期停滞，被忽略的最重要的外部条件有两个：一个是1989 年之后，两个世界的合并，苏联东欧合并成为一个统一的全球市场，其中最为重要的是中国的崛起；第二个事件，就是美国引领的信息技术革命，它导致全球产业结构发生变化。这两个条件，使得日本的资本边际报酬与开放的外部环境相比迅速下降。

我们目前讲这个开放经济，开放经济究竟是什么意思呢？实际上有三个意思。第一，金融资本是自由流动的，这就意味着，在国内投资企业的股权价值与在国外投资的价值必须相等，意味着国内的 q 应该跟国外的 q ，考虑汇率之后的 q ，应该相等。第二，实物资本难以调整。已经在本国投资形成的厂房、机器设备是很难消灭的，也不可能转移到国外。这决定了资本存量一旦形成，就很难通过负的投资来减少，也就意味着你的资本边际报酬被锁定。第三，劳动力几乎不能移动，这意味着资本存量较高的国家很难通过移民来降低资本密集度。这三个条件一摆下来，就意味着在开放条件下，资本存量高、劳动力少、资本边际报酬低的国家会更快遭遇零利率底线。我们给出这么一个等式，大家就可以看得更清楚。要使国内的 q 和国外的 q 相等，在两国的生产函数差不多的情况下，就意味着两国有效劳动的资本密集度必须相等。在实物资本被锁定的情况下，要提高资本的边际报酬就需要通过提高劳动生产率或者增加劳动力，来降低有效劳动的资本密集度。

我们这里可以想象下，在日本1990年泡沫经济危机之后，两个世界合并，中国开始加入全球经济贸易体系。我们假设，在1990年日本和中国的有效资本密集度是相等的，也就是说这两个国家的资本边际报酬是相等的， q 也是相等的，那么我们来做一个思想实验：这个时候，中国突然涌入全球市场，那么会出现什么变化呢？第一个变化是劳动力数量的相对变化，从1953年到2014年日本就业人口与中国非农就业人口的比重——为什么是非农就业人口呢？因为农业就业人口不加入全球的竞争——可以看到，在1958年“大跃进”之后，日本的就业人口相当于中国非农就业人口的98.32%，到中国改革开放的1978年是45.69%，到日本泡沫经济危机之后的1993年是22.14%，到2014年是11.66%。也就是说，到2014年日本就业人口只相当于中国非农就业人口10%多一点。再来看日本第二产业就业人口相当于中国第二产业就业人口的比重：1993年是14.78%，到2014年是7.03%，下降了一半多。

我们还要比较中日两国的劳动生产率，因为没有这样的指标，我们就用人均GDP来代替。可以看到，以名义GDP来计算，在日本泡沫经济破裂之后的

1993年，日本人均GDP是中国的94.84倍，到2014年降到4.77倍。如果用购买力平价来衡量的话，1993年日本是中国的15.87倍，2014年不到3倍。

这个比较是什么意思呢？我们假设，在泡沫经济危机之后，比方说1993年，中日有效劳动的资本密集度是相等的，也就是中日的资本边际报酬是相等的情况下，那么，从1993年到2014年，日本劳动力至少减少了一半，无论按非农产业还是按制造业就业来计算。名义GDP，日本相当于中国的倍数，相对下降25倍，或者按PPP来算下降3倍。合在一起就意味着，如果1993年两国的资本密集度相等，到2014年日本的有效劳动的资本密集度至少是中国的11倍。如果两国生产函数大体相同，这就意味着日本的资本边际报酬相当于中国的资本边际报酬下降了11倍。

日本的资本边际报酬相当于中国的资本边际报酬下降11倍，这意味着什么？我们假设刚开始两国的 q 是相等的，我们不考虑汇率因素，假设日本的资本边际报酬相对于中国下降11倍，在通货膨胀率或者通货紧缩率不变的情况下，意味着日本的名义利率在此期间相对于中国要下降11倍。也就是说，在开放条件下，即使日本的资本边际报酬依然是大于零，相对资本边际报酬下降得过快会使名义利率很快就会触碰到零底线。

在资本边际报酬下降的过程中，一方面名义利率可以下降，但另一方面，如果通货膨胀率能够上去，这个分母的真实利率也可以下来，也可以解决国内和国外 q 相等的问题。

所以这里就有一个问题，为什么日本不能够用通货膨胀替代名义利率的下降？我这里给出两个解释。第一个解释是在开放条件下，金融市场的反应比商品市场的反应要快，商品价格的调整远远比利率的调整要慢得多，特别是考虑到商品市场，包括劳动力市场存在的价格黏性。名义利率的迅速下降，大家可以看这个公式，这是一个利率平价公式，名义利率的迅速下降，就会形成一个对本币升值的预期。当名义利率跌到零之后，本币的升值速度就等于国外的利率水平。所以，在名义利率迅速下降的过程中，通过本币升值预期，就会形成一个通货紧缩压力。从1990年到2016年日元兑美元的名义汇率看，虽然有波

动，但是总体的趋势是在下降的，也就是日元名义汇率存在升值的这么一个态势。不能用通货膨胀率替代名义利率下降的第二个原因是可贸易价格受到购买力平价的约束。由于包括中国在内的新兴经济体的工业化，可贸易品，特别是制造业产品的供给迅速增加，这就会导致全球制造业产品价格的下降。另外，如果远期汇率预期是升值的，国内未来可贸易品的价格预期也是下降的——通缩。我们来看日本CPI 的两个构成，一个是服务，一个是耐用消费品。很清楚，耐用消费品的价格从20 世纪90 年代持续下降，服务品价格在亚洲金融危机之后就基本陷入停滞状况。我们后面还会看美国的情况，跟这个正好相反。

第四部分，全球产业结构的调整趋势。

在开放条件下看待日本的这个问题，日本实际上还面临两个供给侧结构性问题。首先是一个僵尸企业问题。根据美国一个学者的研究，日本长期的投资需求不振，跟僵尸企业处理太慢有关。他比较了按资产加权的僵尸企业数量占比，从1993 年一直到2001 年，始终维持在14% 左右。他认为僵尸企业从两个方面影响了日本的供给和需求，首先压低了市场价格，抬高了资本和劳动力的要素价格，其次挤出了新投资和新企业。他认为日本僵尸企业难以清除的原因（这个跟日本的一些经济学家看法相同）有三个：第一个是政治因素，实际上背后是就业问题；第二个是银行为了防止呆坏账，变成现实的呆坏账，推动的借新还旧；第三个是社会压力。不过，僵尸企业问题在2001 年之后逐渐得到解决。包括Richard Koo 在分析日本企业的资产负债表的时候，也指出日本企业的资产负债表在不断地改善。所以，僵尸企业问题还不能完全解释日本的长期停滞。

关键的因素是产业结构问题。在工业化基本完成之后，日本的服务业很落后，这也是美国一个学者统计的日本服务业的全要素生产率和制造业全要素生产率，可以看到服务业的全要素生产率是在不断下降的。在服务业全要素生产率不断下降的过程中，日本实际上跟其他发达国家一样，都在趋向服务业化，而制造业受到国际市场的竞争。

实际上日本最重要的问题就是一个产业结构问题，在开放条件下产业结构不适应全球格局的问题。可以看到，特别是从2000年信息技术革命之后，全球服务业的增加值非常快，到2014年全球服务业的增加值是46万亿美元，制造业的增加值只有12万亿美元。同时，服务业的可贸易化程度在不断地加快。所以，全球在进入一个后工业化时代。但是，日本在工业化完成之后，很显然不适应全球产业结构的变化。

所以这里就提到为什么美国没有像日本那样面临那么大的通缩压力，为什么美国的增长率要比日本好得多。我们结合美国CPI中两类商品服务的价格，一个是服务，一个是耐用消费品，可以看到美国的服务品价格是在持续上升的，而美国的耐用消费品价格虽然在下跌，但基本稳定。这与前面看到的日本情况正好相反。但是，这两个国家的相对价格都遵循巴拉萨-萨缪尔森效应，两个国家的服务价格相对于耐用消费品的相对价格持续上升。因为我们知道，巴拉萨-萨缪尔森效应讲的是随着人均收入的不断提高，非贸易品的价格相对于贸易品的价格持续上升。从日、美的比较来看，都符合这个规律。但是，美国是用服务品价格的上升来实现相对价格的变化，而日本是用制造业价格的下跌来实现了这个变化。这个背后反映的是两个国家在产业结构调整方面截然不同的路径，日本一直是制造业的比重非常大，而美国特别是在信息技术革命之后，转向了服务业。

比较一下日本和美国两个国家的产业结构可以看得很清楚。从服务业产值占GDP的比重看，美国比日本高大概10个到20个百分点，就业结构差不多。从两个国家服务业对外贸易就可以看到两国服务业的效率差异了：从2000年到2014年，美国的服务业出口和进口都远远高于日本，而且美国服务业是贸易顺差，而日本服务业是贸易逆差。这种贸易顺差和逆差的格局直接反映了两个国家服务业在全球竞争中的比较优势。当然我们还可以进一步分析美国和日本服务业出口的各类的比重，可以看到，日本服务业出口主要靠的是旅游、运输，而美国主要靠的是与信息技术相关，与金融服务和商业服务相关的现代服务业。这种产业结构的差异实际上也反映了日本在开放条件下面临的两个问题：不适应中国的崛起，不适应美国的信息技术革命。

第五部分，启示和问题。

那么对中国的启示呢，我想有三个启示吧。第一个是迅速处理僵尸企业，第二个是制造业继续转型升级，第三个是发展现代服务业。我想可能发展现代服务业更为重要，但目前我们的服务业很落后。对此，张平所长曾经给上海做过一个全球服务业的比较，还得到当时上海市委书记俞正声的高度认可。

中国现在发展服务业已经到了一个非常紧要的关头，但目前有三个障碍。第一个，制造业的服务化，特别是国企改革。第二个，服务业的产业化，就像我们社科院这种事业单位，如果不改，科教文卫这个现代服务业没戏。第三个，也是更为基础的，是知识信息思想的自由生成和传播，这是现代服务业发展的基础。日本榊原英资、池田信夫他们在谈日本供给侧结构性问题的时候，他们也深刻认识到，日本在信息技术革命之后，现代服务业没发展起来。为什么没发展起来？他们认为原因在于日本强调集体主义、强调服从的文化因素和日本落后的教育等。

我们国家正在服务化，1994 年三产就业超过了二产，2012 年GDP 中，三产超过了二产，但效率低下。为什么效率低下？这个道理很简单，1994 年就业人数三产超过了二产，直到2012 年三产的增加值才超过二产，说明三产的劳动生产率非常低。我们国家第三产业的劳动生产率非常低，甚至比农业还低，最高的是制造业，其次是农业，最差的就是第三产业。另外，服务贸易逆差持续扩大也反映了我们服务业的低效率。进一步对我们服务业的出口进行一个分解，跟日本一样，主要靠的是旅游、运输这些比较低层次的服务业。

不过，最近我国的服务业出现一个新的特点：“虚胖”的金融业。从中、美、日三国1979~2015 年金融业增加值占GDP 的比重我们看到，从2005 年开始，中国金融业增加值占比不断上升，2008 年超过日本，2013 年我们就超过了美国，2015 年达到历史性的8.5%。全球可能只有一个英国，曾经达到这个水平。

我国金融业的“虚胖”表现在三个方面。第一，如果金融和实体经济发展同步的话，我们人均GDP 大概相当于美国、日本20 世纪七八十年代水平，那个时候它们的金融业增加值只占GDP 的5% 左右，我们现在占8.5%。

第二，进一步从金融业增加值占整个服务业增加值的比重来看，2015 年中国是18%，服务业中将近1/5 是金融业，美国是9%，日本是7%，我国是美国、日本的两倍多。

第三，不考虑PTP 这些非正规部门的，我们金融业正规的就业人员大概600 万人，美国是800 万人。如果我们按6.5 的汇率来换算，我们金融业人均增加值是15 万美元，美国是16 万美元。我们金融业的增加值跟美国差不多，金融业的中国梦好像已经实现，但这个梦很可能不是好梦——因为从日本的经验来看，在1990 年金融业增加值占GDP 比重达到历史峰值以后直线下降。

我们金融业的“虚胖”主要靠的是什么呢？进一步对比了金融业增加值占比和杠杆率。从2005~2015 年实体经济部门的杠杆率和金融业增加值可以看到，两者高度相关。金融部门的杠杆率，指的是金融部门相互负债，比如说银行同业之间，银行和非银行金融机构之间，或者金融机构在债券市场买金融债，构成金融业的内部负债。金融业的内部负债比上GDP，这个杠杆是多少呢？去年接近90%。将金融部门的杠杆率和金融业增加值占比合在一起，两者也是高度相关。所以未来去杠杆的话，我们国家金融业增加值的占比很可能出现一个变化。

因为我讨论的是负利率和全球利率趋势，我一直在找一个能够反映比较长时间全球利率的一个指标，我那天无意中找到了。这就是穆迪和标普评的Aaa 和Baa 两个信用等级的美国公司债的收益率。从1919 年一直到今年，我们大体可以看到一个长期的趋势，大体可以用30 年来划分。第一个30 年是从1929 年大萧条之后，利率持续下降，下降到1950 年。上世纪50 年代开始上升，一直到80 年代。然后80 年代持续下降，直到现在。这个变化趋势每个阶段大体就是30年。未来全球的利率会不会终止这种下降的态势而往上升，比方说，在全球都实行量化宽松的背景下，会不会改变当初日本央行独家所无法做到的事情，就是从通货紧缩变成通货膨胀，比方说能源价格开始反弹。这个问题我觉得需要考虑。

第二个问题就是目前我们国家债券市场频发的信用事件。我们可以看到，评级Bbb 的信用利差已经超过10%，并且还在上升。债券市场的信用利差持续上

升会不会引发流动性风险？我觉得债市和货币市场，特别是还有货币市场基金，资产组合中有很多短融，企业发的短融实际上都是风险点。债市一旦出问题，跟原来的股市和汇市恐怕不一样。因为美国2008年次贷危机变成流动性危机变成全球危机，就是债市和货币市场的问题。

第三个就是我们国家的利率，我们看到以隔夜拆借利率为例，实际上没什么变化。从2003 年到现在，均值在2% 左右，没什么明显的变化。但是我们以PPI 来计算的真实利率在2010 年之后出现了非常明显的上升，这与我们国家2003 年到2008 年繁荣时期完全不同。2003 年到2008 年经济繁荣时，真实利率都是负的。所以我们国家名义利率，随着前面债市讲的风险升水的上升，要求名义利率往下降的，会不会出现其他国家出现的零利率？这个我也是没想明白，请各位专家赐教。

主持人：李扬

谢谢剑峰，做了一个全面的分析。以日本为例，把一个理论架构阐述，然后对中国做了一些引申。我们研究国外还是为了回头看中国。比如说，他说到零利率低利率的三个原因、资本边际报酬下降、劳动年龄人口占比下降、存量资本上升的问题，应当说在中国都存在。也很高兴的是我们针对这样一些问题也都有对应的措施，比如说资本边际报酬率下降，我们搞创新，习主席提出创新创新再创新，而且刚刚开过全国创新大会，也看到了资本边际报酬下降的这个问题。劳动年龄人口占比下降，我们实施两孩政策，因为按照惯例，从一孩政策到两孩政策，应当会有一个漫长的博弈过程，中央还是看得很清楚，根本就不讨论这个事情，迅速就变成两孩政策，表明我们也高度认识到人口结构恶化的不良后果。关于存量资本的问题，我们在推行去产能、去库存，钢铁、煤炭行业都有些实在的措施。我总的看法是，国际上的经验，特别是针对这种长期的事情，一定对中国是有意义的。甚至可以说，中国没有逃脱这样一些问题。当然，相比而言，日本的事情恐怕更有借鉴意义，在地理位置上都是东方国家，

政治结构、经济结构、历史、文化等更相似，因此要注意对它的分析，以此为基础，展开对中国的研究。

这个研究与我们看到的很多研究相比，还有一个好处是把它开放了。刚才我们说的所有问题都是关着门在说问题，但现在这个世界是开放的。虽然总体来说全球化的步调自危机以来在停止，甚至在“去全球化”，但是大家注意，金融的全球化还在深入，因为整个经济的金融化还在进行。今后我们面对的是一个高度金融化的世界，所以，对于全球化的影响，也要有高度的关注。

他这个分析有两个问题。一个就是世界市场的整合问题，这个应当说是我们金融所，我们社科院经济学部的传统，我跟晓晶在写《失衡与再平衡》的时候，讲到了国际货币制度，我们第一次指出了两个世界的合并，或者说，苏联东欧集团的解体对于整个国际货币制度至关重要的意义。原来按照斯大林的说法是两个平行的世界，苏联东欧这个世界论面积比那个大，论人口比那个多，论技术反正至少不差，受教育程度也比那个好，劳动人口也多，但是这么一个集团整个就崩溃了。用我们的话说，它们的货币集体向美元投诚，都去跟美元挂钩，才成就了美元又一次的崛起，成就了布雷顿森林体系。剑峰今天的讲话就是从其他一些方面，特别是从实体经济方面进一步来分析了这样一种现象。所以我们以后研究这个问题的时候，特别是研究历史问题的时候，一说世界，不要只看着以美国为首的西方资本主义世界。世界本来是有两个世界，20世纪前半叶，以苏联为首的那个世界，比以美国为首的那个世界日子过得好，后来故步自封，才造成20世纪末的一个大变局。我们的所有研究要加上这个因素，这个因素太大了，就是翻一番的变化。包括伯南克、格林斯潘都敏锐地注意到苏联东欧的解体、中国的崛起，对于这个世界各种各样现象的决定性影响。劳动力翻一番，利率下降，物价水平保持在可以接受的程度上，都是与这个变化有关。所以我觉得以后再研究这样一些问题需要对这样一个因素多考虑一些。

再一个问题就是讲的国际问题，他讲到一个因素是科技革命。信息技术、互联网等，中国政府应该说也是建基很早，李克强总理老是说“互联网+”，有些人都已经觉得好像说得太多了，现在看来说得不多，还要说得更实一点，要实实在在地把新一轮的科技革命在中国扎下来。这次创新大会也列了很多项目

它的影响堪比上一次科学大会，意义应当说也是很大的，它在强调科学的同时也强调技术，以及技术的产业化。

还有一个值得注意的是汇率问题。他在分析利率时谈汇率其实告诉我们一个转折，今后汇率将主要受利率变化的影响，这和以前不同了。以前很多人说人民币的汇率不会如何，说的是我们实体经济很强劲，那个背后是一套理论体系，就是国际收支的状况决定汇率水平，但是市场就不听你的，你说市场如何好，如何强劲，但是人民币的汇率还是不可遏止地下陷。除了恶意看空，还有一些变化中不适应的因素，一个很重要的因素就是随着市场化的程度逐渐提升，汇率的利率平价理论可能更多地发挥作用，利率对于各国汇率的走势可能产生更大的影响。中国目前利率很乱，什么是中国的基准利率？这个问题说不清楚。完全放开中国利率应当是零，现在因为重重的管制，重重的制约，所以利率不能够充分地反映中国真实的储蓄和投资的关系，不能真实地反映中国的资金供应和需求的关系。在一个扭曲的结构下，来搞宏观调控，在扭曲的结构下，来搞汇率调控，这就有问题。所以我们今天在讨论利率，其实顺便把汇率问题又给扫了一遍。

其他还有很多，比如说服务业的问题，也是我们这边的传统。我们的优良传统就是谈服务业、制造业结构的变化，考虑深藏在背后的劳动生产率的差异，这个差异如何使得一个值得肯定的、骄傲的结构变化，变成了一个劳动生产率下降的结果，进而变成了一个经济增长速度不断下降的结果。我倾向于认为他指出了一个规律，无非是要让当局、让有关部门研究者知道有这个规律，我们现在正沿着这个规律一点都不差地在走，也不值得大惊小怪。当然在这个过程中，需要发展现代服务业，提高服务业的劳动生产率，发展生产性服务业，我总的感觉是服务业不能够就服务业来说服务业，一定是在制造业充分分工的基础上发展出来的服务业才是有效的。

最后的问题也与我们上次的讨论有点关系，中国现在的金融业“虚胖”。大家看到了这个事情它不正常的地方。随着经济增长速度逐渐下滑，中国可能会有一次消灭掉一些资产的过程，现在的不良资产除了银行不良贷款，债券市

场上的信用违约，再多一块影子银行，比上个世纪末本世纪初解决不良资产的问题多了很多复杂的因素。