

# 长期性停滞与持续低利率

□ 李宏瑾

中国人民银行 研究局 北京 100800

## 一、引言

2008 年全球金融危机后,虽然主要国家中央银行采取了前所未有的非常规宽松货币政策,但各国经济复苏进程缓慢,政策效果远远逊于预期。由此,Summers(2013)重新提出由 Hansen(1939)首创的“长期性停滞”(secular stagnation)假说,引起了学术界特别是决策层的高度重视。例如,很多美国官方机构(CEA, 2015; EOP, 2015)和 IMF(2014)、OECD(2014)等国际组织都指出,全球金融危机后在生产率和人口增速放缓等因素共同作用下,以美国为代表的主要经济体长期潜在产出增速和实际利率出现趋势性下降。另外,新兴经济体经济增速也明显下降。可见,长期性停滞或许是各国共同面临的现象。按照 Summers(2014)的说法,长期性停滞是我们这个时代的主题。长期性停滞主要是指在巨大的危机冲击下,由于潜在产出增速的下降,实际利率出现持续性下降,货币政策只能长期维持前所未有的低利率水平。

## 二、自然利率及其与潜在产出增速的关系

(一)自然利率及其在货币理论和政策中的作用。20 世纪 80 年代中期以来,主要国家中央银行普遍采取了仅盯住短端(主要是隔夜)政策利率并(隐含地)遵循泰勒规则进行利率决策的货币政策模式,为之后长达二十余年的“大缓和”时代营造了良好的货币环境(Gambetti 和 Gali, 2009)。根据泰勒规则(Taylor, 1993),名义利率应在均衡实际利率基础上,根据产出和通胀缺口情况进行调整。其中,均衡实际利率与 Wicksell(1936)的自然利率是一致的,即与经济的长期潜在产出(或最大就业)和稳定通胀相符的短期实际利率(Yellen, 2015; Fischer, 2016),又称“中性利率”(Blinder, 1998)。

虽然自然利率在泰勒规则和利率决策中非常重要,但作为不可观测的潜在变量,自然利率一度被认

为仅是理论的抽象而难以准确估计(Blinder, 1998)。Taylor(1993)只是根据样本期内美国 2.2% 的平均产出增速将均衡实际利率设定为 2%。Wicksell(1936)提出中央银行应以价格水平稳定为目标,并按照简单利率规则进行货币调控。就现代货币政策而言,Wicksell 规则相当于一旦通胀高于目标,中央银行就应提高利率;若通胀低于目标,则降低利率;通胀稳定时所对应的实际利率就是自然利率。理论上这个方法可以扩展为类似于美联储以通胀和最大就业为目标的货币反应函数(Fischer, 2016)。

(二)自然利率与潜在产出增速的关系。Woodford(2003)在新凯恩斯主义基础上提出并倡导新魏克赛尔(Neo-Wicksellian)框架,将均衡利率或魏克赛尔自然利率定义为其他情况不变条件下,不存在价格或工资黏性且与稳态增长路径相符的实际利率,也即自然利率与经济价格黏性和货币政策无关,这与 Wicksell(1936)的观点是一致的。在以新凯恩斯主义为基础的新魏克赛尔框架下,可以同时得到自然利率和潜在产出增速的表达式,从而非常方便地讨论潜在产出增速(长期性停滞)与自然利率(持续低利率)的关系。

潜在产出增速和自然利率与技术和劳动力的变化密切相关,因而对长期性停滞的分析主要围绕技术和人口因素展开(Cordon, 2014, 2016),但是对技术进步和人口变化趋势的讨论仍主要是侧重于现象的认识,而非增长机制理论分析,如技术扩散与赶超收敛机制(Barro 和 Sala-i-Martin, 2010),更多属于对全球金融危机对技术进步、要素贡献及其他影响经济增长因素冲击影响的经验研究,在经济长期增长理论方面并没有重要突破。

(三)主要经济体自然利率变化趋势。虽然 Woodford(2003)提出新魏克赛尔框架后,涌现出很多自然利率的估计方法,但最早由 Neiss 和 Nelson(2003)提出的结构性模型 DSGE 方法、Laubach 和

Williams(2003)提出的基于半结构模型的状态空间法(LW方法),仍然是当前估计自然利率最主要的方法。虽然方法不同,估计结果存在差异,但对主要经济体的估计表明,全球金融危机后其自然利率水平都出现了明显的趋势性下降,由此长期性停滞和持续低利率成为各方非常关注的问题。

### 三、长期性停滞和持续低利率的成因

**(一)技术进步。**新古典和内生增长理论都强调技术进步在长期经济增长中的作用。对美国和其他主要国家全要素生产率(TFP)的估算表明,全球金融危机后TFP增速出现了明显的趋势性下降。Fernald和Jones(2014)的估算表明,1950—2007年美国TFP对GDP增长的拉动高达1.6%,在年均2%的人均GDP增长中贡献了将近80%。Gordon(2014)预测未来20—50年美国的TFP年均增速仅为1%,这意味着未来经济增长和利率也将保持在较低的水平。很多对美国TFP的估算研究也表明,全球金融危机后美国的TFP增速确实出现了明显的下降。

技术前沿国家研发收益下降和技术进步放缓是长期性停滞的主要原因。Gordon(2014、2016)指出,工业革命之前的技术进步和TFP增长几乎为零,二战后特别是20世纪90年代以来,推动经济快速发展的信息通讯技术已达到顶峰,对TFP的促进作用日益下降,这得到了很多经验研究的支持(Byrne等,2013;Fernald和Wang,2015)。2008年全球金融危机后,主要发达国家研发占GDP比重停滞不前甚至下降。Crafts(2016)指出,“大萧条”严重恶化了TFP,只是人口死亡率和预期寿命的改善抵消了TFP下降的影响;鉴于当前人口形势改进空间有限,未来经济将更为悲观。虽然信息通讯技术极大促进了生产率提高,但很多部门(如餐饮)并没有明显变化,80%的研发集中于仅占GDP不到5%的行业,即使未来技术出现重大变革,其对经济的带动作用也非常有限。

向技术前沿国家收敛的赶超型增长是全球经济增长的重要动力,Summers(2013)、Gordon(2014)也承认后进国家仍可能在前沿技术放缓条件下取得较快增长。但Rachel和Smith(2015)指出,信息通讯技术对西欧各国增长的推动作用似乎不如美国那样明显,拉美、东亚等新兴经济体赶超过程受到金融危机的冲击而不得不中断,中国也面临经济增长放缓问题。事实上,所有新兴市场和发展中经济体都面临增长突然失速的考验。新兴经济体在经过一段时期的赶超型增长后,向前沿国家收敛的空间将越来越有限,全球金融危机后其经济的赶超速度较危机前已明显下降。

**(二)人力资本和劳动力人口数量。**Fernald和Jones(2014)的估算表明,1950—2007年人力资本提高对美国人均GDP的拉动约为0.4个百分点,对GDP增长的贡献为20%。Jorgenson等(2005)发现人力资本积累增速明显放缓,1995年以来人力资本对美国经济增长的拉动作用下降了0.1~0.2个百分点(Jorgenson和Vu,2010)。Byrne等(2013)的研究也支持该结论。

老龄化对经济的负向冲击是很多发达国家面临的严峻问题,特别是对日本“失去的20年”产生了重要的影响(Beane等,2014)。劳动力数量不仅对要素投入规模非常重要,还对技术进步存在直接和间接的影响(Jones,2002)。Hansen(1939)提出长期性停滞主要就是源于对人口在经济增长中作用的认识,指出人口增速的下降及缺乏重大技术创新不仅会导致长期停滞,还会使经济复苏无法恢复至充分就业状态。老龄化还会通过边际消费倾向的变化影响储蓄率并改变利率长期趋势,导致美国自然利率下降75~125个基点(Gagnon等,2016;Carvalho等,2016)。

美国劳动参与率和工作时间的趋势性下降也是影响经济增长和利率水平非常重要的因素。二战后观念的开放以及技术进步使得大量女性参与劳动力市场,推动了劳动参与率的迅速上升。但是20世纪90年代中期以来,美国女性劳动参与率达到顶峰并呈下降态势。特别是随着“婴儿潮”人口逐步进入退休阶段,劳动参与率持续下降。全球金融危机后平均工作时间明显低于危机前水平,这进一步加剧了人口因素对经济的负面作用。

**(三)影响潜在产出增速和自然利率水平的其他因素。**很多研究都指出,全球金融危机冲击对以下因素产生了非常重要的影响。

1.金融危机冲击导致的投资风险偏好和期限溢价的变化。面对持续恶化且不确定性迅速增加的经济环境,经济主体对风险表现出极端的厌恶(Hall,2016),对政府债券等无风险资产的需求迅速上升。Beane等(2014)的估算表明,投资风险偏好大幅上升和无风险资产收益率下降使得风险溢价上升了100个基点,从而导致可贷资金下降,无风险利率被压至非常低的水平。投资风险溢价的上升严重抑制了未来投资和经济增长,经济主体对未来经济前景过于悲观,期限溢价发生了明显的改变,从而压低长期利率水平(Bernanke,2015;Turner,2016)。

2.人口结构变化导致的家庭时间偏好变化。随着老龄化问题的加剧和人口抚养比的上升,家庭储蓄率相应上升(Rachel和Smith,2015)。人口结构变化明显改变了家庭时间偏好,为平滑消费并应对未来不时之需,投资者更倾向于持有收益率较低的

无风险资产,从而提高了投资风险溢价。日本的经验充分支持了这一点(Aoki等,2016)。

3.金融监管、税收及政府杠杆率等政策因素导致的风险溢价变化。与风险偏好和时间偏好类似,危机后各国都加强了金融监管,投资者对国债等无风险金融资产需求上升,加大了资产的风险溢价。金融监管和税收等政策的变化进一步加大了投资的不确定性。尽管危机后各国中央银行采取了大规模量化宽松政策,但Caballero和Farhi(2014)指出,危机后政府部门发行的无风险安全资产的供给明显下降,这很大程度上又与各国政府的高债务杠杆率密切相关(Lo和Rogoff,2015)。以Reinhart和Rogoff(2010)为代表的大量研究发现,政府的高杠杆率与金融危机和经济衰退密切相关(即著名的90%阈值原则)。为应对金融危机冲击后实体部门去杠杆对经济增长的影响,主要发达国家政府部门杠杆率迅速上升并突破了90%阈值标准,这进一步限制了政府债务的提升空间。

4.资本品相对价格的变化与投资偏好改变。随着生产效率的提高,资本品的相对价格(相对于消费品)自20世纪80年代以来就呈现了明显的下降趋势(Eichengreen,2015),全球金融危机后投资风险溢价的上升进一步降低了风险资产价格。资本品相对价格的下降虽然可以促进实际投资并改变资本劳动替代弹性(从而促进劳动生产率的提高),但也使名义投资占GDP的比重下降。经验研究表明,资本品相对价格对名义投资的负向影响大于对生产率提高的正向效果,从而导致名义投资的进一步下降并压低利率水平(IMF,2014)。

5.经济不平等与边际消费倾向变化。20世纪80年代以来,各国劳动报酬占国民收入的比重呈现显著的趋势性下降态势(Karabarbounis和Neiman,2014),由此引发了以Piketty(2014)为代表的收入分配不均的讨论。由于经济生产日趋自动化(Brynjolfsson和McAfee,2011),真实劳动报酬提高缓慢并在与机器的竞争中处于劣势(Fleck等,2011)。熟练工人与非熟练工人之间、资本所有者与劳动者之间的投资和财富差距越来越大,边际消费倾向进一步下降,从而压低了利率水平。

6.储蓄过剩与投资风险偏好的变化。随着中国、印度等国融入全球经济体系,特别是1997年东亚金融危机后出于预防性目的,新兴发展中经济体外汇储备迅速增长(Aizenman和Lee,2007)。同时,中东等以自然资源出口为主要产业的国家也积累了大规模的外汇储备(Saville,1992)。大规模外汇储备流向以美国为代表的发达经济体,由此引发了“储蓄过剩”并压低了利率水平(Bernanke,2015)。新兴经济体高储蓄和外汇储备主要投资于高等级债

券,这进一步加剧了无风险资产供求失衡(Hall,2016)。

7.外部经济增速放缓的外溢性与共同停滞。Eggertsson等(2016)基于标准的两国开放模型的理论分析表明,在超低利率环境下的国际资本流动将向外传导经济衰退;以提高经常账户盈余为目的而采取的货币扩张和汇率贬值措施都是以邻为壑的政策,只有积极的财政政策才能减少政策的负面效果,具有正的外部性,有利于走出长期性停滞。Fischer(2016)的研究也表明,其他主要发达经济体的经济低迷将美国的联邦基金利率压低了30个基点。

(四)对自然利率的具体影响。正是由于技术、劳动力、人口及其他因素的作用,各国自然利率出现趋势性下降并持续保持在较低的水平。Fischer(2016)对影响美国联邦基金利率各因素的作用,Rachel和Smith(2015)对影响全球长期实际利率各因素的作用,分别进行了估算。他们的估算都表明,技术、人力资本、人口数量及经济不平等、投资、全球经济等因素,都对自然利率的趋势性下降产生了非常显著的影响。

#### 四、结论性评述

理论分析表明,潜在产出增速和自然利率水平主要取决于技术进步和人口变化,并受家庭跨期替代弹性等其他因素的影响;自然利率是潜在产出增速的先行指标,决定着未来潜在产出增速的变化;正是由于自然利率在货币决策和经济增速预测中的重要作用,有关长期性停滞的讨论也主要围绕持续低利率问题展开。长期性停滞假说并不是刻画经济长期增长机制方面的理论突破,而是对于全球经济是否进入长期性停滞状态及政策选择的分析。

尽管长期性停滞假说在理论和经验方面都很不成熟,甚至Eichengreen(2014)曾半开玩笑地指出,长期性停滞就像罗夏墨渍测验(Rorschach inkblot test),不同的人有着不同的认识,但有关长期性停滞和持续低利率正反两方面的讨论使我们能够对影响长期经济增长的因素及相应的政策选择有更为清晰的认识。根据李宏瑾和苏乃芳(2016)的测算,中国的自然利率主要取决于技术进步和人口等实体经济的变化,2004年以来中国自然利率平均为2.5%左右;随着中国进入经济新常态,近年来中国自然利率呈现平稳小幅下降态势。因而,中国今后应积极进行政策调整,大力深化供给侧结构性改革,通过加快转型升级和创新驱动促进技术进步的平稳增长,主动调整人口政策并加强人力资本投资,只有这样才能促进中国经济在新常态下的长远健康发展。

■ 《世界经济》2018年第1期,原题《长期性停滞与持续低利率:理论、经验及启示》,约21000字