

# 长期利率之所以如此低迷的两个假设

英国金融局前主席 Adair Lord Turner



我要在全球宏观经济的背景下说说“一带一路”。

也就是在一年前，几乎所有的全球经济预期展望都是特别低的。虽然现在有关未来全球经济增长的信心有所提升，但长期利率（经过通货膨胀调整之后）还是非常非常低的。不光是在2008年金融危机之后这段时间，而且是在过去数十年都是长期利率水平下行。

为什么会出现这样的情况呢？我要讲两个假设。

## 利率下行是因为债台高筑

首先，我认为是债台高筑的问题。卡曼瑞福特的一篇论文中展示了发达经济体1950年到2007年的私人国内债务水平。个人债务占GDP的水平从1950年的50%增长到了2007年的150%以上。由于个人负债债台高筑，必定会造成危机。一旦危机发生，债务不会消失，而是会随着经济体继续积累下去，这会影响到所有的货币政策杠杆。

我们以日本为例。在1980年代，日本出现了信贷和房地产的大幅度发展。当时信贷在五年当中增长了四倍，东京京都的房价也在五年之内翻了四番。1990年日本出现了经济危机，整个日本经济陷入衰退，而私营企业不愿意借钱，他们

愿意削减债务，他们想还债。他们还债的时候就没有钱做投资，这就迫使日本经济陷入衰退。而在衰退的时候，唯一能够提振日本经济的就是巨额的财政赤字。

结果就是，在过去二三十年当中，日本的经济企业债务占GDP的比例从140%、150%下降到100%的水平，政府债务占GDP比例却从50%上升到将近250%。因为政府债务必须要不断上升才能抵消企业债的下降。所以日本经济出现危机的时候，债务不会消失，只是从私营部门转移到了公共部门。

许多发达国家2008年出现的情况其实就是重蹈了日本在1980、1990年代的覆辙。根据国际清算银行的一些数据，发达国家2007、2008年以来私营部门的债务水平有所下降，但与此相抵的是公共部门的债务占GDP比例不断攀升。而且全世界债务水平增长得非常快，尤其是新兴市场的债务水平不断飙升，这并不是一个巧合，是有因果关系的。

首先，全球经济在2008年之前积累了过高的债务，导致美国和其他国家在2008年到2010年的金融危机和经济衰退。而为了解决经济衰退，中国必须要推动信贷蓬勃发展，才能够拉动中国经济增长，尽管中国对美国的出口在不断下滑。这样的环境下，问题不会消失，只是在经济体内部

部不断从一个部门转移到另外一个部门。所以在这种情况下，很难用一些传统经典的货币政策工具来拉动经济的发展。随着债务水平上升，很多国家实施财务紧缩政策，公共支出不断上升。发达国家觉得要出台这种绝对紧缩的货币政策才能抵消这个问题，但是很难拉动全球经济发展，利率依然非常低。

所以在利率非常低的时候货币政策是无效的。我们现在是没有任何工具可用了，要么长期出现比较低的经济增长，低通胀，而且债务负担永远都不会减少。或者是像希腊一样，直接冲销掉债务，或者是像意大利一样。

在全球经济体制下，这种大规模的债务是没有办法直接冲销掉的。如果冲销，也会导致通胀。而且现在利率水平如此低，如果利率水平接近 0%，债务是会不断减少，但是这又会导致新的债务出现，我们就永远摆脱不了债务的包袱了。这也是为什么全世界利率如此之低，因为我们必须要退出这种零利率、低利率的状态，才能够承担这么多的债务。

为什么实际的长期利率跌得这么多？事后诸葛亮想一下，我们必须调整一下这个平衡，也就是我们必须要有理想的世界储蓄和投资的比率，储蓄必须等于投资。但是在一定的利率水平之下，如果想要储蓄更高、利率更低，利率必须要下调、减息，才能调整储蓄和投资之间的平衡。任何调整如果是靠利率来拉动的，就会影响全球的储蓄率，或者影响全球的投资率。

2000 年以来，虽然储蓄率大幅度上升，但我们想要的理想的投资增长率并没有相应发生变化。利率必须要保持低位运行，才能够抵补这个问题。

另外一个长期的趋势，就是发达国家投资占 GDP 的比例在过去 30 年是逐步下滑曲线。面临这样的下降，很多人都在讨论是不是有一些短期因素影响，比如税收、企业信心、监管等等，还有一些激励机制，比如管理者想获得薪酬或者是支付红利这方面的影响。而在经济学上，这个趋

势在过去 30 年都是长期存在的，所以我们应该努力去思考一下深层次结构的影响是怎样的。

## 投资需求平衡的转变

第二个假设，就是在现代经济当中，我们看到的是一个投资需求平衡的转变。那种经典的厂房和设备投资，无论是硬件还是软件，需求都在下降。因为 ICT 信息通讯技术有两个格外突出的特点。首先，硬件的成本不断崩盘；而就软件而言，你发明这个软件的时候要花钱，同样的软件你再把它复制 10 亿份，相当于没有发生成本了。但是我们对于基础设施的投资需求仍然是在上升的。

那么，“一带一路”和中国是如何能够放到这个场景当中来讲的？我想讲的是，在这样一个环境中，对于基础设施的投资变得越来越重要，而“一带一路”战略在宏观经济上就此方面而言是重要的。

从 2005 年到 2016 年，中国的 GDP 负债率不断上升，我们把它和中国的投资变化放在一起看，中国的投资率和储蓄率在数学上应该是相当于中国经常项的赢余。2004 年和 2007 年达到了一个高峰，2005 年的时候 GDP 投资率已经到了 4%，2007 年有一个牛市，这个比例上升到了 48%，然后就开始下降了，但是我们看到储蓄此后仍然是在上升的。

我认为中国国内的投资率从现在开始会稳步下降。一方面是因为在私有部门当中投资的成本越来越低，而且中国在价值链上会越走越高。中国会按照自己的需要建造足够多的高铁，这是中国经济一个巨大的优势，但是总有一天，所有的高铁都建设到位了，高铁的投资也会下降。

现在中国有很多储蓄在寻找投资机会，而且私有部门的投资需求会下降，在这样的环境中，“一带一路”恰好发挥了一个宏观经济上的作用。

我们来看一下“一带一路”战略对于实体经济和金融经济产生的影响。就实体经济而言，“一

带一路”在构建一系列的能源和交通基础设施，支持新的贸易路线和供应链增长。这是供应方的效应。

另一方面，人们有时候说中国的钢铁产能、水泥产业是过剩的，中国能够把这些过剩的产能通过“一带一路”运出去，对此我持谨慎的态度。但是确实有其他的机会，比如说交通基础设施的发展，会开通一些新的贸易路线。

就金融经济而言，“一带一路”非常好，通过“一带一路”，中国的储蓄盈余可能转变成对外的直接投资，而不仅仅是去买那些只能保本所谓的所谓安全的美国财政部债券。所以我的看法是，在基础设施变得越来越重要而厂房和设备变得越来越不重要的世界当中，像“一带一路”这样的战略能够增加基础设施的投资，这是很重要的。

我认为中国的这些开发银行以及国有经济和市场经济的混合，使得中国能够在全世界处在一个非常独特的优势地位来对基础设施进行投资。

最后我想说的是，特朗普已经宣布美国退出《巴黎气候变化协定》了。我希望“一带一路”当中的绿色成分会变得更大。在“一带一路”推动基础设施的过程当中，这样的基础设施必须要对环境负责任，这样能够帮助我们减少碳排放。我个人认为，碳排放是一个非常重要且需要解决的问题。我们不光需要基础设施，更需要绿色基础设施。对于中国来说，既有巨大的机会，也有巨大的责任在一个关键的全球挑战上发挥重要作用。令人遗憾的是，在这个全球挑战上，美国总统已经决定退出，走向了错误的道路。■



3月26日，博鳌亚洲论坛2017年年会“21世纪海上丝绸之路建设与泛南海地区共同发展新形势下的机遇与合作”分论坛在博鳌亚洲论坛国际会议中心举行。