

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：郝毅 中国银行研究院
电话：010 - 6659 5319

签发人：陈卫东
审稿：钟红
联系人：梁婧 叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

发达经济体面临“三低”困境的原因、风险和未来挑战——基于欧美的经验证据*

2008 年全球金融危机深刻地改变了世界经济格局。发达经济体增长持续低迷，在各国经历量化宽松政策后，出现了“低增长、低利率、低通胀”的“三低”现象。虽然新兴市场国家经济发展异军突起，对世界经济的贡献超过了发达经济体，但发达经济体对全球经济的带动作用不容忽视。因此，有必要从历史因素、环境因素和政策因素等方面，寻找造成“三低”现象的原因，识别“三低”现象的潜在风险，分析未来挑战。

发达经济体面临“三低”困境的原因、风险和未来挑战

——基于欧美的经验证据

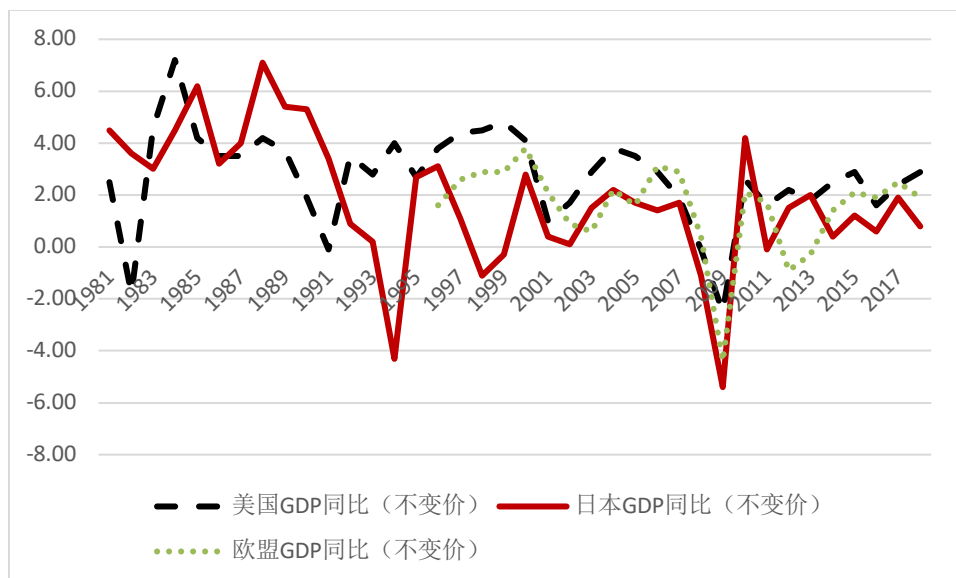
2008 年全球金融危机深刻地改变了世界经济格局。发达经济体增长持续低迷，在经历各国量化宽松政策后，出现了“低增长、低利率、低通胀”的“三低”现象。虽然新兴市场国家经济发展异军突起，对世界经济的贡献超过了发达经济体，但发达经济体对全球经济的带动作用不容忽视。因此，有必要从历史因素、环境因素和政策因素等方面，寻找造成“三低”现象的原因，识别“三低”现象的潜在风险，分析未来挑战。

一、危机十年来，欧美经济出现了持续的“低增长、低通胀、低利率”现象

（一）欧美经济低增长趋势仍然在继续

2008 年全球金融危机后，欧美日等发达经济体复苏缓慢（见图 1）。危机后十年（2008—2018 年），美欧日的平均 GDP 增速分别为 1.68%、0.7%和 0.5%，低于危机前十年（1997—2007 年）的平均值 3.28%、2.27%和 1.22%。历史上，美国都是率先走出经济衰退的国家，且大部分时间都保持 3%以上的快速增长，经济韧性十足。但自特朗普上台以来，其政府一系列措施破坏国际贸易规则，给未来美国经济增长造成负面影响。欧盟经济受危机影响较大，内部成员国之间发展程度的不一致，以及英国“脱欧”等事件都让欧盟经济发展存在较大不确定性。日本自 20 世纪 90 年代后，一直处于低增长状态，缺少持续、稳定的经济增长因子。发达经济体增长缓慢导致其消费下降，在很大程度上降低了世界经济增长的动能。

图 1：发达经济体经济增长情况（单位：%）



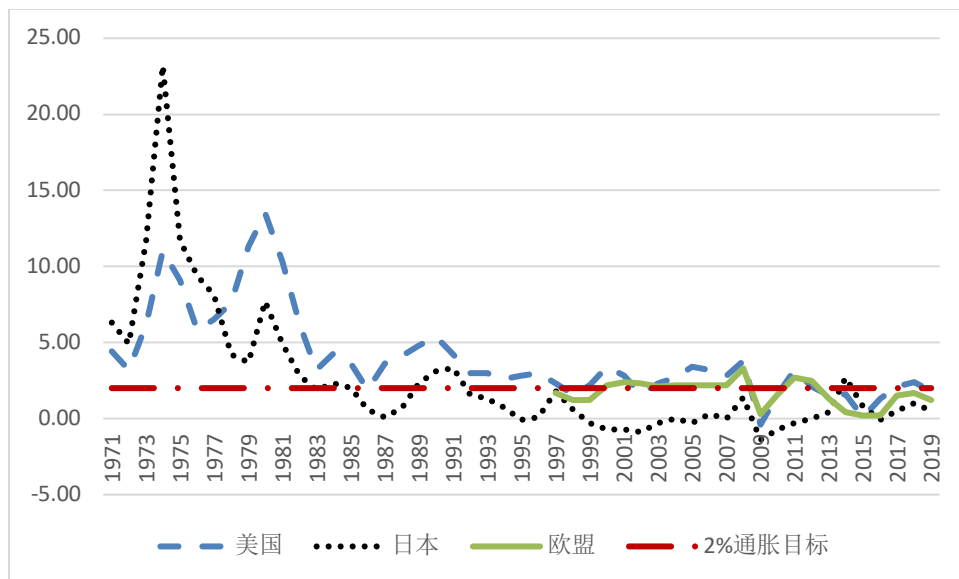
资料来源：Wind 数据库

（二）低通胀成为困扰货币政策的重要因素

在国家层面，适度通胀带来更高的收益和更低的负债成本。这是因为：一方面，适度通胀可以使企业扩大生产规模，带动投资上升；另一方面，适度通胀带动更多就业，并使劳动工资上涨。员工有更多工资用以消费，促进消费上升。投资和消费的上升将推动经济增长。

自 2014 年年底美联储宣布结束 QE3 开始，各发达经济体纷纷结束量化宽松政策。这进一步降低了发达经济体的通胀水平（见图 2）。2015 年以来，美欧的通胀平均水平分别为 1.54% 和 0.96%，低于 2008 年全球金融危机以来的 1.76% 和 1.41%。日本则延续 20 世纪 90 年代以来的低通胀现状，2008 年全球金融危机后一直维持在 0.5% 的超低通胀水平。

图 2：发达经济体通货膨胀情况（单位：%）



资料来源：Wind 数据库

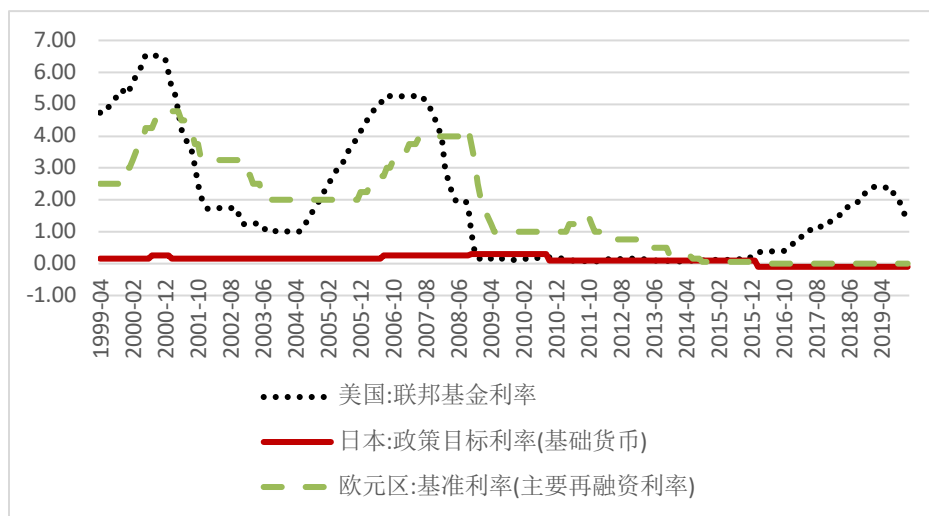
各国的实践表明，货币政策在应对高通胀时表现较好，但想要摆脱通缩或低通胀的情况，货币政策的效果十分有限。日本自 20 世纪 90 年代开始，一直没有解决低通胀的问题。2008 年全球金融危机后，各国纷纷采取量化宽松政策，但欧美日等发达经济体的通胀水平长时间处于各国央行公认的 2% 通货膨胀目标制以下。一方面，低通胀加剧经济增长的脆弱性。低通胀下，社会劳动工资水平降低，抑制了消费需求，引致了企业利润的下滑。另一方面，低通胀限制了货币政策促进经济增长的效力。在低通胀下，部分国家或地区央行需要采取持续非常规货币政策刺激经济，但政策效果会受到“零约束”限制。发达经济体低通胀持续时间过长将会抑制货币政策正常化进程。非常规货币政策释放出的巨量流动性，可能会演变为世界经济的潜在风险。

（三）发达经济体将可能长期维持低利率状态

总体来看，21 世纪以来，各主要发达国家的利率呈下降趋势（见图 3）。欧盟和日本长期在负利率区间徘徊；而美国虽然率先进入加息周期，但 2019 年 10 月后又开始不断降息。以长周期视角审视不难发现：一方面，各央行开始降息周期的起始利率越来越低。以美联储为例，2000 年开启降息周期的起始利率为 6.5%，2007 年降息周

期的起始利率为 5.25%，而近期美联储是在 2.5% 的利率水平开始降息。欧央行也面临类似的情况。这表明，发达经济体的货币政策空间不断缩小。另一方面，低利率持续的时间越来越久。日本自 20 世纪 90 年代以来，一直维持超低利率；欧盟自应对危机采取量化宽松政策后，基准利率一路走低，甚至进入到负利率区间；美国基准利率也在 1% 以下维持了 8 年多的时间。

图 3：欧美日基准利率变动情况（单位：%）



资料来源：Wind 数据库

二、“三低”之间存在着因果和互相强化的关系

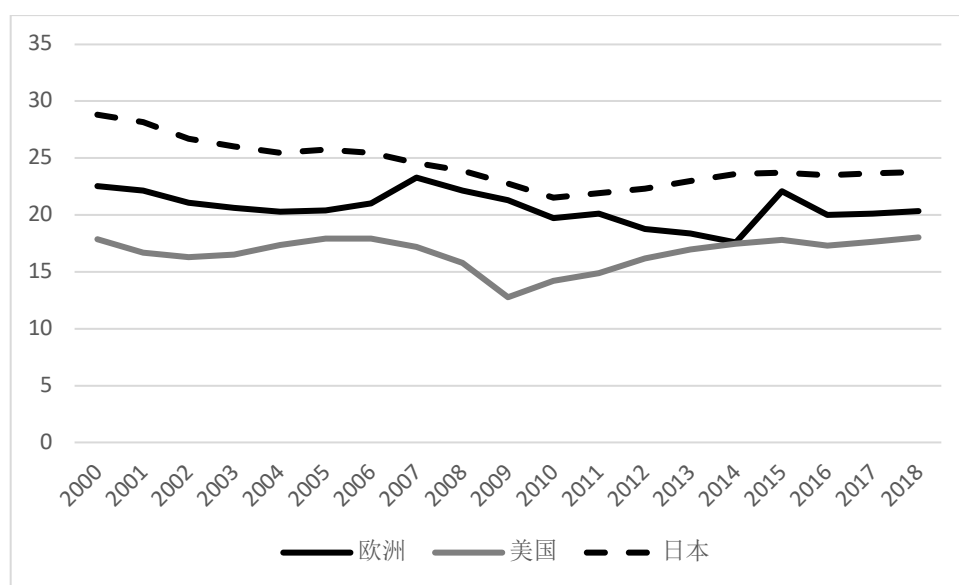
2008 年全球金融危机后，“三低”困境由日本扩展到欧美等其他发达经济体，且近年来呈现愈发严重的态势，成为阻碍全球经济复苏的重要因素。“三低”现象是经济内部出现问题后，在物价、利率和增长上的具体表现。三者之间存在一定的因果和互相强化的关系。

（一）劳动生产率增长缓慢是造成低增长的主要原因

21 世纪以来，全球主要经济体劳动生产率增速放缓。其中，发达经济体尤甚，是危机后全球复苏乏力的一个重要原因。投资不景气的主要原因之一是劳动生产率增长缓慢。桥水基金估计，未来十年，美国、日本、德国、英等国单位劳动力生产率仅将增长 1.5% 左右，法国、西班牙、澳大利亚、加拿大仅增长 1%，意大利仅为 0.2%。上

述情况主要与全球投资不足和全要素生产率增长缓慢有关。自 21 世纪初互联网技术革命后，一直未出现大幅提升劳动生产率的革命性技术。危机后，发达经济体投资增速放缓（见图 4）。单位劳动力使用的资本增长大幅放慢，制约了劳动生产率的提升。全球范围内，人口老龄化程度不断加深，发达经济体尤甚。且发达经济体普遍建立较好的社会福利体系，失业救济金较高，导致很多劳动力不愿意进入就业市场，劳动参与率持续下降。

图 4：美欧日投资占 GDP 比重变化趋势图（单位：%）



资料来源：US Bureau of Economics Analysis, Eurostat, Japan Cabinet Office

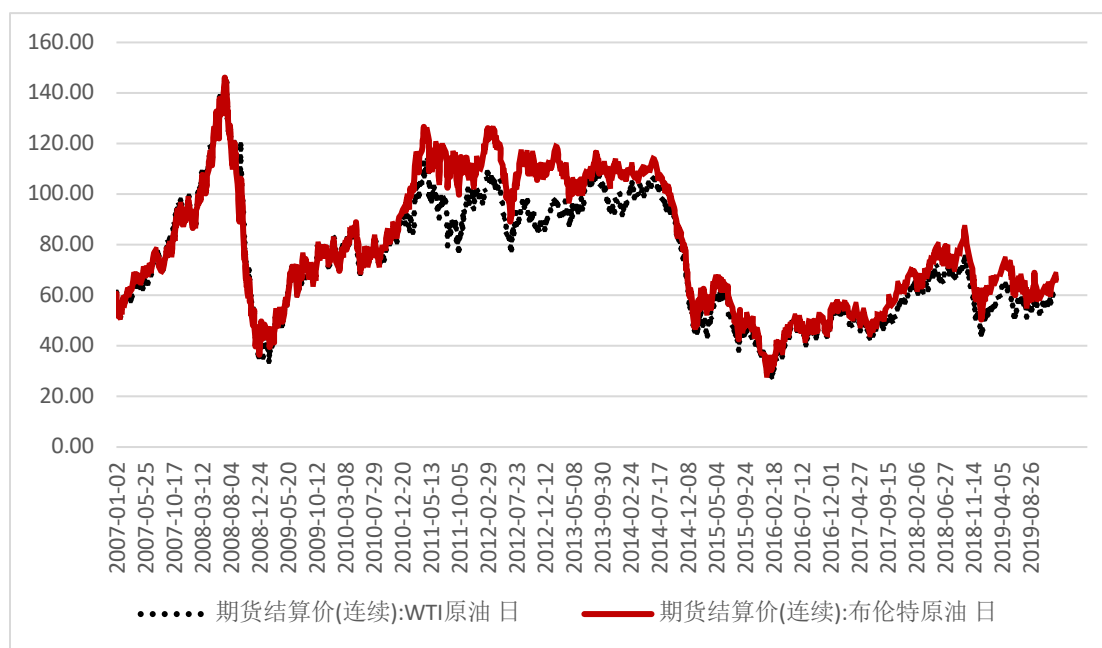
（二）原油价格、需求疲软和信息技术进步降低了通胀水平

1. 以原油为代表的大宗商品价格低迷

原油价格在发达经济体的通胀指标中占据重要的地位。国际原油价格自 2008 年 7 月超过 140 美元/桶后，整体呈下跌趋势。这是由原油供需两端共同造成。在供给端，美国石油出口异军突起造成了更为复杂的石油供给格局。随着美国页岩油革命和石油出口禁令的解除，美国原油出口开始迅速增加，在短时间内就达到了石油出口第一的市场份额，形成了美国、俄罗斯和欧佩克“三足鼎立”的局面。各国为了保障自己的

市场份额，削弱了通过减产抬升原油价格的效果，使供给端长期保持饱和甚至过剩的状态，不利于原油价格的上涨。从需求端来看，全球经济增长不及预期减弱了原油需求。发达经济体复苏缓慢，自身原油需求下降；而以“金砖四国”为代表的新兴经济体增长势头有减弱的趋势，造成世界范围内原油需求疲软。充裕的供给和疲软的需求，导致了国际油价一直在相对低位徘徊，也直接导致了通胀持续低迷。

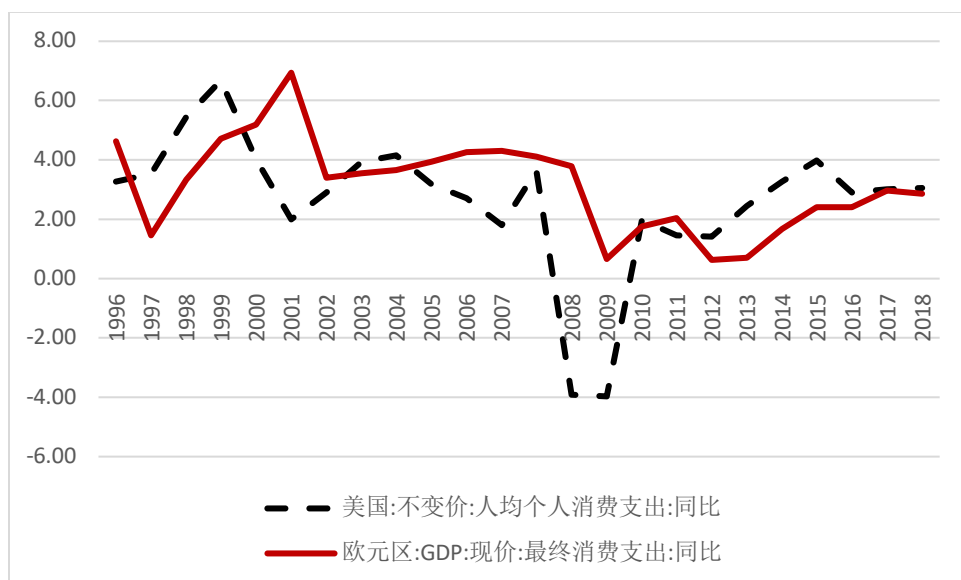
图 5：国际原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 数据库

原油价格只是诸多产品中典型的一个。发达经济体复苏缓慢，发达国家的消费受到抑制（见图 6）。可以看到，2008 年金融危机使欧美。危机后，随着经济的复苏。欧美消费支出虽然有所缓解，但仍然低于危机前的水平。危机后十年，美国和欧盟消费支出的平均增长率为 1.42% 和 1.99%（即使去掉 2008 年，这一数值仍为 1.95% 和 1.81%），远低于危机前十年的 3.64% 和 4.12%。消费的持续低迷最终传导至商品价格，抑制商品价格上涨，这也是造成低通胀的重要原因。

图 6：欧美消费变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 数据库

2. 央行引入通货膨胀目标制降低了经济主体的通胀预期

通货膨胀目标制（Inflation Targeting）是指，中央银行直接以通货膨胀为目标并对外公布该目标的货币政策制度。1990 年通货膨胀目标制首次在新西兰和智利施行。随后加拿大、瑞典和英国等一直饱受 20 世纪 70 年代以来高通胀困扰的国家施行通货膨胀目标制。通货膨胀目标制实施后，降低了经济体通胀短期波动，抑制了高通胀出现的概率¹。随着越来越多国家实施通货膨胀目标制，经济主体认为过度的通胀会引致中央银行的管理，普遍降低对通胀的预期。预期通过加快货币流通速度等途径而影响通货膨胀，会自动缓解通货膨胀，并使通货膨胀出现更低的波动。这是造成发达经济体持续低通胀的重要原因。

3. 信息物流技术进步，跨国公司全球资源配置降低了成本

信息物流技术进步促使了全球化在过去几十年蓬勃发展，降低了生产成本，为低通胀创造了客观的条件。一方面，信息技术的进步让人力资源和企业管理更加高效，企业跨国管理变为可能；另一方面，物流技术的进步进一步降低了产品的运输成本。

¹ 谢罗奇和胡昆（2005）比较了通货膨胀目标制实施前后发达经济体的通货膨胀情况，研究发现，央行实施通货膨胀目标制可以降低通货膨胀率的短期波动。

这两个方面有助于跨国公司在全球范围内（例如，在人力成本较低的新兴市场国家）进行资源配置，将成本降至最低，大幅提高效率，最终实现价格结构性、持续地下降。

（三）量化宽松政策和高债务迫使央行维持低利率

1. 低增长迫使央行大幅降息刺激经济

为应对 2008 年全球金融危机的负面影响，发达经济体央行普遍大幅度降息，通过扩表压低长期利率，并使用前瞻性指引引导预期。以宏观视角来看，在调节经济时，央行往往采取非对称做法，即在金融周期下行时，降息刺激经济力度较大、行动速度较快；但在金融周期上行时，加息速度和力度较弱。这导致利率越来越低。人为低利率造成资源错配和债务高企，经济增长面临的下行压力愈发增大，央行更难进行加息。从微观角度，由于经济中需求长期不足，供给过剩，利率必须下行才能引导投资和消费，消化过剩储蓄。发达经济体低增长导致自然利率下降为负的实际利率。

2. 低通胀和高债务迫使央行将利率维持在较低水平

在货币政策传导过程中，低通胀使得降低实际利率只能靠降低名义利率，减弱了货币政策效果。而名义利率面临零下限，限制了货币政策的调控空间。当经济陷入长期低增长状态时，利率也持续在低水平。

三、“三低”的潜在风险分析

（一）“低增长”和“低利率”显著增加了经济体非居民部门的杠杆率

从债务结构来看，发达国家债务规模的主要增长驱动力来自于政府债务和非金融企业部门债务快速增加，但是家庭部门负债比例有所下降（见表 1）。长期的“低利率”为发达国家实施积极财政政策创造了有利的条件，导致了危机后发达国家的政府部门债务总体上呈上升趋势。

“低增长”更多地影响非金融机构杠杆率的变动。当经济增速持续下行，实体经济部门经营难度加大、资金周转不畅，实体经济部门被迫增加负债，提高杠杆率。非金融企业部门的债务规模会抑制企业投资意愿，不利于发挥企业投资和消费对经济增长的拉动作用，形成了“高债务—投资下降—经济增长下降—高债务”的正向强化循

环，最终导致企业部门债务高企和全社会杠杆率的提升。杠杆率过高会导致债务风险快速累积。为了防止发生债务风险所引发的系统性金融风险，货币政策不得不压低利率，使低利率长期存在。在零利率约束下，降低货币政策空间和货币政策实施效果，增加了经济增长的脆弱性。

表 1：发达国家危机前后各部门债务占 GDP 比重（单位：%）

	美国		欧盟		日本	
	2007Q1	2018Q1	2007Q1	2018Q1	2007Q1	2018Q1
家庭部门	95.0	76.4	58.6	58.5	55.8	54.7
政府部门	61.5	101.0	70.6	101.4	165.3	223.8
非金融企业部门	64.8	72.3	87.2	102.5	103.2	98.8

资料来源：IIF《Global Debt Monitor》

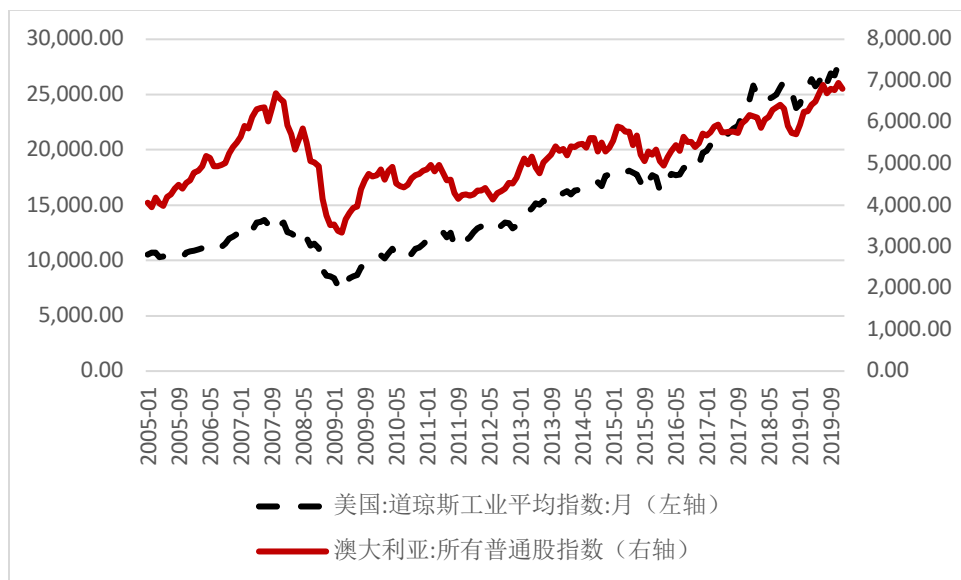
（二）“低利率”和“低通胀”导致金融泡沫迅速累积

低利率和低通胀导致名义利率处于低位，传统的信贷收益偏低。资本出于逐利性，需要寻找资产增值、保值。自欧美等主要发达经济体施行量化宽松政策以来，主要发达经济体的股市都出现了持续的上涨（见图 7 和图 8）。其中，美国道琼斯工业平均指数上涨了 289%；澳大利亚标准普尔 200 指数上涨了 105%；欧洲股市市值上涨了 80%²；日本股市市值上涨了 163%。

持续的低利率，甚至负利率，将会继续推升资产泡沫。股市本来应该成为经济的“晴雨表”，但大量资本的涌入使股市逐渐脱离了经济基本面。一旦全球经济复苏迹象缓慢，资本市场缺少相应的实体收益作为支撑，将会剧烈波动，导致金融风险急剧增加。

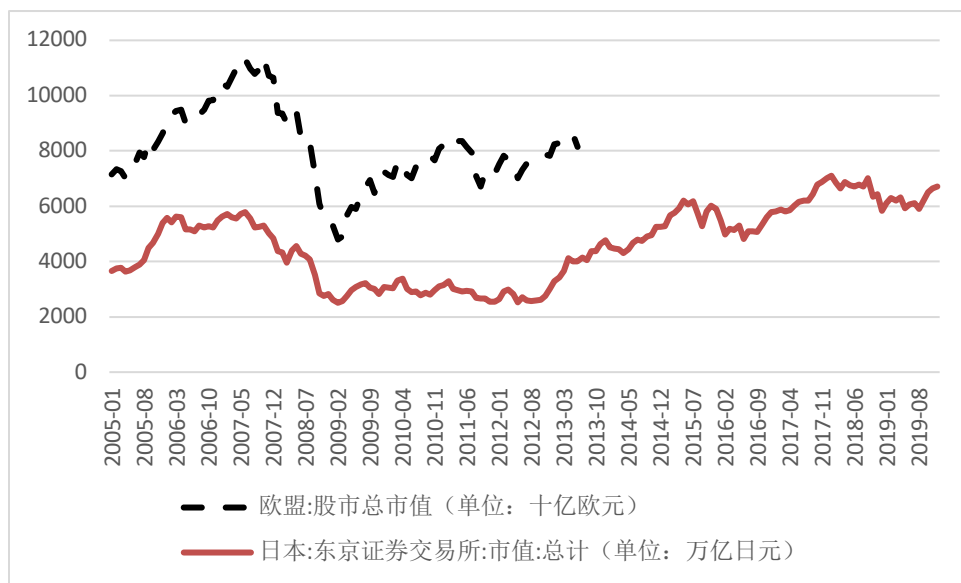
² 由于数据限制，欧洲股市的统计时间截至 2013 年 6 月 30 日。

图 7：美国和澳大利亚股票市场变动情况



资料来源：Wind 数据库

图 8：欧盟和日本股票市场变动情况



资料来源：Wind 数据库

（三）“低增长” + “低通胀”降低了经济增长原动力

投资是 GDP 的重要组成部分，是经济增长的基本推动力，对经济增长具有乘数效应。投资的增加会引起收入成倍增加，推动消费的增加，拉动经济增长。同时，经济

增长又给投资带来了可观的收益，进一步促进了投资的增加，形成了“投资—消费增加—经济增长—投资”的螺旋增加效应。

但“低增长”降低了投资的回报率，抑制了部分投资需求。与此同时，“低通胀”对投资也有较为明显的抑制作用。第一，“低通胀”没有办法缓解企业负债的负担；第二，“低通胀”传导至最终商品价格上，导致企业投资收益下降；第三，“低通胀”无法提供更高的工资，不利于调动劳动积极性。以上三点从企业的成本和收益两个方面，对企业投资需求产生抑制作用。

四、未来挑战

（一）全球经济增长动能不足或将更加显现

IMF 在 2020 年年初的报告中预测，2019 年年底出现了一些全球经济增长可能触底的迹象。2019 年，发达经济体和新兴市场经济体大规模货币宽松的效果预计将在 2020 年继续对全球经济产生影响。加之，中美贸易摩擦在 2019 年达成了比较好的成果，全球贸易不确定性降低。但由于发达经济体“三低”现象仍在继续，拖累发达经济体消费动力，加之并未出现提升劳动生产率的技术革新，导致全球经济增长动能仍将不足，全球宏观经济数据尚未出现拐点迹象，全球经济复苏仍然严峻。

2020 年年初，新冠肺炎疫情的影响超过预期。在 IMF 的 189 个成员国中，超过三分之一存在新冠肺炎确诊病例。2 月 22 日，IMF 主席格奥尔基耶娃在沙特首都利雅德举行的 G20 财长会议期间表示，由于受到疫情的影响，在 IMF 预测的极限情境假设下，2020 年全球经济增长预测较 2020 年 1 月时下调 0.1 个百分点至 3.2%。疫情使得稍微扭转的经济增长趋势，面临更加严峻的挑战。

（二）发达经济体宏观政策空间有限

1. 持续的利率，甚至负利率降低了货币政策的政策效果

2012 年以来，如何突破零利率下限成为全球主要央行讨论与实践的核心议题之一。为了使宽松的货币政策能持续刺激通胀和经济增长，央行将基准利率调至零以下的“负利率”政策被诸多国家采用。作为一种非常规货币政策，短期看，大多数低利率

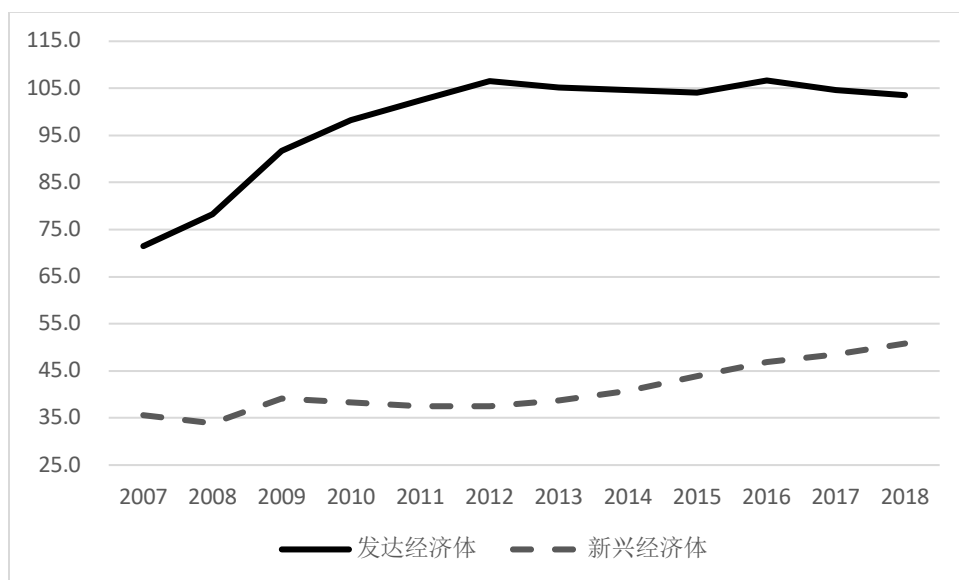
和负利率政策的出发点是刺激通胀；长期看，负利率仍是一种非常规货币政策，长期实施将产生较大不确定性。伴随全球央行降息空间的相继枯竭，低利率，乃至负利率环境的持续将使货币政策的边际效果不断降低，并最终可能趋于完全失效。自欧洲央行与日本央行 2014 年开启“负利率实验”以来，欧元区与日本的通胀预期及经济增速均未出现明显改善。美国经过短暂的加息缩表后，又重新进入降息通道。目前，美欧日都处于低利率时期。未来，低通胀和低增长依旧难以扭转，发达经济体货币政策走向何方？是否在货币政策工具上有所创新以进一步提高货币政策效果？未来发达国家中央银行面临严峻挑战。

2. 高企的政府债务缩小了财政政策空间

2010 年以来，政府债务持续、快速累积是各国利用财政刺激政策应对 2008 年全球金融危机的必然结果。连续多年的刺激政策导致全球范围内，尤其是发达经济体政府债务不断增加（见图 9），现阶段发达经济体的政府债务水平已经超过了 2008 年全球金融危机期间的政府债务水平。加之发达经济体持续低增长（无法创造足够的收益偿还债务）、低通胀（无法靠通胀缓解债务压力），导致各国管理政府债务的难度越来越大。

由于发达经济体施行较为严格的政府预算制度，高企的政府债务极大地限制了财政政策空间。新增赤字中的很大一部分需要支付数量庞大的利息，即使在低利率下，对政府支出也是一笔不小的负担。发达经济体都实行多党制，这就决定了政府不太可能通过大幅缩减社会福利支出，增加政府建设性投资。当过多的财政资源被用来偿还利息，势必会缩小财政政策空间。

图 9：发达经济体和新兴经济体政府债务占 GDP 比重（单位：%）



资料来源：IMF Fiscal Monitor Database

（三）疫情或加速股市泡沫的破灭，全球金融市场脆弱性增加

金融市场本身不创造价值，其收益需要依赖实体经济的发展，金融市场应与实体经济发展相一致。但由于低利率和低通胀的作用，流动性不断融入发达国家的资本市场，造成资本市场的空前“繁荣”。金融风险迅速累积，各国央行维持低利率迟迟无法缩表并挤出资本市场的泡沫。发达经济体经济复苏缓慢，而资本市场规模空前，这增加了发达经济体资本市场的金融风险。这次疫情导致在短时间内多次出现各发达经济体股市暴跌，一方面，由于疫情在全球未能得到有效控制导致未来经济走势疲软的预期；另一方面，暴跌也和前期大量流动涌入股市导致泡沫剧增密切相关。

随着全球一体化的发展，各国金融市场关联度普遍提升，实证结果已经证明，发达经济体对新兴市场国家的资本市场会产生明显的溢出效应。一旦发达经济体资本市场发生系统性金融风险，金融风险将在世界各国金融市场之间迅速传导，并通过金融市场传递至实体经济，最终可能演变为全球性的经济危机。由此可见，未来一段时间内，“三低”现象还将显著增加全球金融市场的脆弱性，系统性金融风险发生概率不容忽视。

（四）公共福利支出存在刚性，贫富差距过大影响劳动力充分就业

发达国家社会福利对最底层的人员的生活保障较好，直接降低了低收入群体的就业意愿，即工作与否对社会中下层劳动者的生活改善不大。多党制的国家政府为了保证自己政党的席位，很难对公共福利支出结构进行重大改革，且由于富人阶层掌握更多选票，福利支出改革带有明显偏向富人阶层的特性（例如，特朗普为富人减税）。当中低收入群体就业意愿下降，劳动参与率持续下降，使社会无法达到充分就业水平，当劳动生产率无法获得突破性提高、发达经济体人口老龄化趋势无法逆转的前提下，充分就业水平的降低在一定程度上影响了经济增长动能，并将长期成为制约发达经济体经济增长的重要因素。