

经济增长与稳定难以两全

2016年，中国前三个季度的经济增长速度均为6.7%。不仅是中国，欧洲的情况也不容乐观。如何刺激增长，提升增长幅度，是政治家们责无旁贷的使命。但在当今世界，零成本的增长不复存在。事实上，我们需要区分两类不同的增长——由基本面改善带来的增长和以低利率为支持的信贷扩张带来的增长。前者是指如产业创新、结构性改革和生产效率提高等促成的增长，而后者是以牺牲金融稳定性为代价换取的。西方很多地区在2003年-2007年以长期低利率扩张信贷，虽然看起来有增长，但累积了巨大的金融风险，是2008年-2009年经济危机的一个主要原因。

一、长期低利率导致金融不稳定

我们进入了利率极低的时代，利用货币政策刺激经济增长几乎没有余地。毕竟，政策利率是不能为负的。其次，我们目前遭受的苦楚远不止金融危机的余殃。金融危机过去七年了，但许多西方国家的经济增长仍不见起色。人们开始怀疑低增长是否不再只是一个周期性现象，而会长期存在。这引发了近期关于“长期增长停滞”的讨论。

有两个重要的问题需要解决。第一，当今世界可能存在的问题是经济增长和金融稳定的根本性权衡——难于两全，必须妥善处之。这是政策制定者在面临刺激经济增长的诱惑时，需要留心的问题。第二，经济力量和结构可能已经从根本上发生了改变，因此世界会经历长时期的低利率时期。低增长和金融不稳定的共存可能给很多发达国家造成威胁。而中国，尽管利率高于世界平均水平，仍面临着信贷驱动增长周期的相同威胁，这对金融系统不是什么好消息。

世界利率水平在近几十年中一直处于下降趋势。如果我们以美国的实际利率为基准，它从20世纪80年代的5%下降到90年代的2%，到了2000年以后仅为1%。现在，美国已经进入了实际利率为负的区域。

低利率环境为金融稳定性带来了风险，原因在于：1. 贷款标准降低，偿债义务较低、易于满足条件；2. 利率水平低于增长率使庞氏骗局的金融结构更富吸引力；3. 鼓励投资者为寻求收益率而不惜承担更大风险；4. 鼓励借贷，催生泡沫。当利率水平较低并低于增长率时，人们转向投资泡沫化资产，使资产价格升高。这正解释了中国的情景：普通家庭面临的回报率较低，而增长率却处于相当高的水平。这是形成泡沫的经典配方。

所以，即使低利率有可能帮助刺激增长，在利率水平极低的情况下，金融稳定性的问题不招自来。由低利率引起的快速信贷扩张所带来的增长，可能重蹈2009年经济危机的覆辙。模式几乎总是一样的：低利率推高资产市场，而当其被视为不可持续时，会导致银行危机和债务危机，甚至外汇危机。

但政治家并不一定会留心于此。因为在耀眼的GDP增长数据背后，存在着金融不稳定的渊藪，并不一目了然。政治家在短期的政府角色中有更多的激励去推动增长和就业人数，却缺乏积极性去关注若干年后才会显现的不利后果。

二、低利率与低增长何以并存

需要进一步认真考量的重要问题是：利率会持续保持低位吗？在世界上很多国家中，恢复充分就业与均衡利率确实是负的吗？这些问题勾勒了世界经济的现状，而中国无可避免地也面临着同样的问题。那么低利率现象是如何形成的呢？美联储前任主席伯南克认为，以中国为中心的新兴市场为世界带来了数目可观的存款，存款过剩压低了实际利率。另一种观点是，资本成本的大幅下跌意味着每单位的储蓄可以购买更多的资本货物。这正是因为投资成本近几十年都在持续下降。

另一种有趣的说法是，新经济的崛起从根本上改变了储蓄和投资的关系。信息技术、生物科技和新材料正革命性地改变着世界。信息技术板块愈加重要的角色有可能改变投资的根本需求。像脸书（Facebook）、谷歌、微软、亚马逊和腾讯等公司，只需相对较少的投资。如今，信息技术公司占2015年全球百强企业市值的25%。制造业公司和信息技术公司有着根本的差异。鞋企多生产一双鞋意味着边际成本，但拷贝一个新的微软软件几乎不需要任何边际成本。这些特征不仅在信息技术领域十分显著，在金融服务业也很明显，这两者共同占据了GDP的重要比重。新经济的蓬勃发展或多或少也助长了低利率。

第二个问题是，为什么尽管利率很低，但增长率仍处于低位。有可能在此阶段之前的几十年中，生产率增速高得异于常态。因此，一种观点认为，当前较低的生产率增速只是回归了正常状态。1930年-1980年，生产率增长速度是前后几十年的3倍。

三、中国要着眼于未来的风险

因此，西方国家正在寻找创造性的方式来促进增长。由信贷推动的增长会危及金融稳定性。当今世界最有效的增长模式是以提高长期增长潜力为目标的。经济学家们一致认同提高人力资本、加大基础设施投资和减少劳动力市场摩擦以实现公司间人员流动应当被囊括其中。这些是西方视角的“供给侧改革”。

西方国家正在努力避免出现20世纪90年代日本金融危机的情况，中国也应该尽力避免类似西方金融危机的再次发生。中国正在出现这样的特点，即利用债务煽动增长，而忽视了金融稳定的风险。这样也就延缓了更持久和健康的改革驱动型的增长。

随着中国成为一个更加开放的经济体，世界其他地区的情况将对中国至关重要。如果资本管制放宽，投资会涌入中国，因为此处资本回报率高过世界平均水平。所以，即使有资本流出的压力，同时也会有潜在的资本流入的巨大压力。但不太有利的资本流入是在低利率的环境下进行的套利交易，这有可能对人民币和资本流动性带来不必要的压力。最后，如果其他地区的需求持续疲软，中国也许被迫更多地依赖内部市场，而不是针对出口的外部市场。正处于经济衰退期的世界也许会是中国倒逼式改革的下一个例子。