

研究员：方思元

✉ fangsiyuan@evergrande.com

研究员：梁珣

✉ liangxun@evergrande.com

导读：

1980 年以来，主要经济体超低利率深刻改变金融环境 and 经济结构，并在全球范围内形成严峻的社会问题，甚至重塑世界格局。继《全球超低利率之谜》，本文旨在分析超低利率的影响与破解之道。

摘要：

金融环境：长期超低利率是金融风险之源。1980 年以来全球主要经济体利率持续下降，引发杠杆水平大幅提升、资产价格泡沫、加剧金融体系脆弱性，金融危机爆发间隔从此前 7 年 1 次提升到 2 年 1 次，影响深远的大危机明显增多，对金融环境造成剧烈冲击。

经济结构：超低利率刺激过度消费，产业空心化，影响创新能力和竞争力。1980 年以来，超低利率刺激主要经济体消费占比大幅提升，经济结构失衡，在美国造成高贸易逆差、货币超发，在欧洲造成高政府债务，导致产业结构单一化、实体经济空心化，压缩投资空间，影响技术创新和经济长期竞争力。

社会结构：超低利率造成贫富差距拉大、社会阶层固化、民粹主义和逆全球化。超低利率对金融和经济的影响渗透到社会领域：在金融方面，持续上涨的资产价格使富有阶层更为获益，频繁爆发的金融危机剧烈冲击经济和就业，且历次金融危机后，超低利率刺激富裕阶层资产再度增长，中低收入阶层则缺少财产性收入，贫富差距加剧；在经济方面，产业空心化造成大量制造业工人失业，中产阶级萎缩。而社会问题长期积累，结构性改革停滞不前，经济持续低迷，又再度依赖宽松货币政策刺激，恶性循环。

总结主要经济体超低利率的教训：一是过度依赖货币政策刺激经济是风险根源，欧美均面临高债务和低利率的恶性循环，高杠杆债务倒逼央行为财政赤字埋单，压制利率，甚至财政赤字货币化；二是金融、经济和社会结构性改革缺位，经济潜在增长率持续下降，金融监管滞后、对投资重视不足、教育资源分配不均、社会阶层流动性变差。

当前我国利率尚处正常区间，但在长期同样面临人口老龄化、技术进步放缓、经济潜在增长率下降、杠杆率较高等问题。未来根本上要通过改革开放、启动新基建、促进创新、放开并鼓励生育、加大教育投入、促进社会阶层流动等，促进全要素生产率、经济潜在增长率和自然利率提升。同时，要充分吸取发达国家陷入超低利率困境的教训，防止过度依赖货币放水 and 超低利率，完善货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，促进经济金融平稳健康发展。

1) 清醒地认识到，持续依赖货币政策刺激经济是饮鸩止渴，不要把欧美的教训当经验。货币政策可以缓解流动性危机，但无法解决结构性和体制性问题。正确的危机应对措施是先通过货币政策放松缓解流动性危机，再通过财政政策扩大需求走出衰退。

2) 重视投资在经济中的作用，无论货币还是财政政策，都会增加债务或

增加货币发行，关键看当前增加的债务能否带来未来的收入。纯粹通过货币超发刺激消费不会有资本形成，而有效投资则增加资本形成和未来收入，配合扩大消费促进经济良性循环。通过财政货币政策刺激投资尤其基础设施投资比单纯刺激消费效果更好。

3) 在金融领域，加强宏观审慎金融监管与货币政策配合，防范局部金融风险爆发，稳步化解金融体系风险；在经济领域，推动市场和创新导向的结构性改革，平衡虚拟经济和实体经济的发展，避免产业空心化，推动产业转型升级，重塑经济新增长点；在社会领域，注重教育资源均衡，促进社会阶层流动。

4) 长期来看，尽快全面放开并鼓励生育，提高经济潜在增长率。积极应对人口老龄化和少子化挑战，让生育权回归家庭自主，加快构建生育支持体系。一是实行差异化的个税抵扣及经济补贴政策。二是加大托育服务供给，大力提升 0-3 岁入托率从目前的 4% 提升至 40%。三是进一步完善女性就业权益保障。四是加强保障非婚生育的平等权利。五是加大教育医疗投入，保持房价长期稳定，降低抚养直接成本。

5) 新基建是应对金融危机的最简单有效办法，兼顾短期扩大有效需求和长期扩大有效供给，兼具稳增长、稳就业、调结构、促创新、惠民生的综合性重大作用，化危为机。新基建经济学是应对经济金融危机的一次思想革命，人类社会认知的一大进步，我们长期旗帜鲜明倡导。（参考：2020 年 2 月《是该启动“新”一轮基建了》、3 月《中国新基建研究报告》等）

6) 以六大结构性改革为突破口，释放增长潜力：培育新的经济增长点，放开汽车、金融、能源、电信电力等领域；深化国企改革，落实竞争中性所有制中性；建立居住导向的住房制度和长效机制，最关键的是人地挂钩和金融稳定；进行减税降费和大规模的基建；大力发展多层次资本市场；调动地方政府和企业家的积极性。

风险提示：政策推动不及预期等

目录

1 超低利率对金融环境的影响：杠杆高企、资产价格泡沫、金融危机频发	5
1.1 前 40 年，利率整体上升，杠杆水平处于低位、资产价格温和上涨	5
1.2 后 40 年，长期超低利率叠加金融管制放松导致杠杆抬升、资产价格猛涨，金融危机频发	6
1.2.1 超低利率下，全球杠杆率持续提升，各国资产负债表愈发脆弱	6
1.2.2 各主要市场资产价格持续偏离经济基本面	7
1.2.3 长期超低利率环境下，金融脆弱性暴露，危机频发	8
1.3 总结：超低利率是金融风险之源	8
2 超低利率对经济结构的影响：刺激过度消费，造成产业空心化、长期增长潜力弱化	10
2.1 前 40 年，部分发达国家已经成为消费主导型经济体	10
2.2 后 40 年，长期超低利率进一步刺激消费，而消费占比并非越高越好，逐步造成产业空心化、影响技术创新	10
2.2.1 过度消费与各国经济金融结构恶性循环	12
2.2.2 过度消费导致产业结构单一化，实体经济空心化	13
2.2.3 过度消费挤占投资空间，影响技术创新和经济长期增长	13
2.3 总结：过度消费下的经济结构失衡，损害长期竞争力	15
3 超低利率对社会结构的影响：贫富分化、社会阶层固化、民粹主义与逆全球化	16
3.1 前 40 年，主要经济体贫富差距不显著	16
3.2 后 40 年，贫富差距日益扩大，社会问题凸显	16
3.2.1 超低利率造成贫富分化	16
3.2.2 超低利率加剧阶级固化	17
3.2.3 超低利率导致民粹主义和逆全球化	18
3.3 总结：超低利率通过对金融和经济的影响造成社会问题，而经济及社会问题的积累再度强化超低利率	19
4 如何应对？	20
4.1 持续依赖货币政策刺激经济是饮鸩止渴，不能把教训当经验	20
4.2 重视投资在经济中的作用，无论货币还是财政政策，都会增加债务或增加货币发行，关键看当前增加的债务能否带来未来的收入	20
4.3 完善金融监管，加强宏观审慎金融监管与货币政策配合	21
4.4 推动市场和创新导向的结构性改革	21
4.5 注重教育资源均衡，促进社会各个阶层流动	21
4.6 长期来看，尽快全面放开并鼓励生育，提高经济潜在增长率	21
4.7 新基建是短期应对金融危机和长期调结构的最简单有效办法	22
4.8 以六大改革为突破口	22

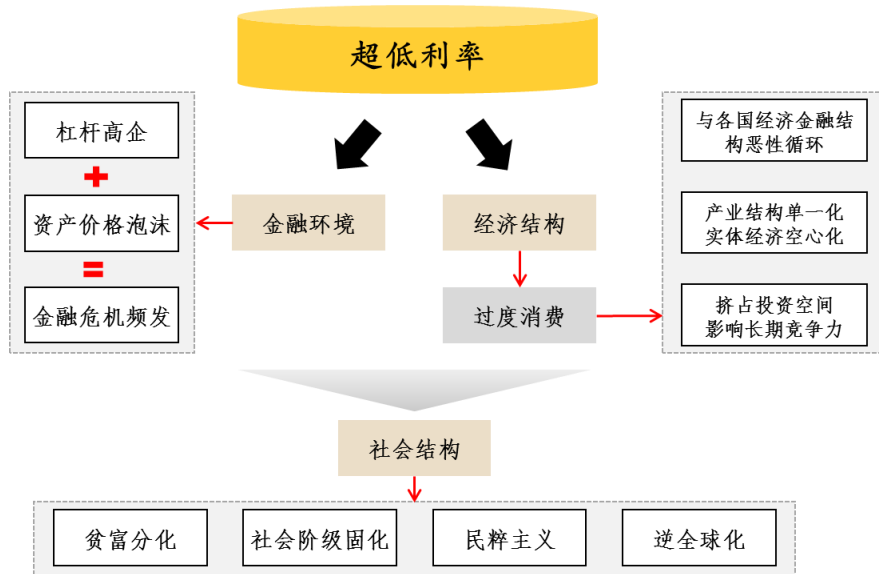
图表目录

图表：超低利率影响金融环境、经济结构和社会结构.....	5
图表：杠杆率保持稳定	5
图表：股票市场温和上涨	5
图表：英国房价指数	6
图表：美国房价指数	6
图表：发达国家杠杆率持续提升	7
图表：十年宽松引起新兴市场债务激增	7
图表：美国利率下行与资产价格上涨亦步亦趋.....	7
图表：美国房地产市场泡沫累积	7
图表：日本利率下行与资产价格上涨同步.....	7
图表：房地产市场泡沫刺破后持续低迷	7
图表：80 年代以来，危机频发	8
图表：前 40 年，美国消费占比达 75%.....	10
图表：前 40 年，英国消费占比超过 75%.....	10
图表：前 40 年，日本消费占比达 65%.....	10
图表：美国个人消费占比持续提升	11
图表：英国个人消费占比出现两次提升	11
图表：日本泡沫破灭后，个人消费占比出现明显提升.....	11
图表：美国进口金额持续高于出口金额	12
图表：美国过度消费造成严重贸易逆差	12
图表：消费占 GDP 比重逐步上升	12
图表：政府支出大幅攀升	12
图表：美国金融业占比持续上升，制造业占比持续下降.....	13
图表：中国较高的投资率促进经济增长	14
图表：美国较低的投资率对于经济增长影响有限.....	14
图表：美国政府及私人投资率在 80 年代以来逐步下行.....	14
图表：美国高科技产品贸易逆差不断扩大.....	14
图表：美国高科技产品占出口比重下滑	14
图表：战后美国贫富差距缩小	16
图表：危机后均伴随贫富差距拉大	17
图表：高收入户收入占比提升	17
图表：贫富差距逐步拉大	17
图表：社会阶层固化加剧	18
图表：发达国家民粹主义指数	18

我们正处于有记载以来最低利率区间，此前在《全球超低利率之谜》中，我们以 1980 年为界，通过对比前 40 年与后 40 年的实际情况，得出两条结论：一是经济潜在增长率的下降是导致长期自然利率下降的重要原因，二是后 40 年主要国家及经济体对于货币政策的过度依赖，导致全球陷入超低利率困境。

长期以来的超低利率，已经对世界格局产生深刻影响。我们同样采用对比的方式，通过对比前 40 年与后 40 年，从金融环境、经济结构、社会结构三个视角，以期全面梳理超低利率的影响，以及探讨面对这些陷入超低利率的教训，未来该如何应对。

图表：超低利率影响金融环境、经济结构和社会结构



资料来源：恒大研究院

1 超低利率对金融环境的影响：杠杆高企、资产价格泡沫、金融危机频发

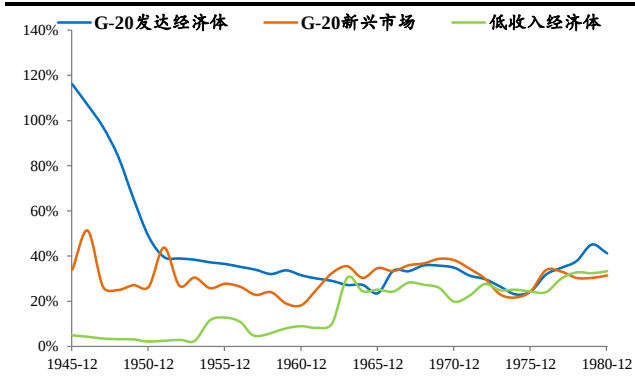
1.1 前 40 年，利率整体上升，杠杆水平处于低位、资产价格温和上涨

二战后到 20 世纪 80 年代，各国经济逐步复苏，欧美等发达经济体经济恢复增长，日本等追赶型经济体进入高速增长期，在这一阶段，通胀是各经济体主要关注问题，紧缩型货币政策使用率更高，全球主要经济体利率出现一个较长的上行期。同时，美国主导建立的布雷顿森林体系结束了二战前国际金融领域、货币制度的混乱，实现战后三十余年国际金融秩序的稳定。

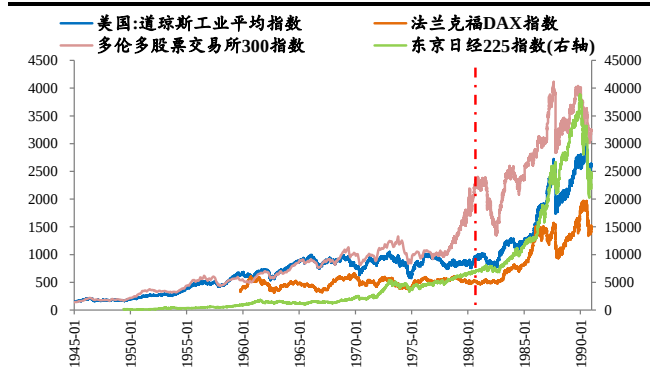
在这一阶段，金融环境相对稳定：1) 债务负担减轻，随着经济复苏，企业盈利和居民收入改善，全球整体杠杆率从高位下降后保持低位，80 年代前，全球杠杆率约为 30%；2) 资产价格温和上涨，股票市场、房地产市场价格平稳，以美国为例，1945-1980 年，美国道琼斯工业指数、名义房价指数年均复合增长分别为 5.3%、5.4%。

图表：杠杆率保持稳定

图表：股票市场温和上涨

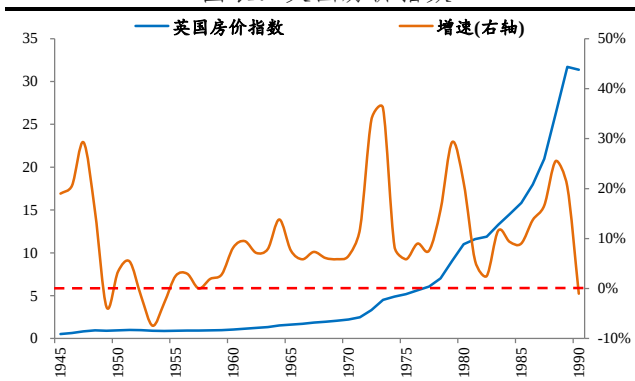


资料来源: IMF, 恒大研究院



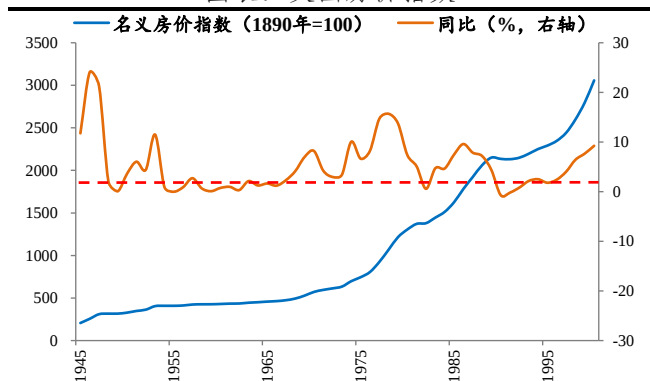
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表: 英国房价指数



资料来源: BOE, 恒大研究院

图表: 美国房价指数



资料来源: R. Shiller, 恒大研究院

1.2 后 40 年,长期超低利率叠加金融管制放松导致杠杆抬升、资产价格猛涨,金融危机频发

80 年代主要发达国家受滞胀影响,从凯恩斯主义向新自由主义过渡,推行自由市场经济,替代政府干预经济,带动新的经济增长。然而宽松的宏观政策、不断放松的金融管制导致金融系统风险积聚。尤其 90 年代末以来,美国为应对经济增长放缓,连续下调联邦基金利率,欧元区成立初期,为抗击未来的通胀风险普遍下调利率,日本在泡沫经济破灭后,持续加大宽松力度,推出量宽政策,全球主要经济体杠杆水平基本同步提升,资产价格上涨脱离基本面。伴随政策收紧、监管趋严、流动性退潮等,出现债务不可持续、资产价格泡沫破裂,引发严重危机。

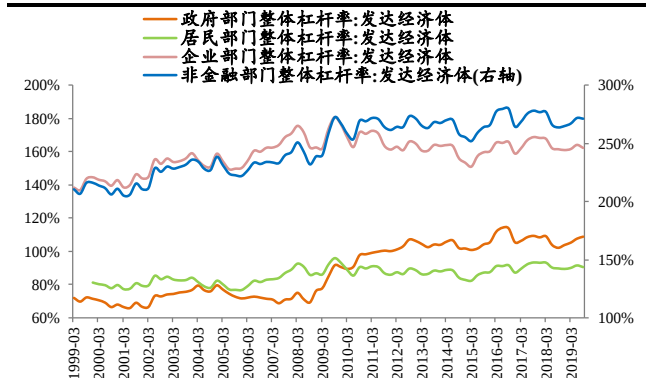
1.2.1 超低利率下,全球杠杆率持续提升,各国资产负债表愈发脆弱

长期超低利率环境下,经济体各部门轮番加杠杆,偿债压力提升,而债务的持续依赖低利率,保持债务成本增速低于债务水平增速,导致低利率与高杠杆形成恶性循环,各国资产负债表愈发脆弱。

国际金融协会数据显示,截至 2019 年底,全球债务水平已达到 255 万亿美元,占 GDP 的比重为 322%,达到 80 年代以来的峰值。1) 发达国家整体杠杆持续提升。1980 年至今,美国在历次经济下行期降息幅度均超过前期加息幅度,非金融部门整体杠杆率由 135.8% 上升至 250%。2) 新兴市场国家资本大量流入,债务水平增加。伴随全球金融开放推进,

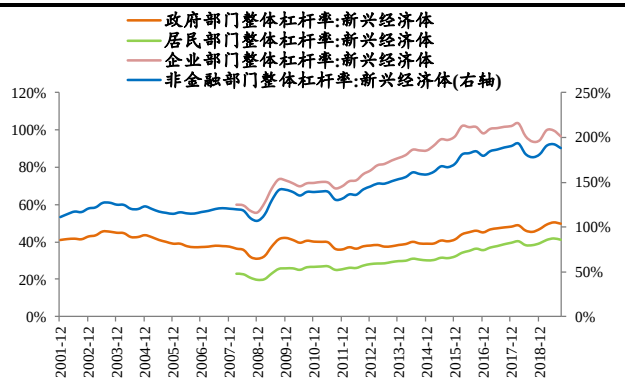
新兴市场流入大量资本，2007-2019 年新兴市场债务水平由 21.3 万亿增长 3.3 倍至 71 万亿美元，远高于发达国家的 1.2 倍，占比升至 GDP 的 220%。

图表：发达国家杠杆率持续提升



资料来源：BIS，恒大研究院

图表：十年宽松引起新兴市场债务激增



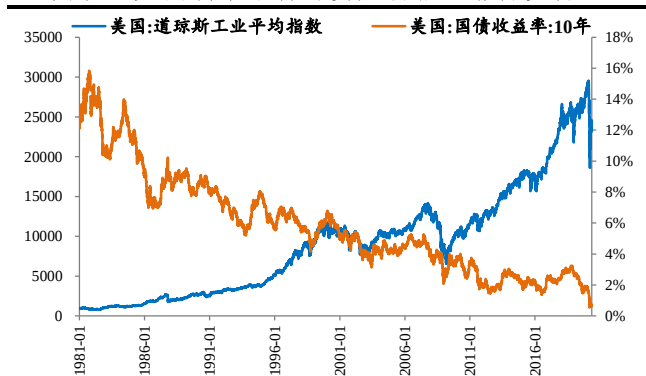
资料来源：BIS，恒大研究院

1.2.2 各主要市场资产价格持续偏离经济基本面

长期超低利率伴随充足的流动性，而实体经济吸收流动性有限，大量资金涌入资本市场，资产价格泡沫积聚。

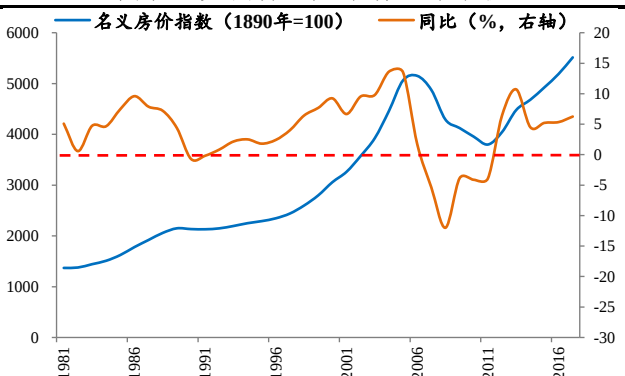
以美国、日本为例，1) 美国方面，1980-2006 年美国道琼斯工业指数年均复合增长 10.3%，房价在 2000-2006 年年均增速达 9.1%。次贷危机后，超前宽松催生美国股市 11 年长牛，2011-2019 年美国道琼斯指数年均复合涨幅达 10.5%。2) 日本方面，1980-1990 年泡沫破灭前日经 225 指数上涨 444%，OECD 实际房价指数上涨 55.8%。2008 年危机后，全球宽松引起日本股市及房地产市场在 2013 年以来明显上涨，而同期经济持续低迷。

图表：美国利率下行与资产价格上涨亦步亦趋



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美国房地产市场泡沫累积



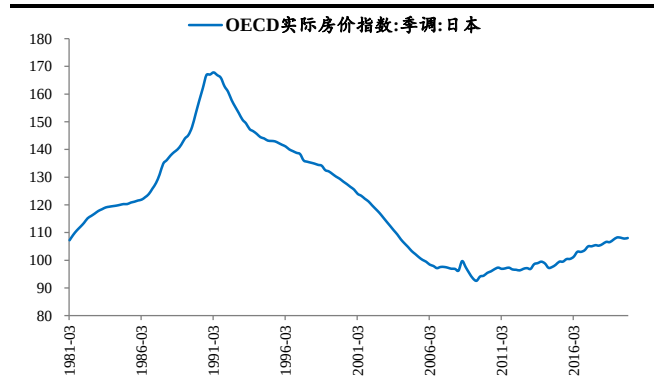
资料来源：R. Shiller，恒大研究院

图表：日本利率下行与资产价格上涨同步

图表：房地产市场泡沫刺破后持续低迷



资料来源: Wind, 恒大研究院



资料来源: Wind, 恒大研究院

1.2.3 长期超低利率环境下，金融脆弱性暴露，危机频发

80年代以来，金融危机爆发间隔时间变短、频率变高，从二战前的约平均7年1次提升到约平均2年1次，且影响范围更广的危机数量明显增多。从1980年至今，全球陆续发生的大危机包括80年代拉美债务危机、80年代末美国储贷危机、90年代日本泡沫经济破灭危机、1997年亚洲债务危机、2008年次贷危机、2020年美国流动性危机。历次危机表象各不相同，然而从根源来看，均是因为长期货币宽松，利率低位，金融监管缺失，金融脆弱性暴露。

1) 80年代拉美债务危机，危机前拉美国家外债大幅攀升，随着美联储加息、国际贸易恶化，资本大量流出，货币大幅贬值，引爆债务危机。2) 80年代末美国储贷危机，危机前存款性金融机构监管放松、货币宽松、信贷扩张，房产投机盛行、泡沫堆积，随后政策紧缩、股市暴跌，房贷违约大幅上升，大量储贷协会破产。3) 90年代日本资产价格泡沫破灭，危机前日本金融自由化加速、货币宽松，资产价格快速上涨。随后政策紧缩，股价房价暴跌，日本陷入“失去的二十年”。4) 1997年亚洲债务危机，亚洲地区高利率环境叠加金融自由化，大量国际资本流入，催生泡沫。随着美联储加息、资本流出，固定汇率制崩盘、货币贬值，金融风暴爆发。5) 2008年次贷危机，流动性过剩、政策刺激、金融创新共同催生了美国房市股市泡沫，随着政策收紧，次贷危机爆发并迅速升级为国际金融危机。6) 2020年美国流动性危机，长期超低利率环境下金融脆弱性加剧，美股泡沫堆积、企业杠杆高企，疫情成为导火索，造成美股断崖式下跌。

图表：80年代以来，危机频发

1989年 美国
储贷危机爆发

1997年 亚洲
债务危机爆发

2008年 次贷危机、
全球金融危机爆发

2020年 美国
流动性危机爆发

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4877

