



张明：如何摆脱“三低两高”陷阱？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明、陈胤默



注：本文为笔者在 2021 年中国国际金融学会青年论坛（厦门大学）上的演讲实录，发表于《国际金融》杂志 2021 年第 6 期，转载请务必注明出处。文中配图摄于上海松江泰晤士小镇的钟书阁书店。

摘要：本文归纳了当前世界经济面临的“三低两高”现象，阐述了“三低两高”彼此之间存在的自我强化机制。这种自我强化机制形成了一个很难走出的长期性停滞“陷阱”。本文提出了六种解决方案，但认为短期内世界经济摆脱长期性停滞的可能性不大。新冠疫情的爆发也难以成为世界经济走出“三低两高”格局的催化剂。

今年以来，在疫苗和疫情的“赛跑”中，疫苗占了上风，全球疫情的

拐点在今年一月份出现。去年全球主要经济体经历了一次集体衰退，今年将迎来一次集体复苏。在经济已经开始复苏的背景下，美国政府依然出台了规模巨大的财政货币刺激政策，此举提升了市场的通胀预期。经济复苏与政策放水的组合，助长了全球投资者的风险追逐情绪，今年以来美国股市、大宗商品、比特币等风险资产的价格都不断创出历史新高。

然而当前市场的最大担心在于，通货膨胀预期和现实通胀率的上升是否会推动美国长期利率显著攀升，最后使得风险资产价格显著回调？本文认为，对美国长期利率短期内上升空间的判断，与对本次新冠疫情的界定直接相关。这次疫情究竟是次贷危机之后世界经济长期性停滞格局面临的一个小扰动呢？还是一种足以扭转长期性停滞的催化剂？本文将试图分析这一问题。

一、世界经济中的“三低两高”现象

“三低”是指低增长、低通胀、低利率，“两高”是指高政府债务、高收入财产分配失衡。这五者之间有着非常紧密的联系，彼此之间存在相互强化机制。由此构成了一个“陷阱”，一旦世界经济跌入这一陷阱，在正常情况下很难走出来。事实上，“三低两高”现象也是长期性停滞的同义词。要成功走出长期性停滞格局，或者需要一个很强的外部冲击（例如一次重大技术革命），或者需要主要大国之间的通力合作。新冠疫情的爆发恐怕并不能帮助全球经济走出长期性停滞格局。

第一个“低”是低增长。自上世纪六十年代到本世纪初，世界经济增

速总体来看不断下降。世界经济增速只是在 2000 年到 2010 年期间有一次反弹，背后的主要原因是中国融入全球化与 IT 革命的爆发。但是最近十年来，全球经济增速再度下滑。核心原因包括全球技术进步速度的放缓、全球投资中无形资产投资的占比上升、人口老龄化以及经济全球化减速。当然，在全球经济增速下降与全球化减速之间存在着互为因果的关系。

第二个“低”是低通胀。用 GDP 平减指数刻画的通胀水平来看，在迄今为止的 50 年内，全球通胀率总体上不断下行。背后的原因一方面是 IT 革命导致全球范围内供给能够更及时更充分地满足需求、中国等新兴市场大国深度融入全球化等，另一方面也存在真实的通货膨胀压力被低估的可能。衡量通胀的指标可能需要重新设定，这一点周小川行长在近期的演讲中也曾提及。

第三个“低”是低利率。在新冠疫情爆发后，美国 10 年期国债利率一度跌至史上最低的 0.5%。目前不仅一些发达经济体的隔夜拆解利率持续为负，而且全球发达国家 10 年期国债收益率都处于极低水平。全球负利率格局不断强化，这一局面将给许多长期投资者（比如保险公司、养老基金、社保基金等）的经营带来巨大挑战，因为负利率格局将会显著降低上述机构资产端的收益率。

第一个“高”是高政府债务。2019 年底，全球发达国家政府债务已经达到历史上相对高点。而在新冠疫情爆发后，这些国家政府债务占 GDP 比重又将普遍上升了 10 到 20 个百分点。这意味着截至 2020 年底，全球发

达国家政府债务基本上达到了历史峰值，这一水平与大萧条之后二战之前的发达国家政府债务水平非常相似。众所周知，在二战之后，全球发达国家政府债务水平的确显著下降了，但导致发达国家政府去杠杆的最重要因素是二战之后全球经济的持续快速增长。而在当下的和平时代，全球发达国家政府去杠杆的路径将是什么样的呢？是有序协调的还是无序动荡的？答案不得而知。

第二个“高”是高收入财产分配失衡。为什么要将收入和财产分开表达呢？因为二者之间的趋势未必一致。例如，在去年，一方面美国政府给中低收入家庭直接发钱，此举导致美国国内的收入分配失衡短期内有所缓解，但另一方面，大规模印钞导致资产价格大幅上涨，进而加剧了财富分配失衡。事实上，当前美国国内财产分配失衡程度，也达到了历史性峰值，与大萧条之后二战之前的状况非常类似。的确，在二战之后，美国的财富分配失衡在一定程度上得到改善，但二战在这一过程中发挥了重要作用。而在当下的和平时代，全球财富分配再平衡之路会走向何方呢？答案依然不得而知。

二、“三低两高”彼此之间存在相互强化机制

笔者认为，在“三高两低”彼此之间存在着非常复杂的相互强化机制。这里我们不——展开论述，而是举例说明。

例如，高政府债务会导致低增长。相关文献表明，当一个国家公共政府债务占 GDP 比率上升至 90% 的阈值以上，那么该国的中位数增长率会

下降超过一个百分点。

又如，高收入财产分配失衡会导致高政府债务。《断层线》这本书的核心观点，就是次贷危机之所以爆发，一个深层次原因在于美国政府试图在不触动高收入群体利益的前提下提高低收入群体福利，从而采用了通过极低的利率水平去鼓励中低收入群体借债买房的方式，此举最终导致了次级抵押贷款的风行以及次贷危机的爆发。

再如，高收入财产分配失衡会压低全球经济增速。至少有两个机制可以解释这一点。其一，由于中低收入家庭是边际消费倾向最高的群体，收入和财产分配失衡会降低中低收入家庭的收入与消费增速，因此会导致低增长。其二，高收入财产分配失衡通常会导致民粹主义上升，民粹主义领袖将会粉墨登场，他们会实行单边主义与孤立主义政策，掀起国际经贸摩擦，降低经济全球化程度，进而导致经济增长放缓。

正是由于在“三低两高”之间存在复杂的相互强化机制，这就造成了如下尴尬的局面，也即“三低两高”格局有些类似于一个陷阱，而一旦世界经济跌入这一陷阱，就可能越陷越深、难以自拔。在正常情况下很难摆

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_33631

