

编者按：2019年12月18日，由中国社会科学院世界经济与政治研究所主办，《国际经济评论》编辑部、中国世界经济学会承办的“2020年全球与中国经济展望与对策”研讨会在北京召开。负利率议题成为讨论焦点之一。中国社会科学院世界经济与政治研究所余永定研究员建议讨论“负利率的形成机制和技术细节、欧洲中央银行和日本的负利率比较”等问题；中国社会科学院世界经济与政治研究所姚枝仲研究员建议讨论负利率的后果，尤其是当作为短期刺激政策的低利率和负利率变成了一种长期状态时，会不会出现严重的负面效果。

如何认识负利率政策及其影响

黄益平 陆挺 张斌 殷剑峰 徐高 伍戈
余永定 王勇 肖立晟 张一 郑联盛

黄益平（北京大学国家发展研究院）：

极度宽松的货币政策下可能会形成“僵尸融资渠道”。

提一个关于全球货币政策的问题跟大家讨论，对此问题我也没有答案。

2019年11月，我跟中国金融40人论坛的几位同事一起到美国调研，见到了不少政府官员与智库专家，总体感觉大家对2020年经济形势比较乐观，或者说比我原先预想得要乐观一些。2020年不太可能发生经济衰退，在这一点上似乎有共识。而且没有突出的金融风险，也许会有一些信贷错配的问题。比较担心的问题是，虽然不知道下一场危机或衰退会如何发生、什么时候发生，但万一发生的话，美国的财政和货币政策空间已经非常有限了。

我们跟美方专家集中讨论的问题之一是相对平坦的“菲利普斯曲线”。一般情况下通胀率和失业率之间存在权衡关系。但最近美国的失业率比较低，通胀率也比较低，利率特别是实际利率也很低。上一次观察到这样的情形是在2005年、2006年，当时大家认为全球宏观政策尤其是货币政策达到了炉火纯青的地步，出现了所谓的“大缓和”现象。

但现在知道，之后很快出现了次贷危机和全球衰退。所以这次去美国也想了解一下美国经济中有没有特别严重的金融风险。交流了一圈，感觉美国人没有觉得太大的金融风险，即使有一些信用评级不那么高的企业多获得了一些资金，但这个问题也不是太大。

后来我看到纽约大学的阿查里亚教授（Viral Acharya）和合作者们做的一个非常有意思的研究。主要结论是，当货币政策极度宽松的时候，有可能会形成“僵尸融资渠道”。在正常的货币政策环境里，僵尸企业本来是要关门的。但因为货币政策条件极度宽松，那些本来要关门的企业也都获得了融资。作者用欧洲的数据论证，非常宽松的货币政策可能会引发一系列的情形：违约企业变少；销售增长加快；有更多企业变得活跃；回报利润率开始改善；通胀则开始下降。

最后一点和通常理解的货币政策不太一样。一般认为如果通胀很低，就实施宽松货币政策。按照货币数量理论，只要钱发出去价格就会起来。但上面这个研究讲的故事正好相反，在极度宽松的环境下，僵尸融资渠道一旦形成，不但不会形成通胀压力，反而会对通胀造成往下的压力。因为支持的都是僵尸企业，支持僵尸企业的好处是大家都有工作，所以失业率很低，但生产的很多产品都是过剩的，价格往下而不是往上走。

必须说明的是，这只是一个研究，还没有被学术界普遍地接受，不过这个思路值得重视。而且对中国的货币政策有启示。现在货币政策的传导机制有问题，如果货币政策大幅度宽松，资金流向会不会出现大的问题，进一步扭曲资金错配，结果会如何？我提三个问题跟大家讨论。

第一，在这种情况下，再以低通胀作为货币政策的目标是不是合适？

第二，过度宽松的货币政策之后，迎接我们的会是什么？金融危机、通缩还是经济停滞不前？

第三，货币政策本来应该是反周期的，但现在似乎变成了长期性的工具。如果在不久的将来再发生一场危机，货币政策还能指望得上吗？

陆挺（野村中国）：

其实负利率分两种，央行负利率和国债负利率，再衍生到一些其他的资产，包括按揭贷款的负利率。

负利率首先肯定是央行的负利率，央行的利率一般分两种，一种是商业银行把钱存在央行的利率，还有一种是央行把钱贷给（无论是短贷还是长贷）商业银行的利率。一般说央行的负利率，截至目前几乎都是商业银行存款在央行的负利

率，是它的超额储备。但在超额储备里也是分等级的，不是所有超额储备都是负利率，规定超出多少超额储备才是负利率。日本央行就是这样的政策，里面设计得很细，即使超额储备也不都是负利率。当然，如果有了这端的负利率，那么一般首先会影响一个国家的短期国债，尤其是预期比较稳定之后。

这里面有个很重要的问题，从央行的角度来讲，截至目前负利率出现在两类国家：一个是日本，还有一个是欧洲，特征都是发达国家。发展中国家、新兴市场国家不大可能有负利率，未来十年都没有这个可能性。还有一类发达国家没有负利率，最典型的就是美国。

两者之间有什么最大的区别呢？辜朝明写过一本书《大衰退》，里面提到了一个概念“资产负债表的修复”。发达国家资产泡沫破灭以后，市场出清比较慢，企业以生存为主要目标而不是以利润最大化为主要目标。再加上破产又不是那么容易，市场不能及时出清，就会出现整个社会民间企业和个人的信贷需求急剧萎缩，也就是所谓“资产负债表的修复”。不管是企业还是个人，无论是在日本还是在欧洲，尤其是在国际金融危机或者欧债危机之后，都曾出现过。

美国为什么没有发生？因为美国的《破产法》非常完善，英美法系相对来说经济自由度比较高，破产就破产了，企业并没有出现严重的资产负债表的问题，包括从银行开始，出清是比较厉害的。这就是为什么两类发达国家之间，英美没有出现负利率，而欧洲和日本出现了。

张斌（中国社会科学院世界经济与政治研究所）：

低利率利弊的关键是度的把握，2%~3%左右的核心通货膨胀率是个分界点。

低利率政策会带来什么样的负面影响。这个问题在国际学术界已经讨论了很多年，不是一个新问题，一直有争议，当然经过这么多年的讨论也已经有了一些认识，但黄老师又提出了一个新角度。

低利率第一个成本是什么？其实早在1985年，诺奖得主泰勒就讲过，如果利率一直低于经济增长率，会鼓励投机，会天生带来“理性的资产价格泡沫”，使得金融体系更脆弱。这是低利率的第一个问题。低利率环境下，在市场里可能会看到很多机构，特别是一些保险类、基金类的机构，资产配置压力会非常大，因为它看到债券利率都是负的，企业保持盈利要活下去，会被动增持风险资产。

低利率可能产生资产泡沫，加剧金融体系的脆弱性，这是成本。收益是什么？收益是对总需求提高有帮助，对就业有帮助，从而对税收、收入、大家的生活有帮助。

如何权衡呢？任何事情都有成本。美国在金融危机之后货币政策宽松得最彻底，现在来看美国经济，金融风险是有，但总的来说情况相比欧洲、日本的恢复情况要好。日本是采用低利率时间最长的，过去十年日本的资产价格是不是出现了很大问题？倒也没有，它的经济不景气，但金融体系倒没有太大问题。

还有一个例子是瑞典。瑞典2010年时利率很低，资产价格猛涨，房价猛涨，这时候瑞典第一个跳出来讲资产价格涨得太快了，不能搞低利率。2010年时就把利率从0.25%提到了2%。接下来发生了什么？瑞典货币大幅升值，失业率大幅上升，通货紧缩加剧，后来受不了了，到了2014年又重新回到低利率。整个期间房地产价格有变化吗？其实变化不大，这是瑞典央行做的研究。

这些例子说明什么？关键是权衡，低利率的成本是提高金融体系脆弱性，不能否认有这个问题，但总体来说这个成本还是可以接受的。没有低利率，实体经济部门的损失更大，这也解释了为什么大多数国家都选择低利率。

黄老师讲的是过去文献里不大讨论的一个机制，不是说低利率会带来金融风险，而是低利率可能会让僵尸企业更多存活，是效率的问题。这在过去的文献里不大提及。采取低利率的目的是保就业、保收入。保就业不光是创造新的就业机会，也意味着让一些效率没那么高的企业不破产。僵尸企业不是特别准确的词，应该说市场上有竞争力或者没竞争力的企业，或者是高效率/低效率的企业。低利率会减少企业的破产概率，本来有10家破产企业，现在只有5家，破产企业少了。从这点来看其实是一个权衡，让企业破产好还是不破产好，是一个度的把握。没有企业破产肯定有问题，一下子企业破产太多了也有问题，哪怕是低效率企业。再怎么样干活总比不干活强，在家闲着完全没事情做也是一种损失，这里就有一个度的把握。

在需求不足的环境下，其实受苦最多、最不能够承受压力的是小企业，尤其是小微企业。在整个市场中它们是最脆弱的。低利率救的是什么？其实低利率很多时候救的是它们。它们在生死边缘线上，小企业里有好的也有差的，现在效率不高的小企业未来也许能成为高效率企业。即便是从效率的角度来看，多留点小企业，多留点希望，对未来效率的改善也是有帮助。

低利率有利也有弊，关键是度的把握。把握在哪儿比较好？我比较传统一点，2%~3%左右的核心通货膨胀率是个分界点，高于这个就应该提高利率，低于这个就降低利率。到现在为止，还没有看到对我特别有说服力的、好于这个尺度的标准。

殷剑峰（对外经济贸易大学金融学院）：

实际上现在负利率就是央行对商业央行超额准备金实施负利率，从这个角度来看任何一个经济体的央行都可以实行负利率。美国商业银行的准备金占美国商业银行资产差不多17%左右，跟中国差不多的水平。中国现在超额准备金负利率是零点几，要把它变成负零点几是很简单的事情。

但推广开来，一般的借贷利率不可能为负，也就是所谓零利率下限（ZLB），它有替代资产，最明显的替代资产就是现金。所以现在美国人讨论能不能不要现金了，包括央行搞数字货币，数字货币最大的好处就是可以负利率。由于ZLB的存在，名义利率总是有一个底线，现在大家关注这个底线。余老师提到利率到底由什么决定，央行决定是一方面。讲负利率、零利率的时候都是在凯恩斯的语境下讨论这个问题。总需求不足、意愿储蓄过多、意愿投资过少。但如果从长期增长的角度，可以回忆一下，在160年前维克塞尔提供了一个利率，叫“均衡的自然利率”。在增长理论中，这个自然利率对应的就是资本边际回报（MPK）。可以想象，如果全社会的MPK持续往下走，实际上构成了全社会利率的上限，因为超过这个水平就意味着投资的普遍亏损。如果借贷的利率超过资本边际回报，投资肯定是亏损，所以整体MPK持续走低，市场使得全社会利率上限的水平不断往下走。如果利率上限蹦到零，意味着真实利率到零，真实利率是名义利率减去通货膨胀，假设MPK不能到零，真实利率是零的时候，在通货膨胀不变的情况下，名义利率必须不断往下。如果通货膨胀率为负，是通货紧缩，名义利率肯定是负利率，这是一个自然的结果。

为了适应MPK往下走，无非两个方式：在通货膨胀不变的情况下实行零利率、负利率，在名义利率不变的情况下把通货膨胀搞上去。在一个均衡模型里，不一定要有零利率，可以把通货膨胀率搞上去，真实利率一样下去，适应了MPK的下降。当然还有一个更大的问题就是怎么提高MPK。

徐高（中银国际证券）：

根据欧央行的货币政策操作实践，可以看清楚负利率的形成机制。欧央行实行的是利率走廊制度。它有一个“再融资利率”，这是欧央行做公开市场操作的利率。同时，它还有“存款便利利率”和“贷款便利利率”，分别锁定了市场利率的下限和上限。

正常状况下，市场利率大致浮动在再融资利率附近。但当欧央行做了几轮的

长期再融资计划 (LTRO)，投放了大量基础货币之后，市场利率就会收敛到存款便利利率上了。这是因为市场里基础货币太多，商业银行发现它没有投放的地方，最后只能将这些基础货币再存回到欧央行账户上，吃欧央行给的存款便利利率。于是市场利率便收敛到了存款便利利率上了。

这说明什么问题？说明负利率本质上是实体经济运行的结果。当实体经济中投资回报率下降到很低水平，再把风险溢价考虑进来，银行就会发现把钱借给实体经济所获得的回报还不如存到央行所获得的回报。这样，资金大量在银行间市场堆积，就把银行间市场利率压低到负利率。在这里，负利率反映的是实体经济投资回报率的下降。因此，分析负利率的关键在于实体经济。

伍戈（长江证券）：

关于负利率，我认为其实比技术细节更重要的是经济思想。

负利率的思想其实是来自于伯南克及其在麻省理工 (MIT) 的一帮人，他们曾大量研究大萧条以及日本衰退的现象。

他们在各种研究中非常重视实际利率而不是名义利率。另外，伯南克在没有当美联储主席的时候，在美国曾经发过一篇非常重要的演讲稿《确保通缩不在这儿发生》。那篇文章其实非常系统地讲述了以 MIT 为代表的学派的中心思想——遇到了危机时，遇到了通货紧缩的危险时，中央银行即使利率到了零，也并非束手无策。中心思想是，在遇到通货紧缩时，中央银行要做的工作不是像大萧条时期那样无所事事，也不是像日本当时遇到通缩之后不敢放松货币。他们的目的只有一个，就是“人为制造通胀预期”。

对于零利率和量化宽松 (QE)，其实从危机应对而言，它发挥了很积极的作用。但现在关键的讨论是是否持续，或者如何审慎退出，这才是最关键的问题。

余老师说技术细节，但我认为经济思想更重要。

欧央行的行长也说，现在一方面还是保持利率或 QE，但与此同时也要注意可能带来的资产价格急剧调整的负面影响，负面影响虽还没有完全看到，但要保持警惕。

我发现次贷危机之后五到十年以来一个很有意思的现象，全球特别是发达国家的利率下行幅度快于经济下行的幅度。这说明什么问题？经济下行压力比较大的时候，其实利率和货币政策确实是放在最前沿的，反应可能过于猛烈。宏观政策其实无所谓对和错，就是度的把握的问题。

余永定（中国社会科学院世界经济与政治研究所）：

日本不比咱们愚蠢，也知道这些后果，但还采取这种政策，这就是一个值得考虑的问题。

黑田东彦绝顶聪明，他为什么要这么干？我跟他认识20多年了，他的思想发展沿革我比较清楚，他原来是财政部最主要的负责人。我在20世纪90年代和21世纪初期经常访问日本，几乎每年三次。每一年都要跟大藏省官员交流他们对日本国债问题的想法，1996年是个分水岭。当年日本国债占GDP之比是92%。尽管日本经济状况不佳，桥本龙太郎还是推出财政重建政策，就是财政紧缩政策。日本大藏省官员说日本的债务问题已经到了非常危险的一步，而且做了一个图，如果不采取措施，国债/GDP比很快就会上升到100%，所以日本必须马上动手紧缩财政。然而动手的结果是日本第二年就进入衰退。衰退之后，尽管分子减少，但分母减少得更快，所以财政状况恶化。日本政府不得不放弃财政重建政策，转而采取扩张性财政政策。后来它根本不管什么财政重建了，先活命要紧。现在日本国债/GDP比到了250%。日本经济固然问题重重，但到现在居然也没发生当年所担心的财政危机。为什么？很简单，零利率嘛。日本的经验对中国还是有启发的。

陆挺（野村中国）：

我再补充一点。讲到机制，我认为还是低信用需求。日本和欧洲都一样，1996年、1997年以后日本政府明显发力了，政府需求替代了民间需求，到后面也使得政府本身对于低利率有一定的依赖性。但这又涉及两个问题。

当日本的民间信用需求急剧降低的时候，日本政府的需求上升，而且是故意的，这就是凯恩斯主义的效果。但当时日本的投资边际效益后来被证明出了很多问题，一定程度上也使得大量的政府投资并没有使日本后面的经济增长率能够回到相对比较合理的区间。为什么？因为大量投资都去了日本没什么人的地方。

但这里面还有一个很重要的问题，为什么日本政府的国债占到GDP的250%？日本利率是非常低的，但日本这个国家并没有出现一般新兴市场国家那样的偿债危机。这里面有一个关键点，也是在考虑低利率时的一个非常重要的边际条件，就是国际收支。

日本最糟糕的时候基本上没有出现持续的经常项目逆差，它做的很多事情放在别的有经常项目逆差的国家，完全是不可行的。现在欧洲一定程度上有庞大的

顺差国德国顶着，另外有3%的政府财政赤字的上限，使得它的低利率能够有制度条件来维持。这也是为什么不用担心中国会出现低利率或零利率、负利率的情况。以中国的软预算约束条件，以及未来经常项目所面临的问题，我认为中国不是低利率的问题，而是利率会走到什么地方的问题。

王勇（北京大学新结构经济学研究院）：

可以从进入侧来理解“平坦的菲利普斯曲线”。

黄老师提到的“平坦的菲利普斯曲线”是个很有意思的问题。黄老师引用的纽约大学学者的结论说的是一个潜在的坏的因素，或者说是一个退出的问题。这样的故事放到中国的情景下，作为发展中国家，对我有什么启示，我想谈谈自己的学习体会。

也许理论上有两种可能性，包括中国也有僵尸企业，最后也可能变成低效率企业。一些国有企业为了保就业会过度生产，使得产能过剩比较高，通胀率比较低，但它的生产是低效的。这是一种可能性，相当于是该退出的企业不退出，退出侧出了问题。

但另一方面，和美国不一样，对中国这样一个收入水平只有美国1/5的国家来说，进入新产业、生产新产品具有相对更便宜的方式和相对更大的空间，也就是说面对经济衰退，进行产业升级的投资潜力更为巨大。发达国家的产业升级必须依靠新产业、新技术研发，而研发是否成功是不能控制的，无法保证在经济衰退的时候想发明成功就成功，想进入新产业就有新产品被研发出来。但对于中国来说，按照新结构经济学划分的五大产业，其中的“追赶型”产业还是主导。因此，有可能产生好的低通胀、低失业率的方式在于进入侧，很快就有新的朝阳产业出来。劳动力从原来的劳动密集型产业转到高附加值的资本密集型产业。在这个过程中，因为可以吸收就业，所以失业率比较低。同时，因为实际产出增加了，实际通胀率也会比较低。退出侧与进入侧代表了两种可能性。

对中国当下的行业来说，讨论很多都是退出侧，包括刺激政策。但我想说的是，后一种进入侧的故事，也非常值得更多分析。

肖立晟（中国社会科学院世界经济与政治研究所）：

有三个原因导致“平坦的菲利普斯曲线”。

第一，劳动参与率从67%降到了63%，这四个百分点的下降对实际就业影响是很大的。

第二，低通胀预期。实施通胀预期的货币政策相对来说会影响到通货膨胀的增长。

第三，我们统计了美国各个行业的工人就业和工资水平的变化。在这个过程中发现，从2010年开始美国中高收入职业，比如医疗、教育、商业服务、专业服务就业人数增长较快。与此同时，美国就业人口中大学生供给非常充裕，对中高收入就业市场供给过多，导致相对应的工资水平涨不上去。2010—2018年，美国总共增加了1600万个就业岗位，中间大概20%左右是商业服务和专业服务岗位，20%给了教育医疗岗位，总共大概40%左右给了中高端人才的就业岗位。这部分岗位的工资上涨速度是非常非常缓慢的，这也是整个就业结构上的问题，对应的工资斜率是比较平缓的。

徐高（中银国际证券）：

在分析全世界低利率环境的时候，最核心的因素不在于央行，而在于全球的储蓄过剩。

我想讲两个问题，第一个问题有关零利率。从过去几十年的经验来看，零利率肯定是异常。但是否就一定需要从过去的经验来看未来，为什么零利率就不能成为常态？为什么零利率不能不搞出事情而持续干下去？

要回答这些问题，光看货币政策是不够的。因为货币政策是内生的，央行在调整货币政策、调节利率的时候会受到实体经济的约束。从利率短期来看，这是决定于货币政策，但从长期来看还是决定于实体经济，决定于实体经济中储蓄与投资的平衡。

可以想象一个场景。当一个国家出现货币危机了，本币大幅贬值、资本大量撤离时，它国内的利率水平可能维持低位吗？当然不可能。这个国家的央行一定要大幅提高利率水平，因为不这么做，资本就会大量流出，而资本大量流出就意味着储蓄的大量流出。在这个场景里可以清楚地看到实体经济对央行的约束。所以在分析全世界低利率环境的时候，最核心的因素不在于央行，而在于全球的储蓄过剩。

我们要琢磨这么一个事儿，为啥利率都这么低了，存钱都不挣钱了，结果大家还继续储蓄？主要还是全球结构性的问题，而且这个结构性问题主要出在中国。中国的储蓄过剩推升了全球的储蓄过剩。用市场利率计算，中国的储蓄已经占全球总储蓄的25%以上。中国现在是全球储蓄最多的国家。中国的储蓄过剩压低了中国的利率也压低了全球利率水平。在这种情况下，低利率是储蓄供需情况的

自然结果。

在这种情况下再谈谈这一轮的经济复苏。从最近几个月的宏观数据来看，确实全球都有一些经济复苏的迹象。但这一轮全球经济复苏和2016年那一波有很大差别。2016年的复苏中，复苏的“火车头”很清晰，就是中国。中国的供给侧改革带动了全球经济复苏。在美国的经济数据中，最先复苏的是对中国的出口；其次是美国服务出口的工业生产；然后是美国国内需求，如消费、房地产在复苏。2018年全球经济下滑也是按照这样的顺序：对中国的出口先下去，然后工业生产下去，再然后是耐用消费品等内需也开始下去。但全球制造业采购经理人指数（PMI）最近确实有小幅回升，这里面中国的因素并不特别明显，而更多反映了全球货币宽松的效果。

第二个问题是，在这种情况下，其他国家宽松的货币政策是不是在2020年足以带动一波全球像样的经济回升？在这方面我还是比较谨慎的。2019年中央经济工作会议里有一句话说得挺有意思，说是政策要寻求动态平衡。什么叫动态平衡？就是随时相机调整。如果全球经济复苏稍微强一些，中国经济下行压力没那么大，宏观政策可能马上又要往偏紧的方向回撤。这样一来，虽然其他国家在用货币宽松来刺激总需求，但中国在降低刺激力度，那么其他国家的货币宽松可能在一定程度上会被中国的政策给对冲掉。这是个值得考虑的风险。就像在2019年，一季度经济还可以，3月份的经济数据还超预期。但一超预期，4月份政治局会议的调子就发生变化，开始讲收紧流动性总闸门。这一收，经济数据就下去了，一季度GDP增长6.4%，二季度增长6.2%，三季度就到了6.0%。所以，如果中国政策比较在意动态平衡，那边一好，这边就踩刹车，这波经济复苏可能就走不长。

张一（中海晟融资本管理有限公司）：

在持续宽松的货币政策推动下，通胀之所以没有起来，要考虑在粮食生产和能源两个领域供给端变化所带来的影响。

关于全球经济形势，现在一个关注点就是在持续宽松的货币政策推动下，通胀为什么没有起来。一个很重要的因素就在于现在以什么标尺来衡量通胀。如果用传统的消费者价格指数（CPI）来衡量，确实通胀还是可控的，但如果用资产价格来衡量，比如美国的股指、中国的房价，那可能货币发行推动通胀的理论还是成立的。CPI的低迷，除了货币因素以外，还需要考虑国际金融危机后，供给端变化所带来的影响，最典型的领域发生在粮食生产和能源两个领域。

在粮食生产方面，2012年以后，主要产粮国纷纷扩大了粮食产量，三大主粮的库存也达到了历史顶点。从2012年至今，玉米、小麦和大米这三大主粮的价格跌幅在40%~60%之间。世界银行发布的全球谷物价格指数显示，目前的谷物价格水平较2010年低了15%左右。粮食产量的增加和价格的下跌，带来了粮食产能过剩，这一定程度上对CPI形成了压制。

在能源领域，近十年来引领能源领域乃至影响到生产领域最大的变革就是美国的页岩气革命。大量低价、新增页岩气冲击市场，使得欧佩克定价体系趋于瓦解，原油价格在60美元/桶的区间徘徊。在供给增加的同时，需求却在放缓。以原油为例，日消费量增长从国际金融危机前的3%左右的增速降到了国际金融危机后1.5%左右的增速，其中中国需求放缓是主要因素。在供需格局发生变化的情况下，能源价格持续低迷也就不足为奇了。

在两个重要的权重项供给发生重大变化之后，即使货币增长再快，CPI也维持低速增长就不足为奇了。从这个角度来看，央行制定货币政策过程中，不是不要考虑CPI，而是要把整个资产价格纳入考察范围。当然，这个过程有一定的难度，对央行决策体系也是一个挑战。

郑联盛（中国社会科学院金融研究所）：

我跟大家分享一个去日本调研的案例。它对政策的适用性可能具有一定的启示。

日本在20世纪90年代中后期就开始实行低利率进而量化宽松政策，同时财政政策有较大规模的扩张，特别是杠杆转移特别明显，企业部门债务部分转移为日本政府债务。现在日本公共债务占GDP比例非常高，日本国债市场成了全球三大扎实泡沫之一。

这次访问的是日本夕张市，这是日本唯一一个破产的城市。夕张本来煤炭行业比较厉害，后来日本不发展煤炭行业了，这个城市就开始转型搞观光旅游。夕张市现在还是日本滑雪最好的地方之一，雪道特别好。财政扩张搞旅游过程中，它的债务问题持续累积。20世纪90年代末期和21世纪初，夕张观光业发展远不如政策预期，很多投资收益性较差，夕张市甚至出现了隐瞒债务的情况。2006年夕张市630多亿日元债务遮不住了，2007年被迫宣布破产。

破产之后，日本政府对夕张市进行债务重整，分为债务整固和投资扩张两个阶段。第一阶段是财政整固，政策方向是持续紧缩。2010年日本政府颁布《财政健全化法案》，对财政再建团体（夕张市）进行债务重建。重建计划持续17

年，至2027年。实施三年之后进一步调整，2015年出台了“地方创生与地域再生计划”，主要是发行地方政府特别债券来缓释短期债务偿付压力。这跟中国地方政府债务置换非常相似。

第二阶段是转向财政扩张。在2007—2017年债务整固阶段中，夕张市基本没有新基础设施投资，这使得夕张进入螺旋式衰退，人口大量流出，城市濒临枯竭。2017年日本政府开始转向扩张政策，鼓励银行向企业部门提供金融支持在夕张进行投资，夕张市随后也启动较多的地方基础设施投资。

即使政策转向宽松，夕张市人口流出、产业衰竭、城市破败的趋势也已经无法逆转。夕张人口最高规模约为13万人，但是到2019年9月30日跌破了8000人，夕张早已成为空城。去夕张市发展的人可以向政府申请公有住房，基本可以马上获得分配。这些公有住房是夕张市政府向当时两家煤炭企业买入的，买入时有折扣。但是，长期看反而成了夕张市的债务负担，仅维护成本就不堪重负。当地只有1家银行分支机构，这个支行只有7个人，主要做老年人存取业务，基本没有贷款业务。整个城市只有10余家餐馆，但这10余家餐馆聚集在一个大厅里，跟大食代一样，一家餐馆就是一个摊位。现在连医院、学校都基本关停了，好几个学校合并成了一个很小的小学。

访问之后有以下几个问题需要反思。

第一，日本实行这么长时间低利率和宽松政策，但是，总量性货币政策能否解决结构性矛盾，比如产业迭代、人口老龄化？

第二，要素长期的决定性是不是比货币政策、财政政策更加重要？

第三，如此之多逆周期货币政策能否有效应对僵尸产能出清问题？如果逆周期政策存在结构性，比如对特定部门更加有利，那可能造成政策性资产过度膨胀，可持续性更加值得关注。■

（责任编辑：崔秀梅）

trade governance regime needs to be kept and reformed. From the regional plurilateral perspective, the United States has strengthened its “stick” policy in its periphery areas, and the emerging economies have been forging ahead and strengthening cooperation. From the trans-regional multilateral perspective, the developed countries, represented by the G7, are becoming less cohesive, and the emerging economies continue to move forward. As an innovative cooperation platform and the core platform of global economic governance coordination, the G20 needs to be further strengthened. Facing new challenges and emerging trends, China needs to well understand the current situation, actively deal with other major powers, ease pressure from the external front through regional cooperation, innovate trans-regional cooperation, and promote the Belt and Road Initiative, which will contribute to the coordination and achievement of the equilibrium between the “supply” and “demand” of regional and global public goods.

China’s Economic Growth Potential, Policy Options, and Global Macroeconomic Situation Outlook in 2020

Wang Yong, Lu Ting, Jia Shen, Guan Tao, Yin Jianfeng, Xu Gao, Yu Yongding, Zhang Bin, Zhang Deli, Yu Ming, Luo Zhiheng, Fan Wei, Yao Zhizhong, Wu Ge, Xiao Lisheng and Zhang Yi **124**

The current methods in calculating the potential growth rate are not reliable and it is hard to use them to determine the targeted economic growth rates. Policymakers should not sit idle not taking effective measures to hold back continual weakening of economic growth, but debates should focus on how policy measures should be used. Macroeconomic regulation does not contradict with systemic reform and restructuring.

How to Understand the Negative Interest Rate Policy and Its Impacts

Huang Yiping, Lu Ting, Zhang Bin, Yin Jianfeng, Xu Gao, Wu Ge, Yu Yongding, Wang Yong, Xiao Lisheng, Zhang Yi and Zheng Liansheng **161**

The negative interest rate policy is mainly adopted in Europe and Japan. It helps boost demands, but it may also distort capital resource allocation and worsen the fragility of the financial system. The key is not whether it should or should not be adopted, but the extent to which it is adopted.

International Economic Review, 2019 Index **173**

Forty Chinese Books on World Economics in the 40 Years of Reform and Opening up **175**