

# 长期停滞，已成事实

面对低增长、低利率和零通胀等问题，  
寻找新的对策势在必行

劳伦斯·H.萨默斯



图片由拉尔夫·阿尔森提供

危机、缓慢复苏以及十年经济复苏期间低于目标的通胀率，也没有预见到实际利率极低的高额政府债务的可持续性。

要想了解最新形势，并制定行之有效的应对政策，可能需要经济学家基于阿尔文·汉森（Alvin Hansen）在大萧条时期提出的长期停滞理论进一步发展出所谓的“旧凯恩斯主义经济学革新”新理论。本文旨在通过突出工业化国家的经济中发生的重要结构性变化，总结宏观经济学新方案，阐释长期停滞理论，并提出政策启示。

## 投资不足

除非当前趋势有所变化，否则工业化国家的下一代劳动适龄人口将会减少，中国的劳动适龄人口也会减少。与此同时，越来越多的女性正加入劳动大军中，例如，美国现在的女性劳动人口就多于男性。

这些人口变化趋势消除了对新资本商品的需求，而这些新资本商品主要用来训练和安置日益增长的劳动力。据观察，随着设备的相对价格，尤其是信息技术领域设备的相对价格的急剧下滑，购买一定数量资本商品所需的储蓄也急剧下降，从而使这一趋势进一步加剧。现如今，相较于上一代克雷（Cray）超级计算机，一部 500 美元的 iPhone 手机的计算能力更强。随着资本商品价格的不断下跌，投资速度也持续放缓。

此外，信息技术革命让经济细分更为广泛。电子商务减少了对购物中心的需求，而云应用消除了对文件柜的需求，进而减少了对办公空间的

自然科学理论与社会科学理论的根本区别在于，自然科学理论如果有效，它就会在任何时间、任何地点都有效。与此相反，经济理论的有效性则取决于具体情境。马尔萨斯的食物供应理论在他提出之前的几千年都奏效，但在工业革命之后就不再可行。相比于 20 世纪 70 年代的通胀时期，凯恩斯的理论在大萧条时期更加有效。

而我越来越确信，目前以货币政策可以决定通胀率为前提的宏观经济理论可能并不适用于当前的实际经济情况，因此据此开出的政策处方也并不恰当。这些理论没有预见到日本从 1990 年开始的通货紧缩式经济减速，没有预见到全球金融

## 我越来越确信，目前以货币政策可以决定通胀率为前提的宏观经济理论可能并不适用于当前的实际经济情况。

需求。只需轻轻按一下开关，就能实现办公室的个性化，甚至可以在墙上挂上家庭合影。

相较于传统的钻探技术，用水力压裂法开采石油和天然气可以大幅减少成本；信息技术的应用也使锁定勘探目标更为便捷，从而进一步降低了投资需求。

如今，在技术的支持下，几乎一切都可以共享：从公寓（爱彼迎）到飞机（利捷航空）、服装（Rent the Runway）、再到汽车（优步）。十年前，这些共享方式都是无法想象的。新一代的人们希望住在简装的公寓里，而不是大房子里。

许多人认为垄断力量有所加强（至少在美国是这样），这可能会阻碍新的投资。否决权的分配日趋混乱，导致公共基础设施投资放缓，目前美国公共基础设施的净投资还不到以前的一半。

在上述变化趋势的推动下，不论利率水平如何，投资需求都已大幅缩减。

### 储蓄过剩

在投资需求下降的同时，储蓄却在诸多因素的影响下不断增加。大量收入正流向高收入人群，而这些人更倾向于把收入存起来。随着企业盈利能力的提高，加之利率的下降，更多企业把收益留存起来。

人们越来越怀疑政府履行养老金义务的能力，未来增税的风险也越来越大，种种不确定性的增加也导致了储蓄增加。同样，人们对未来收入增长的预期不断下降，这也增加了对未来储蓄的需求。

金融监管的强化及其遗留影响使美国家庭发现借贷和支出日益艰难，进而导致总储蓄增加。这种情况的发生可能是由于消费者保护（例如首付金要求的提高减少了抵押贷款），或由于金融中介机构的监管负担（例如资本需求提高）。

因此，经济结构的变化不仅增加了储蓄，还减少了投资。

### 长期停滞

哈佛大学经济学家阿尔文·汉森（Alvin Hansen）在考虑诸多因素以后，将私人投资未能完全消化私人储蓄的现象称为“长期停滞”，因为这可能意味着需求不足。

如果近年的长期停滞成为事实，很多事情都可以预见。首先，储蓄高企和需求低迷将会导致利率走低。事实上，在过去20年里，不论以哪种标准衡量，尽管预算赤字有所增加，实际利率都呈下降趋势。这与我们所目睹的不谋而合——尽管政府债务大幅增加，工业化国家的实际利率仍然为负。

其次，储蓄无法被消化将导致增长放缓，难以实现通胀目标。这已经是观察到的事实。目前，市场不指望任何工业化国家能达到2%的通胀目标。尽管在经历了十多年的复苏之后，利率空前低下，赤字创下新高，但经济增长一直不温不火。值得注意的是，与那些将衰退后的低利率解释为“逆风”的观点相反，各国央行发现，在加息的同时仍希望经济复苏势头强劲是不可能的。

再次，经济增长不尽如人意与通胀持续走低同时出现。经济学家在教授低年级学生时会说，数量减少和价格下降意味着需求萎缩。如果正如许多人所说，增长停滞的主要原因是生产率低下，那么我们就能够预见价格上涨而非下跌。如果没有特殊的政策环境，可能会出现通货紧缩。

最后，经济增长缓慢及通货紧缩的时期，也是资产价格上涨的时期。金融危机以来，美国股市已上涨4倍，实际房价几乎已经回到了之前的峰值水平。这也是在长期停滞的情况下我们可以预料到的，因为大量储蓄涌入现有资产，推高了

股票的市盈率和房地产的租售比，降低了长期债务的期限溢价。

我不知道还有什么其他任何理论可以解释在极度扩张政策和私营部门信贷迅速增长的情况下经济增长停滞的现象。生产率增长乏力，预计将会导致产品价格上升的增加和资产价格上涨的减少。风险和不确定性的日益增加往往会导致资产价格倍数降低，而不是增长。金融危机当下的所有后果不是我们所观察到的情况，而是将导致信贷扩张缩减，收益率曲线大起大落。

### 该怎么办？

人口可以决定命运。在人口结构及许多其他因素的共同作用下，将出现一个储蓄充足但吸纳困难的环境。这就是我们几十年来处理的宏观经济问题的缩影。

央行为了忠实履行职责，需要提高而非降低通胀。从逻辑上来说，确保经济体释放潜力这一挑战应该优先于提升其潜力。利率不论高低，对金融稳定造成的风险都一样。从中期来看，我们面临的问题是要完全吸纳储蓄，而非挤占投资。

而且，目前日本和欧洲已是负利率，美国的利率也低于 2%，至少从历史标准来看，各国央行不太可能有太多空间来应对不利冲击。一般来说，工业化国家解决衰退的办法都是降低 5 个百分点左右的利率。

应对新挑战首先要认清挑战，也就是说要接受长期停滞的现实，并把政策辩论的重点集中在长期停滞带来的挑战上。FD

劳伦斯·H. 萨默斯（LAWRENCE H. SUMMERS）  
是哈佛大学查尔斯·威廉·艾略特大学教授。

您将在一个支持用户友好型导航、直观的搜索，以及个性化功能的集成网站，找到IMF的所有出版物。

请浏览

[ELIBRARY.IMF.ORG](http://ELIBRARY.IMF.ORG)

国际货币基金组织