

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和经济结构，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

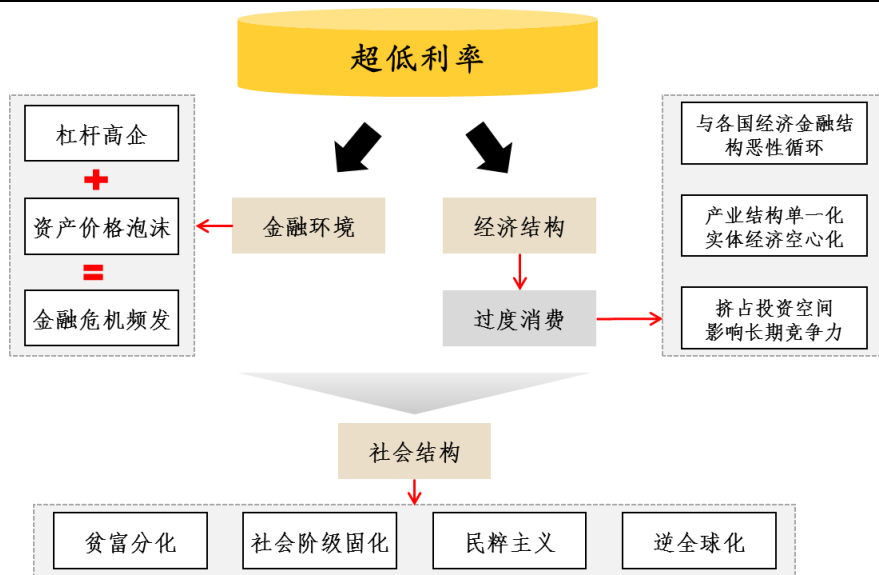
图表目录

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

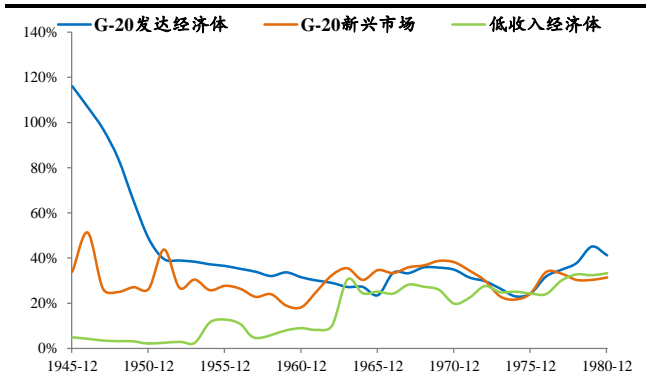
1.1 前 40 年，利率整体上升，杠杆水平处于低位、资产价格温和上涨

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。

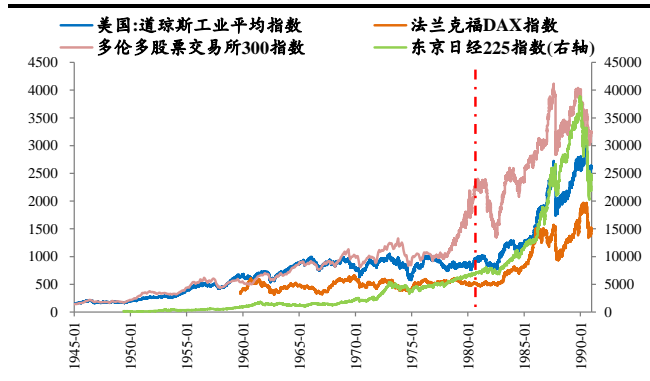
在这一阶段，金融环境相对稳定：1) 债务负担减轻，随着经济复苏，企业盈利和居民收入改善，全球整体杠杆率从高位下降后保持低位，80 年代前，全球杠杆率约为 30%；2) 资产价格温和上涨，股票市场、房地产市场价格平稳，以美国为例，1945-1980 年，美国道琼斯工业指数、名义房价指数年均复合增长分别为 5.3%、5.4%。

图表：杠杆率保持稳定

图表：股票市场温和上涨

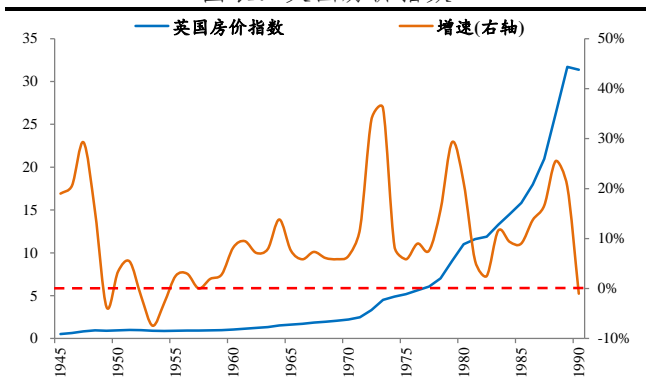


资料来源: IMF, 恒大研究院



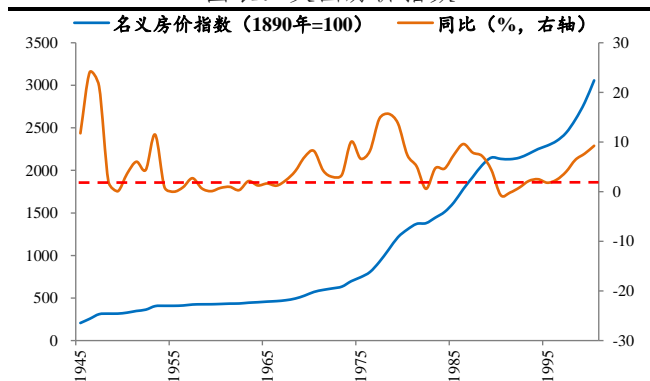
资料来源: Wind, 恒大研究院

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。

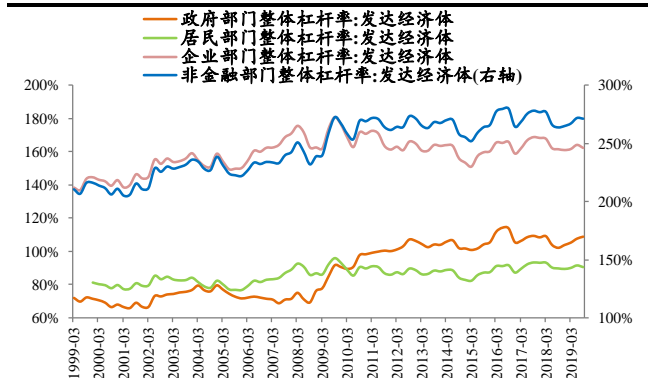
1.2.1 超低利率下,全球杠杆率持续提升,各国资产负债表愈发脆弱

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,

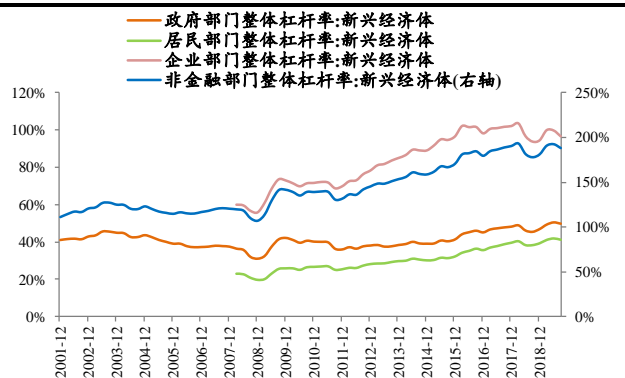
新兴市场流入大量资本，2007-2019 年新兴市场债务水平由 21.3 万亿增长 3.3 倍至 71 万亿美元，远高于发达国家的 1.2 倍，占比升至 GDP 的 220%。

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。

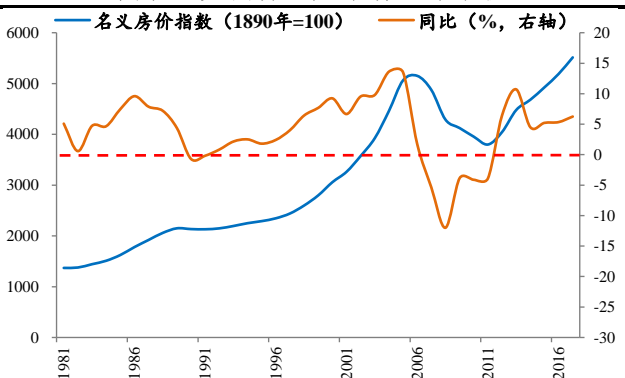
以美国、日本为例，1) 美国方面，1980-2006 年美国道琼斯工业指数年均复合增长 10.3%，房价在 2000-2006 年年均增速达 9.1%。次贷危机后，超前宽松催生美国股市 11 年长牛，2011-2019 年美国道琼斯指数年均复合涨幅达 10.5%。2) 日本方面，1980-1990 年泡沫破灭前日经 225 指数上涨 444%，OECD 实际房价指数上涨 55.8%。2008 年危机后，全球宽松引起日本股市及房地产市场在 2013 年以来明显上涨，而同期经济持续低迷。

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

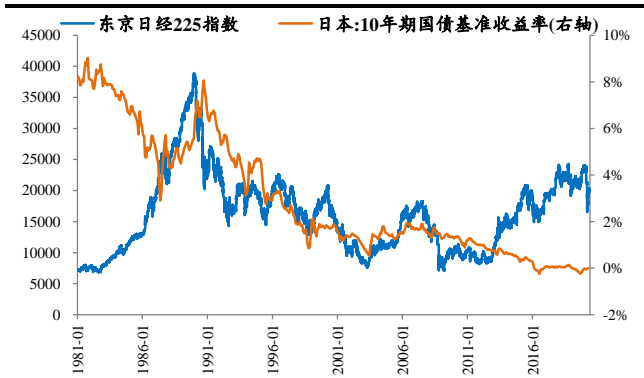
图表：美国房地产市场泡沫累积



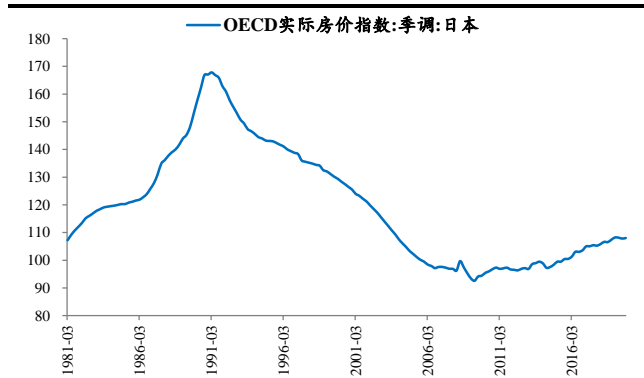
资料来源：R. Shiller，恒大研究院

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



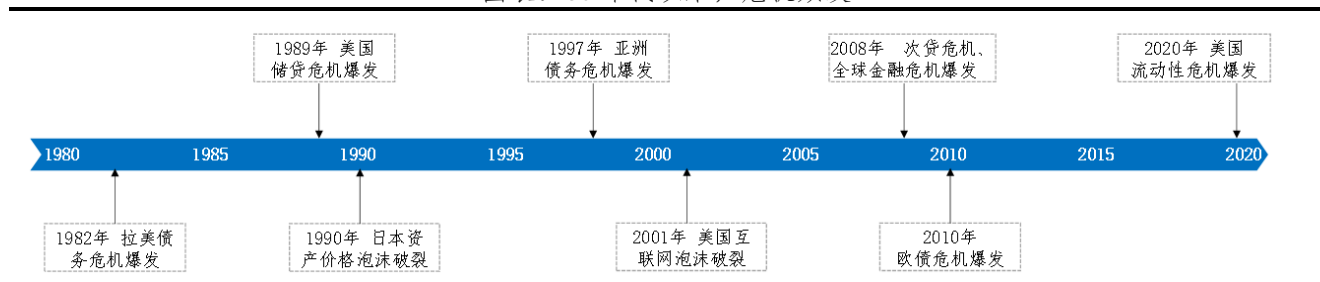
资料来源: Wind, 恒大研究院

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经济危机。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



资料来源: 恒大研究院

1.3 总结：超低利率是金融风险之源

长期超低利率是金融环境紊乱、金融系统脆弱的风险之源，而金融管制放松、监管缺位进一步导致资金大幅流向股市、房市，加大金融系统性风险，一旦债务不可持续、泡沫破裂将会显著冲击金融、经济领域。

一是长期超低利率环境直接催生高杠杆、资产泡沫，两者叠加引发金融危机。1) **债务风险暴露**，从经济体各部门看，政府、居民和企业部门在超低利率下持续举债，偿债压力提升，资产负债表恶化。从不同经济体看，部分新兴市场国家过度依赖外部债务满足公共支出和刺激经济增长，受外部环境影响极大，风险易暴露。2) **资产价格泡沫破裂**，持续偏离基本面的资产价格上涨造成风险不断积聚，一旦经济面临短期冲击因素，极有可能发生非理性市场踩踏事件，刺破资产泡沫。而当资产价格泡沫是由杠杆支撑的，泡沫破灭将会毁灭性地打击金融机构资产负债表，造成金融机构破产，信用收缩，经过资产负债表衰退和债务通缩循环等机制，金融危机最终演变为经济危机。

二是金融管制放松、监管缺位，是加大金融不稳定性的的重要因素。80年代起，全球金融自由化、金融创新进程加快，缺乏监管的金融自由化忽略金融稳定，一方面宽松流动性大量进入股市、房市，极易形成资产价格泡沫，另一方面资金大量进出新兴市场，影响其国内金融资产价格、引发外债风险。

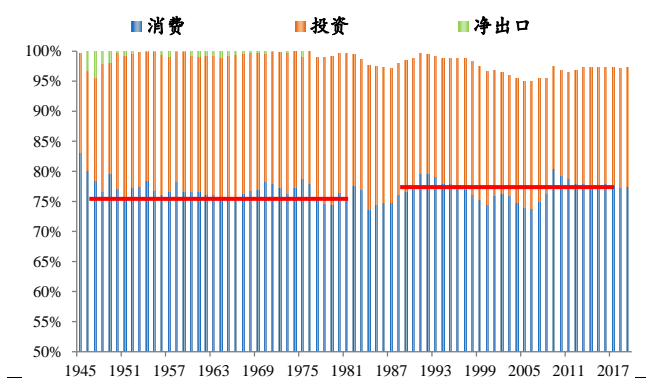
2 超低利率对经济结构的影响：刺激过度消费，造成产业空心化、长期增长潜力弱化

2.1 前 40 年，部分发达国家已经成为消费主导型经济体

在前 40 年，欧美等发达国家已经形成以消费占主导地位的经济结构。在 1980 年前，美国消费占 GDP 的比重已经达到 75% 左右，英国消费占 GDP 比重超过 75%，日本则相对较低，但消费占比同样达到 65%。

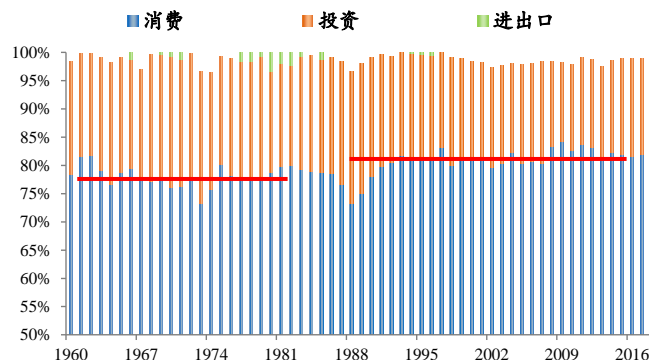
从主要国家及经济体来看，消费占比提升的驱动力较多，二战后婴儿潮、欧美“消费主义”观念、经济增长、收入稳定提升、减税、技术创新等均持续推动消费增长。在经济的三驾马车中，出口受外需影响不确定较大，投资受库存及产能周期影响，具有周期性，而居民形成的消费习惯短期难以改变，经济体承受的经济波动更小。适度的消费对于经济增长有稳定器的作用。

图表：前 40 年，美国消费占比达 75%



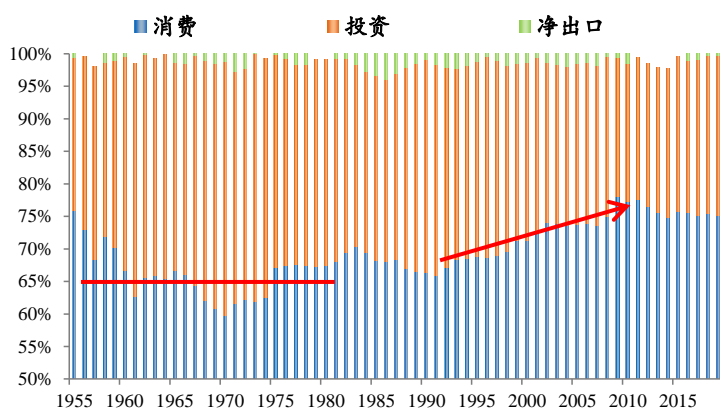
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：前 40 年，英国消费占比超过 75%



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：前 40 年，日本消费占比达 65%



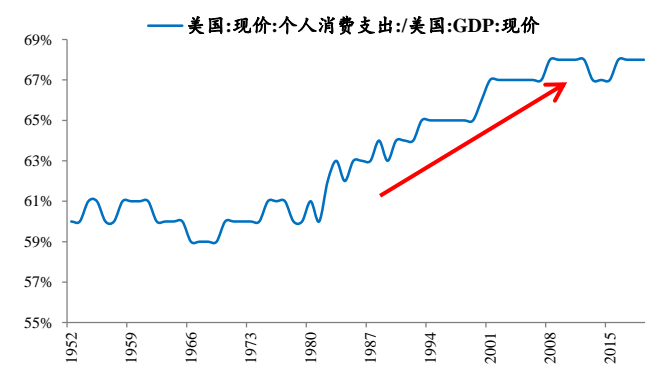
资料来源：Wind，恒大研究院

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

随着主要国家及经济体利率持续下台阶，长期的超低利率对于居民和企业的行为造成了深远影响。一是超低利率让借贷成本大大下降，且伴随金融产品创新及互联网发展，消费信贷的便利性大大提高，居民逐渐养成借贷和分期付款的消费习惯。二是超低利率造成资产价格上涨，通过居民财富效应再度刺激消费。三是长期超低利率环境下，企业对利率敏感性降低，内生投资动力不足，超低利率对于投资的刺激作用减弱，最典型的例子即次贷危机后，美国部分上市公司用发债募集的资金来回购股票，而不是投资。

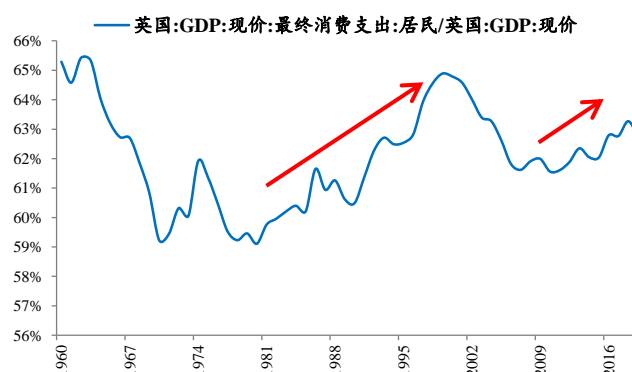
80年代以来，居民消费支出占GDP比重进一步提升。美国个人消费支出占GDP比重在1980年后进入快速提升阶段，由60%逐步上升至70%；英国居民消费占GDP比重自80年代起出现两次上涨，由61%逐步上升至接近64%；日本则在90年代泡沫经济破灭后，同样进入居民消费占比提升通道，从1990年到2015年，消费占比从52%提升至58%。

图表：美国个人消费占比持续提升



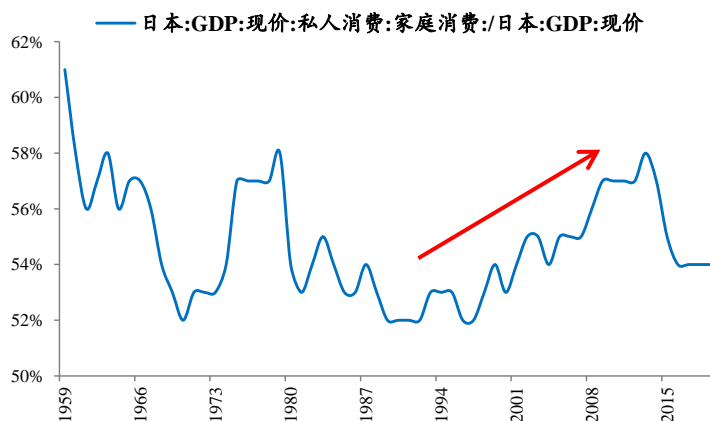
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：英国个人消费占比出现两次提升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：日本泡沫破灭后，个人消费占比出现明显提升



资料来源：Wind，恒大研究院

“消费驱动型经济”是发达国家的主要经济模式，也是发展中经济体经济结构转型升级的方向。然而从经济结构的角度考虑，消费占比并非越高越好。根据宏观经济学经典理论模型，消费与投资应当存在一个最优结构：（1）根据经典的柯布-道格拉斯生产函数， $Y = A(t)L^\alpha K^\beta \mu$ ，过少的投资将减少固定资产积累，影响经济体长期供给能力和产出。（2）根据经典的索罗经济增长模型，稳态的经济存在消费与投资的最优结构。

当资本低于黄金律稳态时的资本存量，需减少消费，提高投资，才能提高未来的消费水平，平衡当代与子孙后代的利益。

2.2.1 过度消费与各国经济金融结构恶性循环

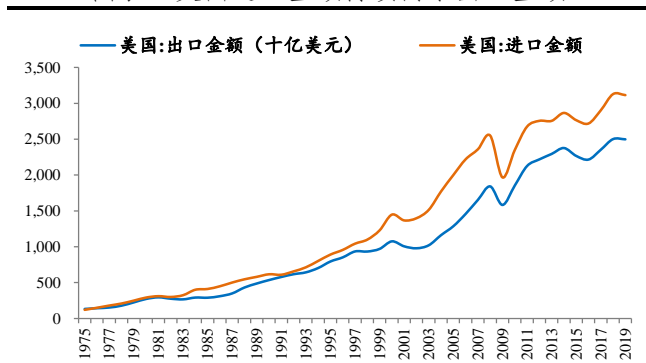
长期超低利率推动的过度消费严重影响欧美等经济体的经济结构，形成以美国为代表的高贸易逆差、货币超发模式，以及以欧洲为代表的福利、高政府债务模式。

(1) 美国：过度消费导致形成巨额贸易逆差，货币超发

1980 年以来，利率下行刺激消费进一步增长，使得美国贸易逆差进一步扩大。美国生产能力领先，而由于消费长期在经济中占据主导地位，一般制造业逐步外迁，随着超低利率下消费需求进一步增长，国内投资和生产难以满足消费需求，需大量进口，贸易赤字成为常态且不断加剧。从 1980 年开始，美国贸易逆差开始扩大，至 2019 年末已达-6164 亿元，美国已成为世界最大的贸易逆差国。

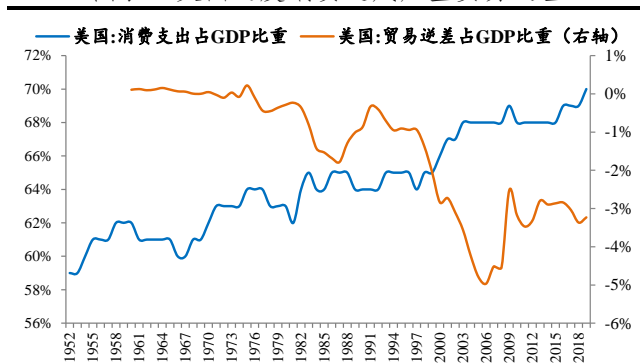
此外，美元作为国际储备货币，美国又必须保持贸易逆差对外输出美元提供国际清偿能力、通过资本市场回收美元的闭环。由此导致美国无节制地靠印美元、发美债的方式获取其他国家的商品和资源，形成贸易项下巨额逆差和资本金融项下巨额顺差。

图表：美国进口金额持续高于出口金额



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美国过度消费造成严重贸易逆差



资料来源：Wind，恒大研究院

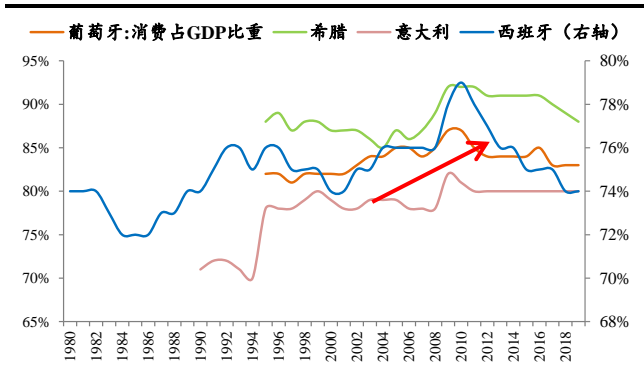
(2) 欧洲：过度消费与高福利制度导致形成庞大的政府债务赤字，造成主权债务危机

在欧元区成立之初，各国利率普遍下调。在超低利率的刺激下，一方面欧洲居民部门增加借贷用于消费，消费与私人部门债务呈明显正相关；另一方面，由于欧元区国家的典型特征是福利水平高，政府部门在超低利率刺激下增加借贷，用于各类更大规模福利项目，包括医疗保险、退休制度、失业救济等，造成消费进一步提升，同时政府财政赤字扩大，公共福利负担超越本身经济发展水平，陷入恶性循环。2001-2010 年间希腊、葡萄牙和爱尔兰福利支出年均增长 9.4%、7.8%、11.1%，而经济年均增长只有 5.6%、3.5%、5.3%，经济增速显著慢于福利支出增速。

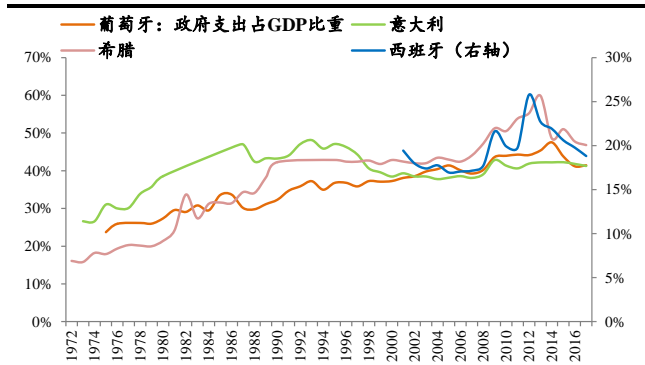
大幅攀升的公共和私人债务为危机埋下了种子。次贷危机后，随着欧元区经济刺激计划出炉，各国财政负担进一步加重，原本的流动性问题演变为偿债能力问题，主权债务危机爆发。

图表：消费占 GDP 比重逐步上升

图表：政府支出大幅攀升



资料来源: Wind, 恒大研究院



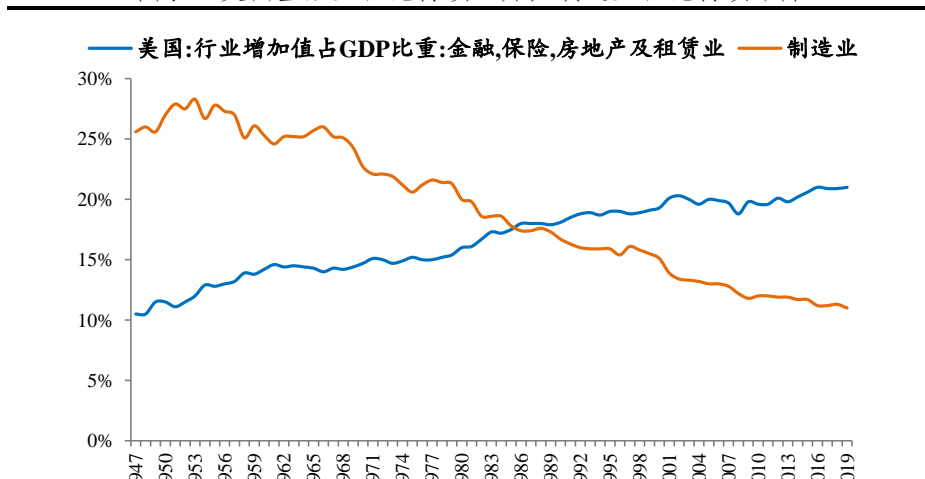
资料来源: CEIC, 恒大研究院

2.2.2 过度消费导致产业结构单一化，实体经济空心化

随着消费占比持续提升，欧美等国不断推进产业结构调整，经济逐步出现虚实脱节、产业结构单一化、实体经济空心化，错过从新兴工业中获利的机会。从上世纪70年代开始，发达经济体出现一轮“去工业化”浪潮，在产业政策的认可和保护下，一般制造业开始向海外转移，追逐企业利润最大化，同时资源持续向服务业集中，金融房地产等行业迅速发展。

以美国为例，一方面，美国制造业增加值占全球比重由2001年的28.3%快速下滑至2017年的16.7%，工业经济地位不断下降。另一方面，以金融、房地产为代表的部门快速增长，资本逐步脱离实体产业，1980年以来，美国金融保险、房地产及租赁业增加值占GDP比重由16%提升至21%，与此同时制造业占比由20%下降至11%。

图表：美国金融业占比持续上升，制造业占比持续下降



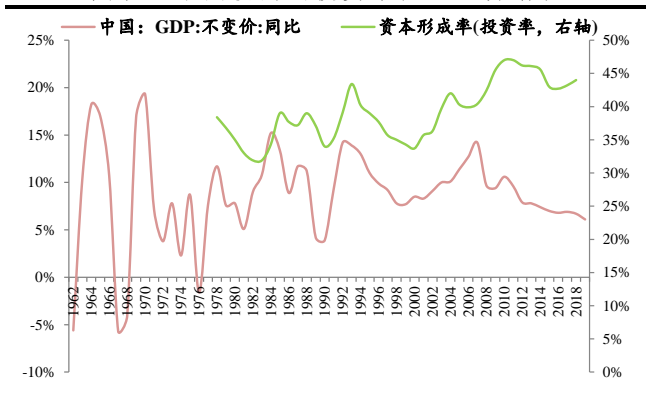
资料来源: Wind, 恒大研究院

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

根据国民经济恒等式， $Y-C=S=I+G+NX$ ，消费率高意味着投资率低，一定程度上挤占对科研、教育、创新的投资，侵蚀国民生产力。尤其制造业投资是新思想、新发明及专利产生的重要驱动力，持续低迷的投资水平，导致技术进步放缓，逐步削弱在国际市场上的竞争力。

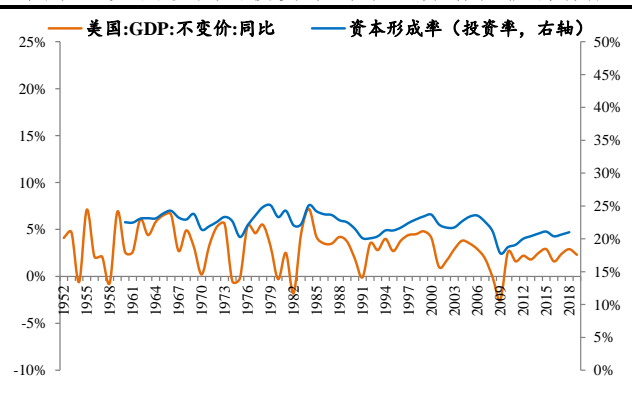
上世纪 40 年代以来，美国在技术创新方面长期占据主导地位，但在 90 年代信息革命以来，美国创新能力的边际增长已经出现弱化。而中国在长期高投资率的影响下，技术创新的能力正在不断崛起。从研发经费和投入来看，2000 年至 2016 年，美国 R&D 国内支出年均复合增速仅为 4.1%，而同期中国年均复合增速达到 21.3%。从发明专利数量来看，2000 年以来，美国每年新增专利申请数量增长缓慢，2018 年为 52 万，而同期中国每年新增专利申请数量大幅提高，2018 年已达到 146 万。从高科技产品出口额来看，2000 年以来，美国高科技产品贸易逆差不断扩大，同时高科技产品占出口比重持续下降，从 90 年代末超过 20% 降低至当前 15% 左右。

图表：中国较高的投资率促进经济增长



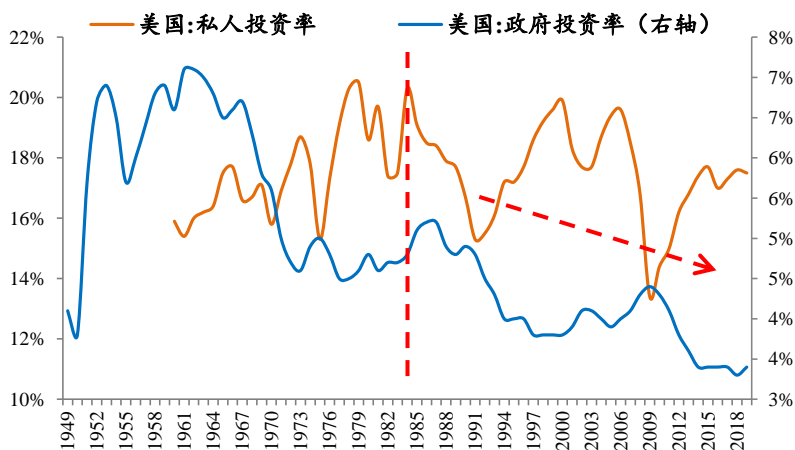
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美国较低的投资率对于经济增长影响有限



资料来源：Wind，恒大研究院

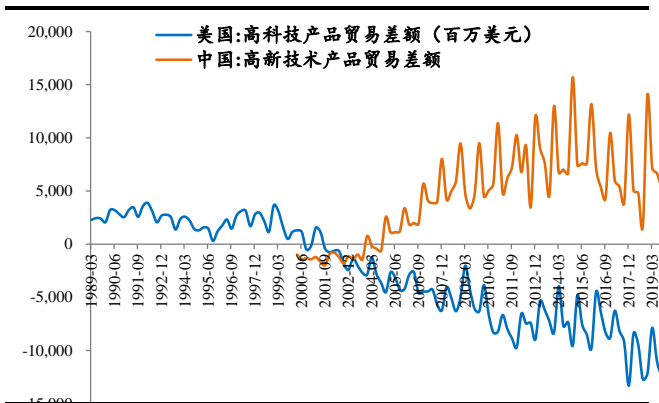
图表：美国政府及私人投资率在 80 年代以来逐步下行



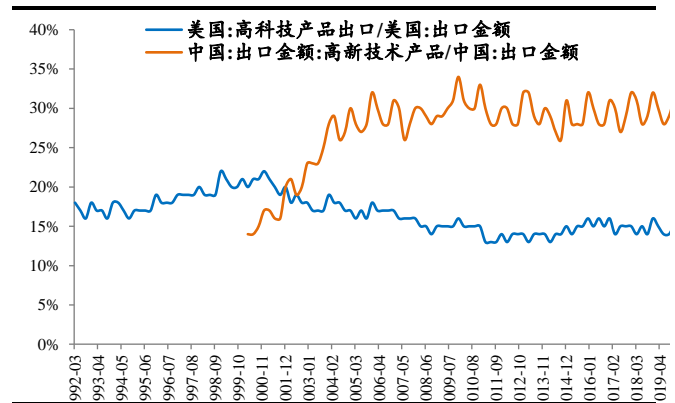
资料来源：Wind，恒大研究院

图表：美国高科技产品贸易逆差不断扩大

图表：美国高科技产品占出口比重下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院



资料来源: Wind, 恒大研究院

2.3 总结：过度消费下的经济结构失衡，损害长期竞争力

从美国及欧元区国家案例来看，过度依赖消费作为经济增长的引擎，在长远来看对于一国的竞争力以及潜在增长率存在明显的负面影响。究其原因，长期货币政策宽松，超低利率过度刺激消费，加上一国结构性改革缺位，过于重视消费而轻视投资，均对经济结构产生负面影响。

一是持续的货币政策宽松，利率保持低位，对居民和企业的消费和投资行为产生长远影响。长期超低利率环境下，居民消费意愿较强，而企业对利率敏感性降低，投资疲弱，导致经济体过度消费问题日益凸显。

二是结构性改革配合不当，发达国家出现“去工业化”浪潮，加速实体经济空心化。20 世纪 80 年代以来，美国奉行新自由主义的理念和方式，大幅缩减政府干预，以市场力量作为决定性因素。在国内人力成本大幅上升的背景下，企业追求收益最大化，产业政策支持和鼓励制造业外移，助推产业空心化，导致美国工业经济地位显著下降。

三是过于重视消费而轻视投资，对产业创新造成负面影响，侵蚀国家生产力和竞争力。在长期消费占主导地位的经济结构下，主要发达国家投资相对疲弱，且政策对于投资重视程度不足，一方面不利于产业创新，另一方面也难以推动对于长期性、结构性问题的调整。全球金融危机后，主要发达国家对于削减消费，增加投资有较高的呼声。

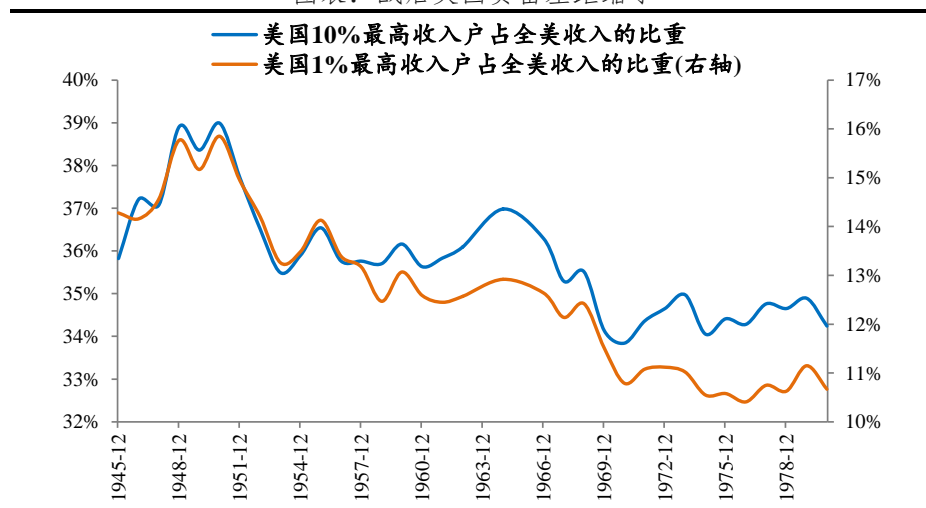
3 超低利率对社会结构的影响：贫富分化、社会阶层固化、民粹主义与逆全球化

3.1 前 40 年，主要经济体贫富差距不显著

二战后，美欧等经济体生产率出现持续快速增长，经济逐步复苏，金融环境稳定，同时在这一阶段，各国进行广泛社会改革，兼顾生产效率与公平分配，贫富差距明显改善。

从 40 年代到 80 年代，在欧洲，法国 10% 最高收入群体收入占比从 42.2% 降至 30.6%，50% 最低收入群体收入占比由 17.1% 上升到 23.4%；德国前 10% 收入群体的收入占比从 33.1% 降至 29.2%；在美国，收入差距同样呈明显缩小态势，同时阶级流动通道通畅，从“绝对流动性”这一指标来看（全社会子女 30 岁时收入超过其父母 30 岁时收入的比例），美国在 40 到 70 年代，绝对流动性均在 60% 以上，意味着大多数在这一阶段出生的人群，在 30 岁时的收入都能超过父母，阶级跃升通道通畅。

图表：战后美国贫富差距缩小



资料来源：WID，恒大研究院

3.2 后 40 年，贫富差距日益扩大，社会问题凸显

3.2.1 超低利率造成贫富分化

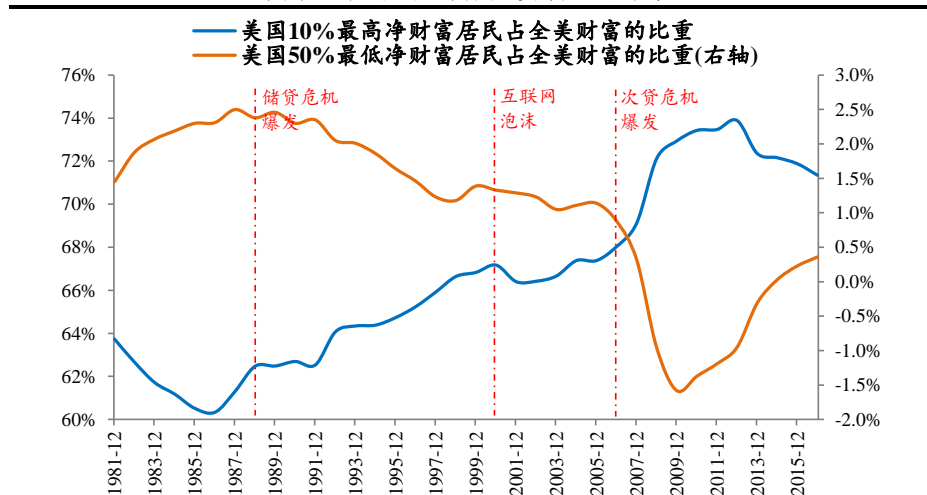
20 世纪 80 年代以来，随着利率不断下台阶，超低利率通过对金融环境 and 经济结构的影响，进而渗透到社会领域，造成贫富差距不断拉大。

在金融领域，一是长期超低利率环境推高房价、股价等资产价格，使拥有资产最多的富裕阶层相对受益；二是金融危机对经济发展造成剧烈冲击，失业率提高，激发社会矛盾；三是历次金融危机后，均伴随贫富差距拉大，资产价格泡沫破裂对富裕阶层影响更小。富裕阶层配置全球房地产及股票、信托等金融资产，而中低收入阶层主要配置房产，危机爆发时，1) 富裕阶层资产配置分散更能规避风险，而中低收入家庭财富因房价下跌而大幅缩水，甚至因房贷违约失去房产；2) 富裕阶层更受益于政府救市计划，抄底金融资产、资产价格上涨、优质资产抵押获得信贷，而中低收入阶层因失去房产无法再度分享资产价值增长的红利。

在经济领域，西方国家推行的减税政策对富裕阶层边际改善更明显，拉大收入差距，此外过度消费、制造业外移、产业空心化，造成制造业工人失业，中产阶级比例缩减，贫富差距加剧。

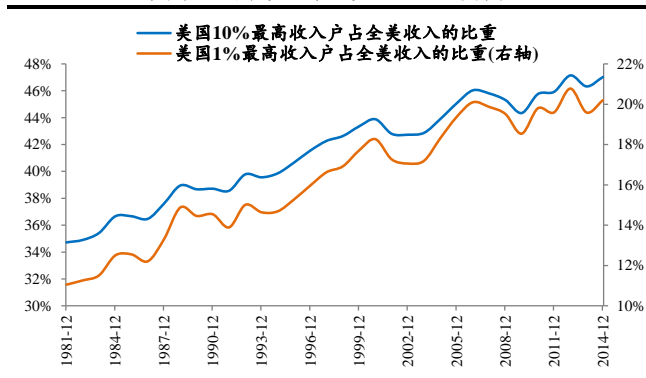
1981-2018 年美国人均 GDP 平稳上升，涨幅达 351.5%，但家庭收入的中位数只增长了 251.3%。据美国商务部普查局统计，1981-2014 年，美国 1% 高收入户占总收入的比重由 11.1% 上升至 20.2%，全部住户收入基尼系数由 0.41 升至 0.48，距离贫富差距“警戒线”0.4 越来越远。

图表：危机后均伴随贫富差距拉大



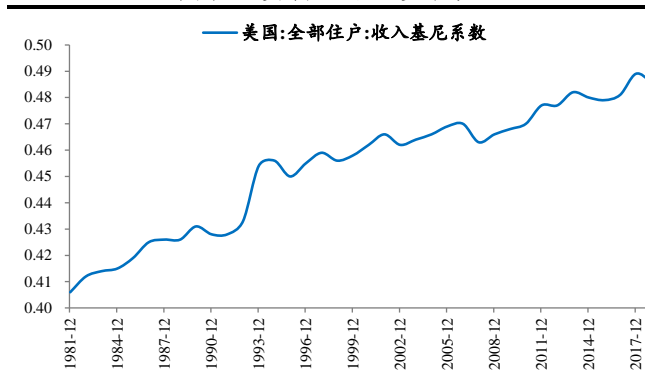
资料来源：WID，恒大研究院

图表：高收入户收入占比提升



资料来源：WID，恒大研究院

图表：贫富差距逐步拉大

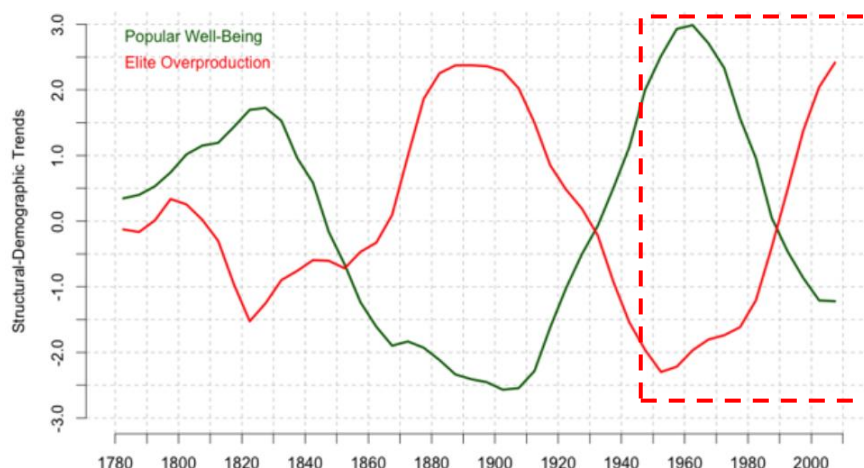


资料来源：Wind，恒大研究院

3.2.2 超低利率加剧阶级固化

日益拉大的贫富差距，使得社会资源分配愈发不均，教育机会不平等，底层人民跃升途径受阻。根据 Turchin 编制的美国“精英指数”（图中红线）和“平民福利指数”（图中绿线），80 年代起精英指数增长显著提升，表明美国高等教育学费越来越贵，贫富差距和政治观点差距迅速拉大，阶级跨越难度明显增加。1984-2019 年，美国大学学费上涨了 7.3 倍，远超 CPI（1.5 倍），住房租金（2.2 倍）和医疗服务（2.7 倍）。高昂的学费支出，使得在美国顶尖私立大学中，来自顶层 1% 家庭的学生高达 14.5%，来自底层 50%、20% 的家庭分别仅占 13.5%、3.8%。

图表：社会阶层固化加剧



资料来源：《Ages of discord a structural-demographic analysis of american history》，恒大研究院

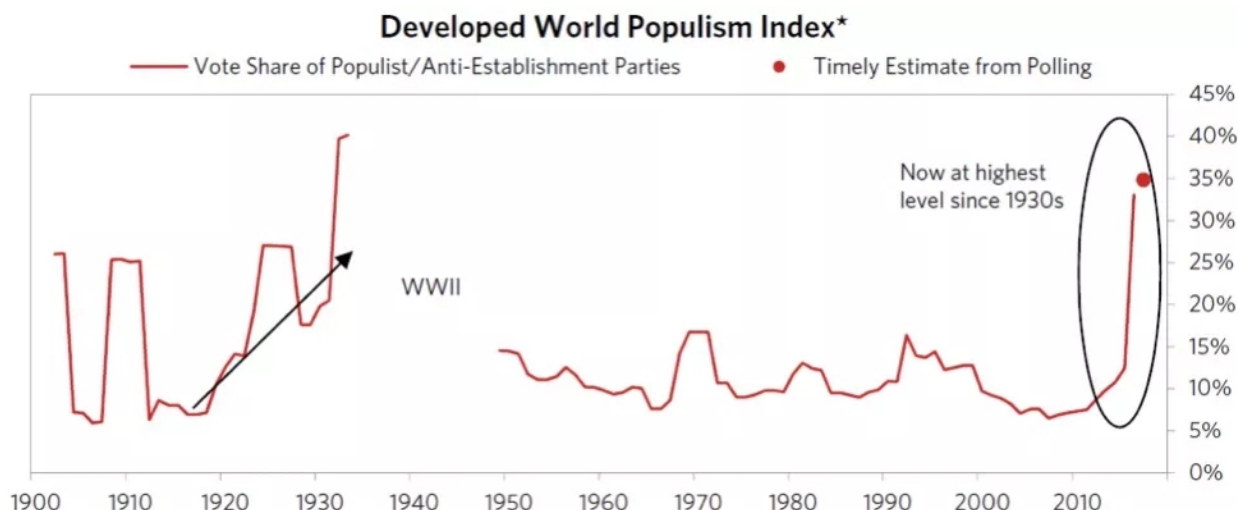
3.2.3 超低利率导致民粹主义和逆全球化

长期贫富差距的拉大、中产阶级的没落，激化了社会矛盾，助长了底层人民对精英阶层的不满，政治强权人物纷纷上台，民粹主义和逆全球化抬头。

1) 民粹主义愈演愈烈，社会矛盾进一步激化。阶层流动性下降导致各阶层之间政治观点对立。根据达里奥的分析，全球民粹主义当前已向历史最高峰靠近。美国方面，出生于 1981-1996 年的一代受到阶层固化影响，收入不足、背负巨额贷款、遭遇次贷危机引发的“大衰退”，成为“占领华尔街”运动的主要发动者和支持者。2016 年特朗普的上台是民粹主义兴起的代表性事件，其上任后相继提出了种族隔离墙、保护主义及反全球化经济等政策，行事作风激进。欧洲方面，2010 年难民危机助长民众排外情绪，右翼势力借此在 2014 年 5 月的欧洲议会选举中成为最大赢家；2018 年 3 月意大利民粹主义政党五星运动和极右翼联盟当在议会选举中获得多数，随后西欧第一个民粹主义政府宣告成立；2020 年 1 月 31 日，英国正式脱欧。民粹主义兴起给全球经济发展带来严峻挑战。

2) 逆全球化趋势显现，贸易保护主义抬头。经济下行期，在存量博弈思维下，各方为最大程度保证自身利益都试图转嫁本国社会矛盾，滋生贸易保护主义。特朗普上台后先后将中国、日本和欧洲拉入贸易争端，拖累全球经济。欧洲方面也出现一系列逆全球化事件，如英国公投“脱欧”，2016 年欧盟委员会在立法倡议中提出贸易保护新手段，对特定行业在特定情况下的倾销行为采取精准打击。

图表：发达国家民粹主义指数



资料来源: Dalio, 恒大研究院

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

首先，超低利率是风险之源，通过对金融环境 and 经济结构的影响，渗透到社会领域，而其中，金融是更加主要因素。一是超低利率下资产价格暴涨，造成贫富差距拉大；二是多次金融危机对经济发展造成剧烈冲击，失业率提高，激发社会矛盾；三次历次金融危机均伴随贫富差距快速拉大；四是超低利率刺激下的过度消费，造成产业空心化，失业率提升，中产阶级萎缩，拉大贫富差距。

其次，超低利率环境下的社会政策缺位，进一步激化社会矛盾。社会资源分配不均，教育资源向高收入阶层倾斜，导致民众阶级跃升通道受阻，阶级固化问题加强。

最后，社会问题长期积累，结构性改革停滞不前，创新能力、竞争力、经济活力下降，对经济总量产生实质性影响，为应对经济持续低迷或短期冲击因素，政策又再度依赖宽松货币政策刺激，形成恶性循环。通过宽松的货币政策赢得的时间，并没有用来积极推进结构性改革和优化资源配置，导致资产负债表修复缓慢，经济增长动力不强。

4 如何应对？

总结主要经济体在 80 年代后落入超低利率困境的教训，除长期经济潜在增长率下降因素外，我们认为主要有以下两点：一是过度依赖货币政策刺激经济，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和超低利率，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。

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

从发达国家 80 年代以来的政策来看，货币政策实质上承担了过多的职责。货币政策刺激可以赢得经济修复和改革的时间，但无法代替修复和改革本身，依靠长时间宽松政策刺激是饮鸩止渴，推迟经济结构调整进程，进一步加深结构性改革的困境。

货币政策逆周期调节在经济刺激中发挥了一定作用，但随着经济体进入超低利率困境，货币政策的边际空间和边际效果已经非常有限。一是部分国家和地区的利率已出现“负利率政策”，呈现触底迹象，进一步下行空间不大。二是超低利率环境下，企业对利率敏感性减弱，内生投资动力不足。

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。一方面政府支出不存在倾向下降，且经济衰退时，财政政策乘数是较大的。另一方面，政府发挥功能财政作用，可以在就业、收入分配和社会保障方面推进全面的结构性改革，加大研发、资本等投入，提升长期增长能力，引导经济实现真正的复苏，为货币政策重新进入正常化打好基础。

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

实质上，无论货币还是财政政策，无论 QE 购债、发货币、减税、基建、补贴、发消费券、专项贷款等哪种方式，要么通过央行发货币，要么通过政府增加债务。既然都是增加债务或货币发行，关键看当前增加的债务能否带来未来的收入。

1) 纯粹刺激消费不会有资本形成，会形成巨大债务悬空。比如美国过度消费，导致 2008 年次贷危机；南欧国家寅吃卯粮，导致 2012 年欧债危机。2) 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。中国在 1998 年亚洲金融危机和 2008 年国际金融危机时期，实施大规模超前基础设施建设，不仅渡过了危机，而且为中国经济高速增长和制造业崛起奠定了坚实基础，是中国崛起的巨大优势和重要秘密。

无论短期还是长期，显然刺激投资尤其基础设施投资并配合刺激消费比纯粹刺激消费效果更好。在短期，刺激投资的传导链条更长、乘数效应更大，扩大有效需求，稳增长、稳就业，效果优于消费。在长期，增加有效供给和资本形成，提高全要素生产率、产业竞争力、降低物流成本，提高经济竞争力，促创新、惠民生，保持经济结构平衡，做大中产阶级，提升经济的长期增长能力。

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

随着全球金融创新及自由化步伐加快，金融监管重要性提升。货币政策是总量性政策，而资金具有逐利性，易造成资产价格泡沫，加大金融风险。未来在面对多变的金融环境，仍需持续保持密切的金融监管态势，加强宏观审慎政策与货币政策配合，完善金融监管制度，及时补齐金融监管漏洞，防范局部金融风险爆发，稳步化解金融体系风险。

4.4 推动市场和创新导向的结构性改革

历史经验表明经济过度脱离制造业实体是金融危机之源，但在资本逐利驱使下，会因为短期的利益而忽视长期风险，因此政府调控显得尤为重要，为实业发展提供良好环境。1) **推动制造业转型升级、技术创新，重塑经济新增长点，奠定未来发展基础。**一是强化企业研发功能，注重高附加值的最终产品、核心部件，机械设备等中间产品的生产环节，推动产业升级；二是加强知识产权维护、股权激励等措施营造良好的创新环境。2) **平衡虚拟经济和实体经济的发展，避免产业空心化，坐稳经济基石，做大中产阶级。**中产阶级拥有稳定的工作和财富，当社会结构呈现以中产阶级为主的形式时最利于社会的稳定和发展。

4.5 注重教育资源均衡，促进社会各个阶层流动

当前我国在深化教育体制改革方面取得了显著成效，但仍存在教育资源、机会分配不均等问题。提升受教育程度、改善教育公平，有助于扩大中等收入阶层，促进社会各个阶层流动。未来可以重点关注以下方面，1) **加大对教育投入**，提高财政性教育经费支出占 GDP 的比例，近年我国教育经费占 GDP 比例约为 4.2%，而世界平均水平为 4.9%，发达国家为 5.1%，欠发达国家为 4.1%。2) **促进教育资源配置合理流动**，注重城乡教育资源合理分配，加快贫困地区教育基础设施建设，提高基层教师工资待遇、激励。

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

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。当前我国人口问题日益严重，未来要积极应对人口老龄化和少子化挑战，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。

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

面对疫情全球大流行、中美贸易摩擦、增速换挡、结构转型等重大挑战，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。从需求侧，新基建有助于扩大有效需求，保增长保就业保民生，服务于消费升级，更好满足人民美好生活需要。从供给侧，新基建有助于扩大有效供给，释放中国经济增长潜力，为中国创新发展特别是抢占全球科技创新至高点创造基础条件。

改革开放 40 多年来，中国是大规模超前基础设施建设的受益者，抓住了改革开放和全球化的红利。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。

4.8 以六大改革为突破口

第一是培育新的经济增长点，放开汽车、金融、能源、电信电力等领域。第二是深化国企改革，落实竞争中性和所有制中性。第三是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。第四是进行减税降费和大规模的基建。第五是大力发展多层次资本市场。第六是调动地方政府和企业家的积极性。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com