

DOI: 10.19361/j.er.2020.06.06

需求约束、货币政策体系与经济增长

——“有限需求”假设下经济增长“负向螺旋”机制

周 炎 陈昆亭 庞 尧*

摘要：本文基于“有限需求”假设来研究经济增长问题。在传统理论中，消费需求被假定为综合的终端产品，掩盖了具体商品需求的“有限”特征。在供给过剩而有效需求不足和金融经济特征显著的经济环境中，经济增长的实现与传统增长理论重在供给侧因素的研究所刻画的情形有显著不同，传统增长理论无法分析、判断和指导现实经济发展。本文结合当前全球大范围疫情冲击下的具体经济现象和前沿研究，尝试分析两个方面的问题：一是有限需求假设对经济增长理论的影响；二是在金融经济特征环境中金融冲击等因素影响长期增长的机制。本文提出了一种解释近年以美国为主的西方经济持续衰落的“负向螺旋”机制，并结合研究针对中国经济实际状况提出发展建议。

关键词：有限需求；金融经济特征；危机形成机制；价值体系稳定

一、引言

近期最引人注目的经济新闻莫过于纽约证券交易所2020年5月交货的轻质原油(WTI)期货收于-37.63美元/桶的负价格，颠覆了人们的传统思维，也必将成为经济学教科书中又一经典案例。为什么会出现如此罕见的颠覆常识的现实？背后的原因是罕见的大范围疫情引起全球性经济活动暂停，导致能源需求的急速下降，短期内呈现严重的供大于求，库存严重超负荷。实际上，本次疫情并不仅仅引起了“原油价格跌到负值”这一历史上首次发生的经典事件，还引起了“美股10天内4次熔断，欧美主要股指跌幅一致超过30%”这样史无前例的事件。如此超越大萧条和2008年金融危机的历史罕见事件为什么会在当下发生？疫情的实质性影响还没有真正展开，资产价格和金融市场为何已经出现如此不堪的局面？

这些事件所呈现的科学问题是：(1)需求的约束性构成制约经济增长的刚性限制；(2)

*周炎，云南财经大学金融学院，邮政编码：650221，电子信箱：zhouy79@163.com；陈昆亭，云南财经大学经济学院，邮政编码：650221，电子信箱：chenkt01@163.com；庞尧，浙江工业大学经济学院，邮政编码：310014。

本文受国家社会科学基金重大项目“后危机时代全球金融经济周期理论新发展及应用问题研究”（项目编号：16ZDA030）、国家自然科学基金项目“长期经济增长可持续性条件及路径稳定性研究”（项目编号：71673252）的资助。作者感谢匿名评审专家富有建设性的修改建议，当然文责自负。

现代金融系统的复杂性构成其自身的高度脆弱性,过度的短期波动性成为引致长期经济增长下降的又一机制。而传统的增长理论中单方面强调供给侧的要素,忽略需求侧因素的影响,也缺乏对金融部门诱发过度波动性影响的考虑,因而受到现实状况的严峻挑战。

这一问题本身不但制约增长理论的发展,也限制了对现代增长现象的阐释,因而毫不夸张地说这是当前宏观经济学理论中最急迫最重要的问题。近年全球经济增长乏力,发达经济体出现增长动力衰减的势头,作为发展中国家经济龙头的中国近十年增速也持续下降。而本次疫情的冲击,成为叠加性的负向冲击,大概率会引致全球经济萧条。在这种情况下,更加迫切需要理论的创新和进步。所以,本文进行探索性的讨论,寄希望于抛砖引玉,引发对这些问题的广泛思考和进一步的研究。下文安排如下:第二部分在需求约束机制下分析增长问题的机制和逻辑;第三部分讨论金融体系的发展、问题及与增长之间的内在“螺旋式”关联机制;第四部分结合我国当前国内外局面,探索分析最优的发展方针和政策取向。

二、需求有限性对增长的制约机制

在物资紧缺的年代,供给能力决定了经济增长水平。但在产能过剩的经济中,需求又成为制约经济增长的主要因素。在成熟经济中,经济增长的实现应由供需均衡联合决定,供需双方的变化都可以成为偏离均衡的扰动源。因而,需求与供给两方面的变化规律和机制都是同等重要地影响长期经济增长的因素。但是,近代传统的经济增长理论的发展主要集中在对供给侧的研究。从新古典增长理论(如索洛模型、拉姆齐模型等)到内生增长理论(如Romer(1990)的技术内生、Lucas(1988)的人力资本内生、Howitt的内生创新过程模型等)和一致增长模型(参见Glaor和Weil(2000)、Galor(2011)的研究)等,都是从资本、劳动、技术、人力资本等因素的形成机制和规律等角度出发展开研究,是生产方(供给侧)的思路,在研究中基本都假定需求关系(如偏好等)是稳定不变的。传统的增长理论领域几乎没有关于需求结构的讨论,可喜的是最近已有学者开始了这方面的初步探索(Ju et al., 2015; Wang and Tang, 2019; 陈昆亭、周炎, 2020)。但总体来看关于需求侧的研究还很不成熟,比如传统的主流理论总是假定需求为所有消费品的加总,从而使其随收入水平增长可以无限扩大,但现实中人们对不同商品的需求是不同的,且在不同阶段具有显著不同的结构化特征,而加总以后的总需求量掩盖了不同商品结构的动态变化特征,很难对实际的需求行为作出深刻细致的研究。再者,人们对大多数商品的实际需求都是有限的(陈昆亭、周炎, 2020),达到一定的水平后就会饱和,从而不再会有大量的新需求(除了折旧部分的增补)。传统研究对需求侧刻画的瑕疵是基础性的,造成现行的宏观经济增长理论的总体框架存在巨大的问题。

首先,需求如何影响长期经济增长?这是一个很复杂的问题。在传统研究中,储蓄率与增长率之间存在重要的正向关系,如Modigliani(1970),这被视为对增长理论模型的支撑。如在索罗模型以及内生增长模型中,储蓄率的增加会引起均衡水平的提升,但均衡水平的提升并不等价于增长率的提升。增长模型实际上并不能准确解释储蓄率与增长率之间全部的内在关系。如Carrol等(2000)提出:储蓄增加引致了增长率提升,还是增长引致了储蓄率增加?东亚经济高增长的阶段远远早于超高储蓄的阶段。Edwards(1995)、Deaton和Paxson(1994)等得出的结论也是增长导致了储蓄的因果关系。这形成了对传统增长模型更深刻的

挑战。

其次,需求变化是否具有粘滞性?关于需求行为的研究,必须提到非常著名的亚伯拉罕·马斯洛(1943)的“需求层次理论”,其核心可归结为几点:人都有需求,某层次需求满足后,另一层次需求才会出现;需求的满足按顺序递进,首先满足紧迫需求;一个层次需求满足后,不再有激励作用;后面的需求开始显示激励作用。Hall 和 Nougaim(1968)的深入研究认为这种层次可能并不明显,但肯定了两级分类的存在,他们研究发现,随着主管人员的升迁,低级需求(生理需求和安全需求)在重要程度上有逐渐减少的倾向;而高级需求(归属、尊重与自我实现)有递增倾向。还有更多的研究愿意接受两级需求的划分,并认同低级需求有限而高级需求可能是无限的,但这方面的认知并没有引起主流理论更多的关注。

近年主流经济学家们关于消费行为的研究已经开始增加。Pollak(1970)的“消费习惯”(habit formation)假设已经被嵌入很多领域的模型框架中,其思想是假定人们有潜在的“消费习惯”。Chetty 和 Szeidl(2016)提出“消费承诺”(consumption commitments)概念,也刻画了消费的潜在“倾向”水平。但这些都是总量的观察和刻画,不能准确描述具体的商品的需求行为。基于此,陈昆亭和周炎(2020)提出了“有限需求”概念,认为在现实中,任何家庭对任何商品的需求都是有限的。比如,每人每天所需要的热量是有限的,过度热量的摄入不但不像传统经济学假设的那样是效用持续增加的,反而可能是效用减少的。每个家庭所需要的日常用品是有限的,比如牙膏、洗发水等;每个家庭在每个阶段需要的家用电器、手机、汽车等,也都是有限的。这一思想实际上并不新鲜。Warr(1987)就曾用“维生素模式”说明需求有限。莱恩·多亚尔和伊恩·高夫(2008)也提出“有限需求”的思想。这些关于消费需求的改进性刻画都明显展现了“需求的粘滞性”,这将极大地影响总经济的动态特征。

再次,有限需求的增长效应。在“有限需求”假设下,每种具体产品的需求是有上限的,但在传统理论中,考虑的是各类产品加总的消费需求,因而通常被认为是无限的。改变这种假设将会从根本上改变宏观经济(周期与增长)领域的许多重要结论。当前这方面的研究才刚刚起步,研究结果也还局限于理论层面。

陈昆亭和周炎(2020)的研究结论显示:在封闭经济模型机制中,需求的动态决定经济增长的动态和周期波动的特征。产品需求的有限性决定了每种商品总需求的市场规模的有限性,也就决定了产业发展的上限,由此形成了每一种产业从开始创建、发展,到逐渐饱和,再到逐渐衰退的倒U型的典型特征。从而,每一种产业对总体经济增长的贡献也分为三个阶段:高增长阶段,低增长或稳产出稳就业但零增长阶段,负增长阶段。而总体经济增长的实现是全部产业增长的总和,因而长期经济增长依赖于两个方面的因素:(1)非饱和产业增长期的长短、非饱和产业增长率的大小及非饱和产业数量的多少。产业增长期越长,对总体经济增长的贡献期就越长;单个产业的平均增长率越高,对总体经济增长率的贡献越大;同期能够实现正增长的产业越多,总经济增长率就会越高。(2)新产业出现的频率越高,或新产业发生的时间越短,则总体经济增长率越高。

虽然在封闭经济中讨论有限需求更容易一些,但扩展到开放经济的框架在本质上不会改变基本的结论,恰恰更能突出市场规模的重要性。产业发展在国际环境中面临更大的总

需求市场,因而处于竞争优势的本国产业增长的周期会更长,但处于竞争劣势的本国产业增长周期会大大缩短,或根本没有发展。所以,国际化对于技术优势显著的产业有利。即便有优势的产业,国际总体的市场也仍然是有限的,其基本规律仍服从倒U型特征,至少在理论上如此,但在国际化大市场上占优的产业可持续发展的周期会非常长,这毫无疑问是所有经济都期望的。

陈昆亭和周炎(2020)建立了产业结构分类发展的动态经济模型,引入了纵横向分类的技术进步内生机制,由此形成了不同于传统模型的增长和周期波动的机制方法,模型能够较好地解释增长和周期理论领域的一些典型事实。(1)长期经济增长归根结底取决于社会需求。需求是推动生产的根本动力,没有需求的创新无法获得支持,无法“实现”;超过需求的供给不能通过市场出清而获得社会的“承认”,同样无法“实现”。创新和生产无法得到“实现”,经济增长就会停滞。(2)现实经济中既有纵向的技术进步,也有横向的创新发展。纵向的技术进步不能促进需求增长,反而倾向于扩大不同层次之间的收入差距,导致财富逐步聚集。而社会财富的过度聚集不利于长期经济增长,因为聚集在少数富裕群体手中的社会财富不能形成有效的需求,从而不能促进增长。横向的技术进步可以促进社会总需求的增加,从而推动经济增长和社会进步。但横向技术进步对经济的长期可持续增长的推动作用会受到“社会财富结构、一般社会家庭的偏好结构,以及新旧产品饱和度量对比值”等的影响。(3)一个(规模)确定的经济,对某种创新产品的市场总需求到达饱和之前,该商品的生产受到市场需求推动,能够拉动经济实现增长。市场越大(经济规模越大),到达商品的平均饱和期的时间越久,单项创新拉动经济增长的贡献期越长。但在规模确定的市场中,任何创新商品的总需求有限确定,且有饱和期;到达饱和期后,该商品就会失去继续拉动增长的效应。

三、金融化趋势、危机策略与增长关联机制

近二十年来在“金融繁荣”的导向下,国际经济中金融因素已经成为经济波动的第一扰动源,金融冲击、金融摩擦等成为经济波动的主要诱因。在这样的环境中,国际经济出现“投机过度伴随着实体经济日益衰落”的现象;而金融市场中复杂的衍生产品的最终标的资产都是基于实体经济,因此实体经济的持续衰弱又造成金融产品最终标的资产价值的下降,进而加剧系统性风险,经济波动日趋频繁;而为应对金融经济波动和危机出台的货币政策逐渐形成低利率的趋势特征;利率的负向扭曲又进一步恶化长期经济增长动力形成的基础。如此形成多因素循环向下的“螺旋式”萧条路径:即“金融危机、货币政策体系与长期经济增长”三者之间相互影响、互为递进,形成“负向下沉螺旋”。该机制包括三个逻辑环节:中长期(向下)有偏的货币政策存在显著的对长期经济增长的负向效应;长期经济增长的持续衰减是金融危机的基础原因;应对危机的政策手段存在负向有偏的依赖性和惯性。下面分别分析这三个过程的逻辑。

(一)持续负向有偏的货币政策的长期经济增长效应

近年来零利率和负利率现象正成为一种趋势,由此造成利率显著地向下偏离均衡利率水平,而且这种负向偏离的趋势表现出相当长时期的持续性。这种持续的负向有偏的政策

将产生怎样的短期效应和长期影响是当前全球主要经济体都需要思考和面对的一个重要课题。

当前,全球超低利率甚至负利率的现象引起了业界和学界的广泛兴趣和重视。2020年1月,中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长李扬教授在“全球债务多维分析”专题讲座中指出:“我们提出了一个‘世纪之问’:负利率究竟是一个短期现象,还是金融领域的‘常态’?如果是后者,举凡金融的功能、金融与实体经济的关系、金融的发展方向等问题,都需要重新审视。我自己倾向于后者。这意味着,我们面临着改写整个金融学说的历史机遇。”此次全球大范围的负利率持续时间即使从2014年算起也有6年多了,而对长期负利率的研究却并没有多少进展。根本原因是传统的宏观经济理论倾向于货币长期呈中性的认识,因而缺乏深入系统的探讨货币政策对长期经济增长的效应。但近年来这种认识正在发生改变,已有充分的证据让越来越多的学者认识到,货币政策确实会对长期经济发展趋势产生影响。

大多数研究认为负利率政策在短期为正效应或弱正效应,而长期为负效应。如 Jobst 和 Lin(2016)认为当经济处于超低利率背景时,通过降低政策利率来刺激经济的方式会失效。Arteta 等(2016)认为如果负利率政策持续的时间较长,会降低银行等金融中介的盈利能力,从而危害到金融稳定。Cebiroglu 和 Unger(2017)指出负利率政策控制债务通缩,从而抑制衰退,有助于解决债务危机。Praet(2017)考察欧元区的超低利率政策,认为政策的短期效果明显,家庭和企业的贷款增速回升,消费也开始复苏;但他同时也指出货币政策可以将产出带回其潜在水平,但不能持久地提高长期增长。Yoshino 等(2017)考察日本负利率政策的长期效应,认为其并不能解决长期货币紧缩问题。而 Honda 和 Inoue(2019)则认为日本央行推出的负利率政策,一方面对私人住宅投资有促进作用,另一方面能有效阻止日元升值。Netzén Örn(2017)使用欧元区的数据,认为负利率会促使家庭更多的负债,反而不利于消费。对房地产市场也是如此,Stroukal 和 Kadeřábková(2016)指出低利率会加大房产泡沫,阻碍货币政策的传导。但 Hau 和 Lai(2016)以及 Boubaker 等(2017)持有不同的观点,他们指出在低利率环境下,投资者会调整其投资组合,放弃持有低风险的政府债券而更多地投资在股票市场,因此负利率或超低利率政策是有积极作用的。

也有观点认为零利率或负利率政策的效果取决于政策的传导途径。Hannoun(2015)认为负利率政策通过信用、资产组合、资产价格、再通胀和汇率五个途径影响经济,因此其效果很难确定。Aurissergues(2016)研究了长期低利率对企业投资的影响,认为在低利率背景下,投资对资本的边际成本和使用成本不再敏感,反而是受企业净值和预防动机的影响,前者与实际利率负相关,而后者则是正相关,因此实际利率下降对投资的影响是不确定的。Grise 等(2017)则研究在负利率政策下,市场参与人关于利率下限的信念的变化对长期利率的传导效果的影响。他们认为,当政策利率接近这个预期的利率下限时,政策的货币政策传导效果会降低。

综合来看专门针对负利率长期效应的研究还非常缺乏。陈昆亭等(2015)在基于 DSGE 的周期理论框架中,将消费者分为一般工薪家庭和企业家家庭两类,并对利率进行细分,探

讨论了利率扭曲的形成机制,指出:实际储蓄利率的下降,对经济的刺激作用有限,长期反而会加大萧条的程度,并导致一般工薪家庭消费下降,而企业家家消费上升;利率的扭曲一方面直接挤出投资,另一方面会影响收入分配,扩大收入差距,从而影响长期经济增长的潜力。

Belongia 和 Ireland (2018)的研究证实了货币的长期效应的存在。他们对货币规则的改进也包括了对于货币量的计量方法的改进,他们拒绝传统的基于 MZM(零期限货币)的简单加总(非加权),代之以修订的币基,只包括现金和所需准备金。他们预设了一种政策规则:调整货币供应量以抵消预测的经济增长速度的变化。研究发现,在追溯到 1967 年的数据集中,货币与经济呈现出显著的长期相关性,这与威廉·巴内特的说法是一致的,即在 20 世纪 80 年代大多被认定的货币需求的不稳定性是由于研究人员使用了有缺陷的货币总量。更重要的是,他们发现这种长期关联实际上在 2000—2015 年期间更强,尽管人们普遍认为“流动性陷阱”削弱了货币与经济之间的联系。同时他们的调查结果也支持弗里德曼的判断(政策变化滞后于实际)及更一般化的卢卡斯批判。

Hetzel(2008)对比货币主义者和凯恩斯主义者对央行角色的看法来进行分析:凯恩斯主义者认为市场经济本质上是不稳定的,美联储可以用反周期政策来改进产出。货币主义者认为,除非受到扰乱价格体系运行的货币政策冲击的干扰,否则市场经济的运行是可以良性自洽的。他认为,在沃尔克/格林斯潘时代,美联储找到了如何做出可信的承诺,以保持低通胀和稳定,并使产出接近潜在水平。他称这项政策为“依靠信誉之风”,并认为 2008 年后美联储未能坚持这一政策,从而加深了衰退。

关于规则性货币政策体系的实践已经进行了几十年,但却问题不断:全球经济增长的动力持续衰减,经济金融危机也无法避免,为了应对危机还造成了大范围量化宽松及负利率趋势。这在欧美经济中表现更为突出,引起了人们更深层次的思考(Selgin and Sumner, 2017)。大萧条和次贷危机之后,二者都出现戏剧性和决定性的结局:抑制危机的手段又会引致新的更严重的不稳定性的爆发。当利率首当其冲地“被衰减”下来,当这些经济被管控直至通胀回归正常水平,继之而来的是宏观波动性大缓和(Great Moderation)。Laidler (2016)认为,在不确定但相当长的时间内,被固定在正式的条例和规范之下的标准的规则,并不能与曲折的经济思想相协调,许多在今天的现实状态下看起来睿智而时髦的思想,在不久的将来就会过时。他认为,迫使央行遵循一些目前流行的货币规则只会“在未来制造错误,就像过去一样”。

法国著名经济学家(世界银行前副行长)弗朗索瓦·布吉尼翁(Fransois Bourguignon) 2019 年在复旦大学报告“不平等、制度与发展”时指出:“美国和欧洲发达国家的量化宽松政策对这些国家经济增长的推动作用不大,但对不平等的影响则是巨大的。原因是,便宜的信贷本应增加投资,但因为经济体的需求低迷,投资并没有发挥作用。事实上,量化宽松后钱和信贷变得更加便宜,但我们的市场机会并不好,因此该政策对经济活动并没有,或者说在短时间内没有产生较大影响(比如美国)。但在欧洲,量化宽松对欧洲造成了打击,因为欧洲不幸地发生了另一场危机,即在希腊、葡萄牙和西班牙等国家发生的欧债危机,这也是欧洲多年来一直处于低迷状态的原因。在量化宽松的背景下,货币变得便宜,利率下降,金融资

产价格以及房地产价格会上升。这意味着因为宽松的货币政策,富人(持有资产的人)的财富水平大大增加了。在过去十年中观察到的一个现象是,由于美国和欧洲中央银行推行的货币政策,财富不平等的程度大大增加了。从经济中实际观察到的情况非常复杂,但可以肯定的是,在许多国家财富不平等的大幅度增长对公众舆论也产生了巨大影响。”

资源分配和收入差距可以通过许多渠道对经济效率和经济动能产生影响,并且影响幅度超过收入增长对它们的影响幅度。这一判断是正确的,但布吉尼翁下面的分析并不准确,他假设资本所有者的储蓄和投资比经济中的其他人更多,因而通过税收体系将他们的收入或财富进行再分配以缓解不平等现象,投资将会减少,从而降低经济增长。实际上,在有限需求假设下(陈昆亭、周炎,2020),结论恰恰相反,收入差距越大,社会有效总需求越低,从而总体经济产出受到制约。因而,缩小收入差距的措施有利于提升社会总的有效需求,推动经济增长。从实际经济长期发展的观察结果来看显然更支持后者。

综合上述逻辑可知,负利率和量化宽松等持续有偏的货币政策的长期效应是引致经济增长潜在动力的逐渐衰减。

(二) 长期经济增长的持续衰减是诱发金融危机的根本原因

为什么说长期经济增长衰减是危机的根本原因?在任何经济持续稳定增长的过程中,危机都不会发生。所有危机都是潜在的增长动能开始下降,达到明斯基时刻后开始的。危机的本质是增长动能的不足。实际上所有的金融衍生证券的最终标的就是增长。看起来复杂的金融工具通过各种衍生证券工具相互嵌套,但最终落实的基础标的归根到底都依赖于经济的增长。金融市场越是健全,相互的嵌套就会越封闭、越紧密,从而也更加深刻地依赖于基础标的的稳健性。因而增长基础的毁坏,才会使某个个体的崩溃成为压死骆驼的最后一根稻草。究其原因,缺乏长期稳定的体系,即缺乏对长期项目稳定的支持,就很难保证新产业(即横向创新)的持续稳定出现,增长就会持续地衰减,进而成为危机的根本原因。这一逻辑在 Brunnermeier(2009)中也有讨论。Brunnermeier 和 Oehmke(2013)提出美国次贷危机源于两个极端重要的趋势性要素,即在美国次贷危机之前两个变化最终诱致了危机:持续的低利率;银行系统经历了一个深刻的结构性变化。这两个变化的共同点是都将对中长期趋势产生影响。在传统的规则性货币政策中,利率会随着经济短期周期性波动进行调整,但如果在持续时间较长的低利率传统模式下,发行银行持有贷款直到付清。转型后“产生即分配式”贷款是经过集成处理然后通过证券化转售。新证券的诞生促进了来自国外的大量资本流入,其中很大一部分资金是通过所谓的“影子银行系统”,这样的融资非常脆弱,因为它具有强的短期属性(主要是短期融资)。这就形成了潜在的对于中长期项目稳定支撑的基础毁坏,这是损害长期经济增长的机制之一。

(三) 应对危机的政策手段存在负向有偏的依赖性和惯性

各国在危机发生后,首先想到和动用的救市工具往往是货币政策工具。一方面与其他措施相比,货币政策工具实施起来相对更容易、效果更直接、见效更快;另一方面基于货币是中性的这一观点,也就是说货币政策对经济只有短期影响,而无长期效应,因此在实施货币政策过程中,只需考虑其短期对经济的刺激作用,而无需考虑其对长期经济增长的影响。

2008年金融危机后,欧美许多国家通过量化宽松和超低利率(甚至负利率)手段来刺激经济,但研究表明,实际利率长期向下偏离均衡水平,会扩大收入分配的差距,导致财富积累差距的扩大,最终削弱长期经济增长(陈昆亭等,2015)。而且从欧美的实践经验来看,这样的政策的有效性即便在短期来看也是非常值得商榷的。2008年至今已经十多年,欧洲大多数国家的经济仍然在低位徘徊。美国同样采用宽松的货币政策,短期来看经济显著复苏。但从长期来看,宽松的货币政策导致资产价格泡沫、债务杠杆上升、居民财富差距拉大、贸易保护主义盛行,为下一次金融危机埋下了隐患。

比较近百年来几次著名的经济金融危机,我们发现历次危机的导火索各不相同,比如,1929年的大萧条始于股市崩盘;1997年亚洲金融危机的导火索是泰国宣布汇率政策从固定汇率制转为浮动汇率制,引起了索罗斯等国际金融大鳄在外汇市场上的疯狂做空;2008年的国际金融危机源于美国次贷市场的崩溃;而2020年这场猝不及防的股市大崩溃以及可以预计的经济衰退甚至萧条,却是源于突如其来的新冠疫情。但透过这些繁杂的现象,我们发现危机背后的本质原因还是:实体经济的衰退;金融市场脆弱性的增加;宽松的货币政策。我们观察到,实体经济的衰退是危机发生的最根本原因。经济衰退,各国政府出台宽松的货币政策进行刺激,导致信贷宽松、杠杆高企,增加了金融市场脆弱性,或许短期内在政策刺激下经济会呈现出一片虚假繁荣的景象,但任意一个微小的冲击都可能导致这种脆弱的繁荣的崩溃,经济再次衰退,政府进一步出台宽松的货币政策……,由此形成恶性循环,各类经济金融危机也层出不穷。

以2008年国际金融危机为例。此次危机发生前,美国经济出现下行。2000年,美国科技泡沫破灭,2001年又遭受9.11恐怖袭击,经济遭遇了很大的压力。政府采取各种措施刺激经济,低息政策和宽松的信贷条件导致房地产市场泡沫,在金融衍生工具的不断创新刺激下,信贷链条越来越长、房地产信贷市场杠杆率高企。次贷市场本身占美国整体信贷市场的份额非常小,但最终却演变成席卷全球、愈演愈烈的国际金融危机,其根源是宽松的货币政策、实体经济和虚拟经济的失衡等。因此,经济金融危机源于实体经济的下滑,但背后通常隐藏着宽松的货币政策的影子。

在以美国为代表的西方经济中,有偏的政策形成的本质原因是:在资本主义经济中,政策取向被资本利益集团左右而形成潜在的“有偏性”,由此造成了政策“有偏”的惯性和依赖性。在高度“金融化”的经济中,美国“向下的负向螺旋式”萧条不可避免,这种局面在现有资本主义经济体系下,单纯依靠货币政策和财政政策手段是难以寻得出路的。

现在,全球经济又一次面临严峻挑战,全球央行也开启了新一轮宽松的货币政策,但在全球大范围的负利率背景下,货币政策还有多大空间?是否还是有效的?美国再次大规模的量化宽松,叠加中美贸易战的影响,我国又该如何应对?

四、结合当前国内外形势探索分析我国最优的发展方针和政策取向

美国经济萧条拖累全球经济陷入中长期滞胀“陷阱”。近年来美国经济在持续的萧条过程中,危机不断发生。为了转嫁危机的影响,美国利用美元的国际化地位,大行量化宽松政策,对全球财富进行掠夺。2008年的国际金融危机,美国利用“大而不能倒”的逻辑实施量

化宽松政策扶持银行体系,结果是:作为美国银行业主要竞争对手的英法德银行 2019 年的股价分别比 2007 年跌去 76%、60%、90%;而美国的主要银行股价到 2019 年则分别涨了 3 到 4 倍。同时,中国经济自 2008 年之后,持续了 30 年的高增长势头被扭转,增速持续走低,至今仍未恢复,欧洲经济也同样一蹶不振,而美国则借以实现了一段短暂的复苏。本次新冠疫情的大流行大概率会诱发美国经济再次陷入深度萧条。在此背景下,我国应如何吸取经验教训,采取有利措施防止我国经济再次被美国拖累是当前乃至以后相当长时间内都极端重要的问题。为此我们提出如下两方面建议:

(一) 常规货币政策带来的不平等加剧是引致长期经济萧条的基础诱因,规避货币政策过于短视的一种选择是:坚持价值体系长期稳定的规则性政策

当前,如何引领发展中国家经济从美国造成的全球经济“负向增长旋涡”中突围是我国面临的紧迫问题。通过分析总结美国经济“负向螺旋”形成的内在机理,我们认识到在资本主义私有制经济中,在金融资本集团统治下(制造业资本已经沦为金融资本的打工者),政策的制定首先是以资本集团的利益为主,因此政策体系存在长期负向有偏的潜在必然性。这种政策取向会引致结构性失衡、不平等加剧,成为诱发长期经济萧条的基础诱因。而应对危机的非常规的货币政策又成为进一步恶化这种局面的推手。在我国以社会主义公有制为主体的基本经济制度中,公有资本占社会财富的主体部分,其基本目标是服务于全体人民,政策制定不存在向下有偏的倾向。因此我国的社会主义制度具有抑制有偏政策的制度优势。但合理制定政策仍需要政策制定部门能够正确认识到避免短视和有偏性是政策制定的基本要求,并能够坚定地遵守基本的原则。那么应该遵守什么样的原则呢?我们认为一个基本的原则就是保持长期价值体系的稳定。为什么要坚持价值体系稳定呢?

1.“长期透明价值稳定一致的”政策规则是长期政策可预期的充分必要条件。可预期的政策规则是确保经济各部门(供给、需求、金融中介、地方政府等)理性科学决策有效的必要条件,是应对重大疫情及其他各种灾难冲击的最优手段。

宏观经济总体的有效性是建立在各个微观个体、各个基础单位、各个部门的决策行为有效的基础之上的,宏观经济管理的最高目标也应是确保个体和总体的有效性。随机的政策变化和不可预期规则下的政策行为,其本身就是一种扰动源,只能加大经济的不稳定,扭曲资源配置的有效性,最终恶化经济政策的信誉,造成经济总体运行效率的巨大损失。而确保可预期性从社会管理层面来看是抑制恐慌情绪的最佳途径,从经济金融秩序的管理角度同样被认为是重要手段之一。

2.长期稳定的规则性货币政策是确保长期投资信心的要求。

家庭和个人的发展需要稳定的环境,国家发展同样需要长期的社会稳定,以保证投资的“恒心、信心和决心”。大国经济的发展尤其需要更多更长期的投资,源源不断地推动社会经济持续进步。没有长期有效稳定的规则性政策来保证长期投资项目的稳定利益,无论国有企业或民营企业都不可能保证投资的持续性,好的资本会流失,好的项目会流标,好的前景会葬送。

(二) 稳定价值体系,鼓励长期投资,实现经济可持续增长

支持长期项目投资的环境决定了一国经济是否能实现长期可持续增长。长期投资项目

是实现经济长期可持续发展的关键。因而,任何经济要实现长期可持续发展必须要解决对长期项目的持续稳定的金融支持。以美国为代表的西方金融体系发展越来越复杂,看似越来越完善,实际上越来越不能够承担稳定地支撑长期项目的重任,金融体系内在的脆弱性特征已经成为诱发全球金融经济体系风险和危机的潜在根源,进而成为制约经济长期增长的重要因素。

首先,为什么对长期项目投资的支撑如此重要呢?(1)基础理论的重大突破是引领经济长期可持续发展的关键力量,重大基础性创新理论的突破严格依赖于持续的基础性理论的积累和人才梯队的储备,而基础理论的积累和人才梯队的建设都需要长期持续的资金支持,是一个国家最重要的长期投资项目之一。(2)越是重大的项目,投资周期越长,其产出也越持久。在长期可持续发展的链条中,产出持久、增长稳定的项目是确保经济长期可持续发展的中流砥柱,是避免短期性项目收益集中出现“大年小年”而形成经济剧烈波动的压舱石。(3)长期项目一般是许多中短期项目发展的基础,缺乏这类保障性项目,会导致短期经济发展的不稳固。因而,形成能够稳定支撑长期项目发展的投融资环境和体系是经济长期可持续发展的重要因素。

其次,什么样的环境或体系可以支撑稳定的长期投资项目,进而支撑经济长期增长呢?长期投资项目最大的风险是投资环境不稳定,中途出现原投资计划之外难以应对的变化,由此引起原投资计划无法顺利实现。因而,最重要的条件就是确保长期的价值体系是稳定的。很显然,商品经济中价值和价格体系不稳定情形下,未来风险性和预期成本、收益都难以精确估算,从而,投资策略和计划无法设定,则投资就不会发生。即便是已经投资的项目,因为难以预估的持续有偏的扰动稍微持久一点,就可能造成项目投资中途翻车。反之,在价值体系稳定的经济中,长期投资项目具备对长期形势的稳定预期,可以建立相对准确、科学的计划,计划执行中不易发生严重偏离,因而计划容易成功实现。在这样的环境中,长期投资计划更容易获得投资。其结果是,越是价值体系稳定的经济,越容易形成良性的投融资契合机制,约束成本较低,成功率更高,综合的长期均衡增长率也必然更高。同时,价值体系稳定的经济对中短期项目有更好的激励。在这样的环境中,中短期项目同样会有更低的融资成本,更宽广的融资体量,更高的成功率。因而,同样有利于对经济长期增长的贡献。所以,综合来看,价值体系越稳定,越有利于长期经济增长。

面对当前全球疫情大范围流行与金融危机的险情,正是借势推动重大改革、完善结构升级的良机。近年来我国经济增长减速确实不是增长能力不足,实乃有效需求增长乏力。建立长期稳定的价值体系及其信誉机制,必将成为拉动需求信心的重要基础,是改良长期可持续发展的保证。本次国际形势出现猝不及防的变局,我国若能精心筹划,转危为机,经济增长重回较高增速是极有可能的,维持持续的较快增长也是完全值得期待的。

参考文献:

- 1.陈昆亭、周炎、黄晶,2015:《利率冲击的周期与增长效应分析》,《经济研究》第6期。
- 2.陈昆亭、周炎,2020:《有限需求、市场约束与经济增长》,《管理世界》第4期。
- 3.莱恩·多亚尔、伊恩·高夫,2008:《人的需要理论》,中译本,商务印书馆。

4. 亚伯拉罕·马斯洛, 1943:《人类动机理论》, 中译本, 中国人民大学出版社, 2007 年版。
5. Aghion, P., and P. Howitt. 1992. "A Model of Growth through Creative Destruction." *Econometrica* 60(2): 323–702.
6. Arteta, C., M. A. Kose, M. Stocker, and T. Taskin. 2016. "Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications." CEPR Discussion Paper, No. DP11433. 210.
7. Aurissergues, E. 2016. "The Missing Corporate Investment, Are Low Interest Rate to Blame?" Working Papers halshs – 01348574, HAL. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01348574/file/The%20missing%20corporate%20investment%20Are%20low%20interest%20rate%20to%20blame.pdf>.
8. Belongia, M. T., and P. N. Ireland. 2018. "Targeting Constant Money Growth at the Zero Lower Bound." *International Journal of Central Banking* 14(2): 159–204.
9. Boubaker, S., D. Gounopoulos, and D. K. Nguyen. 2017. "Assessing the Effects of Unconventional Monetary Policy and Low Interest Rates on Pension Fund Risk Incentives." *Journal of Banking and Finance* 77(1): 35–52.
10. Brunnermeier, M. 2009. "Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008." *Journal of Economic Perspectives* 23(1): 77–100.
11. Brunnermeier, M., and M. Oehmke. 2013. "Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk." In *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2. Edited by G. M. Constantinides, M. Harris, and R. M. Stulz, 799–1612. Amsterdam: North Holland.
12. Carroll, C., J. Overland, and D. Weil. 2000. "Saving and Growth with Habit Formation." *American Economic Review* 90(3): 341–355.
13. Chetty, R., and A. Szeidl. 2016. "Consumption Commitments and Habit Formation." *Econometrica* 84(2): 855–890.
14. Cebiroglu, G., and S. Unger. 2017. "On the Relationship of Money Supply, Consumer Demand and Debt." *International Journal of Public Policy* 15(3/4): 187–205.
15. Deaton, A. S., and C. H. Paxson. 1994. "Saving, Growth and Aging in Taiwan." In *Studies in the Economics of Aging*. Edited by D. A. Wise, 331–364. Chicago: University of Chicago Press.
16. Edwards, S. 1995. "Why Are Saving Rates So Different across Countries? An International Comparative Analysis." NBER Working Papers 5097.
17. Galor, O. 2011. *Unified Growth Theory*. Princeton: Princeton University Press.
18. Galor, O., and D. N. Weil. 2000. "Population, Technology and Growth: From the Malthusian Stagnation to the Demographic Transition and Beyond." *American Economic Review* 90(4): 806–828.
19. Grisse, C., S. Krogstrup, and S. Schumacher. 2017. "Lower Bound Beliefs and Long-term Interest Rates." IMF Working Papers, No. 17/62.
20. Hall, D. T., and K. E. Nougaim. 1968. "An Examination of Maslow's Need Hierarchy in an Organizational Setting." *Journal of Organizational Behavior* 3(1): 12–35.
21. Hannoun, H. 2015. "Ultra-low or Negative Interest Rate: What They Mean for Financial Stability and Growth." <http://www.bis.org/speeches/sp150424.pdf>.
22. Hau, H., and S. Lai. 2016. "Asset Allocation and Monetary Policy: Evidence from the Eurozone." *SSRN Electronic Journal* 120(2): 309–329.
23. Hetzel, R. L. 2008. *The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*. Cambridge: Cambridge University Press.
24. Honda, Y., and H. Inoue. 2019. "The Effectiveness of the Negative Interest Rate Policy in Japan: An Early Assessment." *Journal of the Japanese and International Economies* 52(1): 142–153.
25. Jobst, A., and H. Lin. 2016. "Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area." IMF Working Papers, No. 16/172.
26. Ju, J. D., Y. F. Lin, and Y. Wang. 2015. "Endowment Structures, Industrial Dynamics, and Economic Growth." *Journal of Monetary Economics* 76(9): 244–263.
27. Laidler, D. 2016. "Economic Ideas, the Monetary Order and the Uneasy Case for Policy Rules." Departmental Research Report Series, No. 2016 – 4. https://economics.uwo.ca/research/research_papers/departments_working_papers.html.

28. Lucas, R.E. 1988. "On the Mechanics of Economic Development." *Journal of Monetary Economics* 22(1): 3-42.
29. Modigliani, F. 1970. "The Life Cycle Hypothesis of Saving and Intercountry Differences in the Saving Ratio." In *Induction, Growth, and Trade: Essays in Honour of Sir Roy Harrod*. Edited by W.A. Eltis, M.F.G. Scott and J.N. Wolfe, 197-225. Oxford: Clarendon Press.
30. Netžén Ľrn, M. 2017. "Negative Interest Rate & the Level of Household Debt: A Vector Autoregressive Approach in a European Perspective." <https://www.mysciencework.com/publication/show/negative-interest-rate-level-household-debt-vector-autoregressive-approach-european-perspective-767565c9?search=1>.
31. Praet, P. 2017. "The ECB's Monetary Policy: Past and Present." <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170316.en.html>.
32. Pollak, R.A. 1970. "Habit Formation and Dynamic Demand Function." *Journal of Political Economy* 78(4): 745-763.
33. Romer, P.M. 1990. "Endogenous Technological Change." *The Journal of Political Economy* 98(5): 71-102.
34. Selgin, G., and S. Sumner. 2017. "Guest Editors' Introduction: Monetary Rules for a Post-crisis World." *Journal of Macroeconomics* 54(7): 1-6.
35. Stroukal, D., and B. Kadeřábková. 2016. "Negative Interests Rates and Housing Bubbles." *The Civil Engineering Journal* 4(20): 1-8.
36. Wang, Y., and X.M. Tang. 2019. "Human Capital, Industrial Dynamics and Skill Premium." Working Paper Series of New Structural Economics, No. E2019009. <https://www.nse.pku.edu.cn/xzyj/gzlw/gzlw2/500601.htm>.
37. Warr, P.G. 1987. "Export Promotion via Industrial Enclaves: The Philippines' Bataan Export Processing Zone." *The Journal of Development Studies* 23(2): 220-241.
38. Yoshino, N., F. Taghizadeh-Hesary, and H. Miyamoto. 2017. "The Effectiveness of Japan's Negative Interest Rate Policy." ADBI Working Paper 652. Available at SSRN. <https://ssrn.com/abstract=3016104>.

Demand Constraint, Monetary Policy System and Economic Growth: A "Negative Spiral" Mechanism of Economic Growth under the Assumption of "Limited Demand"

Zhou Yan¹, Chen Kunting¹ and Pang Yao²

(1: Yunnan University of Finance and Economics; 2: Zhejiang University of Technology)

Abstract: This paper studies economic growth based on the hypothesis of "limited demand". In traditional theories, consumer demand is assumed to be an integrated final product, which masks the "limited" feature of the demand for specific commodities. In the economic environment where supply is excessed, effective demand is insufficient and financial economic characteristics are significant, the real economic growth is significantly different from that in traditional theories, which focus on studying supply-side factors and cannot analyze, judge and guide the development of real economy. This paper combines the specific economic phenomena with the frontier research under the global pandemic, tries to analyze two problems: (1) The impact of the limited demand assumption on growth theory; (2) The mechanism between financial shock and long-term growth. This paper proposes a "negative spiral" mechanism to explain the continuous decline of western economies represented by America in recent years. It also puts forward some suggestions based on China's current economy.

Keywords: Limited Demand, Financial and Economic Characteristics, Mechanism of Crisis Formation, Stabling Value System

JEL Classification: E12, E32, E52, O40

(责任编辑: 彭爽、郭楚玉)