



中国社会科学院经济研究所
Institute of Economy of Chinese Academy of Social Sciences

经济走势跟踪

Macroeconomic trend monitor

中国社会科学院宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

中国社会科学院经济所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2013 年第 88 期（总第 1408 期）

2013 年 11 月 27 日（星期三）

经济热点分析

美国经济“长期停滞”问题讨论

[导读：最近，有关美国经济“长期疲软”或“长期停滞”的观点引起了国际经济学家的热烈讨论，这些新观点有助于对于我们进一步准确把握国际经济形势的理论动向。]

美联储担忧经济长期疲弱

据报道，美联储目前正受困于官员们此前对经济局势的认知不足，新的担忧也由此产生——即使美联储预计 2014 年美国经济增长将加快，但长期经济前景仍然令人担忧。

劳动生产力是衡量经济健康与否的一个关键组成部分，据美国劳工部统计的数据显示，过去四年中，这一指标平均每年仅增长 1%，而从 1983 年至今的平均每年涨幅有 2.2%。在 10 月的 FOMC 会议纪要中，美联储表示，“生产力增长方面的放缓可能将成为常态。”这与以往几次会议中美联储主席伯南克的措词有所改变，此前，他曾表示该项数据的增长放缓可能只是暂时性的，随着经济的继续复苏就会结束。

受此前经济深度衰退的影响，公司高管纷纷削减了工厂、设备、研发等方面的支出。新兴企业则因经济整体衰退而受到抑制，因为融资变得非常困难。而失业的美国人只能眼睁睁看着自己的技能荒废并随着待业时间的延长而逐渐萎缩。

哥伦比亚大学教授、2006 年诺贝尔经济学奖得主菲尔普斯（Edmund Phelps）表示，“我们处于经济增长放缓的阶段，这一阶段延续多久还是未知数。”他还认为，美国根深蒂固的公司利益文化使得创新能力僵化，从而导致美国经济的僵化。

生产力增长的持续放缓将限制美国未来经济增长的速度，进一步将政策制定者、公司高管以及投资者的决定造成影响。在这方面，美联储官员需要有比对待通胀风险更多的警惕。而由于税收可能会

进一步降低，立法者在削减预算赤字方面将面临更多的困难。公司则要面对营收下降、薪资下滑等问题。

美联储在 9 月 FOMC 会议上已经下调了美国经济增速预期至 2.1%-2.5% 的水平，较 2011 年 4 月时的预期 2.4%-3% 有较大幅度的下调。基于最近的会议纪要来看，这一预期可能还要低。前任美联储研究员将美国经济增长预期定为 1.75%，主要的限制因素来自于企业资本支出的下降和创新能力的消退。

曼昆：此轮衰退非同寻常

最近，《宏观经济学》作者、哈佛大学经济学教授曼昆（Gregory Mankiw）为《纽约时报》撰写的文章指出，当伯南克开启零息、大规模资产购买政策时，美联储希望迄今各状况能回归常态化。不幸的是，事与愿违。即使经济复苏早在 4 年前就开始了，但经济增长依然贫乏，以某些指标来衡量，经济依然很虚弱。伤愈速度之慢延缓了美联储的退出政策。尽管 10 月会议纪要显示，美联储正考虑做出一些改变。

在参议院银行业委员会作证词时，候任美联储主席耶伦清楚表示，她并不认为退出宽松政策的时间已经到来。“通胀依然低于美联储设定的 2% 目标，劳工市场继续疲软，经济需要央行所能提供的所有帮助。”许多人支持该观点。失业率较 7 年前我们感受到金融危机的第一丝凉意时，依然高出约 3 个百分点、就业人口比率下降了 5 个百分点，自经济衰退时的低谷水平并未恢复多少。

部分人把这种现象归因于人口老龄化：随着战后婴儿潮出生的人退休，就业人口比率自然下滑。但这只是很小一部分因素。另一相关指标，25 至 54 岁人的就业人口比率同样显示，经济衰退依然有挥之不去的影响。经济衰退导致该比率从 80% 下降至 75%，而今天仅小幅增长至 76%。经济复苏只是复苏了衰退时失去的 1/5。

这些数据表明美国经济增长依然缓慢，或者说尚有潜力。相反这也表明通胀短期内不太可能成为麻烦，所以美联储可以推迟退出政策。但劳工市场数据很难解读，因为此次衰退较之前的不同。最醒目的一组数据是失业人口平均需要多少周才能找到工作，该指标自 1948 年就开始编制。08 年金融危机之前，最大的数字是 1981-82 年经济深度衰退之后的 22 周。然而，最近一次经济衰退时，该数值一度达到近 41 周，目前依然超过 36 周。经历 4 年经济复苏之后，美国长期失业人口数量依旧空前。

部分经济学家认为，长期失业将给经济带来永久疮疤——即失业滞后论。一个可能的原因在于，长期失业人群久而久之丧失了宝贵的工作技能，对重返就业岗位不那么上心。在某种程度上，他们实质上已退出劳动力队伍。如果该理论是正确的，那么今天的劳工市场并没有失业率和就业人口比率所暗示的那么疲软。美联储可能已经把更低的就业率视为常态。

另一线索在于劳工市场的职位空缺率。尽管关注度不如失业数据那么高，但该数据也是失业率真实写照。美国劳工部统计局在编制失业率时，要调查家庭失业状况。同样，在编制职位空缺率时，统计局需调查企业中，无人填补的岗位数量。

职位空缺率很大程度上是周期性的。经济衰退时期，因生意难做，企业新增就业岗位数量会减少。此外，因为求职大军数量的扩张，这些空缺职位很快就能填满。因此，职位空缺率下滑。相反，随着经济复苏，企业开始新增就业岗位，职位更难填满，那么职位空缺率就会上升。

这在近期经济衰退时期得到很好的体现。7 年前，美国职位空缺率略高于 3%，而 2009 年 7 月降至 1.6% 的低点，就在 1 个月前，美国官方宣布经济陷入衰退。而当前的数据为 2.8%，所以根据劳工市场的衡量标准，经济基本回归常态化。

工资通胀（wage inflation）同样表明劳工市场已经回升。2012 年平均每小时工资增长 2.2%，2011 年增长 1.3%。工资增长加速可不是劳工市场深度低迷的现象。

如何解决这些冲突的迹象将最终解决货币市场的进程。耶伦表示，她并不特别担心通胀问题，美联储并不急于退出刺激政策。曼昆认为，许多指标确认了她的看法，但近轮经济衰退也非寻常，难以套用历史标准，而其他数据则指向一个不同的结论。耶伦现在可能是对的，但当新一波数据来袭时，她最好准备改变思路。

萨默斯：金融泡沫也难以挽救美国经济

虽然萨默斯自愿退出美联储主席的竞争，但萨默斯的学术言论仍然受到了广泛的关注。在 IMF 举行会议的演讲上，萨默斯又提出了一套颇具启发性的货币经济学逻辑。

萨默斯强调了美国经济存在出现“长期增长停滞（secular stagnation）”的可能性，就像日本经济过去 20 年所遭受的痛苦一样。日本经济不景气的程度是吓人的，与 90 年代经济学家预测的相比，现在日本经济的规模只有该预测规模的一半。而在美国，GDP 增速也在不断下滑，远低于几年前我们的预期水平，同时在过去四年里，拥有一份工作的人口比重也几乎没有反弹，尽管事实上，到 2009 年 11 月，金融危机已经被很好地控制住了。

过去 20 年日本经济所遭受不景气的背后原因是什么呢？而萨默斯又在为美国经济担心什么？萨默斯提到：自上一个十年中期以来，与充分就业相符的短期真实利率水平已经跌至-2%或-3%。

在 2%通胀水平的情况下，利率水平要比通胀低 3%将要达到在普通术语中的-1%（而在宏观经济学中被称为-1%的名义利率）。但传统的货币政策并不能把政策利率降到-1%这么低，因为任何人都可以通过囤积纸币，借尽可能多的钱给政府。这就是一直困扰宏观经济学家名义利率零下限问题。这个零下限导致了利率水平看似很低，但又不足以使经济高速增长的情况。

在金融危机前的几年，金融过剩（financial excess）促进了经济增长，但从来没有达到需求过剩的程度——需求过剩会把失业率推低至不可持续的低位，导致引发高通胀。用萨默斯的话说，就算一个巨大的泡沫都不足以制造任何过剩的总需求……就算在来自这些金融轻率行为带来的所有人为刺激需求中，我们都看不到任何的（需求）过剩。

在金融危机以后，金融过剩的终结留下了需求不足和就业增长停滞的问题。那我们可以怎么做呢？这并非能容易解决的问题：人们已经连续容忍了零利率数年时间了。但这是不够的。

连年维持巨额的预算赤字是很难的——日本尝试通过政府支出逃离经济不景气的失败经历，不禁使人怀疑财政刺激是否能完成这项工作。连续多年的 QE 操作，而且看不到结束的时候，这已经引起了严重的担忧。

最后，萨默斯指出，那些可以避免金融危机的金融监管措施，一般会把人们储蓄赚取的利率水平，压到远低于人们借钱支付的利息水平，这实际上加剧了利率零下限问题。

这是萨默斯的总结，但仍然缺乏美国和世界经济急需的一个解决方案：在其结束前，这是不会结束的……未来几年我们可能急需认真考虑怎么在零名义利率成为一种慢性的、系统性地压制经济活动的、把我们的经济压制在潜在发展水平以下的情况下，管理好经济。

萨默斯：关于 QE 与泡沫论

在彭博通讯社对萨默斯的专访中，萨默斯就量化宽松政策（QE）和泡沫论问题作了进一步的阐述。

关于 QE 是否有效

萨默斯认为，美联储向市场注入流动性的努力，在我们逃离危机的过程起了重要作用，同时避免了可能会导致经济萧条的情况，这个逻辑是没有问题的。我认为，只要看一下我们经济产出的缓慢增长，经济增长难以达到逃逸速度，以及通胀出现下滑的趋势，就能知道现在正确的政策倾向是加速刺激而不是减速。QE 存在问题吗？当然。这是 QE 不能永远维持的原因吗？当然。但如果你必须在是否应该使用 QE 上做出选择，我认为答案肯定是应该。我认为需要强调的是，最害怕 QE 的人正是那些在过去四年里一直预测恶性通胀将出现的人，但他们一直都是错的。你可以为不同的观点辩论。在何时应该放缓 QE 的问题上，我不准备尝试做出具体的判断。但在没人提供流动性的时候，美联储是否应该站出来注入流动性的问题上，那绝对是正确的做法，我认为历史学家将做出裁判...

关于是否认为我们需要泡沫

萨默斯说，我不信任泡沫。很明显当你谈及泡沫的事情时，你在说一些不大好的东西。我说过的和我深深相信的是，我们国家已经很长时间没有出现快速健康的经济增长了。在金融危机之前，我们实现的经济增长是依赖于泡沫的经济增长。我们所处的经济框架是，没有泡沫就不能产生经济增长。这不是支持泡沫。这是支持改变当前的经济框架。我在 IMF 会议上谈及关于被经济学家称为长期停滞

的风险的时候，我呼吁的不是重新制造泡沫，我呼吁的是建立一个经济框架，使无泡沫的增长成为可能。

关于现在是否存在泡沫

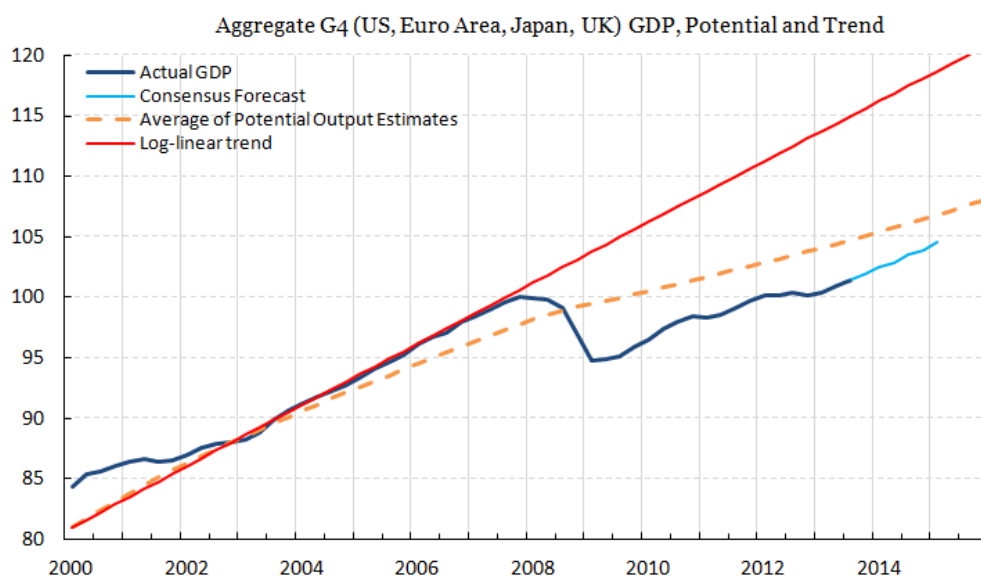
萨默斯认为，对现在美国经济来说，信心不足比信心过度存在更大的风险。我是否看到某些市场的发展，我是否比希望的更频繁地听到低门槛贷款这个词？的确是这样。现在的风险利差是不是有点低？的确。但整体来说，我认为信心不足，信贷不足，消费不足的风险要远大于反向的风险。聪明有效地应对金融危机所需要的，是人们难以重视和认同的东西。几乎每次金融错误都是这样。几乎每次金融错误都以人们采取避免昨天过错的行为的形式出现。这就是泡沫的来源。人们看见股市上涨就希望自己早已买入，所以他们现在就买入。进而，股市进一步上涨，泡沫就更大了。痛苦的产生是类似的。过去导致危机的东西总是信心过度，怠慢的心态，过量的借款和贷款，和不可持续的支出。这些就是导致危机的因素。但危机过去的现在，要令经济重回常态的唯一途径是，我们需要更多的信心，更多的借款和贷款，和更多支出。人类的天性总是希望能够避免昨天的过错，但这经常会引领人们走向错误的方向。这就是我不断重申和强调增加刺激而不是减缓刺激的重要性，私营部门和公共部门支出的重要性，和维持信贷流动的重要性。这些东西都是我们首要必须做的。

经济陷入长期停滞意味着什么？

前高盛首席经济学家、BBC 董事长、现英国《金融时报》专栏作者的加文·戴维斯（Gavyn Davies）在他的一篇博客文章（the implications of secular stagnation）中说，在 IMF 年会上，萨默斯关于“长期增长停滞（secular stagnation）”的演讲语出惊人，萨默斯认为这可能是我们当前时代的核心问题。“长期增长停滞”一词是美国凯恩斯主义经济学家汉森（Alvin Hansen）在 1930 年代末所创，这一概念一直在经济学家间存在极大争议，这在当前无疑也会如此。但无论你怎么看待这个理论，萨默斯这个 16 分钟的演讲都是相当值得一看的。

简而言之，萨默斯的观点是，自 2000 年代中期起，全球经济的均衡真实利率（指达到充分就业所需的实际利率）就已经处于较大的负值区域（大约-2%至-3%），而尽管全球央行竭力降低实际的真实利率，但（至少债券所反映的）实际利率一直远高于这一水平。

实际真实利率高于均衡值的后果就是发达国家处于长期投资不足的境地，真实 GDP 进一步下滑，距离潜在的长期增长率的差距更大。全球央行想要竭力弥合这一差距，但基本上都不太成功，但央行却创造出了资产泡沫（比如 1990 年代末的科技股、2000 年代中期的房地产泡沫以及如今可能的债券泡沫），因为这已经是唯一可以刺激需求的方式。下图是经济长期停滞的证据之一：



Note: Potential Output is Average of IMF and OECD estimates. PPP weighted average.
Source: Fulcrum Asset Management

蓝线是四大发达国家的实际 GDP，直到最近才勉强超过 2007 年峰值几个百分点。实际 GDP 不仅在绝对值上增长停滞，还比红线所代表的长期潜在增长趋势低 13%。

这一巨大鸿沟让 OECD 以及 IMF 的经济学家认为经济的潜在产出实际上已不再如红线所示，而是沿着图标上的橘红色点，这反映出经济衰退对资本存量和有效劳动力供给的伤害。

对于实际 GDP 仍然低于橘色线的事实少有人质疑，但这难以直接观察。这为央行维持极度宽松的货币政策提供了一句，只要决策者相信资产价格还未出现泡沫。

但最近，主要的央行相继发布研究报告对此作了更多分析，认为只要实施“正确”的政策，潜在产出就可以向红色线靠拢。美联储威尔考克斯（David Wilcox）在 IMF 会议上发布的论文认为需求可以通过刺激资本投资以及提高劳动力参与率来创造供给。英国央行预计英国的生产率会随着经济扩张而反弹。

甚至连欧洲央行也在上周发布了一份报告认为：只要加速结构性改革，就可以改善目前极低的潜在 GDP 增长率（只有每年 0.5%）。值得注意的是，与美联储和英国央行不同，欧洲央行并未指出央行应该刺激需求来提高潜在产出；关键的是，欧洲央行认为这是一个供给端的问题，而其他人则在混淆这一区别。那么萨默斯的“长期增长停滞”说又对这些争论有什么影响呢？

加文·戴维斯认为：

首先，如果这一理论是对的话，低于潜在增长率的 GDP 增长就将维持相当长一段时间，无法通过通胀和利率变动来解决，这是在经典经济学模型（快速）以及新凯恩斯模型（更慢）所显示的。而原因就是零利率下限使得名义利率无法下降，也让价格和工资无法向下调整。因此这也使得恢复均衡的常规因素无法发挥作用。

其次，货币政策发挥作用的常规路径是将未来消费提前，这种方式将无法成功。如果长期增长停滞理论正确的话，未来需求仍将出现缺口，因此就需要更大规模的货币刺激（比如通过 QE）来防止更加糟糕的经济衰退出现。

金（Mervyn King）在从英国央行行长任上退休前就指出了这个问题，但少人问津。或早或晚，央行行长们都不得不关注资产泡沫，或者他们所持有的债券的损失并且停止这种做法。资产泡沫的后果是非常痛苦的，这不仅因为资产购买本身非常关键，也因为市场可能认为他们没有其他方式维持增长。

第三，要求财政政策配合的呼声必将高涨。在夏季的演讲后，伯南克指出长期增长停滞不太可能出现，因为公共部门总会有正回报的资本项目。这项方案可以通过零利率或负实际利率的公共债务来融资，因此这一债务是可持续的，而政府的净资产会增加。因此，在一个理性世界里，公共部门投资总是可以终结长期增长停滞。

因此，随着工资和价格通胀持续接近零，随着全球债券收益率仍然维持低点，长期增长停滞论似乎占据了上风。但这也有副作用。让 GDP 回到长期趋势线（红线），乃至更悲观的潜在产出先（据橘色线）并不一定正确。因为这很可能伴随资产泡沫，以及通胀，随后就是大规模的经济修正。

对于这些风险的担忧可能正在财政政策方面占据上风。欧洲央行执委会中认为财政应当紧缩的声音仍然占据上风，但美联储、英国央行和日本央行似乎正在转向另一个方向。

实际上，这是一个古老的宏观经济问题：政策制定者面临愿意承担哪种风险的选择，高通胀还是低产出？萨缪尔森曾说，“好问题比简单的答案更重要”。现在，他的侄子萨默斯确实提出了一个好问题。

难道美国只有泡沫或衰退这两个选择？

最近萨默斯的言论引起了广泛关注。萨默斯在接受彭博采访时认为，因为金融泡沫都不能创造足够多的总需求，把美国经济推向过热，所以当央行受困于名义利率零下限而难以制造下一个金融泡沫的情况下，美国经济将走向长期停滞。彭博评论员克莱恩（Matthew C. Klein）也提出了自己的疑问——难道美国经济只能在泡沫和衰退之间作出选择吗？

克莱恩认为，虽然这听起来有点愚蠢，但他们的部分观点是令人信服的。虽然在上世纪 80 年代，90 年代和新世纪的第一个十年存在太多对房地产和企业产能的投资，但常规的指标显示，美国经济

从来没有过热。与朝鲜战争后的 30 年相比，过去 30 年经过人口调整后的 GDP 增长已经大幅放缓。从 80 年代中期，商品和服务的价格水平一直保持稳定和平缓。而与 2000 年 12 月相比，更少的美国人在私营部门中工作了。如果不存在非理性繁荣，美国经济增长可能更为萎靡。

最简单的解释是，相对于全球的总储蓄需求，不存在足够的生产性投资机会。根据此观点，泡沫可以把财富转变成那些开拓经济规模的人的收入，否则财富只能储蓄在政府债券和其它安全资产上。

至少，部分这些新创造的收入可能维持支出一段时间，同时将推动经济向接近充分就业的方向发展。（虽然不清楚这是否是可持续的策略。）这个逻辑已经使数位美联储官员拥抱负的真实利率，希望财富衰减的威胁将迫使谨慎的储户要么消费掉更多的财富，要么对下一个泡沫进行投机，不论下一个泡沫在哪里。

但 Klein 还认为，麻木鼓励美国消费者增加消费是不明智的，因为大部分美国人已经处于严重的储蓄不足。“泡沫也不能挽救美国经济”只是问题的表象，问题的根源应该是不断加剧贫富分化的美国分配制度，以及储蓄体制的落后。

这种分析是令人感到不满的。对的，总的来说，今天的利率水平仍然太高了，无法推动重拾充分就业的必要支出水平。但货币政策是一个生硬的工具，而总量指标是令人糊涂的。

几乎没有美国人持有足够的储蓄来覆盖退休的成本，不到 1/4 的美国人有足够的储蓄满足未来 6 个月的消费。虽然从 2007 年以来，美国家庭财富持有安全流动性资产的比重已经上升，但仍然远低于 80 年代中的水平。不要忘记，在房价上涨的时候，正是更为贫穷和负债累累的美国家庭对消费作出了最大的贡献，而在接下来房价下跌的时候，他们也是被迫大幅削减支出的那些人。换句话说，新出现对储蓄的需求完全是自然而然的，并应该被鼓励，而不是受到惩罚（低利率甚至负利率）。

看起来，真正的问题是过去 30 年财富和收入的严重集中。那些已经拥有比他们一辈子所希望消费的更多财富的人，在收入增加时，也不会大幅增加他们的消费。相反，他们会倾向于储蓄新增的财富。而其他很多人通过借入越来越多的钱，希望填补停滞不前的收入水平。这的确能促进总消费，但也创造了过分负债的危险。

一个解决方案是，政府扩大其当前作为财务中介的角色。美国政府可以建立起特别储蓄账户，包括储蓄免受通胀影响，但限制规模。任何希望持有更多安全资产的人总可以购买债券，但债券本身不会免受通胀影响。与此同时，政府可以直接向家庭派钱来重振萎靡的经济（就像现在这样）。这两项措施加起来，将使普通人可以在不增加负债的情况下消费，同时又不需要担忧储蓄的财富会受到泡沫或负利率的侵蚀。这可能是比现在所有建议更好的方案。

提高生产性投资也许可以改变“长期停滞”

英国《金融时报》首席经济评论员马丁·沃尔夫认为，萨默斯给所有依然乐观的人泼了一盆冷水。萨默斯并不是第一个看出所谓“长期停滞”可能性的人：危机爆发以来，思虑周全的分析师们就担忧日本“失去的十年”在其他地方上演。但他提出这一看法颇具勇气。

为什么要相信他的说法？我们来看看西方经济体的三个重要特征。

首先，2007-08 年金融危机后的复苏一直都非常疲弱。第三季度，美国经济只比五年多前的危机前顶峰时期增长 5.5%。相对于危机前的趋势，美国实际国内生产总值（GDP）一直在下降。此外，尽管美国推出了极度扩张的货币政策，这种疲软状态一直持续着。

第二，今天受危机重创的经济体，在危机之前曾经历杠杆水平的快速增长，特别是在金融和房地产领域，房价也出现大幅上涨。这是一种“泡沫经济”。很多政府，特别是美国和英国政府，还采取了扩张性的财政政策。然而，在危机之前，经济过热的典型症状（特别是高于趋势水平的经济增长和通胀）在英国或者美国都没有出现。

第三，在危机之前数年，长期实际利率一直维持在非常低的水平，尽管全球经济增长强劲。亚洲金融危机之后，英国长期指数挂钩金边债券的收益率从接近 4% 下降到 2% 左右，全球金融危机之后又下降到零以下。美国财政部通胀保值债券（TIPS）也是类似的情况，尽管时间上晚一些。

因此，仅仅是在某种程度上恢复金融体系的健康，或者是减少危机爆发前积累的过量债务，是不

太可能带来完全复苏的。原因就是，危机是由金融过度行为导致的，而后者本身就掩盖了经济中早已存在的结构缺陷，或者，是对这种缺陷的一种反应。

其中一个缺陷就是“全球过量储蓄”，也可以称之为“投资缺乏”。较低的实际利率就是这种“过量储蓄”的证明：寻求生产性投资的储蓄，要多于可以运用这些储蓄的生产性投资项目。

“过量储蓄”的另一个表现就是“全球失衡”：东亚新兴经济体（特别是中国）、石油出口国以及几个高收入经济体（特别是德国）的巨额经常项目顺差（净资本出口）。这些经济体成为全球其他国家的储蓄净供应国。危机之前是这样，今天依然是这样。

金融危机之前，美国吸收了全球大部分的过量储蓄，但没有将之用于生产性投资。2000 年之后，尽管廉价信贷随手可得，固定资产投资占 GDP 的比重还是在下降。原因之一就是投资品的相对价格下降：实际投资比重保持稳定，而名义投资比重却在缩减。除了 2000 年之前的股市泡沫期间，企业还依靠自身的储蓄来支撑投资，而不需要从其他地方融资。

因此，流入美国的储蓄，都变成了美国家庭和政府的借债。收入不平等的扩大，使得经济依靠家庭净借债维持平衡的情况更加难以为继。其他条件都一样的情况下，这应该会提高家庭储蓄：收入大于支出的最富人群，在变得更富的过程中往往会增加储蓄。这个问题的一个（临时）解决方案就是，吸引穷人在超出承担能力的基础上借债，以维持支出。但这种做法在 2007-08 年危机期间捅了大娄子。

简单来说，世界经济产生的储蓄，要多于企业希望借贷的量，即使利率非常低。不仅在美国是这样，在多数重要高收入经济体也是如此。于是过量储蓄成了当前需求的限制因素。但鉴于它还对应着疲弱的投资，因此也意味着未来供给的缓慢增长。这一困境存在于危机之前，但危机使之恶化了。

那么该如何应对呢？面对储蓄意愿大于投资的情况，一种应对方式是进一步降低已经为负的实际利率。这就是一些经济学家倡导提高通胀率的原因。但这点很难实现，即使它在政治上是可接受的。《走向复苏之路》（The Road to Recovery）的作者安德鲁·史密斯（Andrew Smithers）强调，另外一种可能是，直接消除企业投资面临的障碍。他最痛恨的就是“奖金文化”，这种文化鼓励管理层通过回购来操纵股价，而不去增加生产性投资。

还有一种可能是，利用今天的过量储蓄大力增加公共投资，这是萨默斯谈及的，也得到很多经济学家（包括我自己）的支持。这可能在一定程度上有助于向低碳型增长转变。另一种可能是促进资金向新兴和发展中国家流动，这些国家有最好的投资机会。世界上这么多的储蓄，在显然不存在投资机会的地方寻求投资机会，却回避有可能存在机会的地方，这是没有道理的。

高收入经济体发生的不仅是一场金融危机，这一基本观点是有说服力的。而难以为人相信的是，这些国家企业投资的激增，将能够吸收全球过量储蓄。说到底，人们为什么要指望老龄化、高工资、经济疲软的国家做到这一点呢？但这些国家确实面临着比单由危机带来的破坏更大的挑战——尽管危机的破坏已经很大了。它们可能在更久远的长期内一直面临疲软的需求和不足的供给。

因此最好的应对方式是，采取措施提高生产性私人 and 公共投资。是的，这个过程会伴随一些错误。但相比接受穷困的未来给我们造成的代价，冒一下犯错的风险还是值得的。

（完）

（整理、编译、责任编辑：王砚峰）

2013 年第 88 期（总第 1408 期）

2013 年 11 月 27 日（星期三）

地址：北京阜外月坛北小街 2 号
中国社会科学院经济研究所

E-mail: tsg-jjs@cass.org.cn
kingwyf@263.net

邮编：100836

电话：(010) 68034160

传真：(010) 68032473