

“十一五”国家重点图书出版规划



中国经济问题丛书

负利率效应下的中国经济

FULI LV XIAOYINGXIA DE ZHONGGUO JINGJI

伍聪 著



中国人民大学出版社



“十一五”国家重点图书出版规划

中国经济问题丛书

ZHONG GUO JING JI WEN TI CONG SHU

负利率效应下的中国经济

FULILV XIAOYINGXIA DE ZHONGGUO JINGJI

伍 聪 著

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

负利率效应下的中国经济 / 伍聪著. —北京: 中国人民大学出版社, 2015. 5
(中国经济问题丛书)

ISBN 978-7-300-21483-2

I. ①负… II. ①伍… III. ①利率-关系-中国经济-研究 IV. ①F12②F832. 22

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 130711 号

“十一五”国家重点图书出版规划

中国经济问题丛书

北京市社会科学理论著作出版基金资助

负利率效应下的中国经济

伍 聪 著

Fulilv Xiaoyingxia de Zhongguo Jingji

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京易丰印捷科技股份有限公司

规 格 148 mm×210 mm 32 开本

版 次 2015 年 6 月第 1 版

印 张 10. 875 插页 4

印 次 2015 年 6 月第 1 次印刷

字 数 265 000

定 价 48.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错

负责调换

国际货币研究系列丛书编辑委员会

顾 问：

苏 宁

王兆星

潘功胜

任志刚 (Joseph Yam Chi Kwong)

罗伯特·蒙代尔 (Robert A. Mundell)

史蒂夫·汉克 (Steve H. Hanke)

埃德蒙·阿尔方戴利 (Edmond Alphandery)

主 编：

陈雨露

编 委 (以姓氏拼音为序)：

贲圣林 曹 彤 郭庆旺 胡学好 纪志宏 焦瑾璞

Rainer Klump Il Lee Hong 刘 珺 陆 磊

David Marsh Herbert Poenisch 瞿 强

Alfred Schipke Anoop Singh Wanda Tseng 涂永红

王永利 魏本华 向松祚 宣昌能 张 杰 张晓朴

张之骧 赵海英 赵锡军 周道许

国际货币研究系列丛书

1. [英] 戴维·马什. 向松祚, 宋姗姗译. 欧元的故事——一个新全球货币的激荡岁月. 北京: 机械工业出版社, 2011
2. 曹彤编著. 财政危机下的金融困局与突破: 国际金融形势评论 2013. 北京: 机械工业出版社, 2013
3. 曹彤编著. 后金融危机时代全球货币治理的坚守与革新: 国际金融形势评论 2014. 北京: 机械工业出版社, 2014
4. 中国人民大学国际货币研究所. 人民币国际化报告 2012. 北京: 中国人民大学出版社, 2012
5. 中国人民大学国际货币研究所. 人民币国际化报告 2013: 世界贸易格局变迁与人民币国际化. 北京: 中国人民大学出版社, 2013
6. 中国人民大学国际货币研究所. 人民币国际化报告 2014: 人民币离岸市场建设与发展. 北京: 中国人民大学出版社, 2014
7. International Monetary Institute, Renmin University of China. *The Internationalization of the Renminbi: 2012 Annual Report*. 北京: 中国人民大学出版社, 2012
8. International Monetary Institute, Renmin University of China. *Internationalization of the RMB: 2013 Annual Report*. Hong Kong: Enrich Professional Publishing, Inc., 2014
9. 中国人民大学国际货币研究所. 人民币国际化报告 2012 (日文版). 东京: 科学出版社东京株式会社, 2014
10. 涂永红, 戴稳胜. 大国货币 I: 政治篇. 北京: 科学出版社, 2014

11. 戴稳胜, 涂永红. 大国货币Ⅱ: 军事篇. 北京: 科学出版社, 2014
12. 涂永红. 大国货币Ⅲ: 文化篇. 北京: 科学出版社, 2014
13. [英] 大卫·马什等. 许钊颖译. 欧洲的未来. 北京: 中国经济出版社, 2014
14. 中国人民大学国际货币研究所. 布雷顿森林体系 70 年: 国际货币体系重构与人民币国际化. 北京: 中国金融出版社, 2015
15. 王芳: “新特里芬难题”与人民币国际化战略. 北京: 中国人民大学出版社, 2015



《中国经济问题丛书》

总 序

经济理论的发展与变化是和经济实践紧密联系的，在我国继续向社会主义市场经济体制过渡的今天，实践在呼唤经济学的发展和繁荣；同时，实践也为经济学的发展创造着条件。

中国的市场化改革是没有先例的，又没有现成的经济理论作指导，这是中国学者遇到的前所未有的挑战。他山之石，可以攻玉。随着一大批西方经济理论译介进来，以及一大批具有现代经济学素养的人成长起来，认识和解决中国问题开始有了全新的工具和视角。理论和实践是互动的，中国这块独一无二的“试验田”在借鉴和运用现代经济理论的同时，势必会为经济理论的发展注入新的活力，成为其发展的重要推动力量，而建立在探讨中国经济问题基础之上的经济学也才有望真正出现。中国经济问题正是在这个大背

景下获得了特别的意义。

我们策划出版《中国经济问题丛书》的主要目的是为了鼓励经济学者的创新和探索精神，继续推动中国经济学研究的进步和繁荣，在中国经济学学术著作的出版园林中，创建一个适宜新思想生长的园地，为中国的经济理论界和实际部门的探索者提供一个发表高水平研究成果的场所，使这套丛书成为国内外读者了解中国经济学和经济现实发展态势的必不可少的重要读物。

中国经济问题的独特性和紧迫性，将给中国学者以广阔的发展空间。丛书以中国经济问题为切入点，强调运用现代经济学方法来探究中国改革开放和经济发展中面临的热点、难点问题。丛书以学术为生命，以促进中国经济与中国经济学的双重发展为己任，选题论证采用“双向匿名评审制度”与专家约稿相结合，以期在经济学界培育出一批具有理性与探索精神的中国学术先锋。中国是研究经济学的最好土壤，在这块土地上只要勤于耕耘，善于耕耘，就一定能结出丰硕的果实。



序

负利率是当今全球金融体系中备受关注的经济现象。自 2009 年 8 月，瑞典央行在全世界首次对银行存款实施“负名义利率”，将存款利率调整至 -0.25% 后，日本央行、丹麦央行、欧洲央行纷纷实施负利率。负利率的全球化时代似乎已经到来，利率政策进入了一片未知领域。

就中国而言，近年我国更加频繁地通过利率政策对经济进行调控，21 世纪后的 15 年间^①，负利率时间段占到近 40%。因此，无论从发达国家还是发展中国家看，负利率这一特殊的利率形式都已经成为新常态，对负利率的研究无疑具有很强的理论价值和现实意义。正值我国《存款保险条例》正式出台实施之际，利率市场化又迈

① 数据统计的时间段为 2000 年 1 月至 2015 年 1 月。

出了承前启后的重要一步，本书的出版恰逢其时。

利率作为资金的价格，在整个经济体系中具有关键地位。研究负利率对中国经济的影响，不可能面面俱到，应选取经济发展中最关键、最重要的问题。本书综合考虑了负利率对经济结构问题、发展质量问题、增长方式问题、经济平衡问题等的影响，选取储蓄、投资、国际收支和货币稳定作为研究对象，较为全面地反映了负利率对实体经济、虚拟经济，乃至整个经济社会的影响。

本书整体逻辑清楚，遵循利率管制—负利率—中国经济—利率市场化这条主线，前后衔接水到渠成。具体到每一章来说，有理论、有实证、有对实证结果的分析，特别是每章都结合中国实际探讨了金融现象背后的制度因素。本书抓住了中国经济改革与发展过程中长期存在的“真问题”，也努力寻找出具有“中国特色”和“中国禀赋”的“真答案”。总体而言，本书的创新性和学术价值主要体现在：第一，在国内最早系统地讨论负利率与中国经济发展的关系^①，理论上有所突破，甚至可以说填补了国内研究的空白；第二，结合我国实际，详细讨论了负利率正负效应的“中国经验”；第三，提出了利率市场化的逻辑起点，对既有的利率市场化研究是一个重要的拓展。

此外，本书的结论也值得关注，负利率效应下的中国经济体现出“半市场化”的特征。负利率效应下居民储蓄反常增长，说明市场机制没有发挥相应的作用；企业投资规模大幅增加，说明市场机制作用明显。这就说明我国转轨经济具有“自然人非理性”和“企业理性”的双重特征，从另一角度证明了我国当前市场机制不完善，也再次从学理上印证了利率市场化的必要性。

^① 笔者查询了中国知网、万方数据库、人大文库等，发现至今没有一篇博士论文以负利率为题目，没有一本书专门研究负利率；同时查询了国家社会科学基金项目、教育部人文社会科学研究项目、人大横向课题项目，发现至今也没有一项课题以负利率为主题。



目前，我国正在大力推进利率市场化改革。虽然刚刚颁布的存款保险制度为利率市场化改革清除了最后的制度障碍，但要实现利率市场化和真正的价格型调控，还有一段漫长的路要走，需要进一步深入研究。

一是后危机时代宏观调控的机制变异和理论创新。危机后经济形势日益复杂，传统的宏观调控方式在实际操作中已显现出局限性。对于我国而言，如何重新思考经济新常态下宏观调控的新理论、新机制，如何构建货币政策、监管政策和信贷政策“三位一体”的整体框架，如何有效结合价格型调控的利率政策与数量型调控的货币政策，成为当前推进改革的重要切入点。

二是“互联网+金融”的新机遇和新挑战。“互联网+金融”的迅猛发展，体现了新常态下金融体系发展的新形态、新业态和新演进；“互联网+金融”带来了更加丰富的金融工具，产生了更加复杂的传导链条，导致金融监管难度更大。因此，利率传导机制将面临新挑战和新问题，利率调控机制亟待进一步完善。

三是利率调控框架的建立和完善任重道远。伴随利率市场化进程的加快，市场利率波动也会更加频繁、剧烈，虽然近年来央行创设的常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）等政策工具发挥了积极效应，但如何引入更多的政策工具、强化对市场短期利率和中期利率的引导、完善自身的利率调控框架还需要深入研究和长期探索。

我希望并相信作者会继续努力，百尺竿头，更进一步，在宏观经济与货币政策的理论研究与实践应用方面，做出更大的成绩。

是为序。

刘元春

2015年5月



摘 要

在开放条件下，利率作为资金价格和借贷成本，影响储蓄、投资、国际收支和货币的稳定，因此，利率对经济的健康发展至关重要。负利率是实际利率为负的一种特殊经济形态，它扭曲了资金价格，促使投资过快增长，不利于社会资源的有效配置。同时，负利率还常常和通货膨胀、资产价格泡沫紧紧相伴。随着经济一体化、金融全球化进程的加快，负利率这种扭曲的经济形态呈现出全球化、长期化、常态化的特征。这已经严重影响了我国经济的可持续发展，研究其解决思路及政策路径具有很强的现实意义。

基于上述背景，本书的基本目标是通过系统的理论和实证分析，研究负利率及相关货币政策的作用机理，全面探讨负利率对中国经济发展的影响和作用，为利率市场化提供理论基础。围绕

这一主题，本研究着重回答了以下几个问题：一是究竟什么样的动机促使央行实施利率管制，进而外生出负利率这一经济形态，或者说负利率体现了什么样的政策工具理性；二是负利率将对中国经济发展内生出什么样的影响（本书选择中国经济发展中的四个主要因素作为研究对象，即储蓄、投资、国际收支和货币稳定）；三是如何判断负利率对中国经济发展的影响，是利大于弊还是弊大于利，其研究结果是否支持利率市场化改革；四是如果结论支持利率市场化改革，那么应该如何对货币政策进行调整，以更好地推进利率市场化改革。按照上述研究逻辑，本书的具体章节安排如下：

导论部分介绍了负利率的背景，并对本书的思路和结构、研究方法和数据来源等进行了介绍。

第1章对负利率、经济发展相关理论进行了综述，对国内外负利率问题研究的演进和新进展进行了分析，介绍了本书中待破解的难题和创新之处，并介绍了本书整体的分析框架和研究逻辑。

第2章主要研究了负利率与中国经济增长的关系，认为负利率将损害经济增长。关于负利率对经济增长的作用，理论界存在两种截然不同的观点，一种观点认为负利率可促进经济增长，另一种观点认为负利率会阻碍经济增长。本书详细分析了负利率的正效应和负效应，并提出是否促进经济增长取决于两种效应相互抵消后的综合结果。笔者通过实证研究发现，在我国特殊的经济背景下，负利率的影响效果和作用方向与一般利息理论和国际表现并不一致。负利率对经济增长既有正向作用，也有负向作用，而且在不同历史时期、不同经济条件下其作用也各不相同，还需具体情况具体分析。从新中国（1953—2012年）的经济发展数据来看，整体而言负利率对经济增长有害。

第3章主要研究了负利率与储蓄的关系，认为储蓄具有利率



刚性。本章考察了负利率作用下居民储蓄具有超常增长的典型特征，并通过实证分析发现负利率对居民储蓄的影响并不显著，国民收入才是影响居民储蓄的主要因素。对于储蓄具有利率刚性这一问题的分析，从理论解释看，本书将传导渠道归纳为财富效应，认为利率变化可以改变的是个人财富的价值和财富的收益，从而将储蓄的变化方向简化为财富价值与财富收益两个相反变化相比较的结果；从制度因素看，本书探讨了具有中国特色的转轨经济体制因素，包括经济制度改革和变迁、经济结构和金融结构的不合理、社会保障制度不完善以及不确定性预期等。

第4章主要研究负利率与投资的关系，认为负利率将扩大投资规模，降低投资效益。麦金龙—肖模型、卡普—马西森模型和莫尔霍模型都认为在发展中国家提高实际利率可以扩大投资规模。笔者通过实证分析发现，负利率对于我国的投资规模和投资效益均有显著作用，促进了投资规模的扩大，同时降低了投资效益。本书指出，负利率否定了利率对投资项目的筛选功能，要有效地发挥利率对投资效率的促进作用，仅仅放松利率管制、解除负利率还不够，还必须以整个经济金融体系的市场化和规范化为基础。因此，加快利率市场化进程是唯一合理的选择，只有以市场化体制取代传统的计划体制，让市场利率机制在投资规模决策和投资资源配置过程中发挥主导作用，才能破除在投资规模和效益上的两难处境。

第5章主要研究了负利率与国际收支的关系，认为负利率将减少经常账户顺差，扩大资本和金融账户的顺差，从而导致国际收支进一步失衡。从传导机制看，负利率通过汇率渠道和价格渠道对经常账户产生影响，通过短期资金渠道和长期资金渠道对资本和金融账户产生影响。本书认为，由于利率平价不成立，负利率通过汇率渠道对国际收支的影响十分有限；通过价格渠道对国际收支的影响明显，具体来说，负利率将提升我国出口产品价

格，削弱我国出口产品的国际市场竞争力，导致经常账户顺差减少；但负利率对短期资金和长期资金的影响是综合因素作用的结果，具有不确定性，需要结合实际情况具体分析。本书通过向量自回归模型、脉冲响应函数、格兰杰因果检验、多元线性回归等实证分析发现，提高实际利率对经常账户的影响为正，对资本金融账户的影响为负，即负利率将阻碍进出口贸易，加剧国际资本流动，从而进一步加剧国际收支的不平衡。

第6章主要研究了负利率与货币稳定的关系。本书认为，货币稳定应包括物价稳定、汇率稳定和资产价格稳定。通过实证研究，本书发现实际利率与CPI呈现明显的负相关关系，负利率会导致通货膨胀加剧。负利率对汇率的影响，主要包括经常项目、资本项目和资产转换三种渠道。在2005年以前，由于实行单一钉住美元汇率，实际利率对汇率的影响很小；在汇率改革以后，汇率更加市场化，汇率与实际利率的相关关系逐渐增强，但二者的影响都较为滞后。至于负利率对资产价格的影响，笔者主要研究了其与股价、房价的相关性。实证分析表明，负利率导致股票价格指数下降，该结论与通常“利率上升，股价下跌”的结论相反，这是由我国的特殊国情所决定的；负利率降低了开发商的资金成本和购房者的还贷成本，促进了房地产市场的供给和需求，促进了房地产价格上涨。

第7章对全书的结论进行了总结，提出了半市场化经济的结论，为利率市场化提供了理论支持。政策建议落脚点在利率市场化，认为利率市场化是当前解决负利率及其带来的经济问题的最佳途径。此外，本章还对利率市场化的宏观审慎监管、战略步骤、配套改革措施等提出了政策建议。

关键词：负利率 经济发展 利率市场化



Abstract

As the price of currency and borrowing costs, the interest rates affect savings, investment, balance of payments and the stability of the currency in open economy. Therefore, it is essential to the healthy development of the economy. Negative interest rates indicate that real interest is negative, which is not conducive to effective allocation of social resources by distorting the price of money and promoting investment growing too fast with asset price bubbles and inflation. With the acceleration of economic integration and the process of financial globalization, negative interest rates which distort economic patterns tend to be global, long-term and normal. This has severely affected the sustainable development of China's economy. As a result, its solutions and

policy path have a high level of practical significance.

Based on this background, the basic objective of the thesis is studying on the mechanism of negative interest rates and monetary policy to examine the impact of negative interest rates on China's economic development and also aiming to provide the theoretical basis of interest rate marketization through a system of theoretical and empirical analysis. Around this theme, this research focused on the following problems: Firstly, what is the motivation of Central Bank to control interest rate, and what kind of rational policy tool do negative interest rates reflect; Secondly, what effect will negative interest rates put on economic development of China (according to this question, the article select four main factors in economic development of China, which are savings, investment, international payments and currency stability); Thirdly, how to judge the effect of negative interest rates on economic development of China, is advantages over disadvantages or the other way round, and whether its findings will support the reform of interest rate marketization; Fourthly, how to adjust monetary policy and promote the reform of interest rate marketization if the conclusion supports interest rate marketization. The specific sections are as follows:

The background section describes the introduction of negative interest rates, the ideas, structure, researching methods and data sources of the paper.

Chapter I describes the relevant theory on negative interest rates and economic development, analysis evolution and new development of research on negative interest rates at home and abroad, and introduces what challenge should the paper solve and