

厦门大学宏观经济研究丛书

XIAMEN DAXUE HONGGUAN JINGJI YANJIU CONGSHU

币缘视角下银行体系的低利率现象

——基于美、日等国历史经验的实证研究

The Low Interest Rate of the Banking System
from the Perspective of Currency Margin

— 李 杰 尤建强 / 著

全球低利率环境：形成和冲击

低利率环境深层次的讨论：币缘政治

低利率对各主要央行的影响

低利率环境下银行资产负债表的生成和变化：美国现象

低利率环境下银行资产负债表的生成和变化：日本经验

低利率环境下银行资产负债表的生成和变化：欧元区

低利率环境下银行资产负债表的生成和变化：英镑区

中国财经出版传媒集团

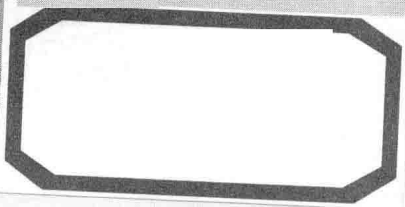


经济科学出版社
Economic Science Press

教育部人文社会科学重点研究基地基金资助项目

厦门大学宏观经济研究丛书

XIAMEN DAXUE HONGGUAN JINGJI YANJIU CONGSHU



币缘视角下银行 体系的低利率现象

——基于美、日等国历史经验的实证研究

The Low Interest Rate of the Banking System
from the Perspective of Currency Margin

— 李 杰 尤建强 / 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

币缘视角下银行体系的低利率现象：基于美、日等国历史经验的实证研究 / 李杰 尤建强著. —北京：经济科学出版社，2018.7

(厦门大学宏观经济研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9557 - 6

I. ①币… II. ①李…②尤… III. ①利率 - 研究 - 世界 IV. ①F831.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 163640 号

责任编辑：齐伟娜 杨 梅

责任校对：靳玉环

责任印制：李 鹏

币缘视角下银行体系的低利率现象

——基于美、日等国历史经验的实证研究

李 杰 尤建强 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs.tmall.com

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 13.25 印张 250000 字

2018 年 9 月第 1 版 2018 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 9557 - 6 定价：42.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究 举报电话：010 - 88191586)

电子邮箱：dbts@esp.com.cn)

开篇心语

——写在“厦门大学宏观经济研究丛书”出版之际

• 李文溥 •

“厦门大学宏观经济研究丛书”是体现教育部人文社会科学重点研究基地——厦门大学宏观经济研究中心研究成果的系列丛书。因此，说丛书，还要先谈厦门大学宏观经济研究中心。

众所周知，长期以来——而且至今仍然——我国宏观经济理论与政策的研究中心在北京，其中道理不言自明。可是，教育部却将其唯一一个命名为宏观经济研究的重点基地布点于地处天涯海角，置身政治经济旋涡之外的厦门大学^①，似乎有一点不合情理。

当然，这首先是申请者的意愿：厦门大学经济学院五系一所：经济系、财政系、金融系、统计系、国际经济与贸易系、经济研究所，内含四个国家级重点学科：财政学、统计学、金融学和政治经济学。这些系所及其重点学科，研究的重点领域是政府经济管理实践及相关的经济学理论。在此基础上，申请建立一个研究政府宏观经济管理实践与理论的研究中心，就其本身而言，是一个合理的选择。尽管正如识者所言：政府的宏观经济管理与规范意义上的宏观经济学还有些差别，但是，在既有基础之上，通过组建这个中心，集中一支队伍，研究宏观经济理论及其在中国的政策实践，带动一个有85年悠久历史的学院向适应中国特色社会主义市场经济需要的现代经济学教育和研究体系的转轨，却是申请者的决心和期望。因此，尽管知道还有差距，需要付出的努力多多，仍然义无反顾地做出了这一选择。

现在需要谈另一个方面。对于教育部而言，将宏观经济研究中心设立在哪个大学，显然有着诸多选择的可能，然而，最终选择了看似未必具有地利人和的厦门大学。此刻，愚钝的我只能找出两点理由：

1. 申请者的虔诚之心感动了上帝。自古就有民心即天心之说，作为自始参

^① 根据教育部人文社会科学重点研究基地的设立规则，尽管在全国各大学设立了百余家文科重点研究基地，但是任何一个重点研究基地的名称都是唯一的。

与这个中心的组建和教育部人文社科重点研究基地申报工作的我认为：厦门大学宏观经济研究中心的申报过程及结果可以作为此说的例证之一。

2. 审时度势，反弹琵琶。显然，在北京等政治经济中心设立宏观经济研究中心，可谓顺风顺水，研究者得以享受诸多便利，研究中心成功的概率自然也大，但是，在中国目前的政府主导型市场经济体制下，身处政治经济中心的研究机构不免受磁场中心的引力影响，也是不争的事实。在这种情况下，外地的研究机构或许因此在人所习见的劣势中显出了一点另类优势。网络时代，各种研究所需要的资讯在通都大邑和偏远小城大体都能同样获得，信息差距不断缩小，因此，尽管劣势还存在，要弥补，还要付出艰苦的努力，但是，在非政治经济中心，研究宏观经济理论与实践的条件，还是基本具备了。而且，远离磁力场，从学术逻辑角度阐发其观点的欲望可能更强，有可能因此形成不同的见解。这对于中国的宏观经济理论发展，以及政策实践而言，未始不是一件好事——这大概是教育部下此决心的依据之一吧。

说了这么多，还都是假说和愿望，到底实绩如何呢？一句老话：实践检验。我们的计划是：这套丛书分文集、专著、研究报告三类出版，以期能够比较全面地反映研究中心的学术活动及其成果。其中，文集与学术活动相联系，主要反映研究中心近期在宏观经济理论与应用方面的探索；专著是研究中心课题研究成果的系统体现；研究报告是在研究中心为社会经济重要决策提供咨询研究的成果中，选择部分兼具出版价值的刊行。我们的设想，得到经济科学出版社的大力支持，慨然提供了舞台，使构想转化为现实，在此先行谢过。

但是，我们最关注的还是真正的上帝——读者。众位读者既是看官又是判官。我们希望你们能关心这套丛书，并给予严格的指正。希望在你们的关心和帮助下，厦门大学宏观经济研究中心能不负期望，为中国的宏观经济理论的形成与发展，为改善中国特色社会主义市场经济下的宏观经济政策调控略尽绵薄之力。

市场经济是买方市场，酒香不怕巷子深是过去时代的事了。如今的图书市场也是供大于求。开篇伊始，倾吐心语，以期引起注意，虽系未能免俗之举，也是人之常情流露。书有序，大体本意如此。然吾何能，敢为丛书作序！然而，要吸引读者，仅有心愿还是不成的，关键还要做好文章。至于文章是否精彩，就敬请列位指点了。

2006年6月写于厦门大学白城

前言*

自2008年以来,以欧元区、日本、英国、美国为代表的发达国家金融市场纷纷进入低利率时代。在欧元区、瑞士等国家或地区甚至进入负利率。经济学中,实际利率为负尚可以用货币幻觉解释,但名义利率为负在经济史上前所未闻。

尽管美国自2015年底启动加息进程,全球经济原则上已进入加息周期。但可以预期,此次利率周期的顶点将低于上次利率周期的顶点。是什么导致低利率的?1982年以前,通货膨胀是经济学家的噩梦,连美国都不能不顾忌通货膨胀。进入2000年以来,发达国家的通货膨胀竟然消失了?日本为通货膨胀率达到2%的目标而多年内持续加大货币投放量而不可得。但是,俄罗斯、巴西等发展中国家的通货膨胀依然是政府面临的大难题。这在过去是不可想象的。因为传统的经济学告诉我们,当经济增长停滞,货币增发量与通货膨胀同比例变化。那么中国会不会也陷入低利率陷阱?中国会不会也有一天无论如何增发货币也无法刺激通货膨胀?

此外,美国特朗普总统为什么废除巴黎协定?2003年,美国入侵伊拉克。许多评论家认为,美国入侵伊拉克是为了控制伊拉克的石油。结果是中国而不是美国收购了许多伊拉克的油田,让不少人大跌眼镜。美国入侵伊拉克的真正目的是什么?

如果将视野放长远些,苏联冷战为什么失败?布雷顿森林体系解体的真正原因是什么?美国目前为什么陷入危机?特朗普总统政策最本质的地方是什么?

以上问题看似之间完全没有联系,且用传统经济学、传统地缘政治理论根本无法回答。

* 本书获教育部哲学社会科学重大课题攻关项目:“地方债发行机制与监管研究”(项目批准号:14JZD011)资助。

运用王湘穗、乔良等近年提出的币缘理论能够从新的视角回答上述问题。在 1971 年以前，地缘政治是政治家制定各项政策的主要理论依据，在 1971 年以后，币缘政治是政治家制定各项政策的主要理论依据。

布雷顿森林体系运行期间，虽然西欧各国家经济从战后恢复过来，但与苏东国家相比，并没有取得压倒性优势。苏联解体后，主权信用货币摆脱了黄金枷锁，世界经济格局巨变，导致政治格局也发生重大改变。建立牙买加体系后，美国通过大规模向发展中国家投资，带动资本主义世界国际贸易规模上升，各国根据比较优势、自然禀赋进行分工，经济效率大为提高，造就了西方的经济繁荣、政治稳定、社会安定，造就了四小龙的经济崛起。相反，苏东各国家依靠出口石油、黄金、稀有金属换汇，但换来的外汇却是美国可以随意印刷的美元。至少在国际金融领域，苏东国家完败。牙买加体系的成功运行是苏联解体的金融因素。

美国入侵伊拉克，主要是为了保证伊拉克石油用美元计价、交易。中国收购部分伊拉克油田是高风险的投资项目。厂家没有商家赚得多，商家没有银行赚得多。美国控制伊拉克油田，是为了掌握石油定价权，通过控制衍生品交易才是有赚无赔的大生意。

特朗普废除巴黎协定，是因为欧元区国家廉价收购了许多发展中国家的碳排放权，而巴黎协定的实施将会大幅度提高碳排放权的价格。特朗普施政目标之一是“再工业化”，巴黎协定无异于为他人作嫁衣。

币缘理论能够全部解释或者部分解释当年国际社会许多重大经济问题、政治问题，甚至是许多社会问题。

本书就是币缘理论在经济领域内的运用。从全球低利率现象出发，发现低利率的主要原因是美国摆脱黄金枷锁后，在主权信用货币下，财政赤字通过美联储发行基础货币弥补，货币供给的无限性为低利率提供了可能。美联储相当于世界央行，其他发达国家政府财政赤字同样通过发行基础弥补。如果再加上发达国家老龄化，货币需求下降，则低利率现象就将发生。此外随着金融深化，各种金融衍生品的泛滥，金融资产/GDP 值日益提高，各类金融资产必然要求一定的收益率，租金、利息、股息等资产性收益占 GDP 的比例更高。但每年创造的 GDP 有限，客观导致各种风险资产收益率有所降低。无风险资产收益率（即类似国债、央行再贴现利率、银行存款利率）必须大幅度降低，否则如果风险贴水过低，投资者将不再持有风险资产，这也导致低利率。

在美元本位下，美联储相当于世界央行。欧元区、日本、英国和中国央行的独立性各异。官方储备及构成、央行资产基础是衡量各国货币区强弱的尺度。欧元区独立性最强，日元区依附于美元区，英镑区是美元区的合作伙伴，人民币刚刚起步。本书进一步研究了人民币国际化。还研究了在低利率下，美国、日本、

欧元区、英国各国系统性重要银行资产负责及损益情况变化。

在以上研究的基础上，本书进一步探讨了中国陷入低利率陷阱的可能性。自1989年2月市场体制改革以来，中国经历了3次完整的利率周期，正在进行第4次周期。整体上，1年期整存整取利率、1年期贷款基准利率等无风险利率呈螺旋向下的特点。随着大规模基础建设高潮期即将结束、金融深化进程、地方政府、企业、个人财务负债率高企，以及生育率显著下降，中国进入低利率的条件已经具备。此外，随着刚兑在近期被打破以及地方政府债置换，中国迟早进入低利率时代。同时，以、美、欧、日、英系统性重要银行为案例，说明低利率环境对合资商业银行的启示。

Contents

第一章 全球低利率环境：形成和冲击 / 1

- 一、当前全球主要国家低利率乃至负利率的原因是什么？ / 2
- 二、低利率政策在宏观层面上的好处和坏处 / 10
- 三、低利率环境下全球银行业资产负债和收入结构的变化 / 12

第二章 低利率环境深层次的讨论：币缘政治 / 16

- 一、币缘政治是当今美国政治的生命线 / 16
- 二、币缘政治主要体现在征收铸币税收入 / 19
- 三、海权与币缘政治的关系 / 35
- 四、币缘政治经济学基础 / 49
- 五、全球低利率的根本原因 / 66

第三章 低利率对各主要央行的影响 / 77

- 一、主要央行官方储备资产的变化 / 77
- 二、五大央行资产负债表变化 / 83
- 三、浅析人民币国际化 / 88
- 四、厘清三个与货币相关的问题 / 96
- 五、对未来国际货币体系的展望 / 101

第四章 低利率环境下银行资产负债表的生成和变化：美国现象 / 105

- 一、美国低利率环境的形成 / 105

- 二、美国利率下行的原因 / 111
- 三、低利率环境对美国商业银行资产负债结构冲击 / 119
- 四、近十年美国系统重要性银行业务发展情况 / 126

第五章 低利率环境下银行资产负债表的生成和变化：日本经验 / 139

- 一、日本 20 世纪 90 年代到 21 世纪初低利率环境形成的原因 / 139
- 二、低利率环境下日本大类资产的变化 / 143
- 三、低利率时期日本银行业资产负债表的变化 / 145
- 四、低利率时期日本主要银行资产、负债和收入的变化情况 / 155

第六章 低利率环境下银行资产负债表的生成和变化：欧元区 / 159

- 一、欧元区是低利率的典型 / 159
- 二、欧元区商业银行情况 / 167

第七章 低利率环境下银行资产负债表的生成和变化：英镑区 / 170

- 一、英国已经陷入低利率 / 170
- 二、英国经常项目长期逆差 / 171
- 三、英国商业银行情况 / 173

第八章 中国经济将进入低利率时代 / 175

- 一、中国低利率环境的形成 / 175
- 二、低利率对中国经济的影响 / 189
- 三、国外低利率环境对中国银行业的启示 / 190

附表一：太平洋战争历次海战 / 195

附表二：全球最重要海峡运河 / 198

参考文献 / 199

后记 / 202

第一章

全球低利率环境：形成和冲击

通常情况下，在市场经济或者类似市场经济的环境下，资源或者资本会向具有较高回报率的行业和投资标的集中，所谓“天下熙熙皆为利来，天下攘攘皆为利往”。如何衡量这些投入的成本、风险和回报，有史以来，借贷的利息成为较好的衡量方式。到了金融市场发达的工业时代，利率成为衡量所有资本品的收入和回报的唯一形式，人们是否投资于一个标的，剔除通货膨胀后的实际利率水平是他们唯一看重的。各个国家的利率水平也许有所不同，这取决于各个国家的长期潜在经济增长的潜力，在短期，利率会受到金融市场和货币政策因素的干扰大幅波动，但长期都会回归到这个国家的自然增长率水平附近。然而实际上，利率的上升和下降无不时刻受到政府这个有形手掌的拨弄，当经济陷入萎靡和通缩，政府倾向于降低利率，奖励放贷，以刺激经济，恢复增长；当经济走向繁荣甚至进入泡沫，政府往往会大幅提升利率，限制投机行为，提升投资和获取资本利得的成本。

所以有必要定义什么是低利率，低利率目前在学术界尚无权威定义。笼统而言，所谓低利率就是10年期国债发行利率、央行发布的存贷款基准利率（名义利率）、央行再贷

款利率等无风险利率长期处于2%以下。如果上述无风险利率长期低于1%以下，可以肯定该国家或地区已经进入低利率时代，而负利率是低利率的一种特殊情况。

低利率的研究是一个比较宏大的课题，低利率的根源是什么？本研究的侧重点是从币缘理论出发，研究低利率的最深层次的因素，然后从美、欧、英、日、央行资产负债结构，再从美、日等发达国家低利率环境的历史经验出发，观测低利率环境对这些国家经济结构带来的冲击，包括大类资产的变化和金融环境的变化，总结主要发达国家在低利率时期金融行业的结构变化，以及银行业整体资产、负债、收入结构的变化和微观银行近十年来资产负债结构的变化，最后提炼低利率环境对商业银行资产负债和收入产生的影响（如图1-1所示）。

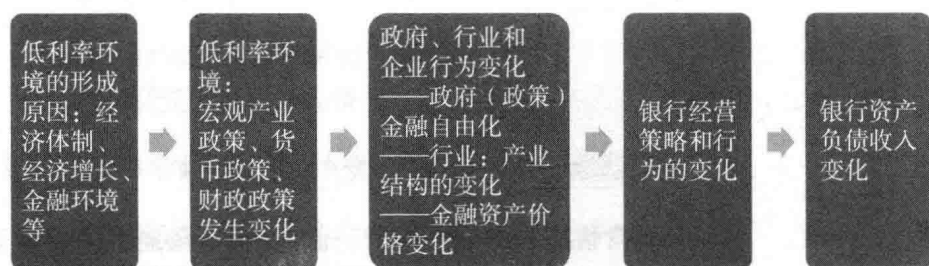


图 1-1 低利率环境对银行经营的传导机制

一、当前全球主要国家低利率乃至负利率的原因是什么？

利率是货币的价格，货币的价格由什么决定，基本上有两个大的观点，即凯恩斯认为利率是由货币的供应和需求决定的，跟实体经济无关；而反方观点如魏克塞尔就认为利率是由资本的边际生产力决定的，会有一个随生产效率相关的自然利率，市场上发生的货币利率会围绕这个自然利率上下波动。因此当央行的基准利率或是实际利率低于这个自然利率，就可以视为经济处于低利率环境。

（一）低利率是纸币本位制下的特有产物

只有在纸币本位制下，货币才能无限供给。政府货币供给过多，即铸币税征收过多是低利率的前提条件。

在金属货币体系下，由于作为货币的金、银、铜稀缺，每年新增的货币量有限。自1760年产业革命以来，在大多数时间，贵金属货币增长速度总是滞后于可交易商品及资本品增长速度，导致通货紧缩。例如，美国在南北战争后至第一

次世界大战期间，由于经济高速发展导致长达几十年的通货紧缩。虽然有些政府通过铸造不足量的金银铜币以增加财政收入，扩大货币供给，但由于手法过于拙劣，居民拒绝使用，导致私人铸币盛行，政府往往无法收到多少铸币税，最终得不偿失。因此，在金属本位币时期，国家财政税收体系不健全，金融体系不完善，货币通常处于稀缺状态，高利率成为常态。

第二次世界大战爆发后，英国遭受严重破坏，无力再支撑英镑本位制。1944年7月，英国被迫按照美国的怀特方案建立了布雷顿森林体制，该体制本质是终结了持续自拿破仑战争结束之后长达一个多世纪黄金英镑本位制，建立了黄金美元本位制，该体系是以外汇自由化、资本自由化和贸易自由化为主要内容的多边经济制度，构成资本主义集团的核心内容。该体系的建立也意味着大英帝国对全球事务主导权的丧失。

布雷顿森林体系有其制度的根本性缺陷，即特里芬悖论，要满足世界经济和全球贸易增长之需，美元的供给必须不断增加，但是美元供给过多不能保证全部兑换黄金，导致美元币值不稳定，与美元国际货币地位不相符，但是美元供给不足则清偿手段不足。此外，第二次世界大战以后，黄金的产量仍然不足。只要是国际货币，特里芬悖论均存在。只是在金本位制下，特里芬悖论问题表现得特别显著。

第二次世界大战后，随着各国经济逐步恢复，各国政府纷纷将美元储备兑换成黄金，美国政府黄金储备不断下降，已无力支撑。根据万得数据显示，美国黄金储备由1948年的21682吨、价值244亿美元下降到1971年的9070吨、价值102亿美元。其中1971年，法国带头挤兑黄金，导致当年流失黄金储备770吨，迫使尼克松总统在当年8月15日宣布停止承担美元兑换黄金的义务。但是，美国黄金储备仍然下降，1973年下降到8584吨。彻底废除布雷顿森林体系后，目前美国黄金储备仍维持在8000吨以上。

有观点认为，长期持续经常项目赤字是导致美国被迫放弃布雷顿森林体系的主要原因，这是错误的观点。1960~1970年，美国连年保持经常项目盈余，11年间经常项目盈余合计高达357亿美元。相比之下，在1盎司35美元的价格下，美国流失的黄金总价值仅142亿美元。美国被迫放弃布雷顿森林体系的主要原因是，布雷顿森林体系限制了美国对外直接投资、海外驻军及转移支付的能力。

美元与黄金脱钩之后，尼克松总统要求中东石油出口国必须用美元清算，贸易盈余用于购买美国国债，实现美元—石油—美债内循环，在此基础上1976年建立了牙买加体系。在牙买加体系下，美元基础已经不是数量有限的黄金，美元之锚也不再是强劲的基础制造业，而是无限的纸币甚至是电子数字，是石油等大宗商品定价权。没有美元的国家实际上排除在国际贸易体系之外。在美元—

石油体系下，整个世界货币分成三部分：一是美国完全自主的货币体系；二是英国、日本、欧元区成立之前的德国、法国以及目前加入 SDR 的中国，货币政策具有较大的自主性，可以影响国际利率走势，有相当大的自主货币发行权；三是广大发展中国家及小型发达国家，其从货币严格意义上讲不再是主权货币。在固定汇率下，小国为了维持汇率，货币发行量与外汇储备必须保持严格的比例关系。如港币，发行量与美元储量保持严格比例，港币不能称为货币，只是美元的兑换券。有黄金制约，布雷顿森林体系不利于美国向全球征收铸币税，而目前的美元—石油本位制下，美联储实质处于全球央行的地位，更有利于美国向全球征收铸币税。

一个证明是，当黄金与美元完全脱钩后，1974 ~ 2016 年，美国经常项目赤字合计 10.68 万亿美元，最近一次经常项目盈余是 1991 年，也仅仅 28.98 亿美元。尽管欧元区成立之后，有欧元的挑战，但美元的地位仍牢不可破。截至 2016 年，欧元区 19 国 GDP 规模 27.82 万亿欧元，而美国同期是 18.62 万亿美元，然而全球各国外汇储备、国际清算交易份额、资产定价，美元仍远超欧元，占主导地位。

（二）负利率是低利率的极端形式

自 2007 年美国爆发次贷危机，2009 年欧洲爆发主权债务危机，2012 年日本首相安倍晋三推出以“超宽松货币政策、扩大财政支出和经济改革”为主轴的安倍经济学，2014 年以俄罗斯、巴西为代表的大宗生产国爆发汇率危机。虽然美国、欧洲、大宗生产国爆发经济危机的原因不尽相同，但由美国、日本、英国、欧元区掀起的货币战已白热化。目前，已有欧元区、日本的央行基准利率和 10 年期国债收益率均进入负利率，瑞士的存款利率及 10 年期国债收益率进入负利率，瑞典的央行基准利率进入负利率，丹麦、挪威、荷兰、比利时、奥地利等西欧发达国家利率水平已经基本接近于零，波兰、捷克、匈牙利等东欧国家也进入了低利率时代（如表 1-1 所示）。

自金融危机后，美国、日本、欧盟等央行轮番实行量化宽松，但只是造成资产价格大幅上涨，资金主要集中在银行系统空转，没有流入实体经济，通胀率仍然过低甚至通缩。实施名义负利率有利于降低实际利率，既可以压低汇率促进出口，同时也可提高通胀率促进投资和消费。但是，负利率直接损害的是银行利润，如果银行利润受到侵蚀甚至亏损，银行资本实力削弱，则银行可能将成本转嫁给客户。目前，欧盟、日本等国主要问题不是银行惜贷，而是客户没有贷款需求。负利率的实效性有待观察。

表 1-1 实行负利率的几个国家

国家	项目	初次进入 负利率时间	利率 (%)	项目	初次进入 负利率时间	利率 (%)
欧元区	央行基 准利率	2016 年 03	0	10 年期公 债收益率	2016 年 06	-0.0245
日本	央行基 准利率	2016 年 02	-0.1	10 年期国 债收益率	2016 年 03	-0.0565
瑞士	存款 利率	2015 年	-0.18	10 年期国 债收益率	2015 年 12	-0.04
瑞典	央行基 准利率	2015 年 02	-0.1			

注：(1) 2016 年 7 月后，日本 10 年期国债收益率为 -0.2525%。(2) 欧元区公债收益率时正时负，11 月 11 日为 0.3261%。

资料来源：各国央行网站。

(三) 各国中央政府为弥补财政赤字或刺激经济造成流动性泛滥

第一，美国长期持续经常项目赤字造成美元流动性泛滥的主要原因。美国政府因控制石油定价权导致的战争、高福利支出、减税导致常年财政赤字，进一步导致经常项目赤字。其他国家经常项目不可能长期赤字，除非能够长期从国际金融市场融资。美国经常项目赤字可以发行国债，国际投资者也乐意持有美国国债。在美元本位制下，由于美国常年经常项目赤字造成美元泛滥，许多贸易顺差国家货币也增发过多。例如，加入 WTO 后，2001~2014 年，中国贸易顺差强制结汇是人民币被动增发的主要原因。

第二，有一定货币主权的国家也有超发货币的冲动，如欧元区、日本、英国。次贷危机后，欧元区、日本、英国均采取了量化宽松政策。中国在 2008 年经济危机后，也出台了 4 万亿元财政刺激政策。

第三，没有节制的货币超发导致中央政府、地方政府、企业、银行、个人五类负债主体债台高筑，已经难以负荷。其中，每个国家具体情况有所不同。美国主要体现在中央政府、地方政府、个人债务负担较重。美国企业是私企，预算硬约束，现金流不足企业通常倒闭，财务负担有限。美国国债相当一部分依靠外国人购买，外债负担较重。中国是地方政府、国企债务负担过重，但中央政府、个人财务负担相对较轻，外债负担也较轻。日本是中央政府负担过重，但由于日本民间储蓄率高，国债主要是本国居民承担，居民个人负担轻，同时国家持有巨额

外国资产。欧元区是内部分化巨大，银行系统资产质量、盈利能力差。从西方国家财政收入与债务负担来看，中央政府、地方政府仅能够付息，还本已力所不及，因此国债利率持续走低是大概率事件。

第四，中央政府是一切债务主体的最终承担者。在一定条件下，个人债务、企业债务可以转嫁给银行等金融机构，银行等金融机构能够转嫁给中央政府，地方政府债务在一定程度上也可以转嫁给中央政府。例如，2007年美国雷曼危机引发的金融风暴，由次级按揭贷款人违约造成包括雷曼、花旗、AIG在内的众多金融机构的流动性危机，然后美国政府对上述金融纾困，并通过美联储四次量化宽松，提高金融机构盈利能力。这实质意味着美国联邦政府接盘了金融企业的巨额亏损。同样，中国地方政府平台在债台高筑的前提下，中央政府通过允许扩大地方政府债的发行，以及通过发放低利率的国开债，置换高利率的银行贷款，在某种程度上也兜底了地方政府债务。根据辜朝明《大衰退》（2009），日本在20世纪90年代房地产泡沫后，众多企业蒙受了巨额亏损，其企业行为由“利润最大化”变成了“债务最小化”，盈利用于偿还债务，造成投资需求不足。为了提振有效需求，日本中央政府长期通过赤字财政扩大有效需求，提高企业的盈利能力，导致中央债务总额不断膨胀，本质上也承接了企业债务。

此外，在复杂的经济关系中，众多的其他因素也对利率的变化产生影响，单一的利率决定理论很难解释当前全球低利率环境的现实，总的说来决定和影响其变化的因素主要是平均利润率、资金供求状态、国家经济政策、物价水平和国际利率水平。

1. 全球经济失衡，传统经济增长模式的停滞

一方面，20世纪70年代以来，美国作为全球经济的发动机，特别是在布雷顿森林体系瓦解后，经济增长的速度开始进入下降通道，各项资本投入的回报率也随之下降；另一方面，美国印钞速度提升，各国利用自身外汇储备购买了大量美国国债，提供给美国远超于其实体经济需求的资金供给，过剩的美元供给创造了大量的金融创新和衍生产品，推动了美元利率的持续走低，见图1-2。

2. 主要发达国家进入利率下行周期

20世纪80年代以来，主要发达国家利率开始下行，特别是2008年国际金融危机发生后，主要发达国家相机抉择，推行了量化宽松的货币政策，同时纷纷下调本国的基准利率。

进入20世纪90年代以后，包括日本在内的主要发达国家利率中枢持续下移，10年国债等长期利率持续走低，部分发展中国家利率也开始下行。

