

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：郝毅 中国银行研究院
电话：010 - 6659 5319

签发人：陈卫东
审稿：钟红
联系人：梁婧 叶银丹
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

发达经济体面临“三低”困境的原因、风险和未来挑战——基于欧美的经验证据*

2008 年全球金融危机深刻地改变了世界经济格局。发达经济体增长持续低迷，在各国经历量化宽松政策后，出现了“低增长、低利率、低通胀”的“三低”现象。虽然新兴市场国家经济发展异军突起，对世界经济的贡献超过了发达经济体，但发达经济体对全球经济的带动作用不容忽视。因此，有必要从历史因素、环境因素和政策因素等方面，寻找造成“三低”现象的原因，识别“三低”现象的潜在风险，分析未来挑战。

发达经济体面临“三低”困境的原因、风险和未来挑战

——基于欧美的经验证据

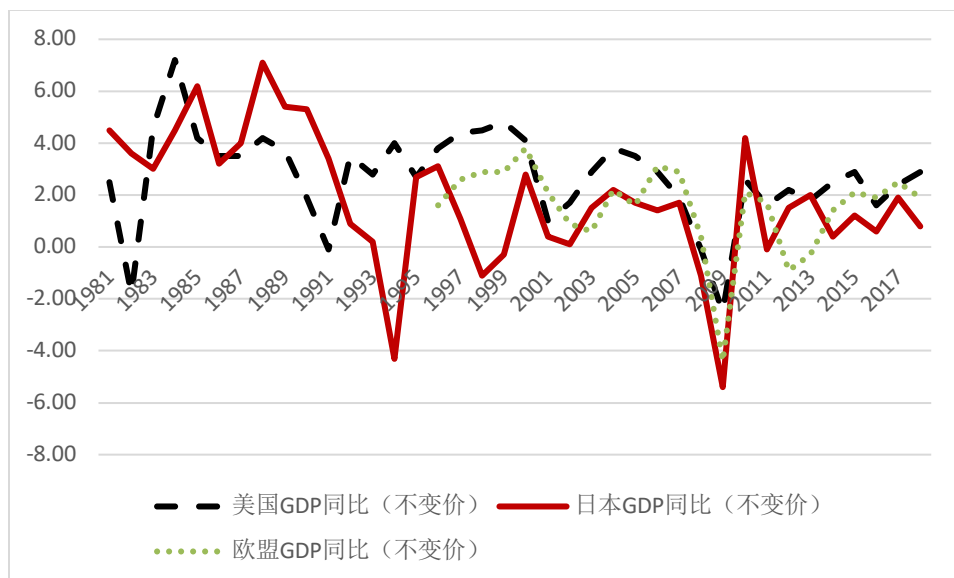
2008 年全球金融危机深刻地改变了世界经济格局。发达经济体增长持续低迷，在经历各国量化宽松政策后，出现了“低增长、低利率、低通胀”的“三低”现象。虽然新兴市场国家经济发展异军突起，对世界经济的贡献超过了发达经济体，但发达经济体对全球经济的带动作用不容忽视。因此，有必要从历史因素、环境因素和政策因素等方面，寻找造成“三低”现象的原因，识别“三低”现象的潜在风险，分析未来挑战。

一、危机十年来，欧美经济出现了持续的“低增长、低通胀、低利率”现象

（一）欧美经济低增长趋势仍然在继续

2008 年全球金融危机后，欧美日等发达经济体复苏缓慢（见图 1）。危机后十年（2008—2018 年），美欧日的平均 GDP 增速分别为 1.68%、0.7%和 0.5%，低于危机前十年（1997—2007 年）的平均值 3.28%、2.27%和 1.22%。历史上，美国都是率先走出经济衰退的国家，且大部分时间都保持 3%以上的快速增长，经济韧性十足。但自特朗普上台以来，其政府一系列措施破坏国际贸易规则，给未来美国经济增长造成负面影响。欧盟经济受危机影响较大，内部成员国之间发展程度的不一致，以及英国“脱欧”等事件都让欧盟经济发展存在较大不确定性。日本自 20 世纪 90 年代后，一直处于低增长状态，缺少持续、稳定的经济增长因子。发达经济体增长缓慢导致其消费下降，在很大程度上降低了世界经济增长的动能。

图 1：发达经济体经济增长情况（单位：%）



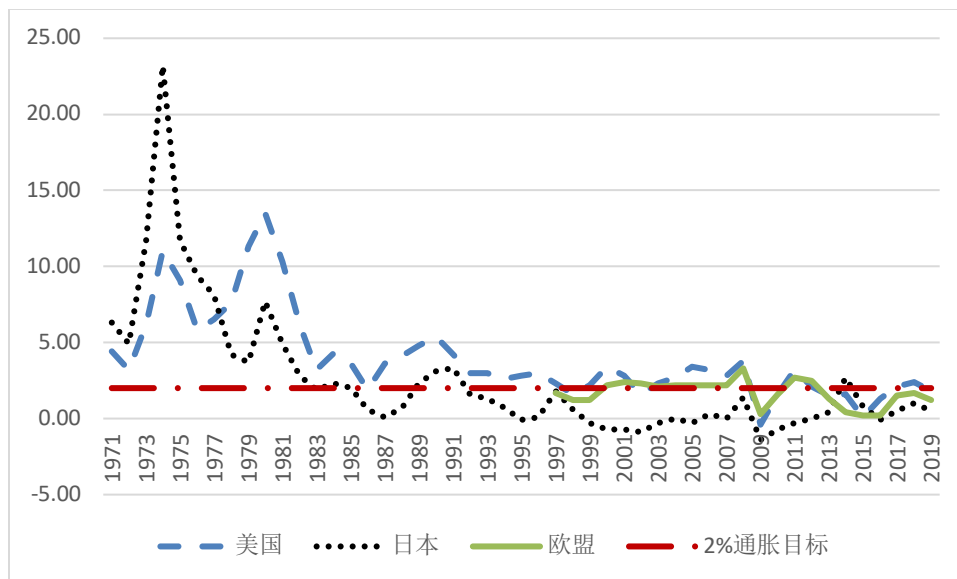
资料来源：Wind 数据库

（二）低通胀成为困扰货币政策的重要因素

在国家层面，适度通胀带来更高的收益和更低的负债成本。这是因为：一方面，适度通胀可以使企业扩大生产规模，带动投资上升；另一方面，适度通胀带动更多就业，并使劳动工资上涨。员工有更多工资用以消费，促进消费上升。投资和消费的上升将推动经济增长。

自 2014 年年底美联储宣布结束 QE3 开始，各发达经济体纷纷结束量化宽松政策。这进一步降低了发达经济体的通胀水平（见图 2）。2015 年以来，美欧的通胀平均水平分别为 1.54% 和 0.96%，低于 2008 年全球金融危机以来的 1.76% 和 1.41%。日本则延续 20 世纪 90 年代以来的低通胀现状，2008 年全球金融危机后一直维持在 0.5% 的超低通胀水平。

图 2：发达经济体通货膨胀情况（单位：%）



资料来源：Wind 数据库

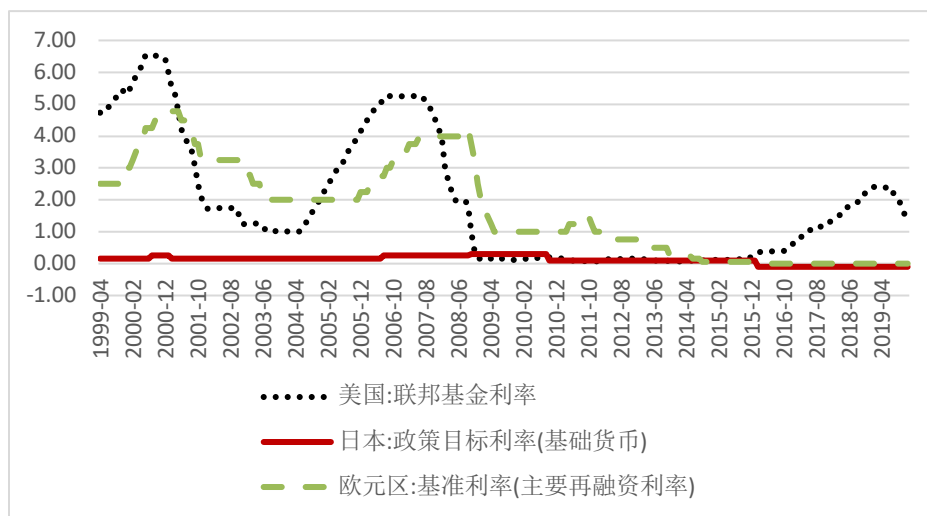
各国的实践表明，货币政策在应对高通胀时表现较好，但想要摆脱通缩或低通胀的情况，货币政策的效果十分有限。日本自 20 世纪 90 年代开始，一直没有解决低通胀的问题。2008 年全球金融危机后，各国纷纷采取量化宽松政策，但欧美日等发达经济体的通胀水平长时间处于各国央行公认的 2% 通货膨胀目标制以下。一方面，低通胀加剧经济增长的脆弱性。低通胀下，社会劳动工资水平降低，抑制了消费需求，引致了企业利润的下滑。另一方面，低通胀限制了货币政策促进经济增长的效力。在低通胀下，部分国家或地区央行需要采取持续非常规货币政策刺激经济，但政策效果会受到“零约束”限制。发达经济体低通胀持续时间过长将会抑制货币政策正常化进程。非常规货币政策释放出的巨量流动性，可能会演变为世界经济的潜在风险。

（三）发达经济体将可能长期维持低利率状态

总体来看，21 世纪以来，各主要发达国家的利率呈下降趋势（见图 3）。欧盟和日本长期在负利率区间徘徊；而美国虽然率先进入加息周期，但 2019 年 10 月后又开始不断降息。以长周期视角审视不难发现：一方面，各央行开始降息周期的起始利率越来越低。以美联储为例，2000 年开启降息周期的起始利率为 6.5%，2007 年降息周

期的起始利率为 5.25%，而近期美联储是在 2.5% 的利率水平开始降息。欧央行也面临类似的情况。这表明，发达经济体的货币政策空间不断缩小。另一方面，低利率持续的时间越来越久。日本自 20 世纪 90 年代以来，一直维持超低利率；欧盟自应对危机采取量化宽松政策后，基准利率一路走低，甚至进入到负利率区间；美国基准利率也在 1% 以下维持了 8 年多的时间。

图 3：欧美日基准利率变动情况（单位：%）



资料来源：Wind 数据库

二、“三低”之间存在着因果和互相强化的关系

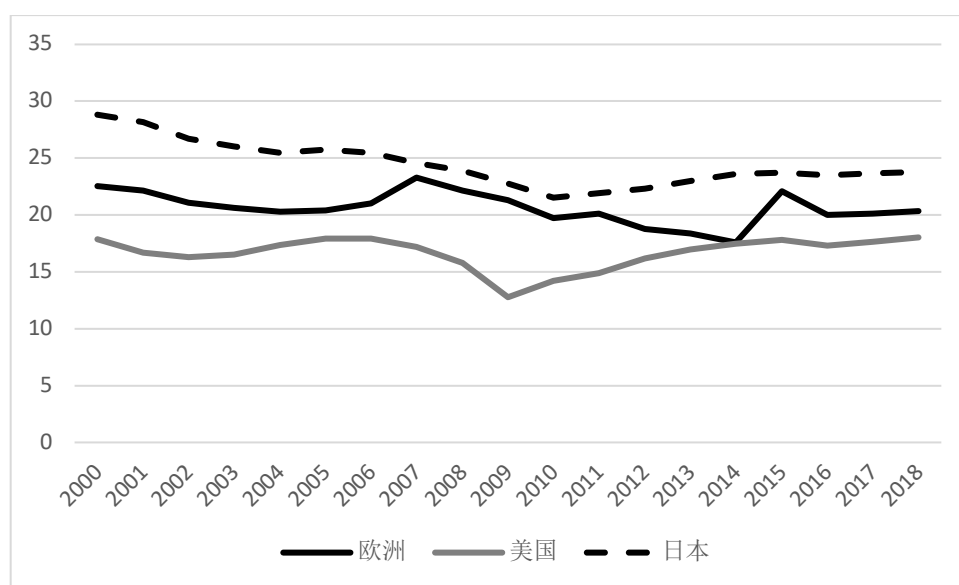
2008 年全球金融危机后，“三低”困境由日本扩展到欧美等其他发达经济体，且近年来呈现愈发严重的态势，成为阻碍全球经济复苏的重要因素。“三低”现象是经济内部出现问题后，在物价、利率和增长上的具体表现。三者之间存在一定的因果和互相强化的关系。

（一）劳动生产率增长缓慢是造成低增长的主要原因

21 世纪以来，全球主要经济体劳动生产率增速放缓。其中，发达经济体尤甚，是危机后全球复苏乏力的一个重要原因。投资不景气的主要原因之一是劳动生产率增长缓慢。桥水基金估计，未来十年，美国、日本、德国、英等国单位劳动力生产率仅将增长 1.5% 左右，法国、西班牙、澳大利亚、加拿大仅增长 1%，意大利仅为 0.2%。上

述情况主要与全球投资不足和全要素生产率增长缓慢有关。自 21 世纪初互联网技术革命后，一直未出现大幅提升劳动生产率的革命性技术。危机后，发达经济体投资增速放缓（见图 4）。单位劳动力使用的资本增长大幅放慢，制约了劳动生产率的提升。全球范围内，人口老龄化程度不断加深，发达经济体尤甚。且发达经济体普遍建立较好的社会福利体系，失业救济金较高，导致很多劳动力不愿意进入就业市场，劳动参与率持续下降。

图 4：美欧日投资占 GDP 比重变化趋势图（单位：%）



资料来源：US Bureau of Economics Analysis, Eurostat, Japan Cabinet Office

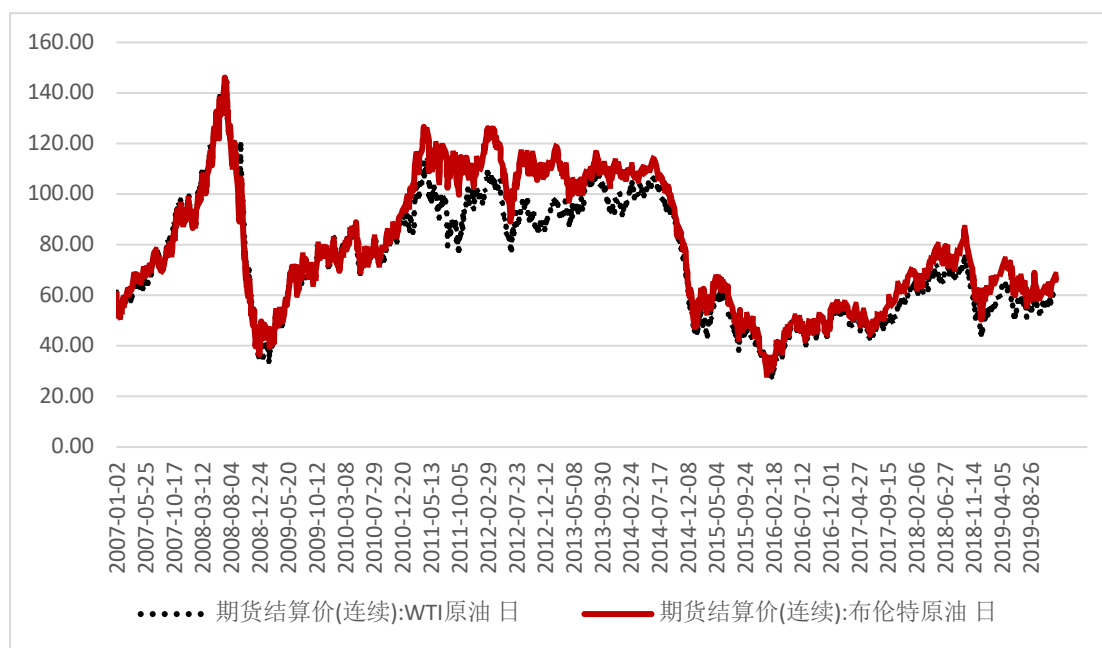
（二）原油价格、需求疲软和信息技术进步降低了通胀水平

1. 以原油为代表的大宗商品价格低迷

原油价格在发达经济体的通胀指标中占据重要的地位。国际原油价格自 2008 年 7 月超过 140 美元/桶后，整体呈下跌趋势。这是由原油供需两端共同造成。在供给端，美国石油出口异军突起造成了更为复杂的石油供给格局。随着美国页岩油革命和石油出口禁令的解除，美国原油出口开始迅速增加，在短时间内就达到了石油出口第一的市场份额，形成了美国、俄罗斯和欧佩克“三足鼎立”的局面。各国为了保障自己的

市场份额，削弱了通过减产抬升原油价格的效果，使供给端长期保持饱和甚至过剩的状态，不利于原油价格的上涨。从需求端来看，全球经济增长不及预期减弱了原油需求。发达经济体复苏缓慢，自身原油需求下降；而以“金砖四国”为代表的新兴经济体增长势头有减弱的趋势，造成世界范围内原油需求疲软。充裕的供给和疲软的需求，导致了国际油价一直在相对低位徘徊，也直接导致了通胀持续低迷。

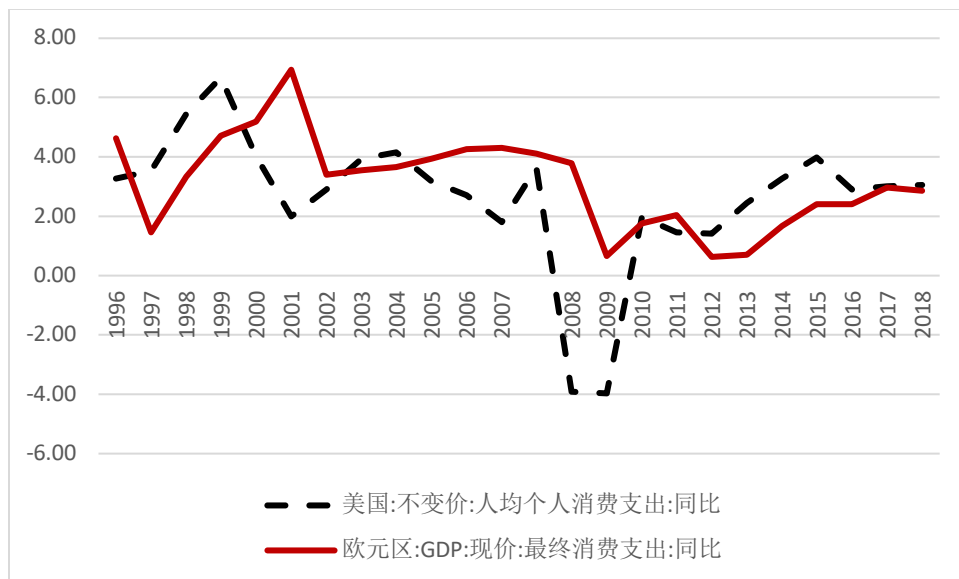
图 5：国际原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 数据库

原油价格只是诸多产品中典型的一个。发达经济体复苏缓慢，发达国家的消费受到抑制（见图 6）。可以看到，2008 年金融危机使欧美。危机后，随着经济的复苏。欧美消费支出虽然有所缓解，但仍然低于危机前的水平。危机后十年，美国和欧盟消费支出的平均增长率为 1.42% 和 1.99%（即使去掉 2008 年，这一数值仍为 1.95% 和 1.81%），远低于危机前十年的 3.64% 和 4.12%。消费的持续低迷最终传导至商品价格，抑制商品价格上涨，这也是造成低通胀的重要原因。

图 6：欧美消费变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 数据库

2. 央行引入通货膨胀目标制降低了经济主体的通胀预期

通货膨胀目标制（Inflation Targeting）是指，中央银行直接以通货膨胀为目标并对外公布该目标的货币政策制度。1990 年通货膨胀目标制首次在新西兰和智利施行。随后加拿大、瑞典和英国等一直饱受 20 世纪 70 年代以来高通胀困扰的国家施行通货膨胀目标制。通货膨胀目标制实施后，降低了经济体通胀短期波动，抑制了高通胀出现的概率¹。随着越来越多国家实施通货膨胀目标制，经济主体认为过度的通胀会引致中央银行的管理，普遍降低对通胀的预期。预期通过加快货币流通速度等途径而影响通货膨胀，会自动缓解通货膨胀，并使通货膨胀出现更低的波动。这是造成发达

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5962

