

# 疲弱的未来

J. 布拉德福德·德隆



J. 布拉德福德·德隆(J. Bradford DeLong)是加州大学伯克利分校经济学教授。

未来真的会如他预测的那样，但是更有可能的是另一种情形，金融市场预计长期停滞将持续一代人以上的时间。

八种强化因素已经推动并将继续推动安全利率的长期下降：

1. 更高的收入不平等会促使储蓄增加过多，因为富人无法找到其他投资方式；
2. 技术停滞与人口停滞会降低投资回报，并造成预期投资支出降幅过大；
3. 非市场性参与者对安全的流动性资产的强劲需求是由政治因素驱动的，而不是由对市场风险和回报的评估驱动；
4. 风险承担能力崩溃的原因在于受损的金融部门发现自己过度杠杆化，并且未能调动储蓄，因此造成风险性投资回报与安全的政府债券回报之间存在着巨大差异；
5. 极低的实际通货膨胀与预期通货膨胀，意味着即使安全名义利率降为零，对于平衡完全就业条件下的预期投资与计划储蓄还是太高；
6. 对投资商品的有限需求及其价格的快速下降，对投资商品部门的潜在获利可能性施加了太大的下行压力；
7. 信息经济的市场失效，意味着即便是新技术产生了巨大的社会回报，市场也不能给予新技术投资者适当的回报，从而降低了私人投资收益率，推动预期投资支出降幅太大；
8. 不断提高的技术竞争障碍与寻租驱动的竞争障碍，

美国国债等各种安全投资的名义利率与实际利率长期持续下跌，这一情况导致长期停滞，与经济学家阿尔文·汉森(Alvin Hansen)所描述的1938年情况非常类似，“疲弱的恢复……刚开始就已结束，衰退……自因果，留下似乎无法克服的失业困境……”。哈佛大学教授肯尼思·罗戈夫(Kenneth Rogoff)认为，这是一个过渡阶段，没有人会在九年后谈论长期停滞。也许

使得新进入者的投资无利可图，现有企业可能出现市场同类相食。

安全利率长期下降的结果是利率非常接近于零，使得中央银行无法再轻松地、有效地在衰退时通过降低利率来保持完全就业。因为中央银行通常(并且有力地)进行现金买卖债券操作，提高未来资产价值来鼓励投资支出，通过让人们感到更加富裕来鼓励消费。但是，如果利率降低的空间很小，中央银行只能试图使用新的、不确定的、更无力的工具来引导经济。

自20世纪90年代以来，安全利率的大幅下降体现在美国国债上，其中，实际短期国债年利率(扣除通胀因素)已从4%降至1.2%，名义短期国债年利率已从8%降至0.5%，长期国债利率也同时在下跌。

## 政府应该采取适当的财政政策，进行私营部门不愿承担的扩张性投资。

政府对这种长期停滞的自然反应是采用更加扩张性的税收和支出(财政)政策。因为如果利率很低且预期保持在低水平，各种政府投资(从桥梁到基础研究)就在成本效益方面变得特别有吸引力，而政府债务水平会提高，从低借贷成本中受益，并给投资者提供他们所偏好的安全储蓄工具(政府债券)。哈佛大学的劳伦斯·萨默斯就认为，因利率太低而使得中央银行无法实施有效的货币政策，这已成为一种慢性病，而且也没有迹象显示我们会在一代人的时间内摆脱这一状态，因此，政府应该采取适当的财政政策，进行私营部门不愿承担的扩张性投资。

此外，对萨默斯长期停滞理论的各种批评都不得要领，因为每种批评似乎都聚焦于推动利率下降的八种因素之一，然后就认为这种下降因素要么会很快结束，要么认为因一些反向原因这种下降是健康的。

自世纪之交以来，北大西洋的经济体已经有十年时间没有出现我们过去认为的正常经济增长，长期停滞就是主要原因。只有我们对此采取行动，才有可能在九年后不再谈论长期停滞。■