



「负利率时代」会到来吗

□ 王东京

最近“负利率”问题广受社会关注，并有学者预言，全球“负利率时代”即将到来。作此判断并非空穴来风，起因应是去年8月瑞典央行率先推出了负利率，跟着丹麦、欧元区、瑞士、日本等央行也先后实施负利率。与此同时，日本、德国、法国、瑞典、瑞士、丹麦、荷兰、奥地利、比利时等还发行了收益率为负的长期国债。到底发生了什么事？此现象值得为文讨论。

自己研究经济学数十年，当然听说过社会上有“负利率”的说法。不过以往人们所说的负利率，是指银行名义利率低于通胀率，储户从银行取得的利息抵补不了通胀的损失，结果使储户实际利率为负。事实上，实际利率为负的情况，上世纪90年代初中国曾出现过；国际上更是屡见不鲜。但名义利率为负的例子，人类历史上却不容易找见。

从理论上追溯，马克思在《资本论》中曾对利率作过分析。他指出：利息是货币资本家对产业资本家利润的分割。由此决定，利率不能高于平均利润率，同时又不能低于零。马克思还指出：利率在平均利润率与零之间具体如何确定，取决于借贷双方分配利润的比例，而此比例又取决于货币供求状况。原则上：货币供过于求，利率会下降；货币供不应求，则利率会上升。

马克思说名义利率不能低于零（为负），应该无可置疑。上世纪30年代，凯恩斯在《就业利息和货币通论》中也提出了相同的观点。并分析说，假若名义利率为零，社会上将不会有人到银行存款，这样会导致形成“流动性陷阱”。然而理论归理论，我们看到的现实却是，今天不仅有的国家央行采用负利率，甚至也有商业银行推出负利率。

对此现象最初我也感觉奇怪，而往深处想其实也不难理解。近年来欧洲经济一直不济，去年欧央行将金融机构超额准备金利率调至-0.5%，不过是刺激经济的权宜之计而已。此举旨在一箭双雕：即在央行不增发货币的前提下，迫使商业银行放贷，增加市场流动性。同理，日本央行对商业银行的贷款贴现率降至-0.1%，目的也是鼓励商业银行低息贷款，降低企业融资成本。

真正难以理解的，是商业银行为何推出负利率？我看到的资料，丹麦日德兰银行已将大额储户的存款利率降为-0.6%；10年期房贷利率降为-0.5%。学界有一种观点，认为是银行为了刺激消费。我不认同此看法。银行不是政府，它所追求的是贷款安全与盈利，怎可能用负利率刺激消费呢？

是的，刺激消费是政府的事，银行作为商业机构必须在商言商，否则银行迟早得关门。上面例子中，日德兰银行之所以将10年期房贷利率降到-0.5%，是因为将大额储户存款利率降到了-0.6%，中间仍有0.1%的利差。而且据我所知，日德兰银行推出负利率房贷还有一个原因，那就是事先向房产开发商发行了负利率债券，让房产开发商贴补了利息，银行可以稳赚不赔。

应该追问的是：既然存款利率为负，那么储户为何还会去银行存款？或者问：银行发行债券的利率为负，开发商为何会购买银行债券？经济学的推断，一定是投资房产的预期收益为负，致使房产大量积压。何以见得？要明白其中的道理，读者需要懂得“资产定价原理”。为方便理解，让我对“资产定价原理”作简要介绍。

“资产定价原理”说，某资产的价格等于该资产预期收益的贴现。用公式表示则是：资产价格=该资产的预期年平均收益/银行年利率。毫无疑问，此公式来自马克思的土地定价原理。当年马克思在研究土地价格时指出：土地价格=该土地的年地租/银行年利率。若将土地当资产看，土地定价与资产定价其实是一回事。

现在的问题是，用资产定价原理如何解释负利率现象？顾名思义，所谓资产定价，是在已知银行利率与资产预期收益时决定资产的价格。而讨论市场为何出现负利率，则是在已知资产价格的前提下，分析负利率存在的约束条件。按照资产定价原理，资产价格×银行年利率=资产预期年收益。由此推，假若资产价格为正，银行利率为负，则资产的预期收益一定为负。

据此分析：负利率出现的约束条件，是资产预期收益为负。换句话说，若资产预期收益大于零，负利率不可能出现。为何这样说？读者不妨扪心自问：若你对未来房产的预期收益为负，而银行利率为正，你是不是会将房产变现存入银行？倘如此，银行每天得为储户支付利息而却没人贷款购房。在此情况下你认为银行应该怎么做？银行别无选择，当然要推出负利率。

回头再说“负利率时代”。我的看法，负利率时代不会到来。学界所说的“负利率时代”，是指全球利率为负。前面分析过，负利率存在的前提是资产预期收益为负。而全球利率为负，意味着地球上所有资产预期收益皆为负。怎么可能呢？别的不论，只要土地能长庄稼，至少土地预期收益不会为负。

读者不要误会，不是说资产预期收益不能为负。若某行业生产过剩造成了设备闲置，而保养设备要花钱，此时资产预期收益无疑是负的，但这种情况绝非普遍。萨伊曾论证过：供给可创造需求，供求总量能自动均衡。这是说，若需求总量不变，有供给过剩产业，就必有供给短缺产业。过剩产业预期收益为负，短缺产业预期收益为正，从全社会看，资产预期收益不可能同时为负。

写到这里，本文最后的结论是，资产预期收益不可能同时为负，人类也就不可能进入“负利率时代”。何况中国一直坚持实施稳健货币政策，绝不可能出现负利率。在我看来，所谓“负利率时代”只是少数学者杞人忧天的想象，我们切不可听风是雨，更不必草木皆兵。



党的十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》（下称《决定》）指出，“重视发挥第三次分配作用，发展慈善等社会公益事业”。党中央首次明确以第三次分配为收入分配制度体系的重要组成，确立慈善等公益事业在我国经济和社会发展中的重要地位，继《慈善法》2016年颁布后进一步释放出新时代党和国家大力发展公益慈善事业、对收入分配格局进行调整的重大信号，成为建设更有优势的分配制度、开创中国特色公益慈善道路、走向社会主义共同富裕的战略指引。

第三次分配是促使资源和财富在不同社会群体间趋向均衡的微循环行为

经济制度中的“分配”是指在一定时期内创造的国民收入，按一定的方式在政府、企业和个人之间的分割，形成流量的收入分配格局和存量的财产分配格局。相对于市场根据要素贡献进行初次分配和政府体现国家意志进行再分配，第三次分配是社会主体自主自愿参与的财富流动。较之于初次分配更关注效率，再分配以强制性来促进整体公平正义，第三次分配体现社会成员的更高精神追求，“在道德、文化、习惯等影响下，社会力量自愿通过民间捐赠、慈善事业、志愿行动等方式济困扶弱的行为，是对再分配的有益补充”。第三次分配在概念内涵、分配参与者和分配价值取向等方面有许多鲜明特点。

“第三次”并不是指在时序上一定要发生在初次分配、再分配之后，实践中三者是互相交错并行不悖的；有的志愿劳动与初次分配同时发生，有的捐赠发生在再分配之前而获得税收减免。因此，第三次分配可理解为不同于市场主导和政府主导的“第三类分配”。内涵也不同：初次分配是以市场为主导的要素合作博弈，使要素总体贡献最大化；再分配是政府在公平正义等国家价值导向下的强制性干预；而第三次分配是在向善、为公、乐施等社会价值理念的引导下，在法律政策的鼓励和促进下，由既看得见又看不见、并非由利益驱动或公权力强制、却充满活力的“社会之手”所推动的。如果说初次分配是由市场环境主导创造资源的“造血”行为的结果；再分配是在心脏的推动下促使血液在主动脉中的循环，给人体各个组织器官带来氧气和营养，降低系统风险；那

第三次分配：内涵、特点及政策体系

□ 杨 斌

么第三次分配无疑类似于促进人体健康更加均衡的小血管、毛细血管的微循环行为。初次分配的造血和再分配的血液平衡循环事关人的生死，第三次分配的微循环则影响着整个身体的长期生态是否能持续健康。

第三次分配中参与分配的主体、内容和涉及领域呈现四个新特点

一是资源贡献者已不局限于社会财富金字塔顶端的少数个体或家族，而广泛覆盖大部分的社会群体。几十年来，很多国家和地区中慈善捐赠主体正呈现“平民化”“中产化”的发展趋势。统计发现近年来我国中等收入群体在各类基金会中的捐赠占比不断提高，呈现出广大中产阶层日益增长的公益热情和慈善文明。这一趋势有学者从实验经济学的“温情效应”研究来解释：第三次分配中不仅受赠方的获得感、幸福感和安全感增加，捐助者的成就感、意义感也在增加。

二是志愿性属性给贡献者以“主动性、选择性”，即选择慈善支持的内容和方式。内容上，慈善行为已超出货币或实物捐赠，形式多样的志愿服务等公益慈善行为愈发普遍；方式上，技术进步为慈善行为开辟了新的方式与渠道，例如网络捐赠、社交平台捐赠和众筹等。公益慈善行为的内涵更加丰富，不仅仅体现为财富和实物直接从拥有者流动到匮乏者的模式，更包括有情怀和理念的捐赠者自发建设或者支持建设能使公众受益、社会受益的公共产品与服务。

三是所涉及行业也已从最初的扶贫济困扩展到教育、医疗、文化、体育、环保等诸多领域，惠及民生领域广大公共事业的进步。尤其是在经济社会发展越发依靠更有创新性的高等教育和科学技术进步的当下，一些可能产生突破性、颠覆性成果的基础科研和技术转化领域，其高投入、高风险、长周期的特点以及一旦突破后对公共利益的提升、对科学事业的普遍性贡献，得到越来越多的关注与投入。

四是蕴含的价值取向突破了纾困扶弱的局限，开始具备了鼓励科学探索、推进社会进步、造福全人类、促进世界更加和平和谐等深刻意蕴。“分配即正义”，分配本身都包含着价值取向。在初次分配中刻意增加劳动报酬的比重，这是明确的价值观导向；在再分配中调节城乡、区域、不同群体间的分配关系，促进共同富裕，同样给予十分明确的价值取向。而在第三次分配中，社会力量所从事的民间捐赠、慈善事业、志愿服务等方式都有着深刻的价值内嵌，其行为本身也彰显着大爱与共的理念，带动着“滴水之恩涌泉相报”“知恩报效爱心传递”等公益慈善文化的融入与传播，促进社会主义核心价值观的弘扬与升华。

抓住时机建设和完善第三次分配的政策体系

完善法律法规和配套政策，建立健全税收与行业法律体系。健全的捐赠制度和宽松的政策环境，充分发挥税收对社会捐赠的激励作用，能最大限度地激发企业 and 个人的慈善捐赠热情。发达国家对税收相关的捐赠激励实行“疏堵”结合：“疏”指免税待遇以具有较强操作性的免税法律法规为保障；“堵”指采取较高的遗产、赠予和奢侈品消费类税种。自2016年《慈善法》实施以来，民政部及相关部委共出台了21项公益慈善领域的政策文件促进公益慈善事业的“规范化”和“可持续”发展。目前，我国民法典正在紧锣密鼓地制定当中。其间，立法有必要更加鲜明地对公益慈善捐赠予以鼓励和支持，同时，在税收方面也应予以实质性的优惠。健全的法律制度是慈善事业健康发展的重要保障。为了促进我国社会慈善事业的持续、健康发展，在完善国家层面立法的同时，各地也还需要为这些鼓励促进慈善的法律落地作出更为细致的制度性安排，从而真正把四中全会精神和法律规定转变为推动慈善组织发展的动力。

明确政府在第三次分配中的定位和作用，建设适合中国国情的慈善组织培育模式。慈善事业发展有三大模式：一是政府主导，慈善组织由政府直接进行管理运营，通过财政部门支持以及动员社会成员等方式来筹集资金；二是社会主导，慈善组织完全由民间私营部门运营，依靠平等竞争机制，通过减税和免税等方式获得政府资助；三是政府社会相结合，政府主要承担行业监管责任，并适当运用财政杠杆和“负向挤出效应”撬动全社会慈善捐赠。我国慈善事业发展中曾存在政府监管定位模糊、社会慈善组织发展在缺乏监管与过度监管之间摇摆的情况。因此，在坚持党对慈善事业发展的全面领导的同时，也要通过明确政府监管职责方位，在慈善事业中引入高效管理和竞争评价机制而针对性地提高整个社会公益事业的效率。

加强慈善组织队伍建设，建立内外部监督相结合的有效监督机制。慈善组织队伍建设方面，应着重从建立专业化和职业化的慈善组织团队、加强慈善组织公信力建设、提升信息公开透明水平、建立慈善资金使用跟踪反馈机制、增加善款善物流向的透明度几个方面入手，加强慈善组织内部监管。此外，健全新闻媒体、公众等社会力量监督和制约机制，加强社会对慈善组织运作的外部监督。尤其要高度重视慈善后善款善物使用的规范透明及高效，必须有效管控“黑天鹅”类风险。当前这个发展阶段，我国大批的慈善资源筹募者缺乏专业化的理性分析和严格的项目管理机制，其所带来的风险很容易从局部、个别而爆发，影响我国第三次分配的大局成效。

创新对外投资方式是新时代的新要求

□ 才智伟

习近平总书记在党的十九大报告中提出“创新对外投资方式”的重大战略部署，这对于在新时代提高我国对外投资水平，深化供给侧结构性改革，推动经济高质量发展，服务“一带一路”建设，构建人类命运共同体，具有十分重要的现实意义和深远的历史意义。

创新对外投资方式是新时代我国经济发展、扩大对外投资、提高对外投资质量的客观需要。

改革开放40多年，我国经济快速发展，取得了令世界瞩目的伟大成就，社会财富积累显著。从1979年到2018年，我国GDP增长约225倍，储蓄增长1400多倍，国家外汇储备突破3万亿美元。大量的财富面临保值增值与全球多元化配置的需求，企业走出去投资，通过兼并与收购推进自身的转型，同时，升级与换代的产业需求也日益增强。从本世纪初开始，我国的对外投资连续多年保持快速增长，2014年我国首次出现资本净输出，2016年我国跃居全球第二大对外投资国。在并购发生的地域、产业以及背后的动因等方面都出现了新的趋势。可以说，我国的对外投资进入了快速发展的新阶段。

然而，相对于激增的对外投资数量而言，我国对外投资的质量总体不高，在资金出海在许多领域都面临着严峻的挑战，具体表现为：第一，不了解海外投资市场，缺乏行业、法律、税收、资本市场等方面的专业知识，缺乏有经验的执行团队，缺乏海外网络资源，获取优质项目来源的能力不足；第二，2008年金融危机之后，欧美主要市场长期执行货币宽松政策，导致资产估值处于历

史高位，获取超额收益的难度越来越大，保值增值的挑战加大，亟须提高对外投资的财务分析、投后管理方面的专业能力；第三，随着我国国力增强与海外并购金额的不断攀升，外国政府加大了对我对外投资的审查与限制力度，不断出台审查新规，传统的大型、产业收购面临很高的审查不确定性。这些困难与挑战都需要我们积极思考，通过对外投资方式的创新来化解、应对，从而提高我国对外投资的质量。

中国有资本在全球市场开展投融资活动已有数十年的历史。中国大型国有投资机构，如中国投资公司、国家外汇管理局等在国际资本市场上有较高、较好的知名度，并积累了丰富的投资交易与资产管理经验，拥有广泛的海外当地投资伙伴和专业咨询机构等技术资源网络。创新对外投资方式的思考之一，就是依托这些有能力、有经验的国有投资机构的专业能力，以及其长期在国际资本市场中历练所形成的经验与资源，发挥这类机构的“头雁”引领作用，积极探索与国内其他投融资机构或有海外扩张需求的实体产业企业的合作机制，帮助他们更好地实现“走出去”的财务与战略目标，规避因欠缺专

业投资团队、海外投资经验不足、投资能力欠缺、投资活动不符合当地市场法律法规等所带来的潜在风险。

创新对外投资方式是实现“走出去”和“引进来”良性互动、促进国内经济转型升级、服务供给侧结构性改革的客观需要。

党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央总揽全局，加快构建开放型经济新体制，取得重大成就。当前，我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻坚期。新时代的对外投资必须服务、服从这一经济战略大局。创新对外投资方式是推动“走出去”和“引进来”良性互动、促进国内经济转型升级、服务供给侧结构性改革的需要。我国经济发展方式从依靠出口和投资拉动的模式向以内需为主的模式转变。拉动内需的方式是供给侧提供高质量的产品、符合人民日益增长的对美好生活的需要。这就在客观上要求我们的对外投资能够围绕经济转型与供给侧结构性改革这一主题，并能通过“走出去”和“引进来”相结合把国际上好的产品、服务与生活方式引进中国，在供给侧发力，提供更好的消费方式与产品。近年来，中国海外并购的热点领域

向高科技、制造业和消费类转移，体现了我国经济结构的转变。

与来自其他国家的投资人相比较，中国投资人的最大优势之一就是背靠一个拥有近14亿人口的中国大市场。这个市场对海外的实体产业、投资管理人而言具有巨大的吸引力。打好“中国视角”这张牌，对于中国的投资机构在海外获得好的投资机会十分重要。在笔者的投资实践中，就曾多次遇到这样的案例，如果一个好的海外投资项目有多个竞争者参与竞标，“中国视角”往往能帮助中国的投资机构在竞争中获得投资标的管理层更多的青睐。

此外，在投资完成后的投后管理工作中，我们也可以借助“中国视角”这一比较优势，把海外投资“走出去”与战略资源“引进来”相结合，把通过海外投资所获得的国际先进技术手段、管理经验、新的运营模式“引进来”，促进国内产业结构升级，推动供给侧结构性改革，在供给侧提供更高质量的产品、服务满足国内人民美好生活的需要，推动经济高质量发展。

创新对外投资方式是践行习近平外交思想、服务“一带一路”建设、构建人类命运

共同体的方法路径。

党的十八大以来，习近平总书记以政治家、战略家的远见卓识和非凡胆略，谋划运筹对外工作总局，指引中国外交开拓前行，形成了习近平外交思想。在以习近平同志为核心的党中央领导下，我们实施共建“一带一路”倡议，积极倡导构建人类命运共同体，为我国改革发展稳定营造了良好外部环境，为世界和平与发展作出了新的重大贡献。

在对“一带一路”沿线国家进行投资的过程中，我们可以考虑的创新方式是与国际领先的投资管理人共同发起设立针对特定地区或特定行业的“一带一路”合作基金，发挥国际管理人的机构化投资能力，并借助中国投资机构的优势资源，提高合资管理平台的战略视角，积极参与“一带一路”建设。

“一带一路”建设是我国对外开放和对外合作的总规划，也是构建人类命运共同体的重要实践平台，为我国对外投资提供了巨大的机遇，对市场也提出了新的要求，需要我国对外投资机构不断创新对外投资方式，以更大的力度、更好的方式参与其中，为推动新型全球化树立大国形象，为构建人类命运共同体提供生动案例。

