

## 2014年4月期《世界经济展望》

### 第三章新闻发布要点：

#### 全球实际利率前景

撰写人：Davide Furceri 和 Andrea Pescatori（组长）

#### 要点

- 随着全球状况趋于正常，预计各国实际利率在中期内将上升，从而扭转实际利率在全球金融危机之后变为负值的趋势。
- 但不太可能回到高实际利率状态。预计实际利率从当前水平的回升将较为有限，因为过去若干年里导致实际利率处于低水平的因素不太可能显著逆转：
  - 储蓄的变化：2000-2007年期间新兴市场经济体储蓄率的大幅上升趋势预计仅将得到部分逆转，意味着实际利率仅会小幅上升。
  - 资产组合的变化：进入本世纪以来，对安全资产的需求有所增加，其主要原因是股票相对于债券的风险增大，以及新兴市场经济体继续积累储备。这一趋势不太可能得到逆转，除非政策有意料之外的重大变化。
  - 投资的变化：全球金融危机之后先进经济体的投资率下降趋势很可能持续下去。
- 持续居低的实际利率有助于借款人降低债务比率，但同时也带来了新的政策挑战。在当前的货币政策框架下，预期的低实际利率环境意味着，如果先进经济体增长极慢的风险变为现实，利率零下限可能会再度制约货币政策。

上世纪 80 年代以来，各国的实际利率都显著下降，目前已处在小幅负值的范围。十年期全球实际利率（各国安全实际利率的加权平均）已从上世纪 80 年代的 5.5% 下降到 90 年代的 3.5%，2001-2008 年期间进一步下降到 2%，2012 年则下降到小幅负值的范围（图 1）。资本成本也在下降，但幅度没有那么大，因为 2000 年以来要求的股本回报率已经上升。

从中期看，实际利率和资本成本很可能仅从当前水平上略有上升。一部分原因是周期性的：近年来的极低利率反映了先进经济体显著的负产出缺口。但本章的分析表明，即使产出缺口最终闭合，实际利率和资本成本可能仍将继续处于相对低的水平。

没有明确的理由可以支持长期实际利率会迅速回到本世纪头十年中期的 2% 的平均水平的观点。主要原因是，过去若干年里导致实际利率下降的主要因素在中期内不太可能显著逆转（这里的结论指的是无风险利率）：

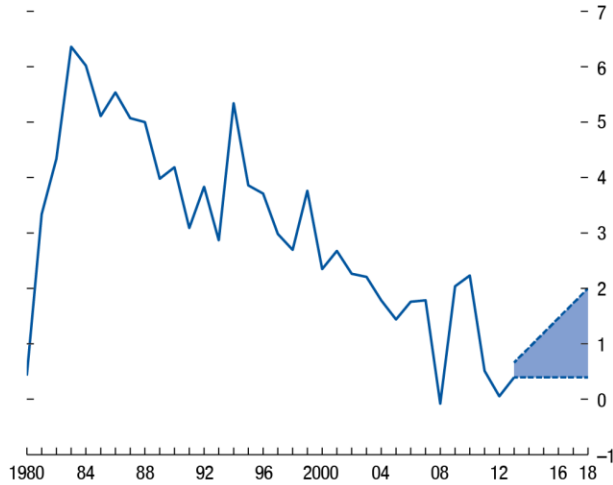
- **储蓄的变化：**2000-2007 年期间，新兴市场经济体的收入稳步增长，这使得这些经济体的储蓄率显著提高，特别是在中国（图 2）。从中期看，新兴市场经济体的增长率会低于危机前的水平，预计这将导致储蓄率有所下降。从过去储蓄率的变化来看，实际利率所受影响可能较小。
- **资产组合的变化：**本世纪头十年的利率下降有一半以上要归因于债券的相对需求的上升。之所以发生这种变化，是因为股票的风险度增加，新兴市场经济体因积累了更多的官方外汇储备，对安全资产的需求增大（图 2）。这一变化不太可能逆转，除非政策发生意料之外的重大变化：尽管金融监管的加强会进一步增加对安全资产的需求，但新兴市场经济体储蓄率的下降以及官方储备积累速度的放慢会产生相反的效果，二者合起来的净效应可能较小。
- **投资的变化：**全球金融危机造成的伤害已导致先进经济体的投资持续大幅下滑，这是利率下降的重要原因。储蓄受到的影响较弱。本章的研究结果表明，许多先进经济体的投资占 GDP 比重在今后五年内不太可能回到危机前水平（图 3）。

**实际利率持续居低的前景带来新的政策挑战。**

- 低实际利率有助于借款人降低债务比率。首先，实际财政可持续性的难度下降。本章的研究结果显示，如果实际利率保持在约 1.5% 的水平（比 2013 年 10 月期《世界经济展望》的预测低 1 个百分点左右），在其他条件相同的情况下，平均而言，即使每年先进经济体基本盈余与 GDP 之比降低约 0.8 个百分点，仍能实现同样的债务目标。
- 在低实际利率情景中，增加公共投资在中期内不一定导致公共债务上升。如果预计实际利率长期接近或低于实际 GDP 增长率，政府通过举债增加的一些支出，特别是公共投资，在中期内不一定导致公共债务上升。
- 持续一段时期的低实际利率可能意味着，中性政策利率将低于上世纪 90 年代或本世纪初的水平。在通胀目标为 2% 左右的情况下，如果需求遭受不利冲击，名义利率达到零下限的可能性也会增大。这进而可能对实施适当的货币政策框架产生影响。

- 最后，储蓄者可能受到损害，持续低利率环境可能导致金融机构通过承担更多风险而寻求更高收益。这进而会加剧金融部门的系统性风险，因此，为维护金融稳定而实施适当的宏观和微观审慎监督将变得非常重要。

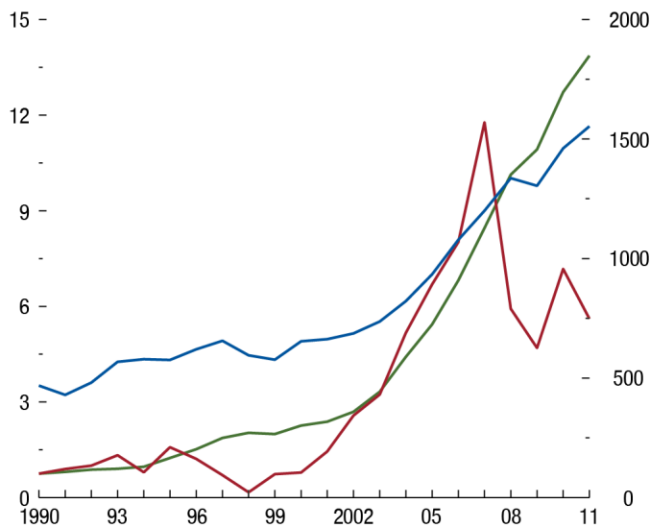
图1. 全球长期实际利率  
(年百分比)



来源：彭博社；Haver Analytics；基金组织国际金融统计数据库；经合组织；世界银行，世界发展指标数据库；基金组织工作人员的计算。

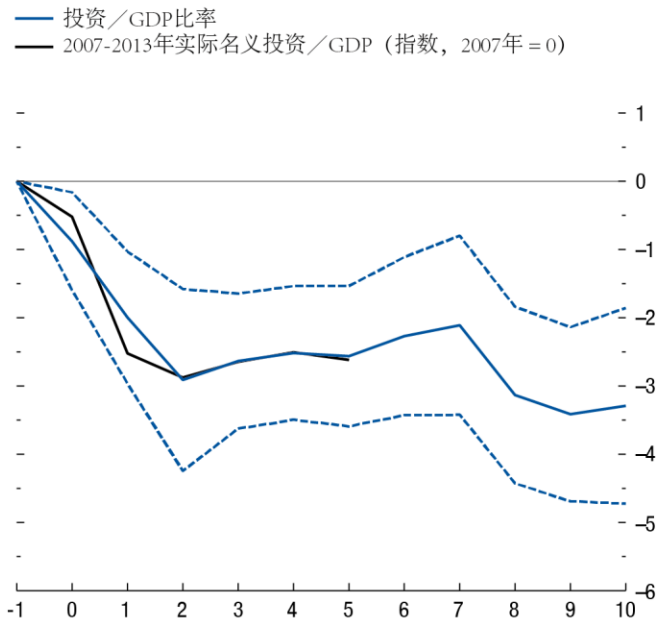
图2. 储蓄热潮与证券投资变化

— 新兴市场经济体总储蓄占全球GDP百分比 (左标)  
— 新兴市场经济体外汇储备变化 (指数, 1990年 = 100, 右标)  
— 国外官方持有的美国政府证券 (指数, 1990年 = 100, 右标)



来源：Beltran 等人 (2013年)；基金组织工作人员的计算。

图3. 金融危机对先进经济体投资的影响



来源：经合组织；基金组织工作人员的计算。

注：蓝色实线表示估计的影响；蓝色虚线表示90%置信区间；黑色线表示2007-2013年先进经济体投资与GDP比率的实际变化情况。X轴单位是年；t=0表示危机爆发年份。

2014年4月期《世界经济展望》  
第四章新闻发布要点：

受外部条件影响？全球金融危机之前、期间和之后的外部条件与新兴市场增长

撰写人：Aseel Almansour、Aqib Aslam、John Bluedorn 和 Rupa Duttagupta（组长）  
Gavin Asdorian 和 Shan Chen 提供了支持

要点

新兴市场目前面对的外部环境不如危机前那么有利于增长，这给它们带来了挑战。此外，在许多国家，一些内部因素也使增长减缓。政策制定者必须更好地理解这些内部因素，以确保经济增长对各种外部环境都有适应力。

在新兴市场经济增长的变化中，有一半以上源于外部因素（外部需求和融资状况以及贸易条件）。

- 美国增长率上升 1 个百分点，会使新兴市场增长率上升 0.3 个百分点。尽管美国利率会相应提高，但累计效应两年之后依然为正。
- 新兴市场主权债券（EMBI）收益率上升 100 个基点，会使其增长率下降 0.25 个百分点。
- 在新兴市场中，中国的增长率上升 1 个百分点，其他新兴市场的增长率会立刻上升 0.1 个百分点。随着贸易条件进一步改善，这种正面效应会不断增大。

在新兴市场过去 15 年经济增长的周期性波动中，外部因素占一半甚至更多，但在不同时期和不同国家的影响程度并不相同。

- 这些外部因素在新兴市场本世纪初的以及 2008-2009 年的增长减缓中起了主要决定作用，反映了先进经济体两次衰退期间外部需求对增长的抑制效应。
- 相反，内部因素在新兴市场 2006-2007 年的增长强劲回升中起了更为重要的作用，尽管外部因素也有帮助（商品价格高涨，EMBI 收益率低）。
- 过去两年里，在内部因素的作用下，一些新兴市场的增长持续低于现有外部条件下应达到的水平。

与危机前的有利外部环境形成对照，今后几年里，新兴市场需要在不那么有利于增长的外部状况下维持增长。

- 一方面，新兴市场的增长将得益于先进经济体增长的加快。
- 另一方面，中国增长的预期减缓以及外部融资条件在一定程度上的收紧将拖累新兴市场的增长。

在新兴市场增长的变化中，有近一半源于外部因素，包括先进经济体的增长、外部融资条件（以EMBI收益率表示），以及新兴市场贸易条件。然而，并非所有新兴市场都是相同的，在规模较大或开放度较低的经济体（如中国和印度），外部因素起的作用就不那么重要。过去15年里，中国的增长事实上已经成为其他新兴市场增长的重要影响因素。

新兴市场的增长会因先进经济体增长率的上升而加快，尽管全球利率会相应提高。美国增长率上升1个百分点，会使新兴市场增长率上升0.3个百分点。累计效应两年之后依然为正。美国增长的加快会使美国10年期国债利率一年后上升25个基点，两年后上升65个基点。

外部融资条件的收紧（与先进经济体复苏无关）会损害新兴市场的增长。EMBI综合收益率上升100个基点，会使新兴市场的增长率下降0.25个百分点。负面影响在一到两年之后仍将存在。美国公司债券风险溢价的上升也会对新兴市场的增长产生不利影响。

在新兴市场中，中国的增长会促进其他新兴市场的增长。中国的增长率上升1个百分点，会使其他新兴市场的增长率上升0.1个百分点。随着新兴市场的贸易条件进一步改善，这种效应会不断增大。

新兴市场贸易条件的改善（与外部需求无关）会对新兴市场的增长产生小幅正面效应，这种效应的持续时间约为一年。影响相对有限，是因为贸易条件的这种变化可能是由供给冲击引起的。

过去15年里，新兴市场增长的周期性变化往往是由外部状况引起的，尽管这种影响在不同时期和不同国家有所不同。

- 如图1所示，在解释新兴市场增长率相对于1998-2014年估计平均值的差异时，外部因素往往比内部因素所起作用大。具体而言，在全球金融危机期间以及先进经济体刚进入本世纪发生的衰退期间，新兴市场增长的急剧下滑主要是由外部因素导致的。
- 相反，“大衰退”之前新兴市场增长的加快主要是由内部因素推动的，不过，外部环境也有帮助。的确，多数外部因素可能也促进了新兴市场在本世纪头十年中期的增长，因为当时先进经济体增长强劲，新兴市场贸易条件有利，融资条件宽松。
- 中国的增长也对其他新兴市场的增长产生很大影响。中国在“大衰退”期间采取的刺激措施使增长强劲回升，这为其他新兴市场提供了缓冲。最近，随着中国增长减速，这一形势已经逆转。

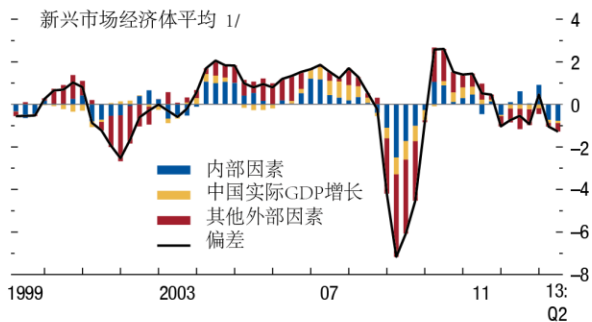
展望未来，新兴市场可能必须应对不那么有利于增长的环境。

- 与全球金融危机爆发前的情况不同，今后不是所有外部因素都有利于支持新兴市场的增长。尽管先进经济体的增长将加快，但新兴市场的外部融资条件和贸易条件将变得不那么有利。此外，中国将过渡到更可持续、但速度放慢的增长态势，这会对其他新兴市场产生暂时的不利影响。
- 另外，对于除中国外的许多主要新兴市场而言，内部因素导致增长率低于现有外部条件下应达到的水平（图 2）。这些因素的持续存在表明，趋势增长率可能也受到影响。

**政策制定者必须认真研究这些内部因素，评估能采取什么措施重振经济增长，同时不造成宏观经济失衡。**

图1. 实际GDP增长历史分解，将中国作为明确外部因素（百分点）

在解释新兴市场增长变化方面，中国一直是一个冲抵其他外部因素的要害。在全球金融危机期间，中国的经济扩张为新兴市场提供了一个缓冲。而中国最近的减缓拉低了新兴市场的增长。



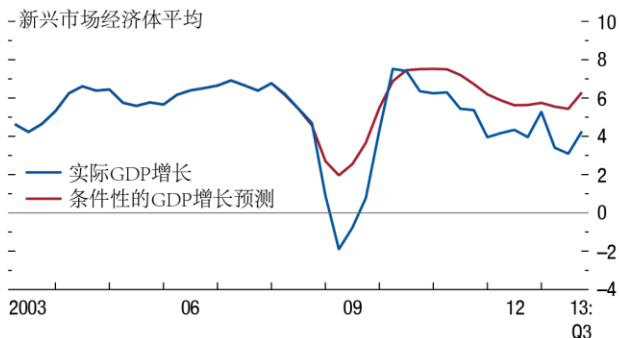
来源：Haver Analytics；汤森路透Datastream；基金组织工作人员的计算。

注：详情见2014年4月期《世界经济展望》第四章图4.8。

1/ 所有样本经济体的平均，但不包括阿根廷、中国、俄罗斯和委内瑞拉。

图2. 以外部因素为条件的样本外增长预测（百分比）

对于很多主要新兴市场经济体，相比于依据外部条件所预测的情形，内部因素一直在压低增长。这些因素的持续存在意味着趋势增长也受到了影响。



来源：Haver Analytics；汤森路透Datastream；基金组织工作人员的计算。

注：所有新兴市场样本在两种设定下的平均条件增长预测，但不包括阿根廷、俄罗斯和委内瑞拉。详情见2014年4月期《世界经济展望》第四章图4.8。