

基金组织概览

世界经济展望研究

随着全球经济正常化， 利率将上升，但上升步伐将是缓慢的

2014年4月3日

作者：Andrea Pescatori 和 Davide Furceri



在美国加州阿纳海姆的交通中心建设工地，工人们正穿过桥梁。基金组织预测，今后经济将处在实际利率和资本成本低的环境下。（图片：Bruce Chambers/ZUMA/Corbis）

- 实际利率目前接近零；仅将缓慢上升
- 过去影响利率的因素不太可能逆转
- 持续低利率意味着债务负担下降，但也会对政策造成约束

基金组织研究部的一项新研究指出，随着全球经济状况正常化，预计实际利率将缓慢上升，从而扭转金融危机后利率降为负值的趋势。

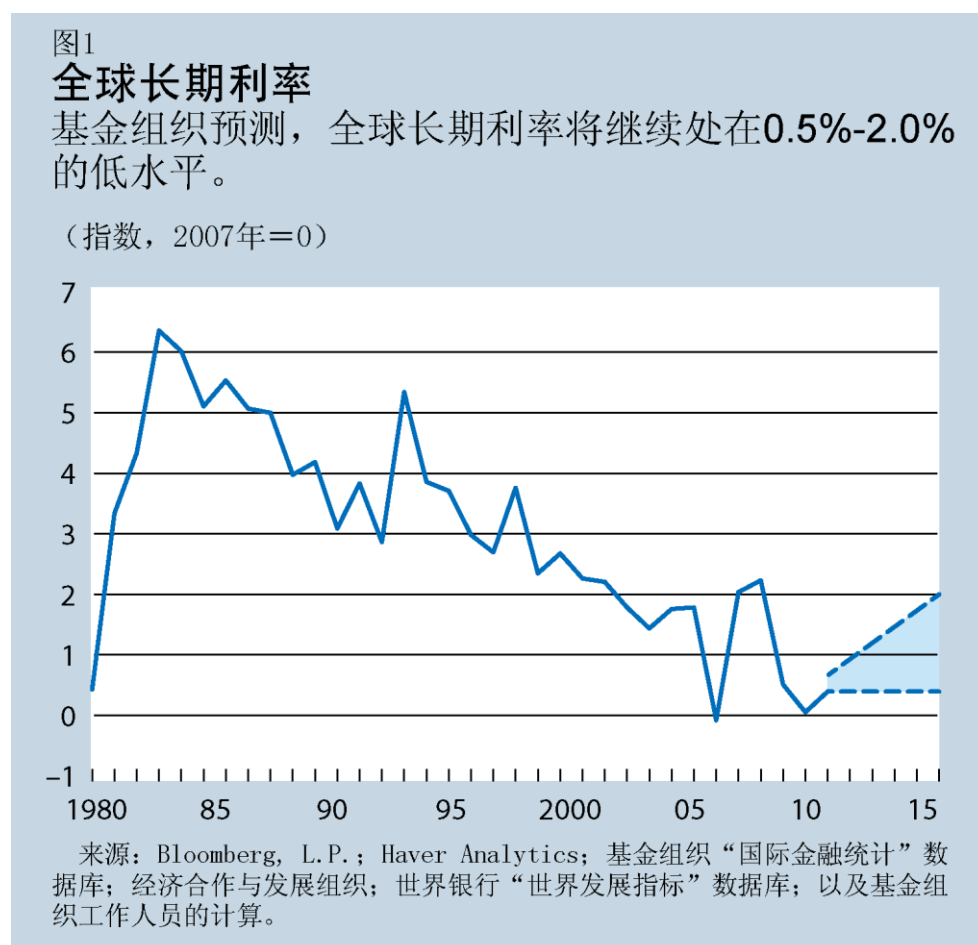
实际利率（借款人支付的利率减预期通胀率）持续处于低水平，这会减轻借款人的债务负担，但也会对政策制定者造成约束。低实际利率环境也会增大这样一种可能性，即，名义政策利率降到下限（即零利率），从而丧失通过下调利率刺激经济增长这样一种关键的货币政策工具。由于先进经济体的经济增长步伐可能仍将十分缓慢，这种约束可能会变为现实。

预计当前实际利率的任何上升都将是小幅的，这是因为导致实际利率下降的因素不太可能出现出现逆转：

- **储蓄**：2000-2007年，新兴市场经济体的储蓄率显著上升，从而压低了利率。预计储蓄率的上升趋势仅会部分逆转。

- **资产组合**：金融危机爆发以来，对安全资产的需求增加——相比风险越来越大的股票和其他股权，投资者更愿意投资于债券。这也是由新兴市场的储备积累驱动的。这一趋势很可能会继续下去，除非政策发生重大变化。
- **投资**：全球金融危机导致先进经济体的投资率下降，这一趋势很可能持续下去。

上世纪 80 年代初以来，全球范围内的所有期限资产的利率（或收益率）都已下降，其幅度远远大于通胀预期的降幅。这意味着，实际利率（经预期通胀调整的借款人支付的利率）已下降。各国的十年期实际利率已从上世纪 80 年代的 5.5% 下降到 90 年代的 3.5%，2001-2008 年进一步下降到 2%，2008-2012 年则降到 0.33%（图 1）。



过去三十年里，全球经济和金融一体化加强，在这种环境下，实际利率（特别是较长期的实际利率）目前主要由共同的全球因素决定。

上世纪 80 年代和 90 年代初，实际利率的变化主要是由货币政策主导的，而在 90 年代剩下的时间里，先进经济体财政政策的改善是引起实际利率下降的主要因素。然而，上述因素在最近都起了至关重要的作用。

我们在研究中构建了很多国家实际利率的一组新数据，用以详细分析这些因素，并预测实际利率以及资本成本的未来走势。

储蓄热潮与投资者偏好

本世纪头十年中期实际利率的下降往往被归因于两个因素：

- 新兴市场经济体（特别是中国）的储蓄热潮；
- 投资者偏好转向固定收益资产（如债券）而非股权资产（如股票）。

这些因素对全球范围内的实际利率造成向下的压力，而股权投资的预期回报率上升。

本世纪头十年中期，新兴市场经济体（特别是中国）的储蓄大幅上升，这对实际利率下降所起的作用超过一半（图 2）。这种上升在一定程度上被先进经济体储蓄的下降所抵消。新兴市场经济体在这一期间的收入快速增长看来是导致储蓄增加的最重要因素。

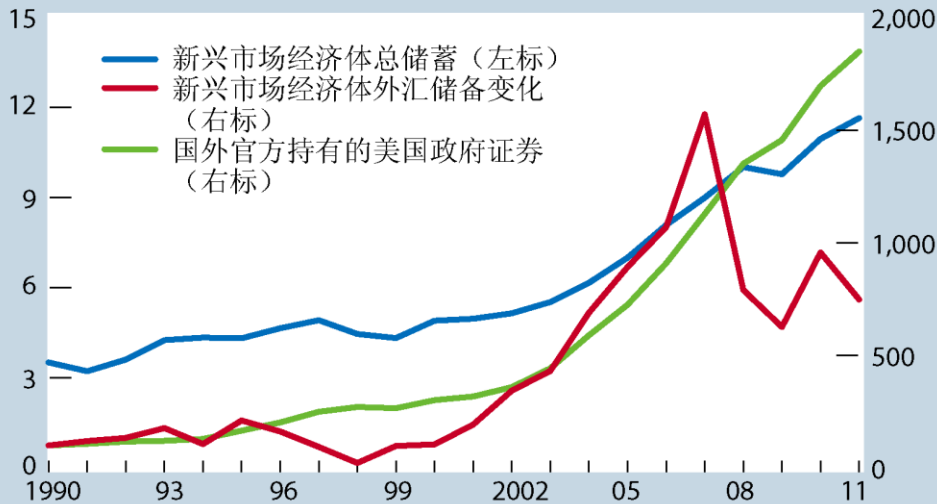
图2

储蓄热潮与证券投资变化

新兴市场经济体的储蓄继续快速增长；新兴市场官方储备以及国外持有的美国政府证券都已增加。

（占全球GDP的百分比）

（指数，1990年=100）



来源：Beltran, Daniel O. 等人，2013年，“国外持有的美国国库券与美国国库券收益率”，《国际货币与金融杂志》第32卷第1期，第1120-1143页；以及基金组织工作人员的计算。

在本世纪头十年实际利率的下降中，有一半以上可以归因于对债券相对需求的增加。之所以产生这种变化，一方面是因为股权投资的风险增大，另一方面也是由于新兴市场经济体为积累更多官方储备而增大了对安全资产的需求。全球危机后，这两个因素都继续促使实际利率下降，尽管现在的下降步伐更为缓慢。

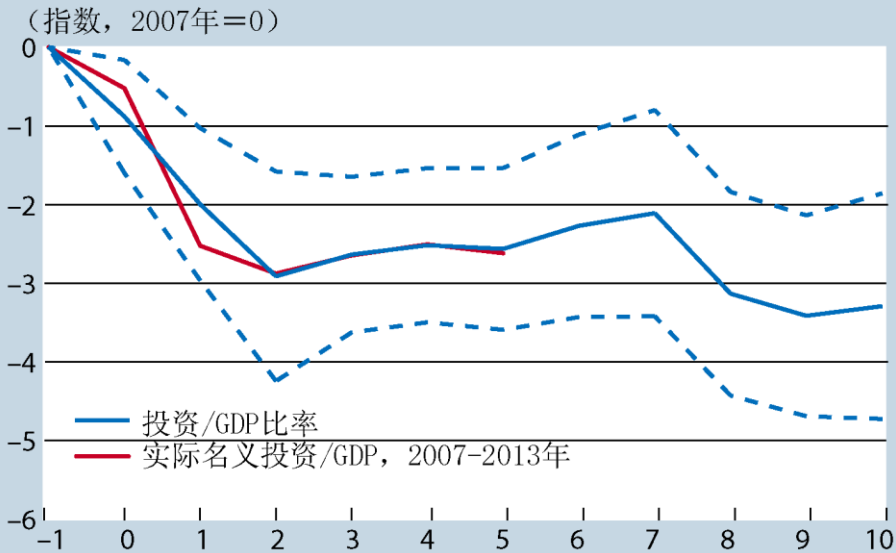
今后的预期趋势

全球金融危机的伤疤使先进经济体的投资持续大幅下降。这在很大程度上也导致了利率的近期下降。危机对储蓄的影响较弱。我们的研究发现，全球金融危机的影响在今后五年内很有可能持续存在，许多先进经济体的投资/GDP 比率不太可能回到危机前水平（图3）。

图3

金融危机对先进经济体投资的影响

先进经济体的投资在GDP中所占比重很可能继续处在低水平。



预期实际利率和资本成本仅将缓慢上升的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实际产出与潜在产出之间的显著缺口。但分析表明，即使这种缺口消失，实际利率和资本成本可能仍将继续处于相对低的水平。

政策方面，如果实际利率低于实际GDP增长率，增加公共投资不一定导致中期内公共债务对GDP比率上升：较快的经济增长将为额外债务负担提供融资。

关于货币政策，持续一段时期的低实际利率可能意味着，中性政策利率（即与潜在增长率相一致的利率）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，名义利率降到零下限的可能性也会增大。这进而可能对货币政策产生影响。

最后，在实际（和名义）利率持续居低的环境下，金融机构可能会通过承担更多风险而寻求更高的实际（和名义）收益。这进而会加剧金融部门的系统性风险，因此，实施适当的宏观和微观审慎监督对于维护金融稳定至关重要。

- 基金组织将于 4 月 9 日发布《世界经济展望》全球预测。

相关链接：

[阅读完整的研究报告](#)

[新兴市场的增长](#)

[博客：奥利弗·布兰查德](#)

[2014 年世界经济展望](#)