

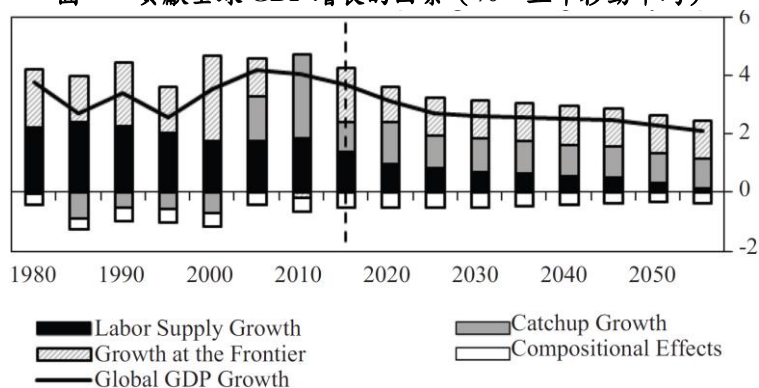
《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

人口老化長手尾 實質利率跌一厘

全球通脹低企之謎探討過了；通脹不升，息自然低。但緣何兩者相減的實質利率，同樣呈現長期低迷之勢？這又要大做文章了，儘管背後的解釋來來去去都是那批因素。早前在《國際央行期刊》有一文章，為此賦予了相當直覺的解釋，現一連兩週介紹。

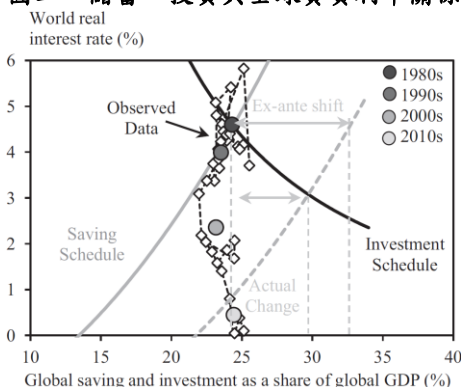
直觀而言，這類長線問題多有結構性因素在背後。圖一顯示全球經濟增長的貢獻，拆開為人數和制度（即人均質素），後者包括教育、收入分佈、財政和科技發展；另有「落後追上先進」一項，而成份效應則佔不多。二、卅年前，增長主要靠人數和制度，但近年人口因素一路縮，展望四十年後，幾乎只剩質素和追趕兩項貢獻，人口幾無。

圖一：貢獻全球 GDP 增長的因素（%，五年移動平均）

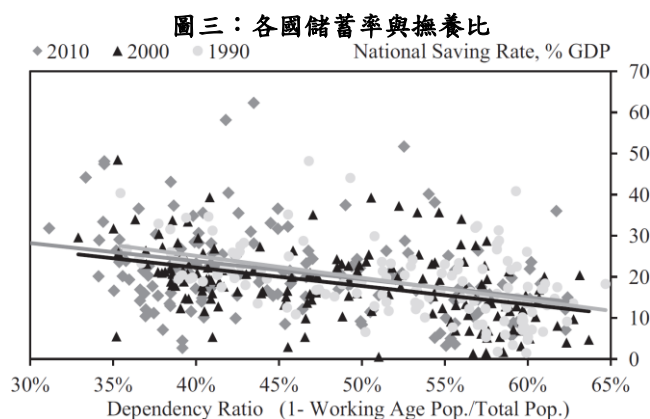


人口增長縮怎影響？圖二為典型的利率價格供求圖，價格軸為實質利率，橫軸供、求分別為儲蓄和投資曲線，兩者皆佔全球 GDP 計。隨着人口老化，防禦性儲蓄增加，供應曲線右移。世人本來預期投資曲線也右移（投資佔比增加）以維持實質利率不變，豈料幾十年來投資佔比不增反減，故數據軌跡是儲蓄/投資佔比不變而實質利率下跌。

圖二：儲蓄、投資與全球實質利率關係

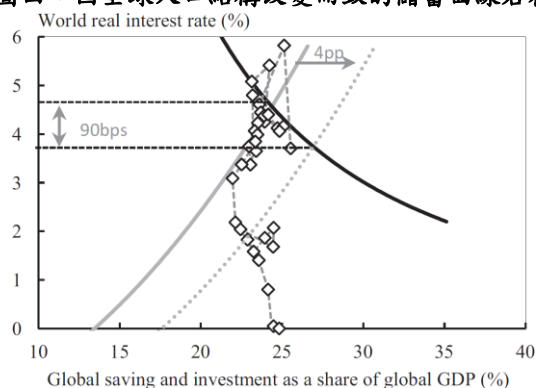


不過，隨着老化推升撫養比，儲蓄率應有所回落，如圖三示。



綜合上述人口增長縮對儲蓄曲線一正一負影響，圖四計算顯示，人口結構改變推升儲蓄率4%，在投資曲線不變下，實質利率下跌90基點，即近1厘。

圖四：因全球人口結構改變而致的儲蓄曲線右移



參考：Lukasz Rachel and Thomas D. Smith (2017), “Are Low Real Interest Rates Here to Stay?” *International Journal of Central Banking* 13 (3), 1 – 42, Sep.

羅家聰
環球金融市場部