

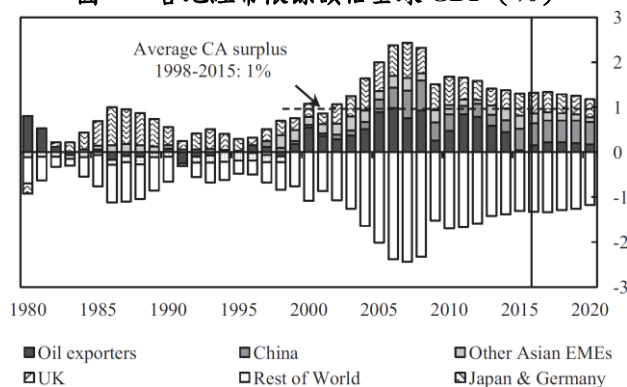
《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

貿易失衡是因由 實息長線看人口

上週引述了《國際央行期刊》一文（見參考），以人口老化這因素右移供應曲線，推低了實質利率接近 1 厘。這個因素大概在 1990 年代後期開始發生，為戰後半世紀，嬰兒潮將近退休，適逢互聯網興起，新興市場也始崛起，全球的收支出現結構失衡。

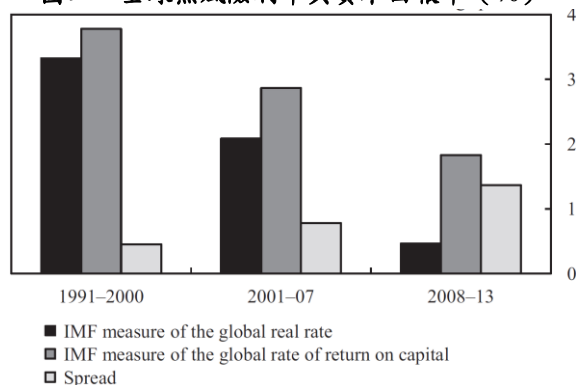
圖一為全球各地經常帳餘額佔 GDP，無甚新鮮，零以上的盈餘國多為亞洲國家，頂多連同英、德、日。儘管海嘯過後全球貿易保護主義抬頭，但失衡仍在 1% 之上。

圖一：各地經常帳餘額佔全球 GDP (%)



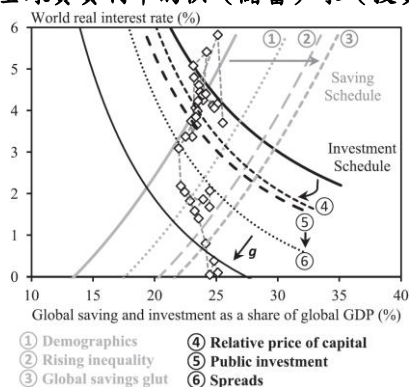
由於這種失衡很大程度是生產轉移新興國家的結果，故失衡程度照理跟投資掛鉤，即愈失衡反映先進投資在新興的量愈大。既然做得生產轉移，背後定必符合成本效益，故如圖二所見，即使全球利率整體上呈跌勢，但資本回報率跌的速度顯然相對較慢。

圖二：全球無風險利率與資本回報率 (%)



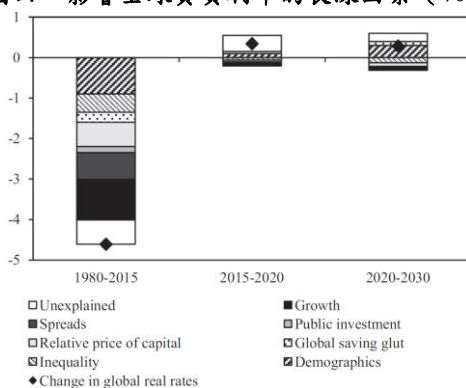
上週提到，如圖三示，人口結構改變使儲蓄曲線右移。而相對慢跌的資本回報率，理論上有利紓緩投資曲線左移速度，純粹因此的位移應僅至圖中的④。但因全球息跌，故總的利率效應位移至⑥；加上全球增長前景弱（*g*），結果投資曲線左移程度大了。

圖三：全球實質利率的供（儲蓄）求（投資）變動



然而，隨着新興國的生產成本普遍上升，加上需求轉弱，生產轉移的回報亦將跌。因此圖四所見，未來不利全球實質利率的因素將較前大為減退，展望 2020 至 2030 年，人口將是影響實質利率的主要因素，且是利好而非利淡。

圖四：影響全球實質利率的長線因素 (%)



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