

# 自然利率真的在上升吗

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

在2018年5月15日，旧金山联储主席威廉姆斯就自然利率发表了演讲，提到：在当前的经济环境下，重要的是要区分强劲的经济状况和支撑利率的长期驱动因素。有三个因素——人口结构、生产率增速和对安全资产的需求——都指向自然利率（ $r\text{-star}$ ,  $r^*$ ）在相当长一段时间内保持在低水平。

今天我将讨论的是未来数年的利率走向，以及驱动这些变化发生的经济基本面因素。 $r\text{-star}$ 是影响我对货币政策的思考的一个关键因素。我将描述 $r\text{-star}$ 是什么、它的走向，以及它将如何影响利率的方向。

## R-star和新常态

$r\text{-star}$ 是什么，为什么它在考虑利率时如此重要？

$R\text{-star}$ 是经济学家所说的自然利率：当经济全力运转时，预期的实际利率将会上升。尽管美联储等央行设定了短期利率，但**自然利率是受央行和货币政策的影响以外的长期经济因素影响的结果**。与这一定义相一致，我的讨论将集中在未来十年的长期自然利率，而不是一个短期运行的概念，它可能随着经济的发展而逐年波动。

**我自己的观点是，当前自然利率大约是0.5%**。假设通货膨胀率在2%的目标运行，这意味着典型的、常态的短期利率为2.5%。相比之下，在联邦公开市场委员会（FOMC）最近的经济预测中，联邦基金利率的中长期中值为2.875%。从历史上来看，自然利率处于一个非常低的水平——事实上，比20年前的常态利率低了整整2个百分点。这种趋势并不是美国独有的，以加拿大、欧元区、日本和英国的平均水平来看，全球自然利率的估计值略低于0.5%。

自然利率很重要，因为它是未来短期利率的锚。在一个低自然利率的世界里，政策制定者、银行、企业和家庭都需要为比过去几十年更低的利率做准备。

最近，一些经济学家和央行官员指出，有迹象表明，自然利率将会上升。我希望我能如此乐观，但我还没有看到令人信服证据证明这种转变。长期驱动因素仍然指向低自然利率和相对较低利率的新常态。

## 自然利率的驱动因素

我已经提到过，自然利率是由长期的结构性因素驱动的，超出了央行的影响。但这些因素是什么，并且如何影响自然利率？

在过去20年里，**全球三个主要的因素导致自然利率在一些发达经济体中下降：人口结构的变化，生产率增速的放缓，以及对安全资产的需求增加。**

人口结构的变化对自然利率的影响是多方面的。人们的寿命更长：在过去的30年里，发达国家的人均寿命增长了近5年，并且预计将继续上升。当人们期望寿命更长时，他们倾向于为退休储蓄更多，增加的储蓄给利率带来了下行压力。

尽管人们的寿命更长，但美国的劳动力增速实际上已经放缓，这主要是由于婴儿潮一代的退休和较低的生育率。事实上，未来十年，劳动力增速预计每年仅为0.5%，远低于过去的趋势。加入劳动力大军的人更少，意味着**工作、生产和消费的人更少，这将导致经济增长放缓，投资减少，进而导致自然利率下降。**

同样的事情也发生在生产率增速上，生产率增速比前几十年有所放缓。在上世纪90年代和本世纪初，互联网和计算能力的爆炸式增长，导致年生产率平均提高了2%至3%。自经济衰退以来，生产率增速通常在1%左右。

总之，生产率增长受到技术创新的影响，而技术创新是出了名的难以预测。在我的家乡加州，世界似乎日新月异，但如果我们看看经济合作与发展组织（OECD）的数据，就没有迹象表明，我们可以指望在国际范围内实现生产率增长的飞跃。虽然我可以希望我们正处于另一项重要发明的边缘，比如互联网，但目前的数据表明，生产率增长仍处于低速状态。

第三个也是最后一个影响自然利率的因素是，过去20年的全球对安全资产的高需求。这降低了美国国债和安全短期贷款的回报率（相对于公司债券和股票等风险较高的资产），从而压低了自然利率。

## 积极的展望

---

人口结构、生产率增速以及对安全资产的需求所带来的悲观情绪可能会出人意外。我们现在处于美国历史上第二长的扩张时期，和大多数人一样，**我对国内外的经济前景非常看好。**

美国去年的GDP增速约2.5%，失业率是18年来最低的，通货膨胀率接近美联储2%的目标。

最新的通胀数据显示，我们在2017年看到的通胀下降是暂时的。这让我很安心，**去年下半年我曾预测今年通胀将开始上升。**

展望未来，我预计经济将继续扩张，今年和明年的GDP增速将在2.5%左右。

有一些推动力可以解释这种强劲的经济表现。这些因素包括强劲的金融环境、坚实的全球增长和财政刺激。事实上，国际货币基金组织最近报告称，2017年全球经济增长率为3.8%，预计今年和明年将接近4%。

## 自然利率回归的乐观观点是错误的

---

正是这些强劲的推动力让一些人相信我们会看到自然利率的回归。但是，就像我说的，这种乐观是错误的。

回到三个驱动因素：人口结构、生产率增长和全球安全资产需求。

在人口结构方面，我听到的讨论是婴儿潮一代是特殊的，他们的影响会慢慢地从数据中走出，即一旦这一代人退休，劳动力的增速将会回到近几十年来的速度。但旧金山联储员工的研究显示，**寿命的延长和储蓄倾向是将自然利率保持于低水平的关键人口因素，而这不会发生逆转。**

我们将看到人们活得更长久并且储蓄更多，但这对自然利率来说都是坏消息。

第二件事是，由于财政刺激，更具体地说是减税，对生产率增速的乐观情绪更多。原则上，如果企业的税收负担更轻，它们将有更大的动力投资于资本设备和研发，这将推动生产率的增长。

尽管我同意**降低企业税率会刺激投资和提高生产率，但对自然利率的影响可能相对较小。**根据我自己的计算，在未来10年里，财政刺激措施将使自然利率增长不超过0.25个百分点。这一温和的影响部分是因为减税政策是前置的（front-loaded），也就是说，**减税在未来几年对经济增长的影响要比后几年更大。**

此外，重要的是要记住，自然利率受到全球经济状况的影响，而不仅仅是美国。美国经济增长的改善促进了全球经济增长，但如果其他国家不跟随改善，对自然利率的影响将相对温和。

第三个主要因素是对安全资产的需求。**理论上，在如此强劲的经济条件下，我们应该看到对风险更高的投资的兴趣增加，从而推高整体利率，这是有道理的。但至少到目前为止，数据中并没有出现这种情况。**

这三个驱动因素——人口结构、生产率增速以及对安全资产的需求——都指向一个在相当长一段时间内保持低位的自然利率。

## 货币政策

---

我将讨论所有这些对货币政策和利率走势的影响。

在全球金融危机之后，美联储降息并保持低利率以刺激经济并使其恢复元气。既然经济扩张已经开始，我们正处在货币政策正常化和提高利率的过程中。根据我们3月份会议的预测，**联邦公开市场委员会指出，今年将有三到四次加息，并在未来两年进一步逐步上调利率是合适的。我认为这是货币政策的正确方向。**

在5月初的最近一次会议上，我们决定不改变联邦基金利率，这与我们的政策正常化的渐进步伐一致。

但是，即使在提高利率的时候，我也意识到驱动自然利率的基本因素比我们过去看到的要低。随着短期利率的新常态在2.5%附近，利率将相对于历史经验保持在较低水平。

## 结论

---

总之，区分当前强劲的经济状况和驱动利率的关键长期因素是很重要的。我总是密切关注短期经济前景和决定更根本变化的长期因素。数字告诉我，就目前而言，自然利率继续引导着货币政策，但保持在稳定的低水平。

来源：<https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/may/are-future-fortunes-of-r-star-really-rising/>