

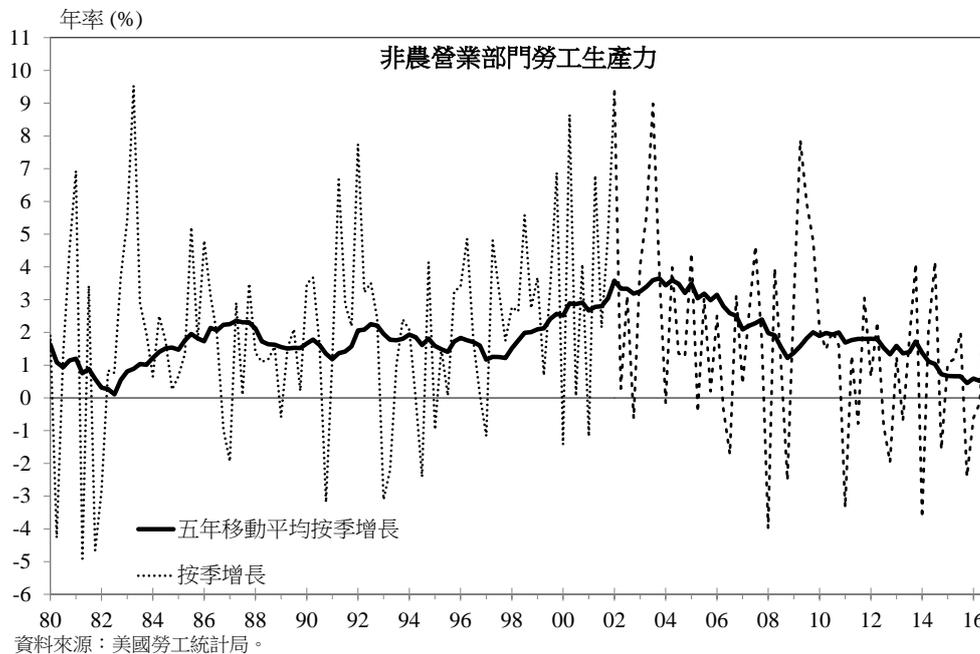
## 專題 2.1

### 美國生產力增長減慢及其經濟影響

環球金融危機後，美國勞工生產力增長進一步減慢，令人擔心其中長期經濟增長的前景，特別是有見於美國在環球經濟有舉足輕重的地位。本專題概述美國勞工生產力的情況和一些可能造成其近期增長放緩的原因，以及對美國經濟前景和貨幣政策的影響。

在本專題，勞工生產力指每工作一小時的產量。按五年移動平均數計算，以撇除按季增長的短期波動，可見過去十多年以來，美國勞工生產力增長有所減慢(圖)。事實上，按平均每年增幅比較，勞工生產力由一九九八至二零零二年 3.3% 的快速增長，減慢至二零零三至二零零七年的 2.3%。環球金融危機後，增長放緩情況更為顯著，二零一一至二零一五年期間，平均每年增幅只有 0.6%，是自二十世紀八十年代初經濟衰退以來，增長最慢的五年。

圖：近年美國勞工生產力增長放緩情況更為顯著



對於美國勞工生產力增長減慢，過往研究有不同的解釋。一些經濟學家<sup>(1)</sup>認為主要原因是二零零八及二零零九年經濟衰退嚴重，對私人投資造成長時間的影響。他們解構美國勞工生產力增長的因素時，發現資本深化自二零一零年開始轉弱，是重要的拖累。他們指出，在經濟前景不明朗下，營商氣氛審慎和需求疲弱，令擴大產能的需要減少。此外，環球金融危機後，去槓桿化情況普遍，加上油價急挫打擊能源相關行業，也令投資疲態加劇。以上種種均抑壓投資以至生產力增長。不過，留意到美國勞工生產力增長趨勢已減慢多時，因此可以合理猜測背後或受到一些更深層的結構性因素所影響。

(1) Furman 在二零一五年彼得森國際經濟研究所 (Peterson Institute for International Economics) 發表的演辭，題為「先進經濟體的生產力增長：過去、現在和今後可借鑑的經驗」(“Productivity Growth in the Advanced Economies: The Past, the Present, and Lessons for the Future”)。

歐洲中央銀行，二零一六年，《美國勞工生產力增長放緩－一般事實和經濟影響》(“The slowdown in U.S. labour productivity growth – stylised facts and economic implications”)，《經濟公報》(Economic Bulletin) 第 2 號。

## 專題 2.1 (續)

在結構性因素方面，經濟學家提出若干可能的解釋，其一是生產力增長放緩與美國經濟結構改變有關。有些經濟學家指出，美國的生產活動日益偏重上游生產工序和高科技行業，兩者皆以服務為主，增值能力較高，並涉及開發和拓展新科技，因此生產力的增速較慢<sup>(2)</sup>。不過，由於不同生產階段的生產力一般不能直接觀察得到，因此這個解釋缺少直接數據證實。

另一種假設認為，美國經濟陷入「長期停滯」的狀態<sup>(3)</sup>，多項結構性因素導致總體需求不足，投資遠低於儲蓄。舉例而言，隨着人口平均年齡上升，家庭住戶整體而言或會增加儲蓄的份額，為退休作準備。此外，投資乏力可能是源於美國經濟的資本密集程度降低，反映服務業主導的經濟體需要較少有形資本，以及科技和互聯網相關行業冒起，令創業成本明顯下降。鑑於名義利率調至低於零可能產生副作用，加上通脹預期偏低，實質利率未必能在負數的區域充分往下調，以平衡儲蓄和投資。經濟或會因此長期困於流動性陷阱和負產出缺口之中。

不過，上述「長期停滯」這個解說的論據，亦有不足之處。創業成本下降其實可以鼓勵更多創業活動，而理論上隨着更多人踏入退休年齡，人口老化令儲蓄增加的情況亦會逆轉。此外，近期一項研究<sup>(4)</sup>顯示，美國的生產資本回報在環球金融危機時急挫，隨後迅速回升；業務資本的稅後回報已超越金融危機前的水平，並遠高於「長期停滯」論說所預測的負實質利率。

有些經濟學家集中剖析美國經濟在供應方面所面對的阻力，指科技進步的效益遞減、人口老化、教育水平見頂、私債和公債積壓等結構性不利因素，均削弱美國經濟的增長潛力<sup>(5)</sup>。這個解釋的其中一個核心部分的論點是，電腦和互聯網發展對勞工生產力的提振作用自二零零零年開始減緩，而近期科技進步的革新程度亦遜於過往的發展。

然而，創新是一系列獨立發明出現後逐步改進的過程，現階段斷定近期的創新技術(例如機械人、大數據和生物醫學技術提升)沒有重大革新，對刺激生產力增長成效不大，實屬言之過早<sup>(6)</sup>。再者，一個經濟體在科技上的進步，以及科技所能帶來的效益，亦要視乎政策制訂、監管環境和背後市場動力而定。

- 
- (2) Spisi 及 Viridi，二零一六年，《美國生產力增長向下游流動》(“U.S. Productivity Growth Flowing Downstream”)，達拉斯聯邦儲備銀行《經濟通訊》(Economic Letter) 第 11 卷第 12 號。
- (3) Summers，二零一四年，《美國經濟展望：經濟長期停滯、滯後效應和零利率下限》(“U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”)，《商業經濟》(Business Economics) 第 49 卷第 2 號。
- (4) Gomme 及其他作者，二零一五年，《經濟長期停滯與資本回報》(“Secular Stagnation and Returns on Capital”)，聖路易斯聯邦儲備銀行《經濟概要》(Economic Synopses) 第 19 期。
- (5) Gordon，二零一二年，《美國經濟增長是否告終？創新步伐放緩與六個不利因素》(“Is U.S. economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds”)，經濟政策研究中心《政策剖析》(Policy Insight) 第 63 期。
- (6) Mokyr，二零一三年，《科技進步是否已成歷史？》(“Is technological progress a thing of the past?”) (<http://voxeu.org/article/technological-progress-thing-past>)。

## 專題 2.1 (續)

此外，有推測指創新效益對生產力的提升可能被低估，因為統計數字未必能完全計及產品質素隨時間提升和有新產品推出。然而，有意見反提出，相關問題在美國勞工生產力增長放慢前早已存在；也有人質疑其影響的重要性，儘管這問題或許存在<sup>(7)</sup>。

總括而言，美國勞工生產力增長減慢是否屬結構性質，或純粹短暫現象，現時還未清楚；因此，勞工生產力的增長前景仍會是美國經濟的一個重要不明朗因素<sup>(8)</sup>。倘若生產力增長長期持續緩慢，特別是勞動人口增長料會減慢，便會削弱美國經濟的增長潛力，對往後國際貿易往來和環球經濟復蘇增添障礙。此外，其他先進和新興經濟體是否已同樣出現勞工生產力增長放緩的情況，是一個層面更廣的議題。

在美國貨幣政策制訂方面，長遠而言，美國勞工生產力增長減慢，會令實質中性利率(即與潛在產量水平和穩定通脹相符的實質利率)的均衡點下降。

表：美國聯儲局聯邦公開市場委員會與會者於不同時期對較長期實質國內生產總值增長和聯邦基金利率的預測

預測日期	實質國內生產總值增長(%)		聯邦基金利率(%)	
	集中趨勢	中位數	集中趨勢	中位數
二零一四年三月	2.2 至 2.3	不適用	不適用	4.0
二零一四年六月	2.1 至 2.3	不適用	不適用	3.8
二零一四年九月	2.0 至 2.3	不適用	不適用	3.8
二零一四年十二月	2.0 至 2.3	不適用	不適用	3.8
二零一五年三月	2.0 至 2.3	不適用	不適用	3.8
二零一五年六月	2.0 至 2.3	2.0	3.5 至 3.8	3.8
二零一五年九月	1.8 至 2.2	2.0	3.3 至 3.8	3.5
二零一五年十二月	1.8 至 2.2	2.0	3.3 至 3.5	3.5
二零一六年三月	1.8 至 2.1	2.0	3.0 至 3.5	3.3
二零一六年六月	1.8 至 2.0	2.0	3.0 至 3.3	3.0
二零一六年九月	1.7 至 2.0	1.8	2.8 至 3.0	2.9

美國聯邦儲備局(聯儲局)近年多次調低較長期實質國內生產總值增長和聯邦基金利率的預測數字<sup>(9)</sup>(表)，反映上述觀點漸獲接納。較長期國內生產總值增長預測的中位數在二零一六年九月下調至 1.8%，低於一九九六至二零一五年期間每年 2.4%的趨勢增長率；較長期聯邦基金利率預測的中位數亦有所下調。此外，與生產力增長減慢相關的不明朗因素，亦令美國目前經濟狀況和增長前景更難評估，使聯儲局對加息時間和步伐的決定愈加複雜。

(7) Byrne 及其他作者，二零一六年，《到底美國生產力是否放緩，還是測量方面出了問題？》(“Does the United States Have a Productivity Slowdown or a Measurement Problem?”)，《布魯金斯經濟活動論文集》(Brookings Papers on Economic Activity) 二零一六年春季刊。

Syverson，二零一六年，《就以測量誤差解釋美國生產力放緩提出的質疑》(“Challenges to Mismeasurement Explanations for the U.S. Productivity Slowdown”)，美國國家經濟研究局《工作論文》(Working Paper) 第 21974 號。

(8) 耶倫在二零一六年六月費城世界事務協會(The World Affairs Council of Philadelphia)發表的演辭，題為「美國經濟現況與前景」(“Current Conditions and the Outlook for the U.S. Economy”) (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160606a.htm>)。

(9) 耶倫在二零一六年八月傑克遜霍爾經濟研討會(Jackson Hole Economic Symposium)發表的演辭，題為「聯邦儲備局的貨幣政策工具：過去、現在與未來」(“The Federal Reserve’s Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future”) (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160826a.htm>)。