

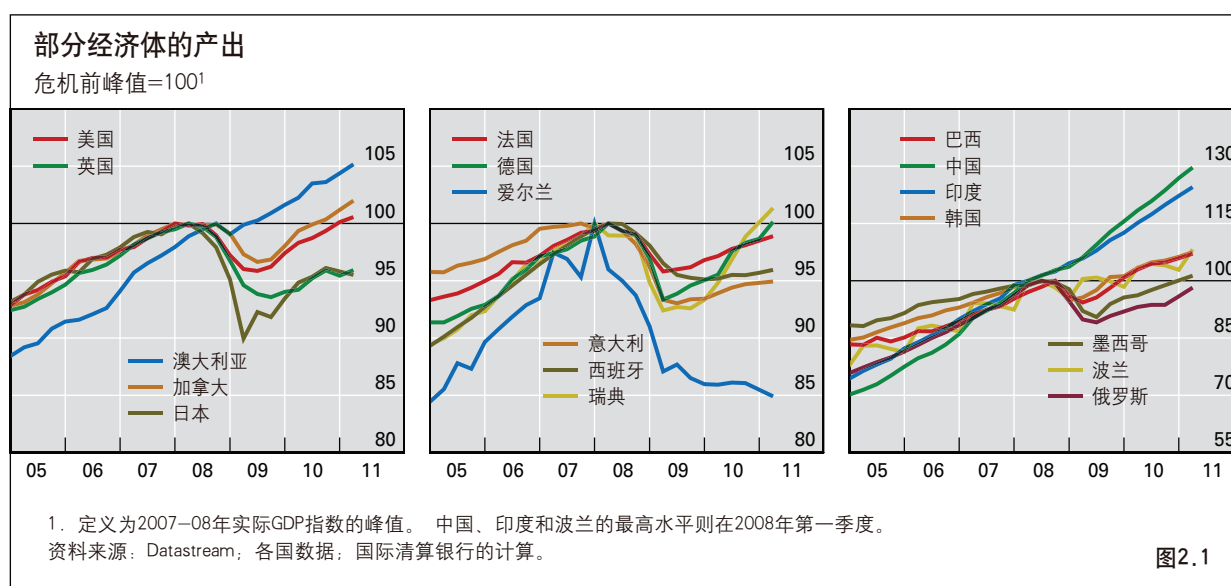
## 第二章 为可持续增长奠定新的基础

在一些发达经济体中，伴随经济繁荣增长而出现的种种失衡仍然存在。其中一些国家的金融和建筑部门规模扩大到了与实体经济其他部门不相称的地步，将不得不收缩。住户和公司在房产繁荣时期举债，这增加了它们应对未来冲击的脆弱性，也可能阻碍经济增长。有些国家的政府在经济繁荣期削减了债务，其中不乏大幅削减的例子。不过，回顾过去，公共财政的改善，其中相当大的部分是房产繁荣直接或者间接相关的，因而也是暂时性的。

雷曼兄弟破产导致很多发达经济体陷入了大萧条以来最严重的衰退。几乎三年过去了，大多数发达经济体的产出水平都还没有超过危机前的水平（见图 2.1，左图和中图）。导致危机的种种失衡，正是这些经济体复苏乏力的原因之一。

相比之下，新兴经济体的增长速度要快很多（见图 2.1，右图），但是有些国家存在着自身经济失衡扩大的风险。例如，有些新兴市场的房产价格飙升，势头类似于某些发达经济体在危机前的房产繁荣期，私人部门债务水平也快速上升。当然，这些国家的上述指标起点较低，但是某些发达国家曾经也是这样的，包括 21 世纪初期的爱尔兰和西班牙。

本章的第一部分简要回顾房产繁荣年代的经济增长和有关失衡，随后的三个部分讨论行业失衡、私人部门负债和财政面临的挑战，然后在最后一部分讨论经济政策可以吸取的教训。



## 失衡、金融危机和经济增长

全球金融危机在多方面带来了高昂的成本，特别是在产出方面。主要发达经济体或许正在恢复到危机前的产出水平，但是，除了澳大利亚之外，生产水平都远低于这些国家在危机前的经济增长轨道上应该达到的水平。如果要挽回这些损失，需要超出趋势水平的扩张持续相当长一段时间，但是由于种种原因，这似乎并不可能发生。第一，大衰退带来的经济损失，包括长期失业带来的人力资本损失，可能会影响未来多年的增长。<sup>1</sup> 第二，在危机到来之前的好几年中，推动经济增长的因素，是一系列不可持续的失衡，这些失衡的调整会影响经济增长，直至多余的生产能力被消化掉。

这些失衡的存在，也意味着使用危机前的增长来推断复苏的情况是不合适的，也不能由此来指导政策制定。繁荣增长年代中到位的一些（人力和物质）资本，其用处不如原先料想的大。建筑和金融部门的投资中，相当一部分就属于这种情况。危机之前的增长不可持续，也需要反映在对于潜在产出的衡量中，这对于政策讨论是重要的。为了有助于政策讨论，需要调整衡量方式，尤其是依赖对于物质和人力资本存量估算的方式，需要根据这些资本的荒废情况进行调整。<sup>2</sup>

历史记录支持关于系统性银行危机导致产出与趋势相比出现长期甚至是永久性损失的说法。最近对于金融危机成本的文献进行了概览，发现危机后的增长通常都不够强劲，无法使产出回到危机前的趋势上。<sup>3</sup> 换言之，危机中出现的产出损失恐怕永远无法找回来了。

现在困扰着发达经济体的问题，其根源来自危机之前的繁荣增长。危机前的数年中，许多国家的房价上涨（图 2.2），房价上涨最为强劲的国家也往往是受危机影响最严重的国家，例如爱尔兰、西班牙和英国。不过，也是有例外的。法国的房价增长基本和西班牙差不多，但是法国却躲过了许多国家出现的金融部门问题。此外，房价总体没有升高的德国和日本，反而遭遇了发达国家中最为严重（尽管是短期）的产出萎缩。<sup>4</sup>

住户和公司部门的信贷扩张拉动了房地产的升值。<sup>5</sup> 在所有出现了房产繁荣增长的国家中，住户债务与 GDP 之比都上升了，大大超过了其长期趋势。非金融公司也增加了借贷，美国则是例外。从图 2.3 中的左坐标中可以看到，爱尔兰和西班牙的非金融公司债务比率大大上升，大部分贷款用于为房地产融资。尽管如此，负债程度的增加与债务相对应的房地产的市场价格相比要小得多。在西班牙，房地产公司的债务对总资产之比从 2000 年的 50% 增加到 2007 年的 63%。

住房和信贷繁荣，改变了产出的部门构成。在每一个住房价格上升的经济体中，建筑行业的相对权重增加了。2007 年，建筑业雇用了西班牙总就业人口的 13%，十年之前是 10%（图 2.4，左图）。在爱尔兰，这一比例增加更快，从 8.5% 增加到了 13%。衡量建筑业在总附加值中的份额也出现了类似的情况。<sup>6</sup> 加拿大、

危机的产出成本似乎尚未得到抵补……

……恰如之前历次危机所预示

房价的繁荣……

……私人部门债务的积累又推波助澜

1. 比如，OECD 数据显示，美国失业超过一年的失业人员占失业总人口的比例从 2006 年的 10.0% 增加到了 2009 年的 16.3%。

2. 见 P. Gerlach, 《全球产出缺口：衡量问题与区域差异》，载《国际清算银行季报》，2011 年 6 月，第 29-37 页。

3. 巴塞尔银行监管委员会，《关于提高资本和流动性要求的长期经济影响的评估》，2010 年 8 月。

4. 这两国的产出下降，主要原因是国际贸易的萎缩，而不是其国内问题。

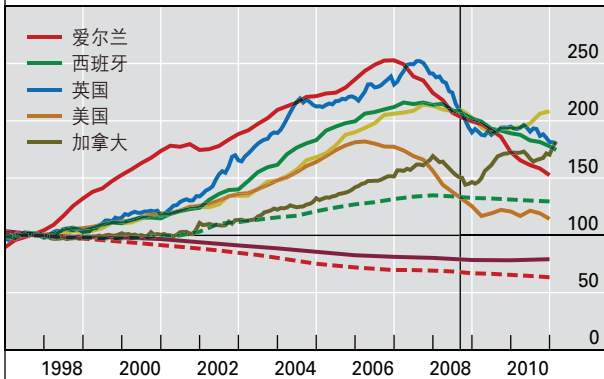
5. 见 2010 年 6 月国际清算银行发布的第 60 期年报，第 10-12 页。

6. 从 1997 年到 2007 年，西班牙和爱尔兰建筑业在 GDP 中份额的增长分别为从 6.5% 到 10%，以及从 5% 到 8%。

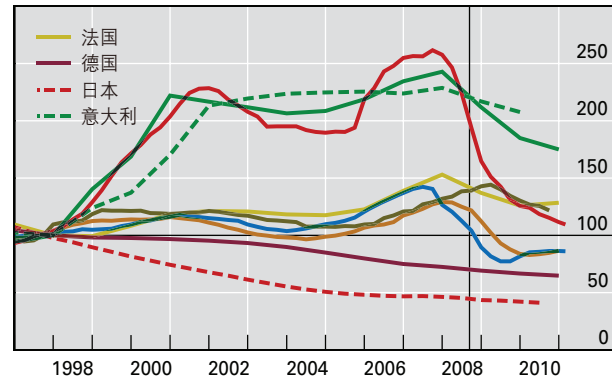
## 住宅和商用地产的实际价格<sup>1</sup>

1997年平均值=100

### 住宅



### 商用地产



垂直线标出的日期是2008年9月15日，即雷曼兄弟申请第十一条破产保护的日期。

1. 使用消费物价平减。

资料来源：各房地产协会；各国数据。

图2.2

英国和美国的建筑业在就业和 GDP 中的份额也提高了，但是幅度远逊于爱尔兰和西班牙。

对抵押贷款的需求推动了金融部门的增长

伴随房地产价格上升，房地产金融快速扩张，这是危机前金融部门高速发展的一个因素。以各种方式衡量，爱尔兰金融行业的扩张都是最为迅猛的，金融机构的资产从 2002 年十倍于 GDP（这已经是相当高的水平了），发展到了危机前夕的 20 多倍（图 2.4，右图）。金融中介占爱尔兰经济创造的附加值的比例从 1997 年的约 6% 增加到 2007 年的超过 10%（见图 2.4，中图）。应该承认，在增加的过程中，外资设在都柏林的金融机构占到了一定份额，这些机构和爱尔兰经济中的其他部分关联不大，但是国内银行的资产负债表也大幅扩张了。与爱尔兰不同，西班牙不是一个离岸金融中心，但是国内银行的资产负债表也迅速扩张。银行资产与 GDP 之比从 2000—2003 年稳定的 2.6 增长到危机前的 4 以上。

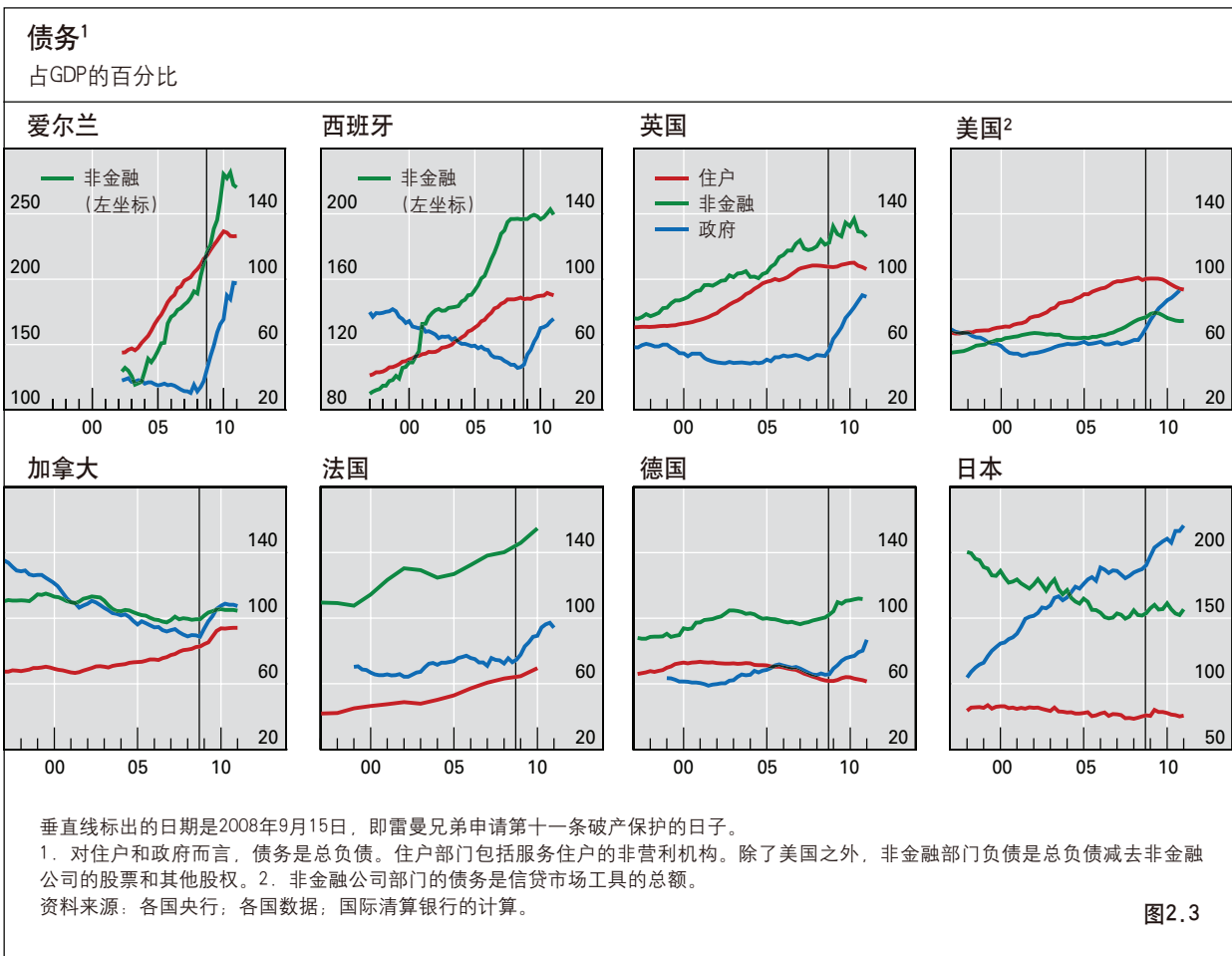
房价的下跌彰显了结构性的弱点

信用和住房繁荣增长、与此相应出现了建筑行业和金融部门的扩张，从而带来了经济增长率的大幅提高，这种提高终究是不可持续的。2006 年，美国住房价格停止上涨，随后开始下跌，第一次揭示了这一点。那些信用程度完全依赖未来房价增值的借款人最先违约。随着房产价格继续下跌，损失从次级抵押贷款扩散到了优质抵押贷款部门。其他国家的房价到达峰值的时刻晚于美国，所以住房抵押的冲销值增加也比美国晚。不过，在爱尔兰、西班牙和英国等国中，对于非金融公司部门的不良贷款大幅增加，尤其是房产开发商的贷款。

建筑部门收缩……

金融危机和大衰退使得部门趋势发生逆转。建筑行业的萎缩幅度，超过了危机之前的扩张，这可能与存在大量未出售存量住房有关。从 2007 年到 2009 年，西班牙和爱尔兰住房部门的收缩速度大大快于其他国家建筑周期的衰退阶段。在德国，建筑在总就业中的份额从 1995 年的两德统一建筑繁荣阶段的 8.5% 降到了 2006 年的 5.5%，10 年之内降低了 3 个百分点。在西班牙和爱尔兰，该份额在三年中分别下降了 4 个和 6 个百分点。<sup>7</sup>

7. 关于上一轮建筑繁荣更加全面的讨论，国际清算银行第76期年报，2006年6月，第26—28页。



只有金融行业没有出现收缩的迹象。其在爱尔兰附加值中的份额降低了，不过在西班牙和美国则没有变化。几乎每个国家的金融部门资产与GDP之比都在继续上升，其中部分原因是采取了前所未有的公共支持措施。

……但金融部门未曾收缩

危机中，财政状况显著恶化，一直以来也没有大的起色。政府为救助金融系统而大幅增加支出，仅仅是逆差扩张的一个原因。再加上税收收入减少和衰退中增加整体支出，逆差达到了和平时期前所未有的水平。公共财政疲弱的另一个原因是繁荣年代高估了潜在或可持续产出的水平。由信贷催生的住房繁荣促进了财政收入的增加，但是无法持续到危机中。一些国家利用财政收入的提高来降低公共债务与GDP之比的水平（图2.3），不过财政收入的增长中，有一部分被支出扩大占用了。

随着支出的增加，公共融资急剧恶化

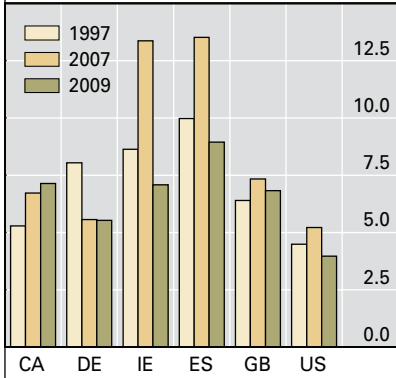
## 部门失衡

金融危机之前的那些年里，经济增长主要是与日益扩张的建筑和金融行业的相互联系，这两个行业的长期快速扩张带来的影响是降低了经济中其他部门的增长率。当然，由于金融部门在整个经济中分配资本，金融部门的扩张能够刺激整体经济的增长。但是，建筑和金融产业的扩张到了一定程度之后，可能会占用经济中其他行业的资源。资本密集型的建筑行业扩张，可能会导致其他产业难以吸

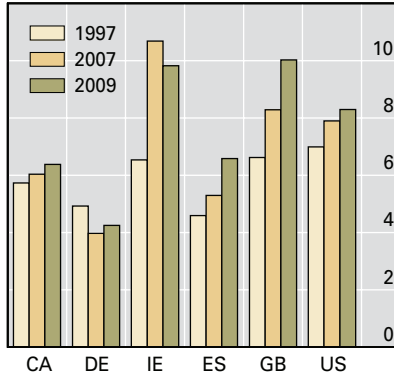
不平衡的增长

## 建筑和金融行业的繁荣

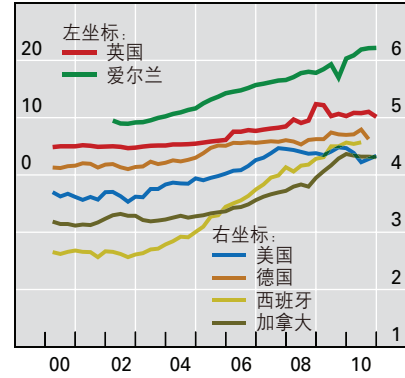
### 建筑业就业<sup>1</sup>



### 金融中介<sup>2</sup>



### 金融部门资产<sup>3</sup>



CA=加拿大；DE=德国；GB=英国；IE=爱尔兰；US=美国。

1. 占总就业的百分比。2. 金融中介部门增加值占总增加值的百分比。3. 金融公司总金融资产是以GDP的整数倍来衡量的；对于英国而言，是货币金融机构和机构投资者的总金融资产。

资料来源：OECD，STAN；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

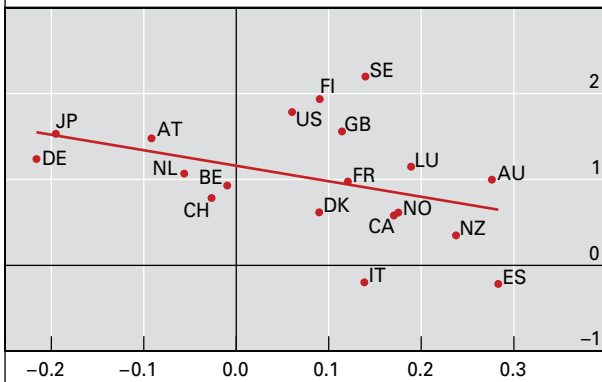
图2.4

引资本。金融行业大幅扩张，可能会导致其他的知识密集型行业难以吸引到高技能人才。<sup>8</sup>

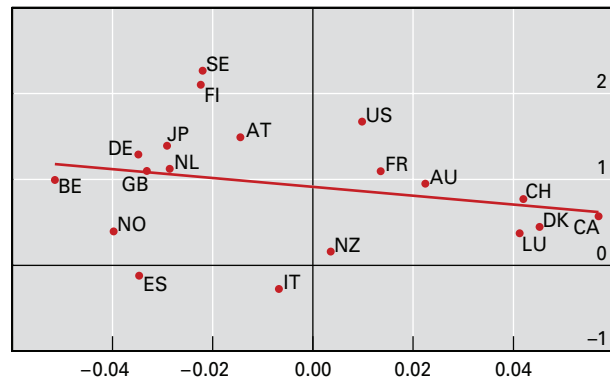
跨国证据表明，与建筑和金融中介的繁荣同时发生的，是经济中其他部门生产率增长水平降低了（图 2.5）。最明显的一个例子是西班牙的建筑业，占就业的

## 生产率提高和行业失衡<sup>1</sup>

### 建筑行业



### 金融中介行业



AT=奥地利；AU=澳大利亚；BE=比利时；CA=加拿大；CH=瑞士；DE=德国；DK=丹麦；ES=西班牙；FI=芬兰；FR=法国；GB=英国；IT=意大利；JP=日本；LU=卢森堡；NL=荷兰；NO=挪威；NZ=新西兰；SE=瑞典；US=美国。

1. 横轴表示从2000年到2007年行业就业占总就业份额的平均年度百分点变化。纵轴表示从2000年到2007年经济中除去所标示的部门以外的劳动生产率平均年度百分比变化。

资料来源：OECD，STAN；国际清算银行的计算。

图2.5

8. 见T Philippon和A Reshef，《美国金融行业的工资和人力资本：1909—2006年》，国民经济研究所工作论文，第14644号，2009年1月。

份额（左图中的横轴）从2000年到2007年每年平均增加0.3个百分点，西班牙经济中其他行业的生产率（纵轴）几乎没有增长。金融业（图2.5，右图）的影响几乎是类似的，不过程度略小。<sup>9</sup> 不过，在进行更加详细严格的计量经济学分析之后，发现金融中介的影响可能比建筑业更加强烈（见专栏）。

其他行业需要取代建筑和金融中介，成为增长的引擎。那些行业能够承担这个角色，还很难说，原因是过去的表现并不一定能够指导对于未来的判断。不过，建筑和金融行业可能出现的（相对或者绝对）停滞，可能释放出资源，供其他行业使用，条件是当局不采取补贴或其他手段以保持现状，这样就不会阻碍资源的重新配置。

## 私人部门缩减债务

住房繁荣时期发放的许多贷款，尤其是最后阶段发放的贷款，都隐含着房价还会继续上涨这个假设。这个假设后来发现是错的。因此，借款人和贷款人都会对此作出反应，并根据新的现实来调整他们的目标债务率。

爱尔兰、西班牙、英国和美国的住户已经开始降低债务与收入比（图2.6），不过程度各不相同。美国和英国进行得最为迅速，住户的债务与可支配收入的比例已经降低了约15个百分点，分别降到了120%和150%。总体而言，西班牙住户的债务与收入比从2008年到2010年初下降了8个百分点，但是又有所反弹。爱尔兰住户的债务比从最高水平下降了7个百分点。

历史记录表明，住户将进一步削减债务。发生在信贷对GDP之比提高之后的系统性银行危机中，危机后信贷对GDP之比几乎都下降了。<sup>10</sup> 债务削减的幅度在各国并不相同，但是一般规模都比较大。平均来看，私人信贷与GDP之比在五年间大约降低了38个百分点。债务降低的规模仅比危机之前扩张的幅度略小（扩张的平均规模为44个百分点）。

降低居民和其他部门的债务与收入之比，有四种基本方式：1) 还债；2) 违约、冲销或免债；3) 提高实际可支配收入；4) 通货膨胀，这可以降低债务的实际价值。<sup>11</sup> 使用现有的数据，我们把债务与可支配收入之比的下降细分为三个组成部分（图2.6）：偿还/违约（不对二者进行区分；<sup>12</sup> 显示在图中的“名义债务”）；实际收入增长（“实际可支配收入”）；通货膨胀（“价格”）。<sup>13</sup> 这三种方式在降低债务中所发挥的相对作用因国家而异。所有四个国家中，住户的名义债务水平都降低了，幅度以爱尔兰为最大，其次为美国。虽然GDP下降了，但实际可支配收入在危机中仍然增长，因此降低了债务比。在爱尔兰和美国，偿还/违约以及实际可支配收入增长导致债务比下降的效应，被紧随危机之后出现的消费

减债……

……已然开始  
……

……但历史表明  
这一过程尚未完  
结

减债的推动因素

9. 这种负相关关系在金融中介方面不那么明确，原因可能与金融行业扩张带来的积极影响有关。

10. 见G Tang和C Upper, 《危机后的减债》，载《国际清算银行季报》，2010年9月，第25-38页。他们的研究结果以20场系统性银行危机的样本为基础，这些危机发生之前都出现了非金融私人部门信贷对GDP之比提高的情况。除了1995年阿根廷危机、1995年巴拉圭危机和1997年韩国危机之外，其他危机后都出现了相当长一段时间的债务削减过程。

11. 这里假设贷款合同都以名义值为准，在我们研究的经济体中大致都是如此。

12. 将两者进行区分是很困难的。冲销贷款并不能一次性地降低债务余额，原因是标的房产的新买家可能也会借款购房。见M Brown, A Haughwout, D Lee和W van der Klaauw, 《居民餐桌上的金融危机：住户债务和信贷的趋势》，纽约联邦储备银行，工作人员报告，第480号，2010年12月。

13. 详细情况，见Tang 和Upper。

### 专栏：部门失衡对增长的影响：以制造业为案例来分析

经济学研究文献一般的结论是，GDP 增长率提高与金融部门规模扩大是联系在一起的。确实，金融部门规模扩大了，那些融资困难的部门是可以从中受益的。不过，从最近的经验中，我们得出了比上述结论更加微妙的看法。信贷和资产价格的迅速增加可能推高金融部门的利润率，导致资源从别的行业转移出去。我们的一个猜想是，容易因金融部门扩张而处于不利地位的行业是和金融行业一样严重依赖高技能劳动者的行业。为了检验这个猜想，我们使用了进行研发活动的倾向，作为对高技能劳动者的需求的替代变量。我们把重点放在制造业上，发现其中部分行业的研发密集程度高于其他行业。然后，我们分别估算金融行业快速增长以及建筑业快速增长是否会对研发高度密集型和研发低度密集性的制造行业增长产生不成比例的影响。表 2.A 中，金融中介和建筑业的附加值和就业增长的负系数（数据中的第一、第三、第五、第七条线）显示金融中介和建筑业的增长会产生这种影响，且金融业的影响大于建筑业的影响。

### 行业失衡、研发密集程度和制造业的增长

因变量：实际增加值的增长率

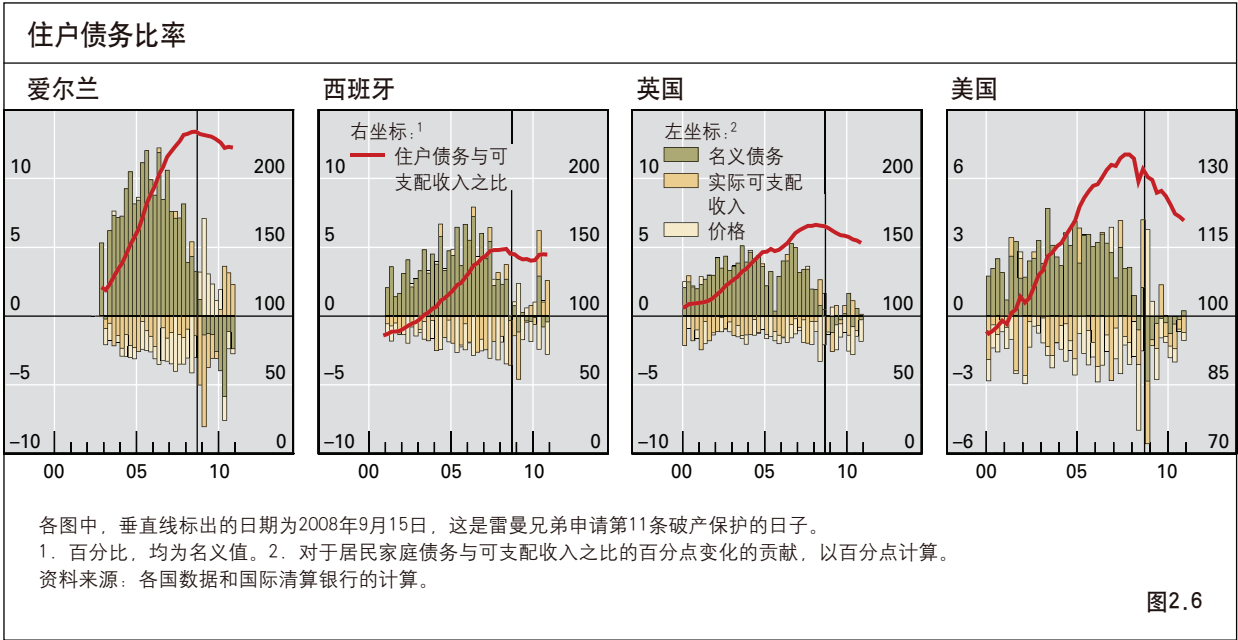
研发密集程度与部门增长率或者部门增加值份额或就业的互动关系 <sup>1</sup>	研发密集程度 <sup>2</sup>							
	增加值				制造业			
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)	(vii)	(viii)
金融中介部门：								
增加值：								
增长率 <sup>3</sup>	-3.73***				-2.36***			
最初在整体经济中的份额 <sup>4</sup>	11.58				5.35			
就业：								
增长率 <sup>3</sup>		-7.12**				-5.58***		
最初在整体经济中的份额 <sup>4</sup>		32.13				21.45**		
建筑业：								
增加值：								
增长率 <sup>3</sup>			-5.36***				-2.40***	
最初在整体经济中的份额 <sup>4</sup>			-9.14				-19.71	
就业：								
增长率 <sup>3</sup>				-5.33***				-2.27*
最初在整体经济中的份额 <sup>4</sup>				12.6				11.45
备忘：								
观察值	317	317	338	338	309	309	330	330
R <sup>2</sup>	0.36	0.325	0.355	0.325	0.339	0.325	0.331	0.302

参数是通过以包括18个OECD国家和27个制造行业的跨国跨行业的面板数据为基础进行通用最小二乘法回归而得出的。因变量是实际增加值的增长率，对2000-07年每个国家的每个行业都进行了计算。估算中包括了国别和行业虚拟变量和最初情况的控制变量（样本中每个国家的每个行业在2000年的行业附加值与制造业总的增加值之比的对数）。\*\*\*/\*\*/\*分别表示在1%、5%和10%水平上的显著性。

1. 解释性变量是所显示变量的积。2. 研发支出与增加值之比[(i)到(iv)列]和与美国相应行业总制造研发支出之比[(v)到(viii)列]（原因是美国代表技术前沿水平），时期为1980-89年。3. 计算时期为2000-07年。4. 计算年份为2000年。

资料来源：国际清算银行根据OECD的STAN数据计算。

表2.A



物价下降所部分抵消，消费物价下降推升了债务的实际价值，不过在美国这种抵消的效应略小。

随着时间的推移，推动债务缩减的因素也发生了变化。爱尔兰和西班牙的危机比最初判断的更加具有结构性，两国的可支配收入自2010年秋季开始下降，因此推高了债务比率。

为了更加贴切地看待债务问题，需要考虑债务比率居高不下将会对增长造成何种影响。高负债使得住户（和公司）即便在小规模冲击面前也显得相当脆弱。最近进行了一项调查，拥有住房抵押贷款的美国家庭中，超过五分之一的家庭表示他们的抵押贷款余额超过了房屋价值。<sup>14</sup> 年轻的以及生活在房价上涨幅度特别大的各州的家庭中，这个比例更高，而这些正是容易在大衰退中失去工作或者经历其他类型的收入冲击的群体。在有些欧洲经济体中，绝大部分的住房抵押贷款与短期货币市场利率相联系。目前，短期货币市场利率处于很低的水平，但是未来短期利率将会升高，并加大住户的债务负担，如果债务比居高不下，这将使得他们更加脆弱。

不过，为了减少居民的脆弱性而迅速削减债务，也存在风险：这可能使得私人消费出现崩溃。公共政策无法完全管理这个风险，不过公共政策可以促进经济中其他部门的增长，从而带动经济增长，取代建筑业和私人消费曾经发挥的作用。

在削减债务的方式中，也有不大可能奏效的。出人意料的通胀便是其中之一。固然，出人意料的通胀可以降低债务的实际价值，导致财富从贷款人（和存款人）向借款人转移。但是，若工资合同是按照名义值订立的，出人意料的通胀一般会导致实际收入降低，也就抵消了通胀对于债务实际价值带来的影响。而且，如果通胀是预料之中的，就不会发生财富转移。这样一来，通胀水平的提高推高了名义利率，因此增加了借款人的偿债负担，其实际的效果类似与强迫加速还债。无

高额债务使住户面对冲击时脆弱不堪  
如何减债？

14. R. Chakrabarti, D Lee, W van der Klaauw和B Zafar, 《2007年衰退期间的住户债务和储蓄》，纽约联邦储备银行，工作人员报告，第482号，2011年1月。



公共债务 <sup>1</sup> 占GDP的百分比					
	2002	2007	2010	2011	2012
美国	56.8	62.0	93.6	101.1	107.0
欧元区	75.2	71.6	92.7	95.6	96.5
德国	62.2	65.3	87.0	87.3	86.9
法国	67.3	72.3	94.1	97.3	100.0
意大利	119.4	112.8	126.8	129.0	128.4
西班牙	60.3	42.1	66.1	73.6	74.8
荷兰	60.3	51.5	71.4	74.3	75.2
比利时	108.4	88.1	100.7	100.7	100.4
希腊	117.6	112.9	147.3	157.1	159.3
葡萄牙	65.0	75.4	103.1	110.8	115.8
爱尔兰	35.2	28.8	102.4	120.4	125.6
日本	152.3	167.0	199.7	212.7	218.7
英国	40.8	47.2	82.4	88.5	93.3
经合组织总额	71.6	73.1	97.6	102.4	105.4

1. 广义政府总的金融负债,其中2011年和2012年为预测水平。  
资料来源:经合组织,《经济展望》,第2011年第一卷。

表2.1

论通货膨胀是否在预料之中,都将带来相当大的长期成本,即降低了央行的公信力。<sup>15</sup>

## 公共债务和财政整顿

自危机爆发以来,公共债务一路飙升……

……就像自动稳定器推高了逆差一样

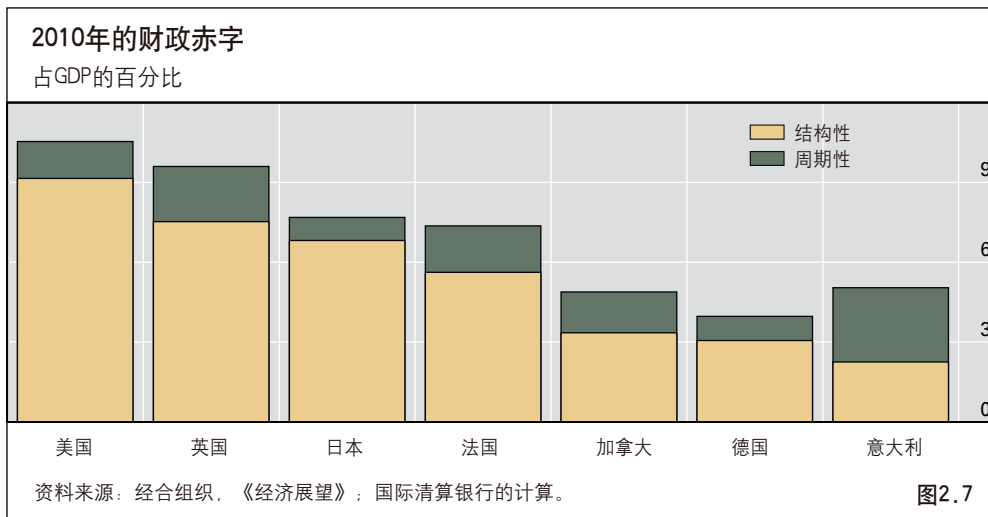
危机前政府债务的减少并不是可持续的……

2008年9月的雷曼兄弟违约事件之后,公共债务大幅膨胀(表2.1),尤其是住房行业出现了繁荣增长的那些国家更是如此。税收收入降低和支出增加的共同作用,导致了政府财政状况的恶化。

衰退期间的逆差增长,有其明显的原因。由于财政的自动稳定器作用,财政支出增加,这也是本次的大衰退没有演变成为另一场大萧条的原因之一。问题在于,复苏从开始到现在已经两年了,但是逆差还未出现缩小的迹象,债务水平还在提高。目前的财政逆差大体上是结构性的(图2.7),表明政府需要采取更多措施来重振财政。而且,如果正如前面所述的,对于潜在产出的衡量可能存在高估的话,财政逆差的周期性成分可能被高估了。

现在这种结构性逆差高企和债务水平迅速增加的情况,与危机之前的顺差以及逆差缩小形成鲜明对照。有几个国家确实利用了经济较好的年份的有利条件,降低了公共债务水平。从2000年到2007年,加拿大、爱尔兰和西班牙的政府债

15. 无论如何,由于大宗商品价格上涨,短期内发达经济体的通货膨胀最有可能是成本推动型通胀。这种通胀直接降低了住户和公司的支出能力,因此使得债务负担更加沉重。



务显著下降，法国和美国则基本保持稳定。不过，这种良好的趋势掩盖了脆弱性，特别稳健的财政状况依赖于少数出现强劲增长的行业，如建筑业和金融业。例如苏亚雷斯（2010年）估计在西班牙建筑和房地产最为红火的年份中，其对财政的贡献可能使财政收入扩大的幅度达到GDP的2.9%。<sup>16</sup>

财政账户高度依赖某些行业的发展，这一观点在更为系统的调查中得到了证实。实际上，在对通常决定财政状况的因素进行控制后，在建筑行业扩张的时候，政府收入和政府总余额确实有相当的改善（图2.8，左图）。比如，建筑行业占附加值的份额每提高1个百分点，根据周期调整的财政余额的改善规模约为潜在GDP的0.3个百分点。相比而言，金融中介部门相对规模的变化对于净财政状况并没有显著的影响。建筑业的红火带来的具体效应，是从收入方面促进了财政账户。对于收入的促进可能来自于几个方面。与建筑业繁荣相关的一次性因素可能促进了收入的提高，但是对于潜在产出的高估可能也促进了周期调整后的财政状况的改善。

在进行了这些计算之后，我们就能够计算如果没有发生建筑业繁荣的话，财政状况将是什么样子（图2.8，右图）。比如爱尔兰在2007年的财政顺差几乎都源于扩张的建筑行业；若没有建筑业的繁荣，爱尔兰的财政状况将是接近于平衡的。2007年，西班牙顺差中将近三分之一来自建筑业，低于苏亚雷斯接近最低水平的估算，但是仍然相当可观。<sup>17</sup>

建筑的收入密集程度意味着危机带来的收支缺口即便在经济复苏后也不大可能消失。这就意味着除了推出可信的中期计划之外，政府难免要采取强有力的措施在短期内调整其财政状况。如何进行财政整顿，针对不同的情况，需要不同的做法，同时将短期对与增长的成本最小化。但是，通过削减对衰落产业的补贴以及支持对工人再培训，财政政策可以对跨产业的配置产生很大的影响，这将有助于提高增长率并减少就业。从更长期来看，这种评估说明不仅需要跨周期来平衡预算。除了老龄化等众所周知的挑战之外，上述分析显示只有在经济下滑期才能揭示公共财政的真实状况，这时原本仅属于暂时性的收入扩张会因行业失衡而消失。

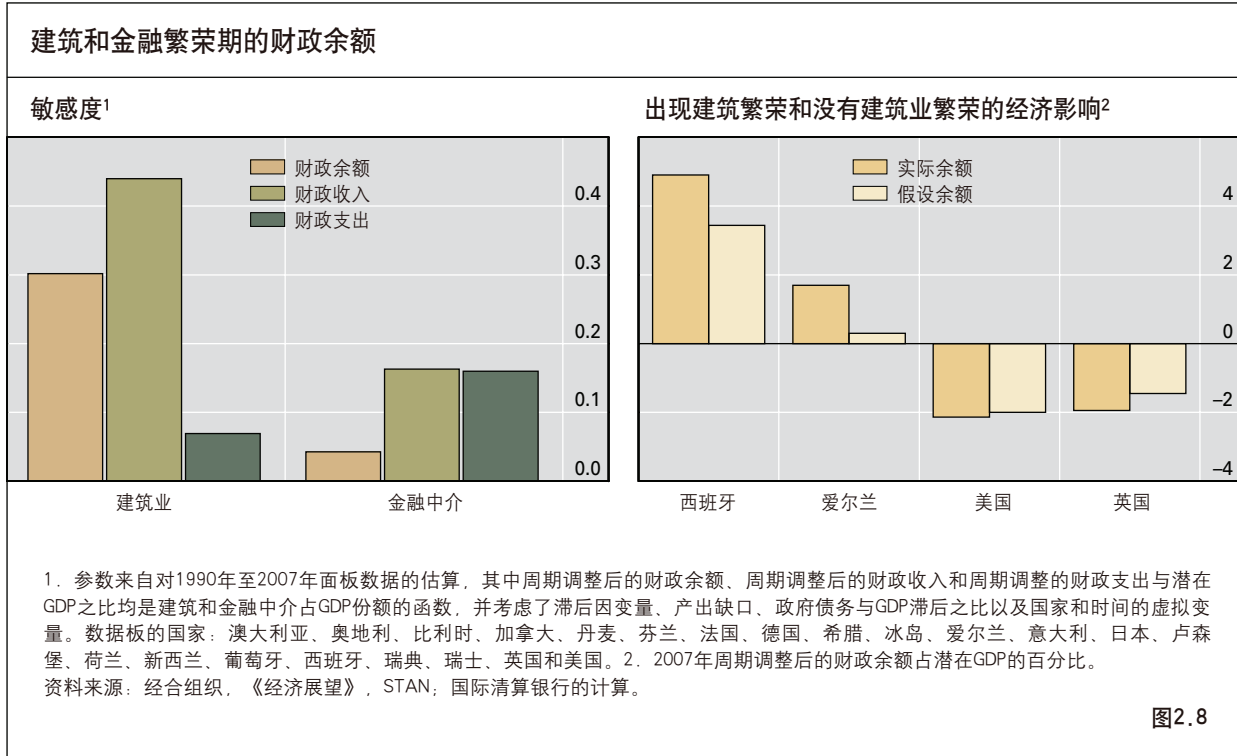
……高度依赖于住房和金融部门

对膨胀的建筑部门具有高度的税收敏感性……

……前路上依旧充满挑战

16. J Su á rez, 《西班牙危机：背景与政策挑战》，CEPR讨论文章，第7909号，2010年7月。

17. 我们估算对于财政收入的影响大约为GDP的2.2%，苏亚雷斯在上述文章中的估算是2.9%。



最后一点，公共财政的状况对于金融稳定有着根本的影响，这也是需要警惕的。比如，政府债券的估值损失直接影响债券持有机构的财务信誉，并降低了其可用于借款的抵押品的价值。这些机制似乎在希腊发挥了作用，随着投资者越来越重视该国公共债务重组的风险，希腊银行融资的难度日益增加。不过，最为明显的是，政府对处于困境中的银行提供大规模支持，成为了消耗国库的一个重要原因（爱尔兰就是这样），只有在财政处于强健状况的时候才能被吸收。

## 结论

危机前不可持续的增长  
经济体的部门构成必须作出调整

本章要传达的主要信息是：危机前的繁荣年代出现的增长是不可持续的，那段时期积累的失衡可能会在相当一段时期内拉低发达经济体的增长率。

未来，房地产和金融业不太可能像2007年之前那样发挥增长的引擎作用了。很多国家面临着大量房产未能售出的问题，需要多年才能消化吸收这种过剩。同样，金融行业在2006-07年之前的年份中所经历的增长，在一定程度上是对于监管不足的一种反应，未来料难以再次出现（见第六章）。因此，如果我们要充分利用增长的新机遇，经济的行业组成需要进行调整。如果要扶持衰落的行业，则存在挤出更加富有活力的行业的风险。

修复银行体系，恢复可用信贷

需要采取政策，使得银行系统重新进入有序发展状态，从而给未来的增长行业提供获得稳健贷款的机会。这意味着银行需要足够的资本，以便承担损失和冲销不良资产。日本在20世纪90年代中期的例子表明，若银行的损失不能得到承认和处理，就会导致资源错误分配、带来不确定性并妨碍经济增长。如果不强迫银行减记贷款（并收缩资产负债表），就给了它们向原本应该破产的公司提供新贷

新兴市场经济的繁荣：是否掉进了同样的陷阱										
百分比										
	实际GDP增长	通胀	信贷增长	信贷与GDP之比	广义政府财政余额与GDP之比 <sup>1</sup>	广义政府结构性财政余额与潜在GDP之比 <sup>1</sup>	公共债务与GDP之比 <sup>1</sup>	住房价格增长		
	2010			2006-10年平均水平	2010				2006-10年平均水平	
巴西	7.5	5.0	26.0	24.7	53.4	-2.9	-3.0	66.1	...	...
印度	10.4	9.6 <sup>2</sup>	26.8	21.8	53.5	-9.4	-10.0	72.2	...	...
中国	10.3	3.3	20.3	20.2	132.0	-2.6	-2.9	17.7	10.6	11.3
	2006			2002-06年平均水平	2006				2002-06年平均水平	
爱尔兰	5.3	2.7	23.4	20.3	181.4	2.9	-4.2	24.8	13.6	10.7
西班牙	4.0	3.6	24.3	19.2	167.2	2.0	0.7	39.6	10.4	15.0
英国	2.8	2.3	13.3	10.6	170.8	-2.6	-2.8	43.1	6.3	11.1
美国	2.7	3.2	9.6	8.3	58.9	-2.0	-2.0	61.1	7.1	8.1

1. 2011年4月估算。2. 批发价格。  
资料来源：国际货币基金组织，《财政监测报告》和《世界经济展望》；CEIC；各国数据。

表2.2

款以偿还老贷款的动机。<sup>18</sup> 在日本，这种借新还旧的行为阻碍了调整，导致经济活动停滞，使得状况良好的公司失去了盈利的机会。<sup>19</sup> 在1998年严格审查了银行的不良贷款情况和第二轮的注资之后，日本的银行才开始了新的贷款活动。

通过上文所述的政策措施让经济回到增长轨道上，会对私人 and 公共部门削减债务的必要过程提供很大的帮助。但是，虽然经济增长是削减债务过程中不可或缺的一个因素，但是它不应该是唯一的方式。住户已经把收入中很大一部分用于偿还债务了。

相比之下，政府债务还在继续增加。在危机阶段和随后的短期内，出现大幅财政赤字是合乎时宜的，扩张性财政政策有助于避免出现最坏的结果。当经济处于复苏的过程中时，仍然存在大幅逆差则是愈来愈危险的行为。市场的情绪可能会很快发生变化，也许会迫使政府采取比早先需要采取的措施更加强有力的措施来削减逆差。

财政整顿不可能一朝一夕就完成，但是需要现在就开始。各国已经采取了

增长将有助于减债

财政整顿刻不容缓……

18. 见J Peek和E Rosengren, 《非自然选择：不正当动机和日本信贷的错误配置》，载《美国经济评论》，第95卷，第4期，2005年9月，第1144-66页。

19. 见R Caballero, T Hoshi和A Kashyap, 《日本的僵尸贷款和调整压抑》，载《美国经济评论》，第98卷，第5期，2008年12月，第1943-77页。

……新的财务战略

不同的措施，但是，如果要获得公信力，就必须处理财政框架中的根本弱点。因国家而不同，政府在不同程度上至少面临着人口老龄化带来的大规模未来负债问题<sup>20</sup>、高水平的法定保障性支出不可持续和收入来源不平衡这三大因素。需要推动不少的结构变化，这些变化发挥降低逆差的作用尚需时日，所以目前就采取行动是很重要的。通过立法制定实施的时间表，可以增加这类改革的公信力，并降低关于未来财政整顿措施的不确定性。不过，如果实施的过程不能受到监测，政策的承诺就会失去一些公信力。

但是，要应对财政方面的挑战，还不仅仅是需要立即削减逆差和降低债务水平。需要对税收体制进行进一步的结构改革，以避免再次发生信贷高涨而最终导致危机的发生。税收体制仍然有可能导致债务积累，比如通过提供某些利息支付的减税优惠。更宽泛地说，未来政府税收和支出在总产出中的份额会越来越大，财政政策所隐含的种种扭曲会变得越来越重要，通过对财政收入产生中性影响的改革来减少这类扭曲，将是大有裨益的。

财政框架中的重要弱点在危机中暴露了出来，需要着手处理这些弱点。特别是，危机之前的预算编制并没有考虑到公共财政对于资产价格和信贷高涨的敏感度。为避免重复这些错误，我们需要更好地衡量周期调整的逆差，这不仅能过滤掉正常经济周期的影响，也能过滤掉资产价格和信贷热潮的影响。此外，我们还要让财政原则保证暂时性的收入增加被当做暂时性的来处理，从而避免在评估财政账户的时候出现过度的乐观情绪。

此外，危机中财政和金融稳定的密切关系更加彰显了财政上需要有余地来应对未来的危机，即便危机不是由金融部门引发的。例如政府在面临自然灾害的时候，如果能够不必触及借债的上限便可调动大量的资源，就可以因此更加迅速和彻底地应对自然灾害。

相似的失衡正在新兴经济体日积月累

在撰写本文的时候，很多新兴市场经济体正在出现迅速的增长，它们的住房市场繁荣，私人部门的债务水平上升。比如，从2006年到2010年，巴西、中国和印度的信贷增长平均每年超过了20%，与爱尔兰和西班牙的信贷增长率相比，有过之而无不及（表2.2）。新兴市场经济体在上次危机中并没有遭受严重的打击。如果它们能够吸取这场危机最为重要的教训——预防比应对要好得多，它们或许能够避免自身发生危机。

20. 见国际清算银行第80期年报，2010年6月，第64-66页。