

第一章 寻找新的方向

全球经济仍在面临严峻挑战。增长虽有复苏，但仍未摆脱对货币刺激的依赖。货币政策在多年的非常规宽松后，回归常态之路依然艰巨。尽管金融市场表现活跃，投资却仍然疲软。大型企业并未增加生产能力，而是回购股份或热衷于并购。长期增长前景并不乐观，债务却还在增加。甚至已出现了长期经济停滞的说法。

为什么会这样？要理解这些新的动向，我们需要从这次大规模金融危机讲起。危机是2007年8月爆发的，差不多一年后达到顶峰，标志着经济史上的一个历史性时刻。无论从经济角度还是从认知角度看，这都是个分水岭：我们现在已经很自然地将发展进程分为危机前和危机后两个阶段了。它给过去蒙上了极大阴影：危机并非空穴来风，而是源自于运行多年的深层动力，几乎不可避免。它同样给未来蒙上了极大阴影：其后果仍与我们相伴，并将决定未来的方向。

要理解当前全球经济面临的挑战需要有长远眼光，应远远超出产出波动（即经济周期）的时间范畴，尽管这是当前经济研究的主流。根据当前的分析和测算，经济周期最多不超过八年。这是大多数宏观经济政策所采用的时间框架，往往导致决策者对经济复苏缓慢失去耐心，也有助于回答产出能多快回归常态或会偏离趋势水平多久这类的问题。这也是最近在分析工业生产、消费和信心调查，或通胀数据以了解经济运行时所采用的时间框架。

但这个时间框架仍然太短。金融波动（金融周期）往往以银行危机收场，就像最近这次危机一样，历时往往会远远长于经济周期。虽然并不规律，但平均看来它们一般都会持续15~20年。毕竟它需要更多的火种才能燃成大火，而且金融周期的运行可能根本难以被察觉。对于决策者和观测者而言，他们主要关注的是短期产出波动，这么长的周期对于他们而言实在太漫长了。

金融周期的后果常常是灾难性的。一旦金融繁荣破灭，可能造成产出和就业的巨大损失，持续时期也会非常长。换句话说，资产负债表的衰退成本可能比一般的衰退要高昂得多。衰退使资源错配和结构缺陷暴露出来，而此前这些都被一时的繁荣所掩盖。因此，若制定应对政策时不具备长远眼光，就可能出现解决了眼前的问题，却给未来带来更大问题的情况。债务积累成为相继发生的经济与金融周期中的决定性因素。

今年的国际清算银行年报从长远角度着眼，¹对全球经济进行了总体回顾，围绕着危机、危机应对政策及其后果提出了一个框架。这一长期观点是对传统的产出、就业与通胀关注的一个补充，传统观点可能考虑到了金融因素的作用，但其并非

1. 详见卡鲁阿纳在哈佛大学肯尼迪学院的演讲，“全球经济与金融挑战：两种观点”，马萨诸塞州坎布里奇，2014年4月9日，以及波里奥“金融周期及宏观经济学：我们学到了什么？”，国际清算银行工作论文第395期，2012年12月（即将刊登在“银行与金融期刊”上）。

主要作用。

归根到底其实很简单。去年以来全球经济已出现了许多积极迹象。但谨慎起见，还是要考虑一下当前是否已摆脱了危机后的停滞局面。向可持续和平衡的增长的回归仍未见分晓。

恢复可持续的增长需要采取广泛的政策。在危机国家，需要更重视资产负债表的修复和结构性改革，减少对货币与财政刺激的依赖；关键在于供给。好的政策不是不惜代价推高增长，而是消除抑制增长的障碍。全球经济上行是一个宝贵的机会窗口，不能浪费。在那些避开了金融危机最坏影响、在金融繁荣的支撑下一直在增长的经济体，需要更重视抑制这些繁荣，并积聚力量以应付可能的衰退。特别需要注意那些产生金融风险的新来源，它们多与资本市场的快速增长相关。在这些经济体中，结构性改革对于消除隐患至关重要。

所有这些情况都有一个共性。导致危机后经济不振的原因多半就是导致危机本身的原因，都在于没有能把握好金融周期。解决这一失误需要对政策框架进行调整，包括财政、货币和宏观审慎政策等，以使政策应对在繁荣与衰退间更为平衡。这也要求放弃将债务作为增长主要动力的做法。否则就会使不稳定因素扎根在全球经济中，而耗尽政策调整的空间。

第一节将为全球经济把脉，第二节将从金融周期的角度解释当前形势并评估未来的风险，第三节将探讨政策意义。

全球经济：我们身处何方？

好消息是去年以来增长已有所回升，各方公认将进一步改善（见第三章）。实际上，全球 GDP 增长预计将接近危机之前十年间的普遍水平。发达经济体已重拾增长势头，尽管新兴市场体增长有所下降。

但综合来看，危机之后的情况仍令人失望。按一般经济周期的标准来看，危机国家的复苏迟缓乏力。失业仍远高于危机前的水平，尽管近来有所改善。新兴市场经济体表现突出，成为危机后增长的主要动力，新兴市场经济体在危机后强劲反弹，直到近期才走弱。总的来说，全球 GDP 增长与 2000 年以来的水平相距不远，但与 GDP 趋势水平间的缺口却一直持续。我们还没有能完全弥补产出损失。

此外，增长的长期前景并不光明（见第三章）。在发达国家特别是危机国家，复苏期间劳动生产率的增长令人失望。而且这是在长期趋势走低的情况下出现的。到目前为止，劳动生产率在受危机影响较小的经济体，特别是新兴市场经济体保持得很好，这些经济体的长期趋势一般也没有下滑。尽管如此，人口变化的影响日益严重，不只是对成熟经济体。

那么通胀形势如何呢？这在一些新兴市场经济体仍然是个问题，但总的来说仍稳定在较低水平，这是个好消息。与此同时，在一些危机国家或别的地方，通胀持续低于目标水平。在某些情况下引发了对通货紧缩的担心，特别是在欧元区。由此产生了我们下面将要讨论的问题，我们是否过虑了？

在金融领域，情况形成了鲜明对比。

去年以来金融市场非常活跃，至少发达经济体是如此，主要受中央银行决策的影响（见第二章）。股本、固定收益产品和外汇市场的波动已降到了历史最低点。市场参与者的定价明显不怎么考虑风险。在发达经济体，强烈而普遍的逐利冲动

发展迅速，信贷利差随之收窄。欧元区边缘国家也不例外。股市场愈加高涨。毫无疑问，新兴市场经济体的情况要严峻得多。当去年5月美联储首次暗示其货币政策可能回归常态时，新兴市场受到剧烈震动，特别是汇率和资产价格。同样的紧张局势在1月重新出现，这一次更多是由对新兴市场自身状况的情绪逆转而引发的。但此后因坚决的政策措施和逐利行为的恢复，市场情绪持续改善。总体看来，总是有种活跃的市场与其背后的全球经济形势脱钩的感觉，令人不解。

金融部门更为健康，但并未痊愈（见第六章）。在危机国家，银行受市场和监管的压力，主要通过收益留存和增资扩股筹集资本，进展明显。尽管如此，部分地区仍对资产质量及资产负债表何时可修复存在担心。毋庸置疑，银行的相对疲弱推动了公司债市场的大幅扩张，使其成为替代融资渠道。在其他地区，特别是许多受危机影响较小且信贷迅速增长的国家，资产负债表看似强健，但在一些情况下已开始恶化。

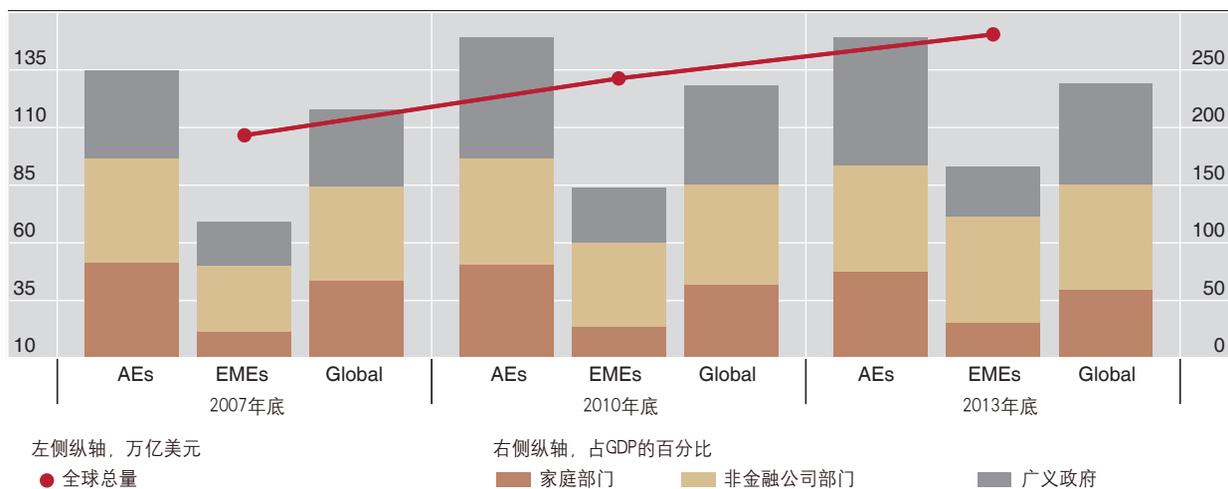
非金融私人部门的资产负债表受危机和危机前趋势的影响较深（见第四章）。一方面，在危机国家，私人部门信贷扩张缓慢，但债务占GDP比例总体保持在较高水平，即使在部分国家有所下降。另一方面，许多躲过了危机的经济体，特别是新兴市场经济体，出现了信贷和资产价格的暴涨，近来才开始放缓。全球来看，非金融私人部门债务危机以来增长了约30%，推高了占GDP的比率（图1.1）。

宏观经济政策的空间受限特别令人担忧。

财政政策上总体仍紧张（见第三章）。在危机国家，随着收入下滑、紧急刺激政策的使用以及当局对银行的救助，导致财政赤字剧增。最近一些国家已着手整顿。但尽管如此，政府债务与GDP之比仍在进一步攀升，在某些情况下已出现不可持续的迹象。在未受危机打击的国家，局面更为复杂，债务与GDP之比在某些国家实际已在下降，在其他国家虽仍在上升但绝对水平已大幅降低。七国集团总体公共债务与GDP之比增长了近40个百分点，达到120%，这是全球总债务与GDP之比（含公私部门）上升20个百分点的主要原因（图1.1）。

债务水平继续上升

图1.1



全球国家样本包括：阿根廷，澳大利亚，巴西，加拿大，中国，捷克，欧元区，中国香港，匈牙利，印度，印度尼西亚，日本，韩国，马来西亚，墨西哥，波兰，俄罗斯，沙特阿拉伯，新加坡，南非，土耳其，英国和美国。AEs=发达经济体；EMEs=新兴市场经济体。
资料来源：国际货币基金组织；各国数据；国际清算银行估算。

货币政策上仍在考验其最大极限（见第五章）。在危机国家及日本，货币政策已超乎寻常的宽松。所有主要国际货币政策利率已达到或接近零，各中央银行通过实施前瞻性指引和大规模资产购买、长期贷款等激进的资产负债表政策，进一步放松货币。各中央银行从未如此竭尽全力地刺激经济。政策立场回归常态几乎尚未开始。在其他国家，危机后的利率也很低，中央银行也在极力扩张其资产负债表，主要体现为外汇干预。主要受市场波动的影响，一些新兴市场经济体的中央银行去年提高了利率。

总体来说，全球经济虽在恢复，但仍不平衡。增长有所回升，但长期前景并不被看好。金融市场虽较活跃，但加强银行资产负债表的进展不一，私人债务仍在增长。宏观经济政策已几无空间来应对可能出现的幸情形，如正常的经济衰退。

从金融周期的角度看全球经济

我们怎么就走到了这一步呢？前面还有哪些宏观经济政策风险呢？要理解这一历程，我们需要研究以往各次经济衰退及随后的政策反应的性质。

资产负债表导致的衰退及其影响

“大萧条”的序幕尽人皆知。稳定的低通胀的环境推动了金融的极度繁荣，并因金融创新而加速膨胀，这在历次危机中已见得太多。信贷和资产价格飞涨，劲头十足，克服了21世纪初的那一次小规模衰退并推动经济再次增长（见第四章）。当时提出了一个“大减速”的说法，总体上让人感觉决策者们已经最终驯服了经济周期并将经济中最深的秘密挖了出来。

但随后的衰退将这个幻觉击得粉碎。随着金融繁荣破灭，金融危机以空前的规模爆发了。产出和全球贸易崩溃了。“大萧条”的幽灵已隐约可见，越长越大。

政策应对饱受这一幽灵的困扰。毋庸置疑，最开始的灾难迹象被误读了。2007年银行间市场被冻结时，各方还普遍认为压力已得到遏制。但约一年后雷曼兄弟的倒闭改变了一切，全球经济一落千丈。货币与财政政策都被积极使用，以避免重蹈20世纪30年代的覆辙。这在受危机直接冲击的国家之外也获得了响应，中国启动了信贷支持下的大规模经济扩张。

最初这些药方看起来起到了作用。不切实际的声明总是很难作出的。但毫无疑问，迅速及时的政策反应确实对危机的冲击起到了缓冲作用，避免了最坏情况的发生。特别是危机国家积极放松货币，恢复了市场信心，防止金融体系和整个经济陷入混乱。这就是危机管理的意义所在。

尽管如此，随着各种事件的爆发，放松的心情又让位于失望的情绪。全球经济并未如所希望的那样复苏。至少对于危机国家而言，增长预期一再下调。财政政策扩张未能成功启动经济增长。事实上，财政账户出现了令人吃惊的窟窿。在欧元区，部分由于体制的问题，主权债务危机全方位地爆发，疲弱的银行与主权债务之间形成了“恶性循环”。从全球来看，对于财政不可持续的担心造成了财政政策走向的部分变化。当前，为刺激经济复苏，货币政策继续尝试一些更富想象力的措施。监管当局也在尽力使金融体系恢复活力。但全球经济并未痊愈。

至少从事后来看，这些事件相继发生并不奇怪。这场衰退不是那种典型的战后为平息通胀的衰退。这是资产负债表式的衰退，伴随着一个超长金融周期的破灭。相应的债务和资本存量的积压规模也大得多，对于金融部门的损害要严重得多，而政策空间也小得多。

资产负债表式的衰退有两个特点。

第一，它们成本高昂（见第三章）。它们层次更深，导致复苏乏力和永久性的产出损失：产出可能会回归到其以往的长期增长率上，但难以回到以往的长期趋势路径上。造成这种局面的原因肯定是多方面的。在繁荣期，很容易高估潜在产出和增长，错误配置资本和劳力。而在衰退期，尽管受损的金融体系竭力给经济引擎加大油门，但债务与资本存量的积压也可能严重影响需求，破坏生产率并进一步削弱长期增长前景。

第二，越来越多的证据表明，在资产负债表式的衰退下，传统的需求调控措施更难起作用（见第五章）。原因之一是银行需要修复其资产负债表。只要资产质量差、资本不足，银行就会限制总体信贷供给，更严重的是，会错误地配置信贷供给。它们在“舔伤口”的时候自然就会收缩信贷。但它们会继续向已被抛弃的借款者贷出资金，以避免损失被确认，同时对情况较好的借款者切断信贷或提高价格。第二个原因，可能也是更重要的一个原因是，过度负债的机构更希望减少债务、增加储蓄。如果向它们提供任何额外收入，如财政政策所做的那样，它们就会把这些收入存起来，而不是花掉。若降低利率以鼓励它们更多地借款，如货币政策所做的那样，它们会拒绝听命。在一个资产负债表式的衰退中，对信贷的需求必然很弱。第三个原因与实际部门在以往金融繁荣中累积的大规模部门及总量失衡有关，如建筑业。不加区分地刺激总需求无益于解决这一问题，实际上可能会使其进一步恶化，如极低的利率反而会对资本已经过剩的部门更为有利。

毋庸置疑，全世界只有一部分经济体经历了全面的资产负债表式的衰退（见第三章），那些国家都经历了超大规模的国内金融周期，特别是美国、英国、西班牙和爱尔兰，以及诸多中东欧和波罗的海国家。在那里，家庭和非金融公司部门的债务积压与系统性银行问题相伴而生。在其他国家如法国、德国和瑞士，银行业也因对金融泡沫破灭的其他地区的风险敞口而遭受了沉重的压力。其非金融私人部门的资产负债表所受的影响则要小得多。更外围一些的国家如加拿大和许多新兴市场经济体，主要因贸易联系而受危机冲击，而非通过其银行体系；它们的衰退并不是资产负债表式的。这也适用于日本，该国一直在与其人口结构导致的需求收缩作斗争，其自身资产负债表式的衰退发生于20世纪90年代，难以用于解释该国最近所经历的阵痛。只是在欧元区出现了银行与主权债务间的“恶性循环”。

这种差异也可以说明为什么各国在其国内金融周期中处于不同的位置（见第四章）。那些经历了全面资产负债表式衰退的国家在房地产价格下降的同时尽力降低其私人债务积压。尽管如此，其中部分国家房地产价格又重新上升，而其债务水平依然高企，某些情况下甚至还在增加。其他国家的情况各不相同，但信贷和房地产价格危机后总体仍在上升，至少到最近还是如此。在一些国家中，金融扩张的速度尚在历史范围内，但在其他国家则大大超出了历史水平，带来了空前的金融繁荣。

相应地，在后一类国家中，金融繁荣与货币政策反应的相互作用非常明显（见第二章、第四章、第五章）。发达国家极度宽松的货币环境蔓延到世界其他地区，

推动当地的金融繁荣。这种蔓延的直接渠道在于，各主要货币的使用已远在其发行国边界之外。特别是在美国之外有着约7万亿美元的美元记值信贷，且危机后还在强劲增长。这种蔓延的间接渠道在于，各主要货币和资产的跨境套利。比如，货币政策对风险偏好和风险认知有着重要影响（“风险偏好渠道”）。它还影响对风险偏好的测度指标，如VIX，以及期限和风险溢价，使这些指标在全球范围内同时产生剧烈变动。这个因素因新兴市场经济体深化了其固定收益市场而变得尤为重要。而非危机国家的货币政策反应也有一定作用，在那些国家，当局发现很难在利率显著高于危机国家的情况下进行操作，担心汇率超调或引来资本大幅流入。

结果就是，全球范围内货币政策都极度宽松，并历时极长（见第五章）。即使不考虑中央银行资产负债表政策和前瞻性指引的影响，政策利率也在相当时间内远低于传统的基准水平。

当前的宏观经济与金融风险

从金融周期角度看，当前的宏观经济格局和金融形势导致了一系列风险。

在经历超常金融繁荣的国家，风险在于繁荣终将破灭并可能导致金融困境（见第四章）。根据历史证明行之有效的先行指标，如信贷行为和房地产价格，情况令人担忧。偿债率看上去还不那么让人担心，但以往经验表明它们会在金融困境发生后迅速上升，特别是在利率急剧上升的情况下；而这一情况在面临大规模未对冲的外汇风险头寸及发达国家货币政策常态化，有必要保卫其汇率免受压力时，就可能出现。

此外，与过去相比，脆弱性的具体形式可能以不为人知的方式发生了变化（见第四章）。在过去几年中，一些新兴市场经济体的非金融公司通过其国外分支机构从资本市场大规模借款，其债务多以外币计值。这被称之为“第二阶段的全球流动性”以区别于危机前的阶段，其核心主要在于银行扩张其跨境业务。相关债务可能不会显示在外债统计中，若发生了资金回流，或会显示为国外直接投资。这可能意味着一个潜在脆弱性，若这是以过度扩张的房地产等部门的国内本币现金流为担保，或者用于套利交易或持有其他形式的投资性头寸，就更是如此。

同样，新兴市场经济中资产管理行业的蓬勃发展会将资产价格受压抑后的波动放大（见第四章、第六章）。在固定收益市场就更是如此，这个市场在过去十年间强劲增长，进一步使相关国家暴露在全球资本市场的影响下。就好比是在水池里的大象，全球投资者投资组合与资金接收国市场在规模上的巨大差距会使错配进一步加剧。这些资本流动在激进的逐利冲动下进一步膨胀，并随着经济形势与市场心理的变化忽升忽降，从而极度顺周期，这绝不是一个令人放心的因素。

毫无疑问，许多新兴市场经济体多年来采取了很多重要措施来改善其经济的抗冲击能力。与过去相比，这些国家经常账户盈余、外汇储备上升、汇率灵活性增加、金融体系增强，并采取了极多的宏观审慎措施。而在2013年5月和2014年1月的两次市场冲击中，宏观经济和金融环境更为强健的国家也确实表现得更好（见第二章）。

即便如此，过去的教训表明还是谨慎为好。这些市场冲击迄今尚未同时导致金融繁荣的破灭，而与传统的国际收支压力更为相近。经常账户盈余有助于缓冲金融繁荣破灭的压力，但也有限。事实上，历史上一些最具破坏性的金融繁荣是在外部状况强劲的国家发生的。“大萧条”之前的20世纪20年代的美国，以及

20 世纪 80 年代的日本就是两个例子。宏观审慎措施尽管能强化银行体系，但其自身并不能有效防止金融失衡的累积，特别是在货币条件持续宽松的情况下（见第五章、第六章）。貌似强健的银行资产负债表实则掩盖了不为人知的脆弱性，只是在金融繁荣走向破灭时才会浮出水面，这种情况在发达经济体和新兴市场经济体再一次出现了（见第六章）。

而这一次发生在新兴市场经济体的严重的金融冲击不太可能让发达经济体独善其身了。自 1997 年亚洲危机时的资本大幅逆转以来，新兴市场经济体的体量已大幅增加。以购买力平价汇率计算，自那时以来，新兴市场经济体 GDP 其在全球 GDP 中的占比已从约 1/3 上升到一半，其国际金融体系中的权重也同样在上升。如果中国这个超极金融繁荣的所在国跌倒了，后果将会极为严重，大宗商品出口国将首当其冲，这些国家信贷和资产价格的强劲增长和危机后贸易条件的改善，已将债务量和房地产价格双双推高。对于世界其他那些资产负债表尚未修复的地区也是如此。

在危机国家，风险在于，公私部门资产负债表的调整均还未完成，只要任何地区出现任何新的经济放缓，不管来自何方，它们都更容易受到冲击。这也将妨碍其政策向常态的回归。在处于经济周期最前端的大国，特别是英国和美国，其债务和资产价格还未充分调整，如英国的房地产价格异常活跃，而美国的部分公司借贷市场如杠杆类交易甚至较危机前的泡沫更大（见第二章），却出现了与金融周期末期类似的增长模式，这难免有些令人不安（见第四章）。由于调整不充分，在上述两种情况下，私人部门的偿债率都对利率上升高度敏感（见第四章）。当前，特别是在欧元区，对于银行资产负债表一直存在疑虑（见第六章）。所有这些，几乎在所有地区，都发生在这一个财政状况长期来看仍较脆弱的时期。

政策挑战

按照这种分析，现在应该做些什么呢？设计近期政策应对需要将经济周期和通胀的情况考虑在内，但往往会导致顾此失彼的两难。长期内政策框架又该如何调整呢？

近期挑战：现在要做什么？

近期的政策应对如往常一样都要因地制宜、考虑各国情况才对。总地看来可以将各国分为两类，金融繁荣已经破灭的和一直处于金融繁荣中的，尽管这可能过分简化了。然后就要分析一下两类国家都在面临的挑战：在通胀持续低于目标水平的情况下应如何应对？

金融繁荣已经破灭的国家

在金融繁荣已经破灭的国家，当务之急是资产负债表的修复和结构性改革。这是资产负债式衰退的三个主要特点所直接导致的：供给面扭曲造成的损失，对总需求政策缺乏反应，以及财政、货币和宏观审慎等政策的空间大幅收窄。政策的目标是为自身可持续和强劲的增长奠定基础，消除增长的障碍以及提高增长潜

力。这体现了避免经济长期疲软的良好愿望。决策者不应白白浪费经济回升提供的这样一个机会窗口。

当务之急是完成银行资产负债表的修复，推动那些受危机打击最重的非金融部门的回升。令人失望的是，尽管付出了很多努力，在扣除外部支持后，银行自身评级在危机后实际上是恶化了（见第四章）。但在那些决策者更重视加强损失确认和注资的国家，如美国，复苏的势头更为强劲。这并不新鲜：早在最近这次危机之前，20世纪90年代早期的北欧国家与日本应对其各自银行危机的方式截然不同，这被公认为是导致它们随后在经济表现上出现分化的主要原因。欧盟及时对资产质量进行了审查，压力测试是实现这一目标的关键。更重要的是，应鼓励银行进一步增强其资本实力，这是进一步扩大信贷最坚实的基础（见第六章）。完成危机后以《巴塞尔协议Ⅲ》为核心的金融改革至关重要。

这意味着，资产负债表修复不力会削弱一个经济体的长期产出和增长潜力（见第三章）。换言之，经济学家所称的“迟滞”——临时性的状况持续下去对生产潜力的影响——可能以不同的形态和规模显示出来。通常情况下，迟滞效应主要表现为总需求的长期短缺，如失业者丧失了劳动技能，从而生产能力和就业能力均下降。但还有其他重要的、可能是更为主要的因素在发挥效应，如信贷和其他资源的错误配置以及产品、劳力和资本市场的僵化等。这些在文献中很少提及，但值得关注。其必然结果就是，资产负债表式的衰退爆发后，信贷的投向要比其总体金额重要得多。在债务积压的情况下，危机后的复苏往往是“无信贷”的，这毫不奇怪，并已被实际情况证明。即使总体信贷净增长并不强劲，让好的而不是坏的借款者获得信贷至关重要。

在资产负债表修复之外，有针对性地推进结构性改革也很重要。结构性改革的作用有三（见第三章）。其一，它们可以促进资源在部门间进行必要的转移，这在发生资产负债表式的衰退之后十分关键，有利于消除经济中的缺陷、加快复苏步伐（详见去年年报）。例如，美国比欧洲大陆经济回升更为强劲并非偶然，其劳力和产品市场要灵活得多。其二，改革将有助于提高经济体在长期内可持续的增长率。鉴于人口的负增长趋势，除提高劳动参与率之外，提高生产率的增长是促进长期经济增长的唯一办法。其三，通过上述两种机制，改革可以增强企业对于未来需求的信心，并刺激当前需求。尽管从全球来看固定资产投资并不算弱，但在那些偏弱的地方其主要制约因素并非是融资紧张。结构性政策的组合各国应有不同，但大多包括将服务业等受保护的部门逐步放开、改善劳动力市场灵活性、提高劳动参与率以及精简臃肿的公共部门。

更多强调资产负债表修复和改革意味着更少依赖需求扩张型的调控政策。

这个原则也适用于财政政策。最初的财政刺激之后，保证长期可持续性的必要性又慢慢显现。这值得欢迎：整顿财政是首要任务，要抵制任何偏离这个方向的冲动。如果还有任何的政策空间，首先要用于帮助修复资产负债表。公共资金应被用做最后的后盾，如果有必要的话，还可以进一步用于吸引私人部门投资于精选出来的基础设施项目（见第六章）。这需要在其他预算项目上节约资金，来为这些重点支出腾出空间。

这个原则同样也适用于货币政策。加大修复和改革的力度将有利于缓解货币政策承受的巨大压力。货币宽松一点当然是必要的，但危机后这也助长了过度的需求。这一政策的局限性在政策利率接近零时变得尤为突出（见第五章）。在这种情形下，要再提供政策刺激，就只能通过调控对未来政策利率走势的预期，并运

用中央银行资产负债表，在短期利率之外影响金融环境。这些政策对资产价格和市场确实造成了影响，但有明确的局限性，反响也在逐步消退。期限和风险溢价只能压缩到一定限度，近年来它们已达到或接近历史最低水平了。汇率贬值当然会有所帮助。但正如下文所述，它也会造成令人尴尬的国际纠纷，特别是在被视为“以邻为壑”的情况下。

现在风险在于，货币政策会逐渐丧失作用，而其副作用则日益突出。这些副作用广为人知（详见上期年报）。政策手段可以用于推迟资产负债表的调整，如鼓励坏账的不断展期。但这会对金融机构的盈利能力和资金实力造成损害，压缩利差。这可能会助长错误的风险承担方式，还会产生对其他经济体不利的溢出效应，特别是在金融周期并不同步的情况下。显然，尽管金融市场大幅上涨，经济增长仍然令人失望：货币传导机制看来已被严重破坏。在极度宽松的金融条件下仍难以推进投资正说明了这一点（见第三章）。

由此也就产生了货币政策在何时、以多快的速度回归常态的问题（见第五章）。与时常争论的问题相反，中央银行需要格外关注的是退出太迟或太慢的风险。这反映出刚才论及的对政策经济性的考虑：若极度宽松的货币环境持续，其利弊对比就会趋于恶化。政治经济学上的担心也有一定作用。过去的经验表明，巨大的金融和政治经济压力会迫使非常规货币政策退出推迟或拖延。非常规宽松货币政策的好处可能会非常明显，特别是根据金融市场的反应来判断的话。但其成本，很不幸，只会逐步显现、事后发觉。这在以往已经发生过太多次了。

就算中央银行努力沟通，退出也不可能一帆风顺。试图让市场明白政策意图可能反而会使市场参与者所理解的确定性比中央银行想传达的更大。这会鼓励市场承担更多的风险，为更激烈的反应埋下隐患。此外，即使中央银行已经了解到有些因素正在起作用，也可能会秘而不宣，担心引发其想尽力避免的那种剧烈调整，这会形成一个恶性循环。最后，如果市场参与者开始觉得中央银行反应迟缓，市场可能会抢先作出反应。这也表明，推迟退出的风险更值得关注。市场动荡不应成为放慢这一进程的理由。

尚处于金融繁荣或正在逆转的国家

对于受危机影响较小、一直经历着金融繁荣的国家，重点在于解决失衡的累积，否则可能会危及金融和宏观经济稳定。这项工作非常紧迫，去年5月的情况已表明，若美国的货币政策最终回归正常，将会引发新的市场紧张局势（见第二章）。现在这个机会窗口不能错过。

这些国家面临的挑战在于如何找到遏制繁荣的办法，加强抵御金融繁荣最终破灭的能力。首先，要收紧审慎政策，特别是运用好宏观审慎工具。货币政策应保持方向不变，而财政措施应为应对金融周期的逆转留出政策空间。此外，像其他国家一样，当局还要利用好目前相对有利的环境来推行必要的结构性改革。

货币政策的两难异常突出。迄今为止，决策者主要依赖宏观审慎措施来遏制金融繁荣。这些措施无疑加强了金融体系的抗冲击能力，但抑制金融繁荣的效果却不明显（见第四章）。债务负担的上升导致经济体对于政策利率的上升更为脆弱。政策利率在如此低的水平上持续了如此长的时间，政策空间已大为缩小（见第四章）。对于金融繁荣末期的国家更是如此，现在面临的两难选择是启动金融周期的下滑进程，还是推迟到以后再承受更剧烈的泡沫破灭。早先，各方更倾向于更缓

慢的调整。

对当前通胀下降的解读

近年来，一些国家出现了不常见的持续低通胀，甚至是价格直接下滑。在一些情况中，与此相伴的是持续的产出增长，甚至是一些令人担心的现象，如金融失衡的积累。一个典型的例子是瑞士，其价格水平在房产抵押市场高涨的同时一直在逐步下降。另一个例子是一些北欧国家，其通胀低至目标水平以下，产出更弱。最知名的价格长期下跌的例子就是日本，自 20 世纪 90 年代的危机以后开始下跌，其价格一直到最近仍在下探，尽管总共才降了仅 4 个百分点。最近，也出现了欧元区的低通胀一些担忧。

在决策如何应对时，最重要的是认真测算导致价格变动的各个因素及其持续时间，并慎重考虑可用工具的有效性和可能的副作用（见第三章、第五章）。例如，有理由认为全球化的力量仍在对通胀产生下行压力。危机前，这使中央银行得以在金融繁荣不断升温时遏制通胀。而当政策利率实际降到零、而资产负债表式的衰退持续发酵时，货币政策并非刺激需求及通胀最佳的政策工具。此外，由于在经济体全面衰退的情况下提高产出和价格最有效的办法是汇率贬值，会引发竞争性贬值的想法，这将极具破坏性。

更主要的是，需要更为平静地探讨价格下降的风险与成本。“通缩”一词极富刺激性，立刻就会引发对“大萧条”的恐惧。事实上，“大萧条”中价格下降及相应的产出损失的幅度只是一个特例而非普遍规律（见第五章）。历史上价格下跌的时期往往伴随着产出的持续增长。近几十年来的情况也不例外。此外，20 世纪 30 年代以来形势已发生了根本变化，特别是工资灵活性的下降。但也没有理由毫不在意价格下降的风险和成本，需要对其进行监测和认真测算，特别是在债务水平较高的地方。但有理由避免感情用事、过度反应。

长期挑战：调整政策框架

长期来看，挑战主要在于如何调整政策框架以促使经济健康、可持续地增长。这意味着两个相互关联的问题。

一是认识到实现可持续的强劲增长只能依靠结构性改革来提高劳动生产率，使经济富有韧性。这个问题历时已久，大家已非常熟悉（见第三章）。如前所述，发达经济体劳动生产率的增长下滑很早以前就定型了，部分原因是随着经济体日趋成熟，需求模式转向那些生产率测算值较低的部门，如服务业，自然会形成这样的结果。推迟调整的诱惑可能会难以抵挡，特别是在总体情况不错、金融繁荣正在装点着虚幻的财富的时候。其后果就是造就了一个不管是公共部门还是私人部门都极度依赖债务的增长模式，慢慢给自己撒下死亡的种子。

二是调整政策框架以更加系统性地解决金融周期的挑战，这是个新问题。不能有效监测金融周期的政策框架会对短期产出和通胀形势轻易作出过度反应，给未来造成更大的问题。更主要的是，对相继发生的经济周期和金融周期采取不平衡的政策，长期下去会导致严重的倾向性，可能会在经济体中造成不稳定因素。政策本身并未去遏制金融繁荣，而是在繁荣破灭时积极地持续地放松货币。这导致了利率的下行倾向和债务的上升倾向，相应使提高利率很难不伤及经济，从而

形成一个债务陷阱。系统性的金融危机发生频率和严重程度并未减少，而私人 and 公共债务仍在持续增加，经济体未能提升到一个更加强健的持续增长道路，而货币政策和财政政策均已弹尽粮绝。长此以往，这些政策的效果就会逐渐消退，而最终可能会反而助长那些其一直力图避免的情况。在这种情况下，经济学家们提出了“时间不一致”的概念，即由于政策措施互不关联、各自为战，看上去虽然很有力，但实则使决策者走上歧途。

如前所述，有迹象表明这就是现在发生的情况。政策空间日益缩小，债务还在继续上升。回顾历史，并不难找到一些政策过于关注短期局势的例子。想想1987年和2000年股市崩盘、经济增长随之放慢时，政策是如何应对的（见第四章）。两种情况下政策都大幅放松以缓解冲击，特别是货币政策，而在此后才逐步收紧。但金融繁荣，往往表现为信贷和房地产价格上涨，在经济走低的时候还能保持增长势头，这部分源自政策的放松。金融繁荣在几年后破灭，导致了更为严重的金融萧条和经济损害。理论上讲，实体经济的全球化增加了金融繁荣的力度和广度，它能提升增长预期，极大地促进繁荣并把价格控制在合理范围内，这样就减少了收紧货币政策的必要性。

这也影响到如何解释20世纪90年代以来的利率下行趋势。一些观察家们将这种下降看做引起长期需求不足的更深层因素。根据这一解释，政策措施只是被动地应对这些因素的作用，以防止更大的经济损害。但这种分析表明，政策的系统性宽松倾向可能自身就是导致这一政策的重要原因，这种倾向性政策会与金融周期的破坏性因素形成相互作用。利率向更正常水平的回归被债务的积累所阻，同时还出现生产上的扭曲，以及与极低利率相伴的投资模式。低利率实际上是在自我实现。资产价格的下行迹象与人口的负增长趋势会进一步削弱资产负债表，使这一进程更为恶化。

政策框架调整有何成本？所需进行的调整涉及国别的政策框架及其在全球范围内相互作用的方式。

国别政策框架的总体战略应该是确保在金融繁荣期建立危机缓冲机制，供繁荣破灭时提取。这类缓冲机制将使经济体在下行时抗冲击的能力更强。同时，也可以发挥类似“锚”的作用，抑制繁荣的程度。其作用在于降低政策的顺周期性，使政策在金融周期的繁荣和破灭阶段更为平衡。这也可以避免政策空间随着时间推移而逐渐丧失。

对于审慎政策而言，意味着加强政策的系统性或宏观审慎取向。资本要求或贷款与抵押物价值比率等可用的工具，都需要进行调整以降低顺周期性。对于货币政策而言，这意味着要准备在金融失衡迹象出现时或开始积累时就进行紧缩，即使通胀近期看似已被控制。对于财政政策而言，这意味着在评估金融繁荣时期的财政状况时要格外谨慎，并采取补救措施。此外，这还意味着要设计一项有利于债务融资而不利于股本融资的税收法案。

危机之后，各国政策也确实在向这个方向发展，但程度各不相同。还有很多工作要做。

宏观审慎政策是最先变化的。具体而言，《巴塞尔协议III》为银行提供了一个逆周期的资本缓冲，作为各国建设宏观审慎框架总体趋势的一部分。

货币政策有所转变。价格稳定并不能保证金融稳定，现在已广为人知。此外，一些中央银行也调整了其政策框架，把在繁荣时期实行紧缩政策的选项包括进来。把政策眼光拉长是一项关键内容。尽管如此，对于这种调整是否合适仍未形成共

识，对于危机后过度和过长的宽松政策有何副作用也仍在争论之中。

财政政策是最为滞后的。鲜为人知的是，金融繁荣对于财政账户有着非常有利的影响，它会使潜在产出和增长被高估，对财政国库更是慷慨，掩盖了为应对繁荣破灭所需积累的或有债务（见第三章）。例如爱尔兰和西班牙，在繁荣时期，可以指向其政府债务与 GDP 之比的下降和财政盈余，但最终发现这些都没有按金融周期进行应有的调整。同样也很少有人认识到扩张性财政政策在资产负债表式的衰退中的局限性，当前流行的观点是财政政策在这种情况下更有效。

对于货币政策，这种挑战尤为严峻。基本思路是拉长政策眼光，超出中央银行通常所关注的两年左右。当然，这个思路不是说把时点预测机械地拉长，而是允许以一种更系统、更有组织的方式，对进度缓慢的金融周期、宏观经济稳定和通胀的风险，以及政策工具的有效性进行评估。这也更易于消除对于金融周期和通胀的担心，关键在于将对价格持续稳定的强调与对短期内偏离通胀目标及汇率升值的容忍相结合。即使如此，在政策沟通上仍面临严重挑战。

再看国别政策框架的相互作用，其挑战在于解决高度一体化的全球经济造成的复杂局面。在当今这个世界，不可避免地需要采取集体行动即合作。各国各自实行政策，效果会打折扣；还会出现激励机制的问题，各国决策者可能会有“搭便车”的念头，或者可能会受到政治压力而无视其政策对于他国的不良影响。

合作一直备受考验，时进时退。危机之后，合作在金融监管和财政事务领域取得了可喜进展，金融监管体系发生了极大变革，主要表现在《巴塞尔协议 III》和金融稳定理事会的协调努力，以及最近 G20 框架下提出的税收相关倡议。各方对在这些领域合作的必要性有充分认识。

相比之下，在货币领域仍流行“各人自扫门前雪”的信条，明显还有改善空间，这在其他场合曾被更详细地论述过。² 以前的讨论表明，各国货币政策的相互作用会给全球经济造成风险。全球总体上极度宽松的货币与金融条件，以及部分地区的金融失衡，就是最为生动的例子。至少各国当局都有必要考虑其各自行为对其他经济体的影响，以及相应对其自身的反馈和影响。毫无疑问，大型经济体已开始着手这样做了。但如果其分析框架并未将金融繁荣与破灭作为评估核心，或未能考虑到将全球经济连为一体的各类金融联系，可能会严重低估这些反馈效应。

结论

全球经济正在尽力走出金融大危机的阴影。危机遗留的问题无处不在，这明显反映在危机国家较高水平的失业率、极为活跃的金融市场与极弱的投资之间的脱节、公私债务的上升以及政策空间的急剧减少上。

本章提出，要回归到健康和可持续的全球增长，需要对现有的政策组合和政策框架进行调整。在这些调整中应承认，危机后资产负债表式的衰退是难以用传统的总需求政策来调控的，而要更强调资产负债表的修复和结构改革，金融繁荣与破灭已成为宏观经济稳定的主要威胁，长期繁荣的唯一途径是加强供给，特别是提高劳动生产率的增长。而这些调整都应有一个前提，在一个高度一体化的全

2. 见卡鲁阿纳 2012 年 11 月 16 日在拉美货币研究中心与东南亚中央银行组织举办的“中央银行在宏观经济与金融稳定中的作用：在一个不确定和波动的世界中面临的挑战”研讨会上的演讲“国际货币政策的相互作用：挑战与前景”（乌拉圭埃斯特角城）。

球经济中，做好自己的事固然重要，但远不足以实现繁荣，在这个问题上，国际合作至关重要。

近期的主要任务是利用好当前世界经济增长回升的机会窗口。需要减少对传统的总需求刺激的依赖，而更多依靠修复资产负债表和结构性改革，尤其是那些危机国家。货币政策负担过重，历时也太久。在这么多年的极度货币扩张后，需要特别关注退出太慢或太迟的风险。此外，要在相关地区有效应对出乎意料的通胀下行压力，需要认真考虑其中各种因素的性质和持续性、政策效果的递减及其副作用。对于尚处于强劲的金融繁荣中的国家，当务之急是加强防守以面对可能的繁荣破灭。从这一角度看，结构性改革也不能再拖延了。

长远来看，主要任务在于调整政策框架以减少增长对债务的依赖，并控制金融周期的破坏性。在周期进程中采取更为平衡的宏观经济和审慎政策，可以避免持续的宽松倾向，这一倾向若持续下去将会增加经济中的不稳定因素，并消耗政策空间。

无所作为也是一种风险，不可低估。全球经济可能走在一条不可持续的道路，从某种意义上看，当前开放的全球贸易和金融秩序可能会受到严重威胁。迄今为止，这些制度安排在金融危机的巨大冲击下表现出了不同寻常的活力。但我们不能认为这理所当然，特别是严重的金融压力尚未释放。关于“货币战争”的鼓噪时时发生，尤为令人担忧，如果国内的扩张性政策不能如期奏效，汇率贬值可能会被视做唯一的选择。但竞争性的宽松政策可能是一个负和博弈，如果所有人都企图使用这个武器且这一政策的国内成本已大于其收益的话。声称退出劳而无功的国际一体化进程对于各国的吸引力日益上升，这同样令人担忧。

当前，推崇价格稳定的共识已摇摇欲坠。此外，随着对通胀的成本和持续性的记忆慢慢消退，通过通胀、金融抑制和自给自足来将巨额债务一笔勾销的念头就会越来越强烈。

要做的工作还很多，缺乏新的政策方向是突出问题。这一介绍性的章节主要是为未来方向列出广泛的选择。如果要使政策足以应对金融繁荣及其破灭，在分析和操作上仍面临严峻挑战。下文中论述了一些可能的工具，但还有更多的工作要做。政治经济学上面临的挑战就更加令人生畏。历史不断提醒我们，长远眼光总是不受欢迎的。金融繁荣会使每个人都产生更加富裕的幻觉，很少有人敢于去打击这种繁荣，或者在经济放慢时敢于不采取立竿见影的权宜之计，即使这些措施可能会助长不可持续的金融繁荣；或者在繁荣破灭后敢于不考虑那些看似容易的政策而去正面解决资产负债表问题。抄近路的诱惑实在过于强烈了，即使这些近路最后不知所终。

前面的路会很漫长。那么，动身出发就更是宜早不宜迟。