

经济章节梗概

I. 寻找新的方向

过去一年全球经济已经显露令人鼓舞的迹象。但由于金融大危机的遗留问题以及引发危机的多种动因依然未能得以解决，全球经济仍然持续低迷。要克服危机的遗留问题，需要政策超越对商业周期的传统关注点，还需要解决金融周期所特有的宏观经济风险在较长时期内积累和升级的问题，并转变以增加负债作为增长主要引擎的做法。重塑可持续增长要求所有主要经济体都采取有针对性的政策，无论其是否受到危机的冲击。受影响最严重的国家需要完成修复资产负债表的程序并实施结构性改革。当前全球经济的好转提供了一扇不可错失的宝贵机遇之窗。在许多避开了此次金融危机最严重影响的经济体，强劲的金融繁荣刺激了经济增长。这些经济体的政策需要更多强调抑制过热和建设用来应对可能萧条的能力，而且也无法承受将结构性改革置于次要位置的代价。放眼未来，消除金融周期的极端情况需要改善财政、货币和审慎政策框架，从而确保在繁荣和萧条之间的政策应对更为平衡，否则就会导致全球经济中产生不稳定因素而将政策空间耗尽的风险。

II. 货币政策魔咒下的全球金融市场

金融市场一直对当前和预期的货币政策极其敏感。全年以来，宽松的货币环境使波动性维持在低位，并鼓励追逐高收益的行为。股票估值高、信用利差狭小、波动性低以及大量公司债的发行均显示出投资者方面强烈的风险偏好。过去的一年，新兴市场经济体在面对变化的全球环境时表现出了脆弱性，那些基本面较为强健的经济体虽表现较好，但还是无法完全与市场动荡隔绝。到2014年中期，投资者在追逐收益率方面再次显示出强烈的风险承担意愿：大多数新兴市场经济体稳定下来，全球股市创出新高且信用利差持续收窄。总体来看，活跃的市场与其背后的全球经济形势之间相互脱节，令人不解。

III. 增长与通胀：驱动力与前景

虽然全球通胀依然疲弱，但世界经济增长已经加速，其中多数上升动力源自发达经济体。尽管目前经济回升，但发达经济体的增长率依然低于危机前的平均

水平。发达经济体缓慢的增长并不令人惊讶：长期金融繁荣后的萧条通常与资产负债表衰退同时发生，其复苏相比通常的商业周期要脆弱得多。这种脆弱反映出诸多因素：供给方扭曲和资源错配，大量债务和资本存量的积压，对金融业的损害和有限的政策空间。发达经济体投资占产出的比率下降，主要受对此前金融过剩的修正和长期结构性因素的影响。与此同时，危机以来通常一直表现强劲的新兴市场经济体的增长率正面临不利形势。当前发达经济体通胀中存在的问题不仅反映出其国内经济增长缓慢和国内资源利用率低下，还体现了全球因素的影响。从长期来看，提高生产率是实现更加稳健和可持续发展的关键。

IV. 国内和国际债务与金融周期

金融周期包含着对价值和风险的认知、风险承担和融资约束之间自我强化的相互作用，金融繁荣和萧条正是因这种相互作用产生的。金融周期往往较传统商业周期持续时间更长。各国目前正处于完全不同的金融周期阶段。在那些受2007—2009年金融危机影响最大的经济体中，家庭和企业已经开始降低其债务占收入的比率，但许多情况下该比率依然维持高位。相反地，一些受危机影响较小的经济体正处于强劲金融繁荣的晚期，从而使得它们容易受资产负债表衰退，以及在某些情况下严重的金融危机的影响。同时，新融资来源的增长已改变了风险的特征。在全球流动性的第二阶段，新兴市场经济体的企业正从国际市场上获得大量融资，因此也面临一旦出现问题，这些融资就可能消失的风险。更广泛地说，各国会在某些时点发现自己身处债务陷阱：通过低利率刺激经济的做法鼓励了债务的增加，最终使需要解决的问题增多。

V. 货币政策努力正常化

虽然面临诸多严峻挑战，但货币政策依然极其宽松。首先，主要发达经济体央行与异常迟缓的复苏和货币政策有效性减弱的迹象进行斗争。其次，新兴市场经济体和小型开放发达经济体对抗频发的市场动荡和主要发达经济体的货币政策溢出效应。后者的各国当局有进一步的空间考虑其行动的外部影响和对本国的相应反馈。再次，许多央行就如何最好地解决预料之外的通货紧缩进行抗争。政策反应需要仔细地考虑起作用的力量的性质和持续性、政策有效性的减弱以及副作用等问题。最后，展望未来，如何最好地调校政策正常化的时机和节奏问题日益凸显。无论在沟通上投入多少努力，完成这种转变很可能都将是复杂而崎岖的。而且，正常化太晚或太慢的风险不应被低估。

VI. 站在十字路口的金融体系

危机以来，金融业已有所增强。银行已重建资本（主要通过留存利润），而且许多银行已将其商业模式向传统银行业模式转变。然而，尽管总体盈利能力得以

提升，许多银行面临持续的资产负债表问题，主要源自对过度负债的借款人的直接敞口、沉重的债务负担对经济复苏的拖累以及那些处于金融繁荣晚期国家经济增长放缓的风险。在当前的金融格局中，基于市场的金融中介得以扩张，主要是因为银行比它们的一些企业客户所面对的融资成本更高。特别是资产管理公司在过去数年间迅速发展，目前已成为一个主要的信贷来源。其作用的扩大以及该领域的高集中度，可能会影响市场动态，并因此影响企业和家庭的融资成本和可用资金。