

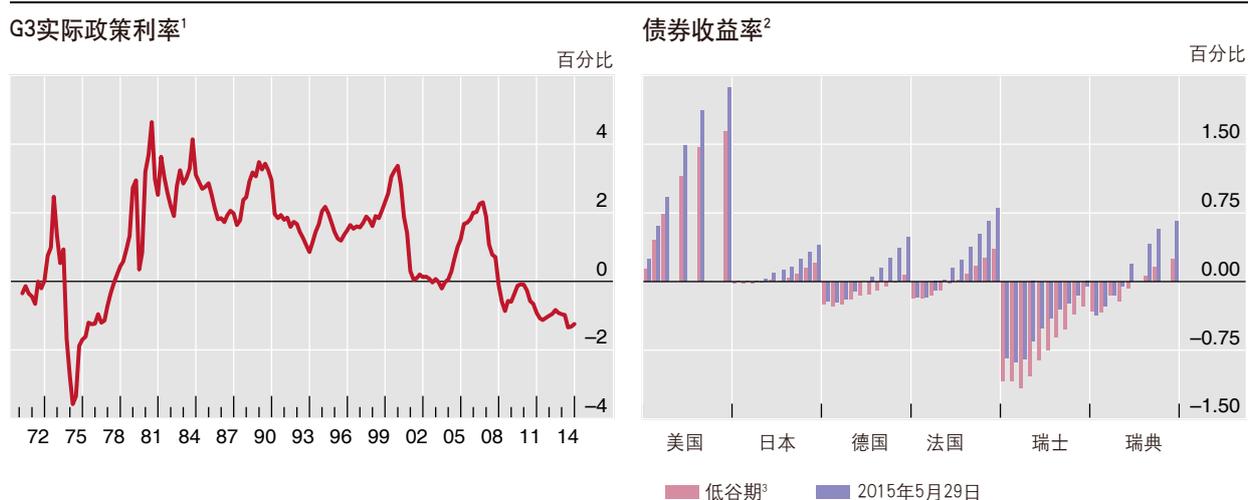
# 第一章 不可思议的风险是否已成为常态？

低利率从未持续如此之久(图 1.1)。名义利率和实际利率(经通胀因素调整后)都很低，同时也低于任何基准利率。2014 年 12 月至 2015 年 5 月底之间，全球平均约 2 万亿美元的长期主权债务以负利率交易，其中大部分由欧元区主权国家发行。在低谷期，法国、德国和瑞士的 5 年期、9 年期和 15 年期主权债券的收益率为负。这样的收益率是前所未有的。政策利率甚至低于金融危机最严重时期的名义利率和实际利率。实际利率为负的时间甚至已超过了 19 世纪 70 年代的大通胀时期。然而，更超乎寻常的是，很多人预期它还会持续。当这种难以想象的状态可能成为常态时也带来了深深的不安。

如此低的利率只是更大范围经济不振的最明显的症状，虽然危机以来这个问题已有所好转。全球经济增长现在可能与历史平均水平差别不大，但增长仍不平衡。债务负担仍然很高，相对于产出和收入债务往往还在增长。受到资产负债表衰退冲击的经济仍在努力恢复健康增长。在其他方面，尽管缺少通胀压力，金融失衡正以强烈的信贷和资产价格上涨的形式有积累的迹象。货币政策在提高产出方面

利率已持续、异常地处于低位

图 1.1



1. 名义利率减去剔除食品和能源的消费者价格指数。基于滚动的 GDP 和购买力平价汇率的欧元区（德国）、日本和美国的加权平均。2. 各期限债券的收益率。对每个国家来说，柱条代表了从一年到十年的期限。3. 美国是 2015 年 1 月 30 日；日本是 2015 年 1 月 19 日；德国是 2015 年 4 月 20 日；法国是 2015 年 4 月 15 日；瑞士是 2015 年 1 月 23 日；瑞典是 2015 年 4 月 17 日。  
资料来源：彭博；各国数据。

已有太多负担。与此同时，生产率增长持续下降。

经济不振已被证明非常难以理解，争论激烈。在上年的分析基础上，本年度报告提供了一个“透镜”，可通过它来理解到底是怎么回事。当目前流行的观点更关注于实际、短期和国内因素时，这个“透镜”聚焦于金融、中期和全球因素。

我们认为当前的经济不振可能在相当大的程度上反映了在经济全球化情况下处理金融发展与产出和通货膨胀相互作用的失败。无论是在发达国家或新兴市场经济体（EMEs），在防止破坏性巨大的金融失衡的累积和崩溃方面，政策已被证明是无效的，这已有一段时间了。这给经济组织留下了长期的“伤疤”，因为它们已削弱了生产力，在部门间错配了资源同时也花了太多时间。

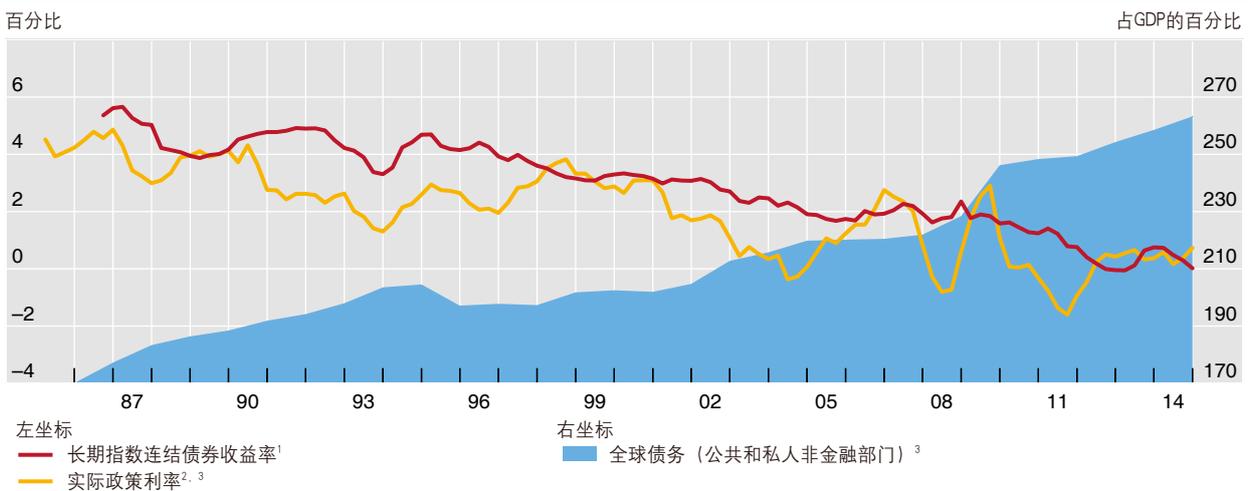
我们的“透镜”表明，非常低的利率持续如此之久可能不是有利于可持续和平衡的全球增长的“均衡”利率。低利率不仅仅是反映了当前的经济疲弱，它也可能在一定程度上通过加剧成本高昂的金融繁荣和萧条造成了经济疲弱。结果是债务太多，增长太少和利率过低（图 1.2）。简而言之，低利率导致了更低的利率。

所有这一切有国内和国际两个维度。国内政策体制已过分狭隘地关注短期产出和通货膨胀稳定，而忽略了速度较慢但成本更高的金融周期。国际货币和金融体系（IMFS）加剧了这些缺陷。这是最明显的后危机时代。随着核心经济体的货币政策“猛踩油门”却牵引力不足，汇率和资本流动的压力已通过宽松的货币和金融条件传导到那些不需要宽松政策的国家，造成了金融脆弱性的累积。关键表现之一是美元信用主要通过资本市场在新兴市场经济体的强劲扩张。随着金融失衡的显露，倾向宽松的系统偏好和短期扩张造成了长期产出收缩的风险。

正确的应对措施很难执行。尽管每个国家的政策组合都不相同，但一般特征并非如此。各国需要的是国内和国际政策框架三重再平衡：从不切实际的短期宏

随着债务上升，利率下降

图 1.2



1. 从1998年起为法国、英国和美国的算术平均；其他部分仅英国数值。2. 名义政策利率减去消费者价格指数。3. 基于滚动的GDP和购买力平价汇率，七国集团经济体加上中国的加权平均的总和。  
资料来源：IMF《世界经济展望》；OECD《经济展望》；各国数据；BIS计算。

观经济微调转向中期战略；从全面关注短期产出和通货膨胀转向更系统地应对过程更慢的金融周期；从狭隘的仅关注处理好国内事务的原则转向意识到国内政策相互作用的高昂代价。

再平衡的一个必要元素将是更少地依赖需求管理政策而更多地依赖结构政策。目标是抛弃已在政治和社会层面替代了生产力改革的通过债务来刺激增长的模式。石油价格下跌带来的红利提供了一个机会，不应错过。货币政策已经不堪重负太久，它肯定是解决方案的一部分，但不能是全部。

本章的其他部分进一步挖掘这一问题以找出可能的解决方案。第一节回顾了全球经济过去一年的发展并评估了未来的前景和风险。第二节提供了一个“透视镜”，通过它可以理解正在形成且将继续形成这些发展的力量。第三节介绍了政策影响。

## 全球经济：身处何处？去向何方？

### 回顾：最近的进展

去年此时的经济表现是什么样子？产出增长与历史平均水平相差不大，尽管新兴市场经济体增速放缓，先进经济体（AEs）的增长正在恢复动力。除一些新兴市场之外，全球通货膨胀率较低，在某些值得注意的情况下，其低于央行的目标。实体经济风险偏好降低与金融市场风险偏好激进形成对照：投资乏力与活跃的资产价格和异常低的波动性共存。当股票和债券指数因中央银行家们的每句话和每个行动而波动时，市场表现似乎取决于极其宽松的货币政策。随着受危机打击经济体的银行资产负债表慢慢愈合，以市场为基础的融资飙升。非金融私人部门资产负债表的发展明显分化：遭受危机冲击的国家非金融私人部门去杠杆化速度不同但较为缓慢，而其余国家杠杆化程度正在加快，有时快得让人不安。财政政策总体紧张，债务与GDP的比率甚至在一些发达国家进行财政整顿的时候仍持续上升。结果，全球私人部门和公共部门债务与GDP的比率正小幅上升。而此时，货币政策正在测试其外部界限是什么。

已有两方面主要的进展。首先，石油价格大幅下跌，其他大宗商品价格则小幅下降。从2014年7月到2015年3月，石油价格下降约60%，是过去的半个世纪中的第三大跌幅，前两次大跌分别发生在雷曼兄弟公司违约和石油输出国组织1985年崩溃后。此后价格仅部分反弹。其次，美元强劲升值。在同一时期，美元的贸易加权汇率上涨了大约15%——这是相似时间窗口的最高纪录。相对于欧元其汇率变化更大。

我们在石油价格方面已着墨太多。但是，就像任何其他的资产一样，石油价格是由对未来生产和消费的市场预期、风险态度和融资条件共同决定的（见第二章）。这次的一个关键因素是，石油输出国组织已经变得更关心市场份额，而不再像过去那样限制生产，这真正改变了游戏规则。比起担忧全球需求疲软来说，这个因素更好地解释了石油价格下降的时间和幅度。此外，高负债的单个生产者的对冲活动可能也在石油价格下跌中发挥了作用。

无论驱动因素是什么，石油价格下降已经并将继续提振全球经济（见第三章）。

全球产出的一个关键变量的价格下降必然会使产出扩张。它没有反映出全球需求的下降，在一定程度上将会更加明显。即便如此，将会有明显的赢家和输家，石油价格趋势与金融脆弱性之间的相互作用值得关注（见下文）。

美元大幅升值受多个原因和不确定的影响。它始于对不同的宏观经济状况和央行政策会使美元资产相对更具吸引力的坚定预期。在欧央行启动大规模资产购买计划使市场震惊后，美元升势确立。升值在贸易方面的影响主要是再分配性质的，但其广受欢迎，其在某种程度上将增长势头从强势经济体转移到更弱的经济体。但最终的影响将取决于其金融脆弱性和有关政策——尤其是货币政策——对汇率变动作出的反应。此外，大量由非美国居民积欠的美元债务显得更加突出（见下文）。

石油价格下跌和美元升值有助于解释并部分反映了短期和长期利率的进一步暴跌。在某种程度上它们帮助解释了更低的石油价格增加了全球通缩压力。在某种程度上它们反映了某些地区超宽松的货币政策推动了其他地区的宽松。思考一下瑞士国家银行或丹麦央行的决定就能测试汇率承受巨大压力时负利率的限度。

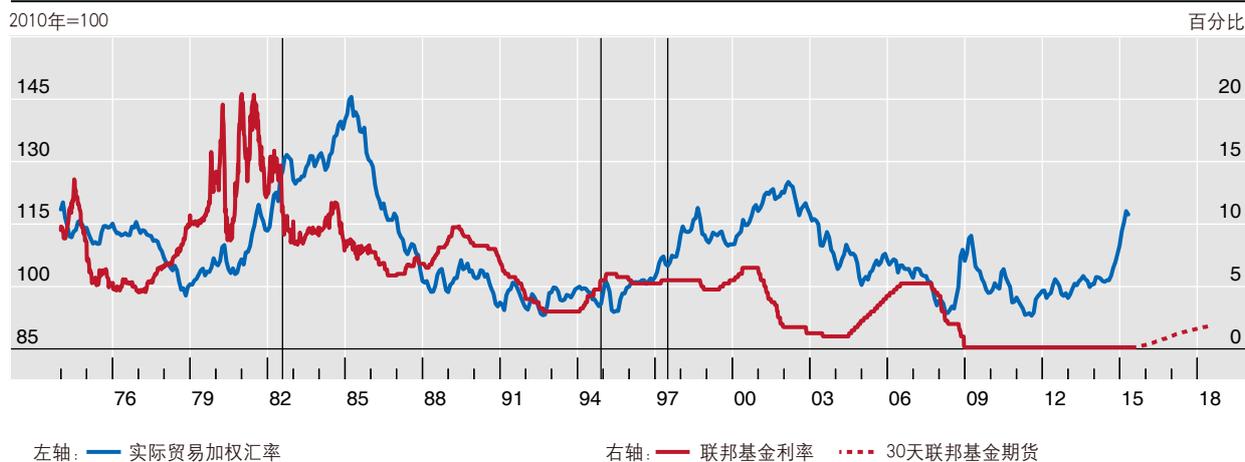
这个世界现在的情况怎么样？从表面上看，也许同去年相比变化不大。全球经济增长几乎没有改变，增长从新兴市场经济体切换到先进经济体的过程仍在继续。通货膨胀有所降低，主要是因为临时和积极的供给方面的因素（见第四章）。金融市场显示出混合信号：波动性有所正常化，企业债券市场上的风险承担已有所缓和，新兴市场尤其如此。但股票价格进一步飙升，市场似乎仍然从央行政策中获得提示（见第二章）。美国货币政策正常化似乎更近了，但时间仍不确定。银行继续复苏，尽管还存在疑虑，这进一步提振了市场基础的融资（见第六章）。私人部门资产负债表向同一方向进一步发展，一些国家去杠杆化而另一些国家在增加杠杆，但总体几乎没有改变（见第三章）。

不过，在表象之下，中期风险和不安增加了，因为这是一个错误的通过债务来刺激全球增长的模式固有有问题。这就是我们现在所转向的风险与不安。

### 展望：风险与不安

为了解主要的中期风险，可将国家分为两组：一组是受金融危机重创的国家，而另一组是未受危机重创的国家。差不多十年了，我们仍处于金融危机的阴影之下（见第三章）。

在受到危机影响最小的国家，主要风险是国内金融周期达到顶峰，通常还与外部脆弱性相结合。这组国家包括一些先进经济体，特别是大宗商品出口国，以及许多新兴市场，特别是一些最大的新兴市场经济体。在这些经济体中，长期的国内信贷繁荣让私人部门债务与GDP的比率创下新高，通常伴随着房地产价格的强劲增长。同时，就像过去一样，其中一些国家信贷扩张的外部来源，特别是外汇，也起到了一定作用。例如，自2009年初以来，新兴市场对非银行金融机构的美元贷款几乎翻了一番，超过3万亿美元。受大宗商品“超级周期”和全球资金条件异常宽松的“涡轮增压”，大宗商品出口国的风险特别突出。拉丁美洲的预期潜在增长率已经减少了一半也就不足为奇了。中国在这一切中起着举足轻重的作用：它是一个巨大的经济体和大宗商品进口国，其经济增速在普遍金融失衡的重压下已明显放缓。



垂直实线表示：拉丁美洲债务危机（1982年）；龙舌兰危机（1994年）以及亚洲金融危机（1997年）。  
资料来源：彭博；各国数据：BIS。

新兴市场目前的表现在几个方面要好于 20 世纪 80 年代和 90 年代，当时美国收紧货币政策和美元不断升值引发了危机（图 1.3）。当前宏观经济框架更强，汇率也更灵活。金融体系的基础设施更健康，审慎监管，尤其是宏观审慎的设定更紧。例如，尽管美元指数引人注目，外汇债务占 GDP 的比例并不像过去一样高。事实上，这是发展本币债券市场的目的——结束“原罪”。同时外汇储备现在也大得多了。

尽管如此，仍然需要谨慎。增长方面看似可靠的表现、低通胀以及财政自律并未使 20 世纪 90 年代的亚洲经济体与风险绝缘。外汇风险敞口现在集中在企业部门，这些部门的货币错配风险难以计量。在弥补私人部门资金流动性短缺或保卫货币时，可以动员的官方储备是有限度的。同时从银行转向资产管理公司将如何动态影响资产价格还有待观察：供应方和接受方之间的资金规模不对称并未变小，如果压力“一边倒”，市场反应会很强烈——流动性将肯定“踩踏出逃”而迅速蒸发。2013 年的“削减（量化宽松）恐慌”只是一个不完整的测试：它反映了传统的国际收支平衡和宏观经济关切，但并不与任何更具破坏性的国内金融失衡发展相一致。

有一件事是肯定的：新兴市场经济体过去大多数时候的好日子一去不复返了。亚洲金融危机以来新兴市场经济体的全球经济影响力激增，以购买力计算的 GDP 从占全球 GDP 的约三分之一增加到几乎一半。在某些情况下，从全球的角度来看其外部金融敞口可能很大，尽管相对于其国内经济很小。特别是中国，2014 年底，它是世界上第八大借款国，跨境银行债权余额仅比两年前就翻倍，已达 1 万亿美元。其也是第十一大贷款国，到 2015 年 3 月底，该国国民在国际债券市场借入了超过 4500 亿美元。

而受危机影响最大的国家则面临不同的风险，它们仍然在去杠杆化或开始再杠杆化。有三点值得关注。

第一点与持久超低利率的中期成本有关。这会给金融体系造成严重损害（见第二章和第六章）。低利率损害了银行的息差和期限转换带来的回报，可能削弱资产负债表和信贷供应，同时也是单向利率风险的主要来源之一。超低利率也损害了保险公司和养老基金的盈利能力和偿债能力。超低利率还会导致金融市场普遍的错误定价：如股市和一些公司债券市场似乎捉襟见肘。这样的利率也加剧了实体经济的风险。在短期，养老基金的困境就是最明显的提醒，人们需要为退休存更多的钱，从而削弱了总需求。长远来看，实际或名义的负利率不利于理性投资决策以及今后的持续增长。如果前所未有的负名义利率继续降低，技术、经济、法律甚至政治的界限都很可能受到考验。

第二个风险与用长期对债务的依赖来代替提高生产率的改革有关。尽管高公共债务对增长有拖拽作用，但它总是试图推迟调整。人口老龄化在至少两个方面加剧了这一挑战。经济上，它们使债务负担更加难以忍受。政治上，它们加大了通过需求管理政策来暂时提高产量的诱惑：未经人口统计学调整的标题增长数据的压力导致了这个问题。例如，就劳动年龄人口而言，日本的增长已经超过了许多发达国家，尤其是美国，而这点常常并未被注意。在此基础上，从2000年到2007年，日本累计增长15%，几乎是美国的两倍（8%），这与标题增长率所显示的情况相反（分别为10%和18%）。如果考虑到危机后的年份，差异将甚至更大。

第三个风险与希腊危机及其对欧元区的影响有关。在某些方面，希腊乃至欧元区的情况类似于更广泛的全球性挑战，但其被制度上的特异性放大了，即有毒的私人债务和公共债务的混合，以及相对于急需的结构性调整来说太少的承诺。因此，货币政策被视为一个争取时间的快速解决方案，承担了首要的负担。在严格的经济基础上，欧元区当前似乎能比危机爆发之初更好地应付危机传染。不过不确定性仍然存在，潜在的政治传染更难评估。

持续的低通胀或彻底通货紧缩的风险并未包含在这个列表中。诚然，风险取决于各国特有的因素。但目前的政策辩论往往将其夸大（见第四章）。首先，最近物价下行在很大程度上反映了石油和其他大宗商品价格的下降，这有时并未得到足够的强调。它们对通货膨胀的影响是暂时的，应被更持久的支出和产出扩张的影响所取代，特别在能源进口国更是如此。其次，有一种对“大萧条”作出一般结论的倾向，即它是一个独特的事件，可能更多地与资产价格大幅下降和银行危机有关，而与通货紧缩本身关系较小。一般来说，更长时间的历史记录显示，通货紧缩和经济增长之间的联系较弱。最后，证据也表明，迄今为止，实体经济损失源于债务与房地产价格的相互作用，而不是商品和服务价格的相互作用，最近的衰退确认了这一点。同时，政策应对也应考虑到我们对通货膨胀过程的理解仍然有限。

结论是，当前世界正在回到更强劲的增长，但中期内紧张情况犹存。危机和随后的经济衰退留下的伤口正在愈合，因为资产负债表正在被修复，去杠杆化也有所进展。最近，能源价格对经济出人意料的强劲推动也有所帮助。与此同时，货币政策已经全力支持短期需求。但政策组合过于依赖一些手段，这些手段直接或间接地取决于靠债务来推动经济增长的模式，难以改变，而这种模式是危机的根源。在全球债务负担调整失败、生产率增长持续下降，尤其是财政和货币政策逐渐失去回旋余地时，这些紧张情况表现得最为明显。

## 更深一层原因

为什么会发生这种情况？一个可能的答案在于政治和理念的混合。政治体系的自然倾向是鼓励那些以冒着长期痛苦风险为代价来获取短期收益的政策。这个原因众所周知，不需赘述。但是，当理念影响政策时，其影响因为这种偏见而变得更有隐患。因此，迫切的问题是流行的经济范式是否能足够好地指导政策。

### 理念与观点

危机爆发时，主要宏观经济观点备受争议，其被广泛认为未能抵御危机，因为它们排除了危机的可能性。简而言之，其假定价格稳定是宏观经济稳定的充分条件，金融体系会自我稳定，即使它不能自我稳定，也不会造成什么严重后果。

不幸的是，在解决这些缺陷方面的进展一直令人失望。金融因素似乎仍然徘徊在宏观经济思考的外围。诚然，经济学家们已作出了巨大的努力使其更接近核心：他们努力发展可以容纳金融因素的模型。但这些努力还没有足够深地渗透到政策辩论中：宏观经济稳定和金融稳定仍同床异梦。

如果剥去流行分析观点的所有细微差别，并聚焦于其如何塑造政策辩论，基本的逻辑会很简单。国内生产有过量或不足的最终需求（一个“产出缺口”），这决定了国内通胀，尤其支撑了通胀预期。总需求政策然后被用于消除这一缺口，实现充分就业和通胀稳定；财政政策直接影响支出，货币政策则通过（经通胀调整后的）实际利率间接地影响支出。汇率如被允许浮动，也允许当局可自由制定货币政策来迎合国内需求和意愿，并随着时间的推移实现经常账户平衡。如果每个国家逐期调整其货币和财政杠杆以弥合产出缺口，国内和全球的一切情况都会较好。

当然，金融因素会在不同程度上出现。例如，在某些情况下过多债务被视为扩大了需求缺口。在另外一些情况下，金融不稳定的可能性被完全承认。但归根结底，基本的结论并未改变。应通过标准的总需求政策平等对待所有的需求不足。尽管有更强的系统性（宏观审慎）取向，金融不稳定最好还是应通过审慎政策被分开处理。按照整齐分割原则，最好让货币政策和财政政策就像以前那样自由地解决标准的宏观经济问题。从这个角度看，我们回到了熟悉的危机前的世界。就像《土拨鼠日》一样让人感觉怪诞。

上年的年度报告中提供了不同的分析视角，带来了不同的政策结论。我们的“透镜”力图使金融因素回到宏观经济学的核心，同时相对于着眼短期和国内因素，更强调了中期和全球因素。本年的报告进一步分析了三个至关重要的基本要素。

首先，通货膨胀的特性可能不是完全可靠地导向可持续的（或潜在）产出。这是因为当通货膨胀率较低且稳定、不断下降甚至为负时，金融失衡往往积累起来。这些失衡的特点是暴涨的信贷和资产价格，特别是房地产价格，以及金融市场激进冒险的迹象，如低信贷息差和波动下降。当这些金融繁荣最终崩溃时，其可能导致毁灭性的和持久的经济损失。这明显会成为真正的大型金融危机。从美国“大萧条”前的金融繁荣——实际上就兴旺的 20 世纪 20 年代来说价格已经下跌了——到 20 世纪 90 年代初日本的危机和 20 世纪 90 年代中期亚洲的危机，这只是历史的简单重演。

如果金融繁荣有共同特征，那么应该可以提前确定一些危险信号。证据也表明，金融繁荣的变量的确可以在事件展开之前（“实时”）就未来的风险提供有用的信息。这些指标将有助于确认正高于可持续运行的产出水平或近期美国危机前的潜在产出水平；政策制定时往往需要估计潜在产出水平，但其在一定程度上被抑制的通货膨胀所扭曲，只有当基于新的信息重写历史时才能在事后确认（专栏 4. C）。这就是为什么对于美国来说，了解偿债比率和杠杆与其在 21 世纪前十年中期的长期价值的偏差将有助于在随后的经济衰退和复苏期预测产出行为（专栏 3. A）。也解释了为什么繁荣时期的信贷和房地产价格、偿债比率甚至信贷增长均已被证明可独自作为一个用来衡量未来各国银行业危机和代价高昂的经济衰退的有用指标。

为什么说与流行范式相反，通货膨胀对可持续性来说是个不够可靠的信号？至少有两个可能的原因。

一方面与信贷扩张涉及的类型有关。融资可能并非被用来购买能提高支出和产出的新产品或服务，强劲的信贷增长可能只是被用于支付现有资产，要么是实体的（如房屋或公司），要么是金融的（如简单的资产或更复杂的金融工程形式）。这些融资并不会直接带来通胀压力。

另一方面与如何解释通货膨胀（通货紧缩）有关。供给驱动型通货紧缩倾向于提高产量，同时为积累金融失衡提供基础。这方面的例子包括实体经济全球化（如前共产主义国家进入世界贸易体系）、技术创新、更激烈的竞争、关键生产要素（如石油）的价格下跌等。供给驱动型和需求驱动型通货紧缩间的差异可以很好地解释历史上通货紧缩和经济增长之间较弱的实证联系。

其次，金融繁荣后的萧条带来更多的伤害，且传统的总需求政策更不起作用。日益增加的实证证据表明，相应的经济衰退程度更深，随后的经济复苏更加疲软，产出潜能可能永久丧失，衰退后的经济增长率可能更低。尽管进行了前所未有的货币刺激和最初的财政扩张，危机后的确是按相似的模式发展。

其原因与繁荣退去后留下的强烈后遗症有关。金融行业受损，家庭和企业面临巨大的债务负担和资产质量问题。更重要的是，金融繁荣与生产率增长反常地相互作用。它们能在一个虚幻的自我感觉良好的因素之后掩盖其长期的、因结构性缺陷侵蚀而造成的衰落（见《国际清算银行第 84 期年报》）。它们还可以通过资本和劳动力方面长期的资源错配来更直接地造成破坏（专栏 3. B）。按面值进行跨国估计，其影响可能很大，在繁荣时期其破坏力每年接近 1%，危机爆发后还会更大。

在这种情况下，一旦严重金融危机阶段结束，总需求政策就是在“推绳子”。资本不足的金融机构限制和错配了信贷。过度负债的借款人偿还了债务。资源的错配不能应对无差别的刺激。换句话说，并不是所有的产出缺口天生都是一样的且对同样的补救措施反应相同；危机后它们的规模可能也不像看上去的那么大。因此，除非正面解决潜在的问题，可能会以长期的痛苦来获取短期利益：债务没有充分下降，政策回旋余地进一步萎缩，也埋下了未来金融危机的隐患。然而，这并不意味着更高的通货膨胀。矛盾的是，在短期内可能会消除对宽松政策的偏见，而长期内则相反。

最后，当汇率变成薄弱环节时，问题可在全球范围加剧。自金融危机后货币政策只能通过国内渠道有限地拉动支出，通货膨胀和产出对汇率的反应更强。货

币贬值更直接和机械地对价格产生影响。在某种程度上，它把需求从其他国家转移，并能提高产出。但汇率不能让一国充分从外部影响中绝缘，升值将被抵制，最终的结果将是全球竞争性贬值和货币政策更加宽松。因此，总的来说，如果因为当前不平衡的政策组合，对于长久的金融和宏观经济稳定来说政策已经过于宽松，那么结果会更糟。此外，短期利益可能会导致长期的痛苦。

### 过度的金融弹性

现在可以将这些不同的碎片拼凑起来并诊断全球经济运行可能出了什么问题。按照这种观点，政策已无法约束破坏金融繁荣的累积和崩溃，即全球经济表现出的“过度金融弹性”——想象一个橡皮筋，它可以拉得越来越长，但最后弹回来时也会更疼。这反映了在金融市场和经济之间的相互作用、国内政策制度，以及这些制度通过国际货币金融体系相互作用这三个方面的缺陷。现在逐一来看。

现在，金融体系的自平衡力量薄弱且会放大商业波动，这一点已被深刻理解。对风险的松散锚定观念一方面和价值之间有双向加强的反馈，另一方面和弱融资约束也有类似的反馈。暂时（或长久），资产估值飙升，风险承担增加，融资变得容易，直到某一时刻这一过程发生逆转。因此，金融体系被称为是“顺周期”的。这次猛烈的危机再次显示了这一点。

顺周期性或系统弹性的程度取决于一国国内政策体制，并因其演化而得以加强。一是金融自由化退回 20 世纪 80 年代的水平，这缓解了融资约束，使资金更容易得到也更便宜。与此同时，审慎保障措施相对落后。二是着眼于控制短期通胀的货币政策制度出现意味着，在金融繁荣时期，只有当通胀增加时，政策才会收紧，但在萧条时期，政策将积极和持续地放松。三是财政政策未能认识到金融繁荣对财政账户的巨大美化效应，而在萧条时期其又因没有针对性的措施而效果有限。综上所述，这些进展已经导致了各国对宽松政策的偏爱，让金融繁荣变得更大、持续时间更长，崩溃时也更为剧烈。

重要的是，当前的国际货币与金融体系通过货币和金融制度之间的相互作用进一步增加了这种过度的弹性（见第五章）。

货币体系的相互作用将核心经济体的宽松偏好传导至世界其他国家。这种传导直接发生，因为主要国际货币——最重要的是美元——在发行国以外广泛使用。因此，核心国家的货币政策直接影响到其他地区的金融条件。更重要的是，通过政策制定者对不受欢迎的汇率升值的厌恶，其还产生了间接影响。结果是，政策利率保持低位，如果各国采取外汇干预，一旦收入被投资于储备货币资产，收益率会被进一步压缩。

通过货币和资本的跨境自由流动，金融制度之间的相互作用得以强化并传导了这些效果。自由流动资本在国内繁荣期增加了关键的外部融资来源。它和国内资产价格因同样的原因导致汇率“超调”，即价值的松散锚定观念以及冒险和充足的资金。例如，想一想动量交易和套利交易的流行策略；或汇率升值、降低外汇债务负担和风险承担之间的自我强化的反馈。更一般地，资本自由流动使跨国风险承担激增，而不顾各国特定条件，包括长期收益率、资产价格和资金流动的强共振。再次，这些更强大和更持久的激增让随后的逆转更暴力。全球流动性或国际市场融资的宽松，其流动虽不规则但波涛汹涌。

历史证据与这些观察结果广泛一致。“透镜”有助于解释为什么金融繁荣和萧条的规模和持续时间（经济周期）自 20 世纪 80 年代初以来增加了（图 1.4）——随着贸易壁垒的下降和新国家的加入，在推动了全球经济增长前景的同时也产生了通缩压力，实体经济逐步全球化，也支持了这种进展。这有助于解释全球范围内经通胀调整后的利率为何下行，其显得很低且不顾基准利率如何，也解释了外汇储备为什么飙升。这有助于解释为什么后危机时代美国以外的美元信贷激增，且在很大程度上转向了新兴市场。这还有助于解释为什么我们一直看到新兴市场经济体以及一些受危机影响较小的先进经济体金融失衡累积的迹象，及其对国际影响的高度暴露。

需要注意的是，在这种情况下经常账户失衡并不突出。经常账户赤字与金融失衡的累积并不一致。事实上，历史上最具破坏性的金融失衡往往发生在盈余国家——最引人注目的是“大萧条”前的美国和 20 世纪 80 年代末期的日本。强劲的金融繁荣最近正发生在一些盈余国家，包括中国、荷兰、瑞典和瑞士。经常账户和金融失衡的关系比较微妙：减少盈余或增加赤字往往会反映出这些失衡的累积。这些政策影响我们在后面会继续论述。

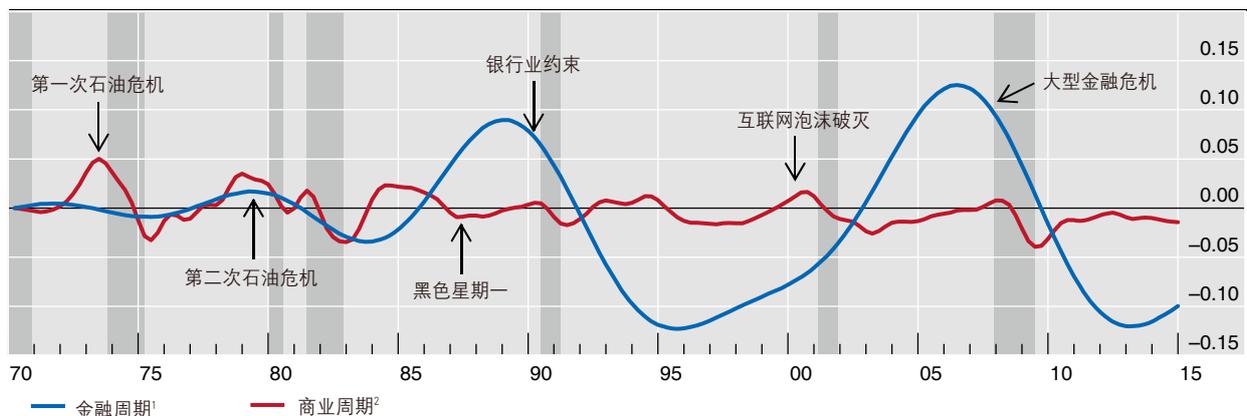
### 为什么利率如此之低？

所有这些在当前政策辩论的核心提出了最基本的问题：为什么市场利率如此之低？它们是“均衡（或自然）利率”吗，即它们是否处于正确的水平？市场和均衡利率是如何确定的？主流分析观点和本报告提出的观点有不同的答案。

大多数持有这两种观点中一种的人都会同意，市场利率取决于中央银行间的相互作用和市场参与者的决策（见第二章）。中央银行设定短期政策利率并通过发出信号来影响长期利率，这些信号包括它们如何设定短期利率以及进行越来越多的大规模的各种期限的资产购买。市场参与者设定存款和贷款利率，也通过其投

美国的金融与商业周期

图1.4



1. 金融周期是在取得实际信贷、信贷对GDP比率及实际房价的中期周期数据后，通过基于频率的（带通）滤波器测算；1970年第一季度=0。  
2. 商业周期是在取得从一年到八年的时期内实际GDP的波动数据后，通过基于频率的（带通）滤波器来测算；1970年第一季度=0。  
资料来源：M Drehmann, C Borio和K Tsatsaronis, “金融周期的特征：不要忽略中期！”，BIS《工作论文》第380期，2012年6月，BIS计算。

资组合选择帮助确定长期市场利率。它们的决定将反映许多因素，包括风险偏好、对可盈利的投资的观点、监管和会计约束等，当然，也还包括对央行行动的预期（见第二章）。反过来，实际通胀水平决定了事后的经通胀调整的利率以及预期的通胀前实际利率。

但市场流行的利率是实际的均衡利率吗？首先就中央银行设定的短期利率来说，当我们理解中央银行只能对经通货膨胀调整的短期利率施加短暂影响时，真正的意思是，在某些时候，除非央行把短期利率设定在“均衡”水平，或者足够接近“均衡”水平，否则一些“糟糕”的事将会发生。什么是“糟糕”的结果将取决于人们关于经济如何运行的观点。

根据包含流行的“储蓄过剩”和“长期停滞”假说的普遍观点，答案是通货膨胀将上升或下降，甚至可能变成通货紧缩。通货膨胀提供了关键信号，其行为取决于经济低迷的程度。相应的平衡率也称为“魏克塞尔”自然率：即产出达到潜在产出，或充分就业时储蓄等于投资时的利率。可以肯定的是，在实践中政策制定者也独立地考虑经济低迷。但是，在最后的分析中，因为低迷非常难以度量，他们倾向于基于通货膨胀情况修改其估计值。例如，如果失业率低于其假定的“均衡”水平，但通货膨胀并不增加，他们将推断经济仍不景气。

根据本报告的观点，通货膨胀不必可靠地发出利率在其“均衡”水平的信号。相反，关键信号可能是金融失衡的累积。毕竟，危机前，通货膨胀较为稳定且得到了传统的对潜在产出的估计证明，现在回想起来当时太过乐观了。如果承认低利率导致的金融繁荣崩溃导致了危机，同时，像证据显示的那样，繁荣和随后的金融危机长期损害产出、就业和生产力的增长，很难认为利率处于均衡水平。这也意味着当前利率很低，至少在某种程度上如此，因为它过去过低。低利率仍然造成更低的利率。从这个意义上说，低利率正在自我验证。鉴于金融失衡在世界部分地区累积的迹象，有一种似曾相识的令人不安的元素。

将关注焦点从短期利率转向长期利率并不会改变这种情况。没有理由假定这些长期利率会比短期利率更处于均衡水平。中央银行和市场参与者在黑暗中摸索，力图推动利率平衡或从利率的变化中获利。毕竟，长期利率只是另一个资产价格。当资产价格成为金融不稳定的根源时，其往往不可持续也不稳定。

## 政策含义

这一分析的政策含义是什么？第一，货币政策已负担过重太久，后危机时代尤其如此。第二，更一般的是政策再平衡的需求，应从总需求管理转向更加结构化的措施。诚然，这在政治上较困难。但没有其他办法可在持续提高产出和生产力的同时摆脱债务依赖。各国的政策组合自然也各不相同，但通常会涉及增强产品和劳动力市场的灵活性，提供一个有利于创业和创新的环境，并推进劳动力的参与。这也将有助于缓解后危机时代财政上的，尤其是货币政策上的巨大压力。石油红利为实现这种改革提供了一个机遇，不应被浪费。这一分析也是对那些想要避免因收入大幅下降而陷入痛苦调整的大宗商品出口国的一个警钟。

除此之外，还有一些问题是，如何最好地调整国内和国际政策框架，以更系统地考虑金融因素；还有当前时刻应如何行动。

## 调整框架

如去年年度报告指出的那样，约束单个经济体的过度金融弹性需要广泛地调整国内财政、审慎和货币框架。基本策略是谨慎地控制金融繁荣，同时更有效地应对金融萧条。与当前政策相比，作为结果的政策将减少金融周期的不对称，减少顺周期性以及在连续的繁荣和萧条期减少对宽松政策的偏好。逐一来看每种类型的政策。

财政政策首先要考虑的是确保其行为是逆周期的，同时在萧条期保留了足够的操作空间。这意味着，首要的是确保长期可持续性——在很多地区是一个令人畏惧的挑战（见第三章）。这也意味着在金融繁荣期间要格外谨慎，以便不高估财政状况潜在的稳健：可持续的产出和增长看起来美好，财政收入也在膨胀，需要处理破产的或有债务仍然隐藏。在萧条期，理想情况下，财政空间应被用来加速私人部门资产负债表的修复。这适用于银行——但前提是私人部门的支撑已被证实不足，非银行金融机构也是如此。政策选项的范围包括资本重组、临时国有化，对非银行金融机构来说则是完全减免债务。比起漫无目的的支出或减税，这将通过解决根本问题更高效地运用公共资金。更根本的，在消除债务对股本的补贴方面有足够的理由，在税务编码中很常见。

审慎政策首先要考虑的是加强其系统性或“宏观审慎”取向，以直面顺周期性。《巴塞尔协议Ⅲ》的确在逆周期资本缓冲方面有所进展，在各国（地区）执行全面的宏观审慎框架方面也是如此。其部署了一系列旨在增强金融体系的恢复力的工具，同时在理想的情况下限制金融繁荣（见第四章）。这包括最大化贷款价值比或债务收入比，主动调整资本和拨备需求，限制非核心银行融资，以及进行宏观审慎（银行业）压力测试。

同时，两大缺口仍然存在（见第六章），一是如何最好地解决非银行金融中介机构快速发展带来的风险。可以肯定的是，保险公司一直被监管，虽然从系统性的角度来看监管力度不大。对“影子银行”的监管工作也进行了一段时间，影子银行是活跃在期限转换方面的杠杆参与者。但注意力最近才转向资产管理行业。在这方面，对单个企业倒闭的担心并不是太多，担忧主要在于它们的集体行为通过资产价格、市场流动性和资金条件对系统稳定性产生的影响。即使未杠杆化时，这些投资者也有能力产生喜好杠杆的行为。二是如何最好地解决主权风险，包括对银行的主权风险。一些监管规定和监管实践偏爱主权敞口。但主权国家也可能非常危险，从历史上看其往往是银行破产的根源。此外，偏爱它们常常是以牺牲中小企业为代价，从而抑制了生产活动和就业。需要系统和全面的正确方法以解决各种类型的风险。巴塞尔银行监管委员会最近接受了这项挑战。该项工作应继续推进，不能拖延或犹豫。

货币政策的首要任务是在繁荣和萧条期确保更平衡地考虑金融稳定关切（见第四章）。即使短期通货膨胀率低且稳定，政策框架应允许在金融繁荣时期也有收紧的空间，同时在萧条期间宽松的力度更小且持续时间更短。

虽然对这一提法有很多反对意见，但这些意见中好像并没有真正起到阻碍作用的。事实上，对采用通货膨胀目标制框架的反对意见也是如此，许多人认为其是迈入黑暗的一步。

第一个反对意见是对于金融失衡的积累没有可靠的指标。但在这一领域已经

取得了相当大的进展，且宏观审慎框架已积极依靠这些评估。此外，如上所述，标准货币政策基准是不可见的且测量时有很大的不确定性，如经济萧条、潜在产出和均衡实际利率。即使测量相关的通胀预期都困难重重。

第二个反对意见是，货币政策对金融繁荣的影响很小，因此对信贷扩张、资产价格和风险承担的影响也小。但通过货币刺激影响总需求是关键传导渠道。的确，这就是后危机时代中央银行为了使经济复苏已经明确的战略。如果有什么不同的话，有证据表明，中央银行在影响金融市场和金融风险承担方面非常成功，但在提振实体经济中的风险承担并进而提高产出方面差强人意。

更深层的问题是如何协调这一战略与通胀目标。该战略需要对通胀持续偏离目标有更高的容忍度，尤其是在通货紧缩被积极的供给方面的力量驱动时更是如此。中央银行是否准备好接受这一点？政策框架是否足够灵活？各家中央银行对此的答案一定有所不同。

可以论证，当前框架中的一部分已经为中央银行提供了足够的灵活性。例如，一些安排明确地包含了允许通胀慢慢地随着时间的推移回到长期目标的选择，而这取决于使它偏离轨道的因素。当然，这是很有挑战性的，需要仔细地解释和沟通。在一定程度上有两个因素可以解释为什么中央银行可能没有充分利用这种灵活性。一个因素是它们在进行权衡时的看法。例如，它们可能会把通货紧缩看做“红线”，认为一旦越过“红线”就会触发一个自我强化的不稳定进程。另一个因素是转而使用宏观审慎工具的可能性。

即便如此，在许多情况下，支撑它们的框架和授权可能被认为限制太多。若是这样的话，可以进行调整。如有必要的话甚至可以重新授权，如给金融稳定考虑分配更大的权重。但若选择了这条路线，前行时需要更加小心。修订过程和最终结果可能是不可预知的，可能会带来不受欢迎的政治和经济压力。

总的来说，最重要的应该是充分使用现有的操作空间，并鼓励那些强调失败的成本的分析观点，以将金融稳定方面的考虑纳入货币框架。获得足够的公众支持至关重要。重新授权只能作为最后的手段。

国际货币与金融体系会怎样？处理好本国的内部事务，就像这个原则描述的那样，已经是一个重大的步骤：这将大大减少对全球其他部分的负面溢出效应。但这还需要更进一步（见第五章）。

长久以来这被认为是这个体系的“金融”维度。改进的需求已是越来越紧密合作的基础，这包括制定和执行普遍同意的审慎标准，以及在银行的日常监管方面进行合作。诚然，过程并非一帆风顺，其势头也会因为关于危机的记忆消退而不可避免地减缓。但在巴塞尔银行监管委员会和金融稳定理事会的各项行动的支持下，这一过程仍在继续（见下文）。进步需要坚持不懈的承诺：国内首要事务和偏好占据上风的风险总是隐藏在下一个角落。

相比之下，这个体系的“货币”维度远未得到普遍承认，至少自布雷顿森林体系崩溃以来是这样。这里有必要区分危机管理和危机预防。危机管理方面的合作长期持续，主要是通过外汇互换协议；在危机预防方面，这意味着常规的货币政策设定，相对来说温和得多。

关于危机管理，中央银行已经在金融危机期间建立了成功的合作机制。主要货币区的中央银行间存在货币互换安排或可以根据需要很快建立。可能还有进一步加强这些机制的空间，尽管风险管理和治理问题也显得突出。

但国际紧急流动性支持安排不能也不应该替代预防金融危机的合作努力。它们不能，是因为经济和社会危机的成本太大且不可预测。它们不应该，是由于道德风险以及使中央银行负担过重的趋势。

有两个因素严重阻碍了危机以外的货币政策合作。一是与判断以及因此认识到需要采取行动有关。正如上面介绍的那样，普遍的看法是，灵活的汇率，加上以通胀为目标的国内制度，可以孕育出正确的全球结果。结果是，关于如何促进全球协调的讨论集中于如何处理经常账户失衡，而货币政策措施对其效果不明显。事实上，术语“失衡”和“经常账户失衡”已被视为同义词。第二个因素与授权以及因此采取行动的动机有关。国内授权提高了标准：行动必须明确符合本国利益。换句话说，既没感到必要，也没有动力来进行货币政策合作。

然而，这两个因素都不应阻止货币合作的进程。过度金融弹性的观点强调了合作的必要性：国际溢出效应及其回流太过有害。此外，焦点转移到了金融失衡——目前安排的盲点。事实上，根据这个观点，仅关注经常账户失衡有时适得其反。比如，它已鼓励对经常账户盈余国家施压以扩大其国内需求，即使这些国家金融失衡正在积聚，如 20 世纪 80 年代的日本或金融危机后的中国。至于动机，国内授权并未阻止在审慎领域紧密合作。

合作实际可以走多远？至少，基于全面信息交换的理性的利己主义应该是可行的。这将意味着制定政策时更系统地考虑溢出效应及其回流效应。主要国际货币发行国有特别的责任。合作甚至可以扩大，除了危机时期外，各国偶尔也可就利率和外汇干预作出共同决定。不幸的是，要制定有助于在国内政策中灌输更多的纪律的新的全球游戏规则，需要较强的紧迫感和责任分担。

### 现在做什么？

宏观经济政策的操作空间一年比一年缩小。在一些地区，货币政策已在测试其外部极限，其边界延伸到了不可想象的地步。在另一些地区，政策利率仍在下降。随着可持续性的担忧不断增加，财政政策在经历了危机后的扩张之后也在减速。在经济增长正在放缓的新兴市场经济体，其财政状况正在恶化。那么除了加倍努力改革以加强生产力增长外，现在还应该做什么？

对财政政策来说，压倒一切的首要任务是确保主权债务可持续，然而很多情况下并非如此（见第三章）。这是货币、金融和宏观经济持久稳定的先决条件。它也决定了近期的政策操作空间。当长期增长前景不明朗时，推动更多的扩张性财政政策将非常鲁莽，这个错误过去犯得够多了。对确有财政空间并需要使用它的国家来说，挑战是如何最有效率地使用财政空间。这意味着，首要的是，促进私人部门资产负债表修复，支持推动长期生产率增长和更大程度但明智地强调以经常转移为代价的投资的改革。公共支出的质量比数量更重要。

对货币政策来说，有必要充分领会金融风险及其与当前政策有关的宏观经济稳定。诚然，关于经济运行仍存在极大的不确定性。但恰恰因为这个原因把应对金融稳定风险的负担完全压在审慎政策肩上似乎有点轻率。通常来说，对每个国家来说正确标准都不一样。但是，作为一般规则，更平衡的手段意味着要比当前更注重货币政策正常化太迟太慢的风险。同样，在那些需要宽松的地区，也同样要注重积极和持续地进行宽松的风险。

鉴于目前的情况，正常化注定是坎坷的。金融市场的风险承担已经持续了太长时间。而且，压力下市场将继续富有流动性的幻想已经太普遍（见第二章）。但是，如果当前异常的市场条件继续发展，动荡的可能性将进一步增加。橡皮筋被拉伸得越长，其回弹也将更加猛烈。重塑更加正常的市场条件对应对下一次衰退也将至关重要，这些条件无疑将在未来的某一时刻实现。如果一支枪没有子弹，会有什么用呢？因此，考虑到各国的具体情况，货币政策正常化应该坚定、稳定地进行。

这一切自然使加强审慎措施受到重视（见第六章）。应积极运用宏观审慎工具，但对它们自身能做什么不要有不切实际的期望。在适当的地方，应该通过损失确认和资本重组大力推进资产负债表的修复。正在进行的监管动议应立即全面实施。特别是，银行杠杆比率的调整作为对加权最低资本要求提供可靠的担保的一个手段至关重要。同样，在名义利率长时间如此之低时，为银行账目上的利率风险设定严格的标准将是必需的。

## 结论

全球经济再次以与历史平均水平差别不大的速度增长。低石油价格尽管暂时带来了物价下行的压力，但应会在短期内进一步推动增长。但并不是所有情况都向好。债务负担和金融风险仍然过高，生产率增长过低，宏观经济政策的回旋余地有限。全球经济扩张是不平衡的。利率已长时间异常低是这种经济不振的外在表象。

没有什么是不可能的。我们面临的问题是人为的，可以通过人的智慧来解决。本章提供了一个可能的判断：我们的观点是，当前的困境在相当大的程度上反映了，政策框架未能面对全球经济的“过度金融弹性”——而其倾向于产生有巨大破坏力的金融繁荣和萧条。这会给经济机体留下持久的深深创伤，除非得到妥善治疗，否则会阻碍经济恢复到健康并可持续增长的状态——在接下来的破坏性周期中也无法达到。从长远来看，这种风险加强了不稳定性 and 长期的弱点。

有人可能不同意这种判断。但是当判断不确定时需要审慎这一普遍原则更难。审慎意味着要允许误差的可能性。从这个角度看，当前的宏观经济政策框架显得过于片面。归根结底，它们仍然基于这样的假设，即通货膨胀作为判断可持续性的可靠标尺来说足够了，要不就是，金融稳定风险单单通过审慎政策就可以有效地解决。这是一个熟悉的观点：其将警告置于一边，又回到了危机前做事的方式。

一个更加平衡的方法有许多特点。其将试图通过一揽子政策来应对金融繁荣和萧条——包括货币、财政和审慎政策，而不仅仅是审慎政策。其将使这一揽子政策重新平衡，特别是货币政策，要从需求管理政策转向结构性措施。即使如此也不会假定，只要某国解决了自己的问题，全球的问题就也能得到解决。

将关注的重点从短期转向长期比以往任何时候都更重要。在过去的几十年中，缓慢发展的金融繁荣和萧条似乎让经济时间变慢了：真正重要的经济发展现在需要更长的时间。与此同时，政策制定者和市场参与者决策时更为短视。金融市场

已压缩了反应时间，政策制定者们以一种比以往任何时候都更紧密和自我参照的关系越来越密切地跟踪金融市场。最终，放慢的经济时间和更窄的决策视野有助于在我们了解我们现在的状态以及如何变成这个样子之前对其作出解释，不可思议的风险正在成为常态。而这不应被允许。