

经济章节梗概

第一章 不可思议的风险是否已成为常态？

很长一段时间以来，无论以何种标准来衡量，全球范围内的名义利率和实际利率水平都非常的低。如此低的利率是全球经济萎靡不振的一个最明显症状：经济发展不平衡、债务负担和金融风险仍然过高、生产率增长太低、宏观经济政策的回旋余地非常小。这种不可思议的风险成为常规，被视为新常态。

这种经济不振已被证实非常难以理解。本章认为，这在相当大的程度上反映了未能成功应对金融繁荣和萧条给经济造成了深刻而持久的伤害。从长远来看，这加剧了不稳定并造成经济长期疲弱。有国内和国际两方面原因。一方面，国内政策制度过于狭隘，仅关注稳定短期产出和通货膨胀，却忽视了过程虽慢但成本更高的金融繁荣和萧条周期。另一方面，国际货币和金融体系让核心经济体宽松的货币和金融条件通过汇率和资本流动传导至其他经济体，进一步累积了金融脆弱性。短期获益冒着以长期痛苦为代价的风险。

解决这些缺陷需要在国内和国际政策框架中达到三重再平衡：从不切合实际的短期宏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，这样才能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。不可思议的风险不应被允许成为常态。

第二章 全球金融市场仍然依赖央行

过去一年来宽松货币政策继续抬高全球资产市场的价格，同时美联储和欧央行的货币政策分化让美元和欧元预期走势相反。美元飙升和石油价格大幅下跌反映了对生产和消费的综合预期以及对风险和融资环境的态度。先进经济体的各种期限的债券收益率均持续下降，债券市场进入了一个前所未有的时期，许多市场上名义债券收益率低于零。这反映了期限溢价会继续下降，预期政策利率会更低。日益频繁的波动和市场流动性减少的迹象凸显了活跃市场的脆弱性。这种迹象可能在固定收益市场更明显，做市商已经缩减了它们的活动，做市行为日益集中于最具流动性的债券。取代它们的是资产管理公司等其他类型的参与者，“流动性

错觉”的风险进一步增加：正常时期市场流动性充足，但市场承压时流动性很快消失。

第三章 当金融变成实体

石油价格暴跌和强势美元是过去一年全球宏观经济的背景。关键市场情况的大幅变化深刻影响了处于不同发展阶段的各个经济体。先进经济体继续处于商业周期的上升阶段，欧元区几个遭受危机冲击的经济体经济开始增长。同时，受金融危机冲击最大的几个经济体正触底反弹。但危机前的金融繁荣造成的资源错配继续阻碍生产力增长。受危机影响较小的其他国家，主要是很多新兴市场，正经受不同的挑战。全球经济形势转变，与此同时产出增长放缓，国内金融周期也已达顶峰。新兴市场经济增长放缓可能暴露其金融脆弱性。更好的宏观经济管理和更强健的金融结构，包括延长债务期限和减少汇率风险暴露增加了经济弹性。但债务总量增加以及资金从银行转移到资本市场可能会引发新的风险。

第四章 又一年的宽松货币政策

货币政策在过去的一年是继续非常宽松的。许多国家当局进一步放宽政策或推迟了紧缩政策。对于一些中央银行来说，超低利率环境被大规模资产购买计划加强了。主要先进经济体的中央银行货币政策显著分化，但其他中央银行均担忧通胀率远低于目标的风险。在大多数其他经济体，通货膨胀率偏离目标，一些太低另一些又太高。通胀偏差预期水平和价格变化的来源问题强调了对通货膨胀过程的一个不完整的理解，特别是关于其中长期的驱动力。与此同时，日益增长的全球金融失衡的迹象凸显了宽松货币政策的危险。危机以来，这些政策的持续引发了对当前货币政策框架的质疑，并表明解决物价稳定和金融稳定之间的问题成为关键挑战。这使金融稳定相关的考虑在货币政策框架中更具系统重要性。

第五章 国际货币与金融体系

国际货币和金融安排的恰当设计对全球经济而言是一个长期存在的问题。现有体系的一个关键缺陷是它往往会加剧金融失衡的风险，导致信贷和资产价格的繁荣与萧条并引发严重的宏观经济后果。这些失衡往往通过各种类型的国际溢出效应而同时发生在多个国家。美元和欧元在全球的使用让货币条件对借款人的影响远远超出欧美范围。许多国家在制定货币政策时为了缩小利差及其货币与主要货币的汇差也使自身的货币条件被他国影响。通过让共同要素推动资本流动和共同的风险定价决定债券和股票价格，金融市场的全球一体化倾向于加强这种动态。通过管理金融周期来处理好国内事务的政策将有助于减少这种溢出效应。此外，中央银行需要更好地让溢出效应内在化，尤其是要避免其政策的溢出效应反作用于本国经济。要超越各国的利己主义倾向需要通过国际合作来制定约束各国国内

政策的规则。

第六章 金融领域的新旧风险

在先进经济体持续低利率的背景下金融体系的风险已经演变。尽管先进经济体的银行持续努力加强其资本和流动性头寸，它们仍面临市场怀疑。结果，它们丧失了一些涉及其潜在客户的传统融资优势。逐渐侵蚀的利息收入和银行的利率风险敞口增加了挑战，可能会削弱它们在未来的适应能力。相比之下，新兴市场经济体的银行目前受益于上涨状况下的市场乐观情绪，而这可能掩盖了金融失衡的累积。对它们来说，保险公司和养老基金面临不断膨胀的债务和趋缓的资产回报。资产负债错配正削弱机构投资者并可能会蔓延到实体经济。随着这些投资者将风险传导到其客户同时银行退出传统的中介，资产管理公司正承担越来越重要的角色。监管当局正在谨慎监测日益增长的资产管理部门对金融稳定的影响。