

# 第一章 打破恶性循环

金融危机爆发已有五年之久，但是全球经济的不平衡依旧存在，且愈演愈烈，相互关联的脆弱性互相放大。实现均衡增长、平衡的经济政策和安全的金融体系的目标依旧遥远。处于金融危机中心的发达经济体的复苏仍旧被高额债务所拖累；货币和财政政策依然未能解决短期的需求和长期的风险；虽然国际上的监管改革取得了进展，但是金融部门的状况仍然威胁到金融稳定。令人鼓舞的迹象不时显现却又往往转瞬即逝，对消费者和投资者的信心造成了新一轮的打击。

很多发达经济体一直在苦苦挣扎，新兴市场经济体正在崛起，其中有些是被迅速的信贷扩张或出口引领的增长所推动的。这种双速复苏导致大规模的经常账户失衡和资本流量波动，有可能带来不稳定的影响。很多新兴市场的出口繁荣挤压了可持续的内生增长点的发展，而这种内生增长则是更加有利于经济增长的，随着增长率的放慢，这种挤出效应使得新兴市场经济体更加脆弱。过去一年的经济状况表明，发达经济体自我持续的复苏和全球增长的再平衡这两个目标依旧未能实现。

简而言之，恶性循环给发达经济体和新兴经济体都带来了扭曲。如何把这些恶性循环变成良性循环？结构调整、货币和财政政策风险和金融改革的挑战仍然存在，全球仍然面临着各种威胁。这四个题目以及需要采取哪些措施才能将全球经济重新送入可持续、长期增长的轨道，正是本报告第三章至第六章的重点。本章余下的篇幅中，我们重点提出对全球经济的政策建议。在本章结束之前，我们还要讨论目前困扰着欧洲的这种尤为严重的恶性循环，货币联盟不仅面临着上述的种种挑战，而且还面临着体制设计尚未完成的挑战。

## 结构挑战仍然存在

全球复苏依旧不均衡，很多发达经济体的经济活动仍然不够稳定，其他经济体的经济处于扩张之中，甚至迅速扩张（第三章）。这种状况是不能持久的。

曾经处于危机中心的经济体必须勇敢面对债务和资源错配等危机后遗症。由杠杆所催生的房地产泡沫在破灭之后留下了大量的债务。居民家庭所需要的去杠杆化还没有完成，从历史标准来看，这一进程甚至是缓慢的。有些国家中，居民家庭的债务仍然接近于GDP的百分之百，例如爱尔兰、西班牙和英国等。包括法国和意大利在内的其他一些国家中，自从2008年以来居民家庭和公司债务相对于GDP的比率都提高了。

导致居民家庭去杠杆化缓慢的一个重要因素是金融部门和政府部门既需要修复资产负债表又需要去杠杆化。每一个经济活动曾经活跃的部门的去杠杆化都异

乎寻常的缓慢，这正是发达经济体的复苏普遍处于疲弱状态的原因之一。因为需要改善资产负债表，经济实体需要将额外的收入用于偿债，无法增加支出，故而财政政策的刺激作用是有限的。因此，这种疲弱的复苏状态还将持续。

各个行业普遍存在长期的失衡，这也障碍了复苏进程。由于劳动力和资本从一个行业转移到另外一个行业并不容易，在经济繁荣时期存在的资源错配往往在危机过后成了不利于复苏的因素。这样一来，在那些部门失衡最为明显的国家中，高企的失业率往往会持续更久，因为产业结构的调整是缓慢的。

与此同时，高经济增长率的国家则面临着判断是否存在金融过热并采取应对措施的挑战，很多国家还需要从依赖出口转向依靠内需。不难发现，一些新兴市场经济体存在着超调的迹象。有几个国家的房地产等资产价格迅速上涨，私人部门负债和偿债成本的提高相对收入来说大大超过了长期的趋势。今天的新兴市场经济体决策者并没有忘记发达经济体在类似情况下的痛苦经历，特别是在新兴市场经济体最近已经出现了经济放缓迹象的背景下。但是，面对很多国家经济增长持续缓慢的这样一个前景，那些依靠出口而取得了成功的国家应该加快培育内生增长能力。

## 不堪重负的央行面临着风险

过去一年中，发达经济体的中央银行或者维持或者扩大了政府债券购买和对银行体系的流动性支持。全球央行的总资产规模已经达到了18万亿美元并且还在增长，相当于全球GDP的30%，这个比率是十年之前的两倍。许多发达经济体的实际政策利率（名义利率减标题通胀率）仍显著为负。自2008年雷曼兄弟破产以来，中央银行采取了果断措施，因此全球经济的状况大有改善。最近一次果断措施的例子是欧洲央行在2011年底和2012年初两次面向商业银行推出了3年期贷款。这个项目的规模达到了1万亿欧元，使得欧元区中央银行的资产负债表扩张了大约5,000亿欧元，这或许是欧洲银行间资金市场未被冻结的最重要因素，同时也间接支持了一些欧元国家的政府债务市场。

宽松货币政策持续时间特别长，这基本上可以归结为政府对结构性问题应对不力。简而言之，政府措施不及时，延迟了调整的进程，迫使央行实施了长期的刺激性货币政策。但是，央行措施的积极作用可能会逐渐缩小，而负面效应可能会慢慢增加，这一点我们将在第四章进行讨论。宽松的货币政策，不管常规还是非常规，都只是镇痛剂，作用都是有限度的。如果认为央行动用资产负债表就可以解决任何经济和金融问题的话，那是错误的，因为它无法促进去杠杆化，无法纠正部门之间的失衡，无法解决偿付能力问题。实际上，政策利率接近于零，充分和几乎无条件的流动性支持，这两者的结合降低了私人部门修复资产负债表的动机，也降低了财政当局限制借款要求的动机。这些措施给金融体系造成了扭曲，反过来又增加了监管者的负担。

名义利率水平低得无以复加，央行资产负债表继续扩张，这必然会造成风险的积累。很大程度上说，这些风险的后果是决策者当初意料之外的，也是需要预先考虑并管理的。这些未曾预料的后果包括对于事实上已经资不抵债的借款人和银行给予支持，结果是竹篮打水一场空，日本在20世纪90年代就曾经被这种现象困扰；另外一个未曾预料到的后果是人为地造成资产价格通胀，给未来的金融稳定留下隐患。危机带来的一个启示是央行可以采取很多措施来避免可能出现的

崩溃，另外一条更加重要的教训是在经济复苏阶段必须纠正根本的结构性问题，否则会下一场危机迅速爆发创造各种条件。

此外，央行还面临着一个风险：一旦到了该收紧货币政策的时候，非常规措施的巨大规模使得它们无法及时退出刺激性货币政策，因而会危及价格稳定。结果可能大大破坏央行的公信力，甚至导致央行失去独立性。

虽然很多发达经济体的央行可能别无选择，但在目前只能将相对宽松的货币政策继续下去，不过它们应该利用一切机会为通过其他手段进行去杠杆化、修复资产负债表和进行结构调整而施加压力。央行还应该密切关注资产市场上新的失衡的积累。

高增长经济体的情况不同。不过，这类经济体的央行也面临着压力。上文已经提到，一段时期以来，不少新兴市场经济体的货币和金融稳定面临着一些威胁，货币政策制定者需要继续寻求恰当的平衡，但是最近出现的经济放缓迹象加上发达经济体超级宽松的政策增加了新兴经济体央行的困难。

## 财政前景堪忧

自从危机爆发的 2007 年以来，发达经济体的政府债务与 GDP 之比已经从 75% 增加到 110%。平均的政府赤字与 GDP 之比从 1.5% 骤增至 6.5%。可能有人认为，如果没有这场金融危机的话，政府的财政根基应该是相对平稳的，这样的观点可以理解。但是，经济繁荣时期税收收入的持续增长仅仅暂时支撑了财政的基础。金融危机的爆发导致税收收入减少，增加了政府社会安全网的成本，因此赤字和债务飙升，赤字和债务的膨胀又迫使政府必须应对当时看起来已近在咫尺的威胁：政府的医疗计划和养老金计划存在大量资金缺口，公共部门的规模之大几乎到了难以管理的地步。

有些国家对金融部门的大规模支持计划可能给政府财政带来很大的破坏性影响。金融部门和政府部门之间的反馈效应对于财政状况的迅速恶化起到了推波助澜作用；过去几年中，银行部门的困境和主权信用市场压力之间的相互联系更加紧密了，特别是在欧洲。

第五章中，我们将会讨论一团糟的财政状况使得很多主权债务失去了无风险信用评级。鉴于全球经济仍然疲弱且银行体系仍然依赖政府支持，这种状况十分令人担忧。安全资产正在缩水，这影响了市场的运行，并推高了私人部门的融资成本。同时，银行也被迫进行了一些有风险的操作，如使用同一个抵押品进行多次抵押。

过去一年中，全球关注的焦点是欧洲主权债务危机以令人吃惊的速度爆发。不过，最近对美日信用评级的降级和评级机构对英国发出的警告显示，长期财政失衡不仅仅是欧洲的问题。

虽然新兴市场的债务与 GDP 之比基本保持了稳定，不过政府也宜保持警惕，因为很多国家的信贷和资产价格繁荣掩盖了政府财政的虚弱，而发达经济体在金融危机前也是如此。如果最近经济放缓的迹象持续下去，新兴市场经济体的财政前景可能会迅速黯淡下来。

因此，全球各国的政府都需要摆脱它们的财政困境。从现在算起，如果要把债务与 GDP 之比降到危机之前的水平，最发达经济体不含利息支出的财政预算需要连续 20 年保持盈余超过 GDP 的 2%。如果出现一年的预算赤字，这个恢复的过

程就会被拉长。问题不在于政府是否需要调整，而在于以何种方式调整。有些人认为政府应该专注于解决长期问题，忽视短期；还有人认为只有马上就能实施的财政整顿计划才是可信的，其他方式都有可能把主权债务的信用状况推下悬崖。

在这两种极端中寻找一个折中的话，从一开始就必须注意以下几点。当务之急是要采取可信的、果断的长期措施，即便这意味着当下必须进行痛苦的抉择也在所不惜。发达经济体的政府需要以令人信服的方式表明它们在人口老龄化的过程中将有效地管理养老金和医疗的成本。近期它们可能需要削减支出并增加收入。境况最为困难的那些国家则需要采取更多的措施，迅速推进公共部门的重大改革。很多国家正在进行的私人部门去杠杆化会在近期削弱总需求，妨碍财政改革。有些国家的当局应该创造充足的回旋余地，支持私人部门资产负债表的修复，包括向确认损失的银行重新注资。

不过，信任一旦失去就很难重新赢得。主权债务重新获得无风险的信用评级，这条路将是漫长的。有些国家已经别无选择，只能迅速采取措施重新平衡财政。其他国家则需要在长期和短期措施之间寻找一个合适的平衡，才能取得成功。在政府寻找平衡的过程中，面临的关键挑战是要避免投资者丧失信心。

受金融危机影响最小的经济体应该把目前比较有利的形势当成是一个机会，把政府财政推向长期可持续的路径。尽快行动比拖延要好，尽快行动的话，政府在下次危机来袭的时候就能够有应对的灵活性。此外，所有的国家都需要阻止金融部门和主权之间的负面反馈。为此，各国应该迅速行动，增强银行的抗风险能力，并且保证在情况好转的时候培育财政上的缓冲能力。

## 变化中的金融业

金融机构在努力克服危机的影响，同时也面对着市场环境的变化和新的监管规则。在有些地方，金融机构的重组取得了重要进展，然而面对新环境的调整之路仍然漫长，需要振奋前行，这一点我们将在第六章讨论。现在购买银行违约保险（银行信用违约掉期利差）的成本仍然和危机最严重的时候一样高昂，银行股相对于整个股票市场来说继续下跌，这说明投资者仍旧不信任银行，由此可以看出银行的调整任务是多么的艰巨。

虽然重组取得了进展，但是很多银行的杠杆率依旧相当高，包括那些看起来资本充足但是保有巨大衍生品头寸的银行。大型银行仍然愿意提高杠杆率，而并不充分重视失败的后果，原因是它们具有系统重要性，因此它们预期公共部门会承受高杠杆带来的负面影响。另外一个令人担忧的情况是，在危机造成交易下降甚至停滞的一个短暂间歇后，交易重新成为大银行收入的主要来源。

这些情况的存在使得金融部门正在重新进入危机之前的高风险状态。最近由于衍生品交易而出现的巨额亏空表明这种状态带来的种种危险。当然，若最大型的机构在无须纳税人掏钱的情况下即可破产，且金融部门与经济中其他部门的相对规模仍然保持在较紧的限度之内，这就表明金融体系的结构调整取得了根本性进展。

有些机制有助于使市场参与者的利益与公众的利益保持一致。一是改革银行薪酬政策。另外一个与银行债券的持有者有关，这些债券持有者和公共部门一样，一旦某家金融中介的净值变负则有可能为之埋单。如果债券投资者更清楚地了解他们将承担银行出现问题的损失，那么债券投资者的动机就能更好地和公共利益

相匹配了。这恐怕需要把金融保释债券（又名纾困债券，即债券所有人预先就知道一旦发生清偿将承担何种损失的债券）和改善清偿权力结合在一起。让投资者更能看清风险和终止包括政府担保债券在内的对于银行危机的支持，将促使投资者在投资之前更加仔细地审视银行的财务状况。在此，提高透明度可以发挥重要作用，更高的透明度可以增强债券持有人监测银行的能力，因为这能使得机构的风险更易被发现。

简而言之，公众政策必须促使银行调整业务模式，降低风险，使之更加可持续并更加符合公众利益。如果官员确保新近达成协议的监管规则得到普遍且无拖延的实施，政府就能够有力地促进银行向这个方向迈进。除了提高透明度之外，这也可以保证给国际活跃银行提供一个公平的竞争环境。最重要的是，当局应该继续阻止银行使用可能重新提高杠杆率的工具和策略，迫使银行降低杠杆率并保持在低水平。而且，这些措施还不应该仅限于传统的银行。各国的审慎当局仍然面临着把银子银行部门纳入强力监管的挑战。

## 欧洲货币联盟现在该怎么办

全世界都在注视着欧洲的危机，担忧危机可能带来的溢出效应。但是说到底，欧洲的危机是一个预警，提醒大家注意如果政策不能打破全球疲弱带来的恶性循环，其他地方也将面临各种严重问题交织在一起的恶果，这些问题包括部门失衡、过度杠杆化、公共部门债台高筑和中央银行的负担过重。

现在，这些问题引发的破坏性反馈集中在了欧元区，欧元区有些国家的财政当局被迫整顿财政状况，无法支持本国的银行和经济了。投资者迅速对这些国家失去信心，使得欧元区金融市场迅速分化。这种环境下，单一货币该如何重新获得公信力，让欧洲再次繁荣并继续一体化之路呢？

欧元区危机在一定程度上与金融危机暴露的根本问题有关，这些问题是很多发达经济体所共有的。因此，解决欧元区危机需要纠正这些问题，这种纠正也是很多发达经济体所共同需要的，包括私人部门资产负债表调整、部门再平衡、财政整顿和银行业重组。欧洲在这些方面取得了进展，改革了劳动力市场和社会保险体系，通过实施财政公约来要求各国平衡广义政府的预算或者取得盈余。

但是，要完全解决欧元区危机，就需要加强货币联盟本身的机制基础。为了理解这个问题的重要性，可以回顾一下欧洲货币联盟如何实现了金融市场一体化并建立了一个中央货币当局，让资本自由方便地在整个货币区流动。然而，虽然在金融市场和央行方面实现了一体化，但是一国的当局对于金融中介在另一国家的活动仍然只负比较有限的责任。因此，货币联盟中，不能期望一国的公众愿意对于在联盟中别国发生的行为提供财务上的援助。泛欧金融市场和泛欧央行的存在需要一个泛欧银行体系，这是个无法回避的结论。换言之，货币联盟既然已经实现了银行最终贷款人的集中化，就必须统一其银行体系。在欧洲，银行必须成为欧洲银行，而非某一国的银行。

最近在银行领域的一些动议能够带来快速的进展，因为这些建议将在货币联盟现有的条件内运行。首先，将会把现在被国界线割裂的银行规则统一起来。其次，共同的银行业规则将会把责任集中在一个共同监管者、存款保险机构和处置当局身上。

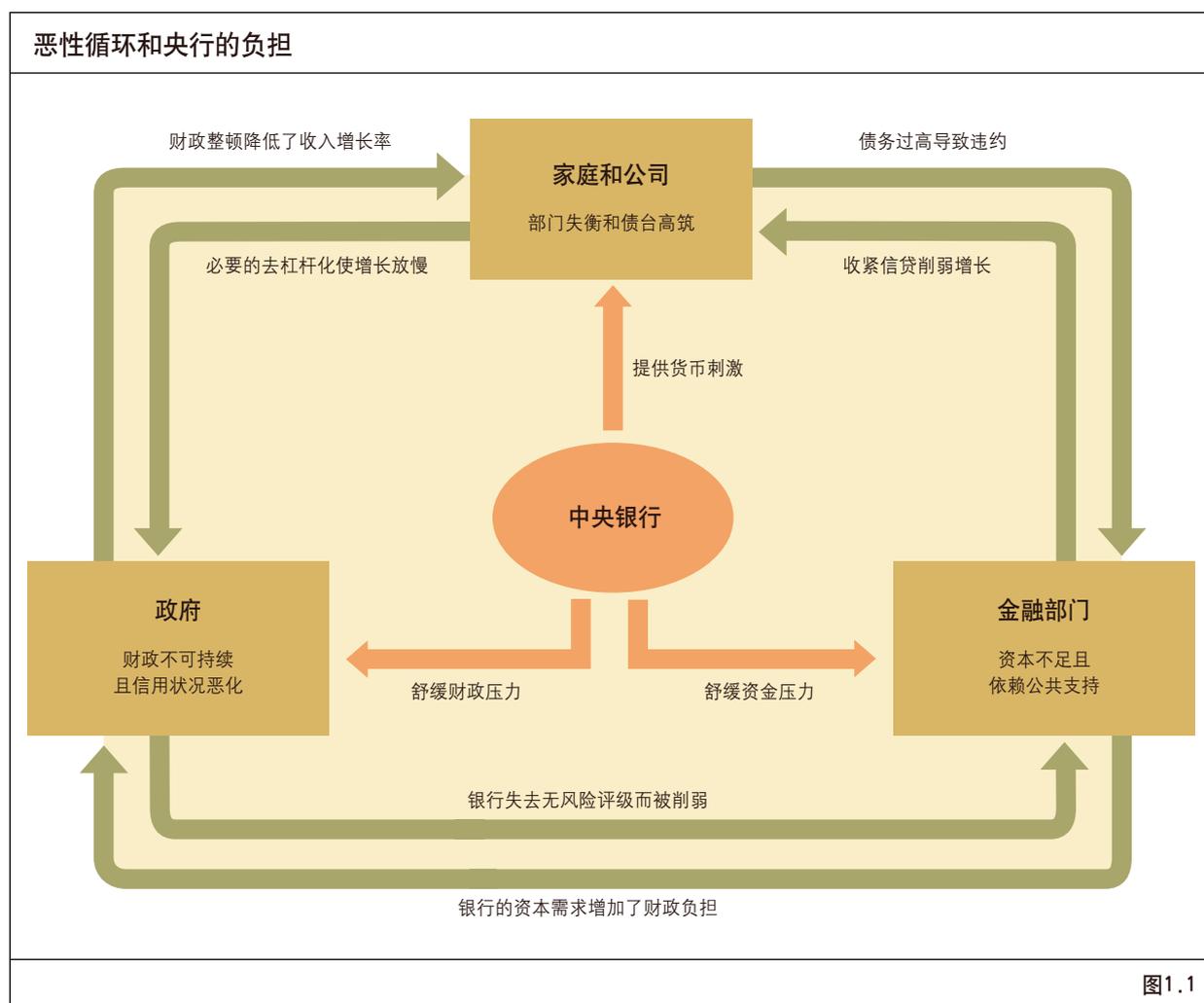
这些措施若得以实施，将会打破银行和主权之间的负面反馈以及其他的破坏

性联系，正是这些负面反馈和破坏性联系增加了危机的严重性。这些措施将会重振银行间借贷，使主权债务重新进入融资市场，使欧元体系从目前不情愿担任的非常规中介角色中退出来。此外，随着机构和零售存款人重新回到本地市场的银行中来，对于单一货币的信心也就恢复了。货币和银行体系的统一使得正常的日常业务和生活得到恢复，就为领导人赢得了时间，从而继续建设货币联盟长期运行所需要的更广泛的机制框架。

## 总结

让全球经济回到均衡、自我持续的增长轨道上来，仍然是一项尚未完成的艰苦任务。正如我们在本报告中所论述的，发达经济体和新兴市场经济体的改革都被相互作用的种种结构性弱点所阻碍着。希望能迅速解决问题的人一定会失望的，因为问题无法迅速解决。已经不堪重负的央行无法修复这些弱点。要理解所有这些弱点，可以看一看发达经济体中正在削减自身债务而不愿消费的消费者，看一看推迟投资和推迟雇用的公司部门，再看一看厌倦了疲弱和充满风险的经济前景的投资者，否则他们为什么要接受很多发达经济体政府债券的实际负利率呢？

观察整个经济，就会发现有三个部门需要调整（图 1.1）：金融部门需要确认



损失并重新补充资本；政府需要把财政纳入可持续的轨道；家庭和公司需要去杠杆化。由于这三者同时存在，每个部门的负担和调整努力就会使得其他两个部门的状况恶化。金融部门给政府带来了压力，并延缓了家庭和公司部门的去杠杆化进程。政府由于信用状况恶化且需要财政整顿，也伤害了其他部门进行自我修正的能力。家庭和公司去削减债务的时候，也延迟了政府和银行的复苏。以上这些联系正在引发种种恶性循环。

央行则被置身于这种状况之中，被迫使用手中的权力来限制这种破坏；为缓解财政当局、家庭和公司部门的压力，央行被迫直接给金融部门提供资金并维持超低利率。这种强大的压力使央行的价格稳定目标面临风险，其公信力以及独立性也面临风险。

打破这些恶性循环并减轻央行的压力至关重要。为了达到此目标，需要清理并加强银行，同时还要把金融部门的规模和风险降低到可管理的程度。正如我们在往年的报告中所论述的，银行必须调整资产负债表，使其精确地反映资产价值；银行在这方面已经取得了进展，但是决策者宜加速行动。他们必须保证资本重组的快速进行，保证银行在状况改善时积累资本缓冲。更宽泛地说，当局须实施已经达成一致的金融改革，把改革扩展到影子银行，并限制金融部门的规模和重要性，保证一家机构的倒闭不致于引发一场危机。

在欧元区，恶性循环的负面影响已经十分严重，这不仅反映了存在于欧元区外的弱点，同时还反映了货币联盟金融一体化尚不健全的性质。欧洲如果能处理好下述两个问题：一是完成结构调整、财政整顿和银行资本重组，二是将银行规制、监管、存款保险和清偿的框架统一起来，那么欧洲就能够克服这场危机。这种做法会打破虚弱的主权和虚弱的银行之间的负面反馈，使财务状况恢复正常，为欧元区机制框架的进一步发展赢得时间。

整体来看，在欧洲和世界其他地方，银行的重新复苏和金融行业的自我约束和调整将打破金融部门与其他部门之间的破坏性互动，为未来（包括财政整顿以及非金融私人部门的去杠杆化进程）扫清障碍。只有当所有部门的资产负债表修复完毕的时候，我们才有希望回到均衡增长的轨道上去。只有到了那个时候，目前困扰全球经济的恶性循环才会被良性循环所取代。