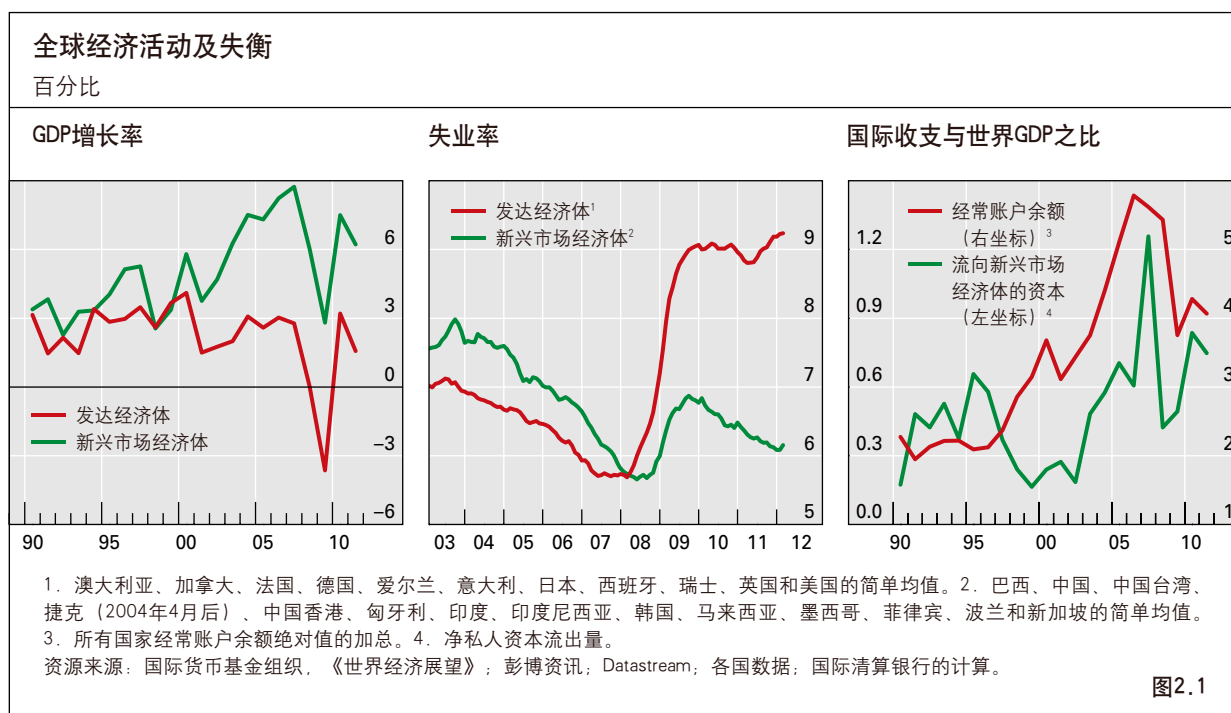


第二章 回顾过去一年

过去一年内，全球经济复苏步履维艰。大宗商品价格上涨，欧元区主权债务危机加深，同时，拖累全球经济复苏的结构性问题悬而未决。大宗商品价格上涨加剧了经济快速增长的新兴市场经济体的通胀压力，促使这些国家采取紧缩政策来减缓需求增长。经济增长缓慢的发达经济体由于具有更多的闲置产能，因此，大宗商品价格上涨未带来大的通胀压力，但削弱了本来受到家庭偿债影响的自主性开支。欧元区危机的恶化导致全球避险情绪的上升，同时，对主权风险暴露以及最终对银行部门压力的担忧增加。2012年的前几个月，在中央银行采取新一轮干预措施的情况下，全球经济出现较强的复苏势头。但是，由于世界经济仍然存在行业和地域间的不平衡，经济的持续增长仍难以实现。

2011年，全球经济复苏步履维艰

2011年，全球经济复苏的步伐减慢。当年，全球产出增长3.9%，略低于金融危机爆发之前十年内的平均增长率，明显低于2010年5.3%的增长水平。发达经济体的增长率下降了一半，只有1.6%（图2.1，左图）。这反映了美英两国经



济活动的显著减弱，以及日本在 2011 年 3 月发生大地震后经济活动的急剧下降，而欧元区的整体增长率基本上未发生变化。

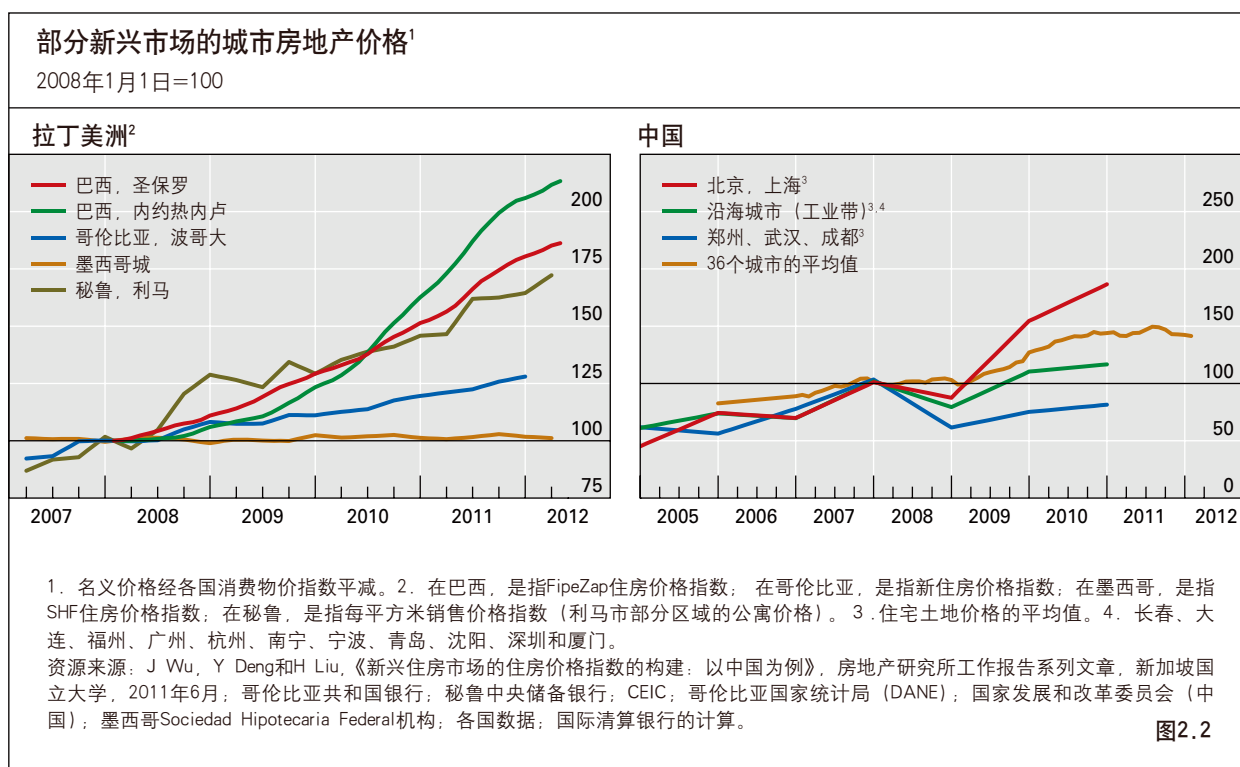
整体而言，发达经济体的经济活动过于羸弱，无法带来强劲的、可自我持续的复苏。阻碍私人消费的因素继续存在。失业率仍然处在高位，甚至进一步上升（图 2.1，中图）。房地产价格下跌和高负债继续拖累受金融危机打击最沉重的成熟经济体的家庭资产负债表（见第三章）。家庭部门的问题还影响了商业开支。公共财政过于薄弱，无法为进一步的财政刺激政策提供任何空间。

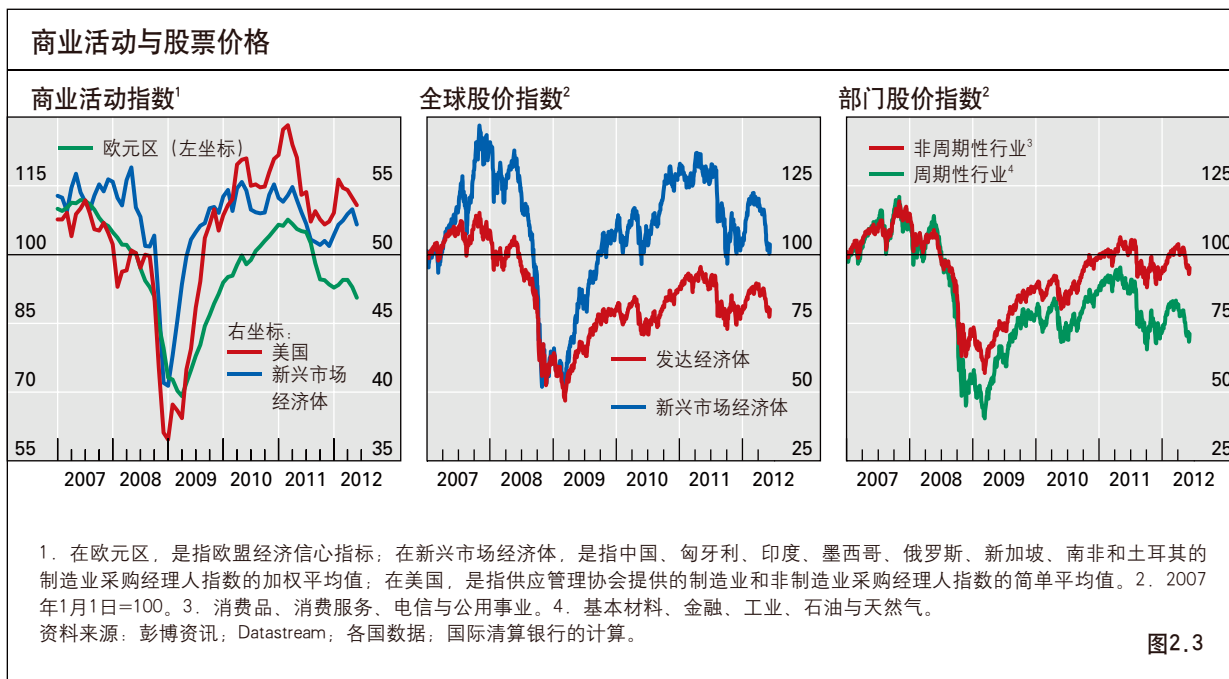
2011 年，新兴市场经济体约增长 6%，略低于 2010 年（图 2.1，左图）。亚洲新兴经济体增长率为 7.8%，最快的为中国（9.2%）和印度（7.2%）；拉丁美洲新兴市场经济体增长 4.5%。中东欧新兴市场经济体增长 5.3%，与上年大体相同。

新兴市场经济体的快速增长在很大程度上与国内出现的过热迹象有关，包括通胀加剧、信贷强劲增长和资产价格上涨等。在亚洲和拉丁美洲新兴市场经济体中，房地产贷款继续快速扩张。在中国和拉美的一些大城市，住房价格上升至接近或超过以前的历史高点（图 2.2）。然而，近期住房价格上涨似乎有所放慢，并且在某些情况下甚至出现下降。

外部失衡仍然严重，反映了两种速度的全球扩张。2011 年，全球经常账户失衡约占世界 GDP 的 4%，尽管略低于 2010 年，但仍处于历史较高水平（图 2.1，右图，红线）。主要发达经济体再次出现大量的经常账户赤字，但德国和日本是明显的例外。亚洲新兴经济体的经常账户盈余虽然有所下降，但仍然很大。拉丁美洲和中东欧地区出现经常账户赤字。2011 年，流向新兴市场经济体的净私人资本仍然处于历史高位（图 2.1，右图，绿线）。尽管如此，很少有新兴市场国家货币对其他主要货币明显升值，并且很多货币已经贬值。

全球经济复苏在第二季度遇到了问题。美国的商业活动指标显著下降，接着，





新兴市场经济体也出现了下降；欧洲经济在2011年第二季度的恶化相对剧烈（图2.3，左图）。很多对经济增长反应敏感的金融资产价格下降。世界主要股市下跌，其中周期性股价的下跌幅度相对剧烈（图2.3，中图、右图）。公司债券利差普遍上升，尤其是那些低评级债券和次级公司债券。

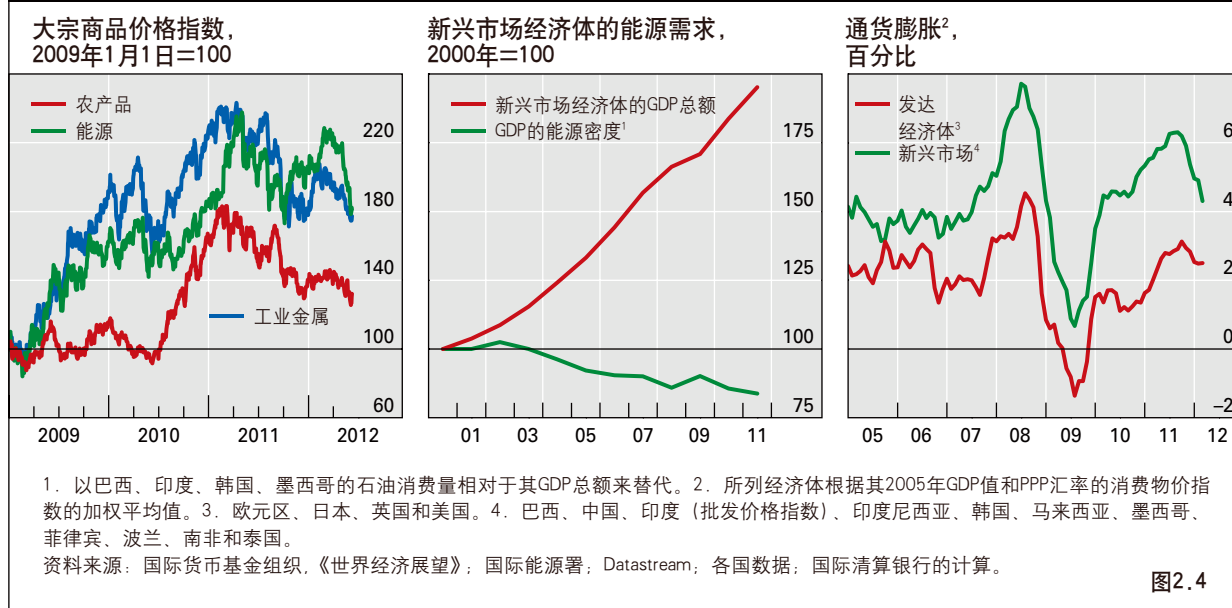
这些情况反映了两大类的冲击，暴露了全球经济中与国内外失衡有关的根本弱点。首先，大宗商品的价格尽管已经大幅上涨，但在新兴市场经济体强劲需求的支撑下，仍然维持高位。美国和其他发达经济体的失业率居高不下，资产负债表正在修复过程中，家庭收入受到侵蚀。相比之下，一些新兴市场经济体主要受较高通胀率的影响，从而收紧了政策。第二，金融市场投资者越来越担心几个欧元区政府的信贷质量以及欧洲银行业对主权债务风险的暴露情况。在下半年，全球避险意识的显著上升、财政约束和银行的持续去杠杆化压力都削弱了需求。

较高的大宗商品价格在世界范围内产生了不同的影响

大宗商品价格急剧上升，直到2011年的第一季度末（图2.4，左图）。从2010年中的周期性底部开始，农产品价格增长了一倍，能源和工业金属的价格上涨超过了50%。大宗商品价格在接下来的六个月内下降了20-30%。然而，从第三季度末开始，能源价格又回升了大约20%，而农产品和工业金属价格相对平稳。2011年，所有这些大宗商品的价格明显保持在2009-10年的平均水平之上。

一系列的负面供应冲击促成了大宗商品价格的强劲走势。恶劣的天气和歉收在2010年下半年和2011年初推高了农产品的价格。同时，在2011年的前几个月里，中东和北非地区的政治动荡给中断石油供应带来了威胁，并推动当时的油价上涨。主要产油国生产量的温和增长不足以阻止这种趋势。2011年底和2012年初，

大宗商品市场与通货膨胀



与伊朗有关的地缘供应风险又进一步推高了石油价格。

除供应冲击外，全球增长模式也促使大宗商品价格保持高位。新兴市场经济体加入全球生产链，并且它们的经济增长强劲，带来了强劲的需求，尤其是对能源和工业金属的需求，也包括对农产品的需求。如图 2.4（中图）所示，在过去十年中，主要新兴市场经济体的 GDP 增长率超过了能源效率的提高。由于闲置产能有限，石油和其他大宗商品的价格对增长预期的变化非常敏感。2011 年，大宗商品价格走势似乎抑制了全球复苏。

大宗商品价格在 2011 年初强劲上涨，并且闲置产能有限，提高了新兴市场经济体在下半年的通货膨胀率。到 2011 年中期，这些经济体的平均通胀率超过了 6%，是过去十年内的最高水平之一（图 2.4，右图）。由于能源和食品消费占比大大高于发达经济体，通货膨胀的压力非常大。

在发达经济体，能源价格上涨也推高了总体通货膨胀率，但是，闲置产能限制了第二轮效应。高的能源价格降低了本来就受到高失业率和持续的资产负债表压力所拖累的家庭部门的购买力。以美国为例，家庭需要将额外 2% 的收入用于燃油。由于失业率超过 9%，同时房价和股价下降，使得美国消费者信心在 2011 年夏季显著下降。

部分由于大宗商品价格带来的不同影响，在 2011 年第二季度和第三季度，新兴市场经济体采取的货币政策措施不同于发达经济体。为应对通胀率上升，很多新兴市场经济体紧缩了货币政策，而主要发达经济体的中央银行要么扭转了以前的紧缩措施，要么通过非常规手段进一步放松了政策。

欧元区主权债务危机愈演愈烈

2011 年中期，欧元区主权债务危机愈演愈烈。在前几个月，接受官方支持项

目的政府（希腊、爱尔兰和葡萄牙）的债券收益率已经大幅上升（图 2.5，左图），而其他国家的国债收益率则相对稳定。然而，随后两个大的债务国——意大利和西班牙的国债收益率急剧上升，并在下半年持续走高（图 2.5，中图）。此外，到 2011 年底，欧元区一些高评级国家的国债收益率，包括奥地利、比利时和法国，也出现上升，与德国国债的收益率进一步拉大（图 2.5，右图）。

几项因素促成了这种情况。首先，官方贷款人正在考虑对希腊进行第二轮援助项目，要求将私人部门参与希腊减债作为继续贷款的条件。这引起了债券持有人对在未来欧元区任何支持计划中所受到待遇问题的不确定性。第二，欧元区的经济增长开始出现问题，加大了该地区政府在近期增强其财政状况的难度。第三，一家评级公司降低了对美国的评级，提高了投资者对财政可持续性的关注。

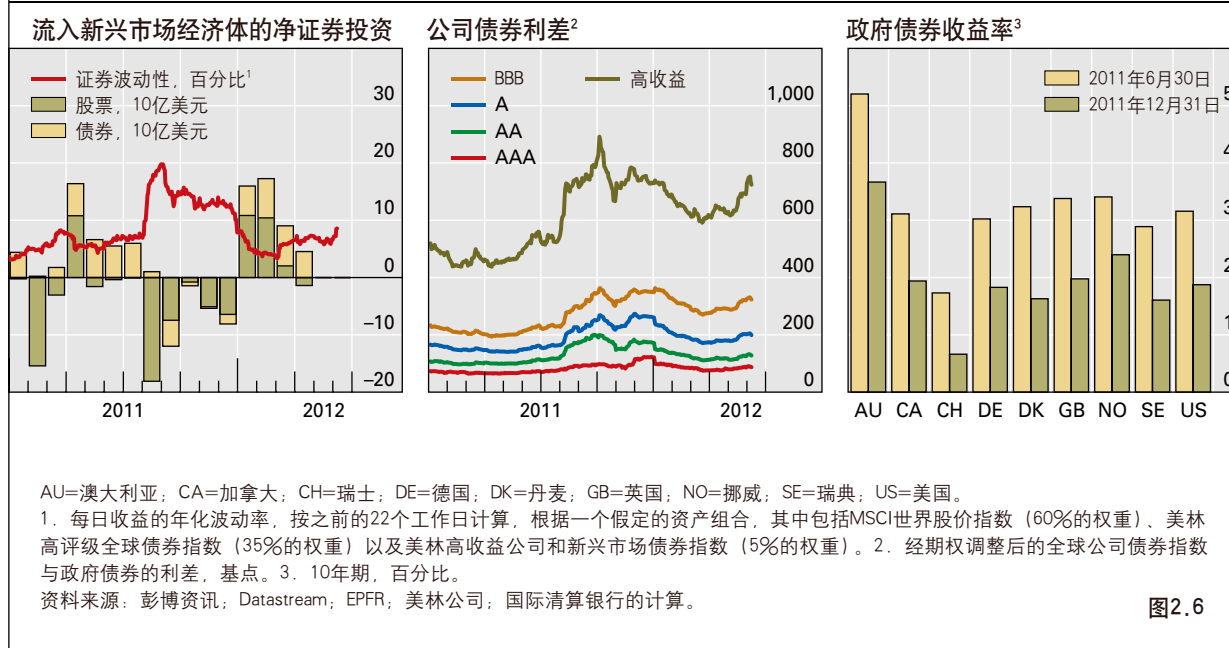
2011 年下半年，推出了一系列危机处理措施。欧央行在 8 月继续买入欧元区政府债券。意大利和西班牙主权债务收益率开始急剧下降，但几周后又恢复上升，反映了市场对有关政府是否有能力实施与欧盟伙伴达成的财政紧缩措施的担心。7 月扩大对欧元区稳定基金的潜在使用以及在 10 月扩大其贷款能力，似乎对国债收益率并未带来持续性的影响。然而，在 2011 年底，限制结构性预算赤字的财政公约使收益率出现了更加显著和持续的下降（见第五章）。

主权债务危机加剧了全球金融市场的避险行为。由于认识到主权债务风险上升，投资者调整了资产组合。例如，当 8 月资产组合的波动性上升时，国际投资者开始出售新兴市场的债券和股票，这种情况一直持续到 2011 年下半年的大部分时间（图 2.6，左图）。发达经济体对股票和公司债券的需求也出现下降，导致价格下跌和利差扩大，特别是那些低评级的债券（图 2.6，中图）。

部分金融资产则受益于资金寻求安全地带的流动，包括澳大利亚、加拿大、



安全和有风险的资产

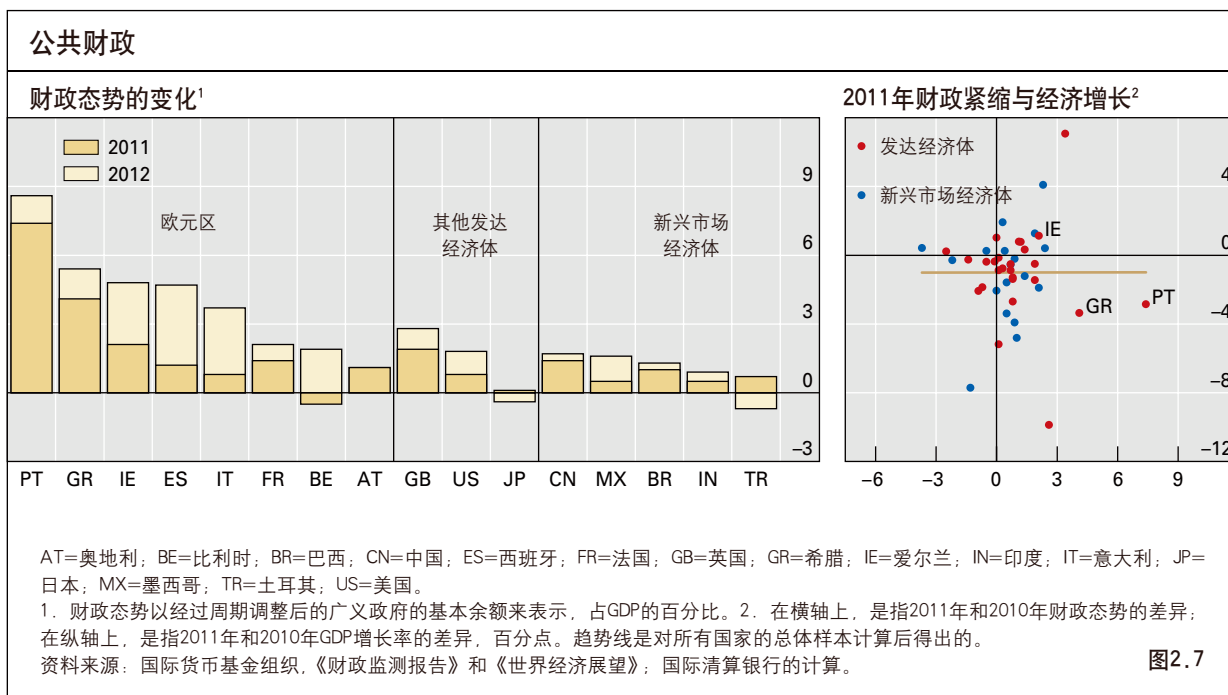


德国、北欧、瑞士、英国和美国的政府债券。按照历史标准, 2011年下半年, 这些债券的收益率下降到极低的水平(图2.6, 右图)。由于需求旺盛, 部分短期债券的收益率在一段时间内转为负值。由于市场上转向安全资产的结构调整, 日元和瑞士法郎也出现显著升值。为扭转这种趋势, 日本政府在外汇市场上抛售日元, 据称某日的出售金额达到创纪录的水平, 而瑞士国民银行则对瑞士法郎对欧元的最高比价进行限制。

很多发达经济体和新兴市场经济体收紧了财政政策(图2.7, 左图)。发达经济体收紧政策是出于财政可持续性方面的考虑, 而新兴市场经济体则是为了抑制国内需求。欧元区国家经历了幅度最大的紧缩。在希腊、爱尔兰和葡萄牙, 官方援助计划也开出了大幅度紧缩财政的药方, 要求财政赤字的削减幅度要占GDP的几个百分点。法国、意大利和西班牙等大型欧元区国家也大幅度收紧了财政政策。在欧元区之外, 鉴于两家主要评级机构的负面展望, 英国继续控制其预算赤字。美国也在一定程度上收紧了财政态势, 尽管在2011年和2012年延长了临时性的薪俸税减免和补充性的失业福利。由于要实施地震后的重建开支, 日本成为发达经济体中唯一放松其财政态势的国家。很多新兴市场经济体为了控制国内需求, 也适度紧缩了财政政策。但是, 这种财政整顿似乎与2011年较弱的经济增长并没有系统性关联(图2.7, 右图)。

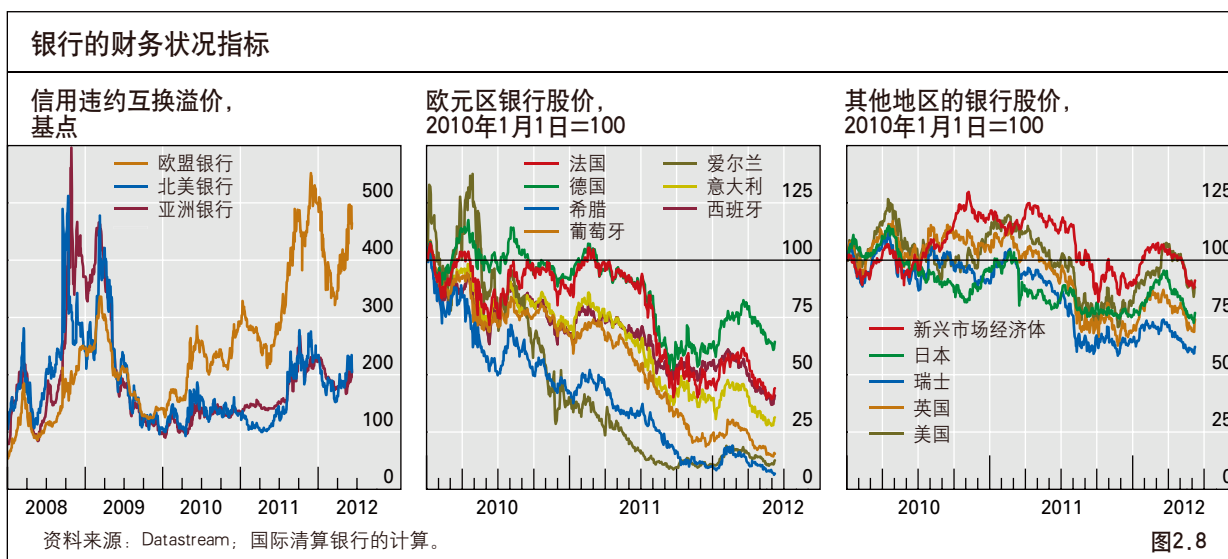
欧洲银行融资和信贷供应量下降

欧元区主权债务危机使欧洲银行业在2011年下半年陷入不断受压的境地。这反映了银行业对主权信贷风险暴露程度的不确定性和对政府支持问题银行能力的质疑。由于市场认为其信誉度恶化, 欧洲银行业的信用违约互换溢价显著上升(图

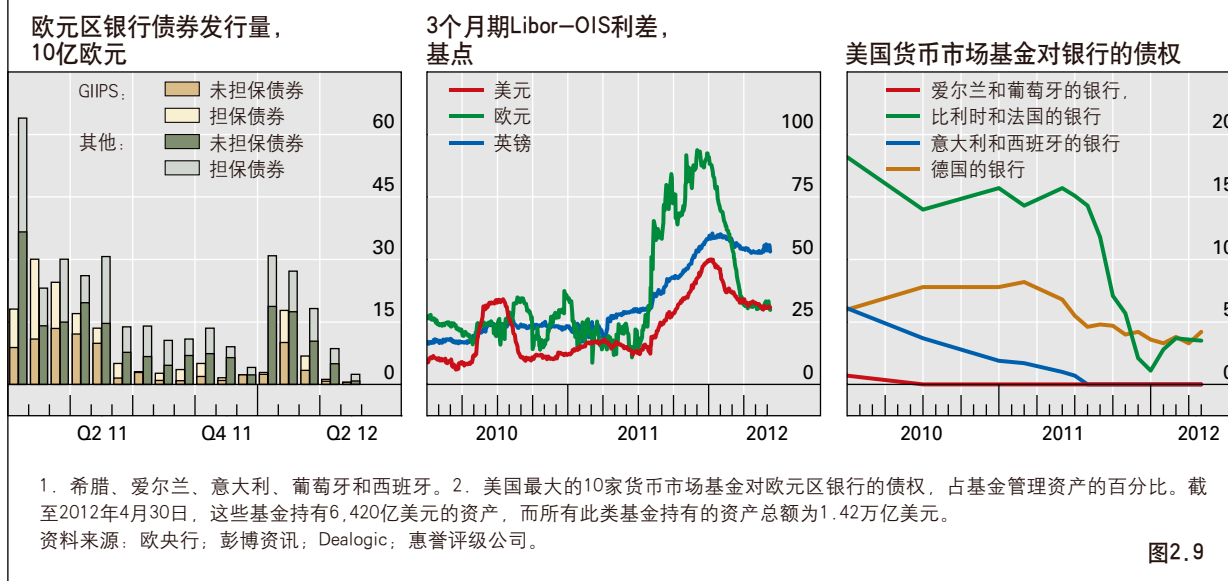


2.8，左图)。在主权债券价格下降最多的国家，银行股票价格也直线下降，并且在欧元区其他地区也显著下降（图 2.8，中图）。但是，危机也影响了其他地区的银行，可以从股价（图 2.8，右图）和信用违约互换溢价的走势上看出来。

欧元区银行融资状况在 2011 年秋季迅速恶化。除存款不断从希腊和爱尔兰的银行流出外，存款人还开始从西班牙以及意大利的银行提取存款。对很多欧元区银行而言，未抵押的债务市场基本上已经关闭（图 2.9，左图）。在银行间同业市场借款的成本增加，尤其是对欧元，而美元和英镑的借款成本也已经上升（图 2.9，



银行融资状况



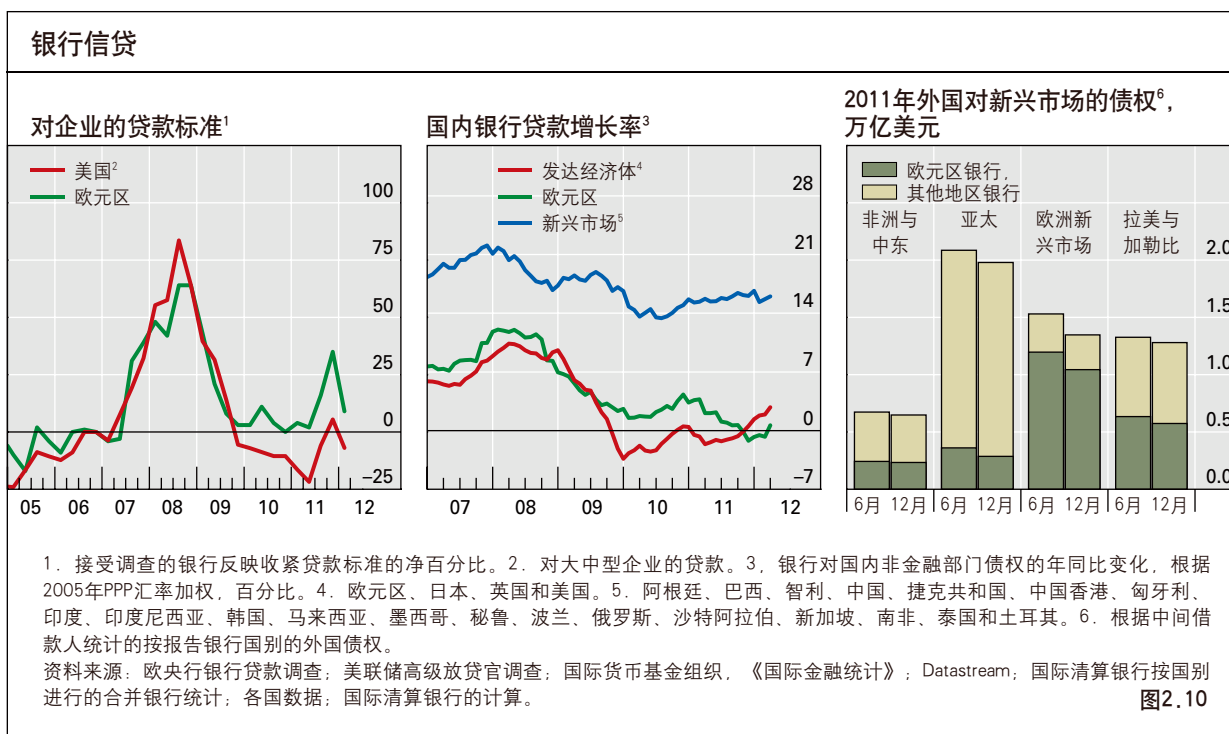
中图)。部分因为美国货币市场基金减少了其风险头寸, 欧元区银行的美元融资供应不足 (图 2.9, 右图)。

不断增长的去杠杆化压力导致欧元区银行贷款逐渐向本地倾斜。总体上, 欧元区银行在 2011 年第四季度收紧了对企业的放贷标准, 比美国更加显著 (图 2.10, 左图)。欧元区银行对本地非金融借款人的贷款增长率下降至零 (图 2.10, 中图), 而对其他地区的贷款则显著减少。从 2011 年中至年末, 欧元区银行对新兴市场经济体的债权下降了 12%: 非洲和中东地区下降了 4%, 亚太地区下降了 20%, 欧洲新兴市场下降了 13%, 拉美和加勒比地区下降了 9% (图 2.10, 右图)。其中, 具有高风险权重的贷款下降尤其显著, 例如杠杆贷款或项目融资, 以及通常需要美元融资的贷款, 如飞机与船舶租赁或贸易融资。

尽管如此, 其他形式的融资仍在很大程度上代替了欧元区的银行贷款, 包括其他大型国际贷款机构的贷款 (图 2.10, 右图)。一些已经将关注点放在亚洲新兴市场的澳大利亚、日本和英国的银行增加了在该地区的贷款。国内贷款机构也增加了贷款, 尤其是在拉丁美洲, 而欧洲新兴市场的贷款机构增加较少, 因为欧洲银行业在当地占有很高的市场份额。此外, 一些较大的公司借款人转向了债券市场, 2011 年第四季度债券发行总量几乎增长了 30%。

2012年初, 全球经济增长依然脆弱

经济疲软和 2011 年底全球金融市场的压力不断上升, 引发央行推出新一轮的支持措施 (见第四章)。美联储承诺通过出售短期国债来增加购买 4,000 亿美元的长期国债, 并宣布计划将短期政策利率维持在极低的水平上至少到 2014 年底。日本银行和英格兰银行也进一步扩大了其资产购买计划的规模。巴西、中国、印度、印度尼西亚、菲律宾和土耳其的央行也放松了货币政策。欧央行在 2011 年 12 月宣布, 将在三年内向欧元区银行提供融资, 同时扩大了担保的范围。主要中央银



行已经同意降低相互间货币互换的价格，允许它们与银行按照比先前更低的价格用欧元兑换美元。

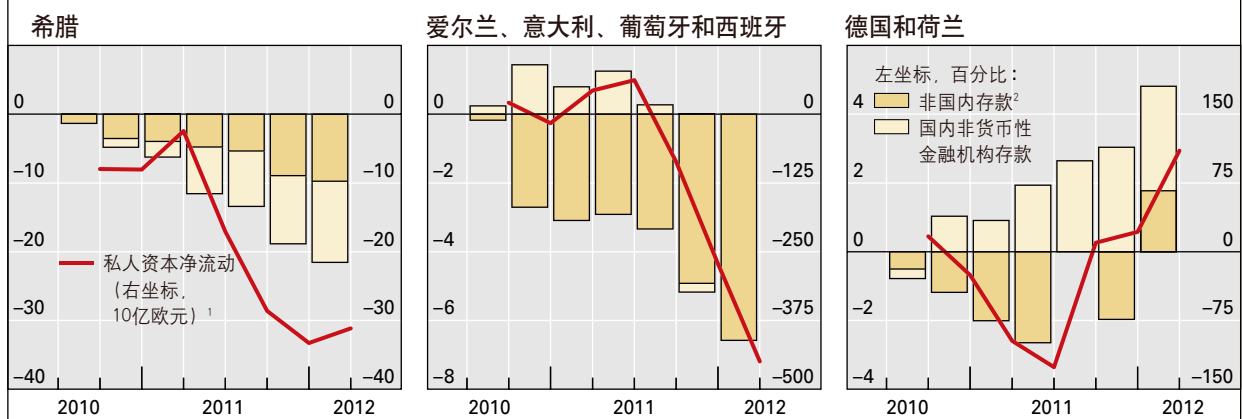
上述措施使银行融资市场出现了明显的好转（图 2.9），并改善了其他金融市场的状况。欧央行在 2011 年 12 月和 2012 年 2 月两次拍卖三年期的资金，使欧元区银行能够为赎回其 2014 年前到期的未担保债务提供大部分的资金。此外，银行还用部分资金购买资产，包括欧元区主权债券。这些证券的收益率显著下降（图 2.5）。总体上，在 2012 年前几个月，新推出的政策支持措施有助于推高广泛的资产价格。3 月，对希腊债务进行了有序重组，也消除了资产价格的下行风险。

2012 年第一季度，全球经济活动似乎有所复苏。美国的失业率下降，同时消费者信心和开支显著增加。在日本，机器订单和公司投资提振了商业活动，经济继续从 2011 年 3 月地震的影响中反弹。欧元区 GDP 在 2011 年第四季度出现下降后稳定了下来。许多新兴市场经济体的经济活动增长较快，尤其是拉丁美洲和东南亚地区。

但是，可持续的经济增长依然扑朔迷离，并且经济活动在第二季度出现下降。在 4 月与 5 月，美国的部分经济指标弱于预期，就业增长再次放慢。中国的经济指标相对于 2012 年初明显放慢，尽管这部分反映了旨在将经济增长降到一个更加可持续的水平的努力。巴西和印度的产出增长也显著放慢，尤其是农业和制造业部门。欧元区的产出看起来在 2012 年第二季度又开始收缩。

2012 年第二季度，欧元区的金融风险也有所加剧，主要是由于对希腊大选后的政策导向的关注所致。对那些被认为危机有可能深化的国家，存款和其他资本外流的情况增加。特别是，据称从希腊银行的取款在 5 月有所加速。这些银行已

欧元区银行存款和私人跨境资本流动



1. 自2011年6月底以来的累计数，估计为累计的经常账户赤字减去对欧元区的TARGET2负债的变化，减去欧盟与国际货币基金组织的累计拨款。详情见H-W Sinn和T Wollmershäuser合著的“目标贷款，经常账户余额和资本流动：欧元区的援助工具”，载《国民经济研究所工作论文》，第17626期，2011年11月。2. 累计变化（包括回购）占2010年6月底存款总额的百分比。
 资料来源：各中央银行；欧盟统计局；国际货币基金组织；国际清算银行的计算。

图2.11

经失去了大约三分之一的外国存款，以及四分之一的国内非金融存款（图 2.11，左图）。外国存款人也从爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙的银行提取存款，而国内的存款则相对稳定（图 2.11，中图）。与此相对照的是，2012 年第一季度，德国和荷兰银行的存款显著增加(图 2.11,右图)。同样,对整体资本流动的估计显示，私人资本从希腊、爱尔兰、意大利、葡萄牙和西班牙净流出，而德国和荷兰则呈现净流入（图 2.11，红线）。