

第一章 最大限度地利用争取来的时间

六年前的 2007 年中期，金融体系开始出现裂痕。仅仅一年多后，雷曼兄弟的倒闭将发达经济体推向崩溃的边缘。在随后五年的衰退和缓慢复苏中，发达经济体的央行被迫设法增加政策的宽松程度。它们首先将政策利率降为实质上的零利率，美国、英国和欧元区自此一直保持这一利率水平（而日本自 20 世纪 90 年代中期起一直处于零利率）。随后，上述央行开始扩大其资产负债表，目前其总规模约为危机前水平的 3 倍，并且还在继续上升。

“不惜一切代价”原本被用来描述央行防止金融崩溃所采取的措施，现在已经成为央行继续其非常规行动的战斗口号。但我们已经渡过危机最困难的时期，且政策目标已经转变为引导依旧疲软的经济体恢复强劲和可持续增长。央行现在能否“不惜一切代价”达成这一目标？随着时间流逝，这种可能性似乎越来越小。央行不能修复住户和金融机构的资产负债表，也无法确保财政融资的可持续性。而且最重要的是央行无法启动结构性经济和金融改革计划，从而带领各经济体回到各国政府及公众所需要和期望的真正增长的道路。

复苏期间，央行宽松的货币政策是为修复资产负债表、财政整顿和恢复生产率增长的改革争取时间。但这些时间并未得到有效利用，因为持续低利率和非常规政策方便了私人部门拖延去杠杆化、政府为赤字融资以及当局推迟实体经济和金融体系所需的改革。归根到底，廉价的资金使得借贷比储蓄更容易，支出比征税更容易，保持不变比变革更容易。

确实，一些国家的住户部门已经在去杠杆化这项艰巨任务上取得进展，一些金融机构资本更加充足，一些财政当局已经开始艰苦但必要的整顿。的确，金融改革大部分困难的工作已经完成，但总体来看，进展一直缓慢、踟蹰不前，且各国间进展程度不一。住户和企业依然期望如果等待，资产价格和收入将会上升，其资产负债表将得以改善。政府希望等待能使经济增长，从而将带动债务占 GDP 的比例下降。政治家希望等待能使收入和利润再度恢复增长，从而使劳动力和产品市场改革不那么急迫。但是等待并不能使事情变得更加容易，尤其是当公众的支持和耐心下降之时。

但央行如果不能有效缓释已经造成的风险，就很难有更多作为。央行必须再次强调其历来的政策重点（尽管已涵盖了金融稳定），鼓励必要的调整，而不是通过接近零的利率水平以及购买更多的政府债券来阻碍调整。同时，央行必须敦促当局加快劳动力和产品市场改革，从而提高生产力和促进就业增长，而不是以未来会更加宽松来进行虚假安慰。

第二章对过去一年进行了回顾，第三章至第六章继而对上述问题进行了讨论，并在此予以概述。我们传递的信息很简单：各国当局需要加快劳动力和产品市场改革来提高生产率和拉动增长；私人部门必须去杠杆化，公共部门需要确保财政

可持续性；金融体系内的风险需加以管理；期望货币政策能解决上述问题将导致失败。

提高灵活性：实现增长的关键

全球经济仍未见可持续和平衡的增长。许多发达经济体的增长率仅部分恢复，失业率依然居高不下（图 1.1）。正如第三章中所讨论的，僵化的劳动力和产品市场是妨碍经济长期健康最重要的障碍之一。金融危机及其后果表明，周期逆转以及繁荣不会加剧此类结构性问题。因此，许多经济体的复苏一直令人失望。

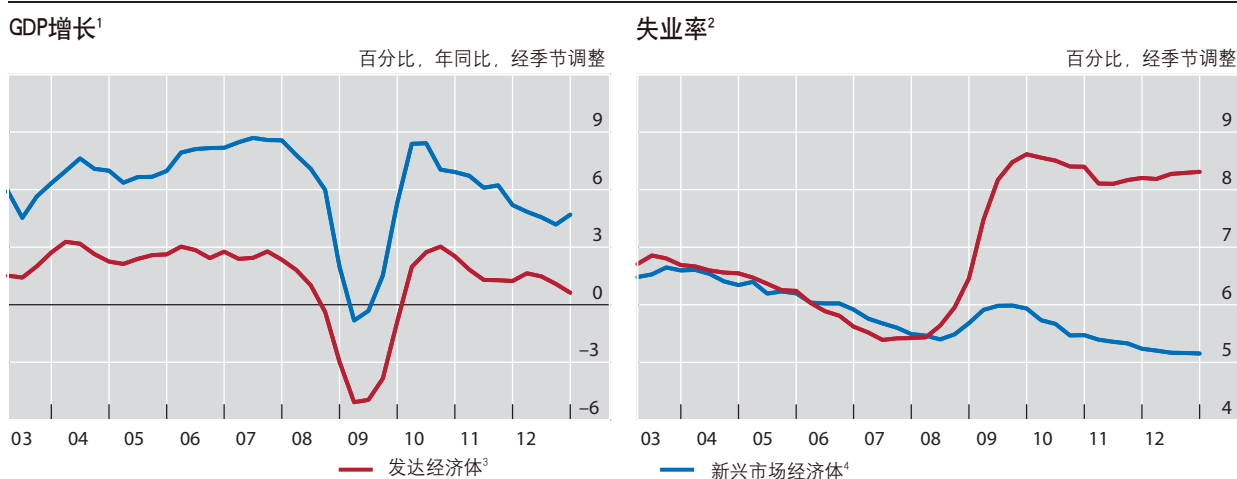
当一些国家房地产市场由繁荣走向萧条时，僵化的制度限制了跨部门间的人员流动。正如第三章中所论述的，严密的就业保护阻碍了因严重的行业失衡而陷入衰退的经济体的复苏和就业增长。其中含意显而易见：各国将从管制更少、更利于增长的劳动力和产品市场中获得实实在在的好处。

提高劳动力和产品市场灵活性的措施允许资源能更容易地从生产率低的部门流向生产率高的部门，明显有利于经济增长。同时，此类改革有助于促进创业，为企业提高生产率和雇用更多工人铺平道路。这意味着精简规章并减少阻碍生产力提高的特殊利益集团的权力对于可持续增长至关重要。当然，基本的工人和消费者保护必须保留，而且适宜的监管力度也因国家而异。但是过度监管的劳动力和产品市场所产生的成本是显而易见的：它们导致的灵活性下降已损害了长期增长。

种种情况表明结构性僵化在危机之后危害尤其大，因此很有必要在经济较好时而非在压力之下进行改革。尽管这种预先改革并不常见，对那些相对顺利渡过金融危机的国家来说，仍必须尽快增强劳动力和产品市场的灵活性，宜早不宜迟。

全球经济活动

图 1.1



1. 基于2005年GDP和购买力平价 (PPP) 汇率加权平均。2. 基于劳动力的加权平均；各国定义可能存在差异。3. 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。4. 阿根廷、巴西、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印尼、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特、新加坡、南非、泰国和土耳其。
资料来源：IMF《国际金融统计》和《世界经济展望》；Datastream；各国数据。

财政政策：威胁依然存在

由于各国政府通过救助银行和财政刺激应对金融危机，其债务攀升至新高。在危机爆发前夕经历了房地产泡沫的国家，住户部门已经积累了巨额债务。自危机高峰以来的五年中，各方一直希望能实现大幅度地去杠杆化从而确保可自我持续的复苏。

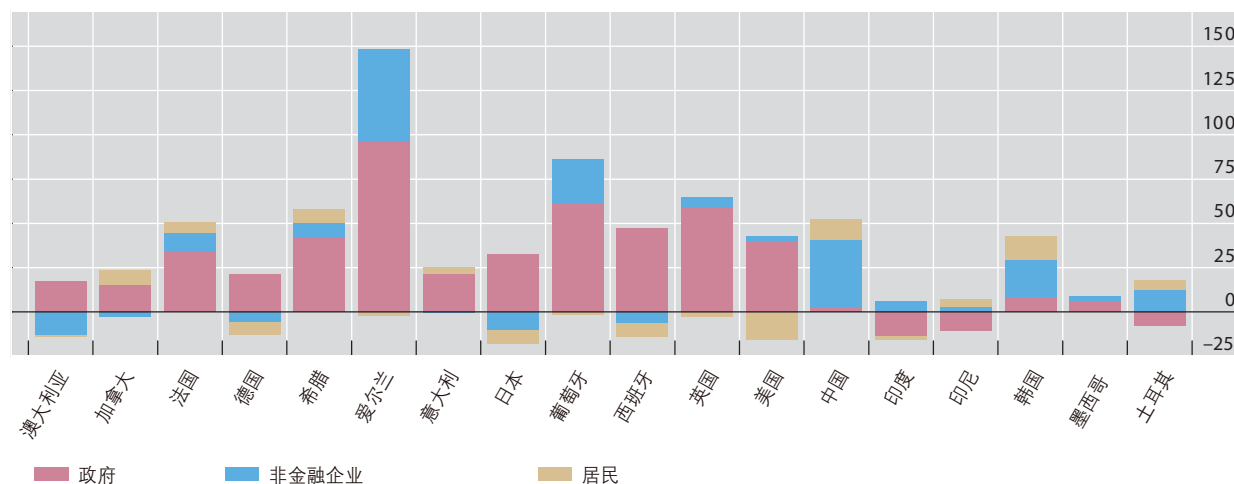
事与愿违，2007年至2012年，多数发达经济体和新兴市场经济体的住户、非金融企业和政府债务占GDP的比重却在上升（图1.2）。将图1.2中的国家合并计算，总体债务增加了33万亿美元，占GDP比重上升了20个百分点。同期部分国家，包括一些新兴市场经济体的总债务比率上升更快。显然，这是不可持续的。过度负债是金融危机后增长道路上的主要障碍之一。年复一年、越借越多并非解决之道¹。

在图1.2中所示的大多数国家中，公共债务是整体债务上升的主要原因。尽管在金融危机最严重时期为对抗经济萧条的威胁需要采取逆周期财政政策，但今天的形势已有所不同。正如第四章中所指出，研究屡次表明，随着政府债务超过GDP的约80%，增长开始受到拖累²。伴随着目前大多数发达经济体公共债务已达到GDP的100%以上，且未来与人口老龄化相关的支出将大幅增长，找到一条确保中长期财政可持续性的道路依然是一项主要的挑战。

2007–2012年债务变动

占GDP的百分点

图1.2

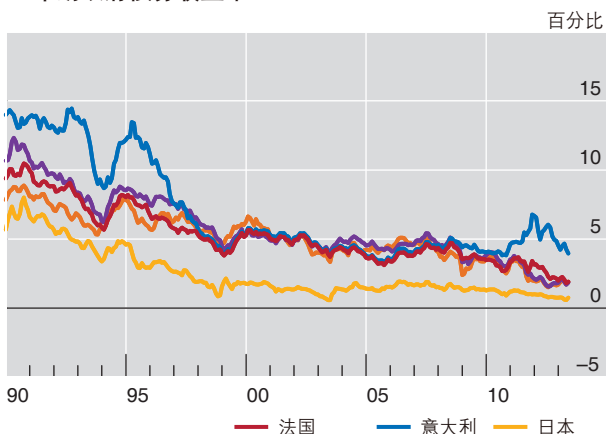


资料来源：IMF《世界经济展望》；OECD、BIS；国别数据。

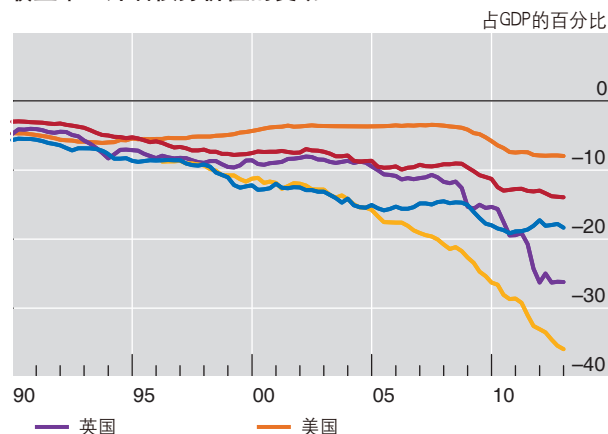
1. 一些研究发现，金融危机后，在经济萧条期私人部门去杠杆化与随后的复苏力度显著正相关。参见 M Bech, L Gambacorta 和 E Kharroubi 发表的《货币政策、杠杆和商业周期》，国际清算银行工作论文，2012年9月第388期。美国的住户部门，以及（较小程度上）西班牙和英国的住户部门已经在削减债务方面取得进展。但从占GDP的比重来看，下降幅度远低于金融危机后私人非金融部门债务平均约40个百分点的跌幅。参见 G Tang 和 C Upper 《危机后债务缩减》，《国际清算银行季报》，2010年9月，第25–38页。

2. 其他类型的债务有类似影响：企业债务超过GDP的90%和家庭债务达到GDP的85%以上会成为经济增长的拖累。参见《实现最大化的长期增长》中 S Cecchetti, M Mohanty 和 F Zampolli 《债务的真实影响》，堪萨斯城联邦储备银行的杰克逊霍尔研讨会会议记录，2011年8月，第145–96页。

10年期政府债券收益率¹



收益率上升后债务价值的变动²



1. 月平均值。2. 对每个国家，在假定各期限债券收益率上升3个百分点后，中央政府可流通债务余额估算的价值适时变动占GDP的百分比。基于估计的日本、英国和美国可流通余额数量和平均期限（除去国内央行持有债务），以及估计的法国和意大利可流通余额数量和平均期限。法国、意大利、日本和英国估计的可流通债务和平均期限数据来自OECD，本国及BIS。美国可流通债务和平均期限数据来自本国。资源来源：OECD；Bloomberg；Datastream；全球金融数据；各国数据；BIS；BIS计算值。

从根本上来看，庞大的公共债务会降低主权信誉并削弱信心。政府整顿财政秩序会有助于恢复金融体系和实体经济间的良性循环。此外，债务水平低可使得政府有能力应对下一次不可避免的金融或经济危机冲击。

正如第四章中所表述，尽管财政整顿已经变得越来越紧迫，但一直缺乏明显成效。在一些国家，短期和长期低利率提供的廉价融资缓解了政府进行财政调整的压力³。但这种缓解是暂时性的，且并非毫无风险。要究其原因，回顾危机前的二十年，许多发达经济体的长期利率平均约为6%（图1.3，左侧图示）。如今，主要发达经济体的长期国债收益率在2%左右，日本的收益率还远远低于这一数字。当利率和债券收益率开始上升时，持有政府债券的投资者将损失巨额资金。

试想如果各种期限的债券收益率均上升3个百分点，将会对美国国债持有人（不包括美联储）产生何种影响：他们将损失超过1万亿美元，几乎占美国GDP的8%（图1.3，右侧图示）。持有法国、意大利、日本和英国所发行债务的投资者遭受的损失为相应国家GDP的15%到35%不等。收益率不可能一夜之间跃升300个基点，但1994年的经验表明上行趋势的出现相对较快，当年一些发达经济体的长期债券收益率在一年之中攀升了200个基点。

虽然完备的对冲策略能保护个人投资者，却一定有人最终承担利率风险。事实上，在多数发达经济体中涉及GDP的潜在损失正处于历史高位。由于国内外银行也在蒙受损失的行列，如果提高利率时不能做到倍加谨慎，将危及金融体系的稳定。在这方面，央行在采取任何收紧举动前进行清晰的提前沟通将至关重要。

各国政府必须加倍努力确保财政的可持续性。经济增长还未高到让财政整顿自行实现的地步，债务占GDP比例中的分母增速还无法超过分子增速。讳疾忌医只会使财政整顿最后迫于压力进行，这正是目前一些南欧国家所面临的形势。结

3. 超低收益率反映出多种因素的综合影响，包括持续疲软的经济前景、来自其他经济体的避险资金流、因监管要求提高而需要更多安全的流动性资产，以及大规模的央行干预。

构性财政问题必须尽早解决，这样做意味着避免今后更多的痛苦。

正如第四章中指出，与此同时，财政调整的质量与数量同样重要。等待无济于事，一些行动迟缓的国家已经被迫进行大幅的、漫无目的的紧缩，削减生产性公共投资和提高不利于增长的税收。那些依然拥有足够空间的国家应该重点削减政府消费和转移支付。在税率仍然偏低的国家，还需考虑增加财政收入。

更重要的是，许多国家现在需要采取更多措施降低未来与人口老龄化相关的支出。虽然这些措施本质上属于长期性的，但因其增强了财政可持续的观念，也会在近期发挥积极影响。

许多新兴市场经济体的公共财政状况依然可控，部分由于这些地区并不处于危机的中心。一些国家的财政状况目前虽然乐观，但一直是靠资产和大宗商品价格上升所带来的收入所支撑，这类情况未必具有可持续性，需要谨慎对待。在其他国家，全球需求疲软减少了收入并导致支出增加，从而抬高了公共债务水平。这些对财政可持续性的早期威胁，以及与老龄化相关的公共支出的可能增长，需要新兴市场经济体的决策者保持警惕。

金融体系：增强抗风险能力

金融体系的复杂性使审慎监管框架面临持续不断的挑战。确保系统性稳定需要充足的资本金、流动性和处置机制。所有金融机构必须拥有充足和高质量的资本缓冲来防止损失，以及足够的流动性缓冲来保护自身免受市场信心突然崩溃的影响。而我们则需要处置机制使大型、复杂机构能有序破产。

尽管如此，找到最佳途径管理由日益全球化和复杂化的金融体系所产生的风险，仍是全球决策者面临的挑战。第五章提出，测量和管理这些风险对于建立一个更加安全的审慎监管框架极为关键。

如何使审慎监管框架涵盖越来越复杂的金融市场，第五章将以一个重要例证详细描述其中的好处。如杠杆率这样一项简单的规定，以及更复杂的风险加权指标作为银行实力的“晴雨表”都有其优点和局限性，但它们是互补的，两者结合起来使用会互相促进，能获得比单独使用其中一种更多的关于银行风险的信息。更重要的是，当同时使用这些方法时，想人为操纵它们就更不容易了。因此，根据近期关于监管复杂性的争论，政策应对措施主要在于依赖风险敏感指标和简单的资产负债表规则之间相辅相成的能力来监测和降低金融体系风险。

限制银行业务范围可能有助于减少系统性风险，但并非一剂灵丹妙药。这些限制对于降低银行复杂性的作用微乎其微，即使简化了银行企业层面的组织架构，但对系统性风险的影响是模糊不清的。

全球金融体系的标准不断演化，但必须基于简单的原则：系统性风险的內化、要求足够的资本金和流动性使私人激励因素符合公共利益、设定风险敏感度以减少向高风险资产的转移、扩大审慎范围使风险始终处于监管者（和管理者）的视野之内、使监管体系随着金融体系演进。但原理上简单的通常在实践中是复杂的。这意味着金融改革的成功取决于漫长而复杂的定义和流程。其中原因简单而实际：细节是可实施的，而原则不能。

货币政策：争取时间

自金融危机爆发以来，各央行发现自身在非常规政策领域越陷越深。在已触及利率下限后，主要发达经济体央行转而积累资产，目前已达其总体 GDP 的 25%。同时，新兴市场经济体央行也扩大了其资产负债表，目前持有的资产价值超过了 GDP 的 40%。发达经济体和新兴市场经济体央行资产加起来已经从 2007 年的 10.4 万亿美元上升至当前的超过 20.5 万亿美元，而且各国央行还承受采取更多行动的压力（图 1.4）。

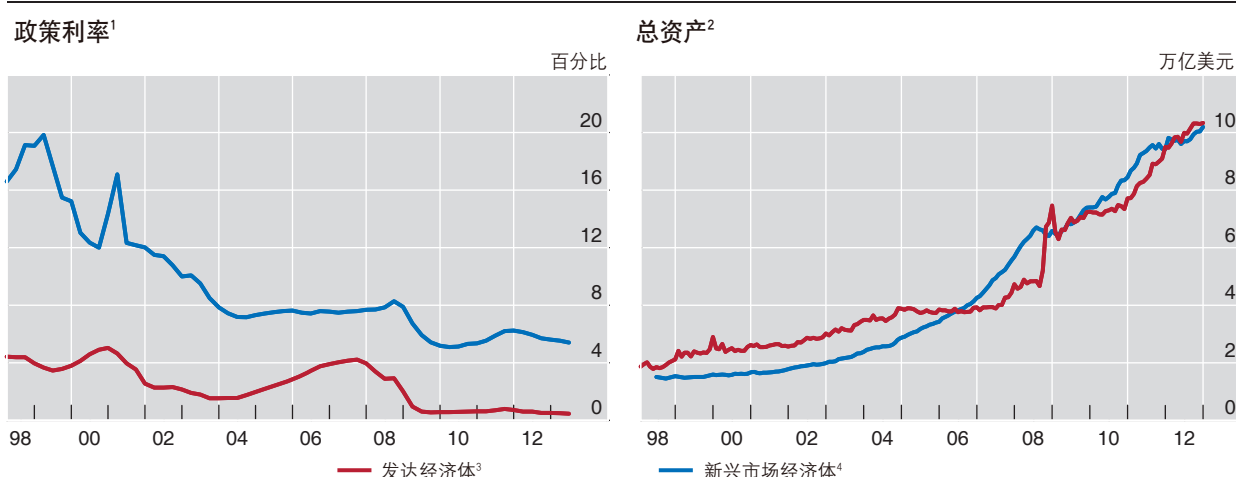
尽管采取了宽松的货币政策，经济增长依然疲软，且创造就业还未获得稳定的动力。此外，发达经济体的低利率在国际上产生了溢出效应，如资本流向快速增长的新兴市场经济体以及一些小的发达经济体，由此导致的对这些经济体货币的升值压力阻碍了其央行稳定国内经济的努力。

随着利害得失的变化，采取进一步非常规货币刺激政策正变得越来越危险。第六章指出以价格稳定为锚的政策框架依然是增长的基础。没有价格稳定，一切都是空谈。但是，危机的教训告诉我们，仅仅靠近期价格稳定是不够的：金融稳定对长期宏观经济稳定也至关重要。修订传统货币政策框架从而有效而平衡地将金融稳定纳入其中是当前面临的挑战。

所有这一切将主要发达经济体的货币政策制定者置于一种微妙的境地。央行如何能够鼓励负责结构性调整的机构实施改革？怎样才能避免让经济过度依赖货币刺激措施？何时才是央行从扩张性政策退出的正确时机？央行如何能避免在退出过程中债券收益率急剧上升？现在是货币政策开始回答这些问题的时候了。

政策利率和央行总资产

图 1.4



1. 政策利率或最接近的替代值；对目标区间，取区间中间值；基于2005年GDP和PPP汇率，列出的经济体加权平均值。2. 列出经济体的总数。
3. 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。4. 阿根廷、巴西、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印尼、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特、新加坡、南非、泰国和土耳其。
资源来源：IMF《国际金融统计》；Bloomberg；Datastream；全球金融数据；各国数据。

总结

自全球金融危机爆发以来已经过去了六年，然而全球经济依然缺乏强劲、可持续和平衡的增长。如果有什么简单的办法能做到，我们早就找到了。单靠货币刺激措施不能提供答案，因为问题的根源不在于货币。因此，央行必须设法回归其稳定职能，使其他部门能进行艰难但必不可少的调整。

各国当局需加快劳动力和产品市场改革，促使经济资源向高生产率部门转移。住户和企业必须完成修复其资产负债表这一艰巨任务，政府必须进一步努力确保其财政的可持续性。监管者必须使规则适应日益联系紧密和复杂的金融体系，确保银行拥有充足资本金和流动性缓冲抵御相关的风险。每个国家应根据自身情况调整其改革日程，以在不危及当前经济复苏的同时尽可能成功。但是，最后，只有靠一项强有力的金融修复和结构改革计划才能使经济恢复强劲和可持续的实质性增长。