

# 第一章 当未来成为现在

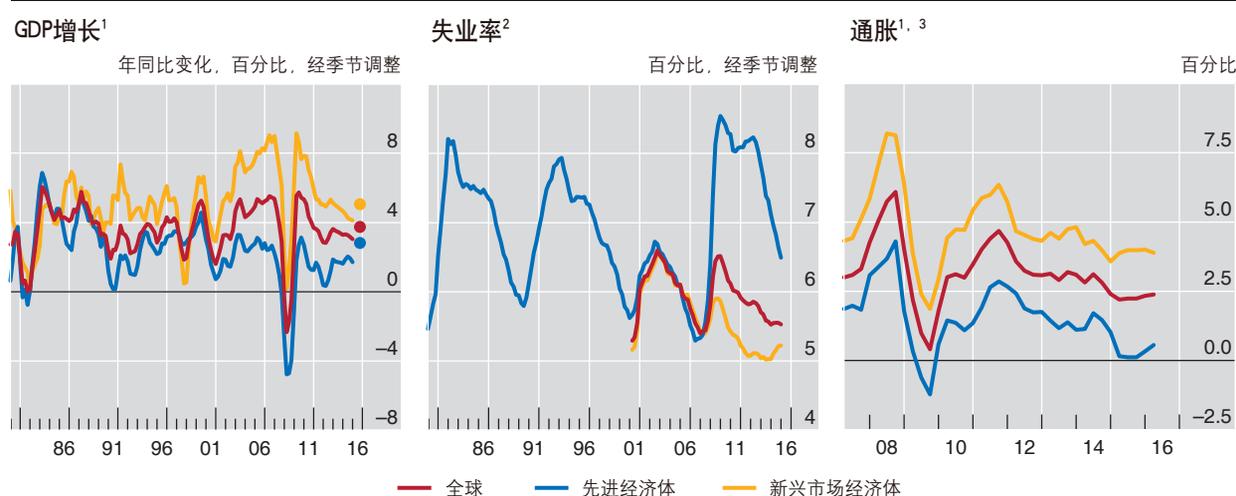
全球经济增长方兴未艾，但所传达出的信号仍然是，调整尚不平衡，调整尚未完成。市场预期并未达到，市场信心尚待恢复，过去一年里汇率及商品价格持续动荡，说明全球经济仍然需要从根本上进行再调整。那么，强劲而可持续的全球经济增长究竟离我们有多远？

客观地讲，各项指标显示，宏观经济表现并不像舆论描述的那样一塌糊涂（图1.1）。诚然，自金融危机以来，全球经济增长预测数据不断下调，近来再次下调。但是，增长率并未大幅偏离历史平均水平，而且在一些重要情况下，甚至高于估值。事实上，如果按照人口趋势进行调整，那么适龄工作人口人均增长甚至略高于长期趋势（见第三章）。同时，失业率总体走低，而且在不少情况下接近了历史常态或充分就业估值。尽管各大先进经济体通胀水平仍然低于具体目标，但可以认为总体上符合价格稳定的政策思路。所以，“持续复苏”这一悲观表述并未充分概括金融危机以来全球经济的是非功过。

相比之下，更让人不安的是那些经济指标变化的背景以及背景所预示的未来

全球经济并非舆论宣传般疲弱

图1.1



左图圆点表示1982–2007年平均值。

1. 基于GDP和PPP汇率的加权平均值。2. 基于劳动力水平的加权平均值，各国定义可能有所不同。3. 消费者价格。  
资料来源：IMF, *International Financial Statistics and World Economic Outlook*; Datastream; 各国数据; BIS计算值。

趋势。说到这里，就要提到“三元风险”：生产力增长过低，给提高未来生活水平蒙上阴影；全球债务水平处在历史高位，造成金融稳定风险；政策空间极小，导致全球经济风险敞口巨大。

如去年年报所述，这种不安有一大显而易见的特征——长期超低利率，市场对此众说纷纭。而且从去年至今，利率甚至进一步走低（图 1.2，左图）。通胀调整后的政策利率已慢慢走向负值，战后最长的负利率时期仍在延续。此外，日本银行跟随欧洲中央银行（ECB）、瑞典中央银行（Sveriges Riksbank）、丹麦国家银行（Danmarks Nationalbank）、瑞士国家银行（Swiss National Bank），实行负名义政策利率。截至 5 月底，近 8 万亿美元主权债务（包括远期到期债务）在以负收益率交易，创下历史新纪录（图 1.2，右图）。

这些利率反映了不少问题：市场参与者对未来表示忧虑；尽管危机后各中央银行不遗余力地提振经济，但通胀始终不见增高，产出增长萎靡不振；货币政策早已不堪重负。一边是全球增长并未大幅偏离历史平均水平，一边是利率长期超低位运行，反差十分强烈。同时，种种迹象表明，金融市场脆弱不堪，外汇市场局势紧张，也都体现了鲜明的反差。

解读当前全球经济局势困难重重，但这是解决问题的必要前提。和往期年报一样，我们的解读聚焦金融、全球和中期视角。我们认为，目前的困境很大程度上说明我们没能正确应对金融的繁荣与萧条（“金融周期”），其代价是经济长期遭受重创，而实现强劲、平衡、可持续的全球经济增长更是难上加难，这也是资产负债表衰退后不平衡复苏的标志性问题。债务已长期取代收入增长，成为了一个政治和社会问题。

这一解读认为，现在迫切需要让再平衡政策进一步聚焦结构性措施、金融发

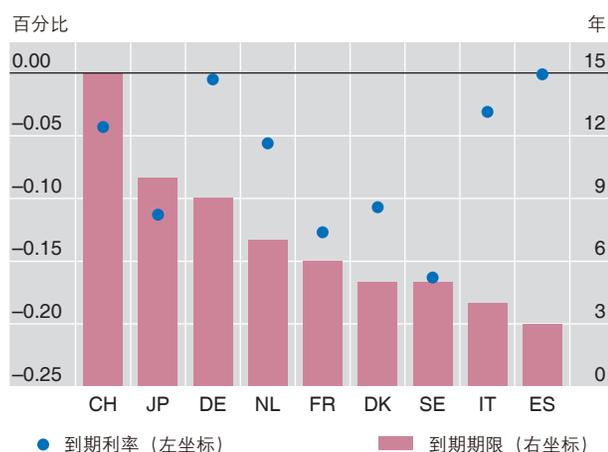
## 利率持续维持在超低水平

图 1.2

G3利率，经通胀调整<sup>1</sup>



负利率政府债券最长到期期限<sup>2</sup>



1. 基于GDP和PPP汇率的加权平均值；名义政策利率（收益率）与核心通胀的差值。2. Bloomberg generic bonds；as at 27 May 2016。  
资料来源：Bloomberg；各国数据。

展以及中期成效。一个关键要素就是，进一步认识政策对债务存量、资源分配以及政策空间的累积作用。若缺乏这种认识，当未来成为现在，我们的选择就会受到限制，所以跨时期的取舍至关重要。

今年的年度报告中，我们更新并进一步探索了部分主题，以及这些主题引发的分析和政策挑战。本章是全文的概要，首先审视去年全球经济发展历程，随后深入挖掘发挥作用的种种因素，将宏观经济再调整的相关因素置于长期背景下，评估未来风险。本章结尾提供了相应的政策考量。

## 全球经济：过去一年的突出特征

总体上说，全球经济过去一年的表现遵循了近几年的各项趋势，出现了宏观经济进展与金融市场关系周期性紧张的种种迹象。

全球产出增长再次低于预期，2015 年增长 3.2%，但仅略低于 2014 年，未大幅偏离 1982—2007 年的平均水平（见第三章）。总体来说，预期的新兴市场经济体增长势头向先进经济体转移的情况并未出现，原因是先进经济体增长不足以弥补大宗商品出口导向型新兴市场经济体的疲弱表现。在本年报的撰写阶段，各项预测一致指出，先进经济体增长逐渐巩固，新兴市场经济体经济恢复势头更为明显。

劳动力市场韧性提升。大多数先进经济体及所有辖区的失业率持续下降。截至 2015 年年底，总失业率已降至 6.5%，与 2008 年危机前水平相当。即便如此，某些情况下失业率仍然居高不下，欧元区和年轻群体尤为如此。发展中国家情况更加复杂，总体疲弱但个别领域强劲，总体失业率小幅上升。

就业不断改善，但产出增长表现平平，这样的差异说明生产力增长疲弱不堪——“三元风险”中第一元（图 1.3，左图）。生产力增长保持在低位，继续长期下行，这一趋势在先进经济体尤为显著，且在受危机影响的经济体中呈加速态势。

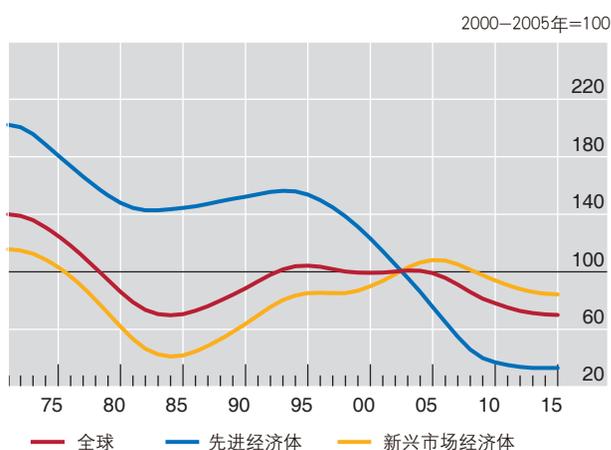
通胀总体低迷，货币严重贬值的新兴市场经济体（尤其是拉美地区）除外（见第四章）。使用国际货币的各大先进经济体，虽然基本（核心）通胀低于目标水平，但在整体通胀持续走低的情况下有所增长。亚太地区国家及小型先进经济体普遍维持较低通胀水平。

值得强调的是，导致上述情况的一个关键因素是大宗商品尤其是石油价格的进一步下探。虽然去年上半年石油价格几度企稳回升，但随后继续下跌，直至最近数月才有所恢复。大宗商品价格普遍下降，正是出口国和进口国增长趋势的写照（见第三章）。由于美元升值，本币贬值仅能部分抵消价格下降引起的出口国经济收缩。同时，大宗商品价格走低也说明了整体与核心指标间缺口的成因，解释了为何高通胀往往与经济疲弱共存（见第四章）。

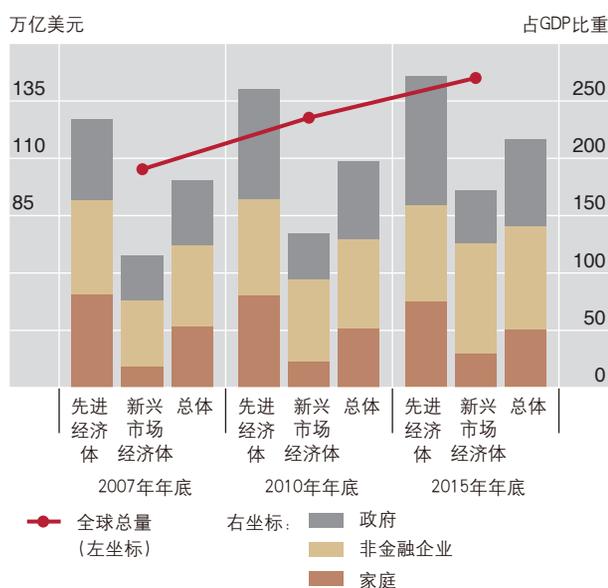
种种趋势的背后是全球债务占 GDP 比重不断上升——“三元风险”的第二元（图 1.3，右图）。遭到危机重创的先进经济体，虽然私人债务有所削减或保持稳定，却被公共债务扩张抵销。在其他地区，或是私人债务同时增加，或是私人债务增幅超过公共债务降幅。

金融领域表现不平衡（见第六章）。先进经济体银行快速适应新监管规定，进一步强化其资本基础。即便如此，一些欧元区国家不良贷款仍居高不下。此外，经济表现较好的国家银行盈利能力仍然较弱。令人担忧的是，银行信用评级在危

劳动生产力增长<sup>1</sup>



全球债务



1. Hodrick-Prescott滤波适用于雇佣劳动力年生产力算法。

资料来源：IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; 会议委员会, *Total Economy Database*; 各国数据; BIS; BIS计算值。

机后不断走低，市账率仍然在1以下徘徊。过去一年，保险企业未见显著起色。新兴市场经济体信用状况有所改善，银行业表现更为强劲。但随着金融周期转换，情况再度恶化。

金融市场在平静、忧虑和动荡间摇摆（见第二章）。近期市场动荡源于对新兴市场经济体（尤其是中国）增长前景的担忧。第一次动荡始于2015年第三季度，随后形势趋于稳定。2016年初动荡再度袭来，一月创下了单月抛售的历史新高。此后，二月出现了一波更短暂但更剧烈的动荡，且银行业处于动荡的中心，原因包括令人失望的财报，监管当局对应急可转债（CoCos）态度不定，中央银行政策导致的长期低利率预期威胁银行盈利。随后，市场趋稳，资产价格被推高，资本再度流向新兴市场经济体。

平静与动荡间的摇摆给金融市场留下了清晰的烙印。在整个过程的末期，虽然市盈率相对历史标准保持在高位，但多数股票市场表现不振。信贷息差显著升高，在能源行业及许多大宗商品出口国尤为突出。美元对多数货币升值。长期收益再创新低。

在这种情况下，宏观经济政策空间进一步收窄——“三元风险”中的第三元。货币政策情况尤为突出（见第四章）。诚然，实际零利率政策实行7年后，美联储开始上调政策利率。但随后又表示将放慢步调，逐步收紧。与此同时，其他关键地区货币政策进一步宽松，利率降低，中央银行资产负债表进一步扩张。从某种程度上说，财政政策空间也在收窄（见第三章、第五章）。随着先进经济体转向

中性财政政策，或更加支持短期经济活动，而长期巩固过程趋于停滞。与此同时，新兴市场经济体，尤其是大宗商品出口国财政状况急转直下。

## 全球经济：解读与风险

人们很容易将全球经济的长期发展看做一系列毫无关联的画面，或者用经济学家的说法，一系列意想不到的冲击。但透过表象，它更像是一部电影，场景间有着清晰的脉络。随着情节的发展，片中的各个角色发现他们之前的行为不可避免地限制后续的选择，这种限制有时是始料未及的。再次援引经济学家的说法，除了“冲击”外，更重要的是“存量”，即不断演进的大背景。这一视角或许能解释当下处境的来由，以及未来将何去何从<sup>1</sup>。因此有必要简要回顾电影的关键情节。

### 解读：一部电影

如上期年报所述，这部完美诠释当今全球经济困局的影片可能多年前，甚至在金融危机前就已经上演。而从多方面看，我们也许还未踏出危机的巨大阴影。

这场危机似乎永久性地削弱了产出水平。实证研究逐步显示，金融危机后的增长或许能恢复此前的长期趋势，但产出显然无法恢复。因此，危机前后的产出会出现永久差异（见第五章）。考虑到此次危机的深度和广度前所未有，期待产出水平恢复至危机前的趋势是不现实的。因此，令人失望的结果和逐渐下调的潜在产出估值才会出现。

种种情况都说明，至少在一段时间内，危机削减了潜在产出的增长。同时，生产力增长的持续放缓，虽令人费解，但也与这一趋势相契合。尽管各方对现象背后的机制众说纷纭，但仍有一个因素未受到充分关注，即危机前大规模金融繁荣的遗留问题（见第三章）。最近，国际清算银行（BIS）进行了一项研究，此项研究涵盖 20 多个先进经济体，前后跨度 40 年。研究得出三条结论：金融繁荣的发生会削弱生产力增长；生产力增速放缓反映出劳动力向生产力增速迟缓的部门转移；更重要的是，若金融繁荣演变为危机，繁荣期间的劳动力错配会造成更深远、更持久的影响。

生产力增长也受到严重影响。比如，以 5 年的繁荣期和危机后的 5 年为例，累积影响将达 4 个百分点。换言之，2008 年至 2013 年，对经历了繁荣和萧条的先进经济体而言，每年损失约 0.5 个百分点，相当于其同期的实际年均生产力增速。研究表明，除总需求不足的负面影响外，金融繁荣和萧条对经济供给侧的影响同样不容忽视。

在这部电影当中，政策响应在危机期间成功稳定了经济，但随着情节的展开，经济复苏弱于预期，且不充分平衡。政策关注传统的总供给措施，从而相对忽视了资产负债表修复和结构性措施。其中，货币政策首当其冲，有效性也遭到强烈质疑。毕竟，遭受重创的金融体系中宽松政策很难发挥作用，私人部门债台高筑

---

1. 参见 J Caruana 在伦敦政治经济学院的演讲“Credit, commodities and currencies”，5 February 2016；以及 C Borio 在《金融时报》债务资本市场前景会议上的演讲“The movie plays on: a lens for viewing the global economy”，London, 10 February 2016。

## 非常规适应性全球货币情况

百分比

图1.4



1. 基于2005年GDP和PPP汇率的加权平均值。2. 泰勒利率的计算公式 $i=r^*+\pi^*+1.5(\pi-\pi^*)+0.5y$ ，其中 $\pi$ 代表通胀， $y$ 代表产出缺口， $\pi^*$ 代表通胀目标， $r^*$ 代表长期实际利率。范围值基于一系列通胀和产出缺口的组合。 $\pi^*$ 设定等于官网通胀目标，或等于均值样本或趋势样本。资料来源：*B Hofmann*和*B Bogdanova*，“Taylor rules and monetary policy: a global ‘Great Deviation’?”，*BIS Quarterly Review*, September 2012, pp 37-49; IMF, *International Financial Statistics and World Economic Outlook*; Bloomberg; CEIC; Consensus Economics; Datastream; 各国数据; BIS计算。

因而紧缩开支，货币政策无力促成经济所需的资源分配再平衡。随着各国政策不断加码，政策空间逐步收窄。

这一问题也造成了更广泛的全球影响。比如，随着国内货币政策通道逐渐失效，汇率机制作用显著提升（见第四章）。他国对货币升值的抵制，促使超宽松货币形势向世界各地扩散，印证了传统基准指标的趋势（图1.4）：宽松诱发宽松。此外，拥有国际货币国家（如美国）的超宽松货币形势直接助推了他国的信贷扩张。2009年至2015年第三季度，美国向国外非银行机构输出的美元计价信贷增长超50%，达约9.8万亿美元；而向新兴市场经济体非银行机构输出的信贷翻了一番，约达3.3万亿美元。随着国际市场融资环境放宽，全球流动性激增（见第三章）。

总而言之，我们见证了危机后各国金融繁荣和萧条的更替。处在危机中心的先进经济体私人部门开始逐渐去杠杆，而包括新兴市场经济体在内的其他地区私人部门抛开1997年至1998年亚洲金融危机的惨痛教训，纷纷加速提高杠杆。新兴市场经济体已开始出现不可持续的金融繁荣迹象——信贷和房地产价格猛增，外币借贷也与之之前情况一样规模猛增。BIS研究表明，货币升值不但未能阻止这一趋势，反而鼓励了冒险，因为升值表面上强化了外币借款方的资产负债，诱导贷款方发放更多信贷（“冒险通道”）（见第三章、第四章）。

关键问题是，以油价为首的大宗商品价格巩固了这些趋势，因而才有了关于商品“超级周期”的讨论（见第三章）。一方面，能源密集型新兴市场经济体增长强劲，推升了大宗商品价格。中国作为多种商品的边际购买者，发挥了举足轻重的作用。危机后，中国借助财政、信贷支撑，开启了大规模经济扩张，扭转了危

机引发的商品价格急剧下跌，为商品繁荣注入了新的活力。另一方面，宽松的货币及金融形势进一步推高了大宗商品价格。价格高企又强化了金融繁荣，众多商品生产者外部流动性进一步宽松，两者间的促进作用日益增强。

过去一年，各要素趋势逆转，可能酝酿着一次必要的大规模再调整。一些新兴市场经济体（尤其是中国）的国内金融周期逐步成熟或开始转换，商品价格回落。具体而言，消费疲弱和生产相对过剩导致油价进一步承压。此外，在其他地区持续宽松的情况下，美国实际政策和政策预期趋紧，推高了美元价值，美元债务的大量持有者融资形势紧张（见第三章）。

同时我们也看到，再调整并非波澜不惊，而是随着市场预期而变化而加速或放缓。实际上，自2016年初金融市场动荡以来，油价有所恢复，美元走低抵消了前期的升值。某些情况下，这些市场变化反映了政治因素的巨大影响，比如英国脱欧公投的不确定性影响。但是，多数情况下市场受长期塑造全球经济的内在因素驱动：货币政策预期转变、主要货币借贷成本变化、中国进一步的信贷刺激。最后，推动全球再调整的是存量，而非冲击。

本文强调了两个突出因素：债务和过往决策的累积影响。

债务能够更清晰地说明各种意外情况的来龙去脉（见第三章）。首先，它解释了新兴市场经济体增长放缓的原因，揭示了当今全球增长模式。债务是国内金融周期的核心问题，也是与外币借贷相关的金融形势趋紧的关键。这一点在大宗商品尤其是石油出口国表现最为明显。随着收入及抵押品价值暴跌，这些国家财政缺口扩大，不得不大幅削减投资。此外，债务还某种程度上导致石油进口国消费不振：家庭都在苦苦支撑着资产负债表。

其次，债务说明了过去一年中货币波动的原因及对产出的影响。外币债务加剧本币贬值压力，进而增加了以美元为主的融资货币的升值压力。中国企业偿还巨额美债就是一个典型的例子。实证研究也表明，外币债务居高不下会削弱甚至完全抵消贬值对贸易的扩张作用（见第三章）。

再次，债务也暗示了导致油价疲软的一个非常规因素。在近年的商品繁荣中，石油和天然气企业利用超宽松的融资条件大量举债。其未偿付债券从2006年的4550亿美元增长至2014年的1.4万亿美元，年均增长15%；企业集团贷款则从6000亿美元增至1.6万亿美元，年均增长13%。其中，页岩气企业及新兴市场经济体国有石油企业借贷占据了很大比重。随着财务状况逐渐恶化，企业面临巨大压力，必须维持资金来源以满足付息要求和对冲收入萎缩风险。

最后，债务甚至能解开生产力增长放缓的谜题。信贷使用得当，能成为经济健康增长的强劲动力。但过往事实表明，不加监管的信贷繁荣会成为问题因素，在危机过后留下长期阴影，拖累生产力增长。此外，债务积压也抑制投资，从而进一步削弱生产力，生产力萎靡则难以支撑债务负担，最终形成恶性循环。

以往决策的累积影响是政策空间收窄背后的影响因素。无论何时，我们在选择受限且面临政治约束时，不顾事实和手段，倾向于刺激总需求来解决问题。然而，缺乏针对性的措施有可能浪费资源，同时无法解决增长面临的障碍。如此一来，政策选择会更为有限。而当未来成为现在，人们会发现短期利益带来了长期后果，影响了政策的取舍。这一问题下文会继续探讨。

## 长期停滞，还是金融繁荣出了问题？

对于危机后的全球经济增长疲软，流传甚广的解释是长期停滞，但另一种可能的解读与长期停滞假说有几处关键性不同，即世界经济与其说是停滞不前，不如说只是金融繁荣出了问题。虽然有点陈词滥调，我们不妨审视下两种观点的主要区别。

长期停滞假说最普遍的变量认为，一直以来，全球总需求存在结构性缺陷，这种缺陷先于危机而存在，受三大深层次因素驱动，即人口老龄化、收入分配不均和技术进步。按照这种观点，危机前的金融繁荣只是经济全负荷运行的必要代价。经济萎靡不振的重要表现是短期和长期实际利率双双下调，表明存在地方性通缩压力。

长期停滞假说提出，各国长期以来都无法抑制金融繁荣，因此一旦问题爆发，就会导致长期损害。经济危机前不可持续的大规模繁荣，掩盖并加剧了生产力下降。与其说是促进经济增长的必要代价，不如说是这场繁荣直接或（通过后续的政策应对）间接地导致了经济恶化，表现为短期和长期实际利率下跌，金融失衡的情况再度显现并日益加剧。

上年年报已详细论述，如何解读长期低利率至关重要。根据长期停滞观点及更普遍的主流观点，低利率属于长期均衡现象，利率处于低位是填补危机前就存在的全球需求不足的必要手段，照此来看，通胀提供了重要信号。依据上述理论，若利率导致金融失衡，并在某一时刻造成严重经济损失，利率就不可能处于完全均衡状态。同理，通胀并非衡量经济扩张是否可持续的完美工具，这一点在危机前就十分明确。当今世界高度全球化，各种科技和竞争力量削弱了生产者和劳动力的定价权，昔日的工资—价格的螺旋运动也更难实现，上述结论更不言而喻。

两种观点孰优孰劣很难判断。有人可能对以美国为蓝本的长期停滞假说提出种种质疑。美国危机前经常项目赤字规模庞大，说明国内需求超过产出，长期均衡理论很难适用。那个时期，全球增长创下新高，失业率达历史低位，没有迹象表明全球需求不足。人口老龄化不仅影响需求，更影响供给，除非提高生产力，否则将导致增速放缓。最后，在很多情况下，失业率降至历史标准或充分就业水平，似乎更印证着供给紧张，而非需求不足。

但是，反事实事件的存在意味着实证结果不足以得出定论，这为对立的解读提供了空间。我们在年报中呈现了多处证据，表明金融繁荣与萧条的重要性。金融周期参数能实时提供潜在产出与实际产出间的缺口估值，且比政策制定中常用的基于传统宏观经济模型和通胀的估值更加精确（见第五章）。该发现印证了通胀与国内萧条指标间薄弱的实证关系，也印证了此前信贷繁荣对生产力的影响的相关证据。第四章中，我们也发现尽管国内存在产能限制因素，全球因素都可以通过国际供应链这一强力机制冲击国内通胀。同时，这些金融周期变量还有助于梳理出均衡利率的估值，而这些估值通常高于设想。

重要的是，所有长期均衡利率估值（不论短期还是长期利率）都不可避免地基于某种经济运行规律的内隐观点。从简单的历史平均值角度看，在相对时期内，市场的主流利率就是“正确利率”。基于通胀的观点认为，通胀指标提供了重要信号。基于金融周期（我们也主要采取这种方式）的观点认为，金融变量才是核心因素。通常情况下，这些结果都存在很强的不确定性。

这种不确定性表明，以市场信号为基准判断利率是否均衡、是否可持续并非明智之举。没人能保证，在任何时段，中央银行、政府、市场参与者的共同作用能确保市场利率保持在正确水平，即与可持续的良好经济表现相一致（见第二章）。毕竟，面对严重不确定性，我们怎能确信实现预期的长期结果呢，利率是否会和其他资产一样长期偏离实际价格，只有时间和现实会告诉我们答案。

## 风险

上一篇文章意在指出金融动态和宏观经济间相互作用诱发的各种风险。

第一，全球流动性收紧和国内金融周期成熟共同作用导致的潜在宏观经济错位——如同两股不同频率的波浪汇合，形成一股更有力的波浪。自2015年下半年起，外币借贷达到峰值，部分贷款方（尤其是商品生产者）资金紧张，有迹象表明宏观经济错位开始形成。然而，2016年初的动荡后，外部金融情况大体缓和，减轻了国内金融周期转换面临的压力。中国当局则发起了新一轮信贷扩张，试图避免金融周期剧烈转换，顺利实现经济向内需和服务业再平衡的目标。因此，虽然新兴市场经济体存在潜在脆弱性，但紧张局面有所缓解。事件往往在长时间里缓慢发酵，并在某时加速发展。

新兴市场经济体经历数次危机后，纷纷采取措施不断强化本国经济抵抗外部影响的能力，使宏观经济框架更为健全，金融基础设施建设和监管机制更为稳固，弹性汇率机制辅以庞大外汇储备增加了政策的回旋余地。以巴西为例，虽然遭遇史上最严重的经济衰退，但并未发生外部危机。部分原因是其调用外汇储备使企业部门免遭损失。此外，（至少目前来看）贷款损失已得到有效控制。总体来看，新兴市场经济体的外币债务占GDP比重低于以往数次金融危机前水平。

即便如此，各国仍需谨慎行事。一些新兴市场经济体中，国内债务水平已超过历史标准。这一点在企业部门尤为明显，虽然收益率（尤其是大宗商品部门）已下跌至先进经济体以下，但仍成为债务激增的重灾区（见第三章）。尽管外币债务规模开始下降（尤其是中国），但货币错配相关数据不足，使得对脆弱性的评估更加困难。新的市场参与者（尤其是资产管理机构）的增长，影响紧张局势的发展，同时也检验中央银行提供流动性支持的能力，从而导致政策应对复杂化。此外，新兴市场经济体地位不断提升，且愈加紧密地融入全球经济，其紧张局势也会通过金融和贸易渠道，最大限度上对其他国家产生影响（见第三章）。

第二，超低利率长期持续，名义利率跌破零点且进一步下探，某些国家甚至低于中央银行的预期值。这一风险的潜伏期很长，其损害并非即刻显现而是逐步显现。长期超低利率压低风险溢价，推高资产估值，并通过鼓励冒险行为、提升估值对负面消息的敏感性（迅速好转风险）等途径，加剧了资产应对价格回落的脆弱性（见第三章）。低利率还压低银行的净利息收益，加剧保险公司收益错配，大幅提高年金公司的负债价值，导致金融体系失去活力（见第六章），实体经济长期受挫。该效应除通过上文渠道（包括削弱银行的借贷能力）传导外，还通过刺激债务，扰乱稀缺资源的合理配置等渠道传导。实际上，超低利率持续越久，政策退出就越困难。此外，负名义利率本身即传达政策倾向，进一步加剧了其不确定性（见下文）。

第三，对政策制定者失去信心。随着时间流逝，公众期待和现实之间的鸿沟

加深，对政策制定者的声誉造成严重影响。货币政策就是个典型的例子，它独自承担了使经济重回正轨的重担。危机爆发后，货币政策有效地稳定了金融体系，阻止了更大规模的经济崩溃。然而，尽管延期推行超常规措施，政策制定者仍难使通胀恢复到目标水平，并提高经济产出。这一过程中，各国金融市场日益依赖中央银行支持，政策回旋余地收窄。若任其发展，直至公众对政策制定者的信心动摇，金融市场和经济发展将面临严峻的后果。令人担忧的是，这种后果已在二月的市场动荡中初露端倪。

## 全球经济：政策

上文分析了一些与政策相关的线索，有些指明了当前应采取的政策措施，特别是立即采取再平衡措施减轻货币政策的沉重负担，有些则指向框架结构。也许我们该调换顺序重新思考，以保证在行动中谨记最终的目标。

### 迈向宏观金融稳定框架

我们的目标是构建整套的制度设计，将所有金融稳定因素系统性地纳入传统宏观经济分析当中，即过去所说的“宏观金融稳定框架”<sup>2</sup>。该框架旨在更有效地应对金融繁荣和萧条的交替循环，降低其引发的经济损失。其基本的目标是，在审慎、货币和财政政策中，加入结构性措施作为支持。其主要运行特征是，当局更倾向于管控金融繁荣，而对金融萧条减少政策侧重和时间投入。

这一针对金融周期的对称性政策，或可缓和周期交替，以免政策空间收窄——这是目前制度安排的一大缺陷。政策空间收窄的一个表现是私人和公共债务占GDP比重飙升，另一个表现是超低政策利率。然而，实际政策利率显然反映出其他不受政策制定者控制的长期因素，以及决策缺乏对称性问题，这加剧了金融失衡，并对产出和生产力造成长期负面影响。同时，也应警惕债务陷阱风险，即债务激增导致提高利率的后果难以承受。这也意味着，长期来看，低利率在某种程度上将实现“自我强化”。当未来成为现在，过去低利率塑造的经济环境，将使政策制定者理所当然地延续这一政策。从这个角度来说，正是低利率导致了利率持续走低（见下文）。

审慎、财政和货币政策取得了多大进步？

#### 审慎政策

审慎政策已取得巨大进步。其策略是在稳固的基础上，建立系统性导向制度。在国际社会支持下，各国当局在过去一年中采取了进一步措施，建立或实施宏观审慎框架，以增强抗风险能力、抑制金融失衡。这一工作还未完成，但方向十分明确。

本年度银行监管工作的重中之重是敲定《巴塞尔协议Ⅲ》的框架。同时，务必要确保资本水平与潜在风险相匹配。国际清算银行近期研究证实，公众往往会

2. 第 75 期 BIS 年报首次使用这一术语。详细了解该框架特征，请参阅第 84 期、第 85 期年报第 1 章。

低估资本作为借贷之基础的益处，同时高估其成本（见第六章）。对银行而言，高额资本通常意味着较低的融资成本和较大的借贷规模，实力越雄厚的银行借贷规模就越大。

在研究观察期内，一个问题引起了人们的注意，即监管改革与市场流动性之间的联系（见第二章、第六章）。在过去几年中，世界上流动性最强的主权债券——美国国债与德国债券，其价格均出现了多次剧烈波动，加深了人们对脆弱的流动性的担忧。总体来看，固定收入市场二级市场流动性较低、小型经纪商库存减少，均与监管措施导致的资产负债表成本升高和其他限制因素存在密切联系。此外，与从前相比，金融机构现对资产负债表进行资产定价套利的意愿降低，这也证实了上述结论（见第二章）。

然而，以上观点必须放到一个宏观背景下评估，因为市场流动性的动态变化源自多种因素。例如在固定收入市场，电子交易平台、算法交易、高频交易的广泛应用都发挥了关键作用。同样，资产管理业的成长可能增加了流动性服务的净需求。自危机发生以来，银行业管理层和股东在看待交易业务中风险与收益的关系时更加谨慎。更重要的是，危机发生前流动性总体上估值过低，导致其在巨大压力下蒸发，这是所有人都不愿再次看到的一幕。对于过剩流动性及其破坏力，最佳的结构措施就是破除流动性持续充裕的错觉，增强金融机构的抗风险能力。更苛刻的资本和流动性标准不是问题，而是解决方法的重要部分。做市商更加强大大意味着市场流动性更加强劲。

## 财政政策

财政政策是宏观金融稳定框架中缺失的关键要素。金融稳定，尤其是金融周期，在财政政策设计中未受重视，包括短期宏观经济目标、长期可持续性等。然而历史表明，金融危机能重创财政政策。与之相对，财政政策设计也会对金融稳定施加重大影响，我们不该低估“厄运循环”风险，它导致公共和私人领域的资产负债表脆弱性相互渗透。因此，本书将用一个章节讨论这些问题（见第五章）。

保护主权国家免遭金融动荡风险，就要准确识别风险，并组织财政力量进行应对。金融繁荣创造财政账户繁荣，往往给监管机构造成安全的假象。大规模且不可持续的繁荣，推高潜在产出、经济增长及可持续税收的预测结果，掩盖了公共资金相关的应急债务，后者将削弱公共资金缓解潜在危机的能力。我们希望变革财政体系，改进潜在财政状况预测工作，并将其纳入财政空间宏观评估当中。

相反，保护金融体系免遭主权国家风险有多个维度。其中一个维度是，如何在审慎监管和监督中应对主权风险，尤其是应对信贷风险（《巴塞尔协议Ⅲ》框架正在审核信贷风险）。首要原则是，审慎标准应与风险相适应。这将促进公共和私人领域展开公平竞争，进一步削弱增长引擎。然而，真正的危险在于具体细节，主权国家导致的多重风险引发艰难权衡。比如，主权国家的印钞行为，虽然降低信贷风险，但加剧了通胀风险，以及随之而来的利率和市场风险。主权国家资产负债表是经济稳健运行的基础。资金可以出逃，却无法藏匿。最终，财政政策将失去替代政策，独自承担避免宏观经济动荡、支撑金融体系的重担。

因此可以更进一步地思考如何更加积极地使用财政政策，减轻金融稳定风险。一个可能性是，财政政策在金融周期基础上实施逆周期调节。此外，采取结构性

措施，减少隐性担保，抑制过度冒险。最后，动用税收政策，限制并消除对债务（相对股票而言）的政策偏见，或削弱金融周期（例如，因时调整房地产税收政策）。上述补充措施会在实施中遭遇已知的棘手挑战。某些措施已经付诸实践，但有必要对所有措施进行深入考虑。

## 货币政策

货币政策正处在十字路口。一方面，人们逐渐认识到，货币政策可能诱发金融繁荣和过度冒险，从而引发金融动荡，同时，价格稳定也不能保证金融稳定。另一方面，人们不希望货币政策在防止金融动荡中扮演核心角色。主流观点是，不轻易使用货币政策，除非“第一道防线”——审慎政策不足以应对。宏观审慎框架（macro-prudential framework）的发展也进一步支撑了这种“分割原则”（separation principle）。

此前的年度报告中，我们希望货币政策扮演更加重要的角色。因为，仅仅依靠宏观审慎措施并不“谨慎”。金融周期异常强大，具体表现为，积极实施审慎措施的众多新兴市场经济体中的国家出现严重金融失控。此外，同时加速和刹车也造成了紧张局势。比如，政策制定者降低利率的同时，收紧宏观审慎要求，以减轻对金融稳定的影响。显然，货币政策和宏观审慎措施的使用权重，应取决于各个国家的具体情况，尤其是汇率和资本流动状况（见第四章）。但按常理来看，两种工具调控方向一致方能取得最佳成效。因此，即使短期通胀仍然可控，货币政策框架应至少考虑紧缩的可能性。

今年我们深入讨论这一观点，详细考虑该策略所包含的种种权衡（见第四章）。在何种情况下倾斜货币政策对抗金融动荡，代价超过效益呢？这个问题很难明确回答。但我们认为，有些标准分析低估了金融动荡的后果及货币政策施加影响的能力，从而低估了潜在效益。此外，人们倾向于狭隘地解读“政策倾斜”。因此，各国中央银行往往采取常规的通胀导向策略，仅在显著动荡时期临时调整。这导致了行动过晚、力度不足的风险，更糟糕的是，可能被视为促成了极力避免的后果。

更加实用的方式是，构想金融稳定导向的货币政策，以系统性的方式将最好和最坏情形下的金融动态纳入其中，目标是保证金融领域的平衡。前期研究表明，在标准政策规则中加入简单的金融周期指标，可能缓解金融繁荣和萧条周期，并带来可观的长期产出增长。该策略也能限制长期均衡（自然）利率的下降，即“低利率导致更低利率”的现象。

当然，这些问题也带来了严峻的分析性挑战。上述研究成果收到许多警告，仅代表争论的一方面观点。但它确实表明，仅实施选择性的倾向政策并不谨慎。研究还指出，政策框架应具备足够的灵活性，不仅在金融动荡时期，更应贯穿从繁荣到萧条的整个金融周期。研究还强调，当前决策会限制未来的政策选择。

## 现在该做些什么？

分析表明，改进政策能带来更好的结果。随着各种权衡不断恶化，政策空间日益收窄，现在该做些什么呢？

一个重点是，进行政策再平衡，减少对货币政策的依赖，这是目前各国政策

制定者一致认同的观点。在此过程中,不仅要关注短期问题,更要着眼于长期问题。该怎么呢,应该转而考虑审慎、财政、货币和结构性政策。

对审慎政策而言,除了完成改革,还有两方面重点事项,这取决于各国的具体情况。在受危机影响的国家,首先要完成银行资产负债表的修复(一些国家仍然滞后),同时恢复持续盈利的基础。为了使银行内部资源最大化,恰当情况下,应保留对股息支付的限制措施。这一过程的核心是,需要财政政策提供支持,因为公共领域资产负债表能对银行决议施加影响。银行资产负债表修复一新、资本储备充足,是缓解其他政策压力、提升政策有效性的最佳途径。此外,恢复银行业长期盈利能力也需要淘汰过剩产能,严格的监管将促进这一工作的落实。

在未受危机影响的国家,金融繁荣仍在发酵或即将转向,有必要对可能的金融压力加强防范。监管当局应继续积极使用宏观审慎工具,同时,强化监管警惕性,快速识别并解决资产质量恶化的相关风险。

财政政策的重点是,强化可持续增长基础,防止债务问题引发金融动荡。第一个机制是,提升公共支出质量(许多国家公共支出占GDP的比重已达到历史最高点),减少转移支付,转而支持物质和人力资本投资。第二个机制是,支持资产负债表修复。第三个机制是,利用财政空间补充结构性改革。第四个机制是,从长远出发,实施基础设施投资,以利用该领域的有效治理。第五个机制是,消除税收制度的扭曲作用,尤其是对债务的政策偏见。

在此过程中,不要过分高估财政空间。人口老龄化导致长期财政压力日益加剧,债务相对收入比重已达到历史最高点,维持金融稳定所需的附加缓冲相当可观(见第五章)。在一些国家,大宗商品价格下跌已反映出政策空间不足。在经历不可持续繁荣的国家中,政策空间看似充足,实际并非如此。长期决策不应以长期超低利率作为可靠根据。低利率提供了喘息空间,但终会恢复正常水平。货币政策从属于财政政策的风险(财政主导, fiscal dominance)是切实存在的。

货币政策的关键是,在全球形势下重新平衡风险的评估。极端适应性政策已达到极限,成本效益平衡不断恶化(见第四章)。某些情况下,市场参与者开始质疑继续实行宽松政策的有效性,宽松政策对市场信心的影响不确定性也日益提升。个体的渐进措施日益偏离常态,可信度逐渐降低。因此,政策决策中应更多考虑累积风险及创造货币空间的需要,考虑到各国实际情况,这意味着抓住时机,更加关注极端政策的成本,以及政策常态化时机过晚、节奏过慢的风险。这些对货币国际化的国家尤其重要,因为其政策是其他国家货币政策的基准。

这样的政策转变依赖如下前提。第一,对货币政策实际效果的审慎评估。第二,充分利用现存框架灵活性,根据通胀不足背后的因素,允许通胀暂时或长期偏离目标。第三,认识到高估价格小幅下降可能带来的成本,以及高估下行趋势诱发金融动荡可能性的风险。第四,保证政策平稳——极端适应性政策已实施多年,金融市场日益依赖中央银行,前路注定坎坷艰辛。第五,制定与上述前提相配套的沟通政策,避免沟通不畅导致经济不振。考虑过往经验,未来的挑战注定严峻,但并非不可战胜。

重新平衡政策组合,结构性政策要承担更大责任,实施过程中无疑将面临严峻的政治和经济障碍。此外,结构性政策能否快速见效尚不明朗,取决于具体措施及其对信心的影响。然而,该政策为去除增长障碍,释放经济潜能,提升经济抗风险能力提供了最佳途径。

不幸的是，需求和现实成绩间存在巨大鸿沟。结构性政策的重要性已被广泛认知，且它在 G20 审议事项中占据重要地位。人们在呼吁提高商品和劳动力市场灵活性，培育企业家精神和创新的同时，也意识到结构性政策与各国实际相结合的必要性。然而，其实施情况却令人失望，各国均远远落后于计划及愿景，加大投入势在必行。

## 捍卫中央银行

政策再平衡关乎重大利益，相关方包括全球经济、市场参与者、政府，以及首当其冲的中央银行。自 17 世纪蹒跚学步起，中央银行逐步成为宏观经济和金融稳定不可或缺的组成部分。金融危机肆虐之际，中央银行迎难而上，再次证明了这点。中央银行以透明度和使命感为支撑的独立性，保证其能够果断行动，使全球经济重回复苏正轨。

然而，危机以来施加于中央银行的沉重负担给中央银行带来了巨大压力。在大缓和 (the Great Moderation) 期间，市场和社会公众普遍认为中央银行无所不能。危机后，他们希望中央银行妥善管理经济，恢复充分就业，保证强劲增长，维持价格稳定，革除金融体系弊端。但实际上，中央银行无法兑现这些过高要求。为刺激全球经济采取的超常规措施，在很多情况下检验着中央银行的极限。其结果是，中央银行维护名誉、合法性及独立性的风险日益加剧。

各国中央银行要迫切解决这些风险，从而有效维护货币和金融稳定。其前提是，外界以更现实的态度理解中央银行的能力范畴，否则任何努力长期都注定失败。一个附加的重点是，在明确区分中央银行和其他政策制定机构职能的宏观体制框架中，维持中央银行的独立性。这一点在金融稳定领域已得到广泛认知，因此各国在危机后加大努力，采取结构性措施以实现这一共同目标。鉴于货币和财政政策的界限日益模糊，有必要对传统宏观经济政策领域进行深入思考。以透明度和使命感为支撑的独立性，始终是中央银行的立身之本。

## 结论

以历史标准评判，全球经济表现从产出、就业、通胀等方面来看，并非文字形容般疲软。事实上“复苏”的说法相比当前形势也并不准确（见第三章）。然而，实现更加强健、平衡和可持续增长的目标，目前还面临着“三元风险”的威胁，即债务水平过高，生产力增速过低，政策空间过窄。当前困境最明显的标志是超低利率的长期延续，以及评估期内的进一步下跌。致使全球经济无法继续依赖债务扩张的增长模式。

全球经济换挡提出了政策组合再平衡的要求。货币政策长期以来不堪重负，审慎、财政以及结构性政策应扮演更重要的角色。然而在此过程中，必须要避免仓促修补和选取捷径的倾向。政策措施应坚定保持长期导向，以确保未来成为现在时，我们不会为今天的选择而再度后悔。