

# 经济章节梗概

## 第一章 当未来成为现在

按标准指标评判，全球经济形势并非人们形容的那样糟糕。全球增长虽然未能达到预期，但处于危机前历史平均水平，失业率持续下降。令人不安的是“三元风险”的长期持续：生产率增速反常维持在低位、全球债务水平创历史高点、政策空间严重收窄。其中的关键迹象是超低利率的长期持续，尤其是自去年以来利率又进一步下降。

过去一年中，驱动全球发展的力量开始重新组合：部分受美国货币政策前景的影响，全球流动性开始收紧，美元升值；金融出现繁荣，并在一些新兴市场经济体间交替；大宗商品价格（尤其是油价）进一步下跌。然而，今年上半年，虽然潜在的脆弱性依旧存在，但全球价格上升，资本开始逆向流动。

货币当局须迫切进行政策再平衡，从而实现更加强健、可持续的增长。当前困境的一个关键因素是，未能妥善应对极具破坏力的金融繁荣和萧条，以及由此产生的债务扩张式增长。货币政策长期以来不堪重负，有必要减轻其负担。这意味着要完成金融改革，审慎利用现存财政空间，确保长期可持续性，同时推进结构性改革。这些措施应纳入长期行动，以构建有效的宏观金融稳定框架，更好地应对金融周期，为此，确定长期工作重点至关重要。我们要采取行动，确保当未来成为现在时我们不会后悔。

## 第二章 全球金融市场：不安的平静与动荡交替

去年，金融市场在平静与动荡中交替，核心资产市场价格对货币政策变化高度敏感，投资者也密切关注着新兴市场经济体（尤其是中国）日益显著的疲弱迹象。发达国家债券收益持续下降，很多国家降至历史低点，而以负利率交易的政府债券比重也创下新纪录。低收益率反映了低期限溢价，以及预期未来短期利率的下行趋势。投资者转向风险较高的市场寻求收益，从而在估值较高的背景下继续支撑资产价格。投资者对高估值的不安、对全球前景的担忧、对货币政策支持增长有效性的疑虑导致市场暴跌屡次发生，波动性严重加剧。市场对高估值的迅速回归表现出极强的脆弱性。一些债券价格的大幅波动表明市场流动性发生变化，但较低杠杆水平能够在流动性紧缺时为市场提供强力支持。金融市场反常现象持续，并进一步蔓延，如交叉货币基点扩大，美元利率掉期息差跌至负值，这些反常现象部分反映了特定市场的供求失衡，某些情况下，这些反常现象在中央银行对冲

需求的影响下持续加剧。这些现象还反映出大型交易机构行为模式的变化，即在市场反常中的套利热情降低。

### 第三章 全球经济：正在进行调整？

过去一年中，全球劳动人口人均 GDP 增速略高于历史平均水平，失业率总体下降。然而，对经济形势的定义，主要取决于大宗商品价格进一步下探、汇率剧烈波动以及全球增长低于预期。这些迹象表明经济和金融力量正在重新组合，且该现象已长期存在。对于商品出口型新兴市场经济体，国内金融周期下行加剧了出口价格下跌和货币贬值，导致经济形势更加疲弱。总体来说，美元贷款收紧放大了这些结果。市场预期的交替增长并未发生，尽管受危机影响的先进经济体金融周期有所上行，但其当前复苏不足以抵消新兴市场经济体的增速放缓。较低的油价和大宗商品价格未有效刺激进口，部分原因是一些私营部门正在修复资产负债表。金融繁荣和萧条不断交替导致的创伤和债务累积也拖累全球潜在增长：要素分配失灵阻碍了生产率的提高，债务高企和不确定性削弱了投资意愿。

### 第四章 货币政策更加宽松，空间更少

随着政策空间收窄，政策正常化预期延后，货币政策更加宽松。在主要先进经济体间货币政策偏差较大的前提下，一些国家的中央银行在超低利率的基础上，继续扩张资产负债表。通胀变化在政策制定中扮演着重要角色，因为汇率波动及商品价格下跌影响了总体通胀水平。同时，各国中央银行还需考虑一系列周期性和长期驱动因素导致的交叉货币通胀，其中长期因素继续制约着潜在通胀。中央银行要妥善处理对货币政策国内渠道逐步失灵的担忧。外部渠道地位虽顺势提升，但也对价格和金融稳定带来额外挑战。总体来看，价格和金融稳定间的政策困境强调了当前货币政策框架中内部和外部金融稳定的重要性。同时，人们开始更深入地理解政策权衡，并推动此类框架投入运行。

### 第五章 迈向金融稳定导向的财政政策

财政政策应成为危机后宏观金融稳定框架的必要组成部分。历史表明，银行业危机往往对公共财政造成沉重打击。不断增加的财政风险通过直接和间接途径削弱金融系统：直接途径包括公共债务损失重创存款保证、削弱银行资产负债表；间接途径包括限制财政当局通过逆周期政策稳定经济。银行和公共财政紧密的双向联系可能催生有害的反馈链，使得金融和主权危机相互强化。要削弱这一链条，必须抛弃以资本要求处理国内公共债务的现行做法，采用更准确反映主权风险的新方法。但这种转变还不够，维系和重建完善的财政体系是问题的关键。在金融繁荣期设置充足缓冲，为危机爆发后修复资产负债表和刺激需求提供了空间。更强势的逆周期政策也有助于控制信贷扩张和资产价格上涨。最后，预防危机的核

心是改革税收政策中对债务的不当激励（鼓励举债而非发行股票），因为它推升了杠杆，加剧了金融脆弱性。

## **第六章 金融领域：前进的时刻已经到来**

《巴塞尔协议Ⅲ》框架即将完成。除落实剩余政策微调外，关键在于稳定而全面的执行，并辅以严格监管。随着监管不确定性减弱，银行须调整经营模式以适应全新的市场环境，这包括解决历史问题，即在宏观经济形势挑战和低利率（甚至负利率）的背景下，解决不良贷款问题。金融领域修复完成后，更加安全、强大的银行无疑会为提升经济抗风险能力作出贡献。同时，随着风险从银行转向非银行中介机构，新的挑战出现，而关键领域包括保险和互助基金监管。