第一章　朝向更具韧性的经济增长

全球经济在一年时间可出现很大变化，不论是在实际走势还是在情绪方面。事实表明，经济前景更加光明。有明显的信号表明，经济增长动能增强。主要经济体的经济疲软程度进一步下降，其中部分国家已接近于充分就业。通胀数据更加接近央行目标，通缩风险不再出现在经济预测之内。然而，市场情绪较实际经济走势的波动更大。对经济的信心取代了担忧。去年我们注意到，情况并不像通常描述的那般可怕。现在，对长期滞胀的担忧已经消退：讨论的议题变为动物精神的回归和随金融市场繁荣出现的再通胀。同时，以美国总统选举结果出炉为转折点，政治事件已取代央行的声明，成为金融市场的主要驱动因素。

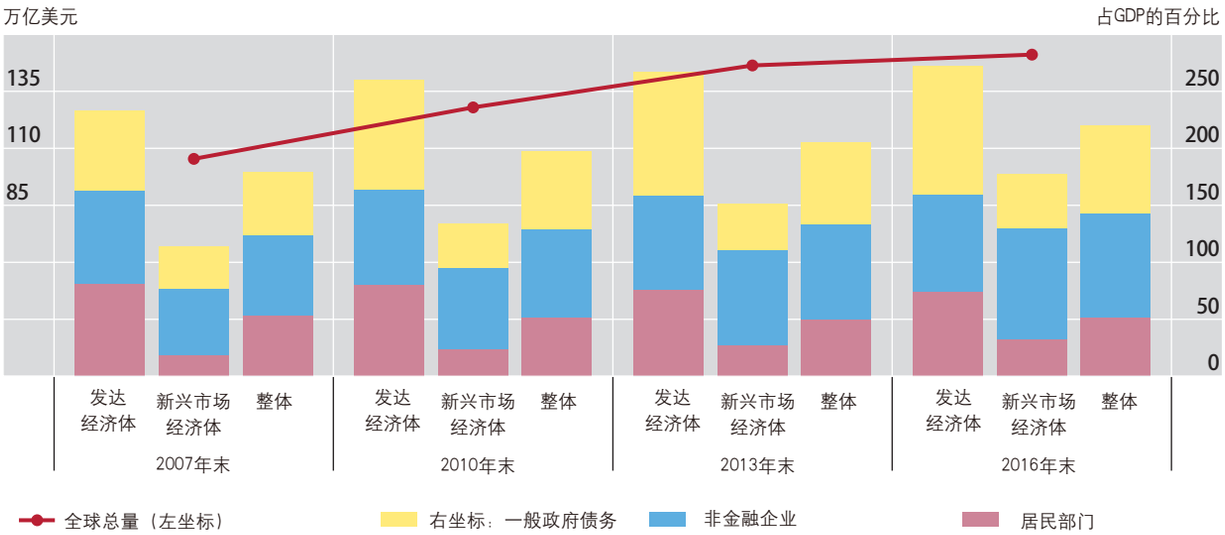
尽管短期经济前景已达到一段时间以来的最佳状态，矛盾和不安仍比比皆是。即使政治不确定性指标大幅上涨，金融市场波动率仍大幅下降。股票市场不断上涨，而债券收益率却未相应地上涨。作为世界经济增长强有力的引擎，全球化步伐放缓，并受到保护主义的威胁。

在此背景下，今年年报的主题是当前经济扩张的可持续性。存在哪些中期风险？该采取哪些政策？能否利用强劲的经济所提供的机遇？

除地缘政治之外，报告评估了可能削弱经济增长持续性的四大风险。首先，通胀的大幅上升将使央行货币政策收紧超预期，从而抑制经济扩张。即使没有任何通胀抬升的迹象，这种典型的战后情形从去年开始受到关注。其次，随着金融周期成熟，若金融周期的收缩演变成更严重的衰退，将会出现严重的金融压力。这一风险较少受到重视，却在国际金融危机中格外引人注目。再次，即使没有严重的金融压力，沉重的债务负担可能拖累消费，而投资无法承担经济增长主引擎的重任。有证据表明，消费拉动的增长持续性较差，主要因为其无法大量增加生产性资本。最后，保护主义的抬头给开放的全球经济秩序带来了挑战。历史表明，贸易冲突会削弱全球经济。

这些风险可能看起来互相独立，但实际上并非如此。例如，针对通胀的紧缩政策可能会引发或放大更脆弱国家的金融萧条。如果更高的政策利率、债券收益率回升与美元升值叠加在一起，这种情况将尤其明显：国际金融危机后，美元计价债务大幅攀升，提高了部分国家的脆弱性，尤其是部分新兴市场经济体。实际上，首要问题在于：考虑到不断上升的负债率（债务／GDP），全球经济对更高利率的敏感度将使货币政策正常化进程更加复杂（见图 1.1）。再如，倒向贸易保护主义会引发金融压力，并加大高通胀的可能性。此外，再次出现系统性金融压力，或经济增长大幅放缓，都可能使保护主义的威胁超出临界水平。

全球债务持续攀升 图1.1



资料来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》；经济合作与发展组织（OECD）《经济展望》；各国数据；国际清算银行（BIS）；BIS计算。

其中的部分风险源于过去几十年来的经济发展，但都深受国际金融危机和政策应对失衡的影响。因此，去年年报中强调极低生产率增速、极高债务水平和极其有限的政策空间三大风险[1]。

考虑到这些风险，最佳政策策略是利用当前有利的经济增长条件，在国别和国际层面上提高经济的韧性。在国别层面，这意味着政策的再平衡，包括重心转向结构性改革，降低货币政策承受的压力，实施系统性应对金融周期的整体政策框架（金融周期作为一种中期现象，是脆弱性的重要来源）。提高经济增长潜力尤为关键。在国际层面，要加强多边政策，这也是解决全球共同挑战的唯一方法。

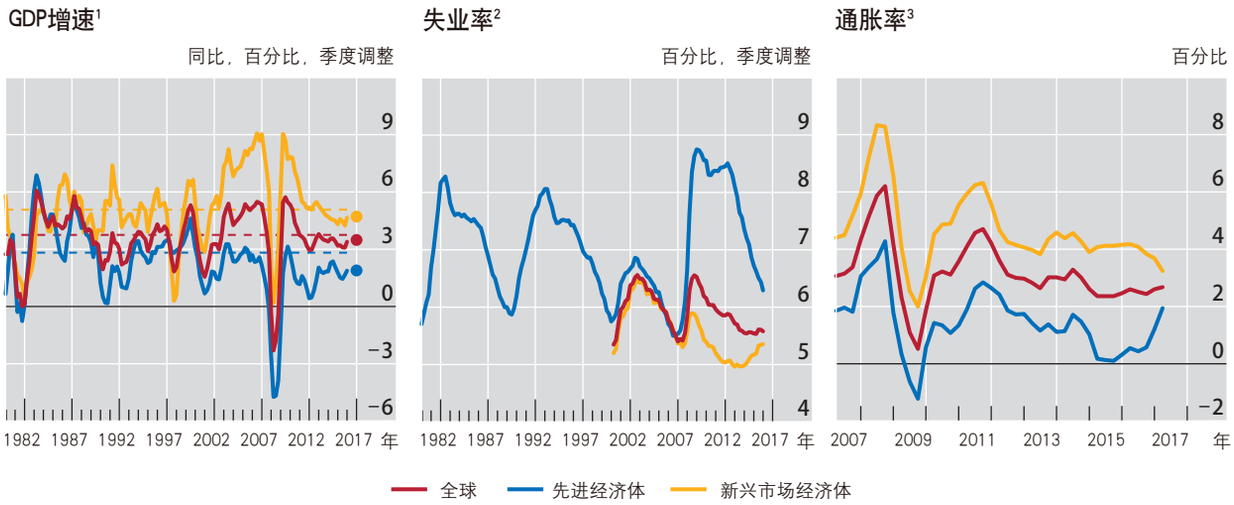
我们将在本章其他部分中首先回顾过去一年的情况，之后再分析经济可持续增长的中期风险，最后提出政策应对选择。

回顾过去一年

去年年报发布之后，全球经济增速显著提高并超出预期（见第三章，图 1.2 左图）。根据一致预测，2017 年全球经济增速将达 3.5%。虽然这一增速低于金融危机前“黄金十年”约 4% 的水平，但符合长期历史均值。其中，先进经济体的经济增长尤为显著，信心指标在 2017 年创近年新高。虽然受大宗商品价格提振，新兴市场经济体整体表现有所改善，但其经济增长开始出现分化。尤其是中国并未出现此前所担忧的经济增速急剧下滑情况，因政府再次出手刺激经济，尽管这将导致债务进一步扩张。

随着经济逐步复苏，经济疲软程度进一步减弱，尤其是劳动力市场（见第三章和图 1.2 中图）。主要发达经济体的失业率持续下降。在部分国际金融危机核心

全球经济进一步增强，通胀趋近政策目标 图1.2



左图中，圆点反映Consensus Economics对2017年的预测，虚线表示1982—2007年的平均数。1.根据GDP和购买力平价汇率加权平均。2.根据劳动力水平加权平均；各国定义可能不同。3.消费者价格。
资料来源：IMF《国际金融统计》和《世界经济展望》；OECD《经济展望》和《主要经济指标》；CEIC；Consensus Economics；Datastream；各国数据；BIS的计算。

国家，如美国、英国等，失业率回到危机前水平，而日本等其他国家失业率已低于危机前水平。虽然欧元区失业率仍然相对较高，其走势也进一步下行，触及近8年来的低点。

总体而言，通胀率更加趋近央行目标（见第四章和图1.2右图）。主要受高油价提振，若干发达经济体总体通胀率有所上升，但核心通胀率维持低迷。在部分通胀率高于政策目标的新兴市场经济体，尤其是考虑到汇率变动，通胀率实际上出现下滑。一致预测认为，2017年全球通胀率适度上升。

金融市场情绪变化值得注意（见第二章）。在美国总统选举之后，市场短暂下跌后迅速反弹，因再次兴起的乐观情绪取代了对未来增长放缓的担忧。受更好的经济数据的鼓舞，“再通胀交易”持续数月。股票市场高歌猛进，而波动性降至极低水平，表明风险偏好较高。始于7月的债券收益率上升过程加速。但债券收益率总体上仍处于历史较低水平，至2017年5月，债券收益率已经回吐了此前大部分涨幅，且“再通胀交易”也告一段落。美元则经历了更加剧烈的“过山车”走势，截至2017年初，美元涨势迅速，此后则回吐涨幅。

同样值得注意的是主要市场驱动因素出现转变（见第二章）。政治因素，尤其是英国“脱欧”和美国大选，取代了央行。相应地，后危机时期常见的为应对央行言论采取的“风险追逐”与“风险规避”模式，已被一种更具差异化的与政治言论和事件同步的模式所取代。尤其是美国总统选举后，在财政扩张、减税、放松监管和保护主义背景下，不同类别、不同行业和地区的金融资产价格走向迥异。与这一变化紧密相连，政策不确定性指标大幅上涨与金融市场波动性下降之间出现前所未有的割裂。

即便如此，央行仍然对市场具有显著影响。美元收益率曲线与日元、欧元收益率曲线的利差扩大，在很大程度上反映了货币政策前景和央行资产购买行为。这导致大规模的跨币种资产流动——通常是为了对冲汇率风险——并有助于解释市场怪象：抛补利率平价的失灵（见第二章）。相比货币市场，外汇市场上美元融资成本的溢价也表明银行利用资产负债表的能力更加受限。相较于危机前，银行参与资产负债表密集型套利活动的意愿降低（见第五章）。

金融行业状况和短期前景改善，但仍存在挑战（见第五章）。利率上升前景和更强劲的经济刺激银行股价表现超越市场平均水平。危机重创国家的银行利润有所上升，在一定程度上帮助银行补充资本。在那些经历更强劲金融周期扩张的国家，银行盈利能力普遍更高。即使这样，市场仍存怀疑情绪，正如许多银行市净率或信用评级较低所反映的那样。欧元区银行尤其受影响，部分国家的银行在产能过剩及不良贷款高企问题上举步维艰。主要先进经济体保险业盈利能力变化不大，其盈利能力因持续低利率而下降，甚至超过银行的受影响幅度。

增长可持续性

对过去一年的简单回顾表明全球经济表现显著改善，短期前景达到较长一段时间来的最佳状态。此外，私人部门和政府部门预测中描绘的核心情景表明，经济仍会进一步逐渐改善：全球经济面临的不利因素减弱，增长动能积聚，货币政策逐步正常化，经济扩张稳固且可持续。实际上，金融市场的情绪和这一情景基本一致。

然而，一如既往，这些结果并非理所当然。自国际金融危机以来，市场和官方的预测多次令人失望，且中长期宏观经济预测通常价值不大。通过模型构建，分析师假设经济会回归长期趋势，这也是预测不到衰退的原因。此外，虽然总体而言经济扩张步伐温和，但其持续时间已是史上最长纪录之一。

在此背景下，值得研究影响经济前景的关键中期风险。随后我们将依次分析通胀加剧、金融周期风险、投资未能取代疲弱的消费成为增长引擎、破坏贸易和全球化进程的保护主义威胁。

通胀

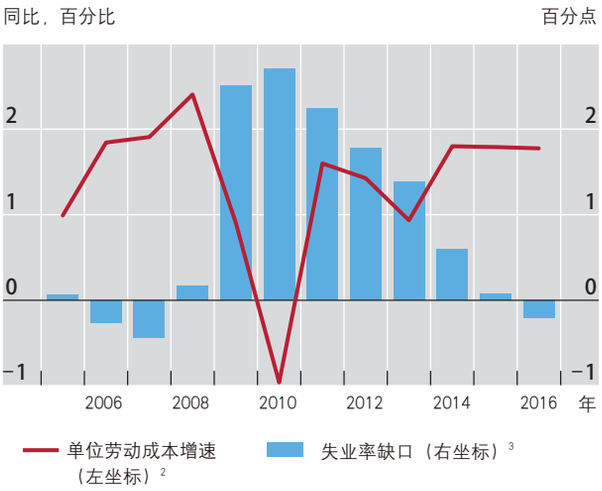
通胀上升，迫使央行大幅收紧货币政策，是战后衰退的典型诱因。最近这次衰退是个例外：虽然货币政策有所收紧，但是金融繁荣在其自身重压下破灭是主要原因。战后典型模式能否重新确立（见第四章）？

有初步证据表明通胀会大幅上升（见图 1.3 左图）。目前，通胀率已经开始上涨。更重要的是，经济疲软正在消退，正如产出缺口估计和劳动力市场指标所示。许多国家同时出现了这样的现象，鉴于全球疲弱指标能比国内疲弱指标更好地预测通胀，不应低估该情况。这些迹象表明不应将高通胀主要归因于高油价，而可能表明今后的通胀动能更强。

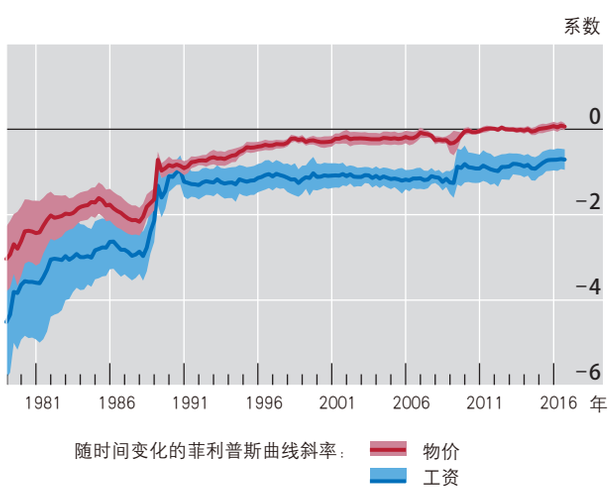
与此同时，通胀持续大幅上升似乎不太可能（见第四章）。很长一段时间以来经济疲软程度和物价上涨之间的关系难以捉摸（图 1.3 右图）。而劳动力市场疲

劳动力市场的紧张指向上行通胀风险？ 图1.3

随着失业率下降，工资上涨压力上升[1]



虽然工资仍然对失业率十分敏感，但物价并非如此[4]



1.对于加拿大、德国、英国、日本和美国，2015年后为预测值。2.单位劳动成本，根据滚动GDP和购买力平价进行加权平均。3.失业率减去非加速通货膨胀失业率，根据劳动力水平进行加权平均。4.根据七国集团经济体15年期滚动预测和置信区间。详见第四章。
资料来源：IMF《世界经济展望》；OECD《经济展望》；BIS的计算。

软程度和薪资上涨之间的关联似乎更可靠。即便如此，仍有证据表明，其可靠性随时间持续下降，这与劳动力市场指标反映出的劳工议价能力丧失（图 1.3 右图）相符。相应地，单位劳动力成本上升和通胀的关联也异常微弱。

这些变化的深层原因尚不清楚，一个可能的原因是它们反映出央行对抗通胀的更大可信度。另一个原因是，它们主要反映了全球化和低成本生产商——尤其是中国和前社会主义国家——进入全球贸易体系带来的长期通胀下降的压力。加之技术进步的压力，这些发展趋势削弱了工人的谈判力和企业的定价能力，使过去常见的工资和物价螺旋式上涨出现的可能性降低。

这些观点表明，尽管不排除通胀加速上升的可能性，但至少在短期内，它不会成为威胁经济扩张的主要因素。从金融资产价格看，金融市场参与者也持有同样观点。

金融周期风险

鉴于上述情况，金融周期风险的潜在影响展现出来。下一轮衰退的主要起因将与最近一次衰退类似，即金融周期破裂。实际上，众多发达国家 20 世纪 90 年代早期经历的衰退虽然在广度和深度上不及最近这次危机，但已开始表现出相似的特征，即信贷和房产价格先出现大幅上涨，之后随着货币政策收紧而崩溃，导致金融市场和银行出现问题。对于新兴市场经济体，与金融周期破灭相关的金融危机令人瞩目，通常由失去外部融资引起危机或加剧危机，例如 20 年前的亚洲金融危机。

随着上述危机构建的金融困境领先指标确实预示着潜在风险（见第三章）。诚

然，在那些国内金融泡沫破裂的国际金融危机重灾国中，如美国、英国、西班牙等，这样的风险并不明显，一些私人部门已开始去杠杆，金融周期也处于相对初始的阶段。对那些受危机打击的经济体，短期担忧主要源自某些国家不能成功修复银行资产负债表，比如部分欧元区国家，特别是那些公共部门资产负债表仍然脆弱的国家（见第五章）。政治不确定性加剧了这些担忧。

相反，在某些几乎躲过国际金融危机的国家，金融周期风险的典型迹象十分明显，危机后金融扩张步伐加快。这些国家包括一些新兴市场经济体（甚至最大的那些国家）和众多发达经济体，尤其是那些受益于危机后大宗商品价格长期上涨的商品出口国。当然，在所有这些经济体中，尽管经济表现强劲，但因为通胀保持较低水平甚至通胀下降，利率仍维持在低位乃至负值。这些国家也处于金融周期不同的阶段。在中国等国家，金融繁荣仍然持续，不断成熟；而在巴西等国家，即使没有出现全面的金融危机，金融繁荣已经破灭，经济出现衰退。

新兴市场经济体还面临额外的挑战，即大额的外债，主要是美元债务（见第三章、第五章和第六章）。过去，美元债务在新兴市场经济体金融危机中扮演着重要的作用，既可以成为危机的导火索，如在整体美元资本流动逆转时；也可以是危机的“放大器”。当存在大量货币错配时，本币贬值和美元利率上升的组合是灾难性的。从 2009 年到 2016 年末，作为 BIS 全球流动性预警指标，美国之外非银行部门美元信贷增长约 50%，达到 10.5 万亿美元，其中新兴市场经济体非银行部门美元信贷增长逾一倍，达到 3.6 万亿美元。

和过去相比，若干因素降低了外债风险。各国已经采取了更加灵活的汇率框架，虽然这不是万能的，但降低了汇率崩盘的可能性，并减少了事前汇率风险承担的行为。各国也建立了外汇储备，在危机中起缓冲作用。同时，外债占 GDP 比重总体上并未达到以往危机前水平。实际上，部分国家近年经历了大规模汇率调整。即使这样，也不能对脆弱性掉以轻心，尤其是那些拥有大量外债且国内金融过度繁荣的国家。这也是美国货币政策收紧及美元升值可能预示着全球金融市场收缩且风险规避情绪加重的原因之一，美元起到了“恐慌指标”的作用[2]。

一般来说，虽然金融困境领先指标提供了风险积累的基本情况，其仍有一定的局限性。尤其是它们不能指明风险成为现实的准确时点、市场压力强度和风险动态演化过程。毕竟，政策制定者在危机后采取了重大措施提高监管框架强度，可能改变了数据中发现的统计关系。例如，许多新兴市场经济体借助宏观审慎措施来熨平金融周期。尽管这并没有成功地避免过度金融繁荣的出现，但却能让金融体系在应对后续金融繁荣破灭时更具韧性。巴西的经历表明，这或许不能避免经济衰退，但可以降低金融危机的风险。这些局限性表明，应谨慎对待相关指标。

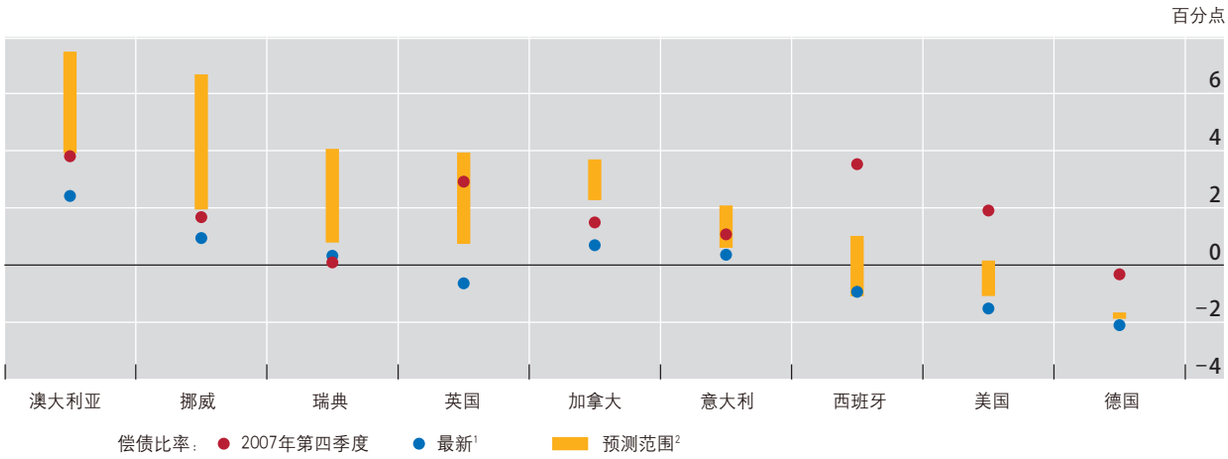
消费和投资

在没有任何金融压力的情况下，经济扩张可能因国内总需求的疲弱而结束（见第三章）。在许多国家，近期经济扩张由消费推动，消费增速超过了 GDP 增速。相反，投资增速相对疲弱，直到最近才有所改善。消费会走弱吗？投资持续增长的前景如何？在自然情况下，如果投资成为经济增长的主要引擎，那么经济扩张更有可持续性。投资能够促进生产率提升，有助于控制中期通胀压力。实证经验也表明，消费推动的增长可持续性稍弱。

家庭偿债比率对利率的敏感度

与各国长期均值水平的偏离程度

图1.4



1.2016年第四季度，对于澳大利亚、意大利、挪威和美国，则为2016年第三季度。2.在不同利率情景下，对家庭偿债比率的未来3年预测。基于包括家庭部门信贷收入比、家庭部门存量债务利率水平、实际住宅地产价格、实际GDP和3个月期货币市场利率等国别向量自回归。详见第三章。

资料来源：国别数据；BIS的计算。

产能限制使就业改善空间缩小，可能抑制消费。更严重的脆弱性在于债务的持续上升，有些债务是在资产价格处于历史高位期间建立的。资产价格下跌会给资产负债表带来压力，尤其是当利率上升时。实际上，BIS的研究揭示了偿债负担在推动支出中起到的重要却被低估的作用（见第三章）。

通过分析偿债负担导致的消费对利率的敏感性，指出了脆弱性（见第三章，图1.4）。这在经历了后危机时期居民部门信贷繁荣——通常伴随着房产价格的大幅上涨——的经济体中尤其明显，包括几个小型开放经济体和部分新兴市场经济体。超出当前市场预期的利率上升会显著地削弱消费。相反，在美国等金融危机重创国家，在经历去杠杆后，安全缓冲显著扩大。

在后危机时期，相较于GDP，投资非常疲弱，至少在发达经济体如此（见第三章）。这一下滑在一定程度上反映了对危机前经济繁荣之后住宅投资的调整，也反映了非住宅投资的下滑。在新兴市场经济体，投资普遍更具韧性，尤其反映在中国投资飙升及相应的大宗商品价格飙涨方面。金融危机后的投资疲弱及资源错配，无疑导致了生产率增速的进一步放缓。近期投资的回升能否充分强化投资？是否会缺乏足够的力量？

虽然利率对投资有影响，但利润、不确定性和现金流的影响更大。从该角度看，虽然政策不确定性指数高企值得担忧，但目前为止它并未影响近期投资回升。在新兴市场经济体，担忧之处在于数个经济体企业债务急剧攀升（有时是外币债务）。实际上，实证表明诸多新兴市场经济体投资疲弱和美元升值之间存在关联（见第三章）。尤其是在中国，特别是考虑到史无前例由债务推动的投资增速和产能过剩及盈利匮乏。投资迅速下滑会在新兴市场经济体内带来更广的影响，包括通过大宗商品价格大幅下降进行传导。

去全球化

自国际金融危机以来，保护主义势力不断发展，已成为反对全球化的社会和政治思潮的一部分。全球化的倒退会给经济持续健康增长的前景带来沉重的打击。由于与贸易关系密切，投资首当其冲。但是制度框架和政策框架的重大变化会带来更加深远持久的影响。这些问题值得进一步的探讨，也是我们在本期年报中用一整章讲述去全球化的原因（见第六章）。

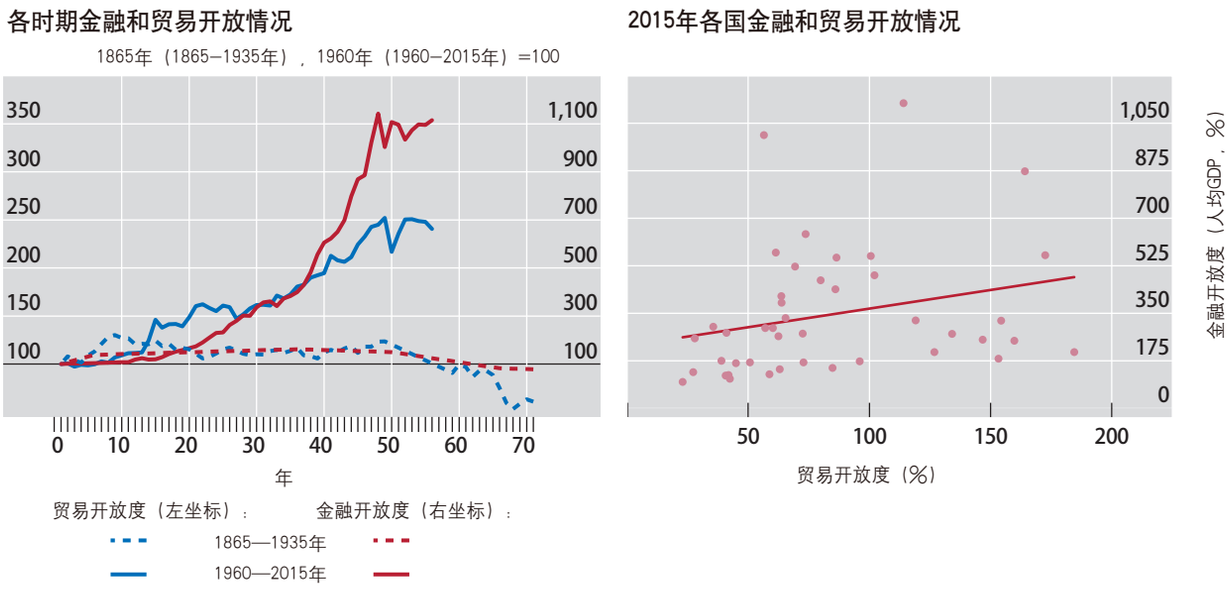
众所周知，自第二次世界大战以来全球经济逐渐融合，并在“冷战”结束后得到迅猛发展，而这并非史无前例（图 1.5 左图）。第一次全球化浪潮始于 19 世纪上半叶，在金本位期间得到巩固，而在第一次世界大战中深受打击，并在十年之后的“大萧条”中瓦解。

两次全球化浪潮有相似之处，也有重要区别。在政治决策推动和科技创新支持下，这两次浪潮中经济和金融融合程度显著提高。但是，即使减少了对人员流动的依赖，从经济角度看，后一次全球化浪潮在广度和深度上皆超过此前一轮。因此全球价值链及跨境金融债权出现了史无前例的发展。

虽然，自然的倾向是将经济和金融全球化分开讨论，但两者关系错综复杂。进出口极度依赖于国际融资。通过对外直接投资，企业的跨国所有权推动了贸易，传播了组织架构和科技方面的新技术，催生了全球性企业。银行和其他服务提供者倾向于追随客户，并在全球范围内为其提供服务。金融服务自身在经济活动和贸易中的占比上升。大量使用国际货币（以美元为主）作为结算货币与贸易金融合约的计价单位，使国界的概念更加模糊。

数据也确认了经济全球化和金融全球化的密切关系。不同国家金融联结的模式很好地反映了贸易模式（见第六章和图 1.5 右图）。在历史上某些时期，如布雷

金融和贸易开放 图1.5



资料来源：详见第六章。

顿森林体系期间，政策制定者寻求更高的贸易一体化的同时限制金融一体化，以保持更多政治自主权。但随着时间的流逝，这一模式被证明不可持续，而金融融合快速发展。

即便如此，金融也发展出了自己的特色。在不同国家，尤其表现在聚集效应（促使金融活动集中在金融中心）带来的益处，以及税收套利（鼓励企业将总部设在特定国家）上。自 20 世纪 90 年代初以来金融关联已远超贸易，根据现有数据，这与第一次全球化浪潮相反。

有证据表明，国际金融危机后全球化放缓，但尚未倒退。贸易相对于全球 GDP 和全球价值链陷入停滞。虽然广义上的金融一体化有所缓和，但是银行借贷已经收缩。然而，对 BIS 统计数据的进一步研究表明，这种收缩主要反映了欧元区银行的收缩，在本质上是地区性的。亚洲和其他地区的银行已取而代之，一体化程度并未被削弱。此外，证券发行已经超过银行信贷，同时机构投资者和资产管理公司发展迅速。

从政策的角度来看，全球化放缓的原因十分重要。如果仅仅是因为周期性的因素和不受控制的经济决策，那么全球化放缓不是问题。贸易和金融关联的下降似乎大部分都有此特征。若全球化放缓是因为国民的偏见，则值得关注。在贸易和金融领域，有迹象表明这种情况也开始显现。因此贸易限制和金融隔离现象增加。毋庸置疑，部分决策是正确的，但其可能预示着更广泛和更具破坏性的反弹。

正式的统计证据、偶然的观察和朴素的逻辑皆表明，全球化一直是支持世界经济增长和更高生活水平的主要力量。全球化已帮助世界上大部分人口脱离贫困，降低了国家间的不平等。如果不融入全球经济，难以想象新兴市场经济体会实现如此高的增长。理论上，全球融合促进知识的传播，推进专业化，允许生产在成本更低的地区进行。这就像经济学家所称的“一系列主要的供给侧正面冲击”，转而又提振了需求。

同时，众所周知，全球化也带来了挑战。第一，全球化的收益分布并不均衡，尤其是对于那些未准备好或未能融入全球化的经济体来说。在更容易受到国际竞争的行业中，贸易取代了工人和资本。同时，全球化也可能加剧了部分国家的收入不平等现象。对劳动力充沛且价格低廉的国家开放贸易，会给劳动力稀缺且成本更高的国家带来薪资压力。这将削弱工人的议价权，使收入分配向资本倾斜，并扩大熟练工人和不熟练工人的薪资差别。第二，在没有充分保障的情况下开放资本账户会使该国面临更大的金融风险。

实证研究确认并量化了全球化对劳动力市场和收入分配的影响（见第六章）。随着竞争力较弱的经济体的大型工业部门被取代，低技能工作已经转移到低成本生产商。虽然研究发现全球化对收入不平等存在影响，但技术是更重要的原因。两者机制相似且相互影响，但技术在整个经济体中的传播使其影响更普遍。

目前已公认的是，更高的金融开放程度能传导金融不稳定性。随着国内金融自由化的推进，除非拥有足够的保障，金融开放会放大金融兴衰幅度——金融体系的顺周期性。在第 85 期年报中，我们用了一整章讨论了此议题，探讨国际货币金融体系的脆弱性[3]。跨境跨币种的金融资本自由流动将催生汇率超调，加剧风险积累，放大金融压力，即增加了金融体系的“过度弹性”。通过加大美国和世界其他国家的利率分化，美元在国际货币体系中的主导地位放大了这一弱点[4]。因此，美国货币政策对全球货币和金融条件有巨大的影响。

全球化存在的这些副作用并不意味着应逆转全球化，相反，这表明应适当管理全球化（见下文）。全球化逆转会在短期和长期带来危害性后果。在短期内，保护主义抬头会削弱全球需求，通过破坏贸易及加大投资与外国直接投资骤停的风险，破坏经济增长的持续性和力度。长期而言，这会危及开放带来的生产率提高，并威胁到通胀复苏。在更封闭且可能存在金融抑制的经济体，存在用通胀降低债务的诱惑，且工资—物价螺旋可能再现，增加了陷入滞胀的风险，正如去年那样。

政策

考虑到所面临的风险，政策制定者该如何利用当前有利条件促进持续稳健的全球增长？过去一年逐渐形成了一个广泛的共识：政策组合需要再平衡，缓释货币政策压力，更多地依赖财政政策和结构性改革。然而，对于政策重点观点不一。如果我们要理解如何对其排序，需后退一步，好好考虑一些更广泛的当前分析框架下的基础问题。

当前大部分的政策对话都围绕着两类主张。第一类是政策制定者通过强有力而又可预测的方式影响总需求、产出和通胀，能够对经济进行微调。第二类是政策制定者需要明确区分短期问题与长期问题，即维持总需求与维持总供给。

虽然两者都有一定道理，但实际情况更为微妙。历史反复表明，政策制定者掌控经济的能力经常被高估。此外，总需求和总供给相互影响，使短期因素和长期因素相互渗透。

金融危机后的经历令人深省地阐释了这些微妙之处。即使采取史无前例的措施，推动增长和通胀也比预期困难得多。作为此前不可持续的金融繁荣的后遗症，衰退似乎已给经济留下深刻的“伤疤”，产出大幅下滑，生产率增速持续疲软。

这些经历凸显了从长期角度评估政策的必要性。特定时点采取的政策也会具有持久的影响，无论其针对的是需求还是供给。例如，政策措施通过影响债务积累或政策制定空间，当未来成为现实时，便塑造了政策制定者称为给定或“外生”的经济环境[5]。除非恰当地考虑这些效果，政策选择将会显著收窄，正如过去十年所经历的那样。

从这一角度看，与其尝试微调经济，不如利用当前强劲的增长态势来提高国内和全球层面的经济增长韧性。强调韧性的概念可以避免陷入高估政策制定者经济掌控能力的陷阱。同时，这也培养了政策的长期视野，在制定合适的跨期政策时至关重要。

广义上的韧性不仅仅意味着经济能够承受未预料到的情况或冲击，还意味着通过限制政策不确定性和诸如源自金融失衡的脆弱性的积累，第一时间降低冲击显现的可能性[6]。这也意味着提高经济对长期趋势的适应能力，如人口老龄化、生产率增长放缓、技术创新或是全球化。接下来我们将讨论增强韧性如何有助于应对当前国内和国际的挑战。

提高韧性：国内挑战

在国内提高韧性是一个多方面的挑战。接下来依次考虑货币政策、财政政策

和结构性改革，以及它们在应对金融周期中的作用。

目前的普遍共识是长久以来货币政策负担过重。用句流行的话说，货币政策成为“唯一的选择”。在此过程中，央行资产负债表膨胀，政策利率长期维持在极低水平，央行政策不仅直接影响国债收益率曲线，还影响到其他资产，如私人部门负债甚至是股票。

提高韧性需要拓展政策空间，以更好地应对下一次衰退。这也表明要利用当前良好的经济增长势头，在国内环境允许的情况下，稳定地推动货币政策正常化。其中，“国内环境允许”是关键条件，因为货币正常化的程度取决于各国特定因素，包括经济和货币政策框架。即便如此，普遍的策略仍可以共用。

货币政策正常化会带来许多挑战（见第四章）。许多挑战源自金融危机后盛行的史无前例的货币条件。市场已习惯央行施以援手，全球债务水平持续上升，在利率与债券收益率持续处于低位的基础上，众多资产估值较高（见第二章）。一方面，不确定性高企自然导致央行根据早已显现的变化，非常缓慢地利率调整，在资产负债表调整上更是如此；另一方面，缓慢推进货币政策正常化意味着政策空间的构建较慢。这可能会进一步催生冒险行为，使货币政策更难平稳退出。例如，债券收益率的急速回升风险很大[7]。国内政策也可能有全球溢出效应，尤其是与美元相关的政策，这使政策取舍更加复杂。

货币政策正常化不会一帆风顺，央行将随环境变化不断“试水”，断断续续向前推进。然而重要的是，金融市场和整个经济体要摆脱对央行史无前例政策的过度依赖。

通过财政政策提高韧性包括两个方面。第一个方面是优先考虑使用任何可用的财政空间。其中有几个领域值得关注。一个是支持有利于增长的结构性改革(见下文)。另一个是加强对全球化的支持，解决全球化带来的错配问题。其中，一般化的措施似乎优于针对性的措施，因为受全球化影响的企业和个人并非是特定的。基本的原则是通过技能再培训和资源的灵活分配来帮助劳动者，而不是工作岗位。最后，在私人部门资本耗尽的情况下，公众支持银行资产负债表修复是重点。处置不良贷款对解决生产性投资的融资问题至关重要(见第五章)。在当前这一时刻，在经济接近充分就业的情况下加大财政赤字是不明智的。这并不排除精简税收体系或是明智而有效地进行公共投资。但历史经验表明，执行是关键，且并不那么简单。

第二个方面是逐步提高财政空间。前提条件是审慎的衡量。正如去年年报广泛讨论的，这需要在当前的方法中纳入许多因素，这些因素往往被低估或排除在外，如对潜在金融风险的缓冲、面对更高主权风险时金融市场的实际反应，以及人口老龄化的负担。同时，还需考虑利率回升和央行大规模资产购买对政府赤字利率敏感性的影响（见第四章）。一般来说，对财政空间的审慎评估会让公共财政所需的中期整合更稳固。

通过结构性政策提高韧性十分重要。只有结构性政策才能提高长期增长潜力、培育有利于长期投资的环境。不幸的是，政策实施不仅没有加快，而且在不断放缓。这种情况发生了，尽管实证表明，与普遍认知相反，即使在短期内许多措施也并未抑制总需求[8]。表面上，结构性改革的政治成本超过经济成本。其中，正如面临全球化引发的挑战一样，最重要的是特定群体承担了改革成本。

各国所需的结构性改革大不相同，其共同之处在于培育企业家精神与鼓励创

新，并限制寻租行为。此外，考虑到各种刚性对经济体吸收冲击的能力及生产率增长的负面影响，确保资源的灵活再分配未受到重视，直到近期才开始被关注。沿着这条思路，还应采取措施大力解决全球化带来的资源错配问题。“僵尸”企业问题尤其令人担忧，其占全部企业数量的比例较高，即使在历史低位利率条件下也无法用利润覆盖利息成本（见第三章）。这表明将资源重新配置到更有生产力的用途存在很大障碍。

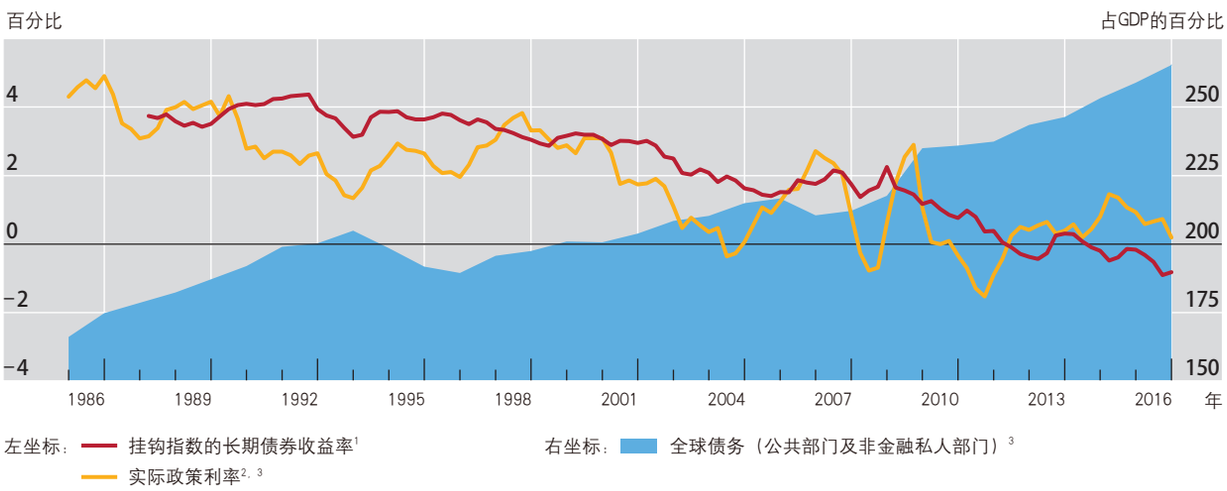
从中期角度看，重要的是，货币、财政乃至结构性措施都是向政策框架转变的一部分，这些政策框架旨在解决脆弱性的关键来源——金融周期。事实上，无法应对金融周期一直是全球经济表现不佳的主要原因，也是政策空间有限的关键原因[9]。正如往期年报所讨论，仅仅依靠审慎政策来应对并不明智，更别说是宏观审慎措施了[10]。那些积极采取审慎措施的新兴市场经济体，它们的近期经验表明不能仅靠这些措施来防止失衡加剧。

应对金融周期需要采取更加对称的政策。否则，长远来看，未能遏制金融繁荣，却在繁荣破灭时期大肆持续宽松，可能会导致一系列严重的金融压力，逐渐丧失政策“弹药”并陷入债务陷阱。例如，照此发展，利率将会下降，债务继续上升，最终难以在不损害经济的情况下提高利率（见图 1.6）。从这个角度来看，有一些令人不安的迹象：货币政策已经达到极限；许多经济体的财政状况似乎难以持续，尤其是考虑到人口老龄化的压力；全球债务占 GDP 的比重一直在上升。

提高韧性：全球挑战

虽然国内政策可以用多种方法来增强韧性，某些挑战仍需在全球范围内应对。我们的目标是建立一个明确一致的多边框架（即游戏规则），指导国家层面或国际联合行动。这些规则涵盖了广义原则到共同标准，规则的特殊性和紧密程度根据

随着债务飙升，利率下降 图1.6



1. 1998年起的数据为法国、英国和美国的简单平均，其他年份为英国数据。2. 名义政策利率减去消费者价格指数。3. 根据滚动GDP和购买力平价汇率的G7国家加上中国进行加权平均。
资料来源：IMF《世界经济展望》；OECD《经济展望》，国别数据；BIS的计算。

地区各不相同。我们应关注五大关键领域，分别是审慎标准、危机管理机制、贸易、税收和货币政策。

第一是完成正在进行的金融（审慎）改革（见第五章和第六章）。在一体化的金融世界中，基于金融领域最低共同标准构成的核心是全球韧性的前提条件。这些标准避免了危险的“逐底竞争”，正在进行的改革并不完美，但现在不是削弱保障措施或增加不确定性的时候，削弱保障措施或增加不确定性将阻碍金融业的必要调整（见第五章）。

在所有改革中，考虑到银行在金融体系中的地位，满足《巴塞尔协议Ⅲ》的最低资本和流动性标准尤为重要。有错误的观点认为放松标准会促进经济增长，而我们的任务是不折不扣地完成既定协议。充分的实证表明，更稳健的机构可以提供更多信贷，在困难时期能更好地支持经济[11]。一项稳健的国际协议，加上国别层面的额外措施，同时配合部署有效的宏观审慎框架，也将降低扭转金融一体化的动力。

第二是确保建立起适当的危机管理机制。毕竟，无论采取多么严格的预防性措施，都不能排除国际金融压力。危机管理的核心要素是为限制危机扩散而提供流动性的能力。流动性只能以国际货币提供，考虑到美元的主导地位，首先是美元（见第五章和第六章）。至少这意味着在情况需要时，保留了激活危机后建立的央行间互换安排的权利。

第三是确保开放贸易不会成为保护主义的牺牲品。战后经济腾飞的关键是围绕着支持性的多边机构建立并提升贸易开放度。然而这些安排绝非完美。例如，众所周知世界贸易组织全球贸易回合已陷入停顿，其争端解决机制已不堪重负。即使如此，放弃多边主义也是个错误，“以牙还牙”的风险太大。虽然开放的贸易带来了严重的挑战，但是逆转贸易开放就像逆转技术创新一样愚蠢。

作为补充，第四是在税收方面寻求一个更加公平的竞争环境。跨区域的税收套利是激发反全球化情绪的一个因素，无疑也加剧了国家内部收入和财富的不平等，其中包括鼓励公司税方面的恶性竞争。在二十国集团（G20）主导下，已经采取了一些措施。但在该领域仍需加强努力。

除上述考虑，第五是进一步探寻扩大货币政策合作的空间。正如往期年报所讨论，国际货币发行国的货币政策有巨大的溢出效应，且汇率难以隔绝这些影响。合作有助于限制和消除金融失衡的破坏性积累。在越来越高的雄心中，选择包括明智的利己主义、防范脆弱性积累的共同决策，以及设计新秩序以在国家政策中强化纪律。虽然目前更加紧密合作的条件还不成熟，但加深对话，在判断和救助方面达成更好的共识，是取得进一步发展的前提条件。

上述五大领域拥有共通之处。它们承认全球化和科技一样，是一个宝贵的共同资源，提供了巨大的机遇。而挑战在于让大家认识到全球化是机遇，而非障碍，且这些机遇正在成为现实。政府让全球化成为自身政策缺陷的“替罪羊”是十分危险的，但同样危险的是未能意识到全球化带来的调整成本。此外，管理全球化不能只在国家层面进行，这需要强有力的多边治理。为了持续的全球繁荣，除了进行紧密的国际合作来平等协商外别无选择，虽然这有时令人感到疲惫和沮丧。

尾注

1 参见第 86 期年报第一章。

2 关于使用该指标作为波动率指数（VIX）替代指标的讨论，详见 2016 年 11 月 15 日 H S Shin 于伦敦政经学院的演讲《银行／资本市场的关联是全球性的》。

3 详见第 85 期年报第五章。

4 关于美元在全球金融体系中的角色，详见 2016 年 5 月 10 日 C Borio 在瑞士央行和 IMF 共同举办的第七届国际货币体系高级研讨会上的演讲《更多元化，更稳定吗？》。

5 详见第 86 期年报第一章。

6 详见 2017 年 11 月 7 日 BIS 向二十国集团(G20)递交的《金融视角下的经济韧性》。

7 2015 年 10 月 D Domanski、H S Shin 和 V Sushko 发表的 BIS519 号工作论文《追求久期：并不是波动而是沉没？》中描述了其中涉及的一种机制。

8 详细分析请见 R Bouis、O Causa、L Demmou、RDuval 和 A Zdzienicka 于 2012 年 3 月发表的 OECD949 号工作论文《从实证角度看结构性改革的短期效果》。

9 详见 2017 年 3 月 5 ～ 7 日 C Borio 在美国华盛顿参加全国商业经济联合会第 33 次经济政策会议的主旨演讲《长期停滞还是金融周期滞后？》，第 84、85 和 86 期年报的第一章也对此进行讨论。

10 关于这一宏观金融稳定框架的阐述，详见第 84 期和 85 期年报第一章。

11 详见第 86 期年报第五章。