

## 2018 年度经济报告：编者按

从今年起，传统的 BIS 年报——包括全球经济分析以及 BIS 活动介绍——将分为两份出版物。此外，还调整了经济部分的结构，并将其更名为年度经济报告。前三章回顾了全球发展、前景与风险。还有两章关注热点问题，分析了宏观审慎框架与加密货币。本篇编者按总结了主要内容和关键信息。

### 全球经济：发展、前景与风险

距金融危机席卷全球已过去了 10 年。在那个时候，居民与金融机构已经积累了空前的杠杆，全球金融体系处于崩溃边缘。多亏央行共同努力，推出宽松的货币政策，得以避免再次出现大萧条。从那时起，处于历史低位的利率（甚至是负利率），与规模空前的央行资产负债表，有力地提振了全球经济，并使通胀趋近目标水平。然而，主要是央行在承担经济复苏的重任，其他政策，尤其是供给侧结构性政策并没有跟上。央行的措施为经济重拾增速奠定了基础，但在此过程中，它们挤压了私人部门与公共部门的资产负债表，带来更高的负债，这些都对未来有影响。随着全球经济增长接近甚至超过潜在增速，是时候利用有利条件、采用更均衡的政策组合，以促进经济持续扩张。然而，未来并非坦途。

2017—2018 年度，早先推出的政策红利非常明显，对于全球经济而言是个收获的年份（图 E.1）。经济扩张力度更强、范围更广。全球经济增速与危机前长期均值几乎持平，且各国的经济扩张高度同步（图 E.1 左）。失业率持续下降，在多个国家创出数十年新低，包括某些大国。总体而言，尽管核心通胀仍较为低迷，标题通胀正趋近央行目标。实际上，经济复苏迹象已持续一段时间，本年度全球经济进一步稳中向好。正如两年前的年报就注意到的，当时的情况比悲观论调预示的状况要好得多。在 2017 年报告中，我们强调了关于长期停滞的热议如何变成全新的乐观情绪和动物精神的复苏。

一致预期认为，未来几年将持续这一趋势，使其成为战后最长的经济扩张（图 E.1）。尽管 2018 年一季度走势略弱、新兴市场经济体出现一定波动（见下文），预测人员的基本假设情形仍是全球增长超过潜在增速，失业率进一步降低，经济运行对产能限制进行检验。预计投资将会加强，使生产率不断提高。财政扩张也会提供额外的短期刺激：除了美国的措施之外，OECD 预计其成员国在今明两年的三个季度内会采取较为宽松的财政政策。同时，预计通胀也会上行。



图 E.1 随着通胀趋近目标，全球经济进一步加强

左图中，圆点代表对 2018 年经济增长的一致预测，虚线代表 1982—2007 年的平均增速。

①根据 GDP 与购买力平价进行加权平均。②对于欧元区，1995 年前使用各国的加权平均数。③根据劳动力水平进行加权平均，各国对劳动力水平的定义或有不同。④消费价格。

资料来源：IMF《国际金融统计》与《世界经济展望》；OECD《主要经济指标》；CEIC；Consensus Economics；Datastream；全球金融数据；各国数据；BIS 计算。

在战后期间，目前的情况有些不寻常（第一章）。在扩张后期，产能限制开始起约束作用，很少出现预期增长如此强劲、同时通胀威胁又不明显的情况。对其原因争论不休。或许闲置产能比表面所见更多：危机让劳动者灰心丧气，随着经济改善，他们准备重回劳动力大军；投资增加将抚平部分危机伤痕，提高增长潜力；长期人口结构因素以及养老金改革也发挥了作用，除美国外，老龄人口的劳动参与率普遍上升。此外，如此前年报所强调的，全球化和技术进步对通胀的长期影响不应低估，尤其是通过影响劳动者和公司的定价权来影响通胀。

金融条件在本年度再次发挥了重要作用（第一章、第二章），它支撑了经济扩张，某种程度上也是高度依赖货币政策支持经济复苏的结果。直到最近，全球金融条件仍相当宽松。实际上，在美国货币政策按预期逐步正常化之时，全球金融条件仍在进一步放松。诚然，美国长期国债收益率上扬，但期限溢价仍在历史低位、且股票估值过高，除非根据普遍的低利率进行评估。重要的是，信贷利差遭过度挤压，常常位于甚至低于危机前水平，对应的市场也显得流动性越来越差。此外，本年度大多数时间美元都处于贬值区间，有力的支撑了金融条件扩张，尤其是新兴市场经济体，它们在危机后大量以美元借债，在过去一年中经历了强劲的资本流入。然而，新兴市场经济体的繁荣景象近期有所逆转（见下文）。

本报告中，我们详细评估了未来的风险（第一章）。结论是尽管各国情况有所不同，仍存在重大中期风险，在某些方面，风险反映出各国经济复苏失衡以及复苏过于依赖货币政策。风险通过缓慢且持续的方式聚集在金融脆弱点。正如前提到的，金融市场普遍估值过高，且全球债务存量（私人部门加公共部门）与 GDP 之比不断上升（图 E.2）。这一趋势可以追溯到危机之前，与此同时利率也不断下降（第二章）。

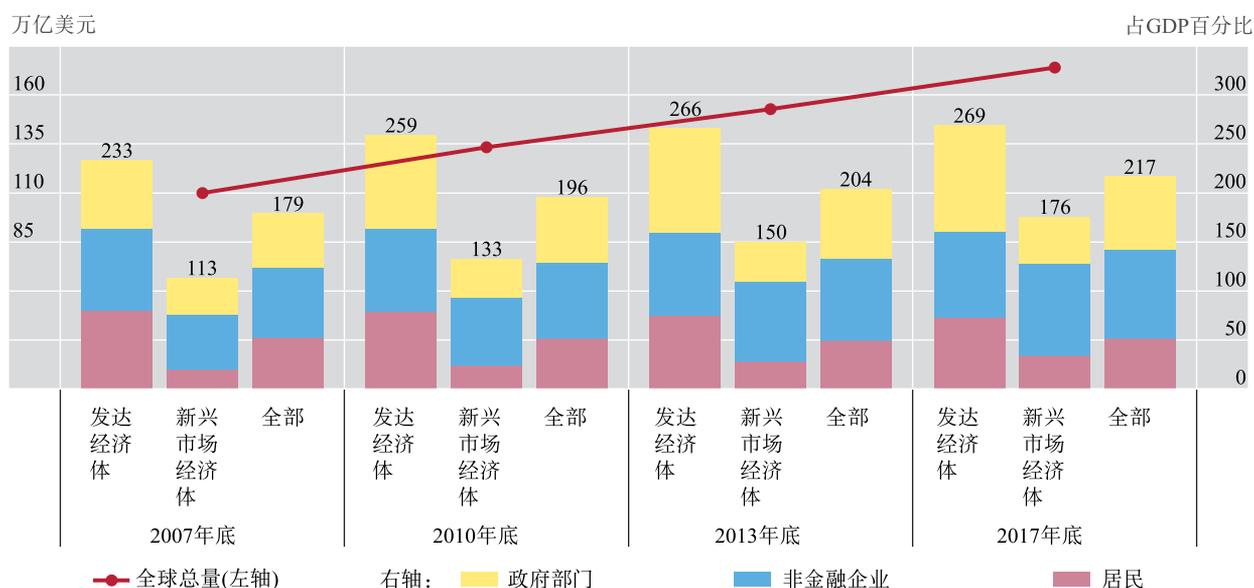


图 E.2 全球债务持续上升<sup>①</sup>

<sup>①</sup>根据 GDP 与购买力平价进行加权平均。样本中包括了除爱尔兰外所有上报数据的经济体，剔除爱尔兰因大型跨国公司重组导致其数据波动过大。

资料来源：IMF《世界经济展望》，BIS 信贷总量统计，BIS 计算。

在金融危机中基本幸免的某些国家，金融失衡的迹象也颇有时日。与深处危机中心的国家不同，这些国家的私人部门没有去杠杆，因此金融扩张不断继续。失衡的迹象常以私人部门信贷飙升的形式出现，往往还伴随着房地产价格大幅上涨。这是国内金融周期扩张阶段典型的“讲故事”特征，与那些后来陷入麻烦的国家在危机前的情况性质类似。好在已采取大量措施来增强金融体系的韧性。金融改革，尤其是巴塞尔 III 与实施宏观审慎框架显著地改善了银行体系（第三章与第四章）。作为明显失衡的最大经济体，中国的监管当局已经采取措施来平衡扩张进程，并抑制某些更为严重的金融过剩情况。

在此背景下，有很多变化可能会导致风险成为现实，威胁中期经济扩张（第一章）。这些变化中，金融因素似乎注定要扮演重要角色，不是引发风险，就是放大风险。实际上，自 20 世纪 80 年代早期金融自由化深入人心时起，金融对于经济波动的影响就日益显著。危机后，非银中介机构，如资产管理人和机构投资者的权重明显加大，可能通过熟悉却意料之外的方式影响金融压力未来的动态发展（第三章）。

第一个引发经济放缓或衰退的潜在导火索是保护主义措施的升级。如果升级措施被视作对开放的多边贸易体系的威胁，那么它的影响可能至关重要。确实，有迹象表明，围绕贸易保护第一枪和论调升级的不确定性上升，已经抑制了投资。此外，如果美元进一步从低位走强，贸易谈判将更为复杂。

第二个潜在导火索是主要国家主权债务收益率突然从长期低位反弹或拉升，尤其是美国。当通胀出乎意料，或市场认为央行将超预期紧缩时，可能出现这种情况。美国将大量发行政府债务，加上美联储逐渐减少资产购买，都可能加大这

一风险。重要的是，并不一定要很大的意外才会导致收益率突升，正如 2018 年 2 月美国工资增速略超预期时金融市场波动所示。考虑到美国经济的重要性以及美元在全球金融市场的主导地位，美收益率上升的影响将在全球蔓延。

第三个导火索是风险偏好普遍逆转。这种逆转反映了一系列因素，包括盈利令人失望、步入金融周期收缩阶段所带来的阻力、对新兴市场经济体的情绪恶化、威胁部分大型经济体稳定的某些政治事件等。从这个角度说，欧元区近期的事件值得担忧，意大利、西班牙债券利差扩大也表明了这一点。与收益率反弹的情况不同，风险偏好逆转会导致主要国家主权市场期限溢价的进一步压缩，而这些市场曾受益于投资者涌向安全资产。

事实上，2018 年 4 月，随着美元升值与国际市场金融条件收紧，自阿根廷和土耳其开始，最脆弱的新兴市场经济体出现了紧张迹象。在本文写作之时，尚难以判断这些紧张局势会被妥善解决或进一步蔓延。相比 20 世纪 90 年代中期，多数新兴市场经济体能更好地应对金融压力，他们已通过积累储备、采用更加系统的宏观审慎措施（第四章）、改善经常账户以及采取更加灵活的外汇制度等措施加强防御能力。若全球金融条件进一步收紧，这些措施能为他们留下更大应对空间。

然而，依然存在其他隐患。金融中介通过债券市场借入更多资金，这虽然降低了展期风险，但加大了久期风险。当对亏损忍耐有限的投资者想同时减仓时，价格波动会加剧。更普遍的是，非银行机构已成为最大的借款方，如果他们发现自己受到金融压力，可能会收缩业务并裁员。若新兴市场经济体的金融条件持续收紧，实体经济可能会下行。

展望未来，若全球经济能成功经受上述考验，经济将继续扩张。但那时，受宽松金融条件的刺激，几乎难以避免金融失衡以及总债务占 GDP 比重进一步提高。金融市场自满情绪、低波动性以及过度冒险将继续，缺乏市场自律将导致低效的资源配置，如最终无法盈利的公司得以继续生存、各国也缺乏动力来保持财政空间。这些都将导致后续调整更加痛苦。全球债务上升尤其令人担忧（第一章），鉴于上调利率会加大债务利息负担，更难以在不影响扩张的同时将利率提升至正常水平，这是个债务陷阱；债务上升还限制了应对衰退的操作空间，而衰退迟早会来。

政策该如何确保当前的扩张更平衡、更加可持续？考虑到政策操作空间确实比危机前小很多（图 E.3），这个问题尤其紧迫。公共部门债务与 GDP 之比进一步上升，限制了财政政策（图 E.3 左）。同时，利率也处于极低水平，约束了货币政策，发达国家央行的资产负债表规模更大，使这一问题更为严峻（图 E.3 中）。留出应对空间成为当务之急。

有几种可行方案，将它们结合起来能互为促进（第一章）。它们的共同点是坚定地着眼于长期，因为货币和财政扩张很大程度上都是通过提前满足未来的需求来发挥作用，未来必然要付出代价。因此，必须利用当前有利条件来回到平衡。这种政策调整与实施更广泛的宏观金融稳定框架具有一致性，在该框架下各种政策将共同确保宏观经济和金融稳定，同时提高长期、可持续的增长水平（第四章）。

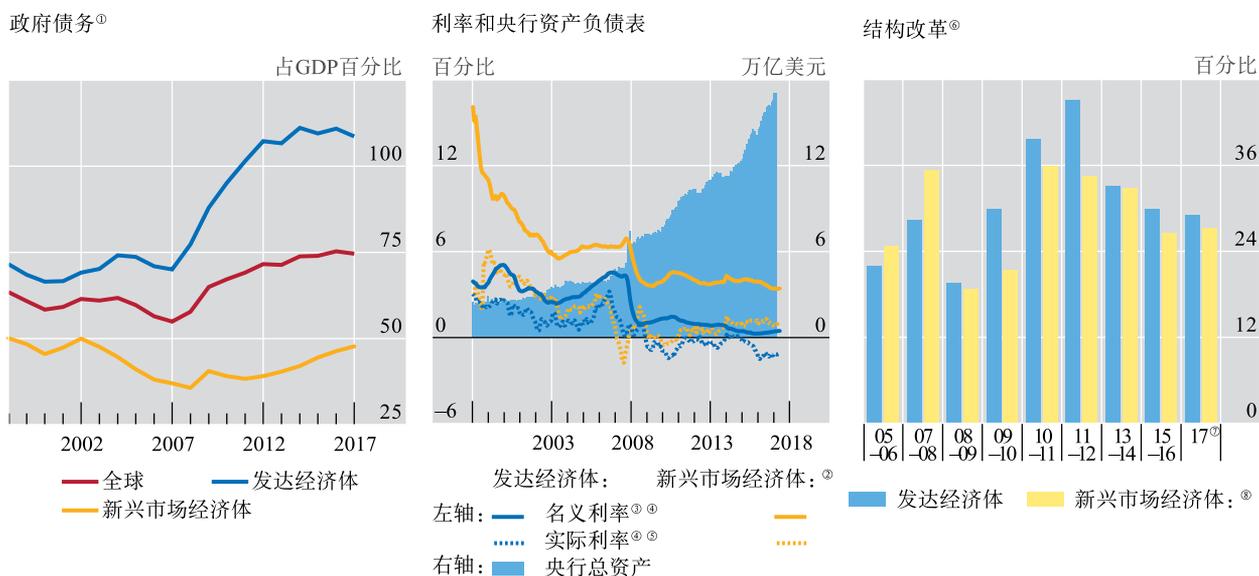


图 E.3 政策应对空间趋窄，结构性改革力度趋弱

①政府（若无法获得数据，则用中央政府）核心债务的市场价值（若无法获得市场价值，则用名义价值）。根据 GDP 与购买力平价进行加权平均。根据可用数据回溯计算中央政府债务（占 GDP 百分比）或总政府债务证券（占 GDP 百分比）。②少数名义利率超过 60% 的异常值被剔除出样本。③政策利率或最为接近的等效数据。④对各经济体进行简单月度平均。⑤名义利率减去 CPI。⑥通过计分系统来计算 OECD 改革责任指数（RRI）。在该系统下，如果根据《力争增长》的政策建议采取了重大行动，则计 1 分，否则 0 分。各国简单平均。各组国家的样本量随时间而不同。⑦完全实施或正在实施的改革的 RRI 总和。⑧除中国香港、马来西亚、秘鲁、菲律宾、沙特阿拉伯、新加坡、泰国和中国台湾。

资料来源：IMF《国际金融统计》与《世界经济展望》；OECD《力争增长》；Datastream；全球金融数据；牛津经济；各国数据；BIS 政策利率统计与信贷总量统计；BIS 计算。

第一种方案是加倍努力实施结构性政策，这是不引发通胀压力又提高可持续增长率的唯一途径。这非常重要，因为就算危机后经济增长令人非常失望，经济也已处于实现甚至超过充分就业和潜在产出的水平，这也是供给受限的标志。特别是结构性政策能缓解货币政策面临的约束其操作空间的两难。改革的本质是让产品市场与劳动力市场更加灵活，使他们能更有效地配置资源并吸纳技术创新。还有一点很重要的是，要保护开放的多边贸易秩序，过去几十年来它很好地服务了全球经济。不幸的是，危机后结构性改革的记录远不尽如人意，自 2011 年起改革步伐明显放缓（图 E.3 右）。而近期保护主义论调和举措也让其前景蒙尘。

第二种方案是进一步增强金融体系的韧性（第三、第四章）。需完成并持续落实危机后金融监管改革措施。理想情况下，还应该清除妨碍银行拥有持续盈利能力的结构性障碍，如妨碍银行进行必要的整合与削减成本。在风险爆发时，持续盈利能力对于平稳快速的吸收损失至关重要。目前，银行面临双重挑战，一是长期极低利率侵蚀了净利润，二是面临新的技术型对手的竞争，如大型科技公司和金融科技公司，因而持续盈利能力尤为重要。提高金融体系韧性还必须在金融失衡的经济体开展宏观审慎措施、普遍改善宏观审慎框架。两种情况下，非银机构，尤其是资产管理人和机构投资者都更应致力于完成未竟的工作。

第三种方案是确保公共部门财务可持续，避免出现顺周期财政扩张。这点怎

么强调都不足为过。发达国家和新兴经济体的公债水平都创出和平时期新高。历史经验表明，那些逐渐出现金融失衡的国家的财政空间很可能被高估了。充分考虑各国实际情况，财政整合是当务之急。

最后一种方案与货币政策有关。货币政策正常化是重建政策空间的关键。它能为逆周期政策创造空间、降低出现金融脆弱性的风险、且有助于限制债务积累。即便如此，如第二章讨论的，考虑到我们从未面临过这样的起点，包含了巨大的不确定性，以及多个经济体都面临的长期低利率，未来的道路如履薄冰。这需要在彼此冲突的目标下实现并维系精妙的平衡，尤其是短期内要实现通胀目标、而长期则要避免鼓励进一步提高金融脆弱性。

虽然正确的方案取决于各国实际情况，仍可以提供某些观点。一是追求通胀目标要讲灵活性，考虑到良性的结构性通胀下降压力还在起作用，尤其要灵活应对温和的通胀缺口。另一点是政策制定者要稳定应对，避免对短期波动做出过度反应。毕竟，这样的初始条件下，前路注定崎岖。金融市场波动无法避免，只要波动性还受控，更高的波动性本身并不是问题。当它有助于节制过度冒险行为时，高波动性还是有益的。

## 特别章节

### 宏观审慎框架

实施宏观审慎框架是危机后金融改革的主要内容之一，也受到普遍欢迎。它源于人们意识到危机前的监管方式存在不足，此前的关注点在于单独评估个体机构引发的风险。这种微观导向的方式忽略了系统层面的脆弱性，也无法对其进行管理，而系统层面的脆弱性是造成成本高昂的系统性危机的罪魁祸首。此类危机的主要原因之一是金融体系的顺周期性，即其放大扩张或紧缩的趋势，并放大经济波动。金融周期反映了这种力量。

当前情况下，启用宏观审慎措施尤为重要。它能限制危机后复苏不均衡带来的金融脆弱性，并减缓风险进一步积累。在此过程中，它有助于实现货币政策正常化，增加政策空间。目前有利的经济条件为积极部署宏观审慎政策提供了窗口期，不应错过这一机会。

在此背景下，第四章总结了迄今为止有关宏观审慎框架的经验，并探讨了它的未来，得出了如下结论：一是虽然实施中面临的问题颇具挑战性，但监管当局已取得实质性进展。这些问题包括在健康的阶段识别系统性风险的积累并采取补救措施，选择适当的工具，实施中面临的政治经济方面的限制，以及建立有效的治理安排。二是目前为止监管当局所用的工具主要针对银行，应将其扩展到其他金融机构，尤其是资产管理行业。三是宏观审慎措施成功的提高了金融体系的韧性，但目前为止，宏观审慎措施对金融繁荣的抑制作用不是总能阻止那些让人熟悉的金融失衡迹象出现。四是当宏观审慎措施作为整体宏观金融稳定框架的一部分时最为有效。该框架里还包括结构性政策、货币政策和财政政策。最后，还需进一步加强国际协调。

## 加密货币

加密货币承诺取代对历史悠久的机构的信任，如商业银行和中央银行，转而信任一个建立在区块链和相关分布式账本技术（DLT）之上、全新的去中心的系统。这一承诺具有革命性，使加密货币的发展成为央行的核心关切。

第五章评估了加密货币能否实现其承诺成为一种货币形式。透过炒作的表象，发现事实并非如此。关于加密货币难以作为支付手段、为欺诈提供了空间，以及巨大的环境成本已有诸多讨论。正如 BIS 总经理近期所说<sup>①</sup>，加密货币已成为泡沫、庞氏骗局和环境灾难的总和。

该章节强调了加密货币在经济方面的进一步限制。即其作为一种协调手段难以满足货币的签名属性，以及加密货币对信任的承诺并不可靠。加密货币难以在规模上满足交易需求，容易出现拥堵、价格波动极大。由于用来记录和认证交易的去中心共识机制存在脆弱性，对加密货币的信任可能随时消失。这不仅对单个支付的最终性提出质疑，也表示加密货币能轻易停止工作，损失全部价值。

无论加密货币的去中心化技术多么复杂，也只是当前制度的糟糕替代品，而独立可信的央行才是货币坚实的制度支撑。对于加密货币以外的应用，分布式账本技术本身确有前景。例如，简化金融交易结算的管理流程。但这还需进一步检验。

要采取政策应对加密货币兴起。必须建立一个全球性协调途径以避免滥用加密货币并限制加密货币与受监管的金融机构相互关联。另外，央行可能发行数字货币也会带来一些棘手的问题。

## 本章注释

<sup>①</sup> 参见 Carstens 于 2018 年 2 月 6 日在法兰克福 Goethe University 所作“数字时代的金钱：央行的角色”的讲座。