

前路料难一帆风顺

从表面上看，全球经济似乎将从新冠疫情和俄罗斯对乌克兰发起的无端战争的沉重打击中逐步复苏。中国经济在重新开放后正在强劲反弹。供应链扰动正在缓解，战争导致的能源和粮食市场混乱正在消退。与此同时，大多数央行同步大幅收紧货币政策的成效将开始显现，通胀将逐渐回归目标水平。

根据我们的最新预测，今年的全球增速将在2.8%的水平上触底回升，2024年将小幅上升至3.0%。全球通胀率将从2022年的8.7%降至今年的7.0%和2024年的4.9%，尽管下降速度比最初预期的要慢。

值得注意的是，许多新兴市场和发展中经济体已处于强劲增长之中，其增速（按第四季度同比计算）将从2022年的2.8%大幅升至今年的4.5%。经济放缓主要集中在发达经济体，尤其是欧元区和英国——预计二者今年的增速（按第四季度同比计算）将分别降至0.7%和-0.4%，并于2024年回升至1.8%和2.0%。

但表面之下却是暗流涌动，形势相当脆弱，正如最近一波银行业动荡所提醒我们的那样。

与哪怕仅几个月前的预期相比，目前的通胀问题已变得棘手得多。全球通胀率有所下降，但这主要反映了能源和粮食价格的大幅回落。许多国家的核心通胀（不包括波动较大的能源和粮食价格）尚未见顶。预计全球核心通胀率今年将降至5.1%（按第四季度同比计算），较我们今年1月的预测大幅上升了0.6个百分点，远高于目标水平。

经济活动也呈现出韧性迹象，因为多数发达经济体的劳动力市场紧张程度仍处于历史高水平。在当前的紧缩周期阶段，我们本预计产出和就业会出现更多的走弱迹象。然而，过去

两个季度的产出和通胀估计值均已被上调，表明需求强于预期——而这可能需要进一步收紧货币政策，或是在更长时间内保持紧缩。

我们是否应该担心工资与价格螺旋式上升失控的风险？从当前来看，我还不确信存在这种情况。名义工资通胀仍远滞后于价格通胀，这意味着实际工资正在经历一个空前的急剧下降过程。鉴于劳动力市场的紧张状态，这种情况不太可能持续下去，实际工资应该会恢复。近年来，企业利润率大幅上升，这是因为价格大幅上涨但工资仅略有增长。这从平均来看应能吸收劳动力成本的上涨。只要通胀预期继续得到良好锚定，这一过程应不会失控。但这可能需要一些时间。

更令人担忧的是，过去12个月里政策的大幅收紧正开始对金融部门产生严重的副作用，正如我们一再警告的那样（2022年10月《全球金融稳定报告》；2023年1月《世界经济展望》更新）。在经历了很长一段时期的低通胀和极低利率之后，去年货币政策的快速收紧引发了长期固定收益资产的大幅损失。任何一个金融体系的稳定性都取决于其在不依赖纳税人资金的情况下吸收损失的能力。去年秋天，英国的金边债券市场出现动荡。最近，美国的银行体系经历了波动，几家区域性银行倒闭。这些情况都表明，银行和非银行金融机构都存在着巨大的脆弱性。英国和美国当局都采取了迅速而有力的行动，目前来看，其有效遏制了危机的蔓延（2023年4月《全球金融稳定报告》）。然而，金融体系很可能再次受到考验。

下行风险重新占据了主导地位。紧张的投资人往往会寻找下一个最薄弱的环节，就像瑞信银行（一家具有全球系统性但陷入困境的欧洲银行）曾发生的情况。如果一家金融机构的杠杆率、信用风险或利率风险过高，过度依赖短期资金，或是所处辖区的财政空间有限，那

么其可能成为下一个目标。经济基本面较薄弱的国家也是如此。全球金融环境急剧收紧（一种“避险”冲击）可能对信贷环境和公共财政产生巨大影响，这在新兴市场和发展中经济体尤其如此。这会引发资本大量外流，风险溢价突然上升，资金涌向安全资产从而导致美元升值，全球经济活动会因信心下降、家庭支出收缩和投资减少而显著下滑。在这种严重的下行情景中，全球人均GDP增长恐将接近由正转负——这种情况出现的概率估计为15%左右。

因此，我们正在进入一个危险的阶段。在这个时期，经济增速按历史标准看持续处于低位，金融风险有所上升，但通胀形势尚未彻底转危为安。政策制定者比以往任何时候都更需要沉稳应对，清晰沟通。应采取何种适当措施，取决于金融体系的状况。只要金融体系像现在这样保持基本稳定，货币政策就应坚持以降低通胀为重心。乌云之下的一丝希望是：银行业的动荡将促使总体经济活动放缓，因为银行的融资成本在上升，且它们需要更谨慎地开展业务，从而会削减贷款规模。就其本身而言，这应该会在一定程度上降低进一步收紧货币政策的必要性。但任何关于央行将不再对抗通胀的预期都会产生相反的效果：其将降低收益率，为经济提供过度的支持，并使央行的工作变得更加复杂。收紧财政政策也可以发挥积极作用。财政政策的收紧可以使经济活动降温，从而支持货币政策，使实际利率更快回归至较低的自然利率水平（2023年4月《世界经济展望》第二章）。设计合理的财政整顿也有助于重建亟需的财政缓冲，并有助于加强金融稳定（2023年4月《世界经济展望》第三章；2023年4月《财政监测报告》）。

如果系统性金融危机迫在眉睫，则需要谨慎、及时地重新调整政策，保护金融体系和经济活动。必须强调的是，我们当前尚未处于这种危机之中，即使还会发生更多的金融震荡也是如此。监管机构现在就应采取行动，通过积极管理市场压力和加强监管，确保金融震荡不会演变成一场全面的金融危机。对于新兴市场和发展中经济体而言，这也意味着要确保其能够适当使用全球金融安全网（包括IMF的预防性安排）；同时，还应确保它们能够使用美联储为外国和国际货币当局提供的回购工具，或是在存在央行互换安排的情况下予以使用。根据我们的“综合政策框架”，汇率应在最大程度上做出调整，除非这样会增加金融稳定风险或威胁价格稳定。

最后，我们的最新预测还显示，中期增长将总体放缓。未来五年的经济增速预测值已从2011年的4.6%连续下降至2023年的3.0%。这种下降在一定程度上是因为中国、韩国等一些过去快速增长的经济体增长的放缓。这一点是可以预见到的：在有关国家实现趋同的过程中，经济增速将放缓。但最近经济增长的放缓也可能反映了一些更为不利的因素：疫情给经济带来了长期创伤；结构性改革步伐放慢；地缘经济割裂的威胁不断加剧，引发了更多的贸易矛盾；直接投资减少；全球分裂为不同的“集团”，且在这种环境下开展创新和采用技术的速度放慢（2023年4月《世界经济展望》第四章）。在一个相互割裂的世界中，我们将很难实现惠及所有人的进步，或是成功应对气候变化或疫情防范等全球性挑战。我们必须不惜一切代价，避免走上那条道路。

皮埃尔-奥利维耶·古兰沙
经济顾问