

序言

在 2011 年 9 月期《世界经济展望》付印后不久，欧元区再次经历了严重危机。

市场对意大利和西班牙的财政可持续性的担忧导致主权债券收益率大幅上升。一些银行的资产价值目前不确定，使人怀疑这些银行能否说服投资者对其贷款进行展期。出于对融资的担心，银行冻结了信贷。信心受挫，经济活动下滑。

强有力的政策使形势出现转机。西班牙进行了选举，意大利任命了新财长，这在一定程度上消除了投资者的忧虑。财政协定的通过显示了欧盟成员国解决赤字和债务问题的承诺。更重要的是，欧洲中央银行提供的流动性消除了短期银行展期风险，进而减轻了主权债券的压力。

随着危机逐渐散去和美国经济有所好转，市场恢复了一些乐观情绪。但这种乐观应保持适度。即使欧元区避免了另一次危机，多数先进经济体的增长仍面临重大障碍。并且，发生另一次危机的风险依然显著存在，可能对先进和新兴经济体都产生严重影响。

我首先重点谈一谈基线预测情景。人们必然会问，在预计名义利率一段时间内仍将接近零的情况下，先进经济体的需求为什么没有增强。原因是，这些经济体的增长不同程度地面临两大障碍：财政整顿和银行去杠杆化。这两个障碍都是缘于必要的调整，但都会抑制短期内的经济增长。

多数先进经济体都在实施财政整顿。今年，先进经济体经周期调整的基本赤字的平均下降幅度略低于 GDP 的 1%，在乘数为 1 的情况下，财政整顿将使先进经济体今年的增长收缩约 1 个百分点。

银行去杠杆化主要影响欧洲。尽管这种去杠杆化不一定意味着对私人部门信贷的减少，但有关证据显示，它导致了信贷供给的收紧。我们的最佳估算是，银行去杠杆化将使欧元区今年的增长进一步收缩 1 个百分点。

这些影响体现在我们的预测中。我们预测，经济增长仍将疲弱，特别是在欧洲，并且，失业率在一段时间内仍将居高不下。

新兴经济体也必然受到上述状况的影响。先进经济体的低增长使新兴经济体的出口增长减缓。金融不确定性以及风险偏好的迅速转变导致资本流动变化不定。然而，多数新兴经济体有充足的政策空间来维持坚实的经济增长。当然，正如通常的情况，在这样的总体论断背后的，是各国之间存在的差异。一些国家需要防止经济过热，而其他国家仍具有负产出缺口，可通过政策维持增长。总体而言，尽管我们目前的预测相比 9 月预测有所下调，但我们仍预测新兴市场将持续增长。

关于风险，对石油市场产生影响的地缘政治紧张形势显然是一个风险。然而，主要风险仍是欧洲可能再度陷入严重危机。防火墙的建设一旦完成，将是一个重大进展。在必要时，可以调动资金，帮助一些国家应对投资者情绪变化的不利影响，并使它们有更多时间实施财政整顿和改革。然而，防火墙本身并不能解决其中一些国家在财政、竞争力和经济增长方面面临的艰巨问题。宏观经济或政治方面的不利消息仍有可能引发我们去年秋季看到的那种局势。

关于政策，许多政策讨论都是围绕这样一个问题，即如何最有效地在财政整顿和银行去杠杆化的短期不利影响与其长期积极作用之间取得平衡。

对于财政政策，由于市场要求立即实施财政整顿，这种压力使问题复杂化。而使问题进一步复杂化的是，市场的反应似乎有些自相矛盾——市场要求实施财政整顿，但当财政整顿导致经济增长下滑时，市场又会产生剧烈的负面反应。正确的策略仍然与过去一样，没有改变。虽然需要立即实施调整以取得可信性，但目标应放在可信的长期承诺上——作出一些决策组合，一方面减少趋势支出，另一方面建立能够在长期内自动降低支出和赤字的财政体制和规则。在这些方面取得的进展不充分，特别是在美国和日本。如果没有更大进展，当前的短期财政整顿幅度看来只能说是大体适当的。

在银行去杠杆化方面存在着双重挑战。与财政政策一样，第一项挑战是决定总体去杠杆化的适当速度。第二项挑战是确保去杠杆化不会导致国内和国外的信贷紧缩。利用公共资金为银行补充一部分资金本看来不再是议程内容之一，但也许应该这样做。只要这种做法能够增加信贷和加强经济活动，那么它就是物有所值的——甚至比其他财政措施都更为值得。

关于以降低风险为目的的政策，重点显然是在欧洲。应采取措施削弱主权国家与银行之间的联系，途径包括，建立欧元区层面的存款保险和银行破产解决机制，以及引入有限形式的欧元债券，如建立统一的欧元债券市场。这些措施是急需的，如果爆发另一次危机，它们将发挥立竿见影的作用。

退一步说，最紧要的，也是最难实现的，是先进经济体（特别是欧洲经济体）持久提高经济增长率。低增长不仅使基线预测低迷，同时，也使财政调整任务更艰巨、风险更高。目前的重点应是采取措施扩大需求。但今后应侧重于提高潜在增长的措施。能够同时解决这两个问题的“灵丹妙药”恐怕很少。更现实一些，我们必须寻求实施能在长期发挥积极作用、短期内又不抑制需求的改革。找到这样的改革路子，并且处理好它们的潜在短期不利效应，应该是我们政策议程中的一大要务。

经济顾问

Olivier Blanchard

概要

全球经济前景在 2011 年期间遭受了一次重大挫折之后，再次逐步转强，但下行风险依然严峻。由于美国的经济活动在 2011 年下半年有所改善，欧元区面对不断深化的经济危机实施了更好的政策，全球经济急剧下滑的危险已经有所减轻。因此，主要先进经济体很可能恢复微弱的复苏，大多数新兴和发展中经济体的活动预计将保持相对强劲。然而，最近的改善非常脆弱。政策制定者需要继续实行必要的根本性变革，以在中期内实现健康的经济增长。先进经济体由于存在庞大的产出缺口，还必须调整政策，以便支持近期内仍然脆弱的增长。

由于 2011 年下半年和 2012 年上半年经济活动疲弱，全球增长率预计将从 2011 年的 4% 下降至 2012 年的约 3.5%。2012 年 1 月《全球经济展望》更新相比 2011 年 9 月《全球经济展望》的预测已有下调，主要是考虑到欧元区不断恶化的主权部门和银行部门事态发展所造成的损害。对于包括欧元区在内的多数经济体，目前预计其增长将略强于 2012 年 1 月《全球经济展望》更新中所作预测。如第一章所述，经济活动在 2012 年的重新加速预计将使全球增长率在 2013 年恢复到约 4%。根据预测，欧元区仍将在 2012 年发生温和的衰退，原因是主权债务危机和普遍丧失信心、银行的去杠杆化对实体经济的影响以及市场压力导致的财政整顿措施所造成的影响。由于欧洲的问题，先进经济体作为一个整体，经济活动将继续令人失望，2012 年增速仅为 1.5% 左右，在 2013 年增长 2%。这些经济体创造就业的情况很可能继续萎靡不振，失业者将需要进一步的收入支持，并在学习技能、再培训和寻找工作方面得到帮助。新兴和发展中经济体的实际 GDP 增长率预计将从 2011 年的 6.25% 下降到 2012 年的 5.75%，但随后在较为宽松的宏观经济政策和日益强劲的国外需求的帮助下，将在 2013 年重新加速，上升到 6%。如第 2 章所述，欧元区危机的溢出效应将严重影响欧洲其他地区；其他经济体将很可能发生进一步的金融波动，但除非欧元区的危机再度加剧，否则这些波动不会对经济活动产生重大影响。

政策在降低系统性风险方面已经发挥了重要作用，但不能由此而停步下来。欧洲中央银行的三年长期再融资操作（LTRO）、更坚固的欧洲防火墙、更强有力的财政调整计划以及产品和劳动力市场的重大改革帮助稳定了欧元区的状况，减轻了银行和主权实体受到的压力，但令人担忧的问题依然存在。此外，最近美国针对工资税减免和失业福利的延期措施防止了突然财政紧缩对经济的损害。更为普遍地讲，许多先进经济体已在制定和实施强有力的中期财政整顿计划方面取得良好进展。与此同时，新兴和发展中经济体继续受益于过去的政策改进。然而，如果不采取进一步行动，欧元区的问题很有可能会再度爆发，美国的财政政策则会在 2013 年非常突然地紧缩。

因此，下行风险仍然很大，这是最近几期《世界经济展望》一再谈到的问题。不幸的是，以前指出的某些风险没有引起注意，而与先前的下行情景预测相比，当前预测的改善幅度

不大。¹ 眼下最担心的仍然是，欧元区危机如果进一步加剧，将触发一场范围大得多的避险风潮。本期《世界经济展望》深入讨论了这个情景，它显示，相比《世界经济展望》的预测，全球产出和欧元区的产出会在两年时间内分别下降 2% 和 3.5%。另一个令人担忧的情况是，地缘政治的不确定性可能会触发石油价格的急剧上升：石油价格如果上升 50% 左右，会导致全球产出下降 1.25%。如果同时出现显著的金融动荡和信心的丧失，产出所受影响会大得多。此外，过紧的宏观经济政策会使另一个主要经济体陷入持久的通货紧缩，或使其经济活动长期疲弱不振。其他潜在风险包括：由于日本和美国的庞大预算赤字和债务，全球债券和货币市场发生动荡，以及某些新兴经济体的经济活动急剧减速。然而，如果政策进一步改进，金融状况继续好转，地缘政治紧张局势缓和，增长情况也会好于预测。

必须加强政策，以巩固疲弱的复苏并遏制诸多下行风险。为此，在短期内，需要付出更多的努力来应付欧元区的危机；鉴于经济活动较弱，应采取温和的方式实行财政节支；需要继续实行非常通融的货币政策；以及，应向金融部门提供充裕的流动性。

- 在欧元区，最近将欧洲稳定机制（ESM）与欧洲金融稳定基金（EFSF）结合起来的决定令人欢迎。该措施的实施，加上欧洲近期开展的其他工作，将增强欧洲危机机制，并为基金组织加强全球防火墙的努力提供支持。各国正在进行充分的财政整顿工作，但整顿措施应该安排有序，以避免在近期内过度压低需求。考虑到国内通货膨胀率将非常之低，有余地进一步放松货币政策；应继续提供非常规支持（主要是长期再融资操作和购买政府债券），以确保融资市场的有序状况，从而促进货币政策向实体经济的传导。此外，必须补充银行的资本金，这可能需要更为灵活的欧洲金融稳定基金/欧洲稳定机制提供直接支持。
- 在美国和日本，计划在近期内进行的财政调整已经足够，但仍然迫切需要在中期内制定强有力和可持续的财政整顿路线。此外，日本由于国内通货膨胀压力非常低，可能需要进一步放宽货币政策，以保证实现中期内通货膨胀目标。如果经济活动有趋弱的可能，则美国也需要进一步放宽政策。
- 更为普遍地讲，考虑到主要经济体的增长前景很疲弱，那些具备财政政策回旋余地（财政账户强劲、被市场视为有信誉）的国家可以重新考虑整顿财政的步伐。其他国家只要可以轻松地为较高的赤字融资，就应该放手让自动稳定机制自由运作。

今后的挑战是改善主要先进经济体的疲弱的中期增长前景。最主要的当务之急仍然是：彻底改革金融部门；在整顿财政方面取得更多进展，包括大力改革福利计划；进行结构性改革，以提高潜在产出。除了在国家一级执行新达成一致的监管方法（例如巴塞尔协议 III），金融部门改革还必须消除这场金融危机暴露的许多弱点，其中涉及以下方面的问题：

¹ 见 2011 年 1 月《世界经济展望》更新中的下行情景。

太大或太复杂而不能倒的机构；影子银行系统；各银行监督机构之间的跨境合作。必须改革与老龄化有关的支出，因为这些改革可以极大地减少今后的支出，同时不会明显损害当前的需求。这些措施的推行可以体现出政策制定者有能力采取坚决行动，从而帮助重建市场对公共财政可持续性的信心。而这又进而为财政和货币政策带来更多的回旋余地，以支持金融修复和需求，同时不会造成政府赤字融资的不断膨胀。必须在很多方面进行结构性改革，例如，在欧元区，应提高各经济体面对竞争力冲击的调整能力，在日本则应提高劳动力参与水平。

针对房地产市场的政策会加速住户资产负债状况的改善，从而刺激目前萎靡不振的消费。如第三章所述，那些已经采取了这些政策的国家，比如冰岛，已经取得很好的效果。在美国，政府尝试了各种计划，但鉴于这些计划都不太成功，现正拟议采取更为强有力的方法。在其他地区，政府任由银行和住户自行解决问题。总地来讲，对道德风险（即，解救那些进行风险过大或投机性的住房投资的个人）的担心妨碍了进展。这些问题与那些使得欧元区的危机难以解决的问题相似——尽管在欧洲，道德风险论点针对的是国家而不是个人。但是在这两种情况中，如果使用有针对性的干预措施来支持需求，都会比代价高昂得多的宏观经济规划更为有效。可以通过改进管理和监督来部分地解决道德风险问题。

新兴和发展中经济体继续得益于强有力的宏观经济和结构性政策，但国内脆弱性也在逐渐积累。其中很多经济体在迅猛的信贷增长或高涨的商品价格的支持下，在过去十年经历了异乎寻常的繁荣期。信贷增长如果反映了金融深化，对于增长是有积极作用的。但是在多数经济体，如果信贷继续以当前的速度扩张，势必引起对银行贷款质量的严重关切。另一个考虑因素是，商品价格尽管由于地缘政治紧张局势，出现短期的激增，但不大可能以过去十年来的高速度继续上涨。这意味着财政政策和其他政策都必须进行调整，以适应较低的潜在产出增长率。这个问题将在第四章讨论。

对于新兴和发展中经济体来说，近期的主要挑战是如何适当调整宏观经济政策，以应对来自先进经济体的重大下行风险，同时缓解经济活动强劲带来的过热压力、信贷高速增长、变化无常的资本流动、仍然居高不下的商品价格以及能源价格再次带来的通货膨胀风险和对财政状况造成的风险。适当的对策将因具体情况而异。对于那些基本上实现了宏观经济政策正常化的经济体来说，近期内的重点应该是应付先进经济体对外需求的下降。与此同时，这些经济体必须准备应付不利的溢出效应和起伏不定的资本流动。其他经济体应该重建宏观经济政策空间并加强审慎政策和框架。货币政策制定者必须保持警惕，不使石油价格的急剧上涨转变为更广泛的通货膨胀压力。财政政策必须仅向最脆弱的住户提供有针对性的补贴，以遏制其对公共部门资产负债表造成的损害。

最近的事态发展显示，全球经常账户失衡在大衰退期间急剧缩小之后，预计不会再次扩大。这主要是因为，在危机之前出现庞大对外逆差的经济体所特有的消费过度增长已经耗尽，且未得到贸易顺差经济体的更强劲消费的弥补。因此，全球经济经历了需求的丧失，所有地区与危机之前的繁荣年代相比，增长都有所减退。主要顺差经济体应在更加取决于市场

的汇率的支持下，通过提高消费来恢复平衡，这种活动将有助于改善这些经济体以及世界其他地区的前景。

只依靠紧缩并不能重振各主要先进经济体的萎靡不振的经济。还必须通过政策来使调整易于推行，并利用状况较好的其他领域的资源，来更好地集中力量解决根本问题（在美国，根本问题是住户部门的疲弱，在欧元区则是主权实体的疲弱）。政策制定者必须防止过度强调非常规货币支持所涉及的风险，从而限制中央银行的政策回旋余地。非常规政策虽然无法取代根本性的改革，但可以减少另一个主要经济体也陷入债务—通货紧缩陷阱的风险，这种风险会严重损害实行更好的政策和实现更高的全球增长率的前景。