



上传时间: 2011 年 12 月 21 日

2011 年回顾：四个确凿的事实

作者: Olivier Blanchard

这一年的变化真大 ...

我们在经济复苏状态下迈入 2011 年。诚然，复苏是疲弱和不均衡的，但至少有望。问题似乎比较容易处理：如何应对美国住户过高的债务，如何应对欧元区外围国家的调整，如何应付流向新兴经济体的波动不定的资本，以及如何改善金融部门监管。

这是一项包含多个目标的议程，但这些目标似乎是可以实现的。

然而，年终将至，许多先进经济体的复苏处于停滞状态，一些投资者甚至在考虑欧元区如果崩溃会带来什么影响，并在考虑经济状况比 2008 年更糟这样一种非常可能出现的情况。

我从已经发生的事情中得出四个主要教训。

- 首先，在 2008-2009 年危机之后，世界经济孕育着多重均衡——悲观主义或乐观主义的自我实现的结果，这种结果将带来重大宏观经济影响。

多重均衡并不是新事物。我们早就知道自我实现的银行挤兑，这就是为什么各国建立了存款保险。针对钉住汇率发起的自我实现的攻击是教科书的内容。另外，在危机初期，我们就知道，批发融资可能有同样的效果，资金挤提可能对银行和非银行都产生影响。正因为如此，各国中央银行才向范围更大的金融机构提供了流动性。

今年更加明确的是，流动性问题以及相关的资金挤提还可能影响政府。同银行一样，政府负债的流动性比它们的资产（主要是未来税收收入）的流动性要高得多。如果投资者认为政府具有清偿能力，那么政府就可以按无风险利率借款；如果投资者开始产生怀疑，并要求更高利率，那么高利率很可能导致违约。债务水平越高，从具有清偿力到违约之间的距离就越短，具有清偿能力情况下的利率与可能违约情况下的利率之间的差距就越小。意大利目前就是典型，但我们不应该有错觉：在危机后政府债台高筑、投资者忧心忡忡的环境下，许多国家的政府都面临这种风险。如果不能提供充足的流动性来确保利率仍然是合理的，那么就存在危险。

- 其次，不完整或局部的政策措施会使事情变得更糟。

我们看到，在高层会议承诺采取某种解决方案，但只履行了部分承诺后，市场的看法往往会恶化。或者，在大张旗鼓地宣布了有关计划，但最终证明这些计划不充分或不

可行，情况也会变得更糟。我认为，原因是这些会议和计划暴露了政策局限性，这种局限性往往产生于各国间的意见分歧。在成为既成事实之前，投资者不能确定政府履行承诺的能力，但抱有一定希望。高层的努力清楚表明，有关承诺无法充分得以履行，至少当时无法履行。显然，“尝试但失败了，总比根本不试强”的说法不总正确。

- 第三，金融投资者对财政整顿和经济增长的反应是矛盾的。

他们对财政整顿消息作出积极的反应，但在财政整顿导致经济增长放慢后（这种情况很常见），又作出消极的反应。基金组织正在进行的一些初步估计表明，财政整顿及其导致的经济增长放慢，二者合起来的效果最终很可能是使政府债券风险利差上升，而非下降。如果政府认为它们不得不回应市场，它们可能会以过快的步伐进行整顿，即使是从债务可持续性的狭窄视角来看。

我在这里应该明确一点。大规模财政整顿是必要的，债务水平必须下降。但是，正如安格拉·默克尔所言，财政整顿应当是马拉松，而不是短跑。若想使债务回到审慎水平，需要花二十多年时间。在这方面有个谚语：“慢而稳者胜”。

- 第四，看法筑就现实。不管是对还是错，概念框架是随着事件发生变化的。一旦发生变化，就无法再变回去。例如，意大利在今年夏天没有出现太多情况。但是，一旦意大利被认为处于风险之中，这种看法就会持续存在。而这种看法很要紧：一旦“实际资金”投资者离开市场，他们不会一夜之间再回来。另一个例子：今年下半年，在改变欧元区经济状况方面，没有出现太多情况。但是，一旦市场和评论人士开始提到欧元区的崩溃，这种提法就一直存在，不会轻易消失。许多金融投资者正忙着研究，如果欧元区崩溃，他们将采取什么战略。

综合分析以上因素，你就知道为什么今年年末的状况比年初糟得多。

是不是完全没有希望了？不是，但现在重新启动复苏将比一年前更困难。为此，需要实施可信而现实的财政整顿计划；需要提供流动性，避免出现多重均衡；需要的不仅是宣布计划，还要实施计划；需要有关各方开展更加有效的协调。

我希望这些目标能够实现。否则，结果就太糟糕了。