

系统的 断裂

修复被损坏的世界经济

Olivier Blanchard

世界经济正面临着60年来最严重的危机。在21世纪的最初5年，有利的环境使得投资者、企业和消费者都认为这种光明的前景是永远不变的，从而低估了风险。房屋和其他资产价格猛涨，风险资产被创造出来并到处出售，就好像它们没有任何风险，而杠杆率也在提高。所以当房屋价格下降，次级抵押贷款和建立在它基础上的保险出现问题时，危机就开始酝酿。在全球一体化加速、金融机构间的相互联系越来越深入复杂的背景下，危机很快在资产、市场和经济体之间蔓延。剩下的事只能交给历史来做，或者更确切地说是正在构造中的历史。

来看看我们今天处在什么境地。如果有好消息的话，我们已经从金融大灾难的悬崖边退回了一步。在今年10月份，面对似乎濒临崩溃的金融体系，大的发达经济体宣布了一系列连续的救市措施。除了注入流动性，政府着手启动收购不良资产的方案，调整金融机构的资本，并提供充足的担保。无可否认，这些措施的实施很复杂，而且实施的效果还远不尽如人意，政府在摸着石头过河。金融市场在这个时候所传达出的信号是这些措施对处理危机有所促进，但

还远不是宣布胜利的时候。的确，当金融危机在发达国家有所缓和时，它又开始吞没新兴市场经济体。尽管不是由于这些国家自身的原因，但是许多国家面临经济突然停滞、汇率的压力以及金融系统瓦解的危险。

而坏消息是，随着发达国家政策制定者在金融方面采用了合适的措施，金融危机开始对实体经济造成更急剧、更深入的影响。金融机构的去杠杆化已经使居民和企业贷款成本加大，造成金融甚至实体经济部门的经营困难。更为重要的是（至少从量化的影响来看），全球企业家和消费者失去了信心。对出现如同20世纪30年代的持久深入的经济衰退的担心，已经触发了对就业保障、储蓄和信贷的担忧。结果，消费大幅度下降，企业投资缩减，失业率迅速上升。

这些情况的发生，尤其是过去两个月信心的崩溃，使得IMF对其2008年10月份的《世界经济展望》做了修改，大幅下调了对经济增长的预测。我们现在预测发达经济体2009年产量将会减少2.5%，这将是第二次世界大战以后发达经济体首次年度产量减少。基于房地产价格会在2009年回升的预期以及去杠杆化会在未来减速，我们预计发达国家



经济会在2010年恢复经济正增长。我们预测因为全球增长前景黯淡、商品价格猛涨以及趋紧的金融状况，新兴经济体和低收入国家的经济增长也会放缓，任何独善其身的希望都破灭了。

我们对这些预测有多大信心呢？回答是不是很有信心。往好的一面说，消费的减少不是因为悲观本身，而是不确定的结果——消费者和企业也许推迟了消费和投资，直待看到明确的好的经济前景。不确定性的减少会刺激更大的消费和投资需求，从而使得产出的增长比预计的恢复更快。往不好的方面说，产量的减少会使金融机构的资产负债表恶化的程度比想象的严重，这是一个明确的风险。以上会导致信贷的进一步缩减，造成更大量的破产和经济活力的进一步恶化。

20国集团11月份的华盛顿峰会就是在这样的环境下召开的。政策制定者总体上的议程以及IMF特定的议程都很简单：首先，先扑灭当前的火——确定并采用相应政策，控制当前发达国家、新兴经济体和低收入国家的经济危机。第二，对如何尽可能避免目前危机的再现做前瞻性思考。让我分别就这两方面来进行阐述。

当前的政策

我们在短期内需要做的事情即使说不是很简单，也是很明确的。政府必须在两个方面对危机做出回击。它们必须贯彻并更新在过去几个月内应对金融危机所采用的政策。并且，它们必须用强有力的措施维持需求，阻止产量的下降，重新恢复信心和私人支出。

在第一方面，我早前就认为组织动员流动性备用金、购买资产、调整资本结构以及提供担保的政策框架大体上是合适的。而政策的实施则具有内在的复杂性，显得比较困难。政策的变化和未来政策的不明确，在某些情况下正在使事情变得更坏而不是更好。只有到这些政策措施被清晰地阐述、游戏规则被更清楚地制定出来，私人投资者的热情才会被激发出来，而当前这种状况则使危机恶化，拖延了金融系统的调整。

第二方面，很清楚责任必须落在财政政策上。当

一些国家，明显的比如在欧洲还仍然有放松货币政策的空间，而其他国家——特别是美国和日本——已经把利率降到了很低的水平，而实际利率已经随通货膨胀的降低而上升。

因此，扩张性财政政策在当前扮演了最重要的角色。那么财政政策扩张的规模以及哪些国家应该提供财政刺激呢？我们的结论是，全球财政扩张应该占全球GDP的大约2%。假设乘数为1——如果财政刺激正好达到目标，则这就是一种保守的假设——财政扩张会转化为使全球经济增长提高两个百分点，从而大大降低全球经济陷入深入衰退的风险。但是为了避免溢出效应，那么很重要的就是，即使不能相互协调，过去低债务比例和严格的政策下具有充分政策空间的所有国家都应实行财政扩张。这里很重要的一点警告是：如果产出降低的幅度比我们现在预测的还要严重，那么财政扩张的规模必须比我们目前建议的还要大。原因是：在当下这个关键时刻，最重要的是降低陷入全面衰退的风险，并且减少经济衰退对今天私人消费投资的负面效应。

为后危机时期做准备

让我们转向未来。当危机消除时（如果我们可以想象这样一个时刻），政府必须解决两个重大的问题。

第一，它们会面对截然不同的财政状况。短期内为了拉动需求而积累的财政赤字会使长期内产生更高的债务，而且往往数额巨大。多数国家对问题机构进行的公共干预的规模和资产购买都会导致更高的总债务。但是由于它们获得的资产总额可能数额巨大，净债务的增长有可能比以前反而低得多。尽管如此，政府的财政状况也会改变很多，从而需要采取更加灵活的财政政策立场。

第二，在一些国家，金融领域的状况会变得截然不同，金融部门会得到大大加强，政府在其中的参与也会加大。政府会面临一系列关于如何界定自己在金融部门的作用等问题。这里，政府的目标是保持与私营机构处于平等的竞技场上，逐渐使金融机构回归私人手中。过去很多银行危机的经验为如何做好这件事提供了指导。

完善监管，避免重蹈覆辙

这次危机暴露出当前国内和国际监管结构的缺陷。因此，我们面临的挑战是设计新的规则和制度来减少系统性风险，而不是强加没有必要的负担或者

阻碍创新。贯彻是需要时间的；而设计已经开始，并且会由20国集团会议上产生的工作小组进一步加以研究。而改革的轮廓已经清晰可见。

测量系统性风险需要更充分透明的信息。这意味着需要重新审视透明度、信息披露、报告制度以及通过更广泛规模的机构收集信息，包括保险公司、对冲基金、表外经济实体，这些都是目前没有做到的。限制系统性风险也意味着要进一步扩大当前的监管范围，用来换取更宽泛的流动性备用金的获取渠道。

微观层面和宏观层面都需要更新更好的国家规则。反周期的谨慎的宏观经济政策似乎有希望成为减轻系统性风险的有利措施。这些政策的实施需要伴随金融基础设施的健全来抵抗危机——这正是形成这次危机的主要因素——包括通过更多的使用集中清算中心和有组织的交换，并为解决单个机构的问题而建立更坚实的框架。

国际体系和IMF潜在的作用

这场危机让人们很清晰地看到金融体系是全球性体系，各个国家之间有很强的相互作用。最初起源于美国的危机现在已经蔓延到全球。各国的政策制定者不能仅仅从本国的立场出发制定政策：它们如何决策不仅仅取决于自身的监管结构，而且取决于其他国家的监管结构；不仅取决于国家层面的系统性风险，而且取决于其他地区风险的组合。在全球范围内监管风险变得非常重要。国际货币基金组织似乎最适合承担这项工作，它可以与中央银行以及其他国际组织协调合作。这意味着扩大全球监管的范围，而这是我现在就要开始着手的工作。

危机也使我们清楚地看到建立国际流动性备用金的必要性。在目前的危机下，这种支持的必要性已经通过特别的双边互换协议来实现，它涉及到一小组国家。全球流动性的备用金也可以得到改善，办法是通过IMF新的短期流动性便利基金，或者建立多边结构，以使IMF得以通过其他成员国和官方债权人，共同为流动性备用金融资金。

最后，这场危机表明，在这个大而多变的资本流动的世界，处于危机中的国家需要一个渠道来获取比过去更大量的资金支持，这笔资金比IMF目前所能提供的量更大。扩大IMF的资金来源就变得十分必要，惟有如此，它才可以更好地履行有助于确保全球金融稳定的使命。

Olivier Blanchard, IMF首席经济学家兼经济顾问。