



# 前景展望

Carlo Cottarelli 和 José Viñals

## 各国政府现在 必须开始制定 与复苏相适应 的经济战略

目前全球经济开始呈现出改善的迹象——正如隧道尽头的光亮，但是前景依然极不明朗。尽管现在就放弃应对经济危机的政策还为时尚早，但开始针对经济复苏制定战略至关重要。如果不能做到这一点，不但会影响对经济前景的预期，还会削弱现行的财政和货币支持政策的成效。

各国财政当局和中央银行当前应对全球经济衰退的方式，一是弥补消费者和企业不断下降的需求，二是为金融业和其他关键行业提供有力支持。这使它们的资产负债表的规模不断扩大，并且风险与日俱增。

不仅应对危机的政策恶化了公共部门资产负债表，人口老龄化导致的健康和养老金支出的增加也令公共债务激增，发达国家的这种状况尤为显著。眼下不断增加的债务已令各国十多年来为应对人口老龄化而强化公共预算的努力付之东流。宽松的货币政策以及非传统的央行政策措施可能对于防止金融行业

崩溃起了至关重要的作用，但是大规模收购不良资产已经使众多中央银行面临潜在亏损的风险，而且这其中某些政策措施所具有的准财政性质也可能会威胁央行的独立性，对其造成政治压力。

这种状况对于针对经济复苏的政策意味着什么？第一，由人口老龄化所带来的财政问题必须得到强有力的治理；第二，必须维护甚至强化中央银行控制通货膨胀的能力；第三，政策必须通过恢复私人部门对金融业和其他行业的控制来促进竞争并提高生产率，从而带动经济强劲和可持续的增长。

### 史无前例的财政问题

三个因素导致了各国财政状况的重大削弱：

- 与危机前的预测相比，未来几年经济活动将大幅减少，经济增长放缓；
- 一揽子财政刺激方案；
- 为支持金融业所实施的政府干预。

根据2009年7月份的《世界经济展望最新预测》，2014年发达经济体债务与国内生产总值(GDP)比率将由2007年的75%增长至115%。根据该预测，到2014年，G7中除加拿大之外，其余六国（法国、德国、意大利、日本、英国和美国）债务与GDP的比率将接近或超过90%。

这种公共债务的激增在和平年代是前所未有的。20世纪30年代曾出现过类似情况，但那时债务与GDP比率的初始水平较低（如1929年美国公共债务与GDP的比率约为20%）。此外，20世纪30年代的人口趋势也是有利的。

在发达经济体迅速增加的债务中，只有相对很小的一部分（目前为GDP的6%）来自政府的财政支持措施。大部分的债务增长源自政府的财政刺激方案以及特别是与经济衰退相关的税收损失和资产价格的崩溃。因此，单纯依靠取消财政支持措施不能解决当前的财政问题。

## 财政风险

如无法解决债务不断攀升的趋势，人们将出现这样的担忧，即最终债务将通过通货膨胀来摆脱，否则违约在所难免。利率将随之走高，从而恶化财务状况并潜在地遏制经济复苏，债务期限将缩短，同时出现再融资危机。在对货币贬值风险比较敏感的地区，这些担忧将尤为严重。

来自主要发达国家通胀指数债券的共识性预测和预期指标显示，通货膨胀预计在今后10年将维持在较低水平。同时，尽管几个月来政府证券的利率一直在增长，但其同样处于低位。然而市场反应常常带有滞后性和突发性，所以目前良性的市场反应无法确保未来的经济走向。

一些评论家表示，通货膨胀（如果经济复苏开始后中央银行无法及时收缩资产负债表并收紧货币政策的话，那么就将出现这种情况）将有助于减轻债务负担。不过，高通胀将引发其自身的极大扭曲，而再次降低通胀率的代价高昂。此外，一位数的通货膨胀率并不能对债务的真正价值产生多大影响，如果当今后几年政府再融资使较高的通胀预期表现为较高利率的话，情况将更是如此。简言之，以低通胀率形式表现的物价稳定是一项关键的公共物品。保持物价稳定对支持可持续发展的经济相当重要。

## 中央银行果断行动

提供流动性及其他金融支持的果断的银行措施有

助于遏制金融部门的崩溃，并防止破坏性的通货紧缩。各国中央银行已大幅降低了政策利率。通过流动性供应措施，各国央行延长了债务期限，扩大了担保品和交易对手的范围，从而保证准备金顺利流入市场。

**“政策必须通过恢复私人部门对金融业和其他行业的控制来促进竞争，从而带动经济强劲和可持续的增长。”**

中央银行还采取了各种由资产主导的，且时常是非常规性的举措，这都是为了应对某些短期利率接近于零的情况，并抵御市场的严重扭曲，这一点尤为体现在2008年9月雷曼兄弟破产后，银行准备金余额需求大幅提高之时。值得注意的是，非常规工具包括定量宽松与信贷宽松两种。本次金融危机中采取的定量宽松由政府证券的购入组成，以降低较长期利率，而信贷宽松包括私营企业资产的购入，以冲抵一些特定市场信贷息差的扩张（例如，央行成为严重萎缩的商业票据市场的最后购买人）。在一些国家，定量宽松与信贷宽松的综合作用对央行资产负债表产生了极大的影响。例如，截至2009年6月底，美联储的资产负债表规模增加了一倍多，英国央行的资产负债总额约为两年前危机爆发时的三倍，两者的规模都几乎达到了该国GDP的15%。欧元体系国家的资产负债总额增长了约50%，达到GDP的20%。

## 货币政策面临罕见问题

无论通货膨胀压力上升的风险来自于国内需求、商品价格，抑或成为汇率变动的一种反馈，中央银行都可能面临其与经济走势持续疲软时对金融稳定性的担忧之间的矛盾。

非常规工具的广泛采用使货币政策的制定与传导变得复杂化。通常，单一的工具（如短期利率，通常为银行拆借利率）被视作央行政策立场转变的信号。但由于央行采取了诸多非常规措施，评估货币政策整体立场的难度更高了。在一些国家，如果在市场并未完全恢复时通胀压力再次抬头，这一难题将贯穿于经济复苏的初期阶段。因此，即使利率上升，一些非常规工具仍将继续得到采用。

因此，中央银行在一些相关领域将面临重大挑战：决定扭转宽松政策的时机和程度；决定央行未来资产负债表的状况；与财政当局及其他央行的合作；与公众的沟通战略。此外，尽管货币政策的首要任务

是维持物价稳定，但对于央行如何适当地发挥保证金融稳定的作用尚有很大争议。

## 回归常态

随着经济复苏，回归常态至关重要——不仅是政府债务与央行资产负债表头寸要回归常态，各机构的责任承担也需回归常态。为降低今后爆发危机的可能性，必须在经济稳步复苏时立即进行财政调整，包括养老与医疗保障改革。停止央行干涉，同时补偿给政府预算带来的相关损失，这将使央行有能力控制通货膨胀。

## 需要更严格的财政约束

未来二三十年需要对财政进行调整的规模几乎会是空前的，对负有最高额债务的国家尤其如此。IMF 财政事务部的一项研究表明，负债额更高的发达国家（2014年债务与GDP比率超过60%的国家）必须自2014年起每年保持4.5%的平均基本盈余（即收入减去利息支付前的支出），才能在2030年将债务与GDP的比率降到60% (Horton、Kumar和Mauro，2009)。

财政调整需要对养老及医疗补贴进行改革，这两者将成为今后几十年财政支出的主要压力。人口老龄化带来的未来支出的净现值已超过危机所需财政支出的10倍。这方面的政策措施面临政治上的困难，并需要做进一步的技术性基础工作，但此类措施势在必行。诸如提高退休年龄等举措能够对未来公共支出的净现值产生重要影响，同时也无损对总需求的财政刺激作用。

除养老及医疗保障外，财政调整还应涉及更大范围内的收入与支出。不同国家因所处形势与政策倾向不同，财政调整方式的选择也各异，但仍存在若干共同的主题。在支出方，财政刺激措施一定不能永久化。在收入方，扩大税基是第一步，而税收结构的调整可能将比以往更加重要。在这一点上，外部调整型税收（如碳排放税）将会是主要的优先选择。此外，各种制度安排（如中期财政框架、财政责任法规，财政规则等）与财政委员会都将支撑财政调整，作用的大小取决于不同国家的情况。

政策还应确保危机时所获取的资产的价值得以充分体现。国家当局有时可能需要进行权衡：是一旦收购的银行或公司恢复盈利，就迅速向私人部门出售资产，还是采取最终可能为政府预算带来更大收益的更为渐进的方式。

经济发展应置于首位，因为其可以改善国家的债

务状况。经济在10年中每年增长一个百分点（支出保持恒定并假设税率为40%），就能够使公债降低的额度达到GDP的24个百分点。此外，如果经济在今后10年能够保持过去20年的平均水平，那么平衡预算（尽管这是一个富有挑战性的目标）就足以使一国的负债与GDP比率从100%降至60%。然而，今后10年左右的经济增长无法得到保障。危机可能将令潜在增长率低于过去10年，人口趋势的负面情形同样也可能制约经济增长。因此，通过改革促进潜在经济增长至为关键。

“央行保证物价稳定的能力对强有力的经济增长十分关键，而经济发展本身也是央行的目标。此外，物价稳定才能保证债务的可持续性。”

从正面来看，债务动态学的基本算式表明，无论时间起点于何处，债务与GDP比率最终将只取决于经济增长和赤字与GDP比率。因此，尽管目前负债头寸较高，但促进经济增长与抑制预算赤字的努力最终还是能够达到良好效果。

## 货币政策的挑战

央行保证物价稳定的能力对强有力的经济增长十分关键，而经济发展本身也是央行的目标。此外，物价稳定才能保证债务的可持续性。虽然通货紧缩会产生负面影响，加剧经济衰退，但是如果通货膨胀率高于与物价稳定相一致的水平，那么通货膨胀同样有可能不利于经济增长。

短期来看，关键是要稳定金融部门与实体经济。但一旦危机有所缓解，随着包含不良资产的资产负债的增加，央行维持物价稳定的能力就将有所削弱：

- 大量的超额准备金可能导致信贷的迅猛增长及通胀压力；
- 某些资产难于满足货币政策及流动性管理的需求；
- 对定量工具的依赖将令市场难以判断货币政策的立场；
- 亏损和“准财政”措施将引发政治方面的压力，从而削弱央行的独立性。

## 策略的关键因素

央行退出策略的关键要素按优先级排列如下：控制并终止非常规措施；重建资产负债表；收紧银根



准备金融工具；为控制预期制定并传达政策。

**非常规措施：**一些非常规措施仅在危机时才有合理性，在经济状况恢复正常时应停止使用。对超额准备金的需求也会自动下降。其他的资产负债表头寸需要更为积极的管理与政策。

在定量宽松政策下购买政府证券目的是降低长期利率。直接出售会增加政府的借贷成本，因此确定出售时机是重中之重。如果政府债券可以用于公开市场操作以制约流动性过剩，那么就无需急于出售，因为持有长期证券对许多国家的央行而言十分正常。

信贷宽松计划（通过购买私营企业资产以冲抵信贷息差）是最应当限制实施时间的。与定量宽松一样，大量的信贷宽松逐渐减少可能意味着货币政策的有效收紧。同理，对时机的把握需要评估总体经济情况。

信贷宽松造成的最大困难源于央行所持有的私营企业证券，这些证券一般难以变现，价值无法确定。这些资产可能无法用于正常的公开市场操作，并可能在通胀压力再现时，拖累对流动性的控制。此外，这些资产还将可能是央行亏损的首要原因。

**重建资产负债表：**一些央行所持有的大量非常规资产头寸将提高市场与信用风险。这些头寸带来的损失可能造成一些央行的净资本头寸为负。信用风险可能成为现实，无论其是由信贷宽松计划还是风险更高的担保品所引起。市场风险主要来自所购买的低收益的长期资产，当利率上涨时，这些资产的价值可能会减少。

各央行需依靠其资产负债表的结构来决定合适的应对措施。如果资本为正，且运营整体盈利，则资产负债表将得到强化。但是如果信贷损失巨大，政府则必须向央行注入资金，对其再资本化。不然，一个财务状况薄弱的央行将更加容易受政治压力影响，在采取必要措施时更加迟疑，并对物价稳定带来严重影响。

**准备收紧货币政策：**各央行必须重新控制流动性并重定短期政策利率，后者是决定货币政策立场的重要工具。这样，在时机到来时，央行能够准备好收紧银根。

一旦经济从危机中复苏，银行可能仍然持有大量多余的流动性，这些资金必须重新被央行吸收，以遏制信贷增长和通货膨胀。为此，中央银行可以运用多种金融工具和措施，包括回购协议（出售国债并同意一定期限后回购，且体现在账目中），发行央行票据，并提高对在央行的银行准备金的补偿。

增加对准备金的补偿很重要，但对常备储蓄便利这种形式的依赖也是有风险的，因为其将削弱对银行同业拆借的激励。由于中央银行普遍采用银行同业拆借利率作为政策利率，同业拆借市场的萎缩将减小利率变化对更广范围的经济的影响，这是制定货币政策

必须考虑的因素。

大力实行信贷宽松政策的央行可能持有无法在公开市场交易的长期资产，因此，必须通过定期存款或发行央行票据重新吸收流动资金。

最后，一些央行需重点收紧抵押政策，以减少未来亏损的风险，避免市场扭曲。这需要仔细规划，以免市场遭受突然冲击。

## 信息传递

现在收紧财政和货币政策还为时过早，但各国政府现在应着手制定和传达其确保财政偿付能力的策略和提案性措施，以此来引导并确定预期。必须向市场确保长期的问题将得到解决，而财政政策在经济复苏时将会收紧。此外，一些对总需求无负面影响的行动可以立即付诸实施，如进行制度改革，以完善财政透明度和中期财政框架（如对削减中期财政赤字做出可信承诺）。

如果市场相信货币政策可以抑制通胀，市场就会做出积极反应。危机爆发伊始，市场经常对货币政策的立场感到迷惑，为确保金融稳定或缓解流动性状况而推行超常规措施有时也会模糊货币政策立场。为避免央行退出市场时再出现这种迷惑，其需要明确地传递信息，关键在于对政策立场以及为落实立场而采取的措施加以区别。中央银行使用统一的术语将对此有所助益。

## 国际合作是成功退出的关键

为确保在退出过程中各国财政和货币政策保持一致，我们需要开展国际合作，积累并共享危机爆发迄今积累的经验。金融危机在各发达经济体几乎同时爆发，这有助于各国在采用一些未实施过的政策措施时展开协作。不过，各国经济复苏可能并不同步。因此，确保国际宏观经济政策的一致性可能会更加困难。各国具体形势不同，其政府对政策立场的考虑也随之各异。■

Carlo Cottarelli是IMF财政事务部主任；José Viñals是货币与资本市场部主任兼财务顾问。

参考文献：

Horton, Mark, Manmohan Kumar, and Paolo Mauro, 2009, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor," IMF Staff Position Note 09/21 (Washington: International Monetary Fund).