



维持全球经济

经济复苏已经开始。保持这个势头需要国内和跨国之间的精密的再平衡措施。

奥利维尔·布兰查德 (Olivier Blanchard)

在正常的经济衰退中，不管其对工商业和就业的破坏性有多强，人们总是可以预见到经济的反转。然而当前的全球经济衰退却一反常态。

通常，为了抵御经济衰退，中央银行会降低利率，这会带来需求和产出的增加。人们恢复购买家用电器和汽车这样的耐用商品。企业重新上马之前延迟的投资项目。大多数情况下，汇率贬值会刺激出口，因为出口产品变得更加便宜了。衰退中低于正常值的经济增长率有时也会让位于高于正常值的增长率，直至经济回到正常的增长轨道。

然而当今世界并非陷于一场惯常的经济衰退。经济反转将不会那么简单。危机已经带来了深深的创伤，这将在之后的许多年里影响供求两方。

供给方面的问题

经济系统的某些部分已经破碎。一些在正常衰退中不会破产的企业倒闭了。发达国家的金融体系出现部分机能失调，而且需要很长时间才能摸索出新的发展之道。与此同时，金融中介——以及，我的意思是，对于经济增长至关



复苏势头

重要的资源再分配过程——将遭到削弱。在新兴市场国家，这场危机中大幅下降的资本流入在未来数年中可能无法充分回流。世界需求的组成发生了变化，消费从发达经济体转至新兴经济体，这可能也将带来生产结构的变化。对于几乎所有的国家来说，危机增加了财政负担，更高的税收不可避免。

这意味着我们可能无法回到原有的增长路径，如今的潜在产出可能将低于危机前的数值。

潜在产出究竟下降了多少？这是个很难回答的问题：我们看到的不是潜在产出，而是实际产出。然而，历史证据令人不安。IMF即将出版的《世界经济展望》研究了众多国家在过去40年间的88次银行业危机。从中提炼的证据表明，尽管各国情况千差万别，

但结论是：平均而言，产出并未回到原有趋势的路径，而是永久地低于该值。

可能的好消息是趋势本身似乎是不受影响的，危机永久降低了产出水平，但没有降低增长率。所以如果过去是序曲，那么世界经济有可能将恢复旧有的增长率。但通常的复苏特征——高于平均水平的经济增长时期——有可能仅是昙花一现抑或根本不存在，发达国家尤为如此。

需求方面的问题

然而由于需求存在问题，仅仅是实现“正常”的经济增长都可能相当困难。各类预测表明：接下来的

几个季度，绝大多数国家（包括发达国家）将实现正增长。

但对此需要补充说明两点：

- 经济增长的强度将不足以降低失业率，预计明年某个时点之前失业率仍将上升。

- 这些关于经济正增长的预测大部分是基于财政刺激和企业存货的恢复，而不是基于强劲的私人消费和固定投资支出。迟早有一天，财政刺激将逐步结束，而存货调整也将自然终止。

“未来我们需要两种再平衡措施。

第一，从公共支出到私人支出的再平衡。第二，跨国总需求的再平衡。”

接下来的问题是：如何保持经济复苏的势头呢？

未来我们需要两种再平衡措施。第一，从公共支出到私人支出的再平衡。第二，跨国总需求的再平衡，包括美国从国内需求到国外需求的转移，相应的，世界其他地区（尤其是亚洲）从国外需求向国内需求的转移。

公共和私人支出的再平衡

应对危机的财政政策增加了政府支出、降低了税收，并且允许财政赤字的大幅上升。鉴于私人需求已经崩溃，而且无法将利率降至零以下，政府显而易见地采取了正确的政策回应。但巨额的赤字导致债务的迅猛增长，而由于许多国家的债务水平已经居高不下，这种增长不可能维系太长时间。只要巨额赤字的情况持续下去，债务稳定性就存在隐患。这又带来了长期利率风险，原因有二，一是预计政府借款者将挤出私人借款者，二是违约风险更高了。

财政刺激将持续多久？就其本身而言，大多数发达国家应该不可能坚持太长时间。G20中发达经济体的债务与GDP的平均比率在危机前已经很高，而预计未来几年将超过100%。（许多新兴市场经济体的情况完全不同，其初始债务水平要低得多，这给它们带来了更多的债务支出空间。）

“就其本身而言”是一个重要的限定。财政刺激是可以延长的，前提是在推出刺激政策的同时出台结构性措施，以限制未来应得权益计划（entitlement programs，其保证对符合法律规定的个人和其他实体给予特定福利待遇。——译者注）的增长——无论是来自医疗卫生成本的上升，还是来自人口老龄化对

养老金的影响。这里的权衡取舍是相当诱人的。IMF的评估认为，权益计划未来将导致的财政成本的增加将是此次危机所耗财政成本的10倍。因此，即使是对权益计划增长率最适度的削减也可以换来继续实施刺激政策的巨大财政空间。

但最终财政刺激政策将逐渐淡出，私人需求必须取而代之。这种需求的来源——是来自消费还是投资——是一个至关重要的问题。

跨国需求的再平衡

美国不仅是危机的发源地，也是任何世界经济复苏的中心。消费占美国总需求的70%，而它的下降是此次危机中产出下滑的短期原因。美国家庭储蓄与可支配收入的比率已由2007年的近0%上升至目前的5%左右。储蓄率有可能回落至2007年的水平吗？这既不可取，也不可能。

一方面，去年储蓄的某种上升可能反映出消费者的观望态度，一种静待前景明晰的心态。另一方面，当产出和收入上升时，储蓄率也倾向于上升。即使金融财富恢复到危机前水平——以房地产衡量（这一点似乎既不可取也不可能）或以股票衡量——且产出回到趋势路径，美国消费者可能仍将增加储蓄。这是因为危机更使其意识到尾部风险——一些不太可能发生的事件，然而它们一旦发生，将带来严重后果。

此次危机之前，有两种观点被广泛接受，第一种观点是房价几乎很少下跌（这种信念也是造成这次危机的主要原因）；第二种观点则基于更有力的历史证据，该观点认为投资者可以预期股票的平均年收益率为6%。去年股票市场的下跌显示我们不能将这种收益率视作理所当然，而为了确保退休生活的稳定，我们可能需要增加储蓄。因此至少在他们忘记此次危机的教训之前，美国消费者都应该会增加储蓄。最好的猜测（这种观点目前略有增加）是美国家庭储蓄率将至少保持在目前的水平上。这意味着相对于危机前的时期，消费与可支配收入的比率出现5个百分点的下降，或者说消费与GDP的比率下降了约3%。简单来说，美国总需求的3%以上将来自别处，而不是消费。

会来自于投资吗？这同样不太可能。在危机发生前的几年间，住房投资占GDP的百分比已经过高，而且消化掉目前积压的住房将需要很长时间。在积压消化之前，房屋投资将在低位徘徊。固定资产投资占GDP的百分比会在危机后高于往日吗？或许不会。产能利用系数正处于历史低位，在经济复苏之前这种情况还将持续。尽管银行现在可能有了偿债能力，但其仍将收紧信贷，而从紧的贷款标准有可能在一段时间

内继续沿用。低效的金融中介不仅将影响供给方，还将影响需求方。再一次的，“无信贷”复苏的历史证据表明投资将长期低迷。

低利率起作用吗？

目前看来，似乎在任何给定的利率水平下，美国的国内私人需求将长期不振，低于危机前的水平。但需要注意的是“在任何给定的利率水平下”这一限定。这可能带来某种乐观主义。与危机前的几年相比，短期无风险利率降低了。在危机前的三年中，美国国债平均名义利率为4%，而平均通胀率为3%。这代表实际的（即消除了通胀因素的）利率为1%。如今，美国国债利率大体上为零，而通胀预期固定在2%左右。这表明实际利率大概是-2%，即低于危机前水平3个百分点。只要美联储需要，它就能令政策利率（联邦基金利率）为零，由于对通胀的预期更可能是上升而不是下降，所以实际利率很可能依旧为负。一个古老的经验法则告诉我们，实际利率降低1个百分点，而且预期这种情况将持续一段时间，那么将导致总需求提高约1%。实际利率下降3个百分点可能会充分抵消消费者和企业的谨小慎微，从而保持经济复苏的势头。

但事实可能不是如此。对需求而言，重要的不是政策利率本身，而是消费者和企业的贷款利率，而事实表明后者常常远高于政策利率。举例来说，美国BBB级债券的风险溢价比危机前高了近3个百分点。对风险更高的敏感性可能是本次危机的持久的遗产。（大萧条导致股票风险溢价的大幅上升，这种情况延续了将近40年。但大萧条持续了很长时间，而本次危机似乎不可能产生同样的心理影响。）更高的风险溢价随后可能（至少部分地）抵消更低的政策利率。美国的决策者不能指望单靠压低利率来维持该国的经济复苏。

亚洲起作用吗？

如果美国的经济复苏即将开始，如果其财政刺激措施必须逐渐淡出，如果其国内私人需求低迷，那么美国的净出口必定上升。换言之，美国的经常项目赤字必定下降。这代表世界上目前拥有可观盈余的其他地区必须降低经常项目盈余。这种下降将来自何方？

很自然的，我们首先会联想到那些拥有巨额经常项目盈余的国家。其中最突出的是亚洲国家，而亚洲国家中最突出的当属中国。从美国的角度看，中国经常项目盈余的减少将有助于提高需求并维持美国的经

济复苏。这或将导致来自美国的进口增加，其应该会有助于保持世界经济恢复的势头。

为何中国有可能愿意这样做？这是因为中国有其自己的利益：中国的经济增长一直基于靠出口带动增长的模式，这依赖于高储蓄率，且导致了较低的内需、较低的汇率，以及较高的外需。该模式一度非常成功，但也导致其积累了巨额的外汇储备，以及刺激消费的压力。高储蓄率反映了以下三点：社会保险缺失，家庭不得进行大量的预防性储蓄；家庭获得信贷的途径有限；公司的治理问题导致其保留了过高比例的收益。提供更多的社会保险，拓宽家庭的信贷渠道，改进公司治理不仅满足家庭和企业的要求，还将导致储蓄的降低和内需的扩大。如果需求的扩张受到供给方的限制，那么更高的内需可能为更低的外需所抵消，这意味着至少人民币的实际价值将上升。中国进口需求的上升和人民币的升值将可能提高美国的净出口。

“中国经常项目盈余的减少将有助于提高需求并维持美国的经济复苏。这或将导致来自美国的进口增加，其应该会有助于保持世界经济恢复的势头。”

其他亚洲新兴市场国家同样拥有大量的外汇盈余。它们的动机不一，有的积累外汇储备是将其看做保险，其他的则是因为出口导向型经济增长战略不可避免地影响了经常项目和外汇储备积累。其中许多国家有可能降低私人或公共储蓄（正如20世纪90年代韩国家庭储蓄巨幅降低所体现的那样），并允许本币升值。这将导致外需向内需的转移，以及其经常项目盈余的减少。

但它们的激励不如中国强烈。此次危机证明拥有大量的外汇储备是非常有用的。中央银行的换汇额度，以及多边信贷额度——例如IMF在危机期间创设的“灵活信贷额度”——可能将降低对外汇储备的需求。但换汇额度和信贷额度可能不会更新，因而无法提供像外汇储备那种层次的安全性。（正在建立的、旨在充分降低外汇储备积累的安排可能在长期相当可取，并有利于在短期和中期维持经济复苏。）因此，采取出口导向型经济增长模式的国家会对此项政策进行再评估，并赋予内需更高的权重，但所有这些变化或许都是渐进的。

为了对其重要性有个认识，另一个大致的估算是有用的。新兴亚洲的GDP约是美国GDP的50%（预计

该比率在2014年将升至70%)。所以,如果其所有的贸易往来都集中于美国,亚洲国家经常项目头寸的降低额将是其GDP的4%,这意味着美国的经常项目赤字将减少其GDP的2%(假设前提是消费与GDP的比值降低3%,再减去实际利率导致的1%的上升)。鉴于新兴亚洲的贸易并非全部集中于美国,调整幅度甚至有可能更大。这带来了一个问题,即其他国家是否能够和应该发挥怎样的作用。

非亚洲国家的作用

许多其他国家,包括一些发达国家,同样拥有经常项目盈余。例如,2008年德国的盈余是中国的一半(尽管现在正迅速减少);日本的盈余是中国的1/3。

打个比方,德国应该削减它的盈余吗?它不能遵循我们建议中国采取的相同的途径,即货币升值的同时降低储蓄。因为德国属欧元区国家,不可能独自决定货币升值。另外在需求方面,严重困扰德国的问题和美国的一样:其在财政方面的空间有限,而且我们不清楚让德国消费者减少储蓄是否可取或可行。然而,德国却可能改善其非贸易部门的生产力,这应该也正中其下怀。最终这将导致对非贸易品需求的重新分配,并降低其经常项目盈余。同样的建议也适用于日本。但是,因为这样的结构性改革在政治上有相当的难度,而且其成效是慢慢显现的,所以这种进程将是缓慢的——以至于无法为接下来几年的经济复苏提供充分支持。因此,如果再平衡即将到来,那么它将主要来自亚洲,再平衡的方式是储蓄的降低和亚洲各国货币对美元的升值。

没有出现再平衡将如何?

对世界各地情况的梳理带来了三个结论:

- 第一,此次危机可能将带来潜在产出的降低。我们不应将对经济复苏的增长率预期过高。
- 第二,美国和其他地区可持续的经济复苏需要从公共支出到私人支出的再平衡。
- 第三,可持续的经济复苏可能需要美国净出口的增加,以及世界其他地区相应的减少,这里主要指亚洲。

我们可以质疑这全部三个结论。

在供给方面,其对潜在产出的效应高度不确定。毕竟,尽管历史证据让人悲观,但某些国家已经在不经历对潜在产出产生明显影响的情况下摆脱了银行业危机(但从另一方面来说,一些国家不仅出现对GDP层

面的长久的负面影响,还影响到了它们的增长率)。

在需求方面,发达国家的财政空间可能大于预期,这使得美国维持赤字的时间比最近预报的更久,并且不会引发市场对债务可持续性的忧虑。如果真的如此,在需要的情况下,私人 and 公共支出的再平衡的进度可以更和缓,给予世界需求的再平衡以更多的时间。或者,美国私人需求可以更强劲:美国消费者可以重新回到老路上,并且减少储蓄。这或将有助于经济复苏,并且避免净出口的重大调整。当然长期来看,这样将再次引发导致当前危机的一些问题。或许世界还会出现两极分化局面——举例而言,亚洲能够恢复高增长,但发达国家的经济复苏步履蹒跚。不过,当前的危机和导致将美国的冲击演变为世界衰退的强大的出口联系体现出,两极分化尽管是可能的,但发生的几率不大。

“如果再平衡即将到来,那么它将主要来自亚洲,再平衡的方式是储蓄的降低和亚洲各国货币对美元的升值。”

但是,如果我们接受这种论点,即两种再平衡措施可能对保持经济发展势头都是必不可少的,那么下一个问题是它们是否将会发生。很显然,它们可能不发生,最起码可能不在所需的范围内发生。例如,如果亚洲不愿削减其经常项目盈余,而美国的净出口又无法持续改善,疲软的美国私人需求将使美国的经济复苏羸弱不堪。在这种情况下将出现扩大财政刺激的强大政治压力,直至私人需求恢复。

如果发生这种情况,我们可以设想多种情境:政治压力可能遭到阻碍,财政刺激措施可能逐步淡出,而美国的经济复苏将踉踉跄跄。抑或财政赤字可能持续的时间过长,导致债务可持续性问题和对美国政府债券和美元的担心,从而引发大量的资本流出美国。美元贬值或将发生,但局面混乱,导致其他的不稳定因素和高度的不确定性,这将导致经济复苏脱离正轨。

保持形成中的经济复苏势头有可能需要国内和跨国的精密的再平衡措施。对于这些问题和危险的理解,以及跨国间的某些合作,可能将在今后几年变得至关重要,因为我们正处于危机最剧烈的时期。■

奥利维尔·布兰查德是IMF的经济顾问和IMF研究部处长。