

## 概要

在经历严重的全球衰退之后，由于广泛的公共干预支持了需求并降低了金融市场的不确定性和系统性风险，经济增长转负为正。预计复苏进程将是缓慢的，因为金融体系仍然受到损害，来自公共政策的支持也不得不逐渐撤销，在那些遭受资产价格大幅下调的经济体中，住户将在面对高失业率的同时继续重建储蓄。在复苏奠定坚实基础之前，主要政策要求仍将是恢复金融部门健康，同时保持支持性宏观经济政策。然而，政策制定者需开始为有序调整异常公共干预水平做准备。

### 全球衰退正在结束，但未来复苏势头疲弱

在亚洲经济体强劲表现以及其他地区出现稳定或适度复苏的带动下，全球经济似乎再次呈现扩张势头。在先进经济体中，前所未有的公共干预已使经济活动稳定，甚至促使若干经济体恢复适度增长。在亚洲经济复苏带动下，新兴和发展中经济体普遍走在了复苏的前列。近期初级商品价格反弹以及支持性政策正在对许多新兴和发展中经济体起到帮助作用。新兴欧洲和独联体中的许多国家尤其受到此次危机的严重打击，这些经济体的发展普遍滞后于其他新兴经济体。

复苏步伐缓慢，经济活动依然远远低于危机前水平。在制造业反弹以及库存周期出现转折的带动下，经济出现回升势头，一些迹象表明，零售业销售正逐步稳定，消费者信心正在恢复，住房市场也更稳定。伴随前景改善，初级商品价格已从今年初的低位水平上再度回升，国际贸易也开始好转。

此次反弹的触发因素是先进经济体和许多新兴经济体所采取的强有力公共政策，这些政策支持了需求，同时也消除了对全球性衰退的担心。这些担心致使全球经济活动和贸易出现了自二次大战以来最严重的下滑。中央银行迅速采取应对措施，异常大幅度地降低利率，并采取非常规手段来注入流动性并维持信贷。政府启动了重大财政刺激计划，同时以担保和注入资本形式向银行提供支持。这些措施降低了不确定性，提升了信心并促使金融状况得以改善，许多市场强劲回升和国际资本流动出现反弹就是例证。然而，对于较低级别借款人来说，环境依然十分具有挑战性。更广义地说，正如2009年10月《全球金融稳定报告》所强调的，发生逆转的风险是市场的一个重大担忧，一些金融压力指标仍然很高。

展望未来，带动当前一轮反弹的政策力量将逐渐减弱，实际和金融力量虽在逐步积聚，但依然疲弱。特别是，财政刺激将减少，库存重建也将逐步丧失影响力。同时，消费和投资也只是正在缓慢恢复，因为许多经济体的金融状况依然偏紧。因此，在

2009年下滑约1%之后，全球经济活动预计将在2010年扩张约3%，这一水平大大低于危机前所实现的水平。这些预测表明，与2009年7月《世界经济展望》更新相比，预测数据适度向上修订。

- 2010年之前的大部分时间内，先进经济体预计将呈现疲弱扩张，到2010年下半年，失业率仍将继续攀升。继2009年经济收缩3½%后，预计2010年年增长约为1¼%。四季度同比数据更清楚表明经济活动正在复苏：从2009年四季度到2010年四季度，实际GDP预计将增长约1¾%，2009年下半年扩张幅度约为½%（年率），而上半年则下滑2%。
- 在新兴经济体中，2010年实际GDP增长预计将从2009年的1¾%达到近5%。此轮反弹受中国、印度以及其他若干新兴亚洲经济体带动。其他新兴经济体正在呈现适度复苏，复苏受到政策刺激计划、全球贸易和金融状况改善的支持。

经济增长的下行风险正在逐渐减退，但这仍是一个担忧。主要短期风险是复苏将停止。过早从宽松的货币和财政政策中退出似乎是一个重大风险，因为政策诱导下的反弹可能会被误认为是私人需求开始强有力地复苏。总之，脆弱的全球经济似乎仍容易受到一系列冲击的影响，这些包括油价上涨、H1N1流感卷土重来、地缘政治事件或保护主义重新抬头。

然而，短期风险并不只是表现为下行风险，近期金融状况改善超过人们预期证明了这一点。特别是，政策诱导降低了人们对经济活动会出现20世纪30年代那样的崩溃的担忧，相应地，金融市场情绪的强有力反弹可能也会引导许多先进和新兴经济体的消费和投资出现超预期的大幅增长。

中期来看，持续复苏仍面临其他重要风险，这主要是在先进经济体中。在金融方面，一个主要的担忧是，对那些被认为正应对此次危机负责的公司进行救助，公众继续对此表示怀疑，因此削弱了公众对金融重组的支持，从而为长期滞胀埋下伏笔。在宏观经济政策方面，最大的风险与财政状况恶化有关，包括因支持金融部门采取的措施。

## **2010年之后：重新平衡全球经济**

在中期内，实现可持续健康增长将关键取决于解决因危机和重新平衡全球需求格局而产生的供给中断。

### **降低潜在产出**

需重组金融公司、修复市场，以便为投资和劳动生产率持续增长提供充足信贷。同时，需在各部门重新部署劳动力。第四章历史证据表明，在以往金融危机过后，通常会对产出造成大规模的持久打击，虽然其程度难以确定，结果也大不相同。目前的中期产出预计的确比危机前大幅降低，这与潜在产出的永久损失一致。投资大幅度下滑，特别是在那些遭受金融和房地产危机打击的经济体中。伴随公司倒闭或重组，加之倒闭率上升，有效资本存量正在减少。此外，若干先进经济体的中期失业率预计仍将保持在水准。

### **重新平衡需求方面**

为进一步努力修复经济中的供给方面，还必须调整全球需求格局，以便维持强有力的复苏。特别是，许多采取用出口来带动经济增长策略以及具有经常账户顺差的经济体，则需更多依赖内需和进口。这将帮助他们抵消那些通常出现经常账户逆差并经历资产（股票和住房）价格崩溃的经济体内需减弱的影响，包括美国、英国及部分欧元区国家，以及许多新兴欧洲经济体。为适应需求方面的这一转变，供给方面也需要改变。这要求多方面采取行动，这些措施包括修复金融体系、改善公司治理和金融中介、支持公共投资、改革社会安全网以便降低预防性储蓄。然而，即使所有国家都强有力地承诺要沿着这些或其他方面进行改革，重新平衡全球需求的过程仍将是一个长期的过程，也需要得到提高汇率灵活性的支持。

### **政策挑战**

在复苏奠定坚实基础之前，即使政策制定者必须为最终调整异常的公共干预水平作准备，但主要政策重点依然是恢复金融部门健康，并维持支持性宏观经济政策。过早撤销刺激计划似乎是近期面临的一个更大风险，但是，制定危机过后的中期宏观经济策略是保持财政偿付能力信心、维持物价和金融稳定的关键。我们所面临的挑战是在过早调整公共干预（它将破坏在确保金融稳定和复苏方面所取得的进展），与过长地保留这些措施（它将构成扭曲的激励机制风险，并破坏公共部门资产负债表）之间寻求平衡。

### **紧缩宽松的货币状况的时机**

货币政策制定者面临的关键问题是何时开始紧缩以及如何调整庞大的中央银行资产负债表。这两个目标并不一定会造成重大冲突，因为尽管资产负债表仍比平时大很多，开始紧缩货币状况的工具依然存在。调整中央银行资产负债表积累的步伐，取决于市场状况正常化方面所取得的进展及现有干预类型。在紧缩货币政策时机方面，先进经济体和新兴经济体面临不同的挑战。在先进经济体中，中央银行（除个别外）有能力

在更长时间内维持宽松的状况，因为只要产出缺口依然较大，通胀仍可能减弱。此外，货币政策制定者需适应逐渐撤销财政支持所带来的影响。这一状况在新兴经济体中会呈现更大的不同；在一些新兴经济体中，比先进经济体更早地撤销宽松的货币状况可能是恰当的。在某些经济体中，防范新的资产价格泡沫风险可能要求提高汇率灵活性，以便有助于货币政策紧缩，从而避免从先进经济体输入过度宽松的货币政策态势。

正如2009年10月《全球金融稳定报告》所强调的，在许多经济体中，持续的中央银行支持至少到明年可能都是必要的，且调整某些中央银行资产负债表中积累的缺乏流动性资产可能还需要更长时间。同时，中央银行具有可利用的工具来吸收必要储备以紧缩货币状况。除短期挑战外，此次危机给执行货币政策带来了什么教训？历史证据表明，相对稳定的通胀和产出增长无法防范资产泡沫破灭给经济带来的重大冲击：产出和通胀是资产价格崩溃的较差预测指标。第三章表明，其他变量，主要是信贷增长和经常账户差额则是较好的预测指标，或许更值得货币政策制定者关注。因此，如果对国内需求和资产价格的担忧加大，货币政策制定者应考虑加大紧缩力度，而不只是出于在今后一两年中控制通胀目标的需要。本章还主张政策制定者应考虑通过引入有助于稳定经济的审慎宏观工具来补充通胀目标。宏观审慎工具具有直接作用于信贷周期的优点，因此可以帮助补充利率在稳定经济中所发挥的作用。然而，必须现实对待可实现目标的预期。

### **在保障财政可持续性的同时维持财政支持**

尽管许多国家都已拥有巨额财政赤字和日益增加的公共债务，但是，在复苏奠定坚实基础之前，必须维持财政刺激计划。如果经济增长的下行风险转为现实，那么现行计划可能需进一步扩大或延长。因此，如有必要，政府应随时准备出台新的举措。同时，一旦复苏奠定牢固基础，他们需承诺大规模削减赤字，并开始着手解决长期财政挑战，必须推进改革以便使公共财政更加可持续。削减赤字所取得的成就可能会受到更稳健财政框架的有利支持，包括适当的财政规则和强有力的执行机制。这样的框架和规则有助于在经济转好时控制支出压力，因此向投资者提供一定保证，即赤字和债务终将减少。这是再次为逆周期政策提供重要空间以及重建对金融市场的公共支持所必须的，这两方面也是应对未来冲击所必须的。

### **在改革审慎框架的同时愈合金融部门**

完成金融部门修复工作、改革审慎框架是恢复可持续增长所不可或缺的。重组金融公司活动是恢复正常贷款的关键所在。如在2009年10月《全球金融稳定报告》中深入解释的，这需要清理资产负债表、重新注资、以及与新融资模式和新审慎框架一致的新

业务计划。目前，在将受损资产从银行资产负债表中清理出去方面，进展十分有限。现在面临的主要挑战是持续的资产质量恶化问题。在此方面，官方压力测试是一项重要工具，通过压力测试可以诊断银行状况，以便为有生存力银行的重新注资和重组，以及为不可续存银行的审慎解决方案设计适当战略。在这方面，各国所取得的进展并不均衡，担心的一个来源在于，对重新注资提供支持面临政治障碍。必须阐明退出战略以便帮助指导市场。银行将在未来两年面临“期限围墙”问题，从而增加展期风险。在这种情况下，需逐步撤销计划，同时利用以市场为基础的激励机制来鼓励减少对公共支持的依赖。

在根本性改革方面，重大调整所取得的成就一定不能受到以下的损害，即人们日益相信最严重的危机危险已经过去、害怕本国竞争力可能会丧失，或担心最佳做法因技术原因无法实现。正如2009年10月《全球金融稳定报告》所强调的，尤其值得关注四个挑战。首先，需扩大监管范围并使之更加灵活，监管应涵盖所有具有系统重要性的机构，激励机制应不允许那些目前被认为“太大或太相关而无法倒闭”机构的进一步增加。第二，需通过提高金融机构透明度、披露以及治理改革来鼓励有效的市场纪律。第三，宏观审慎框架必须引导银行构建更大的缓冲，通过筹集资本并在经济景气时期做好准备，以便在经济糟糕时使用。第四，需改进国际合作与协调，以便充分应对跨境机构带来的挑战。

### **结构性与社会政策挑战**

在许多先进经济体，日益增加的失业问题将带来重大挑战。同时，贫困将继续对许多发展中国家构成挑战。第四章证据表明，金融冲击过后，失业率通常趋于大幅上升，并将在未来许多年仍保持在较高水平。限制工作消失程度将要求我们放慢工资增长，或者甚至削减许多工人的工资。这些必要调整对劳动力中较贫困人口的影响，可以通过所得税抵免或类似限制工资调整的社会反应计划而得以缓解。此外，更好的工作搭配和教育、培训可以帮助限制工作丢失和工资损失。在若干发展中国家（主要在撒哈拉以南非洲），贫困人口可能会显著增加，2009年撒哈拉以南非洲实际人均GDP出现10年来首次收缩。如果这些经济体要维持来之不易的宏观经济稳定成就，先进经济体继续提供捐助将极为重要。

2009年10月期《世界经济展望》第三章  
新闻发布要点：从资产价格波动中吸取的货币政策教训

作者：Antonio Fatas、Prakash Kannan、Pau Rabanal 和 Alasdair Scott

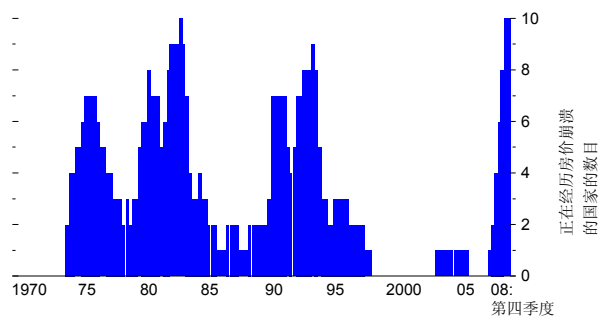
要点

- 货币政策制定者应更加重视宏观金融风险。这意味着更早、更有力地收紧银根，力图防止资产和信贷市场积累危险的过剩，即使通货膨胀看起来基本得到控制。
- 本章显示，过去的资产价格崩溃往往以信贷迅速扩张、经常账户差额恶化和大规模转向住宅投资为先兆。在通货膨胀通常得到控制的情况下，中央银行实际上包容了这种不断加剧的失衡，增大了发生破坏性崩溃的风险。
- 采用更广泛的货币政策方法具有挑战性。可能需要扩大职责和采用新的政策工具。政策制定者需运用判断，分析哪些因素在推动价格变动，并需酌情谨慎处理，避免代价高昂的政策失误。至关重要的一点是，预期需是现实的，因为区分不可持续和可持续的资产价格变动具有内在难度。

本章力求从近期经历的资产价格崩溃中吸取对货币政策的教训。本章分析历史证据，以判断资产价格崩溃前是否存在一致的宏观经济特点（见图1），考察货币政策在崩溃酝酿期的作用（包括最近一次危机），并提出以下问题，即货币政策是否应当不只负责商品价格通胀的稳定，如何实现这一目标，以及存在哪些潜在的取舍关系。

图 1. 房价崩溃

与股价崩溃一样，房价崩溃在过去 40 年里以相对有规律地频率发生。出现过几段集中时期（包括当前），许多经济体同时发生房价与股价崩溃。



来源：基金组织工作人员的计算。

本章发现，货币政策不是当前危机的确凿起因。有一些证据显示，在一些国家，当前危机爆发之前的若干年里，货币政策宽松，但这不太可能是全球经济高涨和随后崩溃的主要系统性原因。各国货币政策环境的不同与房价和股价增长的差异之间不存在很强的相关性（见图 2）。

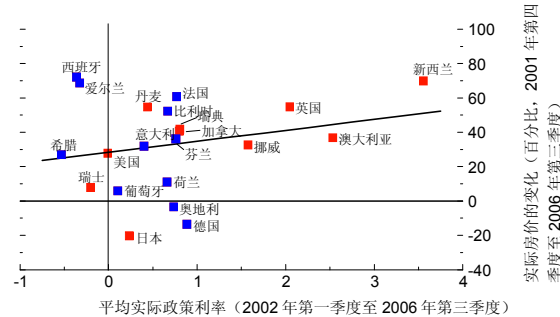
然而，在当前危机发生之前存在货币政策制定者本来可以注意到的警示信号。中央银行履行了它们的使命——当前危机发生前，先进经济体的通货膨胀保持在较窄的范围内。但是，中央银行包容了金融状况的松弛，增大了发生破坏性崩溃的风险。在资产价格崩溃发生前，信贷、投资占 GDP 比例、经常账户逆差和资产价格往往上升，这些是资产价格崩溃的有用的先行指标。相反，通货膨胀和产出通常未呈现异常行为（见图 3）。

因此，货币政策制定者应更加重视避免资产价格崩溃。基于模型的分析表明，若出现过热或信贷或资产价格泡沫迹象，可能有必要采取比正常程度更强的货币回应，以减轻宏观经济波动。这意味着更早、更有力地收紧货币政策，力图防止积累危险的过剩，即使通货膨胀看来得到控制。

实行专门旨在抑制信贷市场周期的随时间变化的“宏观审慎”工具能够为货币政策提供帮助。一些建议包括所谓的“动态拨备”，即金融机构在杠杆率上升时自动留出更多资本，或政策制定者能够酌情决定法定准备金。为达到最佳效果，应密切协调货币政策环境与宏观审慎工具。

图 2. 实际房价变化与实际政策利率

在具有共同名义货币政策利率的经济体，近年来实际利率较大幅度的下降伴随实际房价较大幅度的上涨。先进经济体作为一个整体，实际政策利率与实际房价近年来几乎没有显著相关性——几个国家虽然货币状况紧张，但经历了房价大幅上涨。



来源：国际清算银行；Bloomberg Financial Markets；Haver Analytics；各国当局；经济合作与发展组织；Thomson Datastream；以及基金组织工作人员的计算。

图 3. 房价崩溃的先行指标

该图显示，相对于无条件崩溃概率，响起一项警报 1-3 年后发生崩溃的次数的百分比。对于 1985 年以来的房价崩溃，信贷、经常账户和住宅投资与 GDP 比率的大幅偏差增加了即将出现崩溃的可能性。产出增长和通货膨胀不是好的先行指标。



来源：基金组织工作人员的计算。

可能需要扩大中央银行的职能，以明确关注宏观金融稳定。但是，在采用更广泛的货币政策方法时，政策制定者需十分小心地解释为什么采取行动，直接目标是什么，以及所采取的行动如何符合宏观经济和金融稳定的较长期目标。

但是，对于运用更广泛的方法能够实现什么目标，应当有现实的预期。信贷和资产价格高涨有时是由生产率的积极变化引起的，难以事先判断高涨是由良性还是恶性环境导致的。经验证据证实，即使是最好的金融脆弱性指标也存在干扰，有时发出错误信号，增大了政策失误风险。不灵活地使用宏观审慎政策工具可能导致政策错误，因此需要在一定程度上酌情处理。



## 2009年10月期《世界经济展望》第四章

新闻发布要点：造成哪些损害？金融危机之后的中期产出动态

作者：Ravi Balakrishnan、Petya Koeva Brooks、Daniel Leigh、  
Irina Tytell 和 Abdul Abiad

### 要点

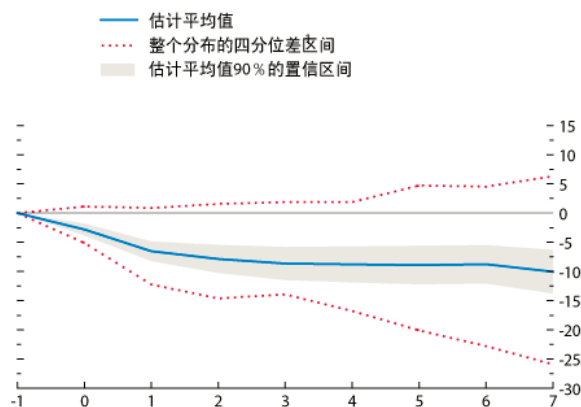
- 通常来看，虽然增长终将恢复，但银行危机对产出水平的影响是持久的。就业、投资和生产率下降均导致持续的产出损失。然而，各国之间存在很大差异。
- 初始状况对最终产出损失的规模具有很大影响。此外，短期宏观经济刺激和结构性改革工作一般伴随较低的产出损失。
- 研究结果表明，迄今为止所采取的有力宏观经济对策可能减轻损失。实施结构性改革也可有助于限制产出损失。

第四章提供了关于金融危机之后中期产出表现的新证据。本章考察了多个国家在过去四十年里 88 场银行危机之后的中期产出动态。本章还力求通过与危机前状况和危机后政策相比较来解释中期结果的巨大差异。

就一般国家而言，危机过去七年后的产出水平依然低于危机前 10% 左右，尽管各次危机的结果存在很大差异。这一结果同时适用于先进经济体和新兴经济体。好消息是，虽然各国的经历仍然存在显著差异，但平均而言，银行危机似乎并不会永久性地降低中期产出增长率。

### 银行危机后的产出变化

(危机前趋势的百分比；t 年的平均差 = -1；危机第一年 t = 0；x 轴为年份)

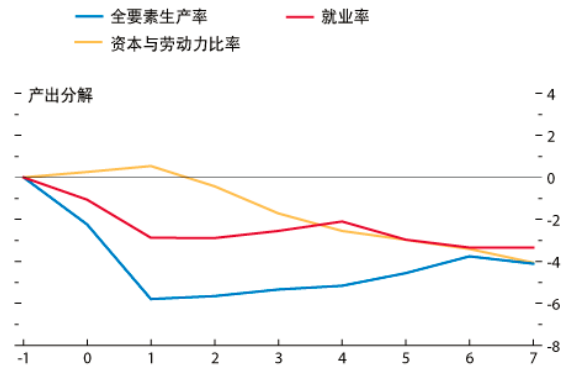


资料来源：世界银行的《世界发展指标》；以及基金组织工作人员的计算。  
1 四分位差区间表示所有危机中间的50%。

危机后产出的不景气源自就业率、资本/劳动力比率和生产率下降，这些因素的贡献大致相同。短期来看，产出损失主要由全要素生产率导致，但中期内，全要素生产率水平会大致恢复至危机前水平。与之相反，相对于趋势而言，资本和就业会遭受持久损失。这是因为，随着信贷供应变得更为有限，危机往往会压抑投资。同时，由于危机意味着相当多的劳动力会在各部门之间重新分配，通常大幅度上升的实际失业率一般会持续更长时间，而且工作技能可能被削弱。

#### 产出分解

(危机前趋势的百分比; t 年的平均差=-1; 危机第一年t=0; x轴为年份)



资料来源: Bosworth和Collins (2003年); 世界银行的《世界发展指标》; 以及基金组织工作人员的计算。

初始状况对产出损失规模具有很大影响。短期产出变化可作为中期结果的可靠预测值。同时，危机前较高的投资比重可作为中期产出巨大损失的较好预测值。

中期产出损失并非不可避免。一些国家成功地避免了中期产出损失，并最终超过了危机前水平。尽管很难预测危机后产出动态，但有证据表明，在危机发生后不久采取宏观经济刺激措施的经济体所遭受的中期产出损失一般较小。同时，另有一些证据表明，结构性改革伴随更好的中期结果，尽管在危机后制定正确政策方面肯定不存在“放之四海而皆准”的模式。

此分析对遭受近期银行危机影响的经济体的中期产出前景具有发人深思的启示。迄今为止以大规模财政和货币刺激形式采取的宏观经济对策应有助于减轻危机对产出的影响。但是，对损失挥之不去的关切彰显出实施改革以帮助提高中期产出以及在危机后促进资源在各部门之间转移的重要性。