

## 《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》联合序言

全球复苏的进展好于预期，但复苏速度不同——许多先进经济体复苏乏力，但多数新兴和发展中经济体的复苏步伐坚实。目前预计世界增长率将为 4.25%。在先进经济体中，美国比欧洲和日本迎来更好的开端。在新兴和发展中经济体中，新兴亚洲在引领复苏，而许多新兴欧洲经济体和一些独联体国家的增长落后。预计不同速度的复苏将继续下去。

随着复苏立稳脚跟，全球金融稳定面临的风险已经减轻，但尚不能确保实现了稳定。我们所估计的受重创经济体从危机爆发至 2010 年的银行体系减记额已从 2009 年 10 月期《全球金融稳定报告》的 2.8 万亿美元下调到 2.3 万亿美元。然而，总体情况掩盖了银行体系各部分之间的重大差异。银行体系的某些部分仍面临资本短缺，资产很可能进一步恶化，并且盈利能力长期薄弱。迄今为止，去杠杆化主要是由资产恶化驱动的，这种恶化损害了收益和资本。然而，从今后看，随着银行降低杠杆率并增加资本和流动性缓冲，融资或银行资产负债表负债方的压力可能起到更大作用。因此，私人部门信贷的恢复可能疲弱，特别是在先进经济体。

同时，许多新兴经济体增长前景的改善以及主要经济体的低利率使流向一些新兴经济体的资本出现可喜的复苏。不过，这些资本流动伴随着通胀压力和资产泡沫风险。到目前为止，没有迹象显示整个体系范围出现泡沫，但存在一些危险点，并且，风险在较长期间内可能积累起来。跨境资金流动的恢复使实际有效汇率发生一些变化——美元贬值，其他先进和新兴经济体的浮动货币升值。但这些变化较为有限，预计全球经常账户失衡将再度扩大。

经济活动前景依然异常不确定，财政脆弱性导致的下行风险已经浮现。一个主要的担心是，许多先进经济体的政策回旋余地已经基本耗尽或相当有限。此外，先进经济体的主权风险可能损害在金融稳定上取得的进展，使危机拖得更久。公共债务的迅速增加和财政资产负债表的恶化可能传导回银行体系或跨境传播。

这彰显了采取政策行动维护全球经济复苏和金融体系的必要性。政策议程应包括几项重要内容。

今后的关键任务是降低主权脆弱性。许多先进经济体迫切需要设计和传达可信的中期财政整顿战略。这应包括在中期内降低总债务与 GDP 之比的明确时间表，以及在公共财政恶化程度超过预期的情况下采取的应急措施。如果宏观经济取得预期进展，多数先进经济体应在 2011 年开始财政整顿。同时，鉴于复苏依然脆弱，计划在 2010 年实行的财政刺激应得到充分实施，但风险溢价大幅上升的国家除外，这些国家形势更加紧迫，现在就需开始财政整顿。应当刻不容缓地实施在短期内不会降低需求的福利改革，如提高法定退休年龄或降低医疗成本。

其他政策挑战涉及在全球范围内撤消宽松的货币政策以及管理流向新兴经济体的资本。在主要先进经济体，随着财政整顿向前推进，只要通胀预期仍得到很好的锚定，货币

政策就可以继续保持宽松，即使是在中央银行开始撤消对金融部门的紧急支持时。主要新兴和一些先进经济体将继续引领紧缩周期，因为它们正在经历更快的复苏和资本流动的恢复。虽然仅存在有限的通胀压力和资产价格泡沫迹象，但目前状况表明需要密切监控和提早采取行动。在外部头寸相对平衡的新兴经济体，为防止汇率过度升值，应联合运用宏观经济和审慎政策，《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》对此进行了详细讨论。

对付失业则是另一项政策挑战。在先进经济体失业率居高不下的情况下，一个主要的担心是暂时性失业可能转为长期失业。除了实施支持近期复苏的宏观经济政策以及恢复银行部门健康（并恢复对劳动力密集部门的信贷供给）的金融部门政策外，特定的劳动力市场政策也有助于限制对劳动力市场的破坏。具体而言，充分的失业福利对于支撑住户信心和避免贫困大幅增加至关重要，教育和培训能够帮助失业者重返劳动大军。

政策还需支持长期金融稳定，从而使下一阶段的去杠杆化过程能够平稳进行，形成更加安全、有竞争力、充满生机的金融体系。关键是要迅速清理无生存力的机构并对具有商业前景的机构进行重组。需要小心确保所有辖区内的“太重要而不能倒闭”的机构不会利用其系统重要性赋予其的融资优势进一步巩固其地位。在更安全的基础上启动证券化对于支持信贷、特别是对住户和中小企业的信贷也非常重要。

展望更远的未来，我们必须就监管改革议程达成一致。改革的方向是明确的，即增加资本数量、提高资本质量以及改善流动性风险管理，但规模并不明确。另外，在解决“太重要而不能倒闭”的机构和系统性风险方面改革的不确定性使金融机构难以做出计划。政策制定者必须在促进金融体系安全性与保持其创新性和高效率之间取得适当的平衡。《全球金融稳定报告》讨论了提高金融体系安全性和加强其基础设施（如在场外衍生工具市场）方面的具体建议。

最后，世界在中期内维持高增长的能力取决于重新平衡全球需求。为了使全球经济维持高增长，危机前外部逆差过高的经济体需要以能限制潜在增长和需求所受破坏的方式整顿公共财政。同时，随着经常账户逆差过高的经济体降低需求，顺差过高的经济体需要进一步增加国内需求以维持增长。随着逆差过高的经济体的货币贬值，顺差经济体的货币从逻辑上讲必须升值。在重新平衡的同时，顺差和逆差经济体都需实行金融部门改革和促进增长的结构政策。

Oliver Blanchard  
经济顾问

José Viñals  
金融顾问

## 概要

预计世界产出在 2009 年收缩 0.5% 后，在 2010 年将增加约 4%。迎来良好开端的经济体可能会继续处于领先地位，因为其他经济体的经济增长受到金融部门和住户资产负债表所受持久损害的阻碍。经济活动仍然依赖于高度宽松的宏观经济政策，并面临下行风险，因为财政脆弱性已经显现出来。多数先进经济体在 2010 年应继续实行支持性的财政和货币政策，以维持增长和就业。但其中许多经济体还迫切需要采取可信的中期战略，控制公共债务，随后将其降到更稳健的水平。金融部门的修复和改革也是重点要求。许多新兴经济体再度快速增长，其中一些经济体在面临资本大量流入的情况下开始弱化其宽松的宏观经济政策。鉴于先进经济体的增长前景相对疲弱，这些新兴经济体面临的挑战是，在不引发新一轮经济大起大落的情况下吸收不断增加的资本流入并培育国内需求。

## 复苏情况好于预期

全球复苏的进展好于预期，经济活动以不同的速度恢复——许多先进经济体复苏乏力，但多数新兴和发展中经济体的复苏步伐坚实。政策支持对于启动复苏必不可少。货币政策是高度扩张的，得到非常规的流动性供给的支持。财政政策为对付深度衰退提供了重要刺激。在先进经济体中，美国比欧洲和日本迎来更好的开端。在新兴和发展中经济体中，新兴亚洲处于领先地位。拉丁美洲主要经济体以及其他新兴和发展中经济体的增长也在巩固，但许多新兴欧洲经济体和独联体各国的增长仍然落后。撒哈拉以南非洲平安渡过了全球危机，预计其复苏将比过去全球衰退之后的复苏更强。

实体经济活动和金融活动的恢复是相辅相成的，但某些部门依然难以获得信贷。货币市场已经稳定下来。公司债券和股票市场已经反弹。在先进经济体，银行贷款标准的收紧趋于结束，信贷危机看来正在走出谷底。在许多新兴和发展中经济体，信贷增长再度加速。不过，金融状况依然比危机前更困难。特别是在先进经济体，随着银行继续缩减资产负债表，银行资本可能依然是经济增长的制约因素。仅能有限利用资本市场的部门（消费者和中小企业）可能继续面临严格的借款限制。在少数先进经济体，不断增加的公共赤字和债务使主权风险溢价急剧上升，给经济复苏带来新的风险。

伴随实际和金融活动，先进经济体向许多新兴经济体的跨境资金流动也强劲反弹。主要的驱动因素包括新兴经济体的强劲增长、有利的大幅利差以及风险偏好的恢复。跨境资金流动的恢复伴随着一定程度的实际有效汇率变化——美元贬值，其他一些先进和新兴经济体的浮动货币升值。但相比危机前水平，变化幅度总体有限，预计全球经常账户失衡在中期内将再度扩大。

## 不同速度的复苏将继续下去

世界经济将进一步复苏，但不同地区和同一地区内部的复苏速度将不同。预计全球增长在 2010 年和 2011 年将达到 4.25%。目前预计先进经济体在 2009 年产出下降不止 3% 后，在 2010 年将扩张 2.25%，在 2011 年将扩张 2.5%。预计新兴和发展中经济体在 2009 年温和增长 2.5% 后，在 2010-2011 年的增长率将超过 6.25%。如第一章和第二章解释的，迎来良好开端的国家可能继续引领复苏，因为其他国家的经济增长受到金融部门和住户资产负债表所受持久损害的阻碍。相比过去衰退后的复苏，主要先进经济体当前的复苏将相对疲软。同样，许多新兴欧洲经济体和独联体国家的复苏可能比许多其他新兴经济体的复苏疲软。

经济活动前景依然异常不确定，尽管各种风险已经减退。风险普遍偏于下行，与先进经济体公共债务增长有关的下行风险已变得更加突出。近期的一个风险是，市场对主权流动性和希腊清偿能力的担心如果得不到控制，可能转化成全面蔓延的主权债务危机，如 2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》所述。更普遍而言，主要的担心是许多先进经济体的政策回旋余地已经基本耗尽或相当有限，使脆弱的复苏面临新的冲击。此外，银行对房地产的风险暴露继续带来下行风险，主要是在美国和部分欧洲经济体。

## 政策需要维持和增强复苏

鉴于这次衰退中积累的大量公共债务，许多先进经济体的退出政策需强调财政整顿和金融部门修复。这将使货币政策能在继续保持宽松的同时不导致通胀压力或金融市场动荡。在新兴和发展中经济体，重点取决于财政政策回旋余地和经常账户头寸。与财政政策有关的溢出效应与主要先进经济体特别相关，因为这些经济体赤字很高，并缺乏明确的中期财政整顿战略，这可能对其他先进或新兴经济体的融资成本造成不利影响。

## 亟需中期财政整顿战略

财政政策为对付深度衰退提供了重要支持。同时，经济活动萧条（还包括刺激措施，但程度小得多）使先进经济体的财政赤字增至 GDP 的约 9%。根据现有政策，预计这些经济体的债务与 GDP 之比在 2014 年将超过 100%，比危机前约高 35 个百分点。

从近期看，鉴于复苏脆弱，计划在 2010 年实行的财政刺激应得到充分实施，但风险溢价大幅上升的国家除外，这些国家现在需要开始财政整顿。从更长远看，如果宏观经济取得预期进展，多数先进经济体应在 2011 年开始大幅财政整顿。各国迫切需要制定和实施可信的财政调整战略，以支持潜在增长的措施为重点。这些战略应包括中期内降低总债务与 GDP 之比的明确的时间表。另外，还需对福利支出进行能降低未来支出、但不抑制当前需求的改革。

一些新兴经济体的财政挑战是不同的，同时有一些重要例外。这些经济体的公共债务问题更加具有局部性——作为一个整体，这些经济体的公共债务与 GDP 之比约为 30-40%，鉴于其增长迅速，该比率不久将趋于下降。许多新兴亚洲经济体在步入危机时公共债务水平相对较低，能够维持扩张性财政态势。这将有助于重新平衡外部和内部驱动的经济增长。但这些经济体需要警惕不断增大的价格压力和正在形成的金融不稳定，并允许其货币升值以对付经济过热。然而，其他主要新兴经济体的财政回旋余地较小，应当在复苏更加巩固时撤消支持。随着私人需求和外部需求恢复，低收入经济体也需要从中期角度重新考虑财政政策。

### **需要谨慎地取消宽松的货币政策，并管理资本流入**

在多数经济体，产能利用率依然处于低水平，通胀预期得到有效锚定，这将使通胀得到控制。显著的上行风险限于那些历史上价格不稳定或经济生产能力过剩程度有限的新兴经济体。在主要先进经济体，随着财政整顿向前推进，在通胀压力依然缓和的前提下，货币政策可继续保持宽松。即使在中央银行着手撤消向金融部门提供的紧急支持的情况下，也能实现这一点。在正在迅速复苏的主要新兴经济体和一些先进经济体，中央银行已开始降低货币政策的宽松程度，或市场预期中央银行今后一年内将这样做。这些经济体可能会继续引领紧缩周期，因为预计它们比主要先进经济体复苏得更快。在一些新兴经济体，一些部门产能过剩和信贷质量恶化也表明需要收紧信贷。

在顺差过高的新兴经济体，随着过度需求压力产生（包括因为为了促进需求重新平衡而持续提供财政支持，或资本流入），在紧缩货币的同时应辅以名义有效汇率升值。在其他新兴经济体，货币紧缩可能较复杂：它可能吸引更多资本流入，导致汇率升值，从而损害竞争力。如果担心汇率过度调整，各国应考虑：实行财政紧缩以缓解利率压力；在一定程度上积累储备；或对资本流入实行更严格的管制（注意这可能造成新的扭曲）或放松对资本流出的管制。

### **必须修复和改革金融部门**

与财政调整一道，在金融部门修复和改革上取得更大进展是一些先进经济体维持复苏的重中之重。此外，金融市场无效率和监管失效在危机中起了重要作用，需予以纠正，以增强金融体系。对于先进经济体，2010 年 4 月期《全球金融稳定报告》将其对 2007-2010 年实际和预期的银行减记和贷款损失准备金的估计从 2.8 万亿美元下调到 2.3 万亿美元，其中三分之二已在 2009 年底确认。纠正金融低效以及改革审慎政策和框架将提高货币政策的有效性，并降低流动性的充足供给导致新的投机性扭曲这样一种风险。与此同时，在预期资本流入增加的情况下，新兴经济体需继续加强其审慎政策和框架。

### **支持失业者和促进就业的政策必不可少**

高失业带来严重的社会问题。在先进经济体，预计 2011 年之前的失业率将一直接近 9%，随后仅缓慢下降。第三章指出，由于产出下降幅度、劳动力市场体制以及金融压力和房价崩溃等各种因素存在差异，各先进经济体针对失业采取了显著不同的回应。此外，在许多国家，问题比总体失业率统计所显示的更为严重，因为很多人处于未充分就业状态或已退出劳动人口。在这种情况下，一个主要的担心是，暂时性失业可能转为长期失业并降低潜在产出增长率。为了限制对劳动力市场的破坏，在可能情况下，宏观经济政策需要适当地支持经济复苏。与此同时，需采取政策促进工资灵活性并为失业者提供充分支持。

### **重新平衡全球需求是增强和维持经济增长的关键**

为了使全球经济维持高增长，危机前外部逆差过高的经济体需要以能限制潜在增长和需求所受破坏的方式整顿公共财政。同时，随着逆差过高的经济体因预期未来收入减少而降低需求（和进口），经常账户顺差过高的经济体需要进一步增加国内需求以维持增长。随着逆差过高的经济体的货币贬值，顺差国的货币从逻辑上讲必须升值。在重新平衡的同时，顺差和逆差经济体都需实行金融部门改革和结构政策。政策制定者需要利用政策协同作用，特别是财政政策与结构改革之间的协同作用。

全球需求的重新平衡不是一个新的问题。第四章回顾了具有大额经常账户顺差的经济体的历史经历。该章发现，取消经常账户顺差一般不会导致经济增长下降，因为各种宏观经济和结构性政策在抵消实际汇率升值带来的产出损失方面发挥重要作用。