

前言

实现“强劲、平衡和可持续的全球复苏”（引述20国集团在匹兹堡峰会上所确立的目标）绝非易事。它要求的不仅仅是一切回归正常。它需要开展两项根本且艰难的经济重新平衡工作。

首先，内部重新平衡：当私人需求下降时，财政刺激措施有助于纾缓产出下降。但财政刺激措施最终将让位于财政整顿，因此私人需求必须足够强劲，以主导并维持经济增长。

其次，外部重新平衡：许多过度依赖国内需求的先进经济体（尤其是美国）现在必须更多地依靠净出口。许多过度依赖净出口的新兴市场经济体（尤其是中国）现在必须更多地依靠国内需求。

这两项重新平衡工作目前的进展过于缓慢。

先进经济体的国内私人部门需求仍然疲弱。这种脆弱既反映了对危机前过度的纠正，也是这场危机所带来的创伤的表现。危机前借款过多的美国消费者正在增加储蓄，减少消费。尽管从长期来看这是好的，但在短期内却抑制了需求。住房市场不再繁荣，而是一片萧条，住房投资将在一段时间内维持低迷状态。同时，金融体系的缺陷仍在制约信贷。

外部重新平衡仍然有限。净出口没有对先进经济体的增长做出贡献，美国的贸易赤字仍然庞大。许多新兴市场经济体仍然保持巨额经常账户顺差，应对资本流入主要通过储备积累，而不是汇率升值。国际储备已创新高，并且将继续增加。

结果是，经济复苏既不强劲，也不平衡，而且面临不可持续的风险。在过去一年左右时间里，推动经济复苏的是库存积累和财政刺激。库存积累即将结束，财政刺激也在逐渐退出。现在，必须依靠消费和投资来引领复苏。但是，在大多数先进经济体，投资和消费疲弱，净出口也几乎未见改善，因此经济增长乏力。失业率居高不下。与之相反，在过度情况不严重、受危机影响较小的许多新兴市场经济体，消费、投资和净出口均在促进强劲增长，而产出也再次接近潜能。

怎样才能改善这一情况呢？

首先，在私人需求疲弱的地方，中央银行应当继续实施宽松的货币政策。然而，人们应当面对现实。可供选择的其他措施并不多，人们也不应对进一步定量宽松或放松信贷期望过高。尽管尚无证据显示，持续的低利率正在导致过度冒险，但是，若这种风险成为现实，就应当通过宏观审慎措施而不是提高政策利率加以解决。

第二，只要需要，政府必须继续对金融部门进行修复和改革。许多银行仍然资金不足，信贷紧缩则制约了某些方面的需求。证券化在未来的任何中介体系中都将发挥重要作用，但目前仍然鲜有进展。金融改革正在推进，但“大到不能倒”的机构、监管范围和跨境问题等仍然困扰着人们。改革的不确定性消除得越快，金融体系就越能促进需求和增长。

第三，只要需要，政府必须进行财政整顿。重要的并不是现在退出财政刺激措施，而是提供旨在稳定债务并最终减少债务的可信中期计划。这种可信计划可能会涉及财政规则、设立独立的财政机构，以及推行福利改革。大多数国家都还没有推出这种计划，但是，这种计划很重要，一旦到位，将为政府提供更多的财政灵活性，以维持短期内的经济增长。

第四，具有庞大经常账户顺差的新兴市场经济体必须加速重新平衡工作。这不仅有益于世界经济，也符合其自身的经济利益。在许多国家，扭曲导致消费水平过低，投资过少。消除这些扭曲从而增加消费和投资是可取的。在很大程度上，以大量资本流入为形式的市场力量正在推动这些国家朝正确的方向发展。除非被储备积累所抵消，否则，资本流入将导致汇率升值。在宏观审慎措施和资本管制的帮助下，这些资本流入可有助于重新分配生产，使之转向国内商品生产。最后，鉴于各国仍然担心资本流入的骤停，更好地提供全球流动性可以发挥重要作用，并限制储备积累。

所有这些方面都是相互关联的。除非先进经济体国内和国外的私人需求将更为强劲，否则它们将很难实现财政整顿。同时，对主权风险的担忧很容易阻碍增长。如果先进经济体的增长停止，那么新兴市场经济体将很难脱钩。需要在国家一级精心设计，全球一级开展协调，这一点在当前可能比在危机高峰时（一年半以前）更为重要。

奥利维尔·布兰查德（Olivier Blanchard）
经济顾问

概要

迄今为止，经济复苏继续推进，与预期大致相符，但下行风险依然升高。大多数先进经济体和一些新兴经济体仍然面临较大的调整。这些经济体的复苏步伐较缓慢，高失业率构成重大社会挑战。与此相反，由于在大衰退之前没有经历严重的金融过度，许多新兴和发展中经济体再次实现强劲增长。持续和健康的复苏取决于两项重新平衡：内部重新平衡，即加强先进经济体的私人需求，并同时考虑到财政整顿；外部重新平衡，即增加逆差国家（比如美国）的净出口，减少顺差国家（特别是新兴亚洲）的净出口。这两项工作之间存在很强的互动。先进经济体的净出口增加意味着更高的需求和增长，从而为财政整顿提供更多的余地。国内需求的增强帮助新兴市场经济体在出口减少的情况下继续保持增长。需要制定一些政策来支持这些重新平衡工作。在先进经济体，需要加速金融部门的修复和改革，以恢复健康的信用增长。同时，2011年需认真开始实施财政调整。目前迫切需要制定削减未来预算赤字的具体计划，以创造新的财政政策回旋余地。如果全球经济增长明显放缓的风险超过预期，那么具有财政空间的国家可以推迟一些既定的整顿。与此同时，主要新兴经济体将需要在更灵活汇率的支持下进一步发掘国内增长来源。

各项活动更加强劲，但金融稳定受挫

2010年上半年，经济复苏继续增强。全球经济活动年增长率约为5.25%，比7月期《世界经济展望最新预测》约高0.5%。库存以及最近固定投资的激增带来了制造业和全球贸易的急剧增加。在许多先进经济体，消费者信心不足以及住户收入和财富减少抑制了消费。2010年上半年，这些经济体的经济增长率仅为3.5%左右，因为他们正在走出二战以来最严重的衰退。只要商业投资增长不能转化为更高的就业增长，那么这些复苏将仍然是脆弱的。然而，在许多新兴市场经济体，住户支出表现良好，增长了将近8%，并且投资正在推动创造就业机会。先进和新兴经济体复苏步伐的不均衡在第二章中有详细讨论。

与此同时，正如一同发布的2010年10月期《全球金融稳定报告》所解释的，金融稳定遭受重挫。市场波动加剧，投资者信心下降。许多证券交易所出现价格下跌，这最初是由金融股和欧洲市场导致的。欧元区脆弱经济体主权债务的大举抛售扰乱了银行体系，并触发了一场系统性危机。这就增加了对经济复苏可持续性的担忧，令股市全面下挫。公司债券的风险溢价增大，5月份公司债券发行大幅放缓。新兴市场的债券发行也急剧减少。然而，自夏季开始，金融状况再次得到改善。得益于欧洲空前的政策举措（欧洲中央银行的证券市场计划和欧元区政府的欧洲稳定机制）和前倾的财政调整，尾部风险有所减少。然而，伴随着人们对全球经济复苏面临风险的持续担忧，潜在的主权和银行脆弱性仍然是一个重大挑战。

复苏步伐问题

由于促进需求从公共部门转向私人部门的内部重新平衡以及促进需求从逆差经济体转向顺差经济体的外部重新平衡的强有力政策尚未到位，全球经济复苏仍然脆弱。2010年和2011年，预计全球经济活动将分别扩张4.8%和4.2%，与早先的预期基本一致，下行风险依然严峻。《世界经济展望》预测，新兴和发展中经济体的产出在2010年和

2011年将分别增长7.1%和6.4%。然而，在先进经济体，预计2010年和2011年的增长率将只有2.7%和2.2%；2010年下半年和2011年上半年，一些经济体的增长将明显放缓，之后经济活动将再次加速。经济仍将十分疲弱，失业率将持续居高不下。由于产能继续过剩，失业率高企，通货膨胀率预计将保持在较低水平，但一些新兴经济体例外。增长预测的风险主要偏于下行。然而，全球经济急剧下滑（包括先进经济体出现停滞或收缩）的可能性看来仍然较低。

需采取更加积极主动的政策措施

要实现所需的内部和外部重新平衡，需制定更加积极主动的政策。大多数先进经济体和一些新兴经济体仍然面临重大调整，包括需增强住户的资产负债表、稳定并减少高企的公共债务，以及修复和改革其金融部门。大多数先进经济体的货币政策应当保持对增长的高度支持，并且，随着财政支持的减弱，货币政策应当在经济活动出现任何大于预期的减弱时成为第一道防线。由于大型先进经济体的政策利率已经接近于零，若私人需求随着财政支持的减弱而出现超出预期的减少，货币政策制定者可能需要采取进一步的非常规措施。

2011年需开始实施财政调整。如果全球经济增长明显放缓的风险超过预期，一些有政策空间的国家可以推迟采取既定的整顿措施。先进经济体最紧迫的挑战之一是通过立法制定计划，帮助在2010年结束之前实现可持续的财政状况。现在，这项任务比6个月前更为迫切，6个月前，面对依然动荡的主权债务市场，任务在于重建财政政策回旋空间。这种空间可能是必要的，原因是，为应对经济活动减弱明显高于预期的威胁，单靠货币政策的支持可能是不够的。

在大多数经济体，财政政策收紧将可能抑制增长，但其影响程度很难估量。第三章对以往经验的回顾表明，先进经济体的财政整顿通常会削弱短期增长。采用可信、有利于增长的中期财政整顿计划（许多先进经济体目前尚无这种计划）将有助于限制整顿措施在短期内对私人需求的紧缩影响。这种计划必须包括对快速增长的支出计划（特别是福利）的改革，以及更有利于生产而不是消费的税收改革。

先进经济体更好的金融部门政策和做法对于增强经济复苏抵御冲击的能力并在中期内维持私人需求来说至关重要。这方面的进展一直非常缓慢。显然，通过复杂的金融联系和信心的进一步丧失，一些个别的困难可能产生巨大的溢出效应。如2010年10月期《全球金融稳定报告》解释的，危机遗留问题未能处理完毕使先进经济体的体系变得脆弱。如果不迅速解决、重组或整顿脆弱的银行并修复批发市场，将需要进一步的财政支持和低利率来支持恢复，而这可能会导致其他问题，包括向新兴经济体的外溢。更广泛而言，政策制定者需在巴塞尔银行监管委员会所提改进建议的基础上继续明确和细化监管改革。这将有助于金融市场和机构在更稳健的基础上为消费和投资提供更多的支持，而这是强劲的可持续增长所必不可少的。

增强中期增长的结构性的政策也将有助于支持先进经济体所需的宏观经济政策正常化。支持性宏观经济政策和金融部门修复对于有效创造就业机会至关重要，但在一些经济体，劳动力市场政策可在中期内促进增长和创造就业机会，并降低高企的失业率。针

对产品和服务市场的配套改革可通过增加竞争和减少加价提高劳动力需求和实际工资，从而加强就业效果。

虽然许多新兴经济体正再次经历高速增长，但他们仍然十分依赖于先进经济体的需求。第四章明确指出，鉴于耐用消费品和投资品在贸易中比重较高，先进经济体对进口的需求将继续低于危机前的趋势。因此，严重依赖这些经济体需求的新兴经济体要实现危机前那种增长率，将需要进一步重新平衡其增长，使其转向依靠国内增长来源，这也有助于实现必需的外部重新平衡。在顺差过高的经济体（主要在新兴亚洲），应以货币紧缩和提高汇率灵活性为主，财政紧缩为辅。消除那些推高住户或公司储蓄率、抑制非贸易部门投资的扭曲，将促进经济增长转向国内来源的重新平衡。这种重新平衡将需要主要亚洲经济体进一步放松管制、改革金融部门和公司治理，以及增强社会安全网。在许多其他新兴经济体，由于国内需求恢复顺利，或者公共债务相对较高，可以立即开始实施财政紧缩。在一些新兴经济体，通货膨胀上升或较高的信贷增长也表明需要进一步收紧货币政策。

许多新兴和发展中经济体已成功地完成了第一代改革，改善了宏观经济政策框架、增强了应对宏观经济冲击的能力。然而，为维持或进一步提高潜在增长和就业，可以将努力有效地集中于简化产品和服务的市场监管、增加人力资本和建设重要的基础设施。这种改革也将有助于富有成效地吸收越来越多的资本流入，而资本流入又能加速全球收入汇聚和外部重新平衡。正如第一章和2010年10月期《全球金融稳定报告》强调的，随着新兴经济体的表现相对先进经济体得到改善，先进经济体的收益率在一段时间内仍将偏低，以及先进经济体的机构投资者继续分散其风险暴露，资本流入有望在中期内增长。

限制大衰退的影响要求所有国家采取强有力和协调的政策回应。历史证据表明，相比危机前趋势，受到金融危机打击的国家通常遭受永久性的产出损失。然而，具体的危机后果差异很大，这取决于政策回应。迄今为止，通过缓解流动性紧张和重建信心的政策协调，已经取得很大进展，这对于经济活动的回升也起到了关键作用。未来的挑战是，政策制定者以协调的方式制定政策，支持恢复中期健康增长所需的根本性调整。