

## 前言

与4月份发布的《世界经济展望》所预测情况相比，经济复苏的不确定性进一步增加。世界经济正受到两大不利变化的共同影响。一个变化是，自今年年初以来，先进经济体的复苏步伐显著放慢，对于这一情况，我们几乎是后知后觉。另一个变化是，财政和金融不确定性急剧增加，尤其是8月份以来愈加明显。此二者中任何一个都令人担忧，而当它们一同发生并互相强化作用时，情况就更加严峻了。如今，我们急需采取强有力的政策来改善前景和减轻风险。

2010年仍较为强劲的经济增长在2011年出现了下滑。这一增长减速趋势最初并未引起太多忧虑。考虑到库存周期的结束和财政整顿措施的施行，我们曾预测到一定程度的减速。而若干一次性事件，从日本地震和海啸，到石油供应冲击，不出意料地导致了进一步的减速。美国最初公布的数据低估了这一减速的规模。如今，掌握了各项数据后，我们便清楚地看到降幅之大。

一个事实就是，两大再平衡行动都已出现停滞。在前几期《世界经济展望》中，我们都曾提出，要通过这两项再平衡行动来实现“强劲、均衡和可持续的增长”。

首先，是内部再平衡：需要实现从财政刺激到私人需求的转变。很多先进经济体（除日本外）的确正在进行财政整顿，但私人需求却并未接过接力棒。对此，不同国家存在不同的原因。但收紧的银行贷款条件，房地产市场高涨的遗留问题，以及大量住户的高杠杆率，实际上都在抑制经济复苏，其作用力比我们预想得还要大。

其次，是外部再平衡：具有经常账户逆差的先进经济体，特别是美国，需要通过国外需求的增加来弥补低迷的国内需求造成的损失。这便意味着，具有经常账户顺差的新兴市场经济体，特别是中国，需相应地实现从国外需求向国内需求的转换。这一再平衡如今并未出现。虽然失衡状况在危机期间有所减轻，但其原因主要在于先进经济体的产出相对于新兴市场经济体的大幅减少，而非在于新兴经济体的结构性调整。我们预计该失衡状况在今后一段时间内只会加重，不会减轻。

我们再来看看另一个不利的变化，即财政和金融不确定性的增加：市场对很多国家稳定其公共债务的能力的怀疑显然加重了。在一段时间里，这种担忧大多还仅限于少数几个欧洲小型边缘国家。但随着时间的推移，以及增长前景的逐渐黯淡，更多欧洲国家乃至欧洲之外的国家——从日本到美国——都成为了人们担忧的对象。对主权债务的忧虑已转变成对持有这些主权债券的银行（主要在欧洲）的忧虑。这些担忧导致了金融流动的部分冻结，银行不得不保持高水平的流动性，不断收紧其贷款条件。人们对未知充满了恐慌，股票价格也因此下跌。这些情况将对未来几个月的支出产生负面影响。事实上，8月份的数据表明，这一问题已经出现。

低基本增长与财政金融关联之间可能会彼此相互影响，而这也便是风险所在。低增长使得债务可持续性更难实现，并使市场更为担忧财政稳定性。低增长还会带来更多不

良贷款，使更多银行受到削弱。而前倾式财政整顿又可能会进一步压低增长。薄弱的银行和收紧的银行贷款条件可能会产生同样的影响。薄弱银行和对更多资本的潜在需求会加重人们对财政稳定性的忧虑。下行风险已近在眼前。

到目前为止，我的话题一直都围绕着先进经济体。其原因在于，直至今日，新兴市场经济体基本上未受到这些不利形势变化的影响。它们虽然需要应对不稳定的资本流动，但在总体上仍继续保持着高增长。事实上，有些新兴市场经济体已接近过热状态，但很多其他经济体前景的不确定性却又再次增加。在风险情景假设下，它们有可能会遭遇不利的出口条件或者是波动更为剧烈的资本流动。出口下降，或者可能还有商品价格下跌，也将会给低收入国家带来挑战。

鉴于不景气的基线预测和较高的下行风险，采取强有力的政策行动便成为关键所在。政策行动主要依赖于三大支柱。

第一支柱是财政政策。财政整顿不能进行得太快，否则会扼制增长，但也不能太慢，否则会削弱可信度。其速度取决于各国的具体情况，但关键还是在于可信的中期整顿。某些国家需要获得大量外部援助才能取得成功。在财政政策之外，旨在拉高国内需求的措施也是极为重要的，这类措施包括保持低利率，增加银行贷款，以及就住房问题制定解决方案，等等。

第二大支柱是金融措施。财政不确定性不会在一夜之间消失。即使在最乐观的设想下，先进经济体的低增长也会持续一段时间。在此期间内，银行需要壮大，这不仅是为了增加贷款，提高基线增长率，而且——更重要的——是为了降低恶性反馈循环风险。对于很多银行，特别是欧洲的银行来说，这可能需要更多的资本缓冲（无论是来自私人资金，还是来自公共资金）。

第三大支柱是外部再平衡。即便采取了上述政策措施，美国及其他遭受危机的经济体也很难仅凭其国内需求实现充分增长。因此，美国及其他遭受危机的经济体必须增加出口，而这也意味着，世界其他地区的净出口必须减少。很多亚洲经济体，特别是中国具有大量经常账户顺差，它们制定了实现从国外需求向国内需求转变的再平衡计划。这些计划虽不可能在一夜之间得以实行，但必须尽快得到落实。只有实现这样的全球再平衡，先进经济体乃至全世界才能有望实现更强劲的增长。

Olivier Blanchard  
经济顾问

## 概要

全球经济已进入一个新的危险阶段。全球经济活动减弱并进一步失衡，市场信心近期大幅下降，下行风险逐渐增大。在结构脆弱性尚未得到解决的背景下，国际经济在这一年中遭受了一连串的冲击。日本受到东部地区强烈地震和海啸的打击；某些石油生产国社会动荡升级。与此同时，美国经济中需求从公共部门向私人部门的转移出现停顿，欧元区遭逢重大金融波动，全球市场出现大规模的风险资产抛售，有越来越多的迹象表明，实体经济已经受到溢出效应的殃及。遭受危机的先进经济体所面临的结构性问题比意料中更棘手，改革的计划和实施陷入更深困境。因此，展望这些经济体的前景，虽然增长仍将继续，但路途坎坷多舛。新兴市场经济体前景的不确定性再次增加，但它们的经济增长仍将相当强劲，尤其是那些无需过多收紧政策便能抵御国外需求减弱对产出造成影响的经济体。

《世界经济展望》预测，2012年，全球增长率将从2010年的5%以上降至4%左右。在先进经济体，由于在2011年第二季度大部分时期里抑制经济活动的暂时性因素已经逐渐消退，实际GDP预计将以缓慢步伐增长，2011年扩张约1.5%，2012年增长2%。但前提假设是，欧洲政策制定者能够控制住欧元区边缘国家的危机，美国政策制定者能够在支持经济增长与实施中期财政整顿之间实现适当平衡，并且全球金融市场的波动不会加剧。此外，先进经济体预计将暂停撤消货币宽松政策。在此种形势下，产能制约的开始显现以及政策的收紧（大多已经发生）将使新兴和发展中经济体的增长率在2012年下降至6%左右，但这仍是一个极为稳健的增长率。

风险显然呈下行，其中有两大风险需要政策制定者特别关注：

- 第一个风险是，尽管在2011年7月21日的欧盟峰会上，各方已就采取强有力的政策反应措施达成了一致，但欧元区的危机仍在政策制定者们的控制之外。政策制定者须尽早兑现7月峰会上的承诺，同时欧洲中央银行也应继续进行强势干预，以维护主权债务市场的秩序。领导者们应恪守其承诺，尽全力维护对国家政策及欧元的信心。此外，鉴于通胀压力不断减少，金融和主权紧张局势加剧，如果增长和通胀的下行风险持续存在，欧洲中央银行即应下调政策利率。
- 第二个风险是，美国的经济活动（原本就在不断减弱）可能会遭受更多打击，这些打击可能来自于财政整顿的政策僵局，疲弱的住房市场，住户储蓄率的迅速增长，或者不断恶化的金融状况。由于政治分歧严重，美国政策走向具有高度不确定性。一个重大风险是，如果不通过必要的长期改革使债务降低到更可持续的水平，那么仓促的财政削减措施将进一步恶化经济前景。来自住房市场的讯息令人失望，供应过剩和价格下跌的局面在近期内不会消失，股票价格出现急剧下滑。上述或其他动向可能会促使住户进一步提高储蓄率，以加快去杠

杆化速度。鉴于美国经济活动面临不断增加的下行风险，联邦储备委员会应做好准备，随时采取更多非常规支持措施，并且，在采取可信的中期措施的前提下，财政整顿的时间重心可以向后推延。

上述任何一种可能都会对全球增长产生严重影响。新一轮压力可能会打击到先进经济体本已异常脆弱的金融市场和金融机构。商品价格和全球贸易及资本流动可能会陡然下降，从而拉低新兴和发展中经济体的增长。其对全球增长的阻碍程度有多大？可以通过下行情景假设予以详细说明——欧元区和美国可能会重返衰退，其在 2012 的经济活动将低于《世界经济展望》预测值约 3 个百分点。其他经济体也将受到严重损害。

新兴和发展中经济体的内在风险似乎没有那么严重。有关当局，特别是货币和审慎管理机构，仍需密切关注经济过热迹象。在世界某些地区，与商品价格和社会及政治动荡有关的风险仍然很严重。

经济扩张的不均衡性以及威胁到经济活动的诸多风险表明，全球经济仍在艰难地实现前几期《世界经济展望》提出的两大再平衡行动。第一，需求须从公共部门转移到私人部门。在这方面，很多经济体都取得了可观的进展，但主要先进经济体却落在了后面。第二，具有高额对外顺差的经济体须更多依赖国内需求，而具有高额逆差的经济体则须采取相反做法。这一再平衡行动仍在半途之中。<sup>1</sup> 主要先进经济体和新兴市场经济体需要加大政策力度，推动再平衡进程，抵御诸多下行风险。须对政策加以调整，以适应转变后的全球环境——包括：大量先进经济体和遭受危机的新兴市场经济体的潜在产出下降，金融部门异常脆弱，公共赤字和债务高筑，先进经济体之间的主权信用风险差异加大，以及许多新兴经济体的经济恢复能力变强。

从公共需求转向私人需求的再平衡：在遭受危机的经济体，政策制定者应抑制住依赖宽松的货币政策来修补资产负债表的冲动，而是应加快金融部门的修复和改革。财政政策必须在丧失可信性与削弱经济复苏的深涧之间艰难前行。财政调整已经开始，很多经济体都在此方面取得了巨大进展。为确保可信性和财政可持续性，并为资产负债表修复、经济增长和促进就业创造政策空间，加强中期财政计划以及实施福利改革至关重要。反过来，若实体部门短期前景良好，也将有助于增强中期调整计划的可信性。倘若宏观经济环境严重恶化，那么具有更多财政政策回旋空间的国家就应当允许自动稳定机制充分发挥作用，并且可以选择更具后倾性的调整方案。

---

<sup>1</sup> 有关这一挑战的更多分析见 Blanchard、Oliver 和 Gian Maria Milesi-Ferretti，2011 年，“（为何）应缩减经常账户差额？”，基金组织工作人员讨论说明第 11/03 号（华盛顿：国际货币基金组织）；以及 Lane、Philip 和 Gian Maria Milesi-Ferretti，2011 年，“外部调整与全球危机”，基金组织工作文件第 11/197 号（华盛顿：国际货币基金组织）。

- 在欧元区，需切断脆弱主权与金融机构之间的负面反馈循环。必须要求脆弱的金融机构筹集更多资本，最好是通过私人部门途径。如果私人部门资本无从获得，那么它们就只能接受公共资本或欧洲金融稳定机制（EFSF）援助资金的注入，或者被重组或关闭。中期财政整顿计划的目标应可行有度。在边缘地区经济体，一个重要的任务是，要在财政整顿和结构性改革，与外部支持之间实现适当平衡，从而确保这些经济体的调整得以持续进行。
- 美国的首要工作重点包括，制定一个中期财政整顿计划以恢复公共债务的可持续水平，以及实施促进复苏的政策（如放松对住房和劳动力市场的调整）。《美国就业法案》将为经济提供必要的短期支持，但同时必须出台旨在提高税收并抑制福利支出增长的强有力的中期财政计划。
- 在日本，政府应采取更为果敢的措施，在满足受地震和海啸袭击地区重建和发展的迫切需求的同时，解决高水平公共债务的问题。

对于所有上述经济体来说，若能在福利和税收改革方面取得重大进展，则将有更多空间来根据国内需求强度调整近期财政整顿速度，从而避免经济复苏受到进一步削弱。

从外部需求转向国内需求的再平衡：此方面进展对于全球经济的持续增长有着愈发重要的意义。一些新兴市场经济体的国内需求已超出所需水平（例如拉丁美洲的若干经济体）；而其他经济体的需求尚不足够（例如新兴亚洲主要经济体）。第一类经济体需限制旺盛的国内需求，为此，应大幅度削减结构性财政赤字，在某些国家，还需要进一步取消货币宽松政策。第二类经济体需在进行结构性改革的同时让货币大幅升值，以缩减高出投资的多余储蓄。此类政策将有助于提升其对源自先进经济体的冲击的抵御能力，并加强其中期增长潜力。

“大衰退”放大了很多实体部门问题，在先进经济体尤为如此。美国的就业复苏可能将十分疲软。尽管失业率低于二战后的最高水平，但危机中的就业损失却是史无前例的，并且使前十年内不景气的就业状况雪上加霜。住户现在比 20 世纪 80 年代以来的任何时候都更加担心未来的收入前景。当前工作重点包括，放松对住房市场的调整，并加强劳动力市场的促进政策。然而，从很多方面来看，问题还是十分严峻的，需要对宏观经济政策进行大幅调整：要进行重大的福利和税收改革，以创造更多财政政策空间来维持短期内的经济复苏。在欧元区，除金融动荡导致的诸多重大问题，该地区的总体形势利弊兼有。与美国相比，欧元区的住户大多没有那么深的忧虑，就业所受破坏也没有那么严重，但遭受危机的边缘地区经济体除外。对边缘地区经济体而言，关键的结构性挑战是，要通过改革来加强其重建和保持竞争力的能力。

世界其他地区的结构性挑战各不相同。由于大规模资本流入，一些新兴市场经济体需要改善其吸收能力，为此，需进一步向外国资本开放产品和服务市场，并加强金融稳

定性框架。此外，鉴于食品价格上涨，很多新兴和发展中经济体有必要建立有针对性的社会安全网。

由于全球需求再平衡进展缓慢，商品价格居高不下，先进经济体增长前景温和，因此主要主权债务的长期利率可能会保持在较低水平。这将使其他经济体出现冒险行为——以往各个时期的大规模货币回流几乎都伴随着金融事故。事实上，在一些先进经济体和不少新兴市场经济体，过度冒险行为的表现都十分明显：极高的信贷增长率，日益膨胀的房地产市场，以及金融市场的大量资金流入。更广泛而言，在金融危机中，全球金融体系在批发融资市场动荡面前的高度脆弱性暴露无遗。在国家层面上，各国央行的应对措施是，在批发融资市场干涸时，通过临时性机制注入流动性。然而，在国际层面上却不存在此类机制。总之，近期金融危机表明，我们迫切需要扩大国际风险分担机制的规模和范围，这是因为这些机制的规模远远落后于国际金融市场的规模。

为确保贸易能够继续推进全球复苏，政策制定者们应继续抵御贸易保护主义的压力。同样重要的是，在旷日持久的世贸组织多哈回合贸易谈判的紧要关头，政治领袖们应坚定信念，专心致志地制定可信的计划以推动谈判进程，包括向公众大力宣传相关利益。回合谈判若不成功，全球贸易系统可能将会分裂，世贸组织和多边主义机制将遭到削弱。

除非政策得到加强（特别是在先进经济体），否则，复苏的步伐将肯定是蹒跚且坎坷的。加强的、合作性的政策回应可能将带来巨大的好处。正如基金组织另一份关于 20 国集团相互评估规划的报告所述，如果先进经济体采取促进增长的财政整顿中期计划，新兴市场顺差经济体实施需求再平衡政策，所有国家通过结构性改革提高潜在产出，则全球 GDP 将出现显著好转。<sup>2</sup> 或许，更重要的一点是，如果辅之以促进住户和银行资产负债表调整的措施，上述政策可防止先进经济体出现“失去的十年”这一危及所有国家的风险。然而，为了达到这一目标，政策制定者们需要战胜国内艰难的政治经济挑战，并再次发扬危机高峰时所表现出来的精诚合作精神。

---

<sup>2</sup> 见二十国集团，2010 年，“二十国集团相互评估程序——替代性政策情景假设”报告，由国际货币基金组织工作人员为二十国集团相互评估程序编制，“二十国集团多伦多峰会”，多伦多，加拿大，6 月 26-27 日（华盛顿：国际货币基金组织）[www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf](http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710a.pdf)。