



国际清算银行

# 第83期年报

2012年4月1日-2013年3月31日

2013年6月23日，巴塞尔

责任编辑：杨冠一  
责任校对：李俊英  
责任印制：裴刚

**图书在版编目(CIP)数据**

国际清算银行第83期年报/国际清算银行编；中国人民银行国际司译. —北京：中国金融出版社，2013. 8

书名原文：BIS 83rd Annual Report  
ISBN 978-7-5049-7130-2

I . ①国… II . ①国…②中… III . ①国际清算银行—2012～2013—年报  
IV . ①F831.2—54

中国版本图书馆CIP数据核字（2013）第217164号

出版 中国金融出版社  
发行

社址 北京市丰台区益泽路2号  
市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>  
(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 210毫米×297毫米

印张 11.5

字数 258千

版次 2013年9月第1版

印次 2013年9月第1次印刷

ISBN 978-7-5049-7130-2/F.6690

如出现印装错误本社负责调换 联系电话：(010) 63263947

# 目录

发文函 .....	vii
经济章节梗概 .....	ix
<b>第一章 最大限度地利用争取来的时间 .....</b>	<b>1</b>
提高灵活性：实现增长的关键 .....	2
财政政策：威胁依然存在 .....	3
金融体系：增强抗风险能力 .....	5
货币政策：争取时间 .....	6
总结 .....	7
<b>第二章 回顾过去一年 .....</b>	<b>8</b>
2012–2013年，全球经济增长乏力的态势持续 .....	8
中央银行措施刺激了金融市场 .....	11
政策支持了金融市场 .....	12
各国信贷状况仍然不同 .....	14
全球金融波及效应 .....	15
私人非金融部门债务依旧高企 .....	17
小结 .....	19
<b>第三章 为经济增长消除障碍 .....</b>	<b>20</b>
大萧条之后的生产率和就业 .....	20
结构刚性和增长 .....	23
结构刚性和复苏 .....	25
目前结构刚性的状况 .....	28
结论 .....	29
<b>第四章 财政可持续性：我们身处何方？ .....</b>	<b>30</b>
当前进展 .....	30
保证财政可持续还需要什么？ .....	32
利率与可持续性 .....	36

财政整顿的成本与收益 .....	39
财政调整的质量 .....	41
总结 .....	41
<b>第五章 通向更强健银行部门之路 .....</b>	<b>43</b>
资本、盈利性和资产负债表修复 .....	43
全球金融监管改革的进展 .....	46
关于银行结构性监管的国别倡议 .....	47
专栏5.A 近期关于银行结构性改革的方案 .....	48
风险计量的复杂性和审慎规则 .....	49
内部风险模型差异的来源：可观察性与偏见 .....	49
专栏 5.B 风险估计的统计噪音 .....	50
审慎框架的风险敏感性 .....	52
风险计量不确定性的政策应对 .....	54
总结 .....	54
<b>第六章 货币政策何去何从 .....</b>	<b>56</b>
货币政策及危机 .....	56
退出战略 .....	60
未来之路 .....	62
结论 .....	64
 国际清算银行组织结构图（2013年3月31日） .....	70
<b>国际清算银行：职责、业务活动、治理和财务结果 .....</b>	<b>71</b>
国际清算银行成员中央银行 .....	99
国际清算银行董事会 .....	100
 <b>财务报表 .....</b>	<b>106</b>
 <b>独立审计报告 .....</b>	<b>172</b>
 <b>五年总结图 .....</b>	<b>173</b>

# 图表目录

## 图

图1.1 全球经济活动 .....	2
图1.2 2007–2012年债务变动 .....	3
图1.3 债券收益率和利率风险 .....	4
图1.4 政策利率和央行总资产 .....	6
图2.1 全球经济活动 .....	9
图2.2 商业活动 .....	10
图2.3 政策利率 .....	11
图2.4 政府债券收益率和股价 .....	12
图2.5 部分风险溢价指标 .....	13
图2.6 信贷条件 .....	14
图2.7 全球溢出效应：传导渠道 .....	15
图2.8 私人非金融部门债务 .....	17
图2.9 私人非金融部门债务，GDP和房地产价格 .....	18
图2.10 私人非金融部门债务偿债率 .....	19
图3.1 经济增长 .....	21
图3.2 生产率和就业 .....	22
图3.3 实际GDP和劳动生产率年平均增长率 .....	23
图3.4 GDP增长率和行业失衡 .....	24
图3.5 发达经济体及主要新兴市场经济体的结构刚性、生产率和就业 .....	25
图3.6 就业保护与复苏的速度 .....	26
图3.7 结构刚性 .....	27
图3.8 OECD经济体的市场压力和改革强度 .....	28
图4.1 与老龄化相关支出的预计变化，2013–2040年 .....	34
图4.2 在不同情景下广义政府债务的预期变化 .....	37
图4.3 欧元区的金融状况 .....	40
图5.1 资产负债表修复 .....	44
图5.2 风险加权资产 .....	46
图5.3 银行出现经营困境风险的信号 .....	53

图6.1 政策利率	57
图6.2 央行总资产	58
图6.3 央行资产负债表规模及构成	59
图6.4 实际GDP	60
图6.5 远期曲线	61
图6.6 泰勒规则及政策利率	64

## 表

表2.1 外汇储备的年度变化	16
表4.1 财政状况	32
表4.2 需要进行的财政调整	35
表5.1 主要银行的盈利能力	45

## 本报告使用的术语

lhs, rhs 左坐标, 右坐标  
 billion 10亿  
 ..... 没有提供  
 · 不适用  
 - 无或忽略不计  
 \$ 美元, 除非特别说明  
 总数经四舍五入  
 本期报告中的“国家”一词涵盖了国际法和国际惯例中所理解的非国家领土实体, 其数据单独列示。

# 第83期年报

## 提交给2013年6月23日在巴塞尔举行的 国际清算银行年度股东大会

女士们、先生们：

我很荣幸将本财年（截至 2013 年 3 月 31 日）的国际清算银行第 83 期年报提交给诸位。

本年度净利润达 8.982 亿特别提款权，去年净利润为 7.589 亿特别提款权。2012/13 财政年度的详细情况请见本年报第 103—105 页“净利润及其分配”。

根据国际清算银行章程第 51 条，董事会向本届股东大会提议按每股 315 特别提款权、总额 1.758 亿特别提款权支付红利，以特别提款权的构成币种或瑞士法郎支付。

董事会进一步建议 3610 万特别提款权转入一般储备基金，600 万特别提款权转入特别红利储备基金，剩余的 6.803 亿特别提款权转入自由储备基金。

为体现全球金融标准的发展，国际清算银行修改了其退休金的会计原则，并从 2013 年 4 月 1 日起生效。这一变化将适用于 2013/2014 财年的财务报表，为反映出新会计原则实施后利润确认的累计变动，法定储备金需减少 8,970 万特别提款权，为此，董事会提议将上述金额从自由储备基金中扣除。有关会计政策修订的进一步细节请见财务报表中注释 3。

上述提议如获股东大会批准，国际清算银行 2012/2013 财年分配的红利将于 2013 年 6 月 28 日支付给股东。

总经理  
海密·卡罗阿纳  
2013 年 6 月 14 日于巴塞尔



# 经济章节梗概

## I. 最大限度地利用争取来的时间

“不惜一切代价”已经成为央行继续其非常规政策的战斗口号，其最初则是用来描述央行为防止金融崩溃所采取的行动。但我们已渡过危机高峰，当今政策的目标是回归强劲和可持续的增长。各国当局需加快结构性改革，促进经济资源以最有效的方式得以使用。住户和企业必须完成其资产负债表的修复。政府必须加倍努力确保其财政的可持续性。监管者必须使监管规则适应相互关联性和复杂性不断增加的金融体系，并确保银行留出足够资本金来抵御相关风险。只有在修复和改革中采取强有力的举措才能使各经济体回归强劲且可持续的实际增长。

## II. 回顾过去一年

在过去一年，全球经济复苏动力持续下降。增长乏力反映出三大趋势：新兴市场经济体产出增长总体下滑但仍属稳健；美国经济继续温和扩张；欧元区陷入衰退。各国央行通过降低利率和采取政策创新来创造更加宽松的货币环境，从而进一步刺激经济。这些措施降低了下行风险并促进了金融市场发展。然而各国间银行信贷环境的差异持续存在，新兴市场经济体信贷增长强劲，美国信贷环境有所放松，而欧元区借贷标准收紧。尽管一些经济体已经在降低私人非金融部门债务方面取得进展，然而资产负债表尚未完全修复，使经济增长继续放缓，脆弱性上升。

## III. 为经济增长消除障碍

近年来，主要发达经济体生产率增长下滑和就业形势萎靡不振，尤其是在危机前增长严重失衡的国家。这些国家需要对劳动力和资本进行重新配置，之后才能恢复可持续增长。阻碍这一进程的结构刚性很可能抑制经济体的生产潜力。与产品市场更灵活的经济体相比，在产品市场僵化的经济体生产率和就业更为疲软。同样，劳动力市场更僵化的国家就业率往往也较低。反之，劳动力市场灵活的国家能更快从严重失衡的衰退中复苏，还能创造更多就业岗位。增强劳动力和产品市场灵活性的改革将很快收获增长和就业的改善作为回报。

## IV. 财政可持续性：我们身处何方？

尽管在减少赤字方面取得进展，许多发达经济体的公共财政依然不可持续。除了老龄化支出带来的负担外，长期利率可能从超低水平开始上升也对一些国家的公共财政构成风险。因此许多发达经济体依然需大幅增加基本余额，从而使债务处于安全、下降的轨道。控制未来养老金和医疗支出增长的措施是上述努力成功的关键所在。新兴市场经济体公共财政状况相对较好，但仍需谨慎才能确保未来安全。

## V. 通往更强健银行部门之路

银行正从危机中逐步复苏。为进一步巩固金融机构抗风险能力，金融机构需要保持充足且高质量的缓冲资本以吸收损失，并有效管理流动性缓冲以防范市场信心突然崩溃，同时还需要改善处置机制，允许系统重要性机构有序破产。

然而，如何衡量和管理日益国际化和复杂的金融体系中的风险，仍然是审慎框架面临的一大挑战。此时，风险敏感性指标的使用连同简单的资产负债表标准能在控制金融体系风险方面起到关键作用。这两种措施结合起来相互促进，比单独使用任何一种能获得更多关于银行风险的信息。结构性拆分银行业务的政策也许有助于降低企业层面的复杂性，但其对系统性稳定和效率的影响尚无定论。

## VI. 货币政策何去何从？

全球货币政策仍然十分宽松，各国央行继续在为其他人采取行动争取时间，但其前景正不可阻挡地变得越来越不利。此外，推迟必然的政策退出对各国央行构成越来越大的挑战。央行必须再次强调其以稳定为主的货币政策框架，这在某种程度上要更多兼顾金融稳定和政策在全球范围内的溢出效应。

# 第一章 最大限度地利用争取来的时间

六年前的2007年中期，金融体系开始出现裂痕。仅仅一年多后，雷曼兄弟的倒闭将发达经济体推向崩溃的边缘。在随后五年的衰退和缓慢复苏中，发达经济体的央行被迫设法增加政策的宽松程度。它们首先将政策利率降为实质上的零利率，美国、英国和欧元区自此一直保持这一利率水平（而日本自20世纪90年代中期起一直处于零利率）。随后，上述央行开始扩大其资产负债表，目前其总规模约为危机前水平的3倍，并且还在继续上升。

“不惜一切代价”原本被用来描述央行防止金融崩溃所采取的措施，现在已经成为央行继续其非常规行动的战斗口号。但我们已经渡过危机最困难的时期，且政策目标已经转变为引导依旧疲软的经济体恢复强劲和可持续增长。央行现在能否“不惜一切代价”达成这一目标？随着时间流逝，这种可能性似乎越来越小。央行不能修复住户和金融机构的资产负债表，也无法确保财政融资的可持续性。而且最重要的是央行无法启动结构性经济和金融改革计划，从而带领各经济体回到各国政府及公众所需要的真正增长的道路上。

复苏期间，央行宽松的货币政策是为修复资产负债表、财政整顿和恢复生产率增长的改革争取时间。但这些时间并未得到有效利用，因为持续低利率和非常规政策方便了私人部门拖延去杠杆化、政府为赤字融资以及当局推迟实体经济和金融体系所需的改革。归根到底，廉价的资金使得借贷比储蓄更容易，支出比征税更容易，保持不变比变革更容易。

确实，一些国家的住户部门已经在去杠杆化这项艰巨任务上取得进展，一些金融机构资本更加充足，一些财政当局已经开始艰苦但必要的整顿。的确，金融改革大部分困难的工作已经完成，但总体来看，进展一直缓慢、踟蹰不前，且各国间进展程度不一。住户和企业依然期望如果等待，资产价格和收入将会上升，其资产负债表将得以改善。政府希望等待能使经济增长，从而将带动债务占GDP的比例下降。政治家希望等待能使收入和利润再度恢复增长，从而使劳动力和产品市场改革不那么急迫。但是等待并不能使事情变得更加容易，尤其是当公众的支持和耐心下降之时。

但央行如果不能有效缓释已经造成的风险，就很难有更多作为。央行必须再次强调其历来的政策重点（尽管已涵盖了金融稳定），鼓励必要的调整，而不是通过接近零的利率水平以及购买更多的政府债券来阻碍调整。同时，央行必须敦促当局加快劳动力和产品市场改革，从而提高生产力和促进就业增长，而不是以未来会更加宽松来进行虚假安慰。

第二章对过去一年进行了回顾，第三章至第六章继而对上述问题进行了讨论，并在此予以概述。我们传递的信息很简单：各国当局需要加快劳动力和产品市场改革来提高生产率和拉动增长；私人部门必须去杠杆化，公共部门需要确保财政

可持续性；金融体系内的风险需加以管理；期望货币政策能解决上述问题将导致失败。

## 提高灵活性：实现增长的关键

全球经济仍未见可持续和平衡的增长。许多发达经济体的增长率仅部分恢复，失业率依然居高不下（图 1.1）。正如第三章中所讨论的，僵化的劳动力和产品市场是妨碍经济长期健康最重要的障碍之一。金融危机及其后果表明，周期逆转以及繁荣不会加剧此类结构性问题。因此，许多经济体的复苏一直令人失望。

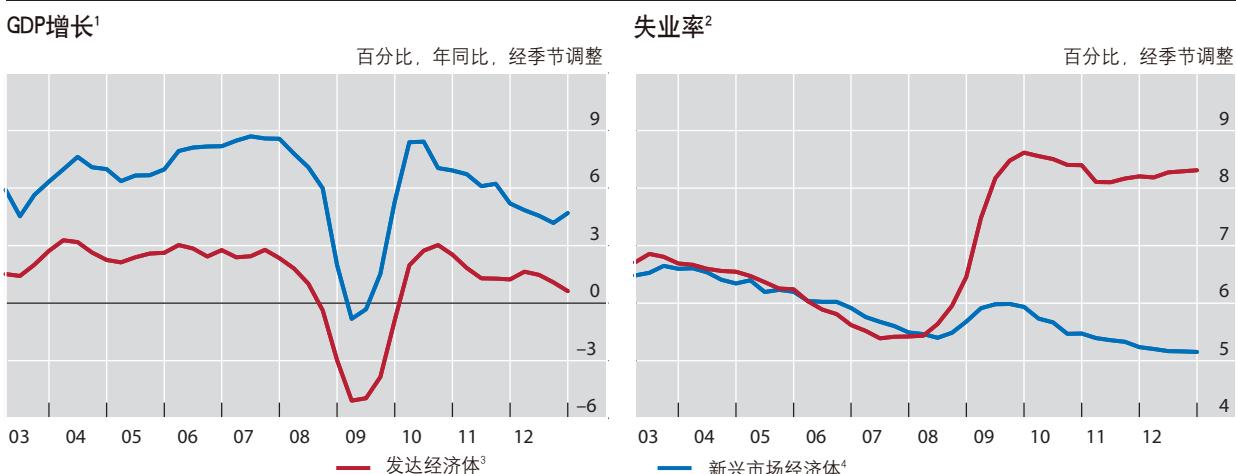
当一些国家房地产市场由繁荣走向萧条时，僵化的制度限制了跨部门间的人员流动。正如第三章中所论述的，严密的就业保护阻碍了因严重的行业失衡而陷入衰退的经济体的复苏和就业增长。其中含意显而易见：各国将从管制更少、更利于增长的劳动力和产品市场中获得实实在在的好处。

提高劳动力和产品市场灵活性的措施允许资源能更容易地从生产率低的部门流向生产率高的部门，明显有利于经济增长。同时，此类改革有助于促进创业，为企业提高生产率和雇用更多工人铺平道路。这意味着精简规章并减少阻碍生产力提高的特殊利益集团的权力对于可持续增长至关重要。当然，基本的工人和消费者保护必须保留，而且适宜的监管力度也因国家而异。但是过度监管的劳动力和产品市场所产生的成本是显而易见的：它们导致的灵活性下降已损害了长期增长。

种种情况表明结构性僵化在危机之后危害尤其大，因此很有必要在经济较好时而非在压力之下进行改革。尽管这种预先改革并不常见，对那些相对顺利渡过金融危机的国家来说，仍必须尽快增强劳动力和产品市场的灵活性，宜早不宜迟。

全球经济活动

图1.1



1. 基于2005年GDP和购买力平价（PPP）汇率加权平均。2. 基于劳动力的加权平均；各国定义可能存在差异。3. 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。4. 阿根廷、巴西、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印尼、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特、新加坡、南非、泰国和土耳其。

资源来源：IMF《国际金融统计》和《世界经济展望》，Datastream；各国数据。

## 财政政策：威胁依然存在

由于各国政府通过救助银行和财政刺激应对金融危机，其债务攀升至新高。在危机爆发前夕经历了房地产泡沫的国家，住户部门已经积累了巨额债务。自危机高峰以来的五年中，各方一直希望能实现大幅度地去杠杆化从而确保可自我持续的复苏。

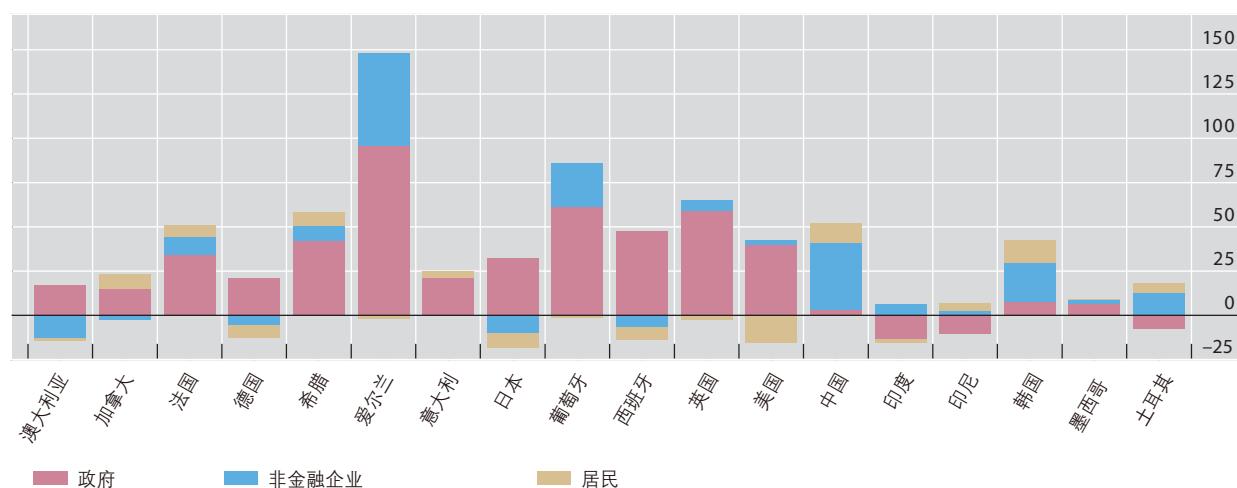
事与愿违，2007年至2012年，多数发达经济体和新兴市场经济体的住户、非金融企业和政府债务占GDP的比重却在上升（图1.2）。将图1.2中的国家合并计算，总体债务增加了33万亿美元，占GDP比重上升了20个百分点。同期部分国家，包括一些新兴市场经济体的总债务比率上升更快。显然，这是不可持续的。过度负债是金融危机后增长道路上的主要障碍之一。年复一年、越借越多并非解决之道<sup>1</sup>。

在图1.2中所示的大多数国家中，公共债务是整体债务上升的主要原因。尽管在金融危机最严重时期为对抗经济萧条的威胁需要采取逆周期财政政策，但今天的形势已有所不同。正如第四章中所指出，研究屡次表明，随着政府债务超过GDP的约80%，增长开始受到拖累<sup>2</sup>。伴随着目前大多数发达经济体公共债务已达到GDP的100%以上，且未来与人口老龄化相关的支出将大幅增长，找到一条确保中长期财政可持续性的道路依然是一项主要的挑战。

2007–2012年债务变动

占GDP的百分点

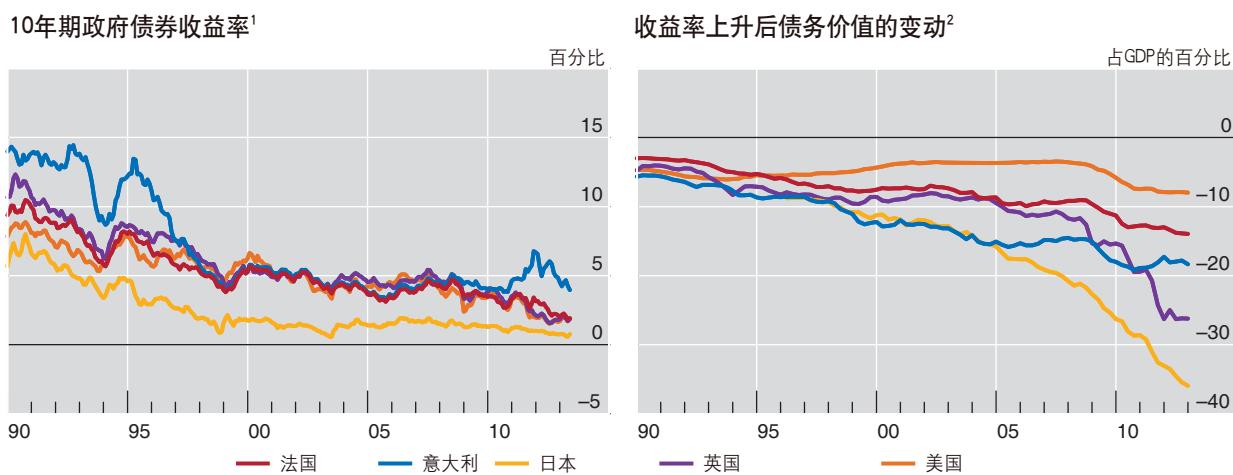
图1.2



资源来源：IMF《世界经济展望》；OECD, BIS；国别数据。

1. 一些研究发现，金融危机后，在经济萧条期私人部门去杠杆化与随后的复苏力度显著正相关。参见 M Bech, L Gambacorta 和 E Kharroubi 发表的《货币政策、杠杆和商业周期》，国际清算银行工作论文，2012年9月第388期。美国的住户部门，以及（较小程度上）西班牙和英国的住户部门已经在削减债务方面取得进展。但从占GDP的比重来看，下降幅度远低于金融危机后私人非金融部门债务平均约40个百分点的跌幅。参见 G Tang 和 C Uppal《危机后债务缩减》，《国际清算银行季报》，2010年9月，第25–38页。

2. 其他类型的债务有类似影响：企业债务超过GDP的90%和家庭债务达到GDP的85%以上会成为经济增长的拖累。参见《实现最大化的长期增长》中 S Cecchetti, M Mohanty 和 F Zampolli《债务的真实影响》，堪萨斯城联邦储备银行的杰克逊霍尔研讨会议记录，2011年8月，第145–96页。



1.月平均值。2.对每个国家，在假定各期限债券收益率上升3个百分点后，中央政府可流通债务余额估算的价值变动占GDP的百分比。基于估计的日本、英国和美国可流通余额数量和平均期限（除去国内央行持有债务），以及估计的法国和意大利可流通余额数量和平均期限。法国、意大利、日本和英国估计的可流通债务和平均期限数据来自OECD，本国及BIS。美国可流通债务和平均期限数据来自本国。

资源来源：OECD; Bloomberg; Datastream; 全球金融数据；各国数据；BIS; BIS计算值。

从根本上来看，庞大的公共债务会降低主权信誉并削弱信心。政府整顿财政秩序会有助于恢复金融体系和实体经济间的良性循环。此外，债务水平低可使得政府有能力应对下一次不可避免的金融或经济危机冲击。

正如第四章中所表述，尽管财政整顿已经变得越来越紧迫，但一直缺乏明显成效。在一些国家，短期和长期低利率提供的廉价融资缓解了政府进行财政调整的压力<sup>3</sup>。但这种缓解是暂时性的，且并非毫无风险。要究其原因，回顾危机前的二十年，许多发达经济体的长期利率平均约为6%（图1.3，左侧图示）。如今，主要发达经济体的长期国债收益率在2%左右，日本的收益率还远远低于这一数字。当利率和债券收益率开始上升时，持有政府债券的投资者将损失巨额资金。

试想如果各种期限的债券收益率均上升3个百分点，将会对美国国债持有人（不包括美联储）产生何种影响：他们将损失超过1万亿美元，几乎占美国GDP的8%（图1.3，右侧图示）。持有法国、意大利、日本和英国所发行债务的投资者遭受的损失为相应国家GDP的15%到35%不等。收益率不可能一夜之间跃升300个基点，但1994年的经验表明上行趋势的出现相对较快，当年一些发达经济体的长期债券收益率在一年之中攀升了200个基点。

虽然完备的对冲策略能保护个人投资者，却一定有人最终承担利率风险。事实上，在多数发达经济体中涉及GDP的潜在损失正处于历史高位。由于国内外银行也在蒙受损失的行列，如果提高利率时不能做到倍加谨慎，将危及金融体系的稳定。在这方面，央行在采取任何收紧举动前进行清晰的提前沟通将至关重要。

各国政府必须加倍努力确保财政的可持续性。经济增长还未高到让财政整顿自行实现的地步，债务占GDP比例中的分母增速还无法超过分子增速。讳疾忌医只会使财政整顿最后迫于压力进行，这正是目前一些南欧国家所面临的形势。结

3. 超低收益率反映出多种因素的综合影响，包括持续疲软的经济前景、来自其他经济体的避险资金流、因监管要求提高而需要更多安全的流动性资产，以及大规模的央行干预。

构性财政问题必须尽早解决，这样做意味着避免今后更多的痛苦。

正如第四章中指出，与此同时，财政调整的质量与数量同样重要。等待无济于事，一些行动迟缓的国家已经被迫进行大幅的、漫无目的的紧缩，削减生产性公共投资和提高不利于增长的税收。那些依然拥有足够空间的国家应该重点削减政府消费和转移支付。在税率仍然偏低的国家，还需考虑增加财政收入。

更重要的是，许多国家现在需要采取更多措施降低未来与人口老龄化相关的支出。虽然这些措施本质上属于长期性的，但因其增强了财政可持续的观念，也会在近期发挥积极影响。

许多新兴市场经济体的公共财政状况依然可控，部分由于这些地区并不处于危机的中心。一些国家的财政状况目前虽然乐观，但一直是靠资产和大宗商品价格上升所带来的收入所支撑，这类情况未必具有可持续性，需要谨慎对待。在其他国家，全球需求疲软减少了收入并导致支出增加，从而抬高了公共债务水平。这些对财政可持续性的早期威胁，以及与老龄化相关的公共支出的可能增长，需要新兴市场经济体的决策者保持警惕。

## 金融体系：增强抗风险能力

金融体系的复杂性使审慎监管框架面临持续不断的挑战。确保系统性稳定需要充足的资本金、流动性和处置机制。所有金融机构必须拥有充足和高质量的资本缓冲来防止损失，以及足够的流动性缓冲来保护自身免受市场信心突然崩溃的影响。而我们则需要处置机制使大型、复杂机构能有序破产。

尽管如此，找到最佳途径管理由日益全球化和复杂化的金融体系所产生的风险，仍是全球决策者面临的挑战。第五章提出，测量和管理这些风险对于建立一个更加安全的审慎监管框架极为关键。

如何使审慎监管框架涵盖越来越复杂的金融市场，第五章将以一个重要例证详细描述其中的好处。如杠杆率这样一项简单的规定，以及更复杂的风险加权指标作为银行实力的“晴雨表”都有其优点和局限性，但它们是互补的，两者结合起来使用会互相促进，能获得比单独使用其中一种更多的关于银行风险的信息。更重要的是，当同时使用这些方法时，想人为操纵它们就更不容易了。因此，根据近期关于监管复杂性的争论，政策应对措施主要在于依赖风险敏感指标和简单的资产负债表规则之间相辅相成的能力来监测和降低金融体系风险。

限制银行业务范围可能有助于减少系统性风险，但并非一剂灵丹妙药。这些限制对于降低银行复杂性的作用微乎其微，即使简化了银行企业层面的组织架构，但对系统性风险的影响是模糊不清的。

全球金融体系的标准不断演化，但必须基于简单的原则：系统性风险的内化、要求足够的资本金和流动性使私人激励因素符合公共利益、设定风险敏感度以减少向高风险资产的转移、扩大审慎范围使风险始终处于监管者（和管理者）的视野之内、使监管体系随着金融体系演进。但原理上简单的通常在实践中是复杂的。这意味着金融改革的成功取决于漫长而复杂的定义和流程。其中原因简单而实际：细节是可实施的，而原则不能。

## 货币政策：争取时间

自金融危机爆发以来，各央行发现自身在非常规政策领域越陷越深。在已触及利率下限后，主要发达经济体央行转而积累资产，目前已达其总体GDP的25%。同时，新兴市场经济体央行也扩大了其资产负债表，目前持有的资产价值超过了GDP的40%。发达经济体和新兴市场经济体央行资产加起来已经从2007年的10.4万亿美元上升至当前的超过20.5万亿美元，而且各国央行还承受采取更多行动的压力（图1.4）。

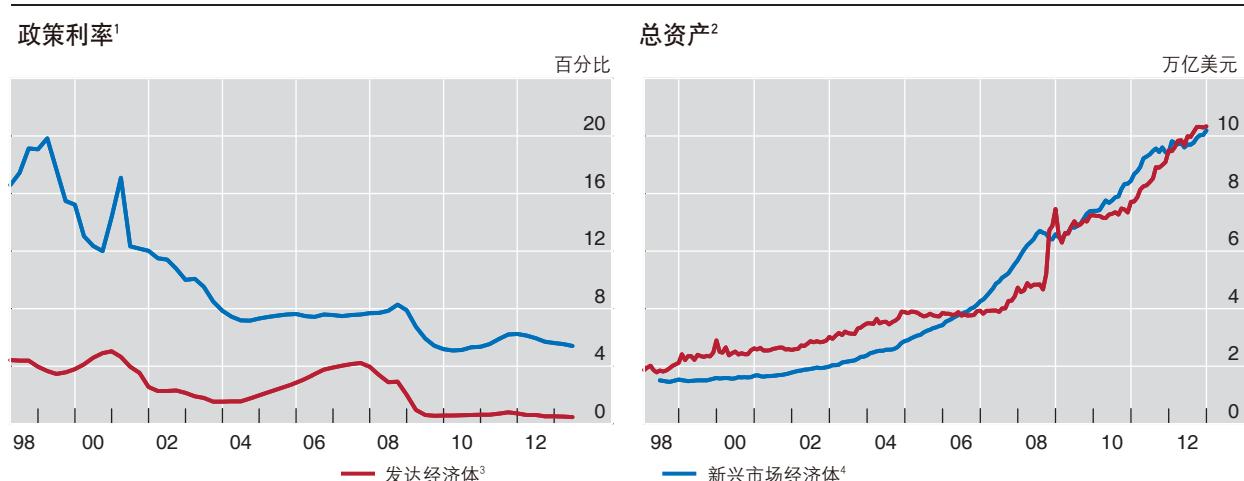
尽管采取了宽松的货币政策，经济增长依然疲软，且创造就业还未获得稳定的动力。此外，发达经济体的低利率在国际上产生了溢出效应，如资本流向快速增长的新兴市场经济体以及一些小的发达经济体，由此导致的对这些经济体货币的升值压力阻碍了其央行稳定国内经济的努力。

随着利害得失的变化，采取进一步非常规货币刺激政策正变得越来越危险。第六章指出以价格稳定为锚的政策框架依然是增长的基础。没有价格稳定，一切都是空谈。但是，危机的教训告诉我们，仅仅靠近期价格稳定是不够的：金融稳定对长期宏观经济稳定也至关重要。修订传统货币政策框架从而有效而平衡地将金融稳定纳入其中是当前面临的挑战。

所有这一切将主要发达经济体的货币政策制定者置于一种微妙的境地。央行如何能够鼓励负责结构性调整的机构实施改革？怎样才能避免让经济过度依赖货币刺激措施？何时才是央行从扩张性政策退出的正确时机？央行如何能避免在退出过程中债券收益率急剧上升？现在是货币政策开始回答这些问题的时候了。

政策利率和央行总资产

图1.4



1. 政策利率或最接近的替代值；对目标区间，取区间中间值；基于2005年GDP和PPP汇率，列出的经济体加权平均值。2. 列出经济体的总数。  
3. 澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。4. 阿根廷、巴西、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印尼、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、俄罗斯、沙特、新加坡、南非、泰国和土耳其。

资源来源：IMF《国际金融统计》；Bloomberg；Datastream；全球金融数据；各国数据。

## 总结

自全球金融危机爆发以来已经过去了六年，然而全球经济依然缺乏强劲、可持续和平衡的增长。如果有什么简单的办法能做到，我们早就找到了。单靠货币刺激措施不能提供答案，因为问题的根源不在于货币。因此，央行必须设法回归其稳定职能，使其他部门能进行艰难但必不可少的调整。

各国当局需加快劳动力和产品市场改革，促使经济资源向高生产率部门转移。住户和企业必须完成修复其资产负债表这一艰巨任务，政府必须进一步努力确保其财政的可持续性。监管者必须使规则适应日益联系紧密和复杂的金融体系，确保银行拥有充足资本金和流动性缓冲抵御相关的风险。每个国家应根据自身情况调整其改革日程，以在不危及当前经济复苏的同时尽可能成功。但是，最后，只有靠一项强有力的金融修复和结构改革计划才能使经济恢复强劲和可持续的实质性增长。

## 第二章 回顾过去一年

过去一年内，主要发达经济体增长步履维艰。对主权债务风险、银行稳健性以及商业前景的担忧再次浮出水面，使欧元区陷入衰退。日本和英国的投资不振，美国短期财政政策的不确定性也拖累了经济活动。受外部环境恶化的影响，新兴市场经济体的产出增长下降，但一些国家强劲的国内需求抵消了出口下降的影响。

从全球层面看，一些中央银行在还存在利率调整空间的情况下，调低了政策利率，而那些没有下调空间的中央银行则进一步通过业务创新来松动银根：修正政策目标、调整沟通策略、扩大资产购买或改变其结构，或以货币传导机制的特定渠道为目标。结果，人们感到经济的下行风险下降，并预期低政策利率将维持较长的时间，从而促进了金融市场的交易活动，并推动资本流入具有高收益资产的新兴市场国家，给这些国家的货币带来了升值压力。

在撰写本报告的过程中，有迹象显示全球经济复苏的步伐是不一致的。新兴市场的信贷增长强劲，美国、日本和英国的信贷状况也出现松动。但是，欧元区的贷款标准依然严格，私人投资和消费信贷需求大幅下降。高频率的商业活动指标也证明了全球经济复苏的不平衡性。2013年的现有数据显示，全球经济复苏可能是缓慢和崎岖的，金融市场有时表现较为平静，有时则表现得过于动荡，因为市场通常会评估相互矛盾的消息。

由于危机前金融急剧扩张遗留下来的问题，以及为应对危机实行的宽松货币政策，全球非金融私人部门的债务保持高位。虽然在减少负债方面取得了一定进展，尤其是那些在繁荣时期杠杆率显著上升的发达经济体，但是，这些国家资产负债表的修复工作尚未完成，拖累了其经济增长。同时，其他一些发达经济体和新兴市场经济体的杠杆率上升，表明这些地区的脆弱性可能还在增加。

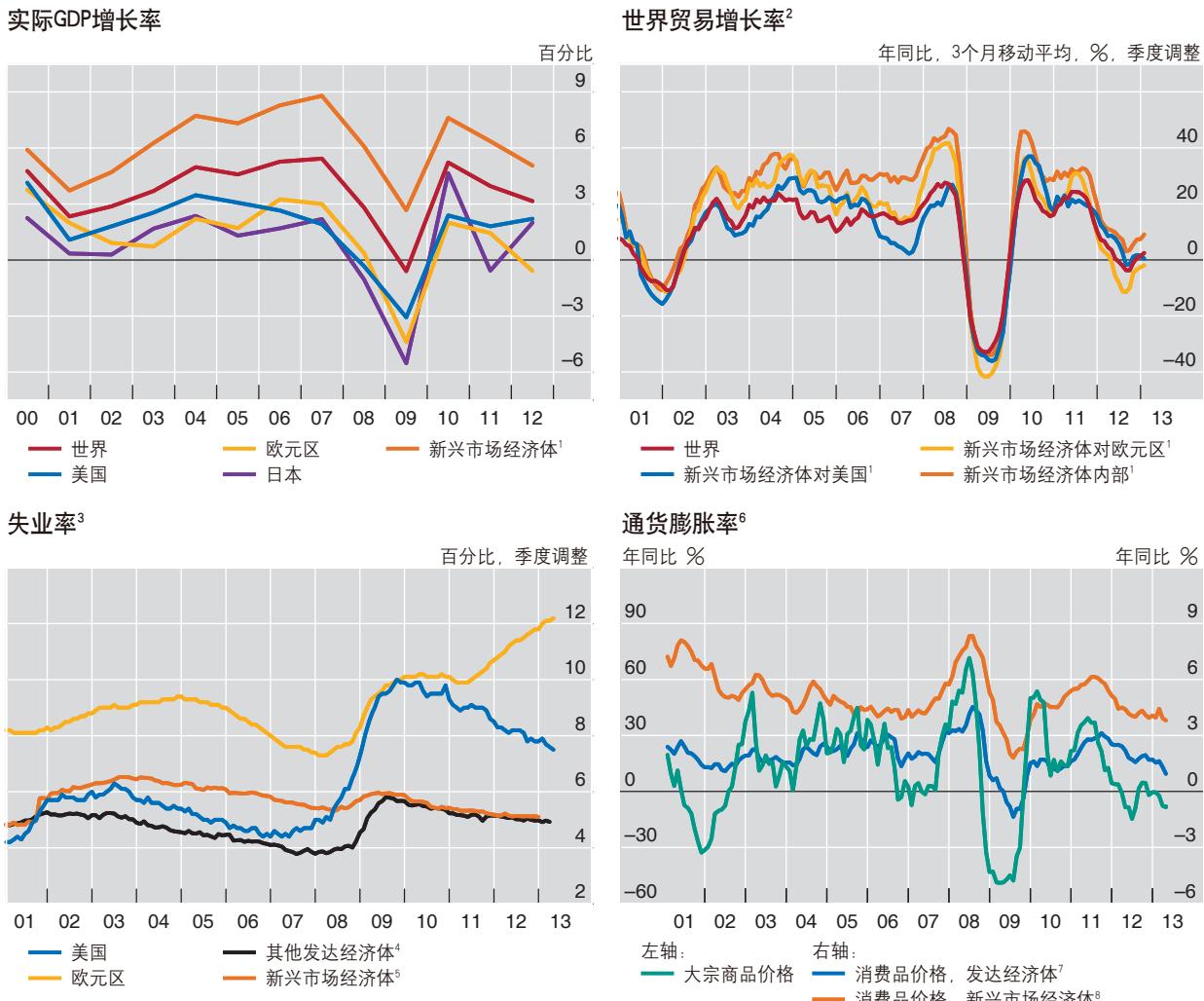
### 2012—2013年，全球经济增长乏力的态势持续

过去一年内，经济增长失去动力。全球经济增长率下降至3.2%，比2010年最高值低了2个百分点。如图2.1左上图所示，全球增长放缓大体反映了三种态势：新兴市场经济体产出增长率整体下降，但仍然比较稳固；美国经济持续扩张；欧元区经济处于衰退。日本经济增长较为动荡，在2011年大地震后日本推动了重建措施，近期则是由于调整了经济政策，使经济增长受到短暂的刺激。

全球经济面临的主要风险是欧元区危机和发达经济体财政政策的不确定性增加。由于对主权债务风险和银行业风险关联性的担忧再次浮出水面，欧元区危机在2012年上半年有所加剧，表现为西班牙和意大利政府债券收益率显著上升。在西班牙政府提出银行业增资要求后，2012年7月西班牙10年期政府债券的收益

## 全球经济活动

图2.1



1. 根据国际货币基金组织汇总数据。 2. 按总出口计。 3. 各国定义可能不同。 4. 根据澳大利亚、加拿大、丹麦、日本、新西兰、挪威、瑞典和英国劳动力的加权平均数。 5. 根据巴西（从2001年10月起）、智利、中国、中国台湾、哥伦比亚、捷克共和国、中国香港、匈牙利、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁（从2001年3月起）、菲律宾、波兰、俄罗斯、新加坡、南非、泰国和土耳其劳动力的加权平均值。 6. 基于所列经济体2005年GDP值和PPP汇率的加权平均值。除印度（按批发价格）外，其他国家消费品价格按CPI计算，大宗商品价格按标准普尔GSCI大宗商品现货价格计算。 7. 欧元区、日本、英国和美国。 8. 脚注5所列经济体以及印度。

资料来源：IMF《贸易统计指南》、《国际金融统计》和《世界经济展望》；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

率上升至 7.6%，同时意大利政府债券的收益率也升至 6.6%。2012 年，欧元区危机加剧还促进了全球金融市场风险溢价的上涨。与此同时，安全天堂地区的债券收益率下降，如德国和美国的 10 年期国债收益率下降了大约 50 个基点。

2012 年，欧元区危机恶化还通过贸易途径影响了全球经济活动。图 2.1 的右上图表表明，相比对美国的出口，新兴市场经济体对欧元区的出口收缩更为明显。同时，由于新兴市场的经济表现相对强劲，其内部的出口增长了约 10%。以上各种因素的净效应是世界贸易的停滞不前。

受财政政策不确定性的影响，发达经济体的国内需求仍然表现不佳。在欧洲，经济衰退使实现预算赤字目标的工作复杂化。在美国，虽然避免了减税到期和政府全面削减开支（财政悬崖）的情况，但是到本文撰稿时为止，其他自动预算削

减不确定性的影响继续发酵。尽管消费和投资增长相对强劲，但不足以对失业率下降带来显著的影响，后者只缓慢下降至大约 7.5%。欧元区失业率继续上升，达到 12% 的新高，其他地区的失业率基本不变（图 2.1，左下图）。

鉴于全球经济状况欠佳，大宗商品价格从去年 11 月后开始下降，这有助于降低全球通胀压力（图 2.1，右下图）。发达经济体和新兴经济体的平均通胀率分别下降 2% 以下和 4%。通胀压力下降为中央银行扩大货币刺激提供了部分空间。

2012 年，新兴市场经济体 GDP 增长率下降至 5%（图 2.1，左上图）。然而，各国的经济表现有所不同。印度尼西亚、秘鲁和菲律宾等一些国家受强劲固定资产投资和消费的推动，GDP 增长保持强劲；其他一些国家则受到 2011 年为降低通胀压力和冷却房地产市场而采取的货币紧缩政策的滞后影响，国内需求受到抑制。中国由于制造业投资增长放慢，GDP 增长率从 2011 年的 9.3% 下降至 2012 年的 7.8%。巴西 2012 年总体固定资本形成过于羸弱，产出增长率低于 1%。印度经济增长也受到消费和固定投资显著放缓的影响。

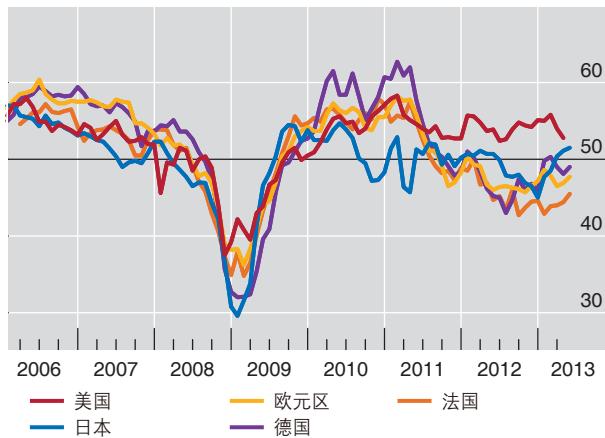
有关商业活动的高频率指标显示，2013 年早期全球经济复苏具有不平衡性。从 2012 年中期至 2013 年 2 月，美国采购经理人指数（PMI）出现好转（图 2.2，左图）。2013 年早期，日本 PMI 有所上升。新兴市场经济体也显示了有限的商业活动改善迹象（图 2.2，左图）。中国的 PMI 从 2012 年中期后略有上升。在欧元区，政策措施似乎减轻了商业活动恶化的状况，并出现了一些积极迹象，尤其是在德国（图 2.2，左图）。然而，整个欧元区的 PMI 还没有升回至 50 以上。

2013 年 3 月，欧元区银行业的问题在塞浦路斯重新浮出水面。银行业危机导致塞浦路斯对最大银行重组，对第二大银行进行了处置（给未保险存款人带来了巨大的损失），实行了临时性资本管制措施，并提供了 100 亿欧元的官方金融援助。然而，塞浦路斯银行业自救行为带来的波及影响相对有限，各个市场的流动性状况保持稳定。造成市场相对平静的原因可能有几项因素。首先，市场参与者认为塞浦路斯危机以及银行自救是独特情况，规模也较小。同时，欧央行采取的持续

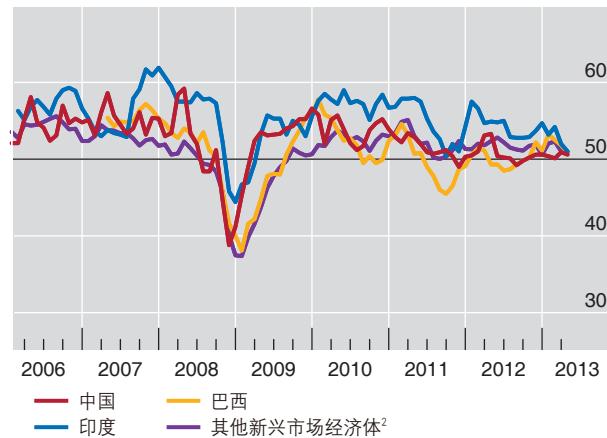
商业活动<sup>1</sup>

图 2.2

#### 发达经济体



#### 新兴市场经济体



1. 制造业采购经理人指数（PMIs）；在美国和欧元区是指综合PMIs。2. 根据匈牙利、墨西哥、俄罗斯、新加坡、南非和土耳其（从2006年8月起）的2005年GDP值和PPP汇率的加权平均。

资源来源：彭博资讯。

宽松货币政策和支持措施控制了尾部风险。<sup>1</sup>

## 中央银行措施刺激了金融市场

在 2012 年增长放慢和通胀压力消退的背景下，无论是发达经济体还是新兴市场经济体的中央银行，都开展了新的刺激措施。为应对总需求下降，一些中央银行下调了政策利率（图 2.3）。欧央行将主要再融资利率下降至 0.50%，并将存款便利利率下降至零（图 2.3，左图）。其他发达经济体（包括澳大利亚和瑞典）也调低了政策利率。

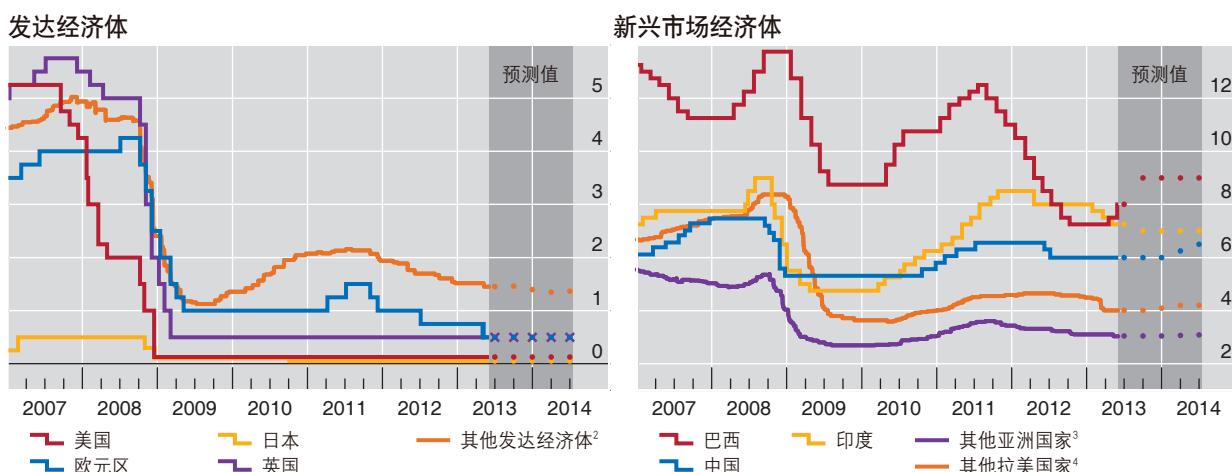
新兴经济体结束了从 2010 年全球复苏以来实行的货币紧缩政策。印度储备银行放松了货币政策态势，从 2012 年初以来将回购利率和现金储备率分别下调 125 个和 200 个基点。中国人民银行将基准存款利率与贷款利率下调了 50 个基点，并对房地产行业实行差别信贷政策。巴西中央银行自 2011 年 8 月以来，将政策利率累计下调了 500 个基点，但是由于国内通胀压力上升，近期政策出现部分回调。此外，捷克共和国、匈牙利、墨西哥和波兰等国也下调了政策利率。

那些已经将政策利率有效运用到零下限的中央银行，通过各种政策创新来进一步放松货币政策。美联储在 2012 年 12 月改变了前瞻指导的对外沟通政策，并承诺只要失业率高于 6.5%，以及通胀预期得到有限控制，将把联邦基金利率保持

政策利率<sup>1</sup>

百分比

图 2.3



1. 政策利率或最相近的指标；目标区间指区间的中位值。点和叉号表示摩根大通在 2013 年 5 月 31 日对 2013 年 6 月、2013 年 9 月、2013 年 12 月、2014 年 3 月和 2014 年 6 月的预测值。中位值预测来自彭博资讯在 2013 年 5 月 31 日对挪威、瑞典和瑞士的预测值。总数是根据 2005 年 GDP 数值和 PPP 汇率的加权平均值。2. 澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典和瑞士。3. 中国台湾、中国香港、印度尼西亚、韩国、菲律宾和泰国。4. 智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。

资料来源：彭博资讯；Datastream；摩根大通；各国数据。

1. 详见《市场对塞浦路斯银行业危机的反应》一文的分析，载《国际清算银行季报》，2013 年 6 月，第 9 页。

在 0.25% 以下水平。2013 年 1 月，日本银行引入了 2% 的通胀目标。

在过去一年内，对大规模购买政府债券的政策也进行了一些调整。有别于前几轮的资产购买，美联储推出了无限期的资产购买计划，开始时每月购买 450 亿美元的美国国库券，并表示将继续购买直到就业市场前景出现明显改善为止。日本银行的数量和质量宽松政策旨在将基础货币扩大一倍，每年新增 50 亿日元的日本国债购买规模，并将持有的国债平均期限扩大至大约 7 年。

欧央行推出了直接货币交易计划 (OMTs)，即当成员国提交宏观经济调整计划后，就可以无限量地购买该国主权债券。直接货币交易计划旨在解决部分欧元区国家主权债券定价的严重扭曲。在本报告撰写过程中，这项措施尚未被使用。

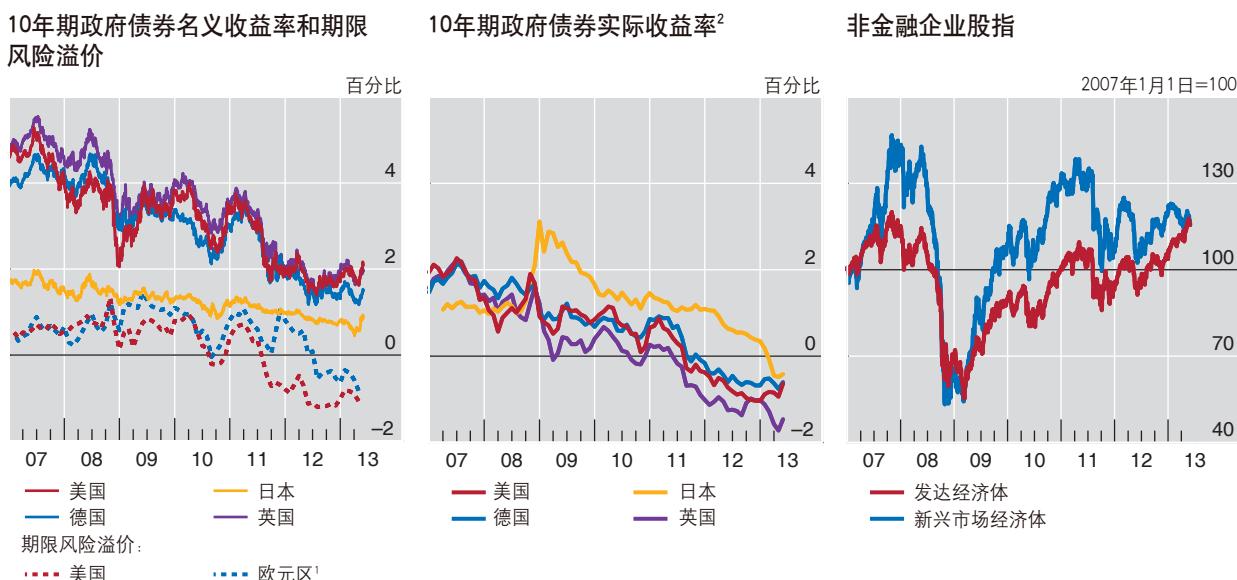
美联储、日本银行和英格兰银行还针对货币传导机制的特定部分采用了政策工具。美联储恢复购买抵押贷款支持证券，日本银行公布了对交易所交易基金和日本房地产投资信托产品的购买计划。英格兰银行和日本银行分别引进了贷款融资计划和贷款支持计划。上述措施通过将较低的银行融资成本与贷款活动相联系，为增加贷款发放提供了激励。

### 政策支持了金融市场

由于对近期低政策利率的预期（图 2.3，左图），加上新一轮大规模资产购买计划带来的效应，美国、德国和英国的 10 年期政府债券名义收益率被初步控制在 2% 以下（图 2.4，左图），近期收益率则开始上升。在美国，这可能与就业市场状况改善以及对未来资产购买的顾虑有关。在日本，名义国债收益率开始时下降到 1% 以下，但后来波动性扩大。美国、德国和英国的实际长期收益率保持在负的水平（图 2.4，中图）。在日本宣布通胀目标后，实际长期收益率在 2013 年初

政府债券收益率和股价

图 2.4



1. 根据法国和德国部分政府债券计算后得出。2. 政府债券收益率减去通货膨胀掉期（在德国，是指欧元通货膨胀掉期）。

资料来源：彭博资讯；Datastream；国际清算银行的计算。

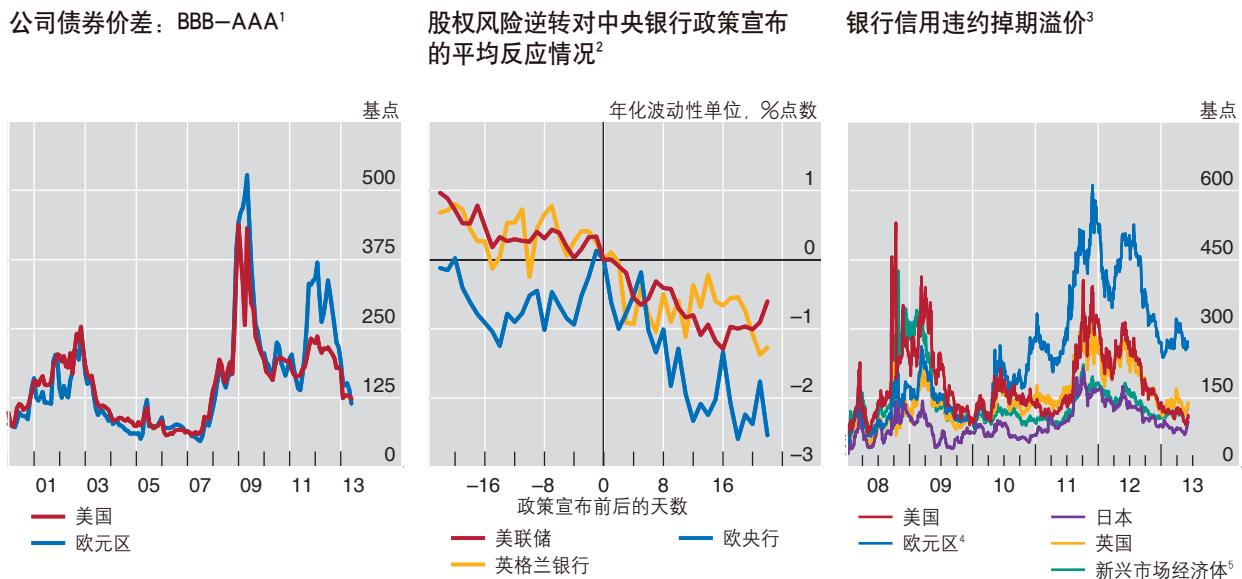
变成负值。债券收益率下降的一个重要因素是期限风险溢价出现显著下降，后者指投资人应获得的通货膨胀和实际利率变动的风险补偿。例如，美国国债的期限风险溢价在 2011 年变为负值，并在 2012 年持续下降，达到至少过去 25 年以来的最低值（图 2.4，左图）；在欧元区，风险溢价在 2012 年中期变为负值。

2012 年下半年推出的大规模政策支持措施降低了下行风险，并重新提振了金融市场参与者的乐观情绪。企业发行 BBB 债券和 AAA 债券的价差（类似于有风险借款人和较低风险借款人的价差），在美国和欧元区分别比 2012 年高峰值下降了约 100 个基点和 200 个基点，目前处于雷曼兄弟公司倒闭前的水平（图 2.5，左图）。

作为对中央银行措施的反应，美国、欧元区和英国的股权风险逆转（以期权为基础的反映下行风险的指标）大幅下降。图 2.5 的中图比较了央行宣布重大政策（正常化到零）前后几天的变动水平<sup>2</sup>。尽管市场对欧央行宣布 3 年期长期再融资操作（LTRO）和直接货币交易计划（OMT）的反应较为滞后，但后者仍然对防止股市出现大的下降风险具有相当大的影响。2012 年下半年，推出的直接货币交易计划不但导致了欧元区银行信用违约掉期风险溢价下降，并且带来了全球层面的影响（图 2.5，右图）。与欧央行发布信息产生的效果相同，日本银行宣布新

部分风险溢价指标

图 2.5



1. 评级为 BBB 企业和评级为 AAA 企业发行的公司债券收益率价差。2. 将政策宣布日的 25 delta 风险逆转正常化至零，即取政策宣布日前后几天的差异值。对美联储而言，是指 S&P500 指数风险逆转；对英格兰银行而言，是指 FTSE100 指数风险逆转；对欧央行而言，是指 DJ RUE STOXX 50 指数风险逆转。政策宣布和相关讲话：美联储指 2008 年 11 月 25 日，2008 年 12 月 1 日，2008 年 12 月 16 日，2009 年 1 月 28 日，2009 年 3 月 18 日，2010 年 8 月 10 日，2010 年 8 月 27 日，2010 年 9 月 21 日，2010 年 10 月 15 日，2010 年 11 月 3 日，2011 年 8 月 9 日，2011 年 9 月 21 日，2012 年 1 月 25 日，2012 年 6 月 20 日，2012 年 8 月 1 日，2012 年 8 月 31 日，2012 年 9 月 13 日，2012 年 12 月 12 日；英格兰银行是指 2009 年 1 月 19 日，2009 年 2 月 11 日，2009 年 3 月 5 日，2009 年 5 月 7 日，2009 年 8 月 6 日，2009 年 11 月 5 日，2010 年 2 月 4 日，2011 年 10 月 6 日，2012 年 2 月 9 日，2012 年 7 月 5 日；欧央行是指 2011 年 12 月 8 日，2011 年 12 月 21 日，2012 年 2 月 29 日，2012 年 7 月 26 日，2012 年 9 月 6 日。3. 5 年期正在进行中的美元信用违约掉期差价；部分银行的简单平均值。4. 比利时、法国、德国、意大利、荷兰、葡萄牙、西班牙。5. 巴西、中国、新加坡。

资料来源：美国银行美林公司；彭博资讯；Markit；国际清算银行的计算。

2. 详见《非传统货币政策宣布前后对尾部风险的认知》，载《国际清算银行季报》，2013 年 3 月，第 4—5 页。

的价格稳定目标以及数量和质量宽松计划，也对股权风险逆转指标具有很大影响。受益于货币政策进一步宽松以及风险评估下降，发达经济体与新兴市场经济体的股市从 2012 年的最低点分别上涨了约 25% 和 10%（图 2.4，右图）。但是，近期股市的波动性表明了市场情绪的脆弱性，同时人们还在怀疑实体经济是否真正在复苏。

### 各国信贷状况仍然不同

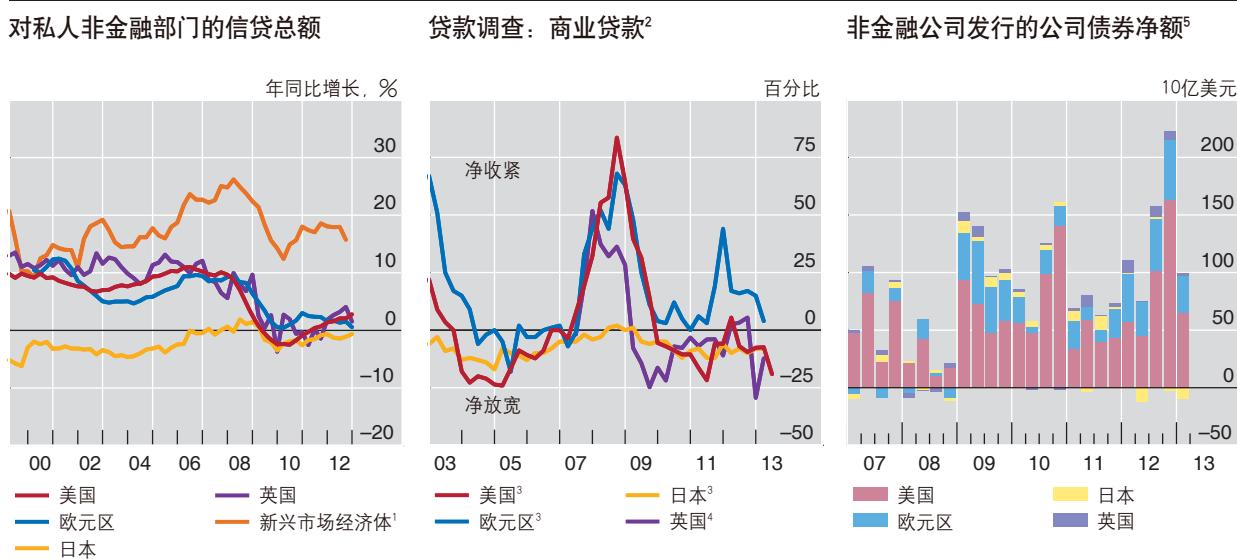
各国信贷条件仍然有较大差异。图 2.6（左图）表明，在较低利率和较高国内需求的背景下，2012 年新兴市场经济体对私人非金融部门的信贷总额（银行贷款加上债券发行）增长了 15% 以上。在主要发达经济体中，美国和英国的信贷总额出现适度增长，欧元区进一步收缩，日本则出现轻微下降。

在美国，根据对资深放款人员有关银行贷款做法的调查显示，银行整体上放宽了对企业的工商业贷款标准（图 2.6，中图），贷款利率与银行融资成本的差异缩小。在英国，在银行收紧放贷标准一段时间后，2012 年下半年英格兰银行推出了贷款融资计划，各商业银行开始放松对企业的贷款标准。但是，英国公司部门增加的信贷主要来自非银行融资。与前 5 年的平均水平相比，非金融公司净债券发行量几乎翻了一番（图 2.6，右图）。

欧元区信贷增长的放慢不但反映了贷款需求不足，也反映了相对较紧的银行贷款条件。对欧元区银行贷款调查显示，对企业的贷款标准出现收紧（图 2.6，中图）。2012 年下半年，贷款收紧主要与对经济前景的悲观情绪有关，其中欧元

信贷条件

图2.6



1. 根据阿根廷、巴西、中国、捷克共和国、中国香港、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、新加坡、南非、泰国和土耳其的2005年GDP值和PPP汇率。2. 美国是指对大中型企业贷款；英国是指对各种企业贷款；欧元区和日本是指对大型企业贷款。3. 报告收紧贷款标准（“大幅收紧”或“适度收紧”）的银行和报告放宽贷款标准（“大幅放宽”或“适度放宽”）的银行的比例差额。正值表明贷款标准出现净收紧。4. 报告收紧贷款标准银行的加权百分比减去报告放宽贷款标准银行的加权百分比（权重依据银行的相对市场份额）。正值表明贷款标准出现净收紧。5. 净发行额是指已完成的发行额减去还款额。

资料来源：欧央行；美联储；Datastream；Dealogic；国际清算银行的估计。

区边缘国家银行所受的影响最大。与银行贷款条件持续收紧不同的是，主权债券市场紧张状况缓解和风险评估下降对公司债券的净发行量具有正面效应（图 2.6，右图）。

在日本，尽管信贷供给状况保持宽松，但 2012 年对私人非金融部门的信贷总额略有下降（按实际值，表现为停滞状态）。但是，2013 年第一季度数据表明银行信贷增加，主要是因为企业对流动资金和合并／兼并融资需求上升。

### 全球金融波及效应

货币政策放松不但有助于维持发达经济体的经济活动，而且可能对其他国家产生了显著的金融影响。很多发达经济体国债收益率的大幅下降，可能会鼓励资本流向高速增长的新兴市场经济体和规模较小的发达经济体，造成这些国家货币的升值压力。2013 年初以来，一些地区、尤其是亚洲新兴市场国家资本净流入显著增长（图 2.7，第一幅图），在总量上相当于 2010 年晚期的峰值。由于对新兴市场债券的需求上升，过去一年来这些债券与美国国库券的收益率下降了 1 个百分点（图 2.7，第二幅图）。

鉴于发达经济体高度宽松的货币政策，外部需求不足，以及资本的显著回流，过去几个月来人们对汇率变动的关注度上升。2012 年 9 月至 2013 年 5 月，日本实际有效汇率贬值了 20% 以上，回到了 2007 年的水平。根据过去十年来的情况评估，日本实际有效汇率的贬值类似于美国（图 2.7，第三幅图）。相比之下，中

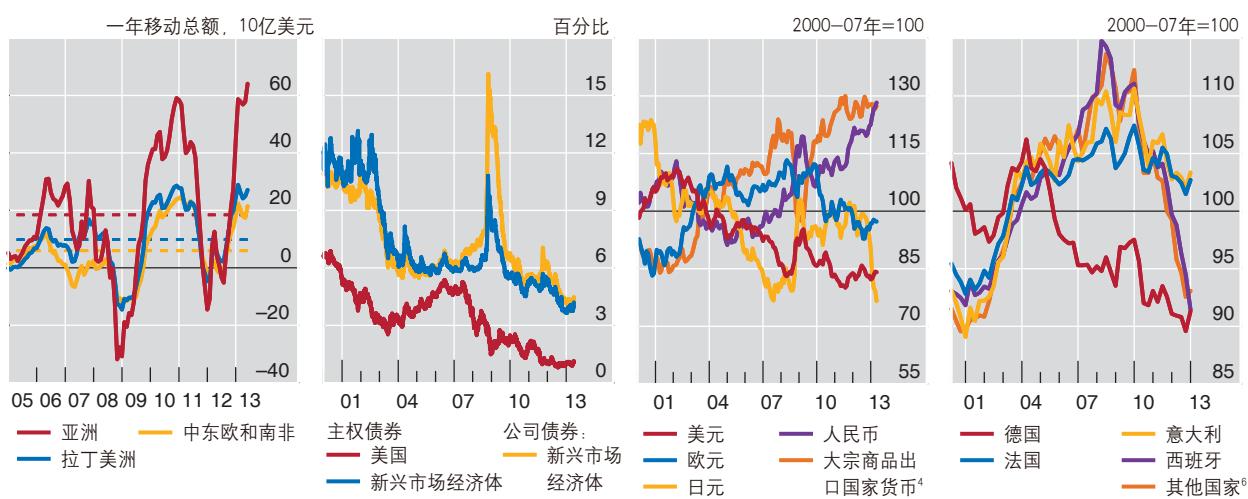
全球溢出效应：传导渠道

图2.7

净流入新兴市场的证券资金<sup>1</sup> 债券收益率<sup>2</sup>

实际有效汇率<sup>3</sup>

欧元区的竞争力<sup>5</sup>



1. 各地区主要经济体股票和债券市场的总额。数据将净证券投资流量（根据汇率变动调整后）归因于流向单个新兴市场经济体的专门基金，以及单个国家或至少有地区分解数据的新兴市场经济体基金。短划线表示所在期限的平均值。2. 美国银行美林指数：对于新兴市场经济体债券，是指新兴市场对外债务主权指数；对于美国政府债券，是指美国国债主要指数；对于新兴市场经济体公司债券，是指新兴市场公司指数。3. 是指相对消费者价格；增加表示对一篮子货币升值。4. 澳大利亚元和加拿大元的简单平均值。5. 欧央行实际调和竞争力指标，根据对主要贸易伙伴和其他欧元区成员的有效汇率变化，再按照单位劳动成本平减。下降表明成本竞争力下降。6. 希腊、爱尔兰和葡萄牙的简单平均值。

资料来源：欧央行；美国银行美林公司；EPFR；国际清算银行。

## 外汇储备的年度变化

10亿美元

表2.1

	按当前汇率						备忘项：余额 (2012年12月)
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
世界	1,451	642	819	1,100	940	746	10,950
发达经济体 <sup>1</sup>	99	61	83	194	269	195	2,232
美国	5	4	1	2	-0	-2	50
欧元区	19	-1	-8	13	1	12	220
日本	73	55	-7	39	185	-28	1,194
瑞士	7	0	47	126	54	197	468
亚洲	695	410	715	651	424	239	5,351
中国	462	418	453	448	334	130	3,312
中国台湾	4	21	56	34	4	18	403
中国香港	19	30	73	13	17	32	317
印度	96	-20	12	9	-5	-1	262
印度尼西亚	14	-5	11	29	14	2	106
韩国	23	-61	65	22	11	19	317
马来西亚	19	-10	2	9	27	6	135
菲律宾	10	3	4	16	12	6	72
新加坡	27	11	12	38	12	21	257
泰国	20	23	25	32	-0	6	171
拉丁美洲 <sup>2</sup>	127	42	25	81	97	51	694
阿根廷	14	0	-1	4	-7	-3	37
巴西	94	13	39	49	63	19	362
智利	-3	6	1	2	14	-0	40
墨西哥	11	8	0	21	23	16	153
委内瑞拉	-5	9	-15	-8	-3	-0	6
中东欧 <sup>3</sup>	42	6	13	14	3	15	275
中东 <sup>4</sup>	108	150	-29	50	88	151	817
俄罗斯	171	-56	-5	27	8	32	473
备忘项：净石油出口国 <sup>5</sup>	331	144	-62	107	141	222	1,785

1.所示国家加上澳大利亚、加拿大、丹麦、冰岛、新西兰、瑞典和英国。2.所示国家加上哥伦比亚和秘鲁。3.中东欧：保加利亚、克罗地亚、捷克共和国、爱沙尼亚、匈牙利、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚。4.科威特、利比亚、卡塔尔、沙特阿拉伯。5.阿尔及利亚、安哥拉、哈萨克斯坦、墨西哥、尼日利亚、挪威、俄罗斯、委内瑞拉、中东。

资料来源：IMF《国际金融统计》；Datastream；各国数据。

国以及澳大利亚和加拿大等大宗商品出口国的实际有效汇率比危机前的平均水平（2000–2007年）升值了大约25%。鉴于汇率的大幅波动，G20财长和央行行长重申不以竞争性目的改变汇率水平。

欧元区实际有效汇率接近危机前水平。在单一货币区内，基于单位劳动成本的实际汇率表明德国与危机前平均水平比较，竞争力仍然有较大的提高，但2008年以来希腊、爱尔兰、葡萄牙和西班牙已经大幅缩小了与德国的差距（图2.7，

第4幅图)。与此形成对照的是，自金融危机爆发以来，法国和意大利的竞争力相比德国并未出现任何改善。

对一些国家来说，官方干预汇率市场可能是对抗汇率升值压力和减少货币流动影响的一项重要工具。2012年，全球外汇储备超过10万亿美元，达历史新高(表2.1)。采取固定汇率的经济体(例如中国香港和中东石油出口国)继续快速积累外汇储备。包括韩国、墨西哥，尤其是瑞士等其他国家的外汇储备也显著增长。

有关国家除直接干预外汇市场外，还使用间接手段来管理发达经济体极低利率的溢出效应。尤其是在过去几年里，一些新兴市场经济体采取的措施可以同时视为宏观审慎政策(即缓释金融部门的系统性风险)和管理资本流动措施(即影响资本流入，并因此影响汇率)。

## 私人非金融部门债务依旧高企

作为危机前金融高涨遗留下来的问题和随后全球低利率的结果，私人非金融部门(住户和非金融企业)的债务仍然处于高位。一些发达经济体在金融高涨时经历了债务的大幅积累和资源错配。这些国家的私人非金融部门债务占GDP的比率仍然接近历史高位(图2.8，左图)，并由于经济增长乏力阻碍了对私人部门资产负债表的修复。在其他受危机影响较轻的发达经济体，危机后较低的全球利率促进了私人债务占GDP比率的显著上升(图2.8，中图)。在亚洲新兴经济体，总体而言，私人部门债务占GDP的比率仍然低于发达经济体的水平，但是正在向着20世纪90年代后期亚洲金融危机前的高位增长(图2.8，右图)。

图2.9左图显示了33个发达经济体和新兴市场经济体在2007—2012年实际

私人非金融部门债务

占GDP的百分比

图2.8



1.从2011年第一季度起，私人非金融部门债务总额都用近似的私人非金融部门对银行的债务来代替。2.简单平均。3.中国(从1987年第四季度起)、中国香港、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚(从1991年第四季度起)、新加坡(从1991年第一季度起)和泰国。4.阿根廷、巴西(从1994年第四季度起)、捷克共和国(从1994年第三季度起)、匈牙利、墨西哥、波兰(从1992年第一季度起)、俄罗斯(从1995年第二季度起)、南非和土耳其。

资料来源：IMF《国际金融统计》；经合组织；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

GDP 与债务增长的情况，从中可以观察到各国的不同情况。45 度线将这些国家分为两组：大多数国家（27 个）处于 45 度线上方，经历了全球金融危机以来私人部门债务占 GDP 比率的增长。在这些国家中，有相当多的一部分国家（主要在欧元区）位于纵轴的左边，其私人部门债务占 GDP 的比率上升，至少部分原因是由于经济活动的下降。处在另一端的部分国家——大多数是新兴市场经济体，但也包括一些较小的发达经济体——受危机的影响较轻，其债务增长的情况快于 GDP 的增长。

研究表明，债务占 GDP 比率偏离趋势值可能会产生脆弱性，尤其是当资产价格出现大幅上涨时。图 2.9 中的右图显示各国在 2007–2012 年住宅房地产实际价格变动与住户部门实际债务变动情况。大多数国家位于 45 度线上方：住户部门债务增长快于房地产价格上涨，一些国家，如印度尼西亚、波兰、土耳其房地产价格下降，而住户部门债务增长强劲。

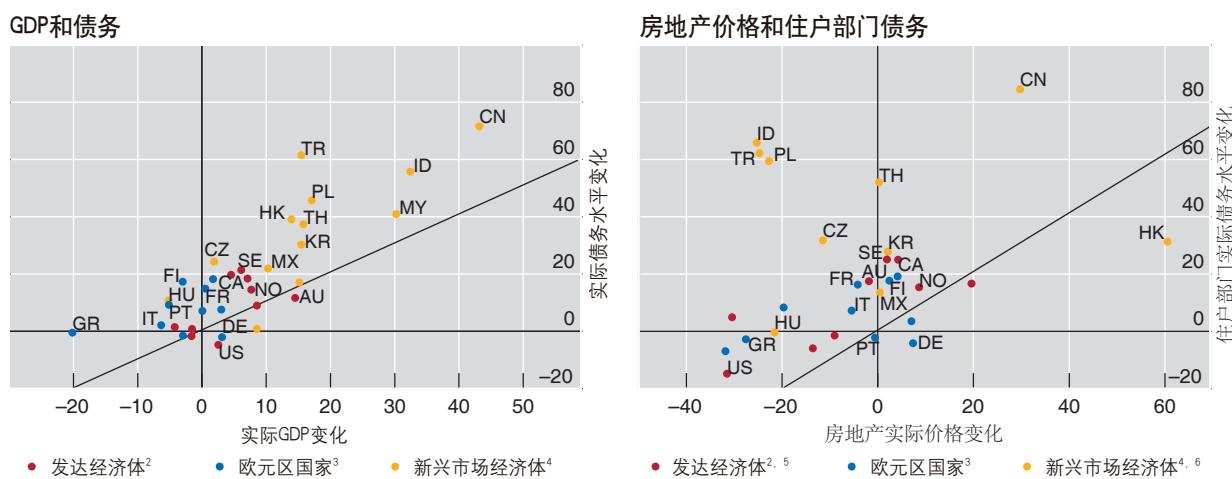
尽管当债务占 GDP 比率出现大的变化时，可能表明债台高筑，或可能表明积累了金融风险，但这种评估债务可持续的做法没有将货币政策状况考虑进来。因此，有必要分析偿债率，即还款利息和分期还款额之和占 GDP 的比率。偿债比率偏离趋势值的情况被证明是预测衰退严重程度和银行危机预警信号的一项良好指标。

图 2.10 中的灰色柱状图显示 2012 年末的私人部门偿债率。大多数经济体（20 个国家中的 17 个国家）的偿债率高于 1995–2007 年的平均水平（棕色柱状图）。瑞典在发达经济体中的偿债比率最高，比其长期平均值高出 6 个百分点。欧元区边缘国家的偿债率也出现了较大增长。如依据估计数据，在当前利率下，希腊和

私人非金融部门债务、GDP 和房地产价格<sup>1</sup>

百分比变化，2007–2012 年

图 2.9



AU=澳大利亚；CA=加拿大；CN=中国；CZ=捷克共和国；DE=德国；FI=芬兰；FR=法国；GR=希腊；HK=中国香港；HU=匈牙利；ID=印度尼西亚；IT=意大利；KR=韩国；MX=墨西哥；MY=马来西亚；NO=挪威；PL=波兰；PT=葡萄牙；SE=瑞典；TH=泰国；TR=土耳其；US=美国。

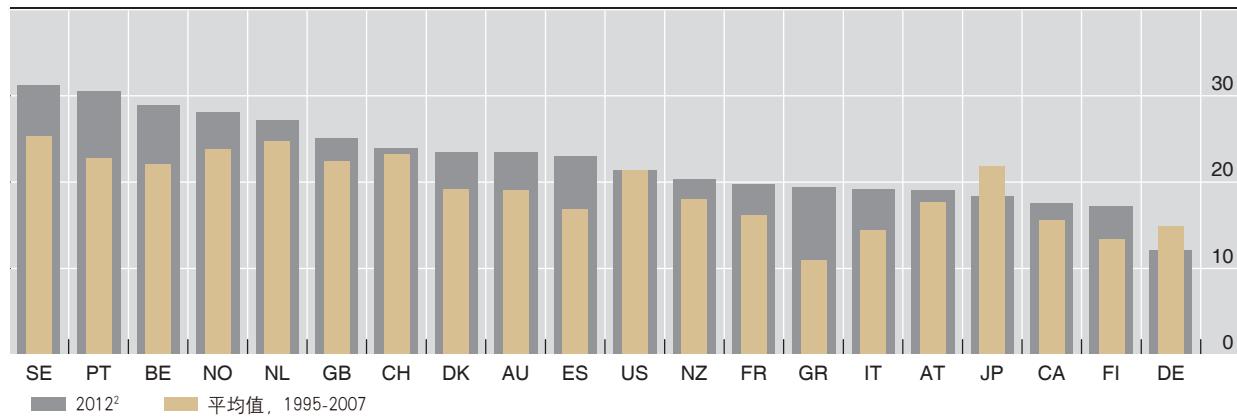
1. 实线代表 45 度线。数据经 GDP 平减指数进行了缩减。瑞士从 2011 年第一季度开始，总体私人非金融部门和住户部门债务采用私人非金融部门的银行债务估算。2. 澳大利亚、加拿大、丹麦、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国和美国。3. 奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、希腊、意大利、荷兰、葡萄牙和西班牙。4. 中国、捷克共和国、中国香港、匈牙利、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、波兰、俄罗斯、南非、泰国和土耳其。5. 不包括新西兰。6. 不包括马来西亚、俄罗斯和南非。

资料来源：欧央行；IMF《国际金融统计》；经合组织；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

## 私人非金融部门债务偿债率<sup>1</sup>

占GDP的百分比

图2.10



AT=奥地利；AU=澳大利亚；BE=比利时；CA=加拿大；CH=瑞士；DE=德国；DK=丹麦；ES=西班牙；FI=芬兰；FR=法国；GB=英国；GR=希腊；IT=意大利；JP=日本；NL=荷兰；NO=挪威；NZ=新西兰；PT=葡萄牙；SE=瑞典；US=美国。

1. 定义为还款利息与分期付款之和，再除以GDP。2. 年末数据或最近数据。

资料来源：澳大利亚储备银行；欧央行；IMF《国际金融统计》；经合组织；Databstream；各国数据；国际清算银行的计算。

葡萄牙的偿债率大约比其历史平均值高出 8 个百分点。从另一个极端看，日本的偿债率比其长期平均水平低大约 3 个百分点。在美国，部分是由于家庭部门债务显著下降（图 2.9，右图），偿债率接近其历史平均值。

2012 年偿债率偏离其 1995–2007 年平均值的情况，即灰色柱状图和棕色柱状图的差异，是以当前利率水平为条件的。然而，大多数国家的当前利率明显低于其历史水平。这可能表明需要加大减债力度，并表明很多国家在完成去杠杆化的道路上还有很长的路要走。

## 小结

尽管在过去一年内进一步放松了货币政策，金融市场也有所改善，但在撰写本报告时，经济复苏之路仍然是不平坦的。在经济增长乏力和结构性改革尚未完成的情况下，市场情绪仍然存在突然恶化的风险。更广泛来说，资产负债表的修复工作继续拖累了经济增长，并使得很多发达经济体处于脆弱状态。由于发达经济体持续实行低利率，还存在新兴市场经济体中期内积累不平衡的风险。在这种环境中，货币政策进一步刺激需求的能力可能有限。第三章分析了结构性改革在重启经济增长中的作用。

## 第三章 为经济增长消除障碍

大型、发达经济体的复苏步伐十分令人失望。整体而言，新兴经济体的表现好于发达经济体，不过最近新兴经济体的表现也失去了活力。为了重新获得可持续增长，应该采取哪些措施？发达经济体的增长乏力，仍然反映了危机之前的过度扩张，至少这是部分原因。危机之前一度膨胀的建筑和金融行业出现大幅萎缩，对增长和就业都产生了破坏性影响。这种萎缩反映出资源错配在经济上升期达到了很高的程度。

除非资源的错配得到纠正，否则经济就难以回归到强劲、可持续的增长轨道上来。结构僵化阻碍了创新和创造性的破坏，使当前以及未来的经济增长放慢。因此，为促进经济增长，各国应该利用扩张性的宏观政策所提供的空间，来消除产品和劳动力市场上的障碍。

### 大萧条之后的生产率和就业

与危机之前的年份相比，几乎所有发达经济体的经济增长都大大放缓了。2010年至2012年，发达经济体的实际GDP年平均增长率仅为1.3%，2001年至2007年的年平均增长率为2.3%，1997年至2007年则为2.7%。德国是唯一的例外，在21世纪的最初几年里出现过经济停滞，但是很快复苏了。2010年至2012年，新兴经济体的GDP增长率放缓到5.6%，2001年至2007年平均为7.5%，1979年至2007年为6.3%。

这种欠佳的增长水平，反映了与危机之前相比各国的就业低迷以及生产率增长的放慢。除德国和瑞士之外，大多数发达国家的就业人口与就业适龄总人口（即劳动力人口）<sup>1</sup>之比都大大下降了（图3.2，左图）。希腊、爱尔兰和西班牙的就业大幅萎缩。截至2012年末，希腊的劳动力人口中仅超过一半处于就业状态，西班牙的这一数据则为55%。美国的就业率降低了5个百分点，目前就业人口为劳动力人口的67%。

此外，发达经济体的每小时产出年增长率在1980年至2000年<sup>2</sup>为1.8%，2001年至2007年则降到了年平均1.3%，2010年至2012年仅有0.7%。新兴经济体每个工人的产出增长率在2001年至2007年平均为6.1%，2010年至2012年为3.9%<sup>3</sup>。

1. 就业人口数量与年龄在15到64岁之间就业和非就业总人口数量之比。

2. 图3.2显示的是各个经济体的加权平均水平，以2005年GDP和购买力平价汇率为基础。

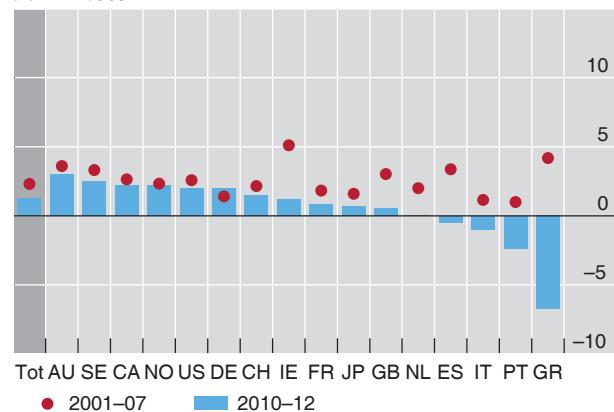
3. 图3.1中右边的图显示了（除去印度外的）各个经济体的加权平均水平，以2005年GDP和购买力平价汇率为基础。

## 经济增长<sup>1</sup>

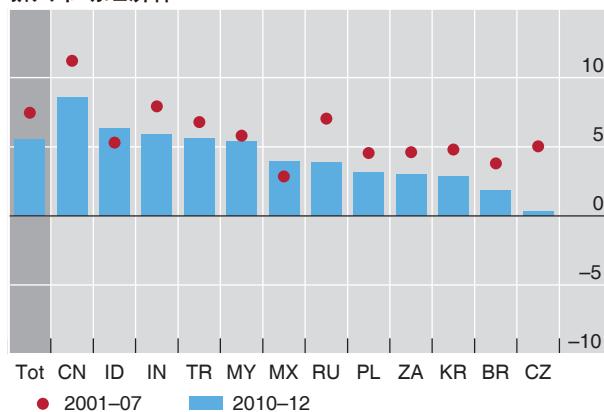
百分比

图3.1

### 发达经济体



### 新兴市场经济体



AU: 澳大利亚; BR: 巴西; CA: 加拿大; CH: 瑞士; CN: 中国; CZ: 捷克; DE: 德国; DE: 德国; ES: 西班牙; FR: 法国; GB: 英国; GR: 希腊; ID: 印度尼西亚; IE: 爱尔兰; IN: 印度; IT: 意大利; JP: 日本; KR: 韩国; MX: 墨西哥; MY: 马来西亚; NL: 荷兰; NO: 挪威; PL: 波兰; PT: 葡萄牙; RU: 俄罗斯; SE: 瑞典; TR: 土耳其; US: 美国; ZA: 南非。

1. GDP平均年增长率。区域的总计是根据2005年GDP和购买力平价汇率的加权平均。

资料来源：IMF《世界经济展望》。

爱尔兰和西班牙等少数国家生产率增速提高了（图3.2，右图）<sup>4</sup>。这些国家劳动生产率迅速增长，原因是生产率较低的行业大幅裁员。由于爱尔兰和西班牙是货币联盟成员，只能通过大幅降低单位劳动力成本来恢复竞争力，因此它们进行了裁员。2010年至2012年，西班牙的单位劳动力成本每年仅仅降低了2%，相对于其贸易伙伴的平均单位劳动力成本下降了4.4%。相比之下，2000年到2008年之间，每年平均增长2.9%<sup>5</sup>。

为什么很多国家的就业和生产率增长大幅放缓，目前尚难以准确理解。在危机之前，趋势GDP和生产率增长可能都已经开始放缓了。在2007—2008年危机来袭之前的许多年里，主要发达国家的长期实际GDP和劳动生产率增长已经开始放缓（图3.3），表明除了金融危机之外，经济活动放慢还有别的原因。从这个角度看，金融危机使得这种放慢进一步加剧了，但并非唯一的原因。这个观点得到了更加详细的研究支持。比如，2000—2005年，美国生产率的下降是与公司部门减少对信息和通信技术的投资相伴发生的<sup>6</sup>。与此相联系的是，美国就业率在新旧世纪之交达到顶峰，随后稳步下降，原因目前还在讨论中<sup>7</sup>。结构性因素也被认为

4. 在危机之前，西班牙的劳动生产率其实下降了。见 J Mora-Sanguinetti 和 A Fuentes, “An analysis of productivity performance in Spain before and during the crisis: exploring the role of institutions”, OECD, *Economics Department Working Paper*, No. 973, 2012年7月。文章认为生产率增长低迷并不是由于工人转移到建筑行业导致的，各个行业生产率增长低迷是由于劳动力市场刚性和影响经营的监管所致。

5. 来源：OECD。

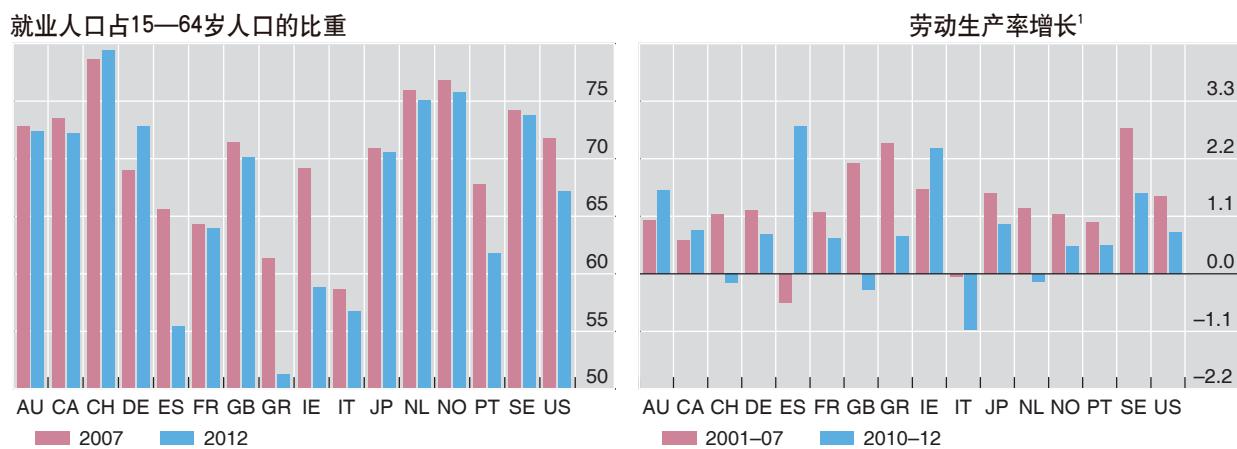
6. 见 J Fernald, “Productivity and potential output before, during and after the Great Recession”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, No. 18, 2012年9月。

7. 见 R Moffitt, “The reversal of the employment–population ratio in the 2000s: facts and explanations”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012年秋季, 第201—250页。

## 生产率和就业

百分比

图3.2



AU: 澳大利亚; CA: 加拿大; CH: 瑞士; DE: 德国; ES: 西班牙; FR: 法国; GB: 英国; GR: 希腊; IE: 爱尔兰; IT: 意大利; JP: 日本; NL: 荷兰; NO: 挪威; PT: 葡萄牙; SE: 瑞典; US: 美国。

1. 每个雇员的实际GDP的年平均增长。

资料来源: IMF《世界经济展望》; Datastream。

是能源部门生产率增长下降的原因<sup>8</sup>。

但是, 技术和类似的结构性因素还不能构成所有的原因。很多经济体的生产率放慢从危机之前建筑、金融和房地产行业的热潮年代就开始了<sup>9</sup>。这种行业失衡在逐步积累的过程中可能不易被发现,但是在经济不好的时候就容易发现了。实际上,衡量这种扭曲的一个很好的方式是在泡沫破碎之后某些具体行业就业流失的集中程度<sup>10</sup>。比如,比起德国或日本等并未出现住房和建筑行业衰退但是由于贸易和金融渠道而出现了输入型危机的国家来说,爱尔兰和西班牙在危机后的就业流失更加集中。行业失衡程度较高的国家中,增长放慢的程度比经济活动下滑更为均衡的国家更高(图3.4,左图)。

GDP增长的行业构成也证明了行业失衡在经济增长放慢中的重要性。在行业失衡严重的国家中,建筑业在2001年到2007年之间年平均增长率为6%,在2009年到2011年之间则每年萎缩5%(图3.4,右侧柱状图)<sup>11</sup>。鉴于建筑业在2009年的产出中占比约为7%,该行业的萎缩直接导致这些国家GDP增长放慢0.8个百分点。但是,经济增长旺盛的后遗症并不仅仅出现在建筑业,建筑业即便是在房地产市场最火热的时候在经济中的占比也相对较小。服务业产出增长也大大

8. 见 A Hughes and J Saleheen, “UK labor productivity since the onset of the crisis—an international and historical perspective”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 52, Q2, 2012 年 6 月, 第 138–146 页。

9. 见 BIS 于 2011 年发布的第 81 期年报中的讨论。

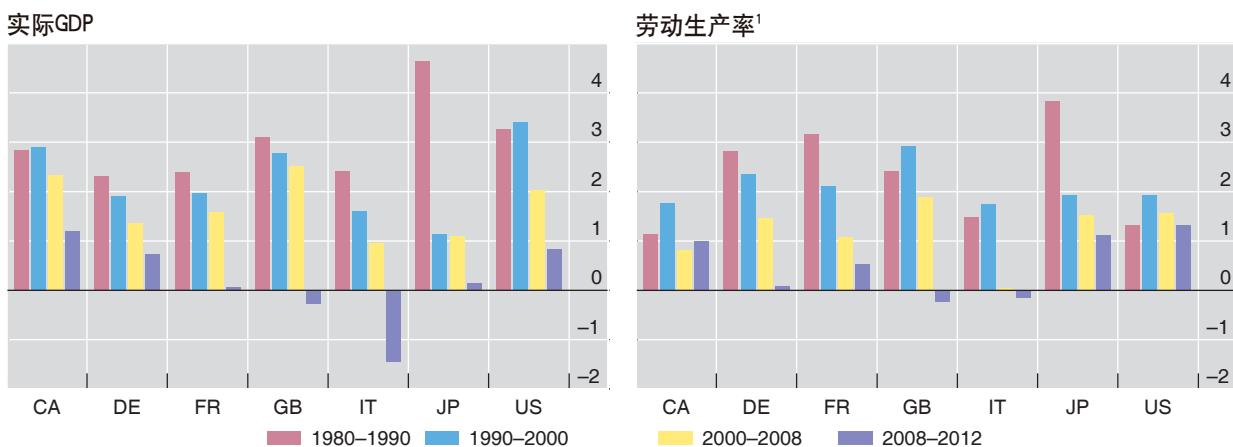
10. 我们用在衰退开始和结束的时候(即在2007年到2009年之间)行业就业占比的平均绝对变化来衡量行业失衡的程度。我们用9个行业编制了这个指数:农业,矿业,制造业,建筑业,电力业,贸易业,交通业,金融,保险和房地产服务业,其他服务业。见2012年6月发布的第82期BIS年报,第三部分。

11. 根据测算,我们认为下列国家的行业失衡相对比较严重:捷克、丹麦、爱沙尼亚、匈牙利、爱尔兰、拉脱维亚、立陶宛、波兰、罗马尼亚、斯洛伐克、西班牙、土耳其和美国。行业失衡程度适中的国家包括:奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、希腊、意大利、日本、卢森堡、荷兰、瑞典和瑞士。

## 实际GDP和劳动生产率年平均增长率

百分比

图3.3



CA: 加拿大; DE: 德国; FR: 法国; GB: 英国; IT: 意大利; JP: 日本; US: 美国。

1. 每工作小时的实际GDP。

资料来源: IMF《世界经济展望》, OECD。

放缓了。例如，金融、保险和房地产服务业的增长率几乎下降了3个百分点。在行业严重失衡的国家中，这个行业在经济中的比重平均为20%，其放缓加上建筑业的萎缩在幅度为2.1个百分点的经济增长率下降中，贡献了1.4个百分点。考虑到间接效应，包括对建筑材料和其他产出的需求下降所带来的影响，这个数字会更大<sup>12</sup>。尽管行业失衡相对适度的国家中这两个部门的产出增长也出现放慢，但是程度缓和得多。

为恢复增长，劳动力和资本需要从经济快速增长期间过度扩张的行业转移到生产率更高的行业。为了促进资源的转移，需要通过改革来激励公司进行投资、进入新市场和雇用新员工。

但是，仅克服了高涨和衰退周期的后遗症是不够的，特别是对于意大利等虽然自身没有经历住房或者信贷高速发展期但是仍然出现了生产率和就业增长下降的国家来说尤其如此。这些国家需要推动生产率增长出现真正的提速。到目前为止，在OECD国家中，制造业是唯一在危机后生产率增长超过危机前水平的行业，其生产率的增幅中有一半来自于就业的缩减。不过，从长期来看，生产率的提高将更多地来自新产品和服务以及创新产品和服务的生产和提供方式。因此，为创新和变化设置了障碍的监管将导致增长放缓。

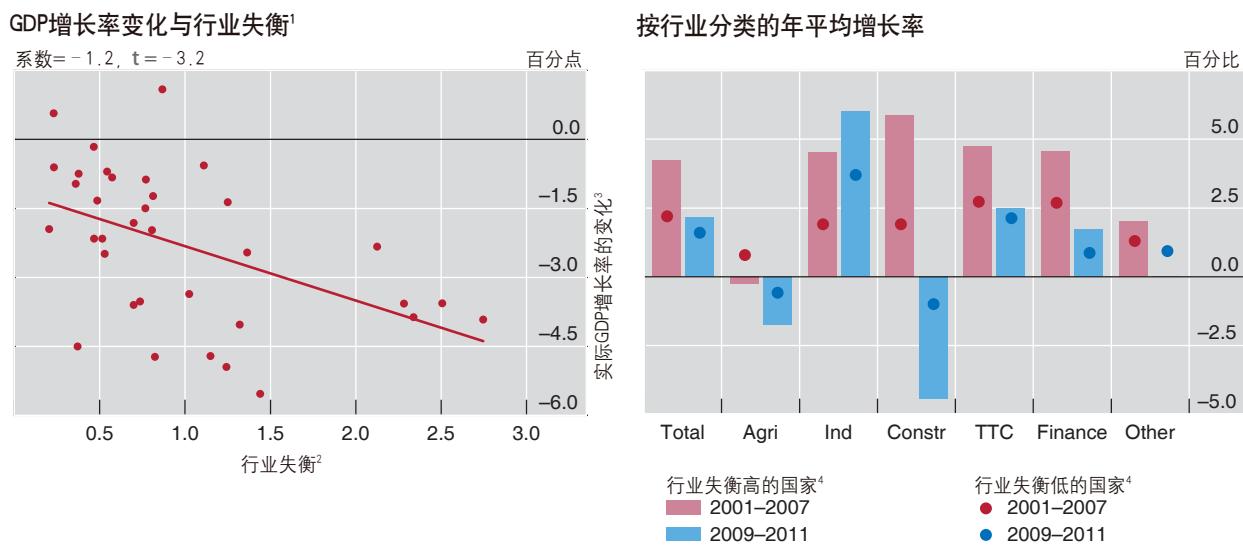
## 结构刚性和增长

结构刚性妨碍了资本以及劳动力跨行业的重新配置，使得经济中创造性破坏

12. 见 M Boldrin, C Garriga, A Peralta-Alva 和 J Sanchez, “Reconstructing the Great Recession,” *Federal Reserve Bank of St Louis, Working Paper Series*, No. 006A, 2013年2月。

## GDP增长率和行业失衡

图3.4



Agri: 农业; Ind: 除建筑业之外的工业; Constr: 建筑业; TTC: 贸易、交通和通信; Other: 其他服务业。

1. 点状图包括一些发达国家和新兴经济体，但不含希腊，希腊GDP增长率为-11%，行业失衡指数为0.3。若样本中包括希腊，则回归系数为-0.8， $t=-1.4$ 。2. 定义为大萧条的开始和结束时（2007至2009年）行业就业在总就业中的占比的平均绝对变化。3. 从2010年到2012年间的平均年增长率减去从2001年到2007年之间的平均年增长率。4. 见正文脚注11中的国家名单。

资料来源：IMF《世界经济展望》；欧洲委员会；国际清算银行的估算。

的力量无法发挥出来。图3.5揭示了这种关系，显示产品和劳动力市场的刚性与偏低的劳动生产率和就业水平有密切的联系。

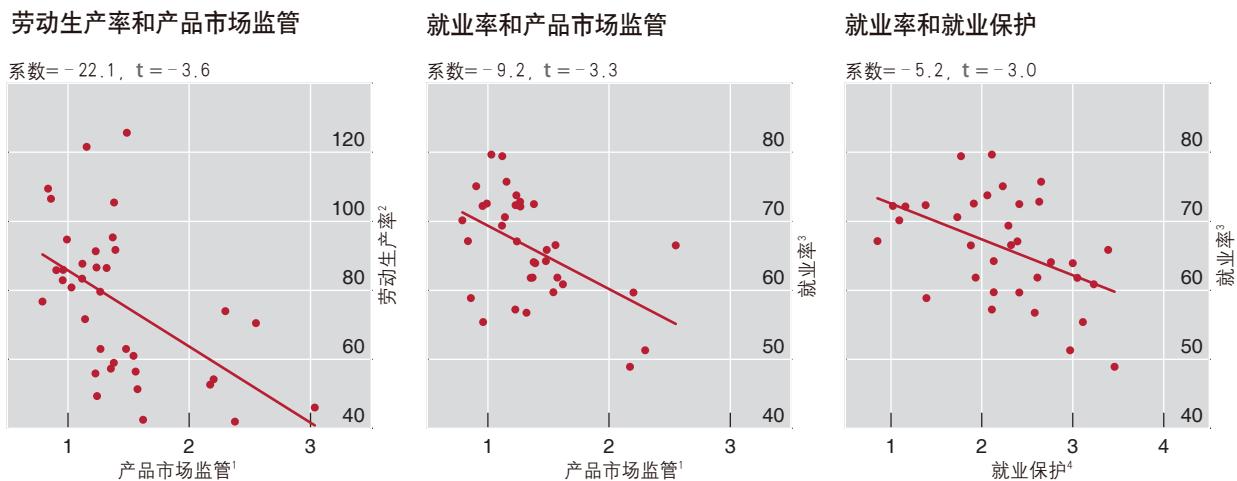
比如，劳动生产率较低以及就业率较低常常与产品市场的刚性相联系（图3.5，左中图）。这种刚性来自于各种政策，例如价格管制、公有制企业免受竞争法的约束、零售贸易和专业服务等服务业的准入壁垒，或者针对外资机构的收购限制等<sup>13</sup>。大多数发达经济体已经实施了重要改革来消除这些刚性，但是仍然存在局部的高度监管。对于服务业的某些行业来说，尤其如此<sup>14</sup>。从表面看，在一个包含发达和新兴市场经济体的大样本中，就业率和OECD产品市场指数之间的相关性显示，进一步使产品市场自由化，会让欧洲大陆国家（奥地利、比利时、法国、德国和意大利）的就业率提高3个百分点<sup>15</sup>。在新兴市场经济体中，降低产品市场刚性的空间更大。这一领域的改革将进一步促进增长，帮助新兴市场经济体以更快的步伐追赶发达经济体。

劳动力市场的改革比放松产品市场能带来更大的好处。高度的就业保护是和较低的就业水平相联系的（图3.5，右图）。对相关性的估算表明，在法国、希腊

13. OECD的国别产品市场监管指数（PMR）涵盖了下列领域的正式监管：国家对于企业的控制、企业家面临的法律和行政壁垒、国际贸易和投资壁垒。

14. 见 A Wölfl, I Wanner, T Kozluk 和 G Nicoletti, “Ten years of product market reform in OECD countries—insights from a revised PMR indicator”, OECD, *Economics Department Working Paper*, No. 695, 2009年4月。

15. 这些相关性对于异常值也是显著的，在多变量回归中仍然存在。在仅包括发达经济体的样本中，由于将变量仅限制为两个刚性指数，双变量的关系比较不明显，尤其是如果样本中不包含希腊的话。



1. OECD产品市场监管指数 (PMR) 衡量在存在竞争的情况下政策促进或者抑制产品市场竞争的程度。程度从0（最不严格）到6（最具有限制性）。每个国家PMR指数都涵盖了下列领域的正式监管：国家对于企业的控制、企业家面临的法律和行政壁垒、国际贸易和投资壁垒。这个指数的最新数据是2008年。2. 定义为以2012年的当期购买力平价计算的每个雇员的平均GDP，单位为1万美元。3. 2012年在15–64岁之间的人口中的就业人口。4. OECD就业保护指数反映了监管对于裁员和使用临时合同的限制程度，计算的方式是对长期工人的（个人）遣散保护、对各种临时雇用形式的监管以及对于集体裁撤的具体要求的加权平均。程度从0（最不严格）到6（最具有限制性）。该指数的最新数据是2008年。

资料来源：OECD；国际清算银行的估计。

和西班牙等劳动力市场存在刚性的国家，将该指数降低到样本的中位值，大约能够使就业率提高4个百分点。图3.5中的相关性，考虑了影响经济的其他因素和因果的方向后进行的研究也确认了这一点<sup>16</sup>。从公司的层面看，对就业的保护程度较高，就阻碍了公司在技术不断变化的环境中的经营，因而降低了生产率的增速。此外，有证据表明，严格监管降低了服务行业竞争，从而降低了那些严重依赖服务投入的行业的增长率。这些行业包括信息和通信技术业，该行业在那些监管不利于市场的国家中增长率更为低迷<sup>17</sup>。

## 结构刚性和复苏

在从经济下行中复苏的过程中，行业失衡严重的经济体尤其迫切地需要实现

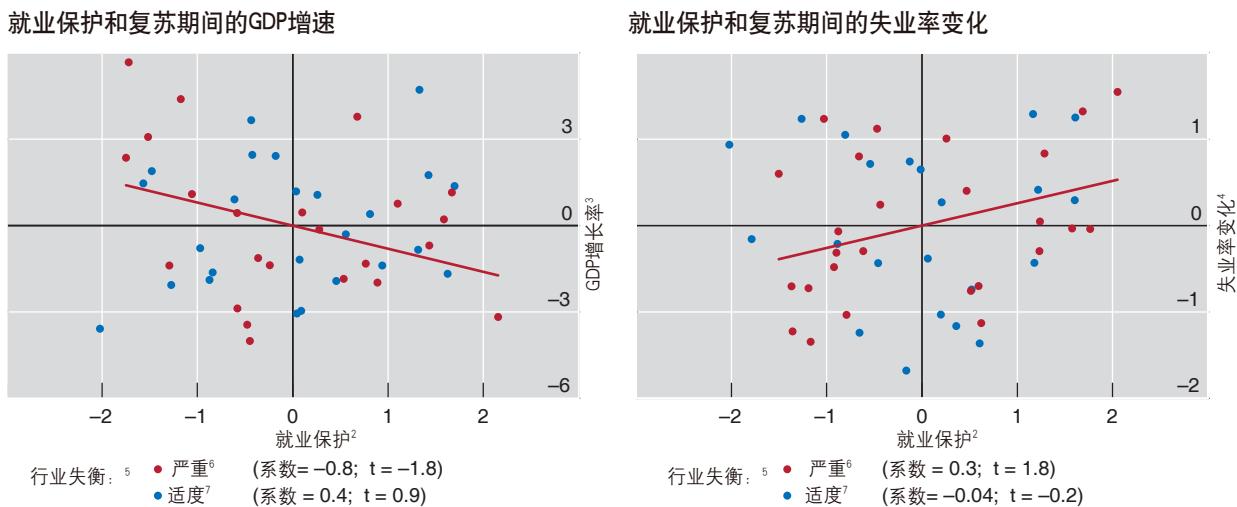
16. 使用了OECD的PMR指数及类似指数的几项研究发现，刚性程度高通常与生产率增速较低相联系，原因是刚性阻碍了竞争。见N Crafts，“Regulation and productivity performance”，*Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22, No.2, 2006, 第186–202页；R Bouis和R Duval，“Raising potential growth after the crisis: a quantitative assessment of the potential gain from various structural reforms in the OECD area and beyond”，OECD, *Economics Department Working Papers*, No. 835, 2011年1月。

17. 见J Arnold, G Nicoletti和S Scarpetta，“Regulation, allocative efficiency and productivity in OECD countries: industry and firm-level evidence”，OECD, *Economics Department Working Papers*, No. 616, 2008年6月。

## 就业保护与复苏的速度<sup>1</sup>

部分相关性

图3.6



1. 根据包含24个发达的OECD国家的样本从1970年开始的数据。衰退的定义是GDP连续负增长的时期，复苏的定义是GDP下降到最低水平之后的两年时间。2. 见图3.5的注释4。3. 回归中的部分相关性。4. 是指根据复苏期间的GDP增长率对衰退期间的GDP增长率，就业保护和行业失衡进行回归而得出的部分相关性。5. 定义是在衰退期间行业就业占比的平均绝对变化。6. 在上次衰退期间行业就业占比的平均绝对变化低于样本中位数的经济体的复苏。

资料来源：OECD；国际清算银行的估计。

资源的跨行业再配置。产品或者劳动力市场的刚性阻碍了这种调整，延缓了复苏的步伐。

这种直觉得到了数量经济研究的支持。图3.6显示，当行业失衡程度很大的经济体从衰退中复苏的时候，产出增长率的放慢和失业的大幅上升通常是与就业保护指数的高水平连在一起的（红色的点和回归线）。<sup>18,19</sup>相比之下，行业失衡规模不大的国家（蓝色的点）在从萧条中复苏的时候，复苏的速度或者说失业的变化与就业保护的程度这二者之间并无显著的数据关系。推论是劳动力市场的刚性危害最大的时候恰恰是劳动力最需要跨行业重新配置的时候。再配置过程中的障碍强化了资源的不当应用，对于潜在增长率的影响特别大。研究就业增长率也能得到类似的结论。也就是说，在从失衡严重的衰退中复苏的过程中，就业保护程度较高国家的就业增长通常较慢。反之，全样本中则没有显著的对应关系。

整体来看，这些结果说明灵活的劳动力市场可以使行业失衡严重的经济体从

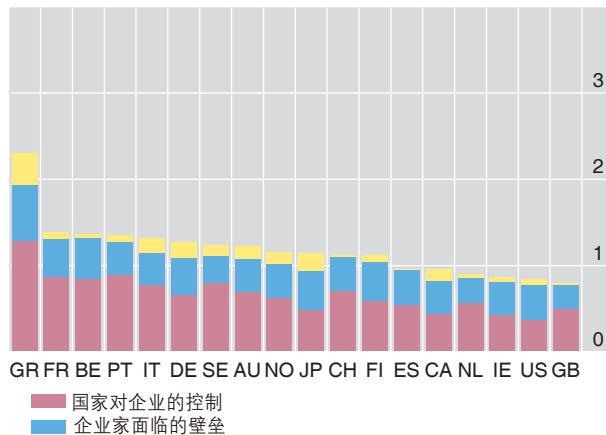
18. 该分析以24个发达OECD国家组成的样本从1970年开始的数据为基础。我们对于衰退的定义是连续出现GDP负增长的时期，复苏是GDP到达最低水平后的两年时期。我们研究复苏过程中产出和就业增长的差异与劳动力市场监管和行业失衡的程度之间的关系。我们的证据与J Haltiwanger, S Scarpetta和H Schweiger在“Assessing job flows across countries: the role of industry, firm size and regulations”，Institute for the Study of Labor (IZA), Discussion Paper, No.2450, November 2006的观点是一致的，他们发现严格的劳动力市场保护推高了劳动力调整成本，延缓了再配置过程。而且，在考虑了货币和财政政策后，这些结果仍然是明确的。

19. 需要指出的是，失业变化的证据是在考虑了GDP增长率的影响后获得的。在GDP增长率给定的情况下，较高水平的就业保护使得失业率提高了。

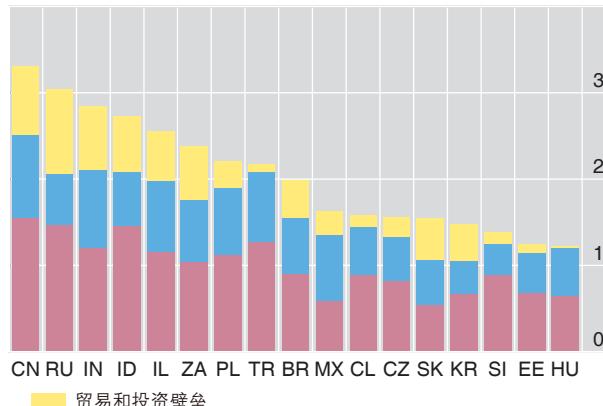
## 结构刚性

图3.7

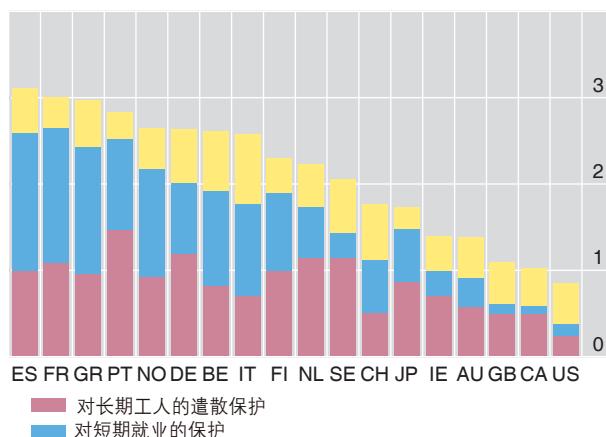
发达经济体的产品市场监管<sup>1</sup>



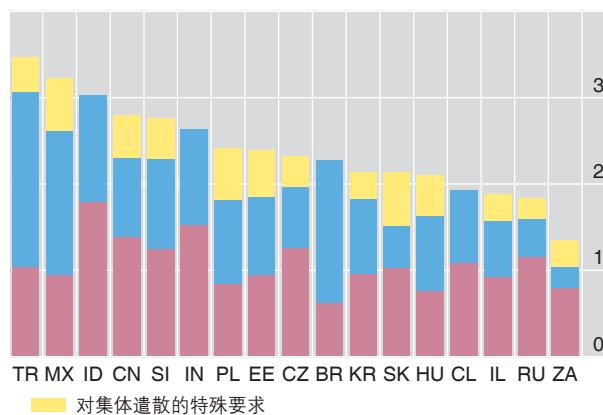
新兴市场经济体的产品市场监管<sup>1</sup>



发达经济体的就业保护<sup>2</sup>



新兴市场经济体的就业保护<sup>2</sup>

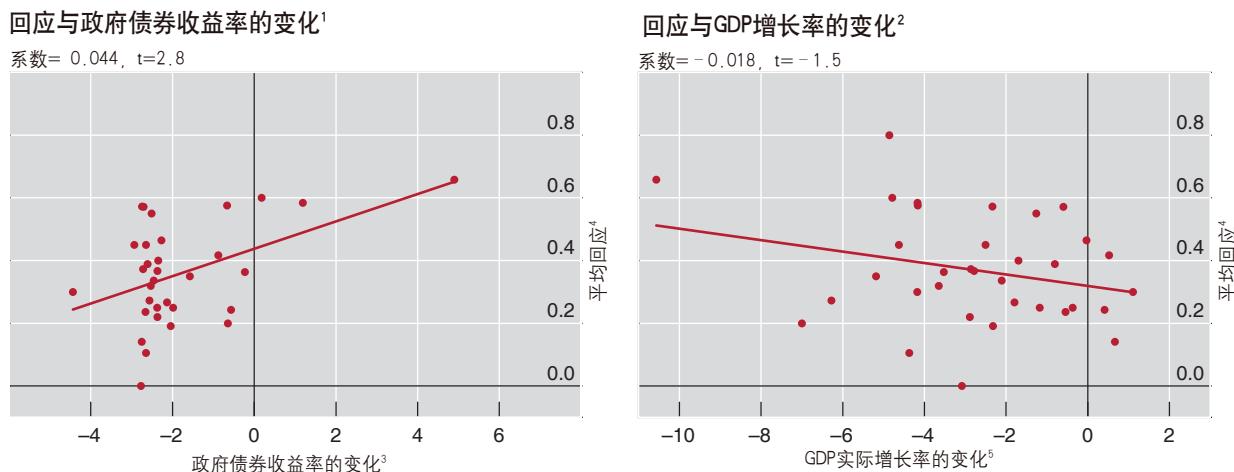


AU: 澳大利亚; BE: 比利时; BR: 巴西; CA: 加拿大; CH: 瑞士; CL: 智利; CN: 中国; CZ: 捷克; DE: 德国; EE: 爱沙尼亚; ES: 西班牙; FI: 芬兰; FR: 法国; GB: 英国; GR: 希腊; HU: 匈牙利; ID: 印度尼西亚; IE: 爱尔兰; IL: 以色列; IN: 印度; IT: 意大利; JP: 日本; KR: 韩国; MX: 墨西哥; NL: 荷兰; NO: 挪威; PL: 波兰; PT: 葡萄牙; RU: 俄罗斯; SE: 瑞典; SI: 斯洛文尼亚; SK: 斯洛伐克; TR: 土耳其; US: 美国; ZA: 南非。

1. 见图3.5的注释1。2. 见图3.5的注释4。

资料来源：OECD。

经济下行中更加快速地复苏。为了解这些益处有多么大，可以考虑进行如下的实验：如果把解雇长期合同工人的指数水平降低到观察到的OECD最低水平，会有什么样的影响？我们的估算显示，在存在大规模行业失衡的国家里，把长期合同工作人员的遣散费降低到最低水平，可以使GDP的年增长率提高0.25个百分点。目前GDP的年平均增长率仅有3%。在GDP陷入最低水平两年之后，失业率水平也将比不改革的情况降低0.4个百分点。重要的是，改革措施一旦到位，马上就会产生并积累收益。



1. 若样本中不包括希腊，则回归系数为0.042, t=1.8。2. 若样本中不包括希腊，则回归系数为-0.01, t=-0.7。3. 10年期政府债券收益率在2001至2007年间的平均水平与最新观察到的水平（2013年5月31日）之间的差别，以百分点表示。4. 对OECD的*Going for Growth*报告2009–10卷和2011–12卷的建议的平均回应率。改革回应率指数是一个打分的体系，若前一期报告中的建议引发了“重要”行动则其值为1，未能引发“重要”行动则其值为0。5. 2011年和2012年之间的年增长率减去2001年至2007年间的年平均增长率，以百分点表示。

资料来源：IMF《世界经济展望》；OECD；彭博资讯；Datastream；各国数据；国际清算银行的估计。

## 目前结构刚性的状况

消除那些阻碍资本和劳动力跨行业再配置的结构刚性因素，能够促进增长。不过这些刚性因素的性质在各国是各不相同的。另外，各类监管措施之间的互动方式也很复杂。这意味着各国需要采取的措施也各不相同。比如，大多数发达国家的产品市场的监管比许多新兴市场经济体要少得多（图3.7，上图）。

各国的就业保护程度也有很大差异（图3.7，下图）。官方语言为英语的发达国家对劳动力市场的监管比大多数欧元国家要少得多，欧元国家更需要改革。有些国家对于长期合同的监管相对严格，但对临时合同的监管要少些，导致劳动力市场出现双轨化。对于长期合同放松监管，将有助于持有临时合同的工作者找到长期的职位。

另外，劳动力和产品市场改革仅仅是需要采取的广泛结构改革的一部分。为了回到强劲、可持续增长的轨道上，各国应当解决教育体系中存在的问题，使税收体系更加有利于经济增长，这是需要应对的一系列挑战中的一部分。所有这些措施都是重要的，不过有些措施不会像其他措施那样马上产生良好的效应。虽然产品和劳动力市场改革的效应一般不会马上显现，但是也比改善教育体系而产生红利要迅速得多<sup>20</sup>。

20. R Bouis, O Causa, L Demmou, R Duval 和 A Zdzienicka, “The short-term effects of structural reforms: an empirical analysis”, OECD, *Economics Department Working Papers*, No. 949, 2012年3月，有些结构性改革措施在实施数年后才能提高GDP或就业的水平。

## 结论

既然放开产品和劳动力市场能带来明确的益处，为什么仍然存在这些刚性因素呢？一个解释是有人从改革中受益，也有人因改革而蒙受损失。比如若降价了，相对于一大批人能够获得的益处而言，某一小批人的损失可能更大。另外一个反对改革的理由是，改革在短期能可能使情况恶化，尤其是在状况不佳时实施的改革。这派的观点是在好年景实施改革是最理想的。比如，在增长率放缓的时候放松对于就业的监管，可能在短期内增加失业。不过，确实有理由相信这样的论点并不总是站得住脚。首先，当经济体面临调整时，维持对于劳动力市场的保护未见得能够阻止大规模的裁员<sup>21</sup>。第二，他们的论点不适用于产品市场的改革。产品市场的自由化是推动增长的有效工具，特别是在经济不景气时期。比如，放开对于监管行业的准入，可以成为重要的投资和就业来源。这些表明，立即实施劳动力和产品市场改革是很重要的。

但是，这个论点很少有人听得进去。似乎决策者只有在迫不得已时才会行动。从各国回应OECD最近两期*Going for Growth*评估的建议而实施的改革措施的数量来看，大多数改革是由面临最强烈市场压力的国家推行的<sup>22</sup>。比如，最近这些年从收益率下降的状况中受益甚少的（或者收益率上升）国家，所实施的改革通常超过了那些面临较少压力的国家（图3.8，左图）<sup>23</sup>。类似的，相比增长率保持得更好的国家，经济活动下滑更为剧烈的国家进行了更多的改革（右图），不过这一相关性不那么显著。

遗憾的是，各国只有在为形势所迫的时候才开始放松监管。虽然有些改革的收效相对较快，还有些改革则需要时间，还需采取额外的措施来为之铺路。因此，实施改革宜早不宜迟。比如，我们的分析显示，那些曾经出现了房地产和信贷繁荣的国家若当初以更大胆、更迅捷的方式推进劳动力和产品市场改革，现在情况会更好。

---

21. 与上述相类似的一个分析显示，当存在大规模行业失衡时，在经济下行期间，就业保护与失业水平进一步增加之间的任何关系都不成立。这听起来似乎出乎意外，却显而易见：公司破产了，保护就业的监管也就没有意义了。

22. 在评估中，OECD使用了数种量化指标和判断，找出最需要行动的五个领域。

23. 即便我们将主要的异常值（希腊）排除在外，这一相关性在数据上仍然是显著的。

## 第四章 财政可持续性：我们身处何方？

国际金融危机爆发六年后的今天，大多数发达经济体的公共债务水平已经达到前所未有的高度。令人担忧的是，债务水平还在上升。但危机只不过是使原本严重的问题变得更糟而已。2007年，许多发达经济体公共债务水平已经处于历史高位，这或多或少延续了20世纪70年代以来债务上升的趋势。更糟糕的是，许多经济体官方债务统计数据掩盖了实际财政问题的严峻程度，因为这些政府的许诺将使其未来几十年内的养老和健康支出大幅增长。

2010年以来，各国财政整顿的步调并不一致。一些面临承受巨大市场压力的经济体采取重大措施进行财政整顿，这帮助稳定了它们的财务状况。其他国家、特别是那些持续受益于极低利率的经济体，它们缩减当前赤字、解决未融资负债的进度则相对缓慢。这些经济体仍需进行大量的财政调整，且一旦利率从现在的超低水平开始上升，债务规模还可能继续扩大。

相比发达经济体而言，大多数新兴市场经济体的情况较好。它们的复苏较为强劲，帮助其减少了赤字，但实际情况可能没有表面那么光鲜。在一些案例中，预算可能受益于强劲的信贷增长和快速升高的资产和大宗商品价格。此外，一些经济体的养老和医疗卫生支出也将大幅上升。因此，新兴市场经济体需要保持审慎的财政政策，以确保未来有足够的资金来应对人口老龄化的开支。

本章中我们将估计发达及新兴市场经济体在整顿公共财政方面的进展情况。在回顾自2009年以来所发生的赤字及债务变化后，我们将讨论还将需要多少财政整顿来保证财政可持续。接着我们评估目前实行长期低利率的几个经济体，如果利率上升，其公共债务将怎样变化。然后我们讨论是否需要更为缓慢、更为延后的财政调整。最后，我们强调为确保经济的长期增长，财政调整的质量和组成至关重要。

### 当前进展

金融危机爆发后，发达经济体的赤字急速膨胀。2010年，发达经济体开始削减赤字。大多数国家的总体赤字在2009年达到峰值，约占其GDP的5%至16%。此后，赤字开始下降，预计到2013年底较其峰值将降低大约2%至12%。

相较于总体赤字，潜在收支平衡<sup>1</sup>（underlying primary balance）（即周期性调整的平衡，不含利息支出和一次性支出）可能更为准确地描述财政进展。简单

1. 潜在收支平衡仍然是一个不完善的测量方法。其基于产出缺口的估值，因此不可避免地缺乏可靠性。虽然财政调整对增长的短期负面影响会随时间逐渐消逝，一些被认为是周期性的影响其实可能是长久性、结构性的。如果认为产出缺口的大小被高估了的话，那么实际财政进展也就被高估了。

地说，财政紧缩导致产出增长放缓。与此同时，利息收入水平也许不能立即反映财政调整的效果。以 2009 年为基准，按照潜在基准平衡进行测量，预计到 2013 年底发达经济体的平衡水平将提高四个百分点（每年提高一个百分点）。

然而各个发达经济体的进展并不一致。面临金融市场压力的经济体的调整力度最大。在 EU-IMF 金融救助项目的所有国家中，希腊有望在 2013 年底将其潜在收支平衡改善大约其潜在 GDP 的 17%；爱尔兰 7.3%；葡萄牙 6.8%。至于那些仍能参与金融市场的国家政府，西班牙的潜在基本赤字改善了 8.3%；意大利改善了 5.1%（表 4.1）。相反，这些国家的市场压力相对较小，因此调整过程也较慢。在欧元区，法国的潜在收支平衡改善了 4.9%；荷兰改善了 3.5%；奥地利改善了 2.4%；比利时改善了 2.3%。

对于那些现行利率低于历史平均水平的国家（很大程度上是因为央行购买债券及避险资金的流入），财政进展相当缓慢。至 2013 年底，英国和美国的潜在收支平衡较 2009 年分别改善了其潜在 GDP 的 3.3% 和 4.8%。只有日本的潜在收支平衡出现了恶化，地震后的重建是原因之一。预计其 2013 年赤字将超过 GDP 的 10%，日本要恢复财政健康仍面临巨大挑战（表 4.1）。

对于大多数发达经济体而言，目前的整顿步伐与过去的大规模财政调整步伐一致。在过去的情况下，潜在收支平衡改善程度的中位数约为每年一个百分点<sup>2</sup>。尽管如此，目前各国的进展相对于其赤字大小及所需的调整规模而言都是不够的。

许多发达经济体的政府总债务可能将增长。2013 年，日本的政府总债务预计达到其 GDP 的 230%；希腊超过 180%；意大利和葡萄牙超过 140%；爱尔兰接近 130%；美国、英国和法国大约 110%；比利时和西班牙接近 100%。相对而言，加拿大和德国预计低于 90%，接近稳定值（表 4.1）。

调整债务数值以描述政府资产可能会得到不同的答案。日本的政府债务净值远小于总体债务值，但仍占其 GDP 的 145%；加拿大要低 50 个百分点。然而在其他国家这两个数值之间的差异要小很多。除此之外，一些公共部门所持金融资产的价值很难界定（例如国有控股公司的股票），因此净债务是一种比总债务更不确定的测量值。

从目前的财政余额和政府赤字水平看，新兴市场经济体的财政情况比发达经济体的要好一些。较之前危机而言，在进入最近一次危机时，许多新兴市场经济体赤字及债务水平都比较低。由于增长显著反弹以及有利的金融形势，这些国家的赤字在经济复苏的前两年迅速下降。几个国家的债务水平都下降了，包括印度、印度尼西亚和墨西哥（表 4.1）。

然而，由于全球需求萎缩，一些新兴市场经济体（包括印度、南非和泰国）的财政赤字调整已经有所放缓。预计南非和泰国未来几年的债务总量将会上升，印度的债务总量预计保持在 GDP 的 66% 以上，该水平已经过高，使在未来未预料到的不利情况下操作空间所剩无几。

大多数新兴市场经济体公共财政目前的积极进展并不应引起这些国家的自满情绪。虽然几个新兴市场经济体的总体预算余额有所改善，但仍低于危机爆发前水平。此外，一些新兴市场经济体的财政收入可能来源于其信贷及资产价格不可持续的繁荣。一些国家可能存在巨大的隐形债务——如果金融机构、地方政府或其他国家实体需要救助，这些债务就是潜在额外债务。最后，一些经济体在未来几十年中的养老及医疗卫生支出也将大幅增加。

2. 参见 H Blöchliger, D Song 和 D Sutherland, 《财政整顿:第四部分:大规模财政整顿的案例分析》, OECD, 经济部门工作论文;第 935 期, 2012 年 2 月。同样可参见第 80 期 BIS 年报, 2010 年 6 月, 表 5.2。

财政状况<sup>1</sup> 表4.1

	总体平衡 <sup>2</sup>			潜在政府收支平衡			债务总额 <sup>3</sup>		
	2009年	2013年	变化	2009年	2013年	变化	2009年	2013年	变化
<b>发达经济体</b>									
奥地利	-4.1	-2.3	1.8	-1.4	1.1	2.4	74	87	12.6
比利时	-5.6	-2.6	3.1	-0.9	1.4	2.3	100	105	4.9
加拿大	-4.8	-2.9	1.9	-3.0	-2.0	0.9	82	85	3.6
法国	-7.6	-4.0	3.6	-4.6	0.3	4.9	91	114	22.2
德国	-3.1	-0.2	2.9	0.7	1.4	0.7	77	88	10.4
希腊	-15.6	-4.1	11.5	-11.4	5.5	16.9	138	184	45.4
爱尔兰	-13.9	-7.5	6.4	-7.7	-0.5	7.3	71	129	58.7
意大利	-5.4	-3.0	2.5	0.3	5.4	5.1	130	144	13.5
日本	-8.8	-10.3	-1.4	-7.0	-8.5	-1.6	189	228	39.7
荷兰	-5.6	-3.7	1.9	-3.5	-0.1	3.5	68	84	16.6
葡萄牙	-10.2	-6.4	3.8	-4.9	1.8	6.8	94	143	48.9
西班牙	-11.2	-6.9	4.3	-8.1	0.3	8.3	63	98	34.9
瑞典	-1.0	-1.6	-0.6	1.9	-0.2	-2.1	52	53	0.5
英国	-10.8	-7.1	3.8	-7.6	-4.3	3.3	72	109	37.1
美国	-11.9	-5.4	6.6	-7.9	-3.1	4.8	89	109	20.3
<b>新兴市场经济体</b>									
巴西	-3.1	-1.2	1.9	2.8	3.3	0.4	67	67	0.2
中国	-3.1	-2.1	0.9	-2.2	-0.3	1.9	18	21	3.6
印度	-10.1	-8.3	1.8	-5.8	-4.3	1.5	75	66	-8.6
印度尼西亚	-1.8	-2.8	-1.1	-0.0	-1.4	-1.4	29	24	-5.0
韩国	-1.1	1.4	2.5	-1.0	0.8	1.8	34	35	1.5
马来西亚	-6.2	-4.0	2.1	-4.0	-2.1	1.9	53	56	3.2
墨西哥	-4.7	-3.1	1.6	-1.2	-0.5	0.7	45	44	-1.0
南非	-5.5	-4.8	0.8	-2.8	-1.5	1.3	31	43	11.4
泰国	-3.2	-2.7	0.5	-1.4	-2.5	-1.1	45	46	0.7

1.指中央政府。2.指占GDP的比重。OECD对发达经济体和韩国的估计，其余国家是IMF的估计。3.指占潜在GDP的比重，不包括净利息支出。OECD对发达经济体和韩国的估计，其余国家是IMF的估计。OECD估计值经过周期及一次性交易调整，IMF估计经过周期调整。

资料来源：IMF, OECD。

## 保证财政可持续还需要什么？

尽管近期采取了财政整顿，大多数发达经济体以及一些新兴市场经济体为了确保可持续性，仍需在潜在收支平衡方面做出更多努力。

为了评估还需做出何种改进，我们需要确定什么样的债务水平是实际可持续的。单纯地稳定债务不能确保长期的偿债能力。许多发达经济体的债务水平已经打破危机之前的纪录，任何未预测到的重大事件（例如又一轮金融危机）都可能

导致债务水平再度大幅上升，目前看似可持续的财政状况将迅速变得不可持续。

即使没有出现这种状况，持续上升的债务水平出于以下原因也可能带来高昂代价。第一，如果出现又一轮严重冲击，可能导致大面积违约或官方采取通胀性财政政策，债权人要求主权及私人部门负担债务的风险溢价将升高。第二，高债务水平减少了逆周期政策的操作空间，使得经济更加不稳定。第三，高债务水平使得未来税收及公共支出更加不确定，因而企业及家庭更不愿意消费。第四，持续高位的债务水平意味着高利息支出，政府不得不征收扭曲性税收。所有以上因素都可能制约经济增长。

不少实证研究都证明，当总体公共债务超过GDP的80%时，平均增长率将下降（见专栏）。债务超过此门槛值并不会自动导致增长下降，但债务长期超过该水平将导致经济下行风险上升。由于对抗重大冲击需要一个缓冲，债务水平目标值应远在该门槛值之下。虽然关于选取债务水平目标值没有一个明确有效的准则，以下计算表明一个比较安全的债务目标值是：发达经济体为GDP的60%；新兴市场经济体为GDP的40%<sup>3</sup>。

政府当下对未来的养老及医疗卫生的责任承诺并未反映在当前公共债务的测量值中，这使得财政调整更加迫切。图4.1表明，一些国家以往的债务占GDP比重预计在2013年至2040年期间大幅上升<sup>4</sup>。这些发达经济体中，预计美国的增幅最大（超过9个百分点），主要来自医疗卫生支出的增长。奥地利、比利时、希腊、荷兰、葡萄牙、西班牙及英国预计也会出现债务大幅增长（约5—8个百分点）。一些新兴市场经济体预计也会出现大幅债务增长——尤其是韩国（超过12个百分点）、巴西（约7个百分点）以及中国（约6个百分点）——主要源自养老金支出<sup>5</sup>。

表4.2显示了若要将债务水平在2040年降至上述目标值，潜在收支平衡所需要的变化。这些估值基于以下假设。第一，债务及赤字水平的预计初始值为2013年的预计值。第二，潜在收支平衡值以每年一个百分点的速度改善，直至债务进入一个稳定的下降轨道。这样所需的调整量就是2013年的基本平衡值与2014至2040年期间所需的最高潜在收支平衡值之差。第三，本计算假设产出缺口在未来五年内会消失，因而基本平衡值在同期内逐渐趋同于潜在收支平衡值。第四，假设债务水平自身对利率及经济增长无影响。

表4.2第一栏显示的是假设与人口老龄化相关的开支占GDP的比重保持不变，潜在收支平衡所需要的调整。第二栏显示的是假设不采取任何措施遏制与老龄化相关的开支增长，潜在收支平衡除去与老龄化相关的开支之后需要提高多少。第三和第四栏显示的是同样的内容，但假设条件变为考虑增长调整后的利率在五年的时间内逐渐由目前水平变化至1%。这两栏中的数值更为保守地估计了目前正在经历低利率的国家所需的财政调整，也更为真实地估计了那些正在经历高利率、低增长国家所需的财政调整。如果后者在财政整顿中取得进展，这些国家的借贷成本将可能下降，经济增速也可能逐渐提高。

发达经济体需要进行大规模的财政调整，尤其是在预计与老龄化相关的开支增长的情况下。那些一直以来享受长期低利率的国家面临最大的调整需求。对于

3. 日本的总体债务目标为GDP的200%。

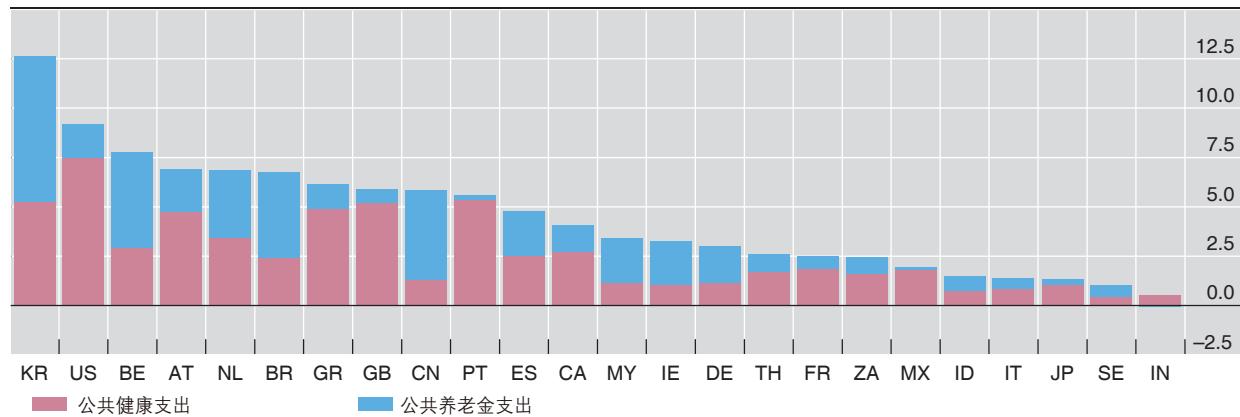
4. 这些预测中并未考虑2011年12月以后的改革措施，因此对于那些自那以后实施法制改革的国家而言，该预测可能高估了这些国家的以往开支增长。

5. 如果政府因为需要救助私人金融机构或国有实体因而导致部分债务实质化，那么这部分债务也会影响财政可持续性。不幸的是，由于缺乏信息，评估这类债务具有很高的不确定性。我们的计算不包括此类债务，但通过采用保守债务目标也算是将此类债务计算在内了。

## 与老龄化相关支出的预计变化，2013–2040年<sup>1</sup>

占潜在GDP的百分比

图4.1



AT=奥地利；BE=比利时；BR=巴西；CA=加拿大；CN=中国；DE=德国；ES=西班牙；FR=法国；GB=英国；GR=希腊；ID=印度尼西亚；IE=爱尔兰；IN=印度；IT=意大利；JP=日本；KR=韩国；MX=墨西哥；MY=马来西亚；NL=荷兰；PT=葡萄牙；SE=瑞典；TH=泰国；US=美国；ZA=南非。

1. 2013年与老龄化相关支出的计算，是通过利用以下两组数据通过线性嵌入法得出：(a) 2010年养老和健康支出的实际值；(b) 2015年健康支出的预测值和2020年养老金支出水平。

资料来源：B Clements, D Coady, F Eich, S Gupta, A Kangur, B Shang 和 M Soto, 《发达经济体和新兴经济体公共养老金改革的挑战》，IMF, 不定期论文, No. 275, 2013年1月；M Soto, B Shang 和 D Coady, 《2010—2050年公共医疗支出的新预测》，自B Clements, D Coady 和 S Gupta (eds.) 《发达经济体和新兴经济体公共健康改革的经济学》，2012年4月；BIS的计算。

日本，即使按照目前增长调整后的低利率进行最乐观的估计、且债务目标被设定的较高，目前潜在收支平衡也需要改善至少超过潜在GDP 13个百分点。

英国需要将其潜在收支平衡改善 7.4 个百分点，美国需要改善近 5 个百分点（第一栏）。如果不采取任何措施遏制与老龄化相关的开支（第二栏），英国和美国需要对非与老龄相关开支的潜在收支平衡预算部分进行大幅调整（大约分别占两个国家的GDP的 13 个和 14 个百分点）。考虑到其规模巨大，这样的调整将很难完成，政府可能会选择重新设定津贴水平。

以上所需调整是基于按目前增长水平调整后的利率计算得出的。如果假设目前的债务水平逐渐趋向 1%，那么结果将更加保守。这种情况下，美国将需要调整的幅度多出约 2.1—6.9 个百分点，英国需要超过 1—8.5 个百分点（第三栏）。若不采取任何措施遏制与老龄化相关的开支，这两个国家所需的调整将分别上升至 14.0 个和 16.1 个百分点（第四栏）。

同样需要进行大幅调整的有西班牙（7.8 个百分点）、加拿大（4.3 个百分点）、意大利（4.2 个百分点）和法国（3.6 个百分点）（第一栏）。由于没有进行权利改革，除意大利（第二栏）以外的所有其他国家所需要进行的调整将再高几个百分点<sup>6</sup>。如果西班牙和意大利高于 4% 的高增长调整的利率有所下降的话，这两个国家所需的调整将会稍小（第三栏）。

如果不考虑与老龄化相关的开支，其他发达经济体（奥地利、比利时和荷兰）所需的调整总体较小。但是如果不对预计的与老龄化相关的开支增长进行遏制，

6. 如果将与老龄化相关的开支的预计变化考虑在内，意大利的整顿需求将稍低，因为该项开支（占GDP的比重）在模拟期内在转为向上增长之前预计将有所下降。

需要进行的财政调整<sup>1</sup>

占潜在GDP的百分比

表4.2

	经增长调整的利率水平 <sup>2</sup> =2013年 水平		经增长调整的利率水平 <sup>2</sup> =2013年 水平在5年内向1%靠拢		注：2013年经 增长调整的利率 水平（%） <sup>2</sup>	
	不包括老龄化 相关支出 <sup>3</sup>		包括老龄化 相关支出 <sup>4</sup>			
<b>发达经济体</b>						
奥地利	1.0	7.7	0.9	7.6	1.1	
比利时	1.8	9.0	1.6	8.8	1.3	
加拿大	4.3	8.1	4.2	8.1	1.1	
法国	3.6	5.4	3.3	5.2	1.3	
德国	0.6	3.4	0.6	3.3	1.1	
意大利	4.2	4.0	2.0	1.9	4.1	
日本	13.3	14.9	17.9	19.6	0.2	
荷兰	2.4	8.9	2.2	8.8	1.2	
西班牙	7.8	10.4	3.7	7.3	4.7	
瑞典	0.2	1.3	0.6	1.7	0.3	
英国	7.4	13.2	8.5	14.0	0.2	
美国	4.8	14.1	6.9	16.1	-1.0	
<b>新兴市场经济体</b>						
巴西	.	5.0	.	4.8	1.4	
中国	.	2.5	.	5.9	-7.3	
印度	3.3	3.7	6.4	6.6	-5.0	
印尼	.	0.2	1.2	2.7	-5.3	
韩国	.	11.9	.	12.0	0.7	
马来西亚	2.2	5.6	3.5	6.8	-1.7	
墨西哥	0.1	2.3	1.1	3.2	-1.2	
南非	0.9	3.3	2.1	4.6	-1.9	
泰国	1.3	3.9	3.3	5.8	-3.5	

1.经调整的潜在收支平衡（定义为2014至2040年潜在收支平衡的峰值与2013年预测值间的差）使发达经济体债务占GDP比率在2040年降至60%（日本为200%），使新兴市场经济体降至40%。点表示不需改善潜在收支平衡即可实现债务占GDP目标。2.定义为 $(1 + r) / (1 + g) - 1$ 。其中， $r$ =名义有效利率， $g$ =名义GDP增长率。每年的名义有效利率定义为该年政府利息支出除以上年期末政府债务存量。3.未考虑老龄化相关支出占GDP比重的预测变化。4.考虑老龄化相关支出占GDP比重的预测变化。

资料来源：IMF, OECD, BIS的计算。

这些国家将需要进行更大幅度的调整（8—9个百分点）。

如果不考虑与老龄化相关的开支，许多新兴市场经济体目前的低财政赤字表明其仅需较小幅度的调整即可（第一栏）。一个值得注意的例外是印度，其需要的调整超过其GDP的3%。除低赤字以外，许多新兴市场经济体由于金融市场欠发达，有效利率因此低于GDP增长率，因而财政可持续性更强。但是随着其金融市场不

断发展、不断一体化、国际化，这种好景很难持续。另一个原因是新兴市场经济体的低借贷成本即是发达经济体的低利率。尽管如此，即使是极端保守地假定利率逐渐趋向1%的增长调整的利率水平，大多数国家所需的财政整顿规模也很小(第三栏)。

然而，如果将与老龄化相关的开支考虑在内，上面的乐观估计就会改变了。在这种情况下，朝鲜需要将其潜在收支平衡提高12个百分点，巴西、中国、马来西亚、韩国和泰国将需提高4—7个百分点(第四栏)。为了保证财政可持续，这些国家要么减少未来与老龄化相关的开支，要么通过削减开支或提高税收来支撑未来与老龄化相关的开支。

## 利率与可持续性

不少主要经济体政府目前都享受着历史上最低廉的融资成本。同时，债务水平上升使这些经济体面临更高的利率敞口。如果利率上升但产出未同等增长的话，财政可持续性将会受到影响<sup>7</sup>。

长期利率何时或以何种形式得到纠正是很难预测的，但是预测对公共财政可持续性的潜在影响却是可能的。上文已经指出，如果实行低利率的国家经增长调整的利率上升的话，其需要开展更大规模的财政整顿。为了进一步解释长期利率正常化带来的风险，图4.2展示了日本、英国和美国债务占GDP比例的模拟结果。

模拟情况以目前对2013年债务和预算平衡水平预测值为起始值，并在以下假设情况下作出预测：第一，预算收支平衡按照国家权威组织最新预测的情况发展，直至可获得的最后的日历年<sup>8</sup>。之后的年份中，收支平衡减去与老龄化相关开支占GDP的比重保持不变，因而总体收支平衡的发展取决于与老龄化相关开支的预测变化。第二，在模拟时期开始时利率开始上升，随后，支付债务的有效利率逐渐上升。这是因为在任何年份中政府通常都只为其部分未偿债务进行再融资(除经常项目赤字以外)。为简单起见，我们简单假设自模拟时期开始，在一个与未偿债务平均期限相同的时间里，有效利率持续增长<sup>9</sup>。

有效利率大小不同，情况则不同；与老龄相关的开支(占GDP的比重)保持增长或者保持不变，情况也不同。图4.2表明，美国有效利率的增长对债务轨道影响显著。有两点值得注意：一、与老龄化相关的开支最终会导致债务进入上升轨道，不管利率如何。当然，一个高的利率水平会导致债务立即上升。二、即使与老龄化相关的开支占GDP的比重保持不变，在高利率前景的情景下，目前的调整计划也不能稳定债务水平。

模拟表明，在当前计划下，日本的债务将持续增长，即使日本与老龄化相关的开支是适度的。并不意外的是，利率越高，债务增长越快。

英国的债务比例预计将在2015年达到顶峰。由于未偿债务平均都有接近14

7. 有证据表明公共债务超过GDP80%、经常项目赤字长期存在的国家容易面临不利利率机制。参见D Greenlaw, J Hamilton, P Hooper和F Mishkin,《艰难时刻：财政危机和货币政策的作用》，美国货币政策论坛文件，纽约，2013年2月。

8. 国会预算办公室(CBO)对美国直至2022年的预测；内阁办公室对日本直至2022年的预测；预算责任办公室对英国直至2017年的预测。CBO报道了中央政府的收支平衡，这些预测中的收支平衡指中央政府的收支平衡。后者在每个可获得的年份的变化大小与前者相同。

9. 该模拟不包括债务对增长率及利率的反馈效应，也不包括不同的调整节奏对增长率及利率短期与长期效应可能存在的差别。

## 在不同情景下广义政府债务的预期变化

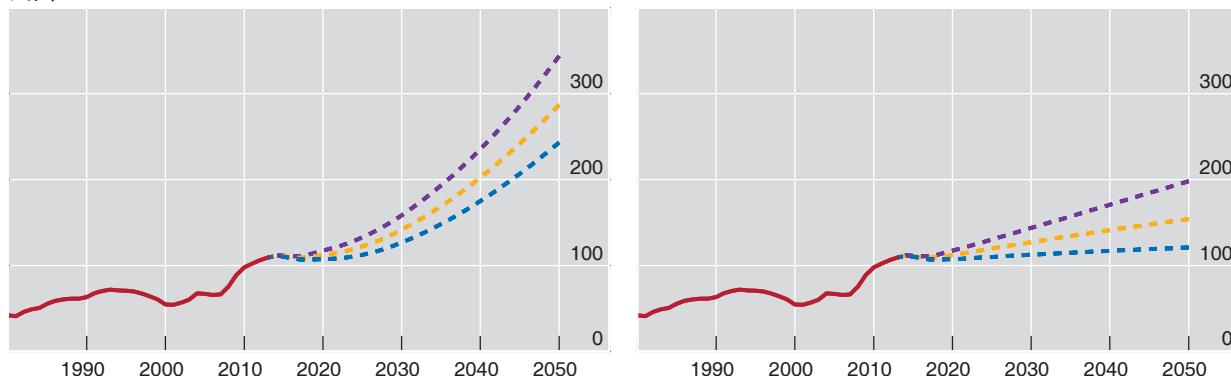
占GDP的百分比

图4.2

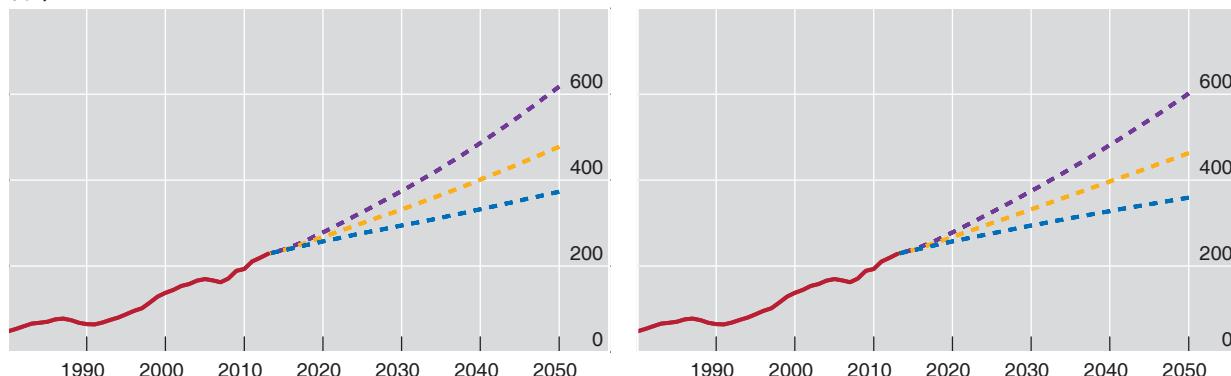
考虑与老龄化相关支出的预测值

将老龄化相关支出占GDP的比例视为常量

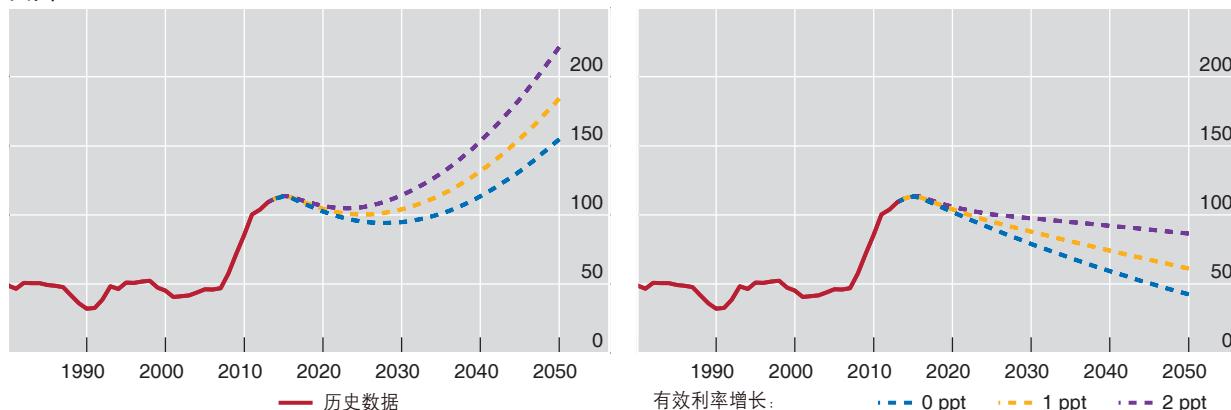
美国



日本



英国



主要收支基于OECD的预测（2013年和2014年），以及各国预测值（美日为2015至2022年，英国是2015年至2017年）。美日在2023至2050年间，英国在2018至2050年间，收入和非老龄化相关支出占GDP比例为常量，而与老龄化相关的支出则基于图4.1中引用的预测值或以美日2022年/英国2017年值计算。名义GDP增长基于美日截至2022年的预测值、英国截至2017年的预测值计算，并假设维持在当年水平（美日为2022年，英国为2017年），直至2050年。名义有效利率从表4.2中OECD的数值中取得，并在2014至2050年间始终维持在2013年的预测值水平，或逐渐增长1至2个百分点（年增长率等于政府债务平均剩余期限的倒数）。

资料来源：IMF；OECD；日本内阁办公室；英国预算职责办公室；美国国会预算办公室；BIS的计算。

## 高公共债务会拖累增长吗?

由于以下三个原因，公共债务被认为拖累了长期平均GDP增长。

第一，随着债务增长，利息支出也会增长。本息负担越重，意味着税收越高，政府支出效率越低。由于很大一部分债务由外国持有，国内投资及国内消费可用的资源就减少了。更糟的是，高债务需要的高税收是扭曲的，会阻碍经济活动甚至遏制经济增长<sup>①</sup>。

第二，随着债务增长，主权信用风险溢价也会升高。经济学和政治学都对税率上限作出了规定。如果一国维持税收可持续需要将税率提高至该上限之上，那么该国不得不面对主权信用违约，要么是直接违约或通过通胀违约。随着债务水平的上升，该税率上限被突破的概率就越大<sup>②</sup>。主权风险溢价上升，导致借贷成本上升，私人投资及长期增长都将放缓。

第三，随着债务增长，政府丧失了采取逆周期政策的灵活性，因而导致了较高的不稳定性、不确定性和低增长率。

实证研究证实了公共债务和增长趋势之间的反向关系。第一个此类研究是Reinhart和Rogoff(2010)的研究<sup>③</sup>。此类研究分为以下两类：一类研究债务和增长之间的简单双变量关系<sup>④</sup>，另一类考虑人口增长、老龄化、教育、贸易开放程度、金融深度等因素，研究更为复杂的二者关系。

为降低周期性波动的影响，着重研究长期趋势的决定因素，这些研究大多从研究人均增长率的长年平均值开始。表4.A中展示了这些研究的结果，这些结果被认为是连贯而模糊不清的：在债务水平超过80%的情况下，债务/GDP比值增长了10%，人均GDP降低了13—17个基点。Baum等人(2012)的研究只覆盖了欧元区国家及近期的金融危机，得到了更大的预测值，尽管门槛值更高了<sup>⑤</sup>。

此外，正如Reinhart等人(2012)的研究表明，公共债务超出量通常会持续多年。在一个很长的时间段内，不断增长的债务水平不应当被看做未预测到的不利情形(如衰退或金融危机)的后果，而应被看做权衡的政策决定的结果。问题从而变为允许债务存在的政策是否是明智的。即使是低增长导致了更高的债务，这样的高债务也是危险的。如果低增长持续且其根源问题(批评家通常认为根源是别的因素而不是债务本身)没

债务影响增长的多变量研究

表4.A

研究	样本	阈值	债务占GDP比率上升 10个百分点的效果
Kumar和Woo (2010) <sup>1</sup>	38个发达经济体和新兴市场经济体， 1970—2007年	90%	-0.17 ppt
Caner, Grennes 和Koehler- Geib (2010) <sup>2</sup>	79个发达经济体和新兴市场经济体， 1980—2008年	77%	-0.17 ppt
Cecchetti, Mohanty和Zampolli (2011) <sup>3</sup>	18个OECD经济体，1980—2006年	84%	-0.13 ppt
Baum, Checherita-Westphal and Rother (2012) <sup>4</sup>	12个欧元区经济体，1990—2010年	96%	-0.59 ppt

1. M Kumar和J Woo,《公共债务和增长》,IMF工作论文,no WP/10/174,2010年7月。2. M Caner,T Grennes和F Koehler- Geib ,《找准临界点:当主权债务质量下降时》,世界银行,政策研究工作论文,no 5391,2010年7月。3. S Cecchetti,M Mohanty和F Zampolli,《债务的实际影响》,堪萨斯联储杰克逊霍尔“实现长期增长的最大化”研讨会会议纪要,2011年8月,第145-96页。4. A Baum,C Checherita-Westphal和P Rother ,《债务和增长:欧元区的新迹象》,欧央行工作论文,no 1450,2012年7月。

有解决，那么继续增加债务只能暂时解决问题，到达一定程度后经济将接近财政上限。

总体来说，许多有力的理论和实证因素都证明高公共债务会降低未来实际增长，且证据表明这种影响是巨大的，将控制大约 80% 的 GDP。因此，为保持有力、可持续的增长，发达经济体的债务目标应远低于阈值。在很多情况下，这意味着简单将债务稳定化是不够的，而应该降低债务。

①税收对增长的效果很可能不是线性的，税率高时其效果显著。例如，参见 N Jaimovich 和 S Rebelo，《税收对增长的非线性影响》，NBER 工作报告，第 18473 期，2012 年 10 月。②参见 H Bi 和 E Leeper，《分析财政可持续性》，2013 年 4 月，以及脚注 7。③参见 C Reinhart 和 K Rogoff，《在债务中增长》，美国经济评论，vol 100, no 2, 2010 年 5 月，第 573–78 页。该研究的原稿曾包含一个计算错误，且未加入发布时可得的一些数据。但这些不影响研究的结论，即增长与债务是反向关联的。在人们意识到这些问题前，该论文已被下文取代：C Reinhart, V Reinhart 和 K Rogoff，《迫在眉睫的公共债务问题：发达经济体 1800 年以来的情况》。《经济远景》，vol 26, no 3, 2012 年 6 月。④例如，参见 B Egert，《公共债务、经济增长和非线性效应：虚构还是现实？》，OECD，经济部工作论文，no 993, 2012 年 10 月，以及 A Minea 和 A Parent，《较高的公共债务是否总是损害经济增长？Reinhart, Rogoff 和一些复杂的非线性关系》，Association Française de Cliométrie，工作论文，no 8, 2012 年 2 月。⑤另请参见 U Panizza 和 A Presbitero，《发达经济体的公共债务和经济增长：一项调查》，货币与金融研究工作组工作论文，no 78, 2013 年 1 月。该文证实了二者间的负关联，但指出这可能是因果倒置的结果，而这源于未来预期低增长造成的当前较高的债务水平。

年的很长的久期，这三个利率水平会在十年后到期时产生类似的结果。这一因素有效地为利率锐增提供了应对措施。即便如此，如果放任不管的话，与老龄化相关的开支将会进一步加剧债务比例带来的压力<sup>10</sup>。

## 财政整顿的成本与收益

近些年来，财政整顿毫无疑问导致了增长放缓。由于发达经济体增长比预期更慢，有声音认为采取更加渐进、更为后倾的财政整顿更为合适。批评家们认为政策制定者低估了信贷紧缩对家庭及企业的影响，高估了货币政策的有效性（实际上货币政策利率已接近零），且忽视了各国整顿的同步性因素，因而错误地判断了整顿的负面效果。批评家还认为现在减少财政整顿将赋予经济体更多的时间来恢复和调整，一旦增长势头强劲且自身持续性增强，那么财政整顿的代价将不再这么高昂。

然而以上观点是值得怀疑的，原因如下：第一，即便财政政策对产出（或财政乘数）的短期负面效应有时比危机前要高，这种负面效应究竟有多大却是不确定的，也没有充足的证据表明这种负面效应使财政整顿更加困难（或实际上不攻自破）。乘数的大小实际上取决于财政调整的可信度和质量（见下节），还取决于相伴随的结构性政策，包括金融体系的修复措施等。

第二，导致未预料的低增长还有一些其他因素。尤其是在欧元区，投资者对财政可持续性和流动性的担忧使得主权债券回报率上升，银行和主权资产负债表受限制，信贷环境收紧。一些国家无法在市场上融资，不得不向官方借贷。在这

10. 图 4.2 中所示的假定曲线是基于政府总体未偿债务（未整顿）的平均久期。实际上基于央行债务的极短的久期，已整顿的政府资产负债表（包括财政权威机构及央行发行的债务）的平均久期要更短一些。如果算上这些极短的久期债务，利率同等增长情况下，债务变化情况会更糟。

种情况下，大规模的前倾的财政整顿必不可少，否则产出的下降将更为严重。

第三，乘数变大并不一定意味着更早的或者相对更快的调整不好。后倾式整顿或放缓财政整顿步伐的一个论据是预计财政指数未来会下降，或是预计经济增长未来会显著反弹。但如果这些预测没有变为现实，将财政整顿拖延到未来将会导致债务水平更高，债务服务成本更高，未来的调整成本更大、时间更长。

推迟财政整顿还依赖于财政政策的可信度。当前的政府必须代表未来的政府作出承诺。然而当前的一些组织计划及财政规则可能不足以规范未来选举出来的政策制定者的行为。此外，公共财政改革进展缓慢可能导致改革疲乏——认为改革没有达到预期效果因而放弃改革。尽早着手解决问题也许短期内会导致成本上升，却能确保重大改革的顺利推进。

最后，财政整顿对增长的影响不只限于短期。通过重建一个健康的金融环境、降低高债务带来的风险、削减债务需要占用的资源，财政整顿将带来更高、更可持续的经济增长。因此，财政整顿的长期优势将弥补短期成本的不足。

在那些实施了最大规模财政整顿的国家，财政整顿已经开始显示它的优点，带来了金融环境的改善。过去几年中，在欧元区，爱尔兰、意大利、葡萄牙、西班牙的主权债务收益率（见图 4.3, 左栏）和信用违约掉期（CDS）利差大大缩小。由于政府重返市场发行各种期限的债券，爱尔兰的主权债务收益率从 2011 年年中的 14% 左右降至了 2013 年 5 月底的不到 4%。葡萄牙政府近期同样重返市场。

私人部门同样从财政整顿中获利。过去几年内银行及其他金融中介的 CDS 范围大大缩小，导致银行的借贷成本大大下降（见图 4.3，中间栏）。意大利和西班牙的非融资性企业债券收益率较其峰值也大大下降（右栏）。

当然，大金融环境的改善不仅是财政赤字降低导致的，同样取决于欧元区范围内的整体措施，如欧央行的三年期长期再融资操作（LTROs）和二级市场直接货币交易（OMT）的出台。但是，这些举措长期内能否执行取决于这些国家能否

欧元区的金融状况

图4.3



1. 10年期收益率。2. 样本中国内金融机构优先债券5年期信用违约掉期（CDS）利差的简单平均数。3. 公司债收益率按市场价值权重计算的平均值。

资料来源：巴克莱；Markit；各国数据。

实施必要的财政调整。财政调整不能代替财政整顿，却是财政整顿的补充。

## 财政调整的质量

财政调整的构成至关重要，它决定了财政调整对增长的短期负面影响能否降低、经济增长的潜能能否提升、大规模调整最终能否成功。

目前证据表明，成功的大规模财政调整通常致力于削减开支，尤其是政府开支和收入转移，而不是增税。支出的财政乘数比税收高，但降低支出会释放资源，因此税收可以逐渐削减。削减开支比增税更难逆转，因此趁早削减开支增加了总体财政计划的可信度。相反，以增收为基础的调整在短期内一般成本较低，但长期会导致更多的扭曲，因而降低了未来的潜在产出，除从一个较低的水平开始增税。因此，在高税收国家，依靠税收的维稳措施不太可能使债务比例在长期下降<sup>11</sup>。

各经济体的税收和支出水平差异巨大。2008 年至 2012 年，在各大主要发达经济体中，美国是税收负担（直接税收、间接税收及社会贡献之和）最低的国家之一，平均占 GDP 的 25% 左右，与 20 世纪 60 年代初期的水平相当。自那以后，美国的最新公共消费数据变化不大，始终维持在 17% 左右。收入转移却增长了三倍，为 15%。日本的税收也相对较小，为 GDP 的 29% 左右，公共消费则从 12% 增加至 21%，收入转移从 2% 增长至 15%。

相对地，在其他国家，尤其是欧洲，税收负担增加了，同样增加的还有公共债务、政府消费及收入转移。目前西班牙的税收占比为 33%，葡萄牙为 36%，英国为 37%，法国、德国和意大利则大约增长到了 40%–46%。最后一组的这几个国家进一步增加税收的空间已不大。公共支出的水平和组成取决于社会偏好。因此几个经济体税收提高的空间越小意味着其不得不削减开支<sup>12</sup>。

总支出和总收入中的各项也许可以用来将短期财政整顿开支最小化、提高产出潜能。较之劳动力及资本税，产权和间接销售税的扭曲效应较低。同样，公共消费的削减通常比社会转移的削减更容易在短期内造成产出下降。

政府也可以通过尽早进行彻底的权利改革改善增长前景。这些措施在长期内会显现成效。但是由于其立即强化了财政可持续性和市场信心，可能会降低债务的利率负担。

## 总结

许多发达经济体的公共债务已经达到和平时期的最高纪录，且仍在不断上升。债务水平越高意味着经济越脆弱。利息支出将更高，因而税收更高，逆周期操作的空间更小。投资者更加担心未来通胀和违约的风险，要求的风险溢价因而更高。对违约的担忧导致持有政府债券的金融机构借贷成本上升，企业及住户的信贷水平下降。

11. 参见 IMF，《从刺激到整顿：发达及新兴经济体的收入与支出政策》，2010 年 4 月；以及 OCED，《财政整顿：多大、多快、以何种方式进行？》，OECD 经济政策文件，第一期，2012 年 4 月。

12. 预估可能达到的最大税收表明其中一些国家很难再提高税收了。参见 M Trabandt 和 H Uhlig，《不同国家的拉弗曲线有何不同？》，NBER 工作文件，第 17862 期，2012 年 2 月。

虽然缩减财政赤字已有进展，很多经济体仍需大力改进收支平衡，使债务进入更安全的下降轨道。这些努力能否成功很大程度上取决于遏制养老金和医疗卫生开支未来增长的措施。

与发达经济体不同，大多数新兴市场的债务水平保持稳定或下降状态。若保持财政审慎并控制与老龄化相关的开支增长，新兴市场经济体的公共财政将保持稳健。

## 第五章 通往更强健银行部门之路

金融体系正逐步从危机中复苏，银行正推进资产负债表的修复工作，尽管各国的进展步伐不一。金融体系未来的稳定不仅取决于银行能否实现修复，也取决于政策制定者能否完成监管改革动议，以及能否确保其监管改革跨辖区实施的一致性。

尽管银行利润已从危机时期的低点开始恢复，但一些国家银行部门的盈利能力依然脆弱，且不可靠。在根据后危机环境调整其经营模式的过程中，只有那些清理受危机影响的资产、令人信服地修复其资产负债表和建立可靠盈利基础的银行才是成功的。

监管改革的推进正为建立更强健的金融体系奠定基础。新出台的标准解决了危机期间暴露的缺口和金融体系更为广泛的脆弱性。但成功的关键取决于快速实施相关监管改革动议，以及国际标准准则制定机构更加关注各国的进展状况。

为确保系统稳定性，审慎框架必须解决金融机构日益复杂的组织问题，与此同时，还有金融交易和风险评估的复杂性。那些简化金融机构组织结构的政策只能解决问题的一方面。更为普遍和有效的方法是根据银行自身的风险来制定审慎资本和流动性要求。

考虑到风险计量的不确定性，关于银行清偿力风险的简单判断，加之更复杂的风险敏感矩阵能够更好地计量风险。金融监管也可通过针对银行的内部风险模型制定更高标准的方法来改善风险评估。最后，监管框架可通过更具体地披露银行内部模型的特征和表现的方法来增强市场约束。

### 资本、盈利性和资产负债表修复

最近几年，修复资产负债表的需求在银行部门发展中居首要地位。在长期金融繁荣泡沫破裂和实体经济经历资产负债表收缩之后，银行的财务实力突然恶化。对融资中介的破坏表明有必要恢复银行清偿力和盈利性。修复银行资产负债表不仅包括损失认定、处置受损资产，以及在可靠盈利能力的基础上积累强劲的资本缓冲。

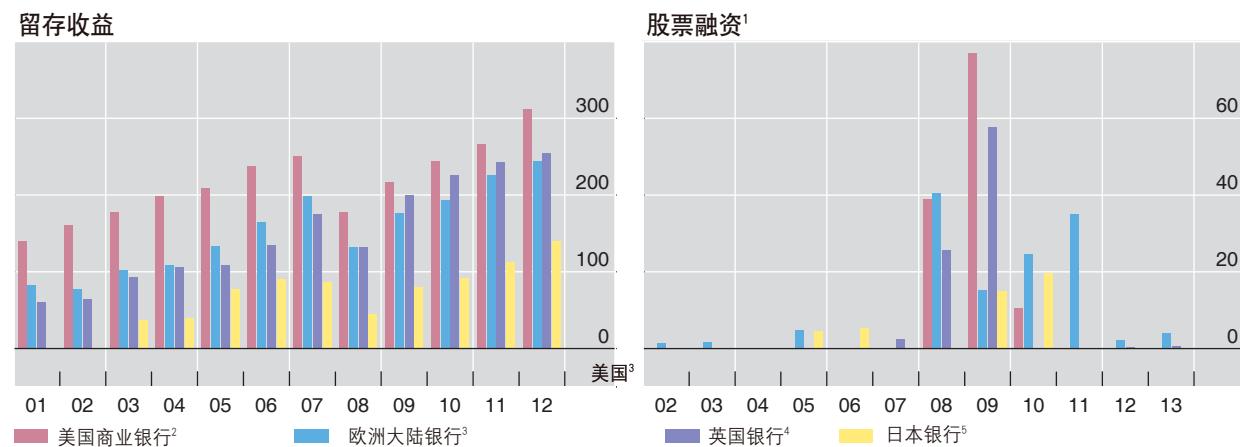
银行在坏账处理方面已取得进展，美国银行总体领先于欧洲同行。欧洲银行资产质量的不确定性仍然令人担忧。即将开展的欧洲银行资产质量审查和压力测试对于完成损失认定和资产负债表修复至关重要，这也需要建立合适的支持。

与此同时，全球银行按照快于巴塞尔协议 III 的速度提高了资本充足率。从 2011 年年中至 2012 年年中，大型国际业务活跃银行的平均核心一级资本（CET1）占风险加权资产的比率已从 7.1% 上升至 8.5%。因此，此比率已经远高于 2019

## 资产负债表修复

单位：10亿美元

图5.1



1. 增资总额。2. 美国银行、花旗、JP摩根大通、富国银行。3. 桑坦德银行、巴黎银行、德国商业银行、瑞士信贷、德意志银行、瑞银和意大利裕信银行。4. 巴克莱、汇丰和劳埃德集团。5. 三菱东京UFJ金融集团、瑞穗金融集团、三井住友金融集团。

资料来源：彭博资讯；国际清算银行的计算。

年的最低 CET14.5% 加上 2.5% 的留存缓冲。

另一方面，依然未满足 2019 年基准的银行弥补了 60% 的资本短缺，总规模约为 2082 亿欧元。剩余的资本金缺口约为其同期总体盈利（税后和分红之前）的一半。对于小型银行而言，其资本金缺口为 160 亿欧元，占其同期总体利润的 70%。

留存收益是银行目前主要的资本金来源。一个稳定的盈利环境有助于银行在 2019 年截止日期之前填补资本金缺口。主要全球性银行的留存收益已经超过了危机之前的水平（见图 5.1，左图），是资本补充的主要来源，尽管多数情况下还需大幅波动的交易收入的帮助。与之相反，新资本发行的作用越来越小（图 5.1，右图）。在欧元区，主权债问题限制了银行获得新资本。

稳定的利润对于银行增强抗风险能力至关重要。利润已从危机时期的低点开始反弹，但各国恢复的步伐不一致（表 5.1）。美国银行的税前利润去年进一步提高，这很大程度上是由于贷款损失拨备下调。然而，宽松货币政策与竞争的放贷环境继续挤压银行的净盈利空间。由于净利差空间较大，且贷款增速快，中国和印度银行的利润大幅增长。澳大利亚、加拿大和瑞典的银行整合了过去几年所取得的进展。俄罗斯银行的盈利性主要由于贷款损失拨备大幅下降而得到改善。

其他辖区银行的盈利状况惨淡。欧元区的主权债务压力侵蚀了银行资产质量，与此同时，经济增长停滞不前导致银行收入减少。不良贷款率上涨，特别是意大利和西班牙，这导致贷款损失拨备的大幅上升。尽管成本降低，但随着贷款损失拨备增长，巴西的利润持续下滑。

自危机伊始，银行也一直通过出售资产和资产组合重新配置的方式减少风险权重资产，以此提高其监管资本比率（图 5.2，左图）。此过程对于大多数主要银行而言在 2012 年已经稳定。据报道，全球银行在 2007 年以来已经出售了 7,200 亿

## 主要银行的盈利能力<sup>1</sup>

占总资产的百分比

表5.1

国别 <sup>2</sup>	税前利润			净利息收益			贷款损失拨备			运营成本 <sup>3</sup>		
	2000-07	2008-11	2012	2000-07	2008-11	2012	2000-07	2008-11	2012	2000-07	2008-11	2012
澳大利亚 (4)	1.58	1.07	1.18	1.96	1.81	1.82	0.19	0.33	0.21	1.99	1.20	1.19
加拿大 (6)	1.03	0.80	1.07	1.74	1.57	1.65	0.24	0.27	0.19	2.73	1.87	1.77
法国 (4)	0.66	0.29	0.19	0.81	0.96	0.90	0.13	0.26	0.20	1.60	1.10	1.06
德国 (4)	0.26	0.06	0.09	0.68	0.81	0.83	0.18	0.17	0.13	1.38	1.10	1.33
意大利 (3)	0.83	-0.03	-0.06	1.69	1.86	1.65	0.40	0.60	0.95	2.27	1.83	1.63
日本 (5) <sup>4</sup>	0.21	0.36	0.56	1.03	0.92	0.84	0.56	0.19	0.07	0.99	0.84	0.75
西班牙 (3)	1.29	0.94	0.08	2.04	2.31	2.36	0.37	0.81	1.49	2.29	1.58	1.73
瑞典 (4)	0.92	0.56	0.68	1.25	0.93	0.92	0.05	0.18	0.09	1.34	0.88	0.81
瑞士 (3)	0.52	-0.05	0.03	0.64	0.52	0.60	0.05	0.06	0.01	2.39	1.82	2.02
英国 (6)	1.09	0.19	0.20	1.75	1.14	1.08	0.31	0.59	0.34	2.02	1.24	1.37
美国 (9)	1.74	0.42	0.96	2.71	2.53	2.34	0.45	1.23	0.41	3.58	3.00	3.06
巴西 (3)	2.23	1.61	1.50	6.56	4.77	4.42	1.24	1.42	1.46	6.21	3.79	3.33
中国 (4) <sup>5</sup>	1.62	1.56	1.83	2.74	2.32	2.39	0.31	0.30	0.25	1.12	1.02	1.01
印度 (3) <sup>6</sup>	1.26	1.34	1.45	2.67	2.35	2.90	0.88	0.46	0.60	2.48	2.52	2.25
俄罗斯 (3)	3.03	1.46	2.39	4.86	4.70	4.09	0.87	1.90	0.36	4.95	2.72	2.78

1. 多年度的值为简单平均值。跨国比较由于会计标准的不同而受限制。2. 括号里显示2012年包含的银行数目。  
3. 包括人力成本和其他操作成本。4. 人力成本排除在外，其中一家银行的数据是根据半年的经营结果进行测算的。  
5. 数据起始于2007年。6. 数据起始于2002年。

资料来源：Bankscope，国际清算银行的计算。

美元的资产，欧洲银行的占比超过一半<sup>1</sup>。危机对欧元区影响很大：欧洲银行成为资产的净出售方，而美国和其他发达经济体的银行则成为资产的净买方。与此同时，银行还增加了其持有的低风险资产权重，包括政府担保债务。此种做法却导致银行对于政府债券估值的变化变得更为敏感。

并且，后危机时期风险加权资产的持续减少意味着受损资产并未得到完全承认。市场评论显示此趋势主要反映出银行对于风险加权资产的乐观——为降低资本要求重新设计交易——而不是真正增加其吸损能力。如下所述，此弄虚作假的行为使人质疑使用内部风险评估来决定监管资本要求的做法。

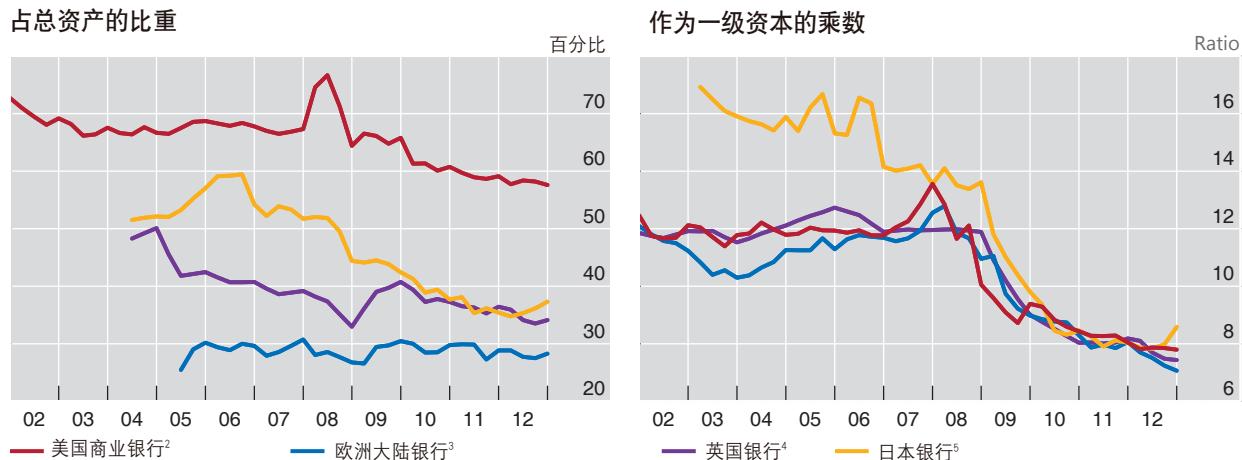
资产负债表的修复进程也导致杠杆率稳步下降，特别是在处置历史遗留资产方面进展显著的银行（图5.2，右图）。来自监管者与投资者的压力成为促使银行去杠杆的主要驱动力。

资产负债表重组对于增强银行发放新增贷款的意愿和能力非常重要。同样地，这也为经济复苏奠定了基础。事实上，对于银行部门成功地重建资本的地区而言，

1. 参见麦肯锡全球机构，《金融全球化：撤退或重设？》，载《全球资本市场》，2013年3月。

风险加权资产<sup>1</sup>

图5.2



1. 数值是总资产的加权平均。跨国比较可能由于会计标准的不同而受到限制。2. 美国银行、花旗、JP摩根大通、富国银行。3. 桑坦德银行、巴黎银行、德国商业银行、瑞士信贷、德意志银行、瑞银和意大利裕信银行。4. 巴克莱、汇丰和劳埃德集团。5. 三菱东京UFJ金融集团、瑞穗金融集团、三井住友金融集团。

资料来源：Bankscope；彭博资讯；公司财务报告；国际清算银行的计算。

其融资成本更低，也更易于获得。

## 全球金融监管改革的进展

2009年，政策制定者为解决金融危机中暴露出的脆弱性而制订了宏伟的金融监管改革计划，旨在通过降低未来发生金融危机的风险为金融部门构建更为强劲的基础，并支持经济实现可持续增长<sup>2</sup>。改革议程包括提高对银行资本金和流动性缓冲的要求、增强金融机构的可处置性、增强场外衍生品市场基础设施的透明度和抗风险能力、解决影子银行体系所带来的风险，影子银行通常被理解为常规银行体系之外的从事信贷中介的实体。由于新标准的许多内容已经制定，工作的重点正逐渐转移至监测实施的步伐。

巴塞尔银行监管委员会制定的巴塞尔协议III框架是改革议程的核心内容。它对吸损提出了更高的要求，更为重视资本金的质量，并且更好地捕捉了银行风险的全貌。该框架的创新之处包括杠杆率，系统重要性银行的资本金覆盖，逆周期资本缓冲和流动性覆盖率(LCR)的标准。LCR的最终版本于2013年1月对外公布。

LCR通过确保银行持有充足的优质流动性资产来抵御融资状况逆转，从而增强抗风险能力。就像新资本充足率要求一样，LCR正逐步被采用，以逐渐增强银行体系和增强对经济活动的资金供给。其他方面的工作也正在推进，包括净稳定融资率(NSFR)、交易账户规则的审查、资产证券化的处理和大额风险敞口。

只有监管框架能够在各地区全面、及时和一致地落实，全球化的银行体系才

2. 设计国际清算银行(BIS)的金融改革倡议的具体信息，可参考年报《国际清算银行：使命、浮动、治理和财务状况》一章。

能从中获益。巴塞尔委员会的成员已经承诺评估国别监管规则与巴塞尔协议 III 标准是否相符，以及监管框架结果对银行的一致性问题。委员会的实施监测规划评估采纳巴塞尔协议 III 的及时性，国内监管的一致性，结果的一致性，包括银行对于风险加权资产的计算。

银行（特别是那些业务模式和国际业务更为复杂的银行）经营失败时处置程序的脆弱性极大增加了全球危机的应对成本。促使当局快速处理经营失败金融机构的处置框架将减少对金融体系的溢出和纳税人对损失的风险暴露。金融稳定理事会（FSB）在 2011 年 11 月发布的《金融机构有效处置机制的核心要素》中提供了指导。FSB 指引的落实尚处于初始阶段。许多国家仍然需要通过立法，确保有效处置全球系统重要性银行和其他国际业务活跃的银行。

监管改革的另一重要领域是金融市场基础设施。危机暴露出场外衍生品交易之后处置的重大弊端，特别是交易信息报告不充分，双边交易对手风险敞口抵押不充分的问题。提高场外衍生品市场标准的承诺主要涵盖三大领域。一是标准化合约的集中清算：将中央对手方（CCP）置于交易方之间的完备的法律和监管框架将降低金融体系之间的关联性；二是量身定做的交易强制报告：未通过 CCP 结算的交易必须向交易库备案，这将增强场外衍生品市场的透明度；三是非集中清算的交易合约。这些合约将被挑选出来，并接受更严格的审慎资本金要求。

2009 年，二十国集团同意在 2012 年年底之前实施中央清算和标准化衍生品工具的电子化交易。少数国家已按期完成任务，主要辖区已经建立了立法框架，并且在落实必要标准方面已经取得进展。市场监管者正在制定具体规则，解决跨境一致性及其应用问题。

关于对影子银行体系实施监管的改革议程也正在推进，影子银行提供的金融服务对受监管银行形成补充。针对银行部门的改革可能促使银行将特定金融业务转移给影子银行部门的银行，通过杠杆化和流动性错配的形式积累系统脆弱性。FSB 为缓解此类风险已经制定了进一步监管的政策建议和指引。具体领域包括货币市场基金、银行对影子银行的风险敞口，以及解决再回购和融券风险的措施。

## 关于银行结构性监管的国别倡议

在国际金融监管改革推进的同时，一些辖区正在落实或酝酿关于银行结构性监管的改革倡议。

各种倡议包括运用不同方式将商业银行业务——吸收存款和在实体经济中的信用中介——从投资银行与生俱来的风险中分割出来（见专栏 5.A）。这些倡议不仅会对全能型银行的业务模式产生影响，也因其与国家金融监管标准之间相互作用而影响全球审慎框架的有效性。

这些方案通过确保商业银行不受其他领域损失的影响来直接保护商业银行。实现此保护的结构性分离自身可通过减少商业银行的复杂性和规模为其提供一种间接的保护。结构性分离也使得商业银行更易于管理、监管和处置，并增加其对于外部股东的透明度。此外，结构性分离可能避免投资银行家过度追逐风险的文化传播至商业银行的日常性业务。由于分离可避免公共部门对于受保护业务（存款担保和中央银行再贷款）的支持变成对商业银行其他业务活动的间接补贴，结构性分离能够降低道德风险。

结构性改革倡议并非没有挑战。界定和执行分离商业银行和投资银行业务的

## 专栏5.A 近期关于银行结构性改革的方案

关于银行业务结构性的改革方案在各国处于不同的实施阶段。这些改革方案包括沃尔克规则(美国),《维克报告》的方案(英国)和《利卡宁报告》(欧盟)<sup>①</sup>。这些改革倡议的共同理由是通过保护商业银行核心职能免受投资银行和有价证券市场活动损失的影响,从而维护金融稳定。然而,这些改革倡议在其问题诊断和解决措施方面各不相同。

若干结构性改革方案的比较

表5.A

	沃尔克： 机构分离	利卡宁： 单独的机构	维克： 业务隔离
允许的业务和结构	将特定投资银行业务从银行控股公司中划分出去	必须由单独的法人实体负责自营和高风险的交易活动	通过零售银行建立防火墙的方式对业务进行结构性隔离
吸收存款的机构			
作为有价证券和衍生品交易的委托人	无	无	无
投资对冲基金和私募股权	无	无	无
从事做市业务	有	无	无
提供承销服务	有 <sup>1</sup>	有	有限制
持有其他金融中介的非交易风险敞口	无限制	无限制	有限制(集团内部)
有银行和交易子公司的控股公司	不允许	允许	允许
地理范围	无限制	无限制	限制了英国被隔离银行向欧洲经济区之外的国家提供服务的能力 <sup>2</sup>

1.针对客户和交易对手需求所进行的承销活动。2.欧洲经济区是指欧盟加上冰岛、列支敦士登和挪威。

沃尔克规则认为,特定的交易业务是非核心业务,因此应该置于金融部门安全网之外。它禁止商业银行从事自营交易,禁止商业银行投资对冲基金和私人股权或对其提供资金支持,即便是在同一业务集团内部。若控股公司拥有商业银行子公司,则其也能拥有交易子公司。

《利卡宁报告》的建议主要是为了解决“大而不能倒”的问题。报告认为投资银行和全牌照银行批发性融资业务的发展是银行体系经营失败的根本原因。它试图通过分割风险来防范危机蔓延和银行集团内部出现交叉补贴问题。报告建议将高风险的交易活动放置在同一控股公司内部某一子公司名下,从而增强银行部门的可处置性。

与沃尔克规则一样,《维克报告》认为核心银行业务就像公共设施——一项重要但收益低的业务,必须保护其不受过高风险的影响。但是,相比而言,报告建议将核心银行业务隔离,将交易和承销业务挪至同一控股公司内部的单独实体。

①法国和德国也提出目标类似的立法草案。

分割线是一项极其困难的任务，由于金融市场日益复杂，情况更是如此。另一挑战是避免融资中介活动出乎意料地从并表监管范畴中转移出去。一个悬而未决的问题是结构性改革倡议之间如何相互影响。尤其关于结构性监管的国别差异是否会使国际业务活跃银行的监管和处置更为复杂？为避免此种结果出现，就必须重视确保公平竞争的国际协调。

国别层面提议的结构性银行改革不同于国际监管，特别是巴塞尔协议 III。前者是对具体业务予以限制，而后者视银行的业务模式和结构为既定因素，制定取决于银行整合集团风险度的资本金和流动性要求。从这一角度看，这两种方案相辅相成。事实上，结构性改革的某些方面——对于被隔离机构杠杆率的限制——将增强巴塞尔协议 III 的内容。

但是，结构性监管会导致单一银行集团内部对于核心银行实体和交易实体将实行不同的资本金和流动性要求。尽管这是有意为之，但它会使银行并表层面的监管更为复杂。因此，结构性监管措施对资本和流动性监管措施之间的替代性是有限的。对于银行结构的限制可能有助于提高单个金融机构的稳定性，但对于整个金融体系的益处并非那么明显。能够有效抵御不确定性和体现风险评估复杂性的缓冲则对于单一机构和整个金融体系都有益处。

## 风险计量的复杂性和审慎规则

政策制定者正致力于改善新的、更为严格的资本标准应用的一致性问题。对于监管框架在实践中如何运作的监测表明不同银行之间风险权重的变化幅度高于预期。观察家认为，这些差异既是系统性的，也是长期存在的。变化幅度表明风险敏感规则与风险模型复杂性之间的相互影响已经造成大量的不一致性，这可能会严重弱化此框架的可信度和有效性。

相关可能的补救措施取决于什么因素导致内部风险计量结果的差异。有些因素是统计风险模型本身所固有的，而其他因素则主要体现风险计量在实践中的运用和落实审慎框架的具体细节。这两类风险均不利于局外人解读风险模型的预测，以及理解银行之间计量结果的差异。相关政策应对，包括审慎框架中风险因素和风险敏感性因素的校准，必须反映这些因素的相对重要性。

### 内部风险模型差异的来源：可观察性与偏见

监管资本的测算主要取决于银行的内部风险模型。但是，这些模型的结果在既定时间的不同银行之间存在差异，而且在银行内部随着时间推移会因为非潜在风险变动等原因而发生变化。导致这些差异的原因可根据其透明度（对局外人而言的可观察性）和扭曲的风险计量在多大程度上危及金融稳定而划分为五大类型。

第一种类型包括何种风险模型用于计量的差异——利率的风险参数。例如，在计算违约概率过程中，一些银行可能会测算借款人在当前宏观经济环境中的还款能力，其他银行则可能评估整个周期借款人的平均还款能力；类似地，交易组合的尾部风险也可以在当前市场状况下或是有压力的市场状况下估算；而发生尾部风险损失的概率可以设置为严格或宽松水平。如不明确提出，上述差异会造成不同银行之间的安全缓冲的计算规模出现伪差异，从而降低其可比性。

第二种类型包括风险模型更为根本性的差异。模型都是基于假设和统计测算

## 专栏5.B 风险估计的统计噪音

风险计量存在预测噪音问题。当计量侧重于有价证券资产组合出现严重亏损或是高评级借款人违约等罕见情况时，预测噪音问题相当严重。此专栏的演练阐释了信贷风险敞口背景下预测噪音的潜在规模。研究表明，在某些情况下，噪音相当于潜在风险的规模，尽管预测噪音无法完全消除，但是可以通过使用更长期的历史数据校准模型的方式来减少预测噪音。

为确保统计噪音是预测风险偏离潜在风险的唯一来源，演练故意设计成程式化。这类似于银行评估类似贷款的资产组合的违约风险时所进行的演练，并不检验银行整个信贷资产组合的风险差异的区间。在缺乏每家银行风险测算所使用数据的进一步假设的情况下，此演练也不能解决不同银行预测值不同的问题。

假设银行在一年的时间内持有含 200 笔贷款的资产组合。银行明白相关贷款是发放给特定的人群、阶级或是有同一特质的借款人，尤其是具有相同的违约概率 (PD)。

如 Vasicek (2002) 所示，每一笔贷款的违约风险来自于两大因素，一是系统性因素，二是特殊性因素。系统性因素的随机差异会影响所有的贷款，且不能通过多样化的方式进行消除；相反，特殊性因素的影响是针对具体贷款，在大资产组合框架下该风险可被多样化。上述两大因素对风险的相对影响力取决于贷款表现与系统性因素之间的相关性：相关性越高，不同贷款的借款人表现越相似。

不存在模型不确定性：假设银行明白潜在的风险模型。但由于模型是在此类贷款的历史表现的基础上进行预测，因此存在统计不确定性。银行通常研究过去几年类似资产组合的违约率，在此基础上，银行预测一年的违约概率 (PD)，并根据巴塞尔框架中关于信用风险内部评级方法对相应风险敞口赋予风险权重。可通过图 5.B 的三组图来阐释演练的结果，其中横轴表示样本规模，即模型对贷款表现予以校准的时间跨度。

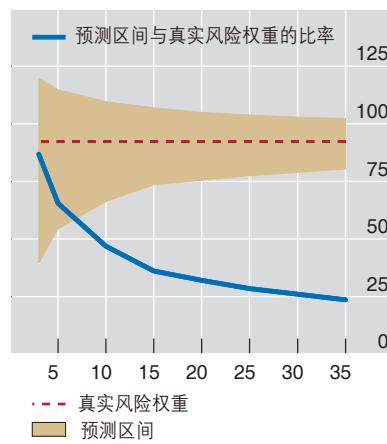
在左图中，阴影部分表明不同样本规模的此类贷款风险权重预测值的区间。标出的预测区间不包括最为

### 预测风险权重的噪音和样本大小<sup>1</sup>

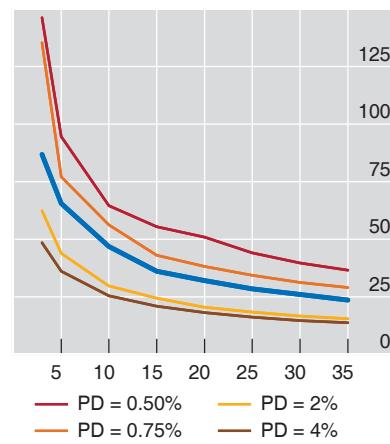
百分比

图5.B

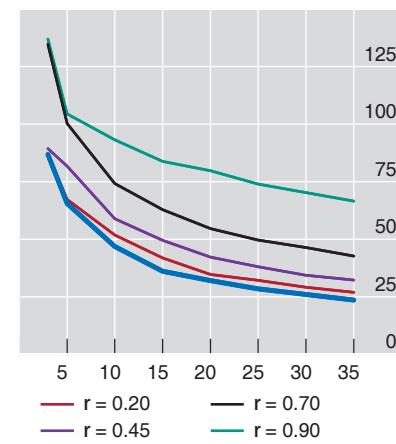
#### 只改变样本规模(年数)<sup>2</sup>



#### 改变不同违约概率的样本规模<sup>3</sup>



#### 改变不同周期持久性的样本规模<sup>4</sup>



1. 风险权重是根据巴塞尔框架下针对既定违约概率 (PD) 信贷风险内部评级法计算的。2. 根据周期持久性进行预测  $r$  (根据系统性风险因素同比序列相关度测算) = 0, PD = 1%。3.  $r = 0$ 。4. PD = 1%。

资料来源：国际清算银行的计算。

严重的风险权重预测值（前 5%）和最温和的风险权重预测值（后 5%）。虚线描绘了违约概率为 1% 的借款人和 200 笔贷款的潜在风险权重。蓝线反映预测噪音相对于真实风险的规模，通过预测风险权重占真实风险权重的比例加以计算，以百分比方式表示。

随着校准期间延长（例如，样本规模扩大），预测精确度也随之提高。对于最短的取样区间，左组图中风险权重预测值的区间宽度是违约概率 1% 的 92% 真实风险权重的五分之四。延长样本区间至 15 年将会极大提高预测的精确度，但扩大样本规模所带来的好处就较小。剩下的两组图显示了针对不同特质人群 200 笔贷款进行类似演练的噪音曲线。

中间图显示只是人群违约概率（PD）不同的 200 笔贷款的相对噪音指标。对于既定的样本规模，预测的区间（以及统计噪音）将随着贷款的风险度下降而上升。这是由于高质量的贷款从历史表现上看包含更多的无违约的时间段——因此这些时间段提供的信息量有限。例如，对于 20 年历史数据，1%PD 的贷款噪音（与右组图的贷款风险度相匹配，如蓝线所示）大约为这些贷款风险权重真实价值的三分之一。对于 PD 较低、约为 0.5% 的人群的贷款组合而言（图中最上方的曲线），噪音将提高至风险权重的 50%。随着预测样本规模扩大，由于 PD 变化所产生的噪音差异将缩小（递减的方式）。

右组图表明从周期性存在不同程度的人群提取贷款的效果，即 r 定义为系统性因素的同比系列相关度（如左组图所示， $PD=1\%$ ）。如果历史样本并非完全随机，而是受近期周期性因素的明显影响，历史样本将会低估繁荣时期的风险，高估危机时期的风险：这将增加相对潜在风险而言的预测噪音。针对既定的样本规模，预测噪音会随着相关性的增强而提高。如其他图所示，随着样本规模的扩大，噪音的水平将随之下降，但是递减的方式。如果基于 20 年的历史进行预测，最长期存在周期 ( $r=0.90$ ) 的噪音几乎是缺乏周期性影响（蓝线）的噪音水平的三倍。这意味着最小样本规模应该比信用违约周期的期间长得多。

① Vasicek，《贷款组合价值》，载《风险》，第 160–62 页，2002 年 12 月第 15 期。

而对实际情况的程序性描述。尽管一些模型可能比其他模型差，但没有任何一个模型是明明白白地优于其他模型。基于不同假设的模型即便运用于同样的数据，也能产生不同的风险评估。但这并不意味着其结果无效。恰恰相反，现有证据完全支持的两个模型能产生两种不同的风险评估结果，而此差异仅仅是反映了观点的多样性。

由于缺乏风险的单一客观标准，此种差异性是合理的：市场参与者就风险形成独立判断的能力，以及基于此判断进行经营决策的能力正是市场流动性和系统性抗风险能力的关键来源。从金融稳定的角度看，由于市场为平衡牛市和熊市观点提供一项机制，将单一观点强加给风险将适得其反。

第三种类型是预测噪音。即便对于结构类似的模型，预测风险模型数据的统计噪音也会产生不同的结果。取决于潜在风险特征和用于预测模型的样本大小，预测区间的范围能够与测算的潜在风险相匹配。因预测噪音而产生的差异是不可避免的。尽管可通过扩大历史数据样本的方式降低噪音，噪音并不能被完全消除（见专栏 5.B），这意味着审慎框架能够解释差异的来源。幸运的是，从系统稳定性的角度看，统计预测的噪音实质上是无偏见的：银行之间的差异和时间跨度上的差异会消失，因此也缓解了对系统性行为的影响。

第四种类型的差异来自于银行家的激励，这通常支持关于风险和低监管资本的乐观观点。由于风险管理机构的观点会让步于前台的观点，企业家冒险行为的

自然倾向会在模型校准中注入乐观的偏好。更为重要的是，银行希望节约其融资成本。尽管理论上，债权和股权的组合不会影响融资的成本，实践中一些扭曲问题导致债权更为便宜。债务成本的税收减免和安全网存在所带来的融资便利是典型例子。此外，银行有明确的激励机制节约监管成本。对于任何既定水平的银行资本而言，监管资本金要求越低，监管判断制约业务决策的可能性越小。并且，高于监管最低要求的资本金水平能够给银行带来安全和稳健的形象。

由于银行战略选择所造成的差异是不受人欢迎的，因为这损害了监管努力。预测噪音等纯统计因素的效果差异会随着银行不同而消除，但模型中管理干预的效果与之不同，它会通过低估潜在损失而导致风险评估结果向下倾斜。按理说，这些因素至少部分解释了全行业风险加权资产占总资产的比重下降（图 5.2）。

最后，模型结果的差异也反映监管者在制定具体模型属性时的干预范畴。例如，由监管者决定的用于预测市场风险的乘数可以是模型结果的 3 ~ 3.5 倍，也不总是对外披露。类似地，银行风险测算和管理过程的脆弱性或是当地经济环境的特性会导致监管者对于模型结果进行补偿性调整。与其他模型定义差异一样，不透明的监管干预会使分析人士在进行跨行和跨时间模型比较时倍感沮丧。

上述讨论表明，理论上，如果每类差异来源可以识别，就可以根据其对金融危机的影响区分对待。但是，要检测风险指标中的偏见在实践中是非常困难的。对未来风险的实时预测总是有很强的判断因素，基于模型的历史记录，模型的核实总有限度。尽管监管者要求银行为内部和监管要求使用同样的模型以限制误读的范围，但这不能完全解决激励机制的问题。鉴于缺乏客观的基准，同行比较的帮助较为有限：市场参与者在繁荣时期倾向于对未来形成类似的乐观观点，只有泡沫破灭时期才会集体感到失望。

### 审慎框架的风险敏感性

风险计量的困难引发了审慎框架过于强调内部风险计量的问题。许多评论人士认为，最低审慎要求应拥有不易操纵的基础，即监管资本占总资产的简单比例（杠杆率），而不是用监管资本占风险加权资产的比例。事实上，简单和透明是杠杆率的重要优势。但是问题取决于其捕捉银行清偿风险的能力，及其与激励机制之间的相互作用。

如果审慎框架的目的是确保银行最低清偿水平，则风险捕捉是个关键的考虑因素。在理想世界中，风险可以客观而准确地计量，最低资本要求将随着银行风险状况的不同而不同。在风险无法计量的假设世界中，审慎要求将基于杠杆率等清偿力的风险非敏感矩阵。真实世界则介于上述两种极端状况之间。

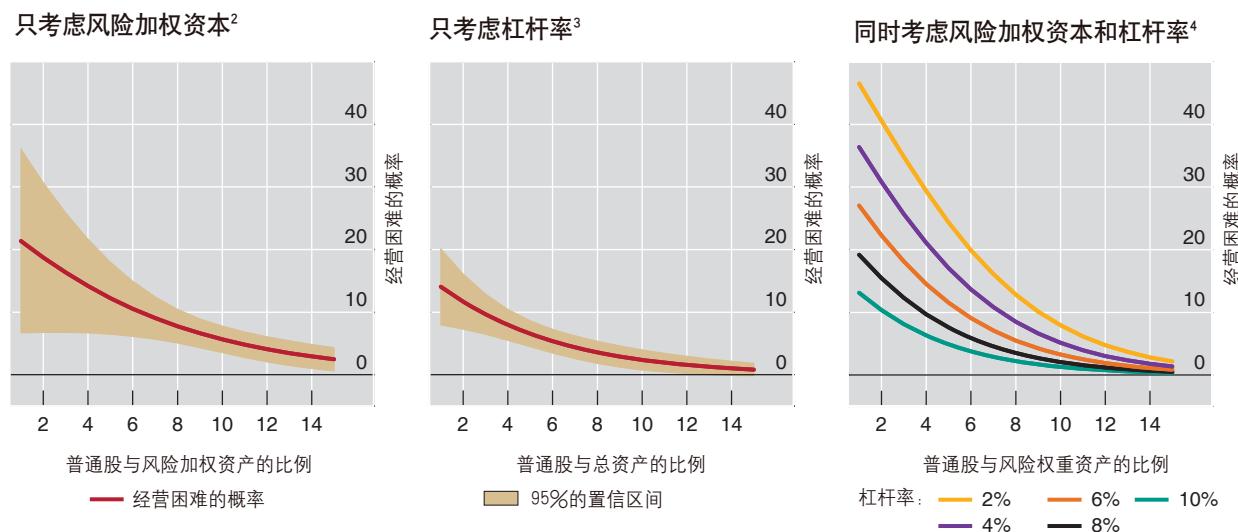
根据风险加权和非加权资产计算的普通股可以作为相应监管指标的替代，能提前提示银行的脆弱性（图 5.3）。普通股占风险加权资产的比例（CE/RWA）较低通常意味着扣除任何外部的援助，该银行的运作对应的信用评级相当于经营困难或在一年内违约（左图）。CE/RWA 从 8% 降至 6% 将使经营困难的概率将从低于 8% 上升至 11%，比例进一步降至 4% 将会使经营困难的概率上升至 14%。由于信用评级机构关于经营失败和资本比率的评估不同于监管机构的定义，因此，这些数字只能用于阐释。

杠杆率替代物——普通股占总资产（非加权资产）的比率（CE/TA）——与银行经营失败的可能性之间的联系也显示了类似的格局（图 5.3，中图）。CE/TA 比例从 4% 降至 2%（杠杆率上升）将会使经营失败的概率从 8% 上升至 12%。

## 银行出现经营困境风险的信号

预计一年内经营困难的概率，百分比<sup>1</sup>

图5.3



1. 预测是根据单家银行评级低于D的指标对每组图中的变量滞后一年的变量，以及2007年之后显示观测点的虚拟变量进行回归。样本由2000–12年66家国际活跃银行不均衡的年度观测值构成。纵轴测算不同解释变量经营困难的概率。所谓经营困难是指一家银行在排除任何外部援助的情况下得到相当于经营困难或违约信用评级的可能性。2. 风险加权资本是普通股占风险加权资产的比重。3. 杠杆率是普通股占总资产的比率。4. 既定风险权重资本（横轴）和五种不同杠杆率下经营困难的概率。

资料来源：Bankscope；惠誉评级和国际清算银行的计算。

此外，基于替代杠杆率所做的预测比基于风险权重指标所做的测算更为准确，这一点从置信区间缩小可以得到证明。

重要的是，有迹象表明这两个比例似乎相辅相成，如图5.3所示，同时使用两个指标将能增强风险捕捉能力。特别是，如果两个指标的数值都很低的话，相对于单独考虑其中一个指标，且该指标数值低的情况而言，银行未来经营困难的可能性更大。例如，普通股占风险加权资产的6%和普通股占总资产的4%的银行之中，有14%的银行在一年时间内发生经营困难。此概率比单一资本比例所体现的概率高得多。如果银行普通股占风险加权资产的比例为4%，而普通股占总资产的比例为2%，则一年时间内发生经营困难的概率将跃升至30%。

每一比率与银行激励机制和市场纪律的相互作用各不相同。在风险可以客观而准确计量的理想世界中，基于清偿力风险权重矩阵的审慎规则能有效地处理银行激励机制问题。在理想世界中，计量依赖于判断，且要面对预测噪音和模型错误等问题。复杂性将会产生不确定性，并通过为监管套利和乐观的风险评估创造更多空间而扭曲最终结果。反过来，这强调了监管机构在核实模型过程中检测此种偏见的能力，也增强了使用风险非敏感矩阵的理由。

尽管如此，杠杆率不能解决激励机制问题，因为它只是将不同的风险头寸汇总在一起。对于既定比例而言，希望最小化监管资本的银行可以简单重新调整其资产组合，增加高风险活动，或是收缩其资产负债表而不一定减少其潜在损失。

为确保所有银行的最低清偿力水平，风险非敏感规则必须要求所有银行提高资本金。换句话说，杠杆率的简化增强了审慎规则应用的可比性，但代价是无法向市场提供银行潜在风险的信息。在此情况下，简化弱化了市场纪律。

### 风险计量不确定性的政策应对

面对风险模型结果差异所带来的挑战，相关应对政策必须是多管齐下。总体目标是通过提供充分而可信的银行清偿力标准来增强金融稳定。为实现此目标，政策应对需要在若干具体，但有所冲突的目标之间取得均衡：在保留单个机构观点的合法多样化的同时，提高银行风险计量的质量；缩小监管套利的范围；通过增强外部利益相关者比较银行业绩的能力来增强市场纪律。

多方位政策应对的首要内容是增强审慎框架的风险敏感度。有点矛盾的是，将杠杆率作为审慎框架的额外内容有助于增强其风险捕捉能力。如前所述，利用两个比率的互补性是解决风险计量在实践和理论上缺陷的有效应对措施。由于很难操纵其中一个指标而不影响另一指标，特别是反向情况下，这一事实也支持建立将两个指标结合使用的框架。例如，资产组合风险上移可能不会影响杠杆率，但它会增加风险加权资产。相反，对于危机之前担保债务凭证风险等高评级但风险低估资产的投资，因其涵盖衍生品风险敞口而增加了杠杆率的分母。

第二个层面的政策应对是通过更为严格的模型审批来增强银行内部风险计量的可靠性。更严格的要求能够缓解统计因素造成的某些差异问题。一个明显的例子就是模型预测所必需的最低时间可能屈居于样本是否涵盖整个信贷周期。当模型应用于监管机构提供的固定资产组合时，其他标准能够解决数据质量与表现问题。更为严格的审批标准也能够增强外部人对于模型预测的信心。

第三个层面的政策应对是通过增强外部人对于风险权重计算的理解来增强市场纪律。这么做要求提高关于内部模型特征的透明度。加大银行关于内部模型结构和表现的信息披露的可比性有助于分析人士和外部利益相关者评估银行的相对实力。提供更多银行使用风险计量技术的具体信息（包括模型校准）有助于改善相关的可比性。更为重要的是，提高信息标准化将允许外部人更好地比较模型的表现。相关信息可以包括历史表现的具体结果（将模型评估与最终的资产组合表现进行比较），以及运用于监管机构提供的标准化资产组合模型的评估。监管机构提高附加项和乘数运用于单个银行结果的透明度也能取得同样效果。

## 总结

确保不断变化金融体系的稳定性需要不断调整审慎框架。为应对金融危机，当局已经收紧了审慎规则，银行正致力于满足更高的清偿力标准。这些努力的综合效果会增强银行抵御风险的能力。银行需要重建能够增强其实力和创造稳定收益的业务。通过损失认定和重建资本金来修复资产负债表是未来成功的关键。

针对复杂性问题的政策措施对于银行总体经营状况也非常重要。简化银行组织结构的规则可以减少公司层面的复杂性，但这些规则对于系统性风险的影响是模糊的。如果各国采纳不同方案，导致对全球银行的监管要求发生冲突，则情况更是如此。

增强银行应对风险能力的审慎标准是维护金融稳定最为可靠的防线。与潜在

风险相关的计提充足资本金和流动性缓冲的监管规则是这些标准的核心内容。这些规则需要通过改善金融体系透明度和可比性的方式来解决风险计量的复杂性问题。实现此目标的关键一步是利用清偿力风险敏感和非敏感指标相互增强的内在属性。应对不确定性和反应风险评估复杂性的缓冲器将增强单个银行和整个金融体系抵御风险的能力。

# 第六章 货币政策何去何从

货币政策继续保持极度宽松。各国央行将政策利率保持在超低水平，并且进一步扩充资产负债表。尽管这些措施有效地化解了危机及其后续影响，但对于其边际效用递减以及负面效应的担忧也不断增加。央行在评估政策进一步宽松的必要性、研究宽松政策的最终退出方案以及重新审视货币政策框架时都面临严峻考验。

本章首先回顾在货币政策激进主义浪潮席卷下近期央行的主要举措，分析短期的政策挑战。随后，将视角转向现有政策的退出问题，并讨论危机时期货币政策实践在长期看来的政策含义。本章的结论是，灵活平稳的退出机制以及对危机前货币政策框架的适当调整将是央行的优先要务。

## 货币政策及危机

过去五年各国央行的货币政策操作体现了相互关联的两大趋势。首先，所有国家的政策利率均不同程度下调，并且保持低位（图 6.1）。从 2009 年初至今，主要发达国家央行大多将利率一路调低至其利率走廊的下界附近。美联储通过执行前瞻性指引，将货币政策取向与目标失业率及通胀率挂钩，延续了其低利率政策。欧央行自 2009 年年初起保持低利率，尽管在 2011 年两度提高利率，但随后又下调至了更低水平。从实际利率看，主要发达国家的政策利率自 20 世纪 70 年代以来从未如此长时间地稳定在负区间。

在其他发达及新兴市场经济体，政策利率也保持下行态势（图 6.1）。尽管名义利率总体控制在下界以上，实际利率则同样处于超低水平，尽管这些国家较主要发达国家有着更强劲的宏观经济、更繁荣的资产及信贷市场。

货币政策的第二大趋势是央行资产负债表的大规模扩张，包括绝对值及占 GDP 的比率（图 6.2）。自 2007 年末，全球央行资产总额翻番至约 20 万亿美元，占全球 GDP 比重超过 30%。在亚洲新兴经济体，2007 年末以来，央行资产占 GDP 比重始终保持在 50% 以上，尽管同期 GDP 也在迅速增长。在瑞士，瑞士国民银行为守住瑞士法郎对欧元的汇率下限而大幅增加外汇储备（2012 年末约为 4700 亿美元），导致央行资产占 GDP 比重达 85% 之高。

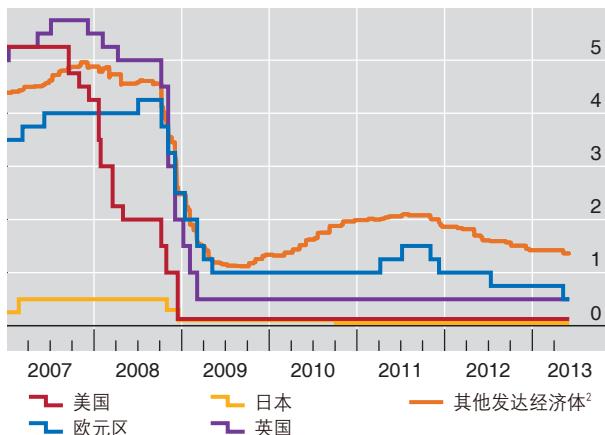
受 2007 年以来非常规货币政策实施的影响，主要发达国家央行资产负债表规模扩充的同时，资产的期限也大幅延长（图 6.3）。危机爆发初期，央行通过向金融机构提供隔夜及定期融资，缓和了货币市场的紧张情绪。随后，美联储、日本银行及英格兰银行启动了大规模购债计划，通过购买私人及公共部门的长期债券，以期达到降低长期利率的目的。

政策利率<sup>1</sup>

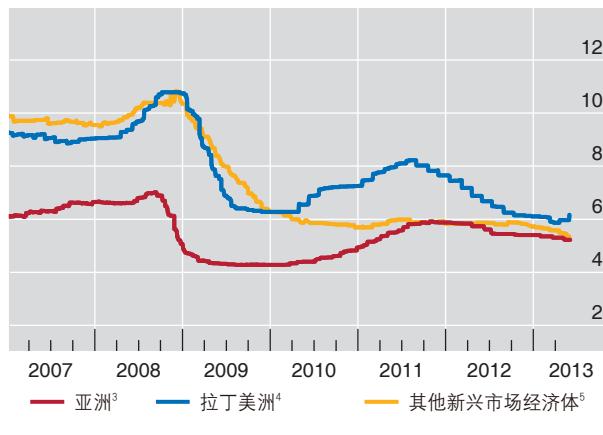
百分比

图6.1

发达经济体



新兴市场经济体



1. 政策利率或最接近的替代指标：使用目标区间的，为该区间的中值。根据各国2005年GDP及购买力平价（PPP）汇率加权平均汇总。2. 澳大利亚、加拿大、丹麦、新西兰、挪威、瑞典和瑞士。3. 中国、中国台湾、中国香港、印度、印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。4. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。5. 其他新兴市场经济体（EMEs）：捷克、匈牙利、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其。

资料来源：彭博资讯、Datastream、各国数据。

欧央行致力于修复欧元区货币政策的传导路径。基于此，其实施了长期再融资操作（LTROs）以及针对私人及政府债券流动性较差市场的资产购买计划。在此背景下，欧元系统的买断式债券持有量比其他三大央行小，但再融资操作的久期被延长。

目前，全球四大央行推行了不同的资产负债表扩充策略来应对各异的经济金融困境。美联储实施开放式的资产购买计划，按月购买抵押贷款支持证券及国库券，额度为850亿美元。这一政策，加之对基准利率的前瞻性指引，推动美国收益率曲线触及历史低位，较好地提振了总需求。近日，美联储表示资产购买计划的实施节奏及期限将取决于就业市场的表现以及通胀状况。

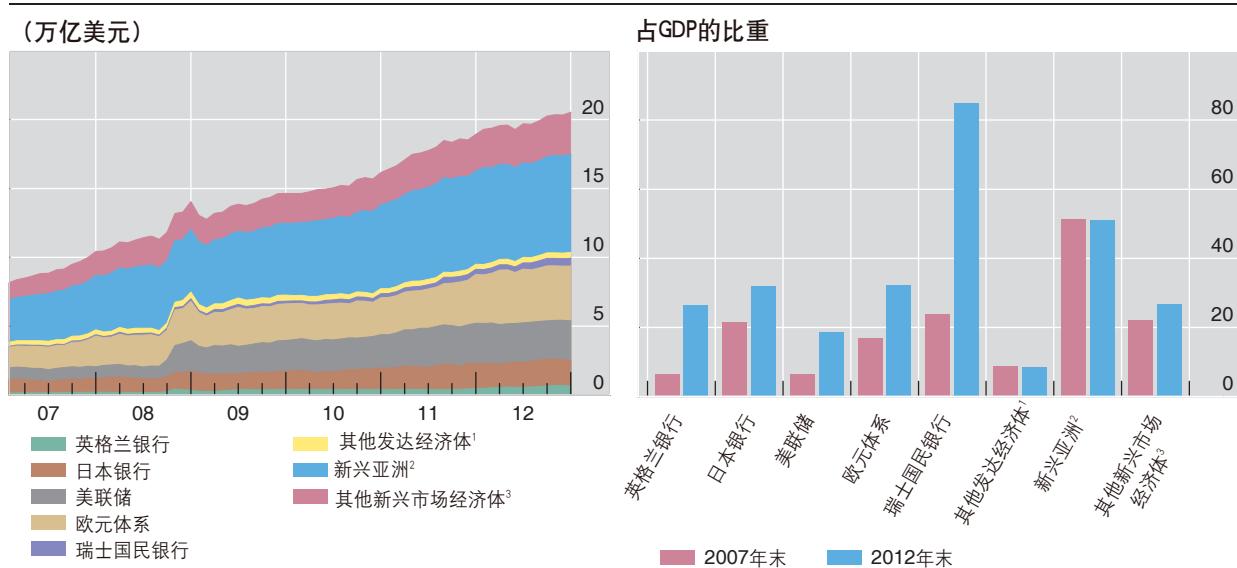
英格兰银行的融资用于贷款计划（FLS）旨在增强银行信贷对实体经济的支持力度。该计划包括对金融机构的融资成本进行补贴。今年早些时候，英格兰银行延长了FLS实施期限，一方面显示其在刺激贷款发放上取得了初步成效，另一方面表明货币政策传导机制逐步得到修复。展期的FLS将着力于鼓励银行增加对中小企业的信贷供给。

欧央行的二级市场直接货币交易（OMTs）旨在化解欧元区的解体风险，通过为主权债务市场提供流动性支持，确保欧元区单一货币政策传导的有效性。OMT以执行欧洲金融稳定基金及欧洲稳定机制（EFSF/ESM）项下的宏观经济调整计划为启动前提，尽管至今尚未真正启用，但其出台较好地缓解了欧债危机的尾部风险（见第二章）。

日本银行启动了量化及质化宽松货币政策，旨在使其基础货币、政府债券以及交易所交易基金的持有规模翻番，并且将政府债券的平均持有期限延长2倍以上。这一计划是日本政府及央行抗紧缩促增长的一揽子政策之一，其中包括将日本银行的目标年化通胀率由原先的1%提高至2%，以及将货币市场操作的主要目

央行总资产

图6.2



1. 澳大利亚、加拿大、丹麦、新西兰、挪威和瑞典。2. 中国、中国台湾、中国香港、印度、印尼、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。3. 阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、捷克、匈牙利、墨西哥、秘鲁、波兰、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其。

资料来源：IMF《国际金融统计》；Datastream；各国数据。

标由原先的无抵押拆借利率转向基础货币。截至报告发布时，市场分析及问卷调查均显示，日本国内的通胀预期已有上升迹象，但目前评估上述计划的长期影响仍为时过早。

除主要发达经济体之外，其他国家央行资产的增加则主要源于外汇储备的大规模积累。危机后，多数亚洲新兴经济体货币升值压力凸显。这些国家的外储规模增长速度虽在近几年渐缓，但总量不断膨胀，到2012年末已超过5万亿美元，占全球外储总量的一半之多（表2.1）；其所持外储已超越传统的储备充足率水平。

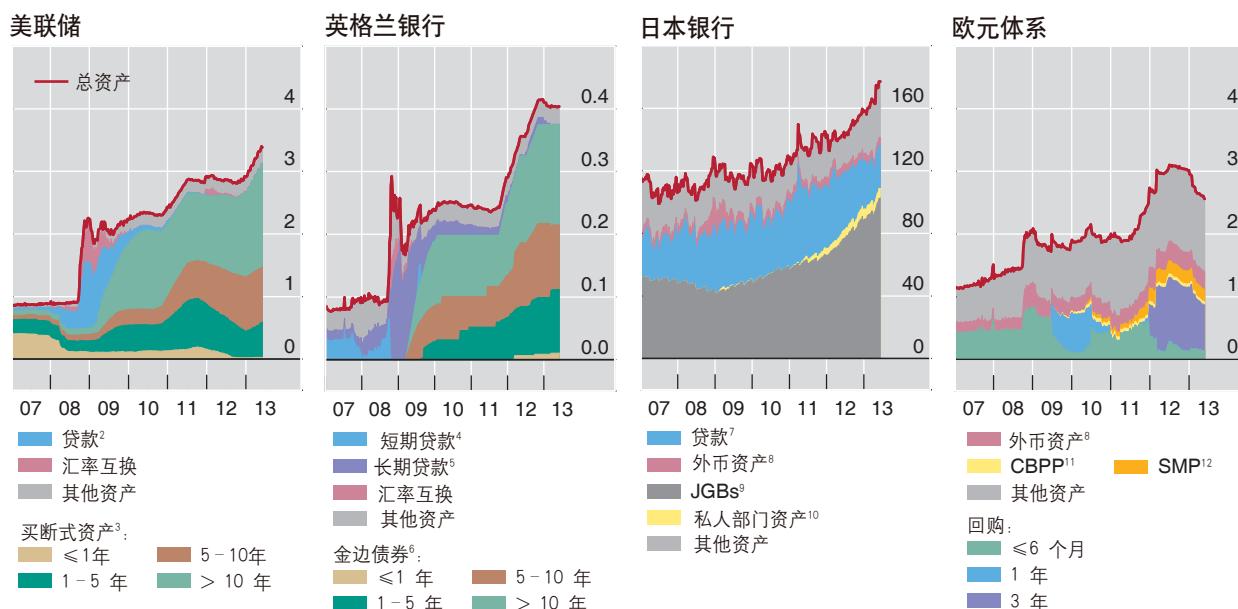
总体上看，危机后央行采取的行动有效发挥了维护稳定的作用，先是消除了金融市场崩溃的尾部风险，继而又促进了实体经济的复苏。然而，美国、欧元区及英国经济依然较危机前明显低迷（图6.4）；失业率仍居高不下，尤其是与之前的几轮周期性复苏相比。这一状况解释了为什么央行在近几年要进一步采取措施，以及为什么会出现一些更激进的做法，如将货币政策与名义GDP挂钩以及财政赤字货币化。

尽管在控制危机上取得了成功，但出于多种原因，货币政策已无法满足最初的预期。将先前的GDP走势作为政策的参考基准显然不太合适。至少对于一些金融危机的风暴中心国是如此，因为这些国家的GDP被认为存在高估的可能性。金融危机揭示了资源的结构性错配问题；尽管这些失衡在随后的几次风暴以及相伴随的资产负债表去杠杆化过程中才完全显露出来（第三章）。此外，有充足的证据表明，危机后潜在产出存在下行风险。在这些情况的综合影响下，货币政策有效性较正常时期弱化。且私人部门的去杠杆化操作以及受损的金融业阻碍了货币政策向实体经济的传导。因此，为促进可持续性增长，有必要采取适当的修复及改革措施。

## 央行资产负债表规模及构成<sup>1</sup>

万亿各种货币单位

图6.3



1. 英格兰银行和美联储：按剩余期限分类；欧元体系：回购操作按债券原始期限分类。2. 回购余额、定期拍卖工具、其他贷款及商业票据融资便利LLC的净投资组合持有。3. 美国国库券、抵押贷款支持证券及机构债：面值。4. 一周、存续期内的其他期限、微调式回购。5. 长期回购操作。6. 资产购买计划项下的持有。7. 重售协议项下的应收款及贷款（扣除向存款保险公司发放的部分）。8. 包括美元流动性拍卖。9. 日本政府债券。10. 商业票据、公司债券、交易所交易基金、上市的房地产投资信托证券。11. 担保债券购买计划（CBPP）1和CBPP2项下的担保债券持有。12. 证券市场购买计划（SMP）项下的证券持有。

资料来源：Datastream；各国数据。

在担心货币政策传导机制不畅的同时，也有人指出央行政策的边际效用递减。毕竟，利率水平及风险利差不可能无限压制，长期收益率的期限溢价已经显著低于零。此外，市场分割的状况已经较危机最严重时期有所缓和，通过“资产组合”渠道传导的大规模资产购买计划的效用可能逐步弱化。

不但政策有效性降低，宽松货币政策还会产生诸多负面效应，这在去年的报告中已有所提及<sup>1</sup>。长期的低利率政策可能鼓励激进的冒险行为，加剧金融失衡，扭曲金融市场定价机制。此外，宽松的政策环境削弱了资产负债表修复及相关改革的内在动力；并且向那些面临长期财政可持续问题的财政部门以及在损失认定、资本补充方面尚不到位而信贷过度扩张的金融机构传递了错误的信号。

另一负面影响来自全球货币政策的相互溢出效应。主要发达国家持续的低利率加大了部分发展较快的新兴市场经济体以及小型发达经济体的货币升值压力；加剧了其资本流动的不稳定性<sup>2</sup>。

1. 详见BIS第82期年报（2012年6月）第四章，对长期货币宽松副作用的详细阐述。

2. 关于全球溢出效应的更多分析可参见卡鲁阿纳《全球货币政策的相互关联：挑战及前景》，发表于CEMLA—SEACEN会议“央行在宏观经济及金融稳定中的作用：在一个不确定及变动大的世界中”，乌拉圭，2012年11月16日。

## 实际GDP<sup>1</sup>

季度数据、10亿各种货币单位

图6.4



1. 经季度调整，对数。2. 第一季度。

资料来源：各国数据；国际清算银行的计算。

## 退出战略

未来几年，非常规宽松政策的退出将给央行带来严峻挑战，需要平衡好在各项条件尚不成熟的条件下提前退出以及延缓退出的风险。前者较好理解，而后者不可由于风险尚未暴露而过于轻视。此外，央行须尽力确保退出过程的平衡。

主要发达国家政策退出的时间及节奏取决于各自的情况。今年早些时候经济复苏的一些利好信号使得市场预期政策退出可能提前，尽管不是即刻。从四个主要经济体的远期曲线看，市场预期政策利率将在现有低位上至少延续一年，而后逐步回调，但总体将不同于以往的走势（图 6.5）。当然，随着实际情况的变化以及各方对于央行政策有效性的认知逐步到位，市场的预期会进一步调整。

近几年，央行的行动力不断增强，有利于灵活地安排政策退出。之前有担忧指出，央行在大规模资产购买计划结束前不宜提高政策利率，但从纯技术角度看，这不会成为一个问题。因为央行目前拥有包括央行存款便利、对超额准备金支付利息及定期回购等在一揽子政策工具，可以使其缓冲资产负债表操作引起的政策利率变动。

央行的沟通战略在当前情况下也显得异常重要。近几年部分央行强化了其前瞻性指引，引导私人部门预期沿着政策目标发展。

一个测算退出风险的参考事件是 20 世纪 90 年代美国政策利率的正常化。1994 年前期，在保持了相当长一段时间的超低水平后，美联储宣布上调政策利率，这一举动造成了美国甚至全球收益率曲线的迅速上升<sup>3</sup>。

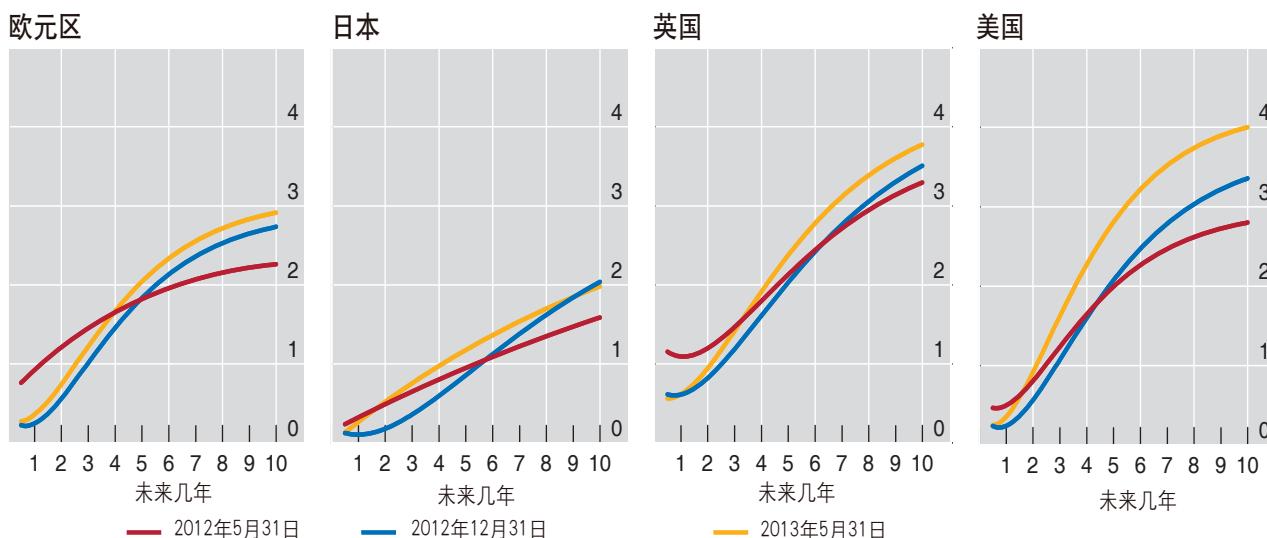
但 1994 年以来，情况已大幅转变。一方面，央行政策意图的透明度增加，在管理预期上也积累了较丰富的经验。另一方面，整体环境日益复杂。现在的政策退出既包括上调利率，也包括结束与资产负债表相关的操作。

3. 详见 BIS 第 66 期年报（1996 年 6 月）第五章。

## 远期曲线<sup>1</sup>

百分比

图6.5



1. 从Libor/互换曲线生成的即期名义远期利率。

资料来源：Datastream；国际清算银行的计算。

此外，当前的政策退出正处于高负债的背景下，这些债务的发行利率很多创下了历史最低水平。人们普遍担忧，一旦货币政策转向，市场会有何种反应，尤其对于那些央行发挥了很大作用的市场而言。目前，央行在一些情况下实际上扮演了长期债券最终购买者的角色；另一些情况下，央行或提供流动性支持，或成为了银行间市场的核心中介。这一情况可能使市场在央行仅传递出退出信号的时候便陷入动荡。而随着相关风险进一步累积，试图避免市场混乱而推迟退出的危害也会与日俱增。

复杂多变的环境对于利率风险承受能力较强的金融机构相对有利。近年来的金融市场创新增强了投资者的利率风险抵御能力；资产负债表的压力测试对于防范收益率曲线的突然上升也有积极作用。然而，若利率上升过于突然，投资者的风险防控能力依然会显得不足。此外，由于利率风险不可能完全对冲，交易对手风险也会因此产生。而由于银行部门持有大额长期固定收益资产，利率的大幅回调可能会对整个金融体系产生影响。

主要发达国家央行政策退出的先后顺序还会对小型发达经济体及新兴市场经济体产生溢出效应。只要各国的退出有序、稳妥地进行，并且各国经济复苏基础牢固，全球经济沿着平衡、可持续方向发展，退出对于全球而言将是有益的。然而，利率水平的过度回调可能引发剧烈的资本流动及汇率波动，进而对全球宏观经济及金融稳定构成威胁。这也表明那些较容易受到冲击的国家有必要提高银行业的资本缓冲水平、消除金融失衡、增强政策框架应对波动的能力。

央行考虑政策退出时还面临各类政治压力。历史经验表明，货币政策决策在独立于短期政治考量时是最佳的，即央行操作的自主性非常重要，尤其是在当前的极端情况下。为取得平衡，政治压力可能会令退出更加艰难，延缓央行的退出

决定。

这有多种原因。首先，毫无疑问，负债部门（如住户、非金融企业、尤其是政府）不希望利率上升。由于利率长期保持在超低水平导致负债规模居高不下，加之目前特殊的借贷安排，可能使负债部门的反应异常强烈；尤其在其预期及行为模式均已适应当前非常规环境的情况下。很容易想象正考虑政策退出的央行与寻求维持低负债成本的债务人间的紧张关系。

其次，央行的财务状况暴露在风险之中，使得外界担忧其可能动用公共资金，进而影响了政府收入，甚至削弱了央行的独立性。因此，公众对于央行损失的容忍度可能很低。

最后，还须考虑声誉问题。例如，在央行对存款准备金支付利息的国家，除非退出伴随准备金利率上调，否则资金向央行的大规模转移可能会吸引公众的注意，甚至引发政治纠纷，尤其是在实施财政整顿的情况下。

综上，细致的前期准备、提前的政策沟通以及反通胀的决心对于央行而言至关重要，在退出问题上需保有灵活性以及必要的政策手段，以避免市场过度反应。

## 未来之路

尽管央行短期内以及最终政策退出所面临的压力已逐步减小，但仍要密切关注未来的走向。央行的货币政策框架应从危机中吸取教训，这些教训有些关乎政策工具及市场操作，有些关乎政策框架的战略安排。

为应对危机尤其是某些极端情况，央行扩充了政策工具范畴，改变了市场操作手法。这些转变是否会纳入新的政策框架而被永久保留？

有些问题具有技术性，但能给市场带来显著影响。一个例子是对存款准备金支付利息。危机后美联储开始对存款准备金支付利息，预计这一做法将延续，因为其有助于增强央行对短期利率的调控能力。第二个例子是可接受抵押物的范围。危机期间，央行可接受的抵押物范围大幅扩充，之后也不太可能再收窄。央行在选择抵押物时应考虑多重因素，包括高质量抵押物的可得性、监管改革影响以及正常和危机时期“最后贷款人”角色的合理扮演。第三个例子是短期利率目标的选择，即是以抵押利率还是非抵押利率作为政策目标。这一选择同危机前一样，取决于各国的具体情况。

一个更普遍的问题是，央行是否应继续实施仅影响短期利率的公开市场操作。若是，则意味着央行放弃了通过大规模资产购买或特殊的借贷安排更广泛地去影响市场环境；也意味着短期政策利率及其预期将再次发挥货币政策传导中介的作用。

尽管增加政策工具选项具有吸引力，但回归到较小范围也有其优势。首先，央行对于短期利率有直接调控能力；对于其他资产价格，如对长期政府债收益率的影响则需建立在政府部门资产负债表修复完成的基础上，且与其他负债部门的操作也有关系。其次，央行的资产负债表操作容易混淆货币与财政政策，且这些操作还会使央行的财务状况面临风险。所有这些问题都引发了各界对于货币当局与政府协调以及货币当局操作自主性的担忧。因此，央行的非常规工具最好在极端情况下才被考虑运用。

关于货币政策的战略安排，旧有政策框架的核心部分并没有因危机而受到质疑，如对于金融稳定的维护以及决策的独立性。过去几十年里，这些因素在发达

以及新兴市场经济体都为维护稳定的低通胀水平发挥了重要作用，被证明有助于引导通胀预期。

然而，危机前的货币政策框架未能确保持续的经济金融稳定。在低通胀背景下，金融失衡在大萧条以来的几次大危机中充分暴露。这表明在货币政策操作中，有必要更系统地将金融稳定纳入考虑，尤其是在长期的金融繁荣之后可能带来金融萧条的情况下。

监管改革无疑会在化解这些风险上发挥重要作用，但还不够。目前监管领域改革已取得了显著进展（见第四章），尤其是在宏观审慎框架及工具上。这些改革有望增强金融体系的抗风险能力，以更好地应对金融萧条，但其抑制金融膨胀的有效性尚不确定。此外，监管改革尚未完全到位，如金融体系的某些部门难以监管；又如随着时间推移，某些监管措施的有效性会因监管套利而受到削弱。有鉴于此，货币政策应作为监管的有益补充，因为政策利率毕竟象征一国货币的价格，无法轻易回避。

将金融稳定纳入货币政策框架面临分析方面的挑战。危机前的宏观经济模型忽视了金融发展周期，也未赋予金融部门任何有意义的职能。同时，央行的货币政策决策鲜有参考金融稳定的相关分析。危机爆发后，央行致力于修复这些弊端。已在模型设计上取得了进展，并已探讨调整可选政策工具的范围以及将对金融稳定的看法融入货币政策决策的途径。例如，挪威央行近期改进了其基准利率模型，考虑了利率长期处于低位可能引发市场扭曲的风险。当然，在这一问题上各国央行还有很长的路要走。

上述分析均表明央行有必要采取较以往更为对称的策略来应对金融繁荣及萧条。过去 10–15 年，央行在维护金融稳定上往往采取了非对称策略。例如发达国家往往在危机时期（如 LTCM 危机、互联网泡沫破裂以及近期的次贷和主权债务危机）大幅下调政策利率，随后才缓慢、逐步地上调。这一情况有时被称为“金融支配”<sup>4</sup>。

一个较对称的做法是，在繁荣时期强化政策紧缩力度，同时在步入萧条时适当减小宽松政策的强度，并缩短政策实施时间，这样有利于避免金融失衡的积聚。实践中，还应关注影响金融稳定的相关问题，并且在构筑政策框架时充分考虑金融失衡往往在较长时间后才会显露，有时甚至超过一个行业周期。

过去 10–15 年央行的做法遵循了简单泰勒规则，将政策利率机械地与通胀及产出缺口挂钩。数据分析显示相比泰勒基准利率，21 世纪初以来的大部分时间，发达国家的货币政策总体过于宽松（图 6.6 左图）。当然，在计算泰勒基准时有一些变量存在不确定性，尤其是利率的长期均衡水平无从得知。且基准没有考虑货币政策前瞻性指引或央行资产负债表操作的影响，这些因素使得现实政策更为宽松。但另一方面，一些受危机影响较小国家快速的信贷扩张及房地产价格上涨支持了泰勒规则，这些国家的央行已意识到了相关问题并采取了宏观审慎措施。

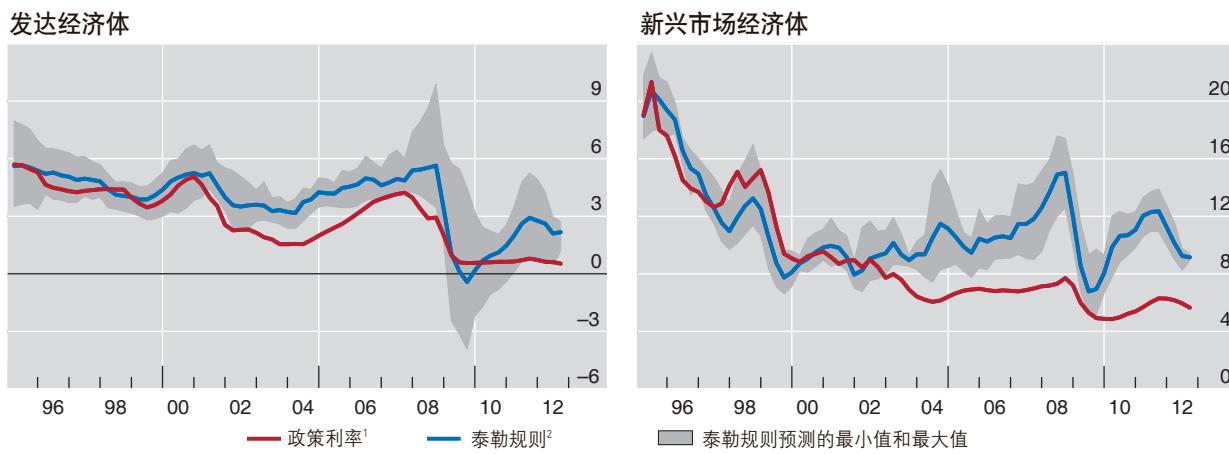
各国的不均衡状况揭示出货币政策框架的另一问题，即在全球化不断加深背景下货币政策之间的相互溢出效应。近年来的危机凸显了这一问题的重要性。宽松货币政策在缓解全球脆弱性方面发挥了积极作用。但主要发达国家的非常规低利率对全球其他国家造成了影响，尤其是使新兴市场国家面临货币升值及资本流入压力。图 6.6（右图）显示大多数新兴市场国家的利率水平较泰勒规则根据各国宏观经济状况得出的基准值低。此外，这些国家被迫深度介入外汇市场进行干预。

4. 参见 H. Hannoun《危机中的货币政策：检验货币政策的边界》，发表于第 47 届 SEACEN 央行行长会议，韩国首尔，2012 年 2 月 13–14 日。

## 泰勒规则及政策利率

百分比

图6.6



1. 根据2005年GDP及购买力平价（PPP）汇率加权平均汇总。发达经济体：澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、新西兰、挪威、瑞典、瑞士、英国及美国。新兴市场经济体：阿根廷、巴西、中国、中国台湾、捷克、中国香港、匈牙利、印度、印尼、韩国、马来西亚、墨西哥、秘鲁、波兰、新加坡、南非及泰国。2. 参见B Hofmann和B Bogdanova “泰勒规则及货币政策：一个全球大偏离？”发表于BIS季报，2012年9月，第37–49页。

资料来源：IMF《国际金融统计》及《世界经济展望》；彭博资讯；CEIC；Consensus Economics；Datastream；各国数据；国际清算银行的计算。

而所有这些政策应对又进一步推动了全球信贷及资产价格的膨胀。

近期一些新兴市场及小型发达经济体的金融失衡状况表明泰勒规则再次生效。这不意味着各国央行一定要较以往更密切地进行政策协调；但表明央行应至少更关注自身政策可能给全球带来的负面效应。这符合央行自身的利益，尤其在溢出效应可能威胁金融稳定，甚至导致危机的情况下，因为危机最终必然波及本国。

## 结论

由于数年来被寄予通过超宽松货币政策促进经济增长的过高期望，央行已愈发超负荷运转。目前关于货币政策有效性及消极影响的担忧不断升温。宽松货币政策唯有与资产负债表相关政策、财政以及结构性政策相配合才能有效发挥作用。

现有政策的最终退出将面临一系列挑战，有的是纯技术问题，有的甚至带有政治色彩。管理退出的工具已经具备，且经过了一定程度的检验。但对于这一在规模及范围上均前所未有的政策退出，央行依然较为谨慎。这也加大了各种不确定性以及无序退出的风险。

此外，现有政策延续得越久，退出的风险越大。这使得央行面临两难境地，也凸显了加紧修复实体部门、解决结构性问题的紧迫性。

本轮危机还强化了一个观点，即仅有价格稳定是不够的，将金融稳定纳入货币政策框架还有很长的路要走。同时，在全球化日渐加深的背景下，央行应更加关注货币政策的溢出效应。