



## 从近期危机规划审查中吸取的五个经验教训

---

作者: [Vivek Arora](#)

2016年7月11日



全球金融危机之后，基金组织贷款上升到空前水平。随着困境出现，我们向全球范围内的各个国家提供了资金支持，包括欧元区、非洲、亚洲、中东的国家以及欧洲的新兴经济体。

基金组织力求随危机发展变化而实时吸取经验教训，以调整我们的业务活动。我们审查各项贷款规划，并不时评估跨国经验。

最近一次跨国审查是 2015 年 12 月的[危机规划审查](#)。这次审查回顾基金组织在 2008 年危机之后的五年左右时间里批准的 32 项规划上取得的经验。

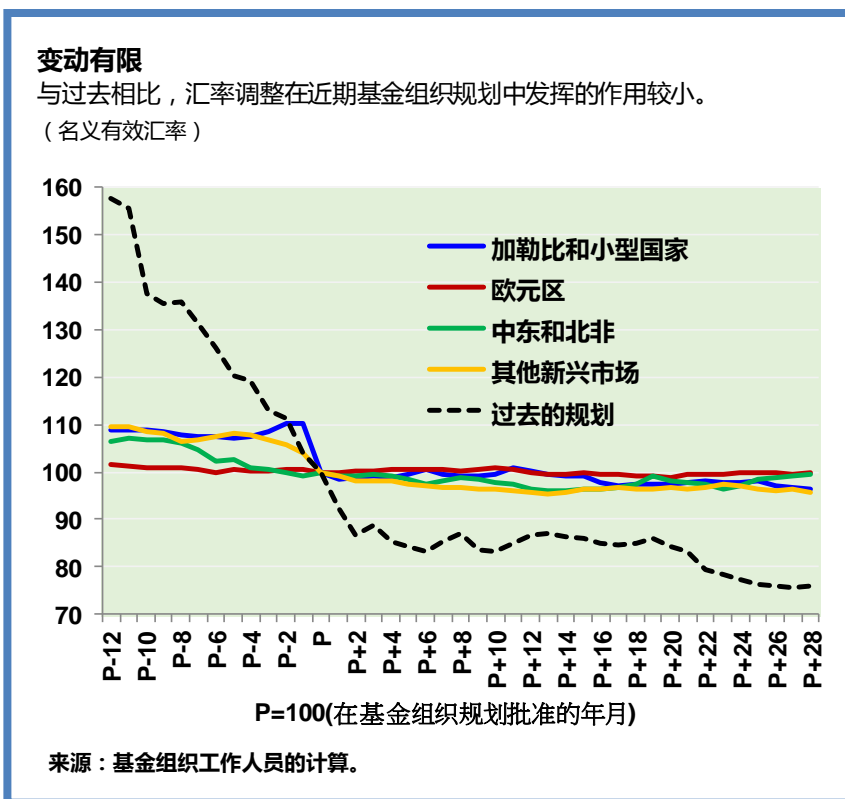
危机带来艰难的处境，给各国造成巨大损失。各国不得不在快速变化且往往前所未有的环境下应对危机后果。世界经济极度脆弱，金融市场动荡不安。在这种环境下，欧元区的政策制定者不得不在困境中奋力应对。他们面临着这样一种可能性，即由于各国相互关联，且缺乏防火墙和危机管理框架，可能会出现系统性影响。

我们从审查中得出两个基本结论。第一，基金组织的规划发挥了一定作用，使世界避免了很多一开始担心的结果——全球经济体系崩溃，大萧条再度出现，危机在各国间蔓延。第二，随着危机不断发展，基金组织调整了其规划设计。

以下是我们吸取的五个经验教训：

**经验教训 1：如果无法利用汇率促进经济对冲击作出调整，我们可能需要准备实施期限更长、融资数额更大的规划。**危机规划与过去规划之间的一个显著差别是，这次危机中名义汇率的调整非常有限。在下图中，黑色虚线表示过去规划期间的名义汇率路径，而彩色线条则表示最近危机期间不同地区的汇率路径。

汇率缺乏变动在一些情况下是由货币联盟成员地位所致（如欧元区的情况），在另一些情况下反映了某种形式的管理汇率。但在其他情况下，则是由于担心大幅贬值对有大量外币借款的住户和企业的潜在影响。但不论原因如何，关键是名义汇率没怎么变动。



相反，许多国家的调整策略依赖所谓的“内部贬值”，即通过降低国内价格而非名义汇率来恢复外部竞争力。事实证明，内部贬值难以实现。实际有效汇率的高估有所纠正，但平均而言，在危机规划中，实际有效汇率的调整幅度仅为 12%，相比之下，过去则为 48% 左右。

过去的真理再次得到验证：在无法利用名义汇率促进调整的情况下（如货币联盟成员国的情况），平稳、迅速地调整经济更难实现。在这种情况下，必须实施大规模的宏观经济（特别是财政）调整，并开展深入、持续的结构改革。即使如此，相比基金组织规划通常三至四年的期限，这种调整可能要花更长时间。

**经验教训 2：财政调整的步伐很重要，结构同样重要。**为了降低公共债务和恢复可持续性，需要进行财政调整。如果融资受到限制，或初始失衡很严重，那么需要快速实施财政调整。在这种情况下，尤为重要是获得对调整的支持，并采取辅助措施支持经济增长。否则，规模过大、实施过快的财政整顿会抑制 GDP 增长，从而实际上会导致债务对 GDP 比率比短期预计的上升幅度更大。如果发生地区冲击，使得相邻几个经济体同时实施规划，那么规划的设计还需考虑财政调整的潜在溢出效应。

其他因素也会导致公共债务上升或产出下降，例如，银行注资成本，政治不确定性或危机，信心冲击，改革实施不彻底，以及全球需求疲软。以下国家虽然实施了财政调整，但债务对 GDP 比率的上升幅度大于预期：亚美尼亚、波斯尼亚和黑塞哥维那（2009 年）、希腊（2010 年）、冰岛、爱尔兰、拉脱维亚、马尔代夫、葡萄牙和罗马

尼亚。由于财政整顿和其他因素对产出造成了比预期更大的收缩效应，我们建议各国放慢整顿步伐（例如，在亚美尼亚、希腊、匈牙利、拉脱维亚、葡萄牙和乌克兰）。

一些国家债务水平过高，以至于需要难以置信的大规模财政调整才能在合理期间内将债务水平降下来，我们的国别小组越来越关注这种情况的债务重组。债务重组方面令人担心的一个问题，特别是在不具备防火墙的情况下，是蔓延风险。如果没有这种担忧，那么最好是在必要时尽早开展实质性的重组。采取这种做法的国家往往能实现更好的债务和经济增长结果。

财政政策特别关注社会安全网和贫困问题。几个国家以减轻贫因为明确目标。许多规模在贷款条件中包括某种形式的社会保护。规划在保护社会福利支出方面通常是有效的。

**经验教训 3：结构性改革对于竞争力和经济增长十分重要。**在无法利用名义汇率调整、采用内部贬值策略的情况下，尤为如此。因此，相比危机之前的几年，结构性改革在危机期间的规划中具有更重要的地位，这是适当的。结构性改革通常得到有效实施，尽管在改革数量很多或者持续时间很长的规划中，这些改革往往不够协调，可能反映了“改革疲劳”。另外，改革并不总是能按预期迅速取得效果，因为对潜在增长的促进作用在短期内似乎不如预期那么强。

没有理由回避结构性改革；相反，由于改革的好处可能不会立即显现，我们应更加支持这些改革。但我们知道，对于结构性改革短期内能在多大程度上促进经济增长，以及当局实施这些改革的能力，我们应当有更为现实的预期。

**经验教训 4：为缓解风险，各国需要尽早采取行动加强债务处置框架和银行监管能力。**私人部门资产负债表（住户、企业和金融债务）是危机的重要部分，我们力求确保规划充分考虑这些因素。各国试图防止过度债务带来的恶性“反馈循环”，但仅在一定程度上取得了成功。资产负债表薄弱对公共财政和经济增长的不利影响比我们预期的更大，原因是多方面的，包括实施不协调，债务处置/重组一再拖延，危机不断变化。不管怎样，我们也从中吸取了经验教训并将其纳入国别规划中。

**经验教训 5：在基金组织与地区融资安排之间的未来合作方面，制定更明确的指导原则将是有益的。**欧元区规划方面的经验提出了这样一个问题，即基金组织如何与地区融资安排和货币联盟的成员开展合作。我们与地区安排之间的合作在一些关键方面不同于以往，其中尤其是在规划设计上采用联合方法，这得益于这些安排的地区专长和融资。我们可以从欧元区规划中吸取经验教训，为今后的合作制定更为具体的指导原则，当然，要认识到不同地区不同安排的制度框架和做法存在差异。在货币联盟成员国实施的规划需要考虑这样一个事实，即在联盟层面制定的政策可能对单个成员国的经济状况产生重要影响。往往难以就这些政策达成共识，因为需要所有成员国达成政治协议。如果整个联盟的政策调整很重要，我们一般通过资金承诺或监督建议来促成这种调整。

## 时间的考验

所取得的进展能否持久，仍需经受时间的考验，但基本上已经避免了最糟的结果。产出的下降趋势得到控制，在很多情况下甚至得到逆转；失衡得以缓解；金融体系趋于稳定。欧元区赢得了时间，为建立防火墙和危机管理框架调动了政治支持；新兴经济体和小型国家应对了全球贸易和资金流动的急剧下降；中东和北非经济体的信心在2011年“阿拉伯之春”后得到恢复。

关于全球金融危机已经出了大量文章和书籍，今后还会有更多。

就目前而言，我们从务实角度需要做的是确保规划设计保持灵活并以成员国需求为重。实时吸取经验教训并相应采取行动是其中重要的一部分。

\*\*\*\*\*

**Vivek Arora** 是基金组织战略、政策及检查部副主任。Arora 先生于 1992 年加入基金组织，曾在包括研究部、非洲部、亚太部和西半球部等部门工作过。他曾负责多个发达、新兴和发展中经济体的工作，包括担任基金组织驻中国和南非的首席代表。