# 应对经济衰退的国际财经政策研究

阮郁

面对2008年全球金融危机及其引发的全球经济衰退，世界各国纷纷采取宏观经济刺激政策，避免更为严重的经济衰退。经验表明，国际合作提高了政策的协调性，从而提高了整体应对冲击的能力。

## 应对经济衰退的宏观经济政策

（一）发达经济体采取的经济政策

为了应对2008年全球金融危机后的经济衰退，各发达经济体基本采取了刺激性的经济政策。为了应对经济增长放缓和金融体系面临的困难，美国联邦储备委员会、加拿大银行、英格兰银行、欧洲中央银行、瑞典央行和瑞士国家银行于2008年10月同时宣布降息，这是历史上第一次国际联合调整货币政策以应对经济衰退，2009年5月，主要发达经济体中央银行的基准利率已降至接近于零的水平。尽管融资成本降低，但银行普遍提高了信贷门槛标准，因此借款人面临的融资状况并没有随着基准利率的下调而得到明显改善。

美联储于2008年11月开始实施量化宽松政策，英国央行于2009年3月启动量化宽松政策，欧洲央行于2009年5月启动量化宽松政策。美联储还与其他主要央行协调互换安排，以解决银行间美元短缺的问题。尽管这些政策措施解决了银行的资金需求，并保证了金融体系的安全，但2008年9月雷曼兄弟的破产引发市场对许多重要金融机构偿付能力的担忧。因此，发达经济体采取了一系列措施来稳定市场，包括提供存款和债务担保，注资以提高银行偿付能力等。近十年来，主要发达经济体一直采用宽松的货币政策，通过降低基准利率等政策提升需求以促进经济增长。美国联邦储备委员会从2015年12月开始，将联邦基金利率从接近于零的水平上调，其利率目标区间在2018年底达到2.25%—2.50%，欧元区和日本的基准利率仍然为负。

从2008年末开始，20国集团国家同时推出刺激性财政政策，美国、欧元区国家和日本采用的刺激性财政支出规模分别占年度GDP的5.6%、2.0%和7.9%。刺激性财政政策的形式各不相同，在美国和欧元区国家，刺激性财政政策主要包括减税和增加转移支付。刺激性财政政策增加了社会福利，但通常也伴随着债务率的上升。2010年以来，发达经济体的巨额政府财政赤字，以及由于财政刺激政策和金融救助计划所催生的持续上升的债务，引发了人们对财政可持续性的担忧。欧元区一些赤字规模较大国家有时面临市场对主权风险的担忧。2011年之后，欧元区的财政平衡状况逐渐改善，2018年财政赤字与国内生产总值之比恢复到2007年的水平。

（二）新兴市场经济体采取的经济政策

全球经济衰退期间，新兴市场经济体采用宽松的货币政策，有的国家降低存款准备金率，有的国家央行接受更广泛的抵押品作为最后贷款人。除了采用刺激性货币政策，新兴市场经济体还采用多种政策工具来保持汇率稳定，巴西、印度、墨西哥等国家采取的政策措施包括在现货市场出售外币，巴西、匈牙利、波兰等国家采用掉期市场拍卖，阿根廷、巴西、菲律宾等国家设立回购贷款，印度、马来西亚、土耳其等国家为货币存款提供担保。许多金融体系不发达的新兴市场经济体缺乏实施逆周期调整政策的能力，这些国家主要通过非利率工具来增加信贷供给。

2009年以来，大多数新兴市场经济体继续保持了刺激性的经济政策。印度在2016年采用了刺激性财政政策和货币政策，促进基础设施投资，但财政赤字占GDP的比率从2009年的9.5%下降至2019年的6.9%。巴西采用刺激性财政政策应对经济危机，其财政赤字从2009年占国内生产总

中国财政杂志社

值的3.2%上升到2015年的10.2%。

大规模财政赤字意味着2011年以来新兴市场经济体债务可持续性问题逐步显现。在超过1/3的新兴市场经济体中，政府债务随着财政赤字的上升而增长。低收入国家的财政赤字在2015年达到峰值，占国内生产总值的5.2%，而这一比率在2017年为1.8%。近年来，新兴市场经济体的债务大幅增长，债务占GDP的比率从2007年的43%上升到2018年的57%，自2007年以来，超过2/3的新兴市场经济体的外汇储备有所下降，部分新兴市场经济体外汇储备减少了一半以上。新兴市场经济体政府债务占GDP的比率从2007年的45%上升到2018年的54%。由于企业、家庭和政府债务的增长，以及财政和经常账户的紧张，新兴市场经济体在面临2020年全球经济衰退时，比2009年抵御全球经济衰退的能力有所下降。这使得新兴市场经济体的政策制定者在未来面临经济危机时，可选用的扩大国内需求的政策工具比2007年要少。

李艳芝 摄

## 应对经济衰退的金融政策

2008年全球金融危机引发了金融管理政策的重大转变，审慎监管从注重单个金融机构的稳定转变为注重整个金融体系的稳定。在2008年金融危机之前，限制资本流动是一项颇具争议的政策措施，但从宏观审慎的角度来看，这一措施正越来越受到重视。

全球金融危机暴露出微观审慎监管政策的缺陷。首先，监管范围主要包括银行，而对非银行金融机构系统性风险的关注相对较少，在美国等发达经济体中，受监管相对宽松的非银行金融机构规模持续增长。其次，微观审慎监管制度倾向于对银行经营行为产生顺周期影响，新巴塞尔协议对风险加权资本的要求，在经济周期的扩展阶段趋于下降，而在收缩阶段趋于上升，因此，尽管满足了新巴塞尔协议的要求，但发达经济体和一些新兴市场经济体的杠杆率依然很高，这对金融稳定构成了风险。最后，使用当前市场价值作为估价基础的公允价值会计提供了顺周期的推动力，在经济增长时它鼓励资产负债表扩张，而在经济衰退时鼓励去杠杆化。

自全球金融危机以来，宏观审慎政策逐渐成为央行和金融监管机构的重要政策措施，所有发达经济体以及约70%的新兴市场经济体都使用了宏观审慎政策来增强金融系统的弹性。新兴市场经济体因为更容易受到资本流动异常波动的影响，而且金融体系的自由化程度相对较低，所以更积极地使用宏观审慎政策，限制非金融机构和家庭的信贷增长，并控制资产价格的上涨。欧洲和中亚地区国家金融国际化程度相对较高，这一地区新兴市场经济体银行一直受到家庭和企业资产负债表中货币错配的困扰，超过80%的新兴市场经济体运用了宏观审慎政策，并且采用外汇管制政策，如外汇贷款限额和外汇逆周期准备金率，以减少国际资本流入及波动性所带来的风险。

随着国际社会对系统性风险和宏观审慎政策的日益重视，2009年成立20国集团金融稳定委员会，以推动国际金融监管改革。一些国家已经改进了监管架构，以达到金融稳定委员会设定的目标，包括提高使用宏观审慎政策的能力，加强承担金融稳定任务的机构之间的协调，以及改进治理体系、提升透明度、加强问责制等措施。全球金融危机以来，一些新兴市场经济体国家成立国家金融稳定委员会，印度尼西亚、俄罗斯、南非等国家央行实施宏观审慎监管。大多数新兴市场经济体实施了改革措施，达到巴塞尔协议Ⅲ关于资本和流动性的要求，以及场外衍生品监管改革等。作为巴塞尔银行监管委员会成员的新兴市场经济体，制定了资本流动管制措施、明确了流动性覆盖率，并设立了资本防护缓冲资金。

（作者单位：澳大利亚昆士兰大学）

责任编辑 李艳芝

中国财政杂志社