



SHIJIE JINGJI
JINRONG
FAZHAN ZONGGUAN

世界经济金融 发展综观

2002 年 ~ 2003 年

中国人民银行国际司

陈敏强 执笔



中国金融出版社

世界经济金融发展综观

(2002 年 ~ 2003 年)

中国人民银行国际司

陈敏强 执笔

 中国金融出版社

责任编辑：成景阳

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

世界经济金融发展综观 (2002 年 ~ 2003 年) / 中国人民银行国际司编. — 北京: 中国金融出版社, 2004. 10

ISBN 7 - 5049 - 3438 - 0

I. 世… II. 中… III. 金融事业—经济发展—研究—世界
IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 065307 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63286832 (010)63287107 (传真)

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

读者服务部 (010)66070833 (010)82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印刷公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 17.75

字数 358 千

版次 2004 年 10 月第 1 版

印次 2004 年 10 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

如出现印装错误本社负责调换

目 录

第一部分 2002 年世界经济金融形势	1
一、2002 年世界经济形势的主要特征	1
专栏一：世界会出现全球性通货紧缩吗？	3
二、值得关注的若干重大趋势	6
三、主要国家与地区经济形势	7
（一）美国经济恢复不稳定、失业率居高不下、通缩压力增大	7
专栏二：美国公司丑闻与美国现代市场经济的制度性缺陷	11
（二）欧元区经济未能摆脱不景气困扰	13
（三）英国经济增长继续放缓	15
（四）日本经济增长仍然低迷	16
（五）发展中国家经济恢复步履不一，地区差异较大	18
四、2002 年国际金融发展的主要特征	20
（一）全球股市急剧重挫，反弹无力，“熊态”与萧条弥漫	20
（二）国际债券市场继续萎缩	22
（三）国际银行业市场继续收缩，国际银行资产结构发生显著变化	24
（四）国际外汇市场剧烈动荡，美元持续疲软，欧日元大幅升值	26
（五）全球外国直接投资继续大幅下降	28
（六）美国证券市场上外国资本净流入增速明显放缓	28
（七）流入新兴市场经济体的国际私人资本净额继续下滑	31
（八）全球金融业并购活动又降温	32
（九）国际黄金价格在波动中大幅攀升	34
（十）2002 年全球货币态势仍以宽松为主基调	35
1. 全球货币态势仍以“松势”占上风	35
2. 全球短期利率一路走低，长期利率先升后降	37
3. 总体上，全球广义货币增长放缓，狭义货币增长明显上升	39
4. 大多数国家通货膨胀率普遍下降，全球性通货紧缩压力明显增加	40

(十一) 主要工业国家货币政策	41
1. 美联储货币政策以“中性”为主, 年末被迫再次降息	41
2. 美联储改革贴现窗口框架及贴现政策	42
专栏三: 美联储货币政策是如何决定的	47
3. 欧央行年末降息是经济衰弱和美联储降息影响合力所致	49
专栏四: 欧央行货币政策决策体系、工具、操作与泛欧支付系统	49
4. 日本银行为治理通货紧缩继续放松银根	51
专栏五: 日本银行货币政策框架的演变与现行货币政策操作	52
5. 英格兰银行成功地维持了“中性”货币政策态势	55
专栏六: 英格兰银行货币政策框架的演变与政策利率水平的确定	56
 第二部分 2003 年世界经济金融形势	58
 五、2003 年世界经济增长形势	58
(一) 风险与不确定因素	58
(二) 2003 年世界经济增长形势的主要特征	60
(三) 美伊战争与美国经济和世界经济恢复前景	61
1. 美伊战争对美国经济的刺激作用	61
专栏七: 对美伊战争发展态势的若干判断	63
2. 美伊战争与美国个人消费	64
3. 美伊战争与美国企业投资	65
4. 世界经济增长周期和格局与世界经济增长前景	68
(四) 美伊战争的外部效应与世界经济发展前景	71
1. 后美伊战争时期的世界七大忧虑	71
2. 美伊战争的全球五大外部负效应及其对中国的可能影响	72
 六、美国经济增长形势与前景	75
(一) 2003 年美国经济恢复的基本态势	75
(二) 美国经济“失业性恢复”仍难终结	78
(三) “失业性恢复”严重损害消费者信心	79
(四) 支撑美国经济恢复的主导需求结构发生显著变化, 但变化仍不稳定	83
专栏八: 美国公司利润猛增对巩固美国经济恢复势头意义重大	86
(五) 美元持续疲软是美国经济各种失衡的综合反映	88
专栏九: 2004 年美元会进一步走低吗?	90

(六) 美元持续疲软、“J-曲线”效应与美国外贸形势	96
(七) 2003 年美国劳动生产率强劲回升主要是周期性因素所致	98
(八) 低通胀仍伴随着美国经济恢复进程	99
(九) 通货紧缩风险变化无常、货币供给增长呈“山字形”态势	101
(十) 财政赤字膨胀对美国经济的危害性不容忽视	104
(十一) 小结	107
七、欧元区经济与衰退擦肩而过	108
(一) 上半年欧元区经济接近衰退边缘	108
(二) 下半年欧元区经济轻度回升	109
(三) 欧元区通货膨胀压力趋于缓和	111
(四) 欧元区就业形势相当严峻	112
专栏十：欧元区与美国在就业市场发展趋势上的差异及原因分析	113
(五) 欧元区经济恢复为何滞后于美国	115
(六) 《稳定与增长公约》面临重大挑战	116
(七) 瑞典拒绝加入欧元区凸显欧元区存在的问题	118
(八) 广义与狭义货币增长态势不一，欧央行两度放松银根	119
八、日本经济恢复势头明显增强	122
(一) 上半年日本经济恢复势头趋强	122
(二) 下半年日本经济恢复不稳定	125
(三) 通货紧缩略有改善，但短期内仍难以消除	128
(四) 就业状况有所改善，年末失业率明显下降	129
专栏十一：近年来日本劳动力市场变化的主要特征与原因分析	130
(五) 日本经济出路何在？	134
专栏十二：日本第五大金融控股集团理索纳发生资本金不足危机	134
九、英国经济基本摆脱增长放缓困扰	136
(一) 经济增长基本态势	136
(二) 通货膨胀、就业态势及其相互关系	139
十、发展中国家经济形势继续改善，但地区差异仍较大，转轨经济体	
增长较稳定	142
(一) 亚洲经济仍保持较旺盛的增长势头	142
(二) 拉美地区经济温和恢复	144

专栏十三: 阿根廷经济金融危机的主要根源和教训	145
(三) 中东欧国家经济增长较稳定, 俄罗斯经济增长势头强劲	149
(四) 中东地区国家经济受伊拉克战争创伤的影响轻于预期	150
(五) 非洲地区经济继续温和增长	151
 十一、全球贸易增长形势有所改善, 但多边贸易谈判仍困难重重	152
(一) 全球贸易恢复增长时间分布与地区差异	152
(二) 全球贸易的名义增长与实际增长	154
(三) 坎昆会议无果而终, 多哈回合谈判进展困难重重	155
 十二、国际石油市场格局突变, 油价剧烈波动, 总体上处于较高价位	156
 十三、2003 年国际金融形势	159
(一) 全球股市集体走入“牛市”	160
1. 上半年主要工业国家股市先跌后升, 美伊战争后明显反弹	160
2. 下半年主要工业国家股市持续走高, 波动性明显减弱	160
3. 新兴市场经济体股市反弹力度与幅度强于工业国家	162
4. 全球股市走向新“牛市”原因分析	164
(二) 国际债券市场发展态势	165
1. 国际债券融资需求先强后缓	165
2. 长期债券收益率先低后高, 而短期债券收益率则呈下降趋势	167
(三) 国际银行业市场波动较大, 同业拆借活动变化无常	169
1. 上半年国际银行业强劲增长, 欧元债权明显占上风	169
2. 下半年国际银行业大落大起, 美元债权再显雄风	172
(四) 美元总体疲软, 间或有所回升, 但弱势难返	173
1. 国际汇市的基本态势	173
2. 日本政府频繁积极干预汇市为历年全球所罕见	175
(五) 全球外国直接投资锐减的局面趋于稳定	178
1. 全球外国直接投资增长的基本态势	178
2. 近年全球外国直接投资的发展趋势和特征	181
(六) 流入美国证券市场的外国资本净额大幅增长	182
(七) 流入新兴市场经济体的国际私人资本净额大幅回升	186
(八) 国际金价上涨势头异常强劲	189
(九) 亚洲债券基金成立, 亚洲金融合作又上新台阶	192
(十) 全球货币宽松周期已迫近谷底	194

1. 工业国家：上半年以宽松为主，下半年松中趋稳	194
2. 新兴市场经济体货币态势全面松弛	196
3. 全球货币态势的主要特征	199
4. 全球货币宽松态势的原因分析	200
5. 全球长期利率出现无序变化	200
(十一) 主要工业国家货币政策	202
1. 美联储主要因第二季度初通货紧缩压力增大而再度降息	202
2. 关于短期内美联储货币政策走势的基本判断	203
3. 欧元区经济增长放缓是欧央行降息的最重要原因	209
4. 欧央行货币政策改革前景	209
专栏十四：杜氏退休了，但货币政策框架依旧	211
5. 日本银行进一步加大货币政策宽松力度	212
专栏十五：日央行主帅易换，通紧顽疾难治	214
6. 英格兰银行调息先降后升	216
专栏十六：默文·金——英格兰银行新行长	217
十四、2003 年世界经济金融发展对我国经济金融的主要影响	219
(一) 对我国实体经济增长的影响	219
(二) 对我国通货膨胀水平的影响	220
(三) 对我国对外贸易形势的影响	220
(四) 美元持续疲软增大人民币升值压力	221
(五) 对我国经常项目顺差和国际储备增长的影响	222
(六) 对我国吸收外资的影响	222
(七) 对我国外币存贷利率的影响	223
(八) 对我国金价的影响	223
十五、几点建议	223
参考文献	226
附图的技术说明	228
表	
表 1 2001 ~ 2002 年美国季度国内生产总值与构成增长率	9
表 2 2002 年欧元区季度实际 GDP 与构成增长率	14
表 3 2002 年日本季度实际 GDP 与构成增长率	17

表 4	2002 年主要新兴市场经济体经济增长率与通货膨胀率	19
表 5	近年全球主要股市走势	21
表 6	近年国际债券市场发展的主要特征	23
表 7	近年国际银行跨境资金运用的变化	24
表 8	2001 ~ 2002 年美国证券市场上外国资本净流入的变化	29
表 9	1999 ~ 2002 年外资净流入美国与外资来源结构变化	30
表 10	近年来新兴市场经济体对外融资的变化	32
表 11	2002 年主要工业国家中央银行调息时间与幅度	36
表 12	2002 年主要新兴市场经济体调息时间与幅度	38
表 13	1990 ~ 2003 年美联储贴现率与联邦基金市场利率比较	44
表 14	近年美联储贴现贷款的变化	46
表 15	美国参与和发动的战争与经济的关系	62
表 16	2002 ~ 2003 年美国主要经济指标	75
表 17	对 2004 年美元贬值幅度的基本判断	93
表 18	2003 年美国货币供应量增长率	102
表 19	2001 ~ 2003 年美国金融机构对私人部门信贷的变化	105
表 20	2002 ~ 2003 年欧元区季度与年度实际 GDP 及主要构成 因素增长率	109
表 21	2003 年欧元区主要国家与英国经济增长业绩比较	116
表 22	2003 年欧元区货币供应量增长率	120
表 23	2003 年欧元区货币金融机构对私人部门贷款增长率	121
表 24	2002 ~ 2003 年日本季度实际 GDP 与构成增长率比较	123
表 25	2001 ~ 2003 年英国实际经济增长率及其需求结构	137
表 26	2003 年主要新兴市场经济体经济增长与通货膨胀	142
表 27	2003 年主要工业国家股市走势	161
表 28	2003 年主要新兴市场经济体股市走势	163
表 29	2002 ~ 2003 年国际债券市场发展的结构特征	165
表 30	2003 年主要工业国家 10 年期政府债券利率比较	168
表 31	2003 年国际银行跨境资金运用的变化	170
表 32	2003 年美元兑主要工业国家货币走势	174
表 33	1991 ~ 2003 年日本政府干预汇市的规模、次数与操作方向	176
表 34	近年全球外国直接投资流向与数量的变化	180
表 35	2003 年美国证券市场上外国资本净流入的变化	182
表 36	2001 ~ 2003 年美国证券市场上外国投资主体结构的变化	183
表 37	近年外资净流入美国与外资来源结构变化	184

表 38	2000 ~ 2003 年美国证券市场上中国资金净流入	185
表 39	近年流入新兴市场经济体的外国资本净额变化	186
表 40	近年流入新兴市场经济体外国资本的地区结构变化	188
表 41	1997 ~ 2002 年亚太国家和地区外汇储备	194
表 42	2003 年主要工业国家中央银行调息时间与幅度	195
表 43	2003 年主要新兴市场经济体调息时间与幅度	197
表 44	2001 ~ 2003 年联邦基金目标利率和主要市场长短期利率的变化 ...	204

附录

附表 1	近年世界主要国家和地区经济增长率一览表	230
附表 2	近年世界贸易与初级产品价格变化率	231
附表 3	近年主要发达经济体主要经济指标	231
附表 4	近年亚洲主要国家和地区主要经济指标	233
附表 5	近年西半球地区主要国家主要经济指标	234
附表 6	近年欧盟候选国主要经济指标	235
附表 7	近年非洲地区主要国家主要经济指标	236
附表 8	近年独联体国家主要经济指标	237
附表 9	近年中东地区主要国家主要经济指标	238
附图 1 - 1	布伦特原油亚洲市场价格	239
附图 1 - 2	美国西得克萨斯州原油价格	239
附图 2	国际黄金价格	240
附图 3 - 1	美联储联邦基金市场利率	241
附图 3 - 2	欧央行主导利率	241
附图 3 - 3	日本银行贴现率	241
附图 4 - 1	美元三个月期存款利率	242
附图 4 - 2	欧元三个月期存款利率	242
附图 4 - 3	日元三个月期存款利率	242
附图 5 - 1	美国 10 年期国债利率	243
附图 5 - 2	日本 10 年期国债利率	243
附图 5 - 3	欧元区 10 年期国债利率	243
附图 6 - 1	伦敦同业拆借市场美元 1 个月期存款利率	244
附图 6 - 2	伦敦同业拆借市场欧元 1 个月期存款利率	244
附图 6 - 3	伦敦同业拆借市场日元 1 个月期存款利率	244
附图 7 - 1	东京同业拆借市场美元 6 个月期存款利率	245

附图 7-2	东京同业拆借市场日元 6 个月期存款利率	245
附图 8-1	新加坡同业拆借市场新加坡元 6 个月期存款利率	246
附图 8-2	新加坡同业拆借市场美元 6 个月期存款利率	246
附图 9-1	香港同业拆借市场港币 6 个月期存款利率	247
附图 9-2	香港同业拆借市场港币 1 年期存款利率	247
附图 10-1	欧元同业拆借市场 3 个月期存款利率	248
附图 10-2	欧元同业拆借市场 1 年期存款利率	248
附图 11-1	美国道·琼斯指数	249
附图 11-2	美国纳斯达克指数	249
附图 12-1	美国 WIL5 指数	250
附图 12-2	美国标准普尔 500 指数	250
附图 12-3	美国罗素 2000 指数	250
附图 13-1	日经 225 指数	251
附图 13-2	英国《金融时报》100 指数	251
附图 13-3	法兰克福 DAX 指数	252
附图 13-4	巴黎 CAC40 指数	252
附图 14-1	新加坡海峡时报指数	253
附图 14-2	韩国汉城综合指数	253
附图 14-3	泰国 SET 指数	254
附图 14-4	马来西亚综合指数	254
附图 15-1	香港恒生指数	255
附图 15-2	台湾加权股价指数	255
附图 15-3	上海证交所综合指数	256
附图 15-4	深圳证交所综合指数	256
附图 16-1	巴西 BVSP 指数	257
附图 16-2	阿根廷 MERV 指数	257
附图 16-3	墨西哥 MXX 指数	258
附图 16-4	智利 IGPA 指数	258
附图 17-1	俄罗斯卢布综合股指 MCX	259
附图 17-2	捷克 PX50 指数	259
附图 17-3	匈牙利 BUX 指数	260
附图 17-4	保加利亚 SOFIX 指数	260
附图 18-1	欧元兑美元	261
附图 18-2	美元兑日元	261
附图 19-1	英镑兑美元	262

附图 19 - 2	美元兑加拿大元	262
附图 19 - 3	美元兑瑞士法郎	263
附图 19 - 4	美元兑澳大利亚元	263
附图 20 - 1	美元兑人民币	264
附图 20 - 2	美元兑港币	264
附图 21 - 1	美元兑韩圆	265
附图 21 - 2	美元兑泰铢	265
附图 21 - 3	美元兑马来西亚林吉特	266
附图 21 - 4	美元兑印尼盾	266
附图 22 - 1	美元兑巴西里亚尔	267
附图 22 - 2	美元兑阿根廷比索	267
附图 22 - 3	美元兑墨西哥比索	268
附图 22 - 4	美元兑智利比索	268
附图 23 - 1	美元兑俄罗斯卢布	269
附图 23 - 2	美元兑波兰兹罗提	269
附图 23 - 3	美元兑捷克克朗	270
附图 23 - 4	美元兑匈牙利福林	270

第一部分 2002 年世界经济金融形势

一、2002 年世界经济形势的主要特征

2002 年,世界经济步入了温和的恢复之路,但仍未能完全摆脱 2001 年严重的不景气。世界热点地区政治形势错综复杂、动荡多变,民族和种族冲突连连不断,恐怖主义肆意作恶,美国的单边主义政策及对伊动武的战争威胁给世界经济的恢复蒙上了厚厚的阴影。这些均极大地影响了投资者的信心,损害了国际经贸关系的正常发展,加剧了国际金融市场的动荡,严重地影响了世界经济的恢复进程。

2002 年,世界经济恢复呈现出以下特点:

首先,世界经济恢复较温和、乏力和脆弱,全年的增长率为 3%,比 2001 年只高 0.7 个百分点。美国、欧元区和日本经济的恢复状态差异较大。美国经济自 2001 年年末走出衰退后,年初出现较强劲恢复,但年中和年末两度出现较大幅度的波动,表明美国经济的恢复仍处于不稳定状态中,全年的增长率为 2.2% (2.4%)^①。欧元区经济加速放缓,德国和法国经济均在低迷中徘徊,全年欧元区经济只增长了 0.8%,比 2001 年低 0.6 个百分点。日本经济出现温和恢复,全年实际 GDP 出现 0.3% 正增长,经济业绩比预期的要好。亚洲新兴市场经济体的恢复较稳定和显著,全年的增长率达 6.2%,是全球经济增长最快的地区。拉美地区经济陷入轻度衰退。中东欧大多数转轨经济国家经济增长显著放缓。

^① 括号里的数据为美国商务部于 2003 年 1 月份公布的数据。括号前的数据为美国商务部 2004 年 1 月 30 日公布 2003 年第四季度实际 GDP 增长率粗略数据时对 2002 年数据修正的结果。

其次,全球就业形势普遍恶化。美国、日本、德国、法国、英国、加拿大、瑞士等主要工业国家的失业率均明显地高于 2001 年。全球的平均失业率达 6.5%,比 2001 年高 1.5 个百分点。亚洲、拉美和欧洲地区主要新兴市场经济体的失业率也有不同程度的上升,最明显的是阿根廷,因严重的经济金融危机影响,失业率高达 20% 以上,成为全球失业率最高的国家。

再次,大多数国家的通货膨胀率普遍下降,全球通货紧缩风险死灰复燃。2001 ~ 2002 年全球货币松弛态势并没有导致全球通货膨胀压力的增大。相反,2002 年,大多数国家和地区的通货膨胀率均显著地分别低于 20 世纪 80 年代和 90 年代的平均水平。这表明,这些国家尤其是工业国家已进入了低通胀时代。2002 年,美国和欧盟通货膨胀率分别为 1.6% 和 2.3%,均低于 2001 年 2.8% 和 2.6% 的水平。日本和亚洲一些新兴市场经济体仍被通货紧缩所困,日本的通货紧缩率为 0.9%,比 2001 年高 0.4 个百分点。工业国家作为整体的通货膨胀率仅为 1.5%,比 2001 年低 0.7 个百分点。在发展中国家中,除拉美主要国家通货膨胀明显上升外,其他发展中国家和地区的通货膨胀均有不同程度的放缓。全球通货紧缩压力明显增大对世界经济恢复构成了一定的威胁(见专栏一)。

第四,全球性的固定资产投资增长继续萎缩,并严重地滞后于消费增长,从而严重地阻碍了世界经济的恢复和产业结构调整。2002 年,主要工业国家和大多数新兴市场经济体的固定资产投资增长仍然在放缓或者下降,尤其是在信息和通信技术领域的投资仍然没有恢复增长,国际资本仍没有寻找到有利于世界经济增长的全新的投资亮点。

第五,世界贸易增长略有转机,但仍处于低迷状态。世界贸易增长从年初起亦出现了一些转机,但这种势头因美国经济恢复的不稳定和欧日经济的持续低迷而难以持续。在工业国家中,上半年美国的进口增长明显地快于出口,而欧元区和日本的进口增长明显地慢于其出口增长。下半年美国的进出口增长均大幅度放缓,而欧元区和日本的进出口增长放缓更为严重。相比之下,中国、俄罗斯和亚洲一些新兴市场经济体的贸易尤其是进口出现显著增长,如中国全年的进口增长了 21%,这对推动世界经济和贸易的恢复产生了积极的作用。美国在上半年全球贸易增长恢复过程中扮演了重要的角色,而下半年美国进口需求的大幅度放缓严重地削弱了全球贸易恢复的势头。从全年看,全球商品和服务贸易增长 2.9%,比 2001 年高 2.8 个百分点。商品贸易从 2001 年下降 1% 回升至增长 2.5%,服务贸易增长 5%。

第六,国际油价在波动中呈上升趋势。2002 年,随着世界经济的温和恢复,国际油价从年初起便呈现出上升趋势。4 月下旬,油价已升至约 26 美元,比年初上升了约 30%。5 月至 7 月中旬,油价曾一度下滑至约 23 美元,但很

快便反弹至 27 美元。第三季度以后, 油价继续趋升。第四季度曾回落至约 24 美元, 但很快又出现反弹, 年末油价再次突破 30 美元。全年平均油价为 25 美元。2002 年, 影响国际油价的主要因素有: (1) 世界经济恢复导致对石油需求上升。(2) 中东局势紧张和以巴冲突升级。(3) 委内瑞拉政变与反政变斗争及年末局势的动荡。(4) 欧佩克减产限价政策。(5) 美伊战争前景。综合地看, 国际油价的上升对世界经济的恢复产生了不利影响。

专栏一: 世界会出现全球性通货紧缩吗?

近年来, 尤其是 2002 年, 随着全球通货膨胀水平的普遍下降, 国际社会对全球性通货紧缩压力和风险的上升表示出极大的关注。从学术界到政界到市场, 人们不断地在问, 到底是什么原因导致全球通货膨胀水平的普遍下降? 这是否会演变成全球性通货紧缩? 通货紧缩的危害究竟有多大? 有什么措施可以预防通货紧缩? 2002 年 12 月至 2003 年 3 月, 在国际货币基金组织首席经济学家肯尼斯·罗格夫的领导下, 基金组织成立了一个由基金组织多个部门研究骨干组成的特别研究小组对通货紧缩的生成机理、风险以及应对政策作了全面的考察和分析^①。

在过去 5 年多的时间里, 通货紧缩问题曾两次引起全球的关注。第一次是在 1997 年亚洲金融危机爆发期间及之后。第二次发生在 2001 年全球经济不景气和 2002 年全球出现通货膨胀水平普遍下降的背景下。在过去 40 多年时间里, 世界许多国家曾多次遭受恶性通货膨胀的危害, 20 世纪 70 年代初至 80 年代初, 工业国家普遍出现“滞胀”, 许多发展中国家甚至出现上百位数以上的通货膨胀率, 通货膨胀对世界经济造成了严重的创伤。难怪乎在大多数中央银行家的脑子里, 只有通货膨胀而没有通货紧缩的概念。许多国家在面对价格水平明显下降时, 开始还感到十分受鼓舞, 然而随着价格水平的持续下降, 尤其是当一些东亚国家和地区先后陷入通货紧缩和经济不景气之后, 决策者们转而有些不安了, 日本深陷通货紧缩的经历及对日本经济的

^① Manmohan S. Kumar et al. *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options* (通货紧缩: 生成因素、风险与政策选择), IMF Occasional Papers, No. 221 (不定期论文, 第 221 号), IMF, 2003。

伤害令他们怵然。研究者开始重新审视新形势下通货紧缩的生成机理、风险、危害及防范措施。基金组织特别研究小组认为,需求和供给的冲击均可能导致通货紧缩,两者的不同主要表现在,需求冲击不仅导致价格下降,而且导致需求下降;而供给冲击在导致价格下降的同时,产出反而有可能上升。但不管其根源是什么,其对经济造成的危害都是严重的。当前,全球通货膨胀水平普遍下降是在以下大背景下发生的:全球股市泡沫破灭、全球生产能力过剩、全球经济不景气、世界经济恢复乏力、全球地缘政治危机不断、高油价威胁世界经济增长、银行业经营风险上升以及银行信贷增长相对萎缩等。

如何建立有效的评估通货紧缩风险的机制对防范通货紧缩至关重要。基金组织因此将研究重点放在探讨如何建立这种机制之上。在初步建立的机制中,基金组织设计了一个由三个相互支持的因素组成的评估系统:通货紧缩风险指数、上升预期的费利浦斯曲线以及案例分析。通货紧缩风险指数度量一国承受通货紧缩风险冲击的程度。它由四组指标构成:(1) 价格指标。(2) 衡量过剩生产能力或产出缺口的指标。(3) 资产市场价格指标。(4) 信贷市场和货币指标。这四组指标中,均选择若干变量用于度量一国在某一期间或某一时点承受通货紧缩风险冲击的程度。具体编制方法如下:(1) 对所选取的变量在选定的时间内作一些简单的统计分析,如对选定的某一价格变量,计算其在 3 年内的季度环比增长率等。(2) 对变量的某一统计量确定一条水准线,若统计量低于该水准,为该经济体记上“1”。高于该水准,为该经济体记上“0”。如某一价格指数变化率低于 0.5%,记为“1”,高于 0.5%,记为“0”。这样,一国的某一变量不仅可以进行时间序列比较分析,而且不同的国家在相同的时间段内可以进行横断面比较分析。这里,对某一变量统计量的基准线的确定十分重要。鉴于近年发生通货紧缩的国家案例并不多,因此不可能有较多的样本供作通常的经济计量横断面分析以确定最佳的水准线。基金组织的做法主要以日本 20 世纪 90 年代中通货紧缩的经历为主,同时考虑香港通货紧缩的生成因素以及其他一些相关的经济变量之间的关系,如通货膨胀与产出缺口的关系等。(3) 对得出的分数进行汇总,并计算出所需的指数,指数的计算有加权和不加权之分。指数的取值范围在 0~1 之间,越接近“1”,表示在某段时间或时点上,某国的通货紧缩风险越高,越接近于“0”,表示通货紧缩风险越低。

上升预期的费利浦斯曲线是宏观经济学一个常用的术语。基金组织运用此概念估计导致通货紧缩或持续通货紧缩出现所需的通货紧缩冲击规模,即产出缺口和失业缺口需达到什么程度才会引发通货紧缩。最后是案例分析。

在样本数据不充足的情形下,选取一些具有典型意义和人们普遍关注的案例作“解剖麻雀式”的分析,对认识当代通货紧缩的特征、生成机制、影响及应对方式均有积极意义。基金组织正是这样考虑的。基金组织在编制通货紧缩风险指数时,运用日本的通货紧缩经历作为设定水准线的参照国,即是这种研究方法的体现。此外,基金组织还专门研究了中国近年通货紧缩的表现,基金组织声称此分析的主要目的是考察中国在传递通货紧缩冲击中的作用,说白了,就是要看看中国究竟有没有如国际上一些人所说的那样在输出通货紧缩。

基金组织在研究中为 35 个样本国编制了通货紧缩风险指数。以最新数据(大多为 2002 年的数据)加权编制的指数表明,高风险的国家和地区(指数 $X > 0.5$)包括日本、中国香港,中国台湾省和德国。中等风险的国家(指数为 $0.3 < X \leq 0.5$),包括比利时、芬兰、挪威、葡萄牙、新加坡、瑞典和瑞士。低风险国家(指数处于 $0.2 \leq X \leq 0.3$),包括奥地利、巴西、加拿大、中国、法国、希腊、印度、爱尔兰、意大利、韩国、墨西哥、荷兰、波兰、泰国、英国和美国。微风险的国家(指数 $X < 0.2$)包括澳大利亚、智利、丹麦、马来西亚、新西兰、俄罗斯、南非和西班牙。通过比较分析,基金组织得出以下结论:(1)亚洲地区的日本、中国香港特别行政区以及台湾省正面临通货紧缩恶化的风险。通货紧缩预期一旦形成,便具有一定的顽固性。中国香港因货币局制度限制了应对通货紧缩政策措施的运用。而中国强劲的增长势头以及已经采取的宽松政策措施有可能抑制住通货紧缩。但是中国经济中的剩余劳动力以及许多部门过剩的生产能力仍有可能使通货紧缩压力增加。(2)在欧元区,除德国外的其他成员国的核心通货膨胀水平下降的速度仍然缓慢,通货紧缩的风险也较低。德国的通货紧缩风险较高是近年经济状况恶化、产出缺口不断增大、失业率居高、银行业问题严重以及政策选择有限等多方面因素综合作用所致。在非欧元区国家中,瑞士已经出现了一定程度的通货紧缩风险,虽然这种风险仍然较低,但幸好瑞士具有更大的政策选择空间。(3)在美国,虽然在股市泡沫破灭后,不时地出现通货紧缩风险,但这种风险仍相对较低,这种状况反映出市场预期美国的产出缺口将进一步缩小,同时美元的持续疲软也有助于减轻通货紧缩压力。从制度和政策角度看,应对通货紧缩风险与压力,美国具有一些优势,如金融部门仍比较稳健、政策空间较大以及货币当局愿意采取“预调式行动”对付通货紧缩风险。

至于本专栏的标题所提的问题,基金组织认为,目前仍没有明显的迹象