

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

世紀之交的全球经济

胡祖六

清华大学中国经济研究中心

No.199810

1998年10月

Working Paper

National Center for Economic Research

At

Tsinghua University, Beijing

世纪之交的全球经济

胡祖六

1. 引言

经过近乎百年的挣扎奋斗——两次世界大战，接连不断的革命，政变冲突，四十年冷战与核威胁，到了二十世纪九十年代，人类似乎进入了一个和平、稳定、繁荣的新时期。国际贸易迅速扩张，跨国投资急剧增加，东亚摆脱贫困走入富强的经济奇迹，给了转型经济国家与发展中国家很大的启示，市场化与全球化成了大趋势。

不料，就在世纪之交的最后三年里，风云突变。欣欣向荣的亚洲于 1997 年爆发了前所未有的金融危机，东盟四国、韩国、日本与香港相继进入严重经济收缩；金融传染扩散到了俄国、巴西等新生市场国家，并使全球外汇、股票、债券与期货市场进入一个空前动荡不安的时期。货币贬值、资产泻价、利率高飙、信用萎缩，并开始影响到投资消费等实质经济活动，给经济增长前景投下了浓厚阴影。

世纪之交的全球经济充满着令人焦虑、混乱、迷惘与不安的神秘因素，给投资者、金融机构、中央银行、政府与国际组织提出了许多政策上的挑战。未来十五个月中所发生的将决定人类进入第三个千年之际的战争与和平、萧条亦或繁荣。

2. 金融风险是主要威胁

目前的国际经济环境，以全球金融市场的急剧动荡为主要特征。金融资产价格波幅之大，传播范围之广，为前所未见。这次世界性金融不稳定的震源是于 1997 年夏爆发的亚洲金融危机。

1997 年 7 月 2 日，即香港回归中国的次日，泰国央行宣布泰铢贬值。在此之前的数日中，泰铢固定汇率制度业已受到巨大市场压力，泰国银行在即期与远期外汇市场上的干预已使央行外汇储备丧失殆尽。所以泰铢的贬值已势在难免，并未太出乎预料之外。但不料的是，区区泰国的货币贬值引发了一系列急剧的链式反应，波及到了印尼、马来西亚、菲律宾与新加坡这些东盟国家。更不料的是，危机随后传播到经济实力较雄厚的东北亚——韩国、日本、台湾与香港。最不料的还是，亚洲金融危机持续如此之长时间，演变成整个新生金融市场的危机，最后影响到正稳步复苏的欧盟与强劲的美国经济。

对于处于金融风暴中心的国家（地区）而言，危机的爆发是与其经济内在因素密切相连的。大体上，这些国家都具有两个最致命的结构性缺陷。其一，宏观经济失衡，表现为经济过热，通货膨胀压力上升，地产股市价格出现泡沫，政府财政不稳健（俄国与巴西），短期外债大大超过外汇储备，经常帐户赤字过大等等。其二，金融体系脆弱，表现在经济过度“银行化”，“杠杆化”，即银行部

门资产相对于国内生产总值显得特别庞大（以亚洲为甚），银行信贷不顾信用风险盲目扩张，银行资产负债平衡表迅速恶化，不良资产比例急剧上升，银行法规不全，审慎监管不力等等。

在开放经济条件下，这些宏观经济失衡与结构问题都会聚焦反映在国际收支上，使汇率制度受到愈来愈大的压力。深层的结构性矛盾使得传统的稳定汇率的手段——即提高国内利率，动用外汇储备干预汇市——不能奏效，最后的结果必然是货币大幅贬值。

在以往的国际上历次危机中，包括一九九四/九五年的墨西哥比索危机，汇率贬值既是危机的高峰与结局，也是尔后经济稳定与复苏的前奏。因为贬值改善了危机国家的外部竞争力，带来出口上升，从而校正了国际收支不平衡状况，使经济渐趋稳定。

但这样一个调整过程却未能在亚洲危机国家发生，尽管亚洲货币贬值之大为历次危机所罕见。原因是货币贬值触发了一个经济综合症。贬值加重了私营部门短期外债的偿债负担，并引发了资本外流，使股票、地产等资产价格大幅下跌，从而进一步恶化了银行资产负债平衡表。其必然结果是银根抽紧、信用收缩，严重影响了经济实质部门的生产活动。所以在亚洲，货币危机是起因，引发并加剧了外债危机与银行危机。欲恢复市场信心，稳定经济，就必先稳定汇率，欲稳定汇率，就应当在提供外部金融援助（官方资本流入）的同时，采取紧缩货币政策。这就是为什么国际货币基金组织在紧急援助计划中坚持亚洲危机国家先实行高利率政策。而亚洲经济所出现的并发症，尤其是银行危机，却使得 IMF 开出的药方难以见功效。就好象是医治一个同时患有严重心脏病与肝病的人，为控制心脏病发作，需下一剂猛药，但副作用是有加剧肝病的风险。

这次金融危机不仅在中心地区愈来愈烈，而且传播面之广泛也是以前历次危机所不能比的。因为过去十余年来，国际经济的相互联系比以往任何一个时期都要更加紧密。国际贸易量急剧扩张，国际资本流动迅速增加。尤其是国际资本纽带，把原来分散相对独立的金融市场串联起来，使全球金融交易的规模与流动性大为增加，投资更有效率，但也给源于局部的金融病菌与市场恐慌传播到世界其它地区提供了渠道。

在 1984-1989 年期间，流入新生市场国家的私人净资本（包括直接投资、证券投资与其它投资）每年平均为 150 亿美元。到 1996 年（亚洲金融危机爆发的前一年），私人净资本流入已达到 2408 亿美元，其中约一半流入了亚洲。

但到了 1997 年，情况突然逆转。亚洲金融危机爆发，国际商业银行减少了亚洲地区商业信贷；国际投资基金急剧降低了亚洲在资产分配中的权重，开始大量抛售亚洲的股票、主权债与公司债（包括可转换公司债）。证券投资由 1996 年的 586 亿美元净流入变为 1997 年的 330 亿美元净流出。资本净流出在 1998 年仍在继续。如此巨额的资本抽出，使亚洲各地股市大幅崩盘，债券收益率差急剧扩大。很多投资者蒙受了巨大损失。

起先，有一部分从亚洲撤出的资本转而投向了拉美、东欧与南非这样的新生市场。但大部分资本流向了所谓的“安全岛”，即成熟发达的欧美市场，使那里的牛市继续奔腾。但随着亚洲（包括日本在内）的金融与经济状况继续恶化，俄国的金融与政治危机所引起的震撼，巴西等拉美国家汇率、股票与债券市场的动荡，投资者的信心持续受到重挫，华尔街、伦敦与法兰克福等大金融市场也越来越受到悲观不安气氛所笼罩，其主要股票指数都开始下跌。比如道琼斯工业指数从 98 年 7 月中旬的最高点（9328）到 9 月上旬曾掉到了 7615 点的低位，

掉幅 1700 多点。

从经济基本面分析，新生市场的不稳定至少可以从四个途径影响美国这样重要的金融市场。一，美国主要商业银行对亚洲、东欧与拉美国家有大量信贷；金融危机使这些贷款的拖欠损失风险大大增加，迫使各银行增加贷款损失储备，甚至必须核销某些不良资产。二，新生市场的金融危机使美国大公司（比如英特尔、康柏、摩托罗拉、通用电器）的出口与海外销售受到了打击，影响到许多公司（尤其是高科技公司）的销售额增长与盈利性。三，新生市场的货币贬值使大量廉价产品涌入美国市场，进一步恶化美国贸易不平衡。最后，金融危机引发的政治动荡，如印尼，马来西亚尤其是俄国的问题，会危及全球稳定与军事安全。

上述因素已经对美国股市产生了很大影响，并且将继续产生负面的影响。迄今为止，受影响最大的当然是金融股票。美国主要商业银行、投资银行与保险公司，包括花旗、大通曼哈顿、美林、摩根史坦利、雷曼兄弟、所罗门·史密斯·巴尼、旅行者等等，其股票价格在 1998 年都掉了一半左右。

金融服务业首当其冲，是一个普遍现象。日本的银行证券业早就摇摇欲坠，现在更是雪上加霜，金融清理重组难以进展。欧洲（尤其是德国）的所有大银行都因俄国与其它新生市场的金融危机而赢利锐减，甚至出现亏损。

以投资策略灵活多变著称的所谓对冲基金（hedge funds）也未能幸免。索罗斯的基金损失了 20 亿美元。长期资本管理公司（Long-Term Capital Management），一家倍受尊敬的基金，损失更是惨重，达 24 亿美元。该公司的投资战略集中于债券套利，采用了高度复杂的衍生产品，高度“杠杆化”，在平衡表上有 1000 亿美元的帐面资产，加入平衡表以外的头寸，共 2000 亿美元的资产，偿付危机迫在旦夕。为了防止在一个极其敏感的时刻该公司倒闭所产生的雪崩式反应，纽约联邦储备银行牵头组织华尔街各大投资银行、大商业银行集资 35 亿美元，营救了长期资本管理公司（LTCM）。

长期资本管理公司这样技术高超经验丰富的投资机构所蒙受的巨大损失，充分说明了金融市场的潜在不稳定与高风险。

金融市场是现代经济的血液传导输送系统。亚洲金融危机及其触发的全球范围的市场动荡不安给当今世界经济造成了最大的威胁。

3. 世界经济增长前景

美国总统克林顿最近把这次金融危机称为“半个世纪来最严重的危机”。许多经济学家与金融分析家更是把现在的金融危机与二十年代末三十年初的“大萧条”（Great Depression）相提并论，对经济前景忧心忡忡。

亚洲金融危机是决定世纪之交前三年全球经济增长的主要因素。首先，处在危机中心的亚洲国家经济受到重创，国内需求大幅收缩，国内生产总值（GDP）出现空前的负增长。其次，发展中国家，转型经济国家也将受到亚洲金融危机的负面影响，债券利差增大、资本流入减少、初级产品价格下跌等会使这些国家经济增长放慢；其中俄国，巴西更是受自身金融危机影响而出现经济衰退。最后，新生市场的金融不稳定与经济滑坡会殃及美国与欧盟国家，使其股票市场下调，出口不振，从而经济增长也相应放慢。

亚洲

亚洲长期以来一直是经济增长最具活力的地区。但 1997 年夏爆发的金融危机使该地区的经济增长嘎然而止。如前所述，这些国家的致命弱点是经济过度“杠杆化”——即负债率过高，银行信贷为 GDP 的数倍。货币危机引发的资本净流出，股市地产价格崩溃，使银行体系不良资产的比例急剧上升，同时使那些背负大量短期外债的公司与银行更陷入困境。因此银行开始削减信贷，利率高企。许多批评 IMF 政策的人士没有搞明白，即使这些国家降低中央银行基准利率，其商业银行也并不会随之相应扩张信贷——脆弱的银行体系使央行货币政策丧失了传导机制。因此，无论货币政策松紧与否，信用紧缩难以避免。在流动性干涸的条件下，投资、消费随之下降，国内需求急剧收缩。亚洲五个危机国家——印尼、韩国、马来西亚、菲律宾与泰国，1997 年真实国内需求只增长了 0.1%；1998 年将收缩（负增长）20.5%；到 1999 年，仍将继续减少 4.9%。其真实 GDP 的增长率在 1998 年预计为-9.7%，到 1999 年也仍然将是负增长（见表 1）！

香港特别行政区作为一个金融中心，在这次危机中经济也惨遭打击。恒生指数由 1997 年 8 月 7 日的顶点（16673.27）一年以后竟掉了一万余点，到 1998 年 8 月 13 日则只有 6660.4 点，失去了整整 60% 的市面价值！地产价格也从 1997 年的峰值下降了 40% 左右，但并没见底，再下掉 20-30% 极有可能。三个月期的银行间隔夜拆借利息（HIBOR）飙升，平均高于美元拆借利息（JIBOR）300 个基点。银行放款变得十分谨慎，旅游零售业私营投资皆受重挫。尽管 1997 年的真实 GDP 增长率非常可观，达 5.3%，但 1998 年香港经济预计收缩 4.6%，回落到两年前的水平；鉴于周边环境，到 1999 年恢复增长的希望恐怕也颇渺茫。

1998 年与 1999 年亚洲能继续维持可观增长的只有中国、台湾地区与印度。这三个经济体都在净出口受到压力的情况下，采取了刺激内需的政策。中国大陆与台湾的固定投资将强劲增长，成为经济发展的动力。

	单位 %			
	1996	1997	1998	1999
亚洲（不计日本）	7.6	6.4	2.0	3.9
东盟 4 国	7.0	4.2	-8.7	-1.2
印尼	8.0	4.6	-18.5	-1.1
马来西亚	8.6	7.8	-5.8	-0.9
菲律宾	5.8	5.2	-1.2	0.5
泰国	5.5	0.7	-8.0	-2.5
印度	7.5	5.1	5.0	4.5
中国	9.6	8.8	7.6	8.3
四小龙	6.3	6.1	-2.2	0.0
香港	4.6	5.3	-4.6	-3.0
韩国	7.1	5.5	-7.0	-3.0
新加坡	6.9	7.8	-1.2	0.2
台湾	5.7	6.8	4.7	4.9

资料来源：国际货币基金组织（IMF），与作者预测。

发展中国家

亚洲以外的其他发展中国家都或多或少受到亚洲的金融传染，发展中国家（包括中国与印度）平均经济增长率从 1996 年的 6.5% 下降到 1997 年的 5.7%。其中以亚洲与非洲国家的增长放慢最为显著。位于西半球（拉美地区）的发展中国家 1997 年稍微得益于亚洲的金融危机，经济增长比之前两年甚至更为强劲。但好景不长，金融危机从整体上增加了新生市场债券风险溢价，使这些国家外债成本增加；由于相对失去了出口竞争力，并因为初级产品国际价格下跌，使经常帐户赤字进一步恶化，同时当它们的固定汇率制度受到冲击时，央行被迫抽高国内利率，不仅使政府公债利息支出大大增加，而且使国内需求受到抑制。预计 1998 年拉美地区经济增长将大幅放慢，由 1997 年的 4.9% 下降到 2.2%。1999 年将进一步放慢，到 1.2% 左右。（见表 3）

巴西——拉美最大的经济——目前所面临的危机，能典型地反映该地区的困难。巴西 1997 年的经常帐户赤字占 GDP 的 4.2%，政府预算赤字达 GDP 的 5.9%，需要国外融资予以弥补，1998 年夏俄国金融危机爆发后，国际投资者信心陡落，断了巴西国外融资之路。同时巴西的贝拉蒂债券（Brady bond）与全球债券收益率飙升，加重外债负担，巴西公司纷纷购外汇偿还外债，私人资本大量外流。在两个半月时间内，巴西丧失了 226 亿美元的外汇储备，其货币里约受到空前压力。为了免遭亚洲与俄国货币贬值之劫，巴西采取了宏观紧缩政策。真实 GDP 预计将由 1997 年 3% 变为 1998 年的零增长；1999 年甚至极有可能变成 2% 的负增长。虽然卡多索总统在大选之前拒绝向外求援，但巴西极有可能向 IMF 与美国吁请紧急援助了。

转型经济国家

1997 年，东欧国家十分侥幸，几乎没有受到亚洲金融危机的影响。在 1997 年 5 月，捷克货币与泰国的泰珠同时受到压力，但捷克抽紧了货币与财政政策，使经常帐户赤字显著减小，而避免了后来泰国的危机。匈牙利因宏观经济表现良好，而安然无恙。至于波兰，在经过 1990-1991 年的痛苦休克疗法以后，已保持了六年的增长，1997 年真实 GDP 增长率竟有 7%。东欧国家 1998 年平均经济增长预计达 4.1%，1999 年达 4.4%，前景十分可观。

与东欧比起来，俄国就显得命运坎坷了。亚洲金融危机爆发后，脆弱的俄国经济哪堪承受一轮又一轮的余震。1997 年 10 月、11 月，和 1998 年 1 月，卢布惨遭抛售，每次俄国政府都靠拼命提高利息来捍卫汇率。但俄国的宏观经济基础太不安稳，政府一直收不上税，财政成了“要饭财政”，政府财政赤字高达 GDP 的 8.4%，比中国的“吃饭财政”显然又差了许多倍。屋漏偏遭连夜雨，国际市场初级产品与能源价格回落，使俄国除了米格飞机外唯一能赚外汇的石油与天然气出口收入大为缩水。1997 年底俄国外债有 1250 亿美元，占 GDP 的 28%。官方外汇储备为 180 亿美元，只可用于两个月的进口。1998 年外汇储备估计已消耗了一半，只剩下可怜的 80 亿美元。

在世纪之交的余下两年，俄国的光景将非常惨淡。1998 年有相当一段时间俄国没有政府。现在刚有了一个政府，但有政府与没有政府实在也没有差别。第一，俄国总理必须对付一个声势渐壮的杜马，难以在经济政策上取得自主权。第二，不管什么政策出台，大概都是为 1999 年 12 月的杜马选举与 2000 年 6 月的总统选举铺路。第三，这意味着，财政政策的首要目标不是消减赤字，而实

际上赤字会进一步恶化，因为政府将急于偿付所拖欠的工资与养老金，同时怕得罪既得利益集团而不致严厉打击逃税。第四，俄国的银行实际上都已破产，虽然政府已宣布担保存款，但真正发生挤提的话，根本无法招架。第五，俄国需进口 30%的所需食品，今年农业收成已下降了 25%，卢布的大幅贬值进一步提高了进口负担。第六，当乔治·索罗斯都在俄国赔了几十亿美元时，最勇敢的外国投资者也会对俄国的债券或股票退避三舍，未来两年中不会有私人资本流入俄国。最后，唯一的救星——美国、德国与 IMF 都已经做出了同样的结论：俄国是一个不可救药的败家子，再投上几百亿美元紧急援助，也只是投入一个无底的耗子洞，唯一的出口只会是俄国黑手党在瑞士的银行帐户。所以官方资本流入俄国的希望也日渐落空。

在经历了八年之久，年复一年的收缩以后，俄国经济好不容易在 1997 年取得了 0.8%的正增长。但在 1998 年与 1999 年，俄国经济这块饼又会以 4%-4.5%的速度缩小。

发达国家

过去几次全球性经济放慢都是因为欧美发达国家经济首先衰退而引起的，亚洲（包括日本）只是受第二波的影响，但这次却是因为亚洲金融危机与日本的经济问题而引起的。

亚洲金融危机对发达国家的影响取决于两个因素。一是它们与亚太地区贸易与金融联系的紧密程度；二是它们自身经济在商业周期中所处的位置。如表 3 所示，就与亚洲的贸易联系而言，日本最为紧密。日本向该地区的出口达 1820 亿美元，占日本同内生产总值的 4%。拉美是美国很重要的贸易伙伴，东欧是欧盟很重要的贸易伙伴。但亚洲在美国和欧盟的出口市场中份额也很大。所以亚洲经济衰退对日、美、欧都有不利影响。至于与亚洲的金融联系，日本也是最为密切，美国居其二，欧洲比较疏远。日本是亚洲最大的直接投资者，日本银行放款占亚洲危机国家外债的一半以上。所以就经济联系而言，在亚洲金融危机中，日本首当其冲。

表 2. 发达国家与新生市场的贸易联系

单位：亿美元

出口国	目的地				总计
	拉美	东欧	俄国	亚洲 (不计日本)	
美国	1040 (1.4%)	110 (0.2%)	30 (0.05%)	1200 (1.6%)	2380 (3.5%)
日本	160 (0.3%)	40 (0.1%)	10 (0.02%)	1820 (4%)	2030 (4.4%)
欧盟	350 (0.5%)	1260 (1.8%)	220 (0.4%)	1090 (1.6%)	2720 (4.3%)

资料来源：国际货币基金组织；美国商务部。

注：括号中数字系占 GDP 份额。

日本经济自 1989/1990 年股市与地产泡沫破灭以后，元气亏损，增长一直疲弱。但 1996 年，增长突然跃升到 3.9%，1997 年初表现也颇强劲。桥本内阁

开始大意起来，把政策转向于财政调整，在 1997 年 4 月调高消费税，同时削减政府支出。财政的抽紧把正在恢复的增长扼杀于摇篮之中。到 1997 年下半年，亚洲金融危机爆发，日本顿时处于内外不利困境。银行业坏帐累累，信用收缩。日经指数下滑，影响了国内信心，又进一步减低了投资与消费意愿。1997 年真实 GDP 增长大幅减慢，只有 0.8%。

1998 年，日本国内需求更加疲弱。公司破产增多，失业率攀升，居民丧失了“永久就业”的安全感，减少消费而增加谨慎性储蓄。1998 年 4 月，日本政府宣布了一项庞大的财政刺激计划。但即使这些扩张性措施全部落实，乘数作用恐怕也颇有限。1997 日本财政赤字占 GDP 的 3.7%，在主要工业化国家中居最高。因此任何扩张性财政政策都会增加对未来税赋义务加重的理性预期。

1998 年夏小渊组阁后，经济政策有两个主要变化。一是采纳美国建议，强调金融改革，恢复银行健康。二是日本银行采取扩张性货币政策，从已有的低利率水平上，进一步降低利率，同时日本银行大量购买日本政府国库券与日本公司债券，以给经济创造流动性。这两项政策对日元汇率有不同的影响，前者可以支持日元，后者则使日元更加疲弱。因为日本银行估计有一万亿美元的不良资产，金融改革进展可能极其缓慢，日元贬值的可能性仍然颇大。但日元汇率究竟如何变化，也要视美国宏观经济政策如何调整而定。

与日本不一样，当亚洲金融危机爆发时，美国经济正处于商业周期的顶峰，经济活动水平接近于生产能力线，失业率在 5% 以下，四分之一世纪来最低。所以亚洲金融危机实际上帮助了美国抑制了总需求，避免经济过热，减少了通货膨胀压力。正如去年底美联储主席艾伦·格林斯潘在国会听证时所指出的，亚洲金融危机，虽令人忧虑，但客观上“对美国经济有健康影响的一面”。

美国 1997 年真实经济增长率为 3.9%，比在亚洲危机发生前预计的还要好，创九年来最高纪录。同时，通货膨胀率很低，消费物价指数只上升了 2.3%，国内生产总值平减指数只上升了 2%，是美国 32 年来最低的通货膨胀率。与日本和其它工业国家相比，美国至少还有四张王牌。一是美国联邦预算基本上达到了平衡，财政基础坚实。二是美国的资本市场与金融服务效率很高，金融系统比较稳健。三是美国在几乎所有主要高科技尤其是信息产业领域居全球领先地位。四是鲁宾—萨莫斯—格林斯潘（Rubin—Summers—Greenspan）经济政策班子令人称羨。

虽然所谓“知识经济”在美国越来越重要，各项经济指标都破记录，但这种正形成中的“新经济”能使美国避免商业周期波动却只是一个未被证明的神话。事实上，随着亚洲金融危机的加深，以及向俄国拉美等新生市场的扩散，对美国经济的消极影响正在形成，经济放慢的迹象已经表现出来。所以，美联储主席格林斯潘又在警告，“不要以为美国总是一块繁荣的绿洲”。为了抵消金融危机的负面影响，保持美国经济健康增长，美联储极有可能从 1998 年秋起逐步降低联邦基金利率，在未来十二个月中，累计减息预计达 100 个基点。

与美国日本相比，欧洲对亚洲金融危机的反应虽然不是漠不关心，但基本上采取一种洁身自好袖手旁观的姿态。欧洲的经济比不上美国那样强劲，但比日本情形要好许多。英国的真实 GDP 在 1997 年增长了 3.3%，而失业率只有 5%。德国经济在 1997 年有了明显改善，增长了 2.2%，主要依靠出口拉动。法国在 1997 年出口与内需却双双转旺，经济增长了 2.4%。意大利为了抑制财政赤字，费了九牛二虎之力，但幸好没有危及经济复苏，真实 GDP 增长从上年的 0.7% 回升到 1997 年的 1.5%。但与英国不同，德、法、意三国的失业率仍处高位。这三

个国家以及欧洲大陆的其它国家在中长期都面临改革社会福利制度与劳工市场的艰巨任务。

但就短期而言，欧洲的注意力几乎全部放在准备实现货币统一上面。在 1998 年 3 月，欧洲委员会作出决议，现有 15 个欧盟成员中，11 个国家已合格加入欧洲经济与货币联盟（EMU）。其标准是基于 Maastricht 条约中关于各成员国在通货膨胀率、公共财政、利率与汇率上的趋同要求。其余 4 个欧盟成员中，希腊尚不合条件，但希望能在 2001 年加入 EMU，而英国、丹麦与瑞典则表示不想立即加入。

虽然俄国的金融风暴对德国等欧洲国家产生了冲击，但欧洲的宏观经济政策基本上只为顺利引入欧元（Euro）服务，欧洲中央银行（ECB）与德意志联邦银行都会坚决抵制减息的要求。因此，欧洲不会为稳定全球金融市场作出单边性的努力，它们只可能通过 IMF 这样的国际组织发挥一些作用。

表 3. 亚洲金融危机前后对世界经济增长的预测

真实 GDP 增长率 (%)	1997		1998		1999
	危机前预测	实际值	危机前预测	修正预测	最新预测
美国	3.8	3.9	2.8	3.5	2.3
日本	1.7	0.8	2.9	-2.3	0.1
欧盟	2.2	2.4	2.5	2.8	2.3
OECD	2.8	2.8	2.7	2.2	1.9
拉美	4.5	4.9	5.0	2.2	1.2
东欧	4.2	5.2	4.4	4.1	3.5
亚洲（不计日本）	6.9	6.4	7.1	2.0	3.9
亚洲“四小龙”	5.5	6.1	5.9	-2.2	0.0
东盟	6.3	4.2	6.7	-7.7	-1.2
印度	6.6	5.0	6.3	5.0	4.5
中国	9.3	8.8	9.0	7.6	8.3
全球	3.8	3.7	3.8	1.8	2.1

资料来源：国际货币基金组织，Goldman Sachs 与作者预测

综上所述，亚洲金融风暴会导致全球经济增长显著放慢。亚洲（不计日本）平均增长率在 1998 年将削减三分之二，由 1997 年的 6.4% 降到 2.0%。五个亚洲危机国家，日本和香港经济更是会在 1998 年进入历史上罕见的严重收缩，到本世纪收尾时恐怕也不能复苏。幸而，美国和欧盟仍有希望维持较高增长，在很大程度上冲销亚洲金融危机的衰退性影响。因此，1998 年全球经济增长率会从前一年的 3.8% 急剧降到 1.8%，接近 1991 年美国欧洲经济衰退时的全球增长率水平，但仍略高于 1983 年美国严重衰退时的世界增长率。到 1999 年，如果亚洲金融危机逐渐平息的话，全球经济可望略微回升。

4. 全球性通货紧缩的幽灵

最近，越来越多的经济学者与金融界人士发出警告，世界经济即将进入全面通货紧缩时期，其后果会与二三十年代的世界经济大萧条相似。

亚洲金融危机的确对世界物价水平及其变化产生了重要的影响。第一，如上所述，这场危机使全球经济增长显著放慢，抑制了很多国家的总需求与经济活动，因而大大减缓了通货膨胀的压力。第二，亚洲突然由世界上经济增长最快的地区而变成最慢的地区，减少了对原材料，石油等初级产品的需求，而使原油等初级产品的国际价格大幅下跌。第三，亚洲危机国家与其它新生市场国家的货币大幅贬值，降低了这些国家主要出口产品的美元价格，如韩国出口的电脑记忆芯片等。第四，亚洲国家以前过度投资，又仿效日本出口导向模式，使得许多行业——包括半导体、汽车、石化、钢铁、造船等等——生产能力过剩。因此从供应一方也会造成物价下跌的压力。

表 4：世界通货膨胀率（%）

	十年平均		1994	1995	1996	1997	1998	1999
	1980-89	1990-99						
GDP 平减指数								
发达国家	6.2	2.7	2.2	2.3	2.0	1.8	1.7	1.7
美国	5.0	2.7	2.4	2.5	2.3	2.0	1.6	2.1
日本	2.2	0.7	0.2	-0.6	-0.5	0.6	0.0	-0.3
欧盟	7.3	3.2	2.6	2.9	2.4	1.8	1.7	1.8
其它	11.1	3.6	2.9	3.4	2.8	2.6	3.8	2.6
消费物价指数								
发展中国家	36.0	28.8	50.7	21.7	13.7	8.5	10.2	8.5
非洲	16.0	21.9	34.6	33.9	26.2	10.5	7.5	6.0
亚洲	8.8	8.2	14.7	11.9	6.7	3.9	8.0	6.2
中东、欧洲	19.5	26.7	31.9	35.9	24.5	22.6	26.6	26.3
拉美	116.7	91.2	210	35.9	22.3	13.1	9.1	7.4

资料来源：国际货币基金组织

从 1997 年开始，初级产品国际价格确实开始下跌。原油每拜耳在 1997 年是 19.18 美元，下降了 6%，预计 1998 年的平均价格为每拜耳 15.94 美元，下降 16%。非燃料初级产品价格 1997 年下降了 3.7%，1998 年仍会继续走低。但是初级产品价格下降并不意味着通货紧缩的开始。初级产品价格一向波动剧烈，忽跌忽升。比如 1994 年世界原油价格下降了 5.5%，但 1995 年就止跌回升，1996 年竟上升了 19%。一般物价水平的变化相对平稳，因此近来初级产品价格下降未必一定意味着一般物价水平也会呈下降趋势。

在亚洲危机国家，货币大幅贬值提高了进口成本，事实上产生了通货膨胀的压力。在东盟四国，1997 年的平均通货膨胀率为 5.4%，1998 年则升到了

21.7%，其中印尼的通货膨胀率达 65.9%，韩国的通货膨胀率也由 4.5% 上升到 7.5%。实际上真正出现了负通货膨胀的国家只有中国和日本，但这只是暂时的局部的现象。世界上大多数国家仍然有较高的通货膨胀率。比如在 1997 年，消费物价指数在发达国家上升了 2.1%，在发展中国家上升了 8.5%，在转型经济国家则上升了 27.8%。亚洲金融危机使通货膨胀率在本世纪余下两年中进一步走低（Disinflation），但不大可能引起世界范围内的通货紧缩（Deflation）。

当然，亚洲金融危机及其冲击波充分暴露了亚洲各国（包括日本）与其他新生市场国家金融体系的缺陷。脆弱的银行体系有可能形成恶性循环，既不良债务上升，银行削减贷款，造成信用紧缩，压抑总需求，经济衰退，引起不良债务进一步上升。如此循环则真正会形成通货紧缩的压力，因此，银行改革相当关键。

在目前的国际环境下，是否可能重演 1929-33 年出现的大萧条呢？其回答是，有一定风险，但可能性较低，因为今天的世界经济与本世纪初时的世界经济有根本的区别。第一，今天的世界经济再不象是 20 年代那样被金本位箍死拴牢，而是以浮动汇率制度为主，在国与国之间国际收支与国内需求相互调整过程中有很大灵活性与自由度。第二，今天的政府与货币当局，因不再受金本位的羁绊，能够灵活调整财政政策与货币政策，以抵销亚洲金融危机的消极影响。凯恩斯的理论在总需求不足的形势下能发挥巨大的效力。事实上，目前的“紧缩”比 1973-1983 年的“滞胀”（Stagflation）要容易对付。当出现高失业率、负增长、高通货膨胀时，政府往往无所适从，因为采取任何一种政策都会顾此失彼。而在目前的“紧缩”环境下，经济增长放慢，通货膨胀率下调，甚至出现负值，那么政府可以一石双鸟，即采取扩张性财政与货币政策，既能刺激总需求和经济增长，又能避免通货紧缩。

第三，今天的世界经济与本世纪初还有一个根本区别，就是有布雷顿森林机构——国际货币基金组织与世界银行；也有新近成立的世界贸易组织。虽然受有各种批评与误解，国际货币基金组织在化解金融危机，维持全球金融货币体系稳定中还是起了举足轻重的作用。美国比起本世纪初显然也更愿意承担国际义务和扮演领袖角色。通过国际合作与政策协调，全球性的金融恐慌、经济衰退和通货紧缩是能够防止的。

5. 结语

九十年代初，苏联解体，冷战结束。前中央计划经济国家以及美洲、非洲、与亚洲的发展中国家都纷纷仿效东亚的成功经验，走市场经济的道路，国际贸易与投资有了惊人的扩张。人类似乎进入了一个稳定、和平与繁荣的新时期。

九十年代末，金融风暴席卷东亚，并波及俄国、巴西等新生市场国家，造成了全球金融市场的不安。亚洲金融危机的破坏力之大，影响面之广，实属半世纪来所罕见。

亚洲金融危机构成了对世纪之交全球经济的最大威胁。短短一年内，它把一个世界上最充满活力增长最快的地区变成了一个金融最不稳定、经济最萧条的地区。亚洲的五个危机国家——泰国、印尼、马来西亚、菲律宾与韩国，以及日本和香港，都陷入了严重的经济收缩。鉴于脆弱的银行部门难以在短时间改革康复，该地区经济在 1999 年复苏的希望也颇渺茫。

亚洲金融危机也给美国与欧洲带来了消极影响。但美国与欧洲仍有希望维

持健康增长。因为美国占世界经济约四分之一，美联储有可能采取的降息政策，以及继续保持市场的高度开放，应该非常有助于部分抵销亚洲金融危机对全球经济的衰退性影响。因此，1998 年的全球经济增长率将会大幅放慢，但预计只是回落到 1991 年的水平，而略高于 1983 年的世界经济平均增长率。

亚洲金融危机会造成初级产品与一系列制成品的国际价格下跌，造成股票地产价格低迷，造成许多国家需求萎缩、经济衰退，但不大可能引发全球性的通货紧缩。

亚洲金融危机给中国造成了巨大的挑战，但也提供了机会。在短期内中国在保持汇率稳定的同时，可以果断地实行扩张性财政与货币政策，保持国内需求健康增长，从而抵销净出口萎缩与外资流入减少的不利影响。在中长期，中国则应当汲取亚洲邻居的教训，积极推进体制改革，尤其是国企与银行部门的改革，防范金融风险于未然。如果中国能在世纪之交的最后两年取得结构改革上的突破，就可以为经济长期高速增长打下坚实基础。中国经济在进入二十一世纪后就会有更强的后劲与更优的竞争力。

（作者系清华大学中国经济研究中心主任
美国高盛投资银行执行董事）

参考文献：

- ①. 国际货币基金组织（IMF）：《国际金融统计》（International Financial Statistics），August 1998.
- ②. Rudi Dornbusch, “Growth Forever”, Asian Wall Street Journal, August 5, 1998.
- ③. Abby Cohen, “Super tanker America—Smooth Sailing in Rough Global Waters”, Goldman Sachs, New York, June 1998.
- ④. 胡祖六（Fred Hu）, “刺激经济增长与结构改革并行不悖”（Stimulus Policies Can Reinforce China’s Reforms）, 亚洲华尔街日报（Asian Wall Street Journal）, 1998 年 8 月 5 日.
- ⑤. 胡祖六(Fred Hu), “中国——亚洲的避风港” (Shelter from the Storm), 《布隆帕格金融杂志》, 1998 年 9 月.
- ⑥. 胡祖六, “东亚的银行体系与金融危机”, 《国际经济评论》, 1998 年第 5-6 期, 第 13-17 页.
- ⑦. Paul Krugman, “America the Boastful”, Foreign Affairs, May/June 1998.
- ⑧. Jeffrey Sachs, “Asia’s vicious Cycle”, World Link, July/August, 1998.
- ⑨. Joseph Stiglitz, “The Financial System in the East Asian Miracle and the East Asian Crisis”, 清华大学中国经济研究中心讲演, July 19, 1998

通信地址:

北京 清华大学

中国经济研究中心

电话: 86-10-62789695 传真: 86-10-62789697

邮编: 100084

网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn

Adress:

National Center for Economic Research

Tsinghua University

Beijing 100084

China

Tel: 86-10-62789695 Fax: 86-10-62789697

Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn