



2007年全球经济继续保持增长，但受美国房地产价格下跌与次贷危机影响，呈现出金融动荡和经济减速的特征。与此同时，国际油价大幅攀升、美元汇率下跌与全球流动性过剩，这些因素使全球通货膨胀风险加大。迄今为止，美国房地产价格下跌与次贷危机仍在发展之中，国际油价处在历史高位，全球经济失衡与美元汇率的调整方向还存在着不确定性，通货膨胀风险在继续加大。另一方面，发达国家为应对次贷危机正在采取多重协调措施：欧元区、日本经济与美国经济处于周期的不同阶段；新兴市场经济大国保持强劲增长。这将有助于缓解美国经济减速对全球经济的负面影响。因此，2008年世界经济的增长将有可能继续放慢，但不太可能发生经济衰退。国际货币基金组织预计世界经济仍能维持4.8%的增速。

世界主要经济体的走势

2007年前三个季度的统计数据显示，美国经济仍然维持着增长势头，房地产市场价格下跌及次贷危机的影响尚未完全显现出来，其延迟效应将逐渐在美国经济中体现出来。支撑美国经济增长的主要推动力仍然是个人消费支出。在2007年前三个季度内，个人消费支出对经济增长的贡献度分别为2.6%、1.0%和1.9%。房地产价格下跌所引发的负财富效应，在很大程度上被证券市场的繁荣所抵消。进入第四季度之后，投资者对次贷危机的恐慌已经危及证券市场，进而有可能使证券市场的正财富效应转化为负财富效应；同时，油价大幅飙升也将威胁到消费者的信心。美国消费需求减少将不可避免地传递到企业投资领域。2008年对美国而言，唯一值得乐观的因素是净出口。由于美元大幅贬值，以及美国以外的经济体增长相对强劲，美国的贸易逆差会继续呈现下降趋势，对经济增长发挥积极作用。考虑到次贷危机的延迟效应，以及房地产价格在2008年下半年才可能触底，2008年美国经济增长率会在2%以下。

日本经济此轮的增长周期真正始于2005年，在摆脱泡沫经济后遗症的同时，经济呈现出内需驱动型增长。因此，日本经济尚未进入周期的下降阶段。2007年前三季度，日本经济呈现出波动走势，第二季度出现了负增长，这主要是由于投资下降造成的。而私人消费需求却一直保持正增长，其贡献率分别为1.6%、0.4%和0.8%。促进经济增长的另一个主要因素是净出口，尤其是对中国的出口增长发挥了积极的作用。当前，日本经济面临的结构性问题依然是通货紧缩风险。2008年，影响日本经

经济的消极因素会继续存在：美国与全球经济减速、次贷危机与高油价。与其他发达国家相比，日本经济面临的积极因素是东亚经济高速增长，无须担心房地产市场下跌，不存在通货膨胀风险。因此，日本经济增长率将会略微降低到1.7%—1.8%。

欧元区经济从2006年开始步入新一轮上升周期。与以往的经济复苏不同，此轮复苏具有明显的可持续性：困扰欧元区经济多年的失业问题开始改善，相应的经济增长呈现出内需拉动特征。2007年，尽管欧元对美元升值幅度很大，次贷危机也严重波及欧元区金融市场，但经济增长仍然保持着相对强劲的势头，在三大经济体中增速是最快的，预计可达2.6%，这是多年来少有的现象。失业率从2007年年初的7.8%降低到2007年9月份的7.3%。鉴于经济仍处在周期上升阶段，2008年即便全球经济减速，欧元区经济陷入衰退的可能性也很小。目前，欧元区经济存在的突出问题是欧元汇率升值对出口的冲击，通货膨胀出现了上升趋势。面对经济减速和次贷危机，欧洲银行将不得不升息。因此，2008年欧元区经济增长速度也将会放慢，预计在2.1%左右。

与发达国家相比，新兴市场经济体，尤其是俄罗斯、印度、巴西与中国等大国经济继续保持强劲的增长态势，对全球经济增长的贡献度越来越大。在发达国家经济放缓的情况下，新兴市场经济已经成为全球经济增长的主要推动者。这将在一定程度上缓解因美国经济放慢对全球经济增长所产生的影响。目前，次贷危机尚未波及全球金融市场，东亚经济对此切不可掉以轻心，这将是2008年东亚地区经济与整个新兴市场经济所面临的重大风险。

全球经济面临的风险

当前全球经济面临的风险主要来自于以下四个领域：

第一，美国房地产市场与次贷危机的发展方向。房地产市场价格下跌与次贷危机是一个问题的两个方面。只要房地产价格下降趋势得不到改变，次贷危机就会进一步发展。始于2006年的房地产价格下跌，直到现在仍没有止跌回稳的迹象。一般认为，2008年下半年美国房地产市场价格会跌到谷底。即便如此，次贷危机引发的连锁反应，也很难在房地产价格结束下跌后随之消失。

一是短期内次贷危机的最大风险，在于带给金融市场的不确定性加大。与传统的金融危机相比，次贷危机使投资者无法完全确定究竟谁是最终的损失承担者。不仅是普通投资者对次贷危机的后果了解甚少，而且专业金融机构也无法判定危机的影响范围和规模。这种高度的不确定性，使金融市场的贷款意愿大幅降低，融资成本大幅提高，货币市场出现了流动性枯竭的局面。为此，美联储（包括其他发达国家货币管理当局）不断向货币市场注入流动性并降低利率；与此同时，美国政府还积极向无力偿还抵押贷款的房屋所有者提供帮助，支持私人机构组建抵押贷款证券超级基金，以恢复金融市场的信心。

二是中期内次贷危机有可能加剧全球流动性过剩局面，为通货膨胀

死灰复燃埋下祸根。全球流动性过剩与近期发达国家货币市场流动性枯竭并存，这种看似矛盾的现象背后具有客观的必然性。货币市场的流动性枯竭是投资者信心不足的表现，类似于凯恩斯所说的“流动性陷阱”。尽管大量游资仍在不同市场上进行投机活动，但却不会弥补货币市场的流动性缺口。而货币管理当局降息与注入流动性的举措，最终将加剧全球流动性的过剩，为将来的通货膨胀创造了条件。

三是长期内次贷危机有可能改变金融市场的运行方式。长期以来，抵押贷款证券化被认为是金融创新的一项重要内容，不仅降低了市场融资成本，而且降低了金融风险。然而，次贷危机的事实证明，只要房地产市场泡沫崩溃，被这种金融创新掩盖的金融风险就会凸显。金融市场对证券化风险的低估，是次贷危机带给人们的重要教训之一。危机发生后，美欧金融监管机构已经开始着手检讨包括市场评级机制在内的金融市场运行方式。

次贷危机的影响是多重的和严重的。但就其短期走势而言，次贷危机不太可能引发全球金融危机。原因在于：美联储还有较大的降息空间，并已公开表示将根据次贷危机的发展进程，无限制地向货币市场注入流动性；基于利益的一致性，发达国家货币管理当局为抑制次贷危机的恶化，会采取协调立场。

第二，国际石油价格攀升的前景。始于2007年下半年的国际油价迅速大幅上升，将成为2008年全球经济增长的一大威胁。此轮油价上升的原因非常复杂，未来的走势也难以预料。从石油供给方面看，主要影响因素有：一是中东地缘政治风险是国际投机资本屡试不爽的炒作题材。二是美元汇率大幅贬值，促使石油输出国不愿意通过增产平抑价格。回顾国际油价的历史走势，油价上涨与美元贬值通常都是同步的。三是欧佩克开始担心替代能源的发展前景，即所谓的供给安全问题。高油价正在刺激发达国家新一轮的替代能源的开发。尤其是生物能源技术逐渐趋于成熟，并具有市场竞争能力。这在长期内会威胁到欧佩克的市场垄断地位。鉴于替代能源的开发已经成为一个不可避免的趋势，对欧佩克而言，一方面要在替代能源威胁变为现实之前获取石油垄断的最大利益，另一方面也不能允许油价无限制地上升，以便减缓替代能源的发展步伐。所以，欧佩克不再愿意单方面承担平抑世界石油价格的责任。

从石油需求方面来看，促进和阻碍油价上涨的因素参半：一是中长期内，发展中大国经济高速增长，对进口石油的需求必然增加。随着越来越多的发展中国家参与经济全球化进程，石油需求日趋增加，决定了油价不可能回归到20世纪90年代以前的水平。二是短期内，全球经济增长速度放慢，将减少对石油的需求。因此，短期能源需求减少不支持油价继续大幅飙升。三是美国国内政治变化的前景，有可能改变目前对国际油价的政策。2008年是美国大选年，假如民主党获胜，其能源政策取向可能会作出调整。

综合供需两方面的因素，在国际游资找不到合适的投机领域之前，国际油价短期内仍然有可能创出新高；但是，短期需求趋少并不支持油价的继续走高。鉴于2008年全球经济减速的可能性非常大，油价回落将是不可避免的。在中期内，需求的稳定增加和欧佩克立场的转变，决定油价会继续维持在高位。至于长期内油价的走势，将取决于替代能源的

发展速度。

第三，美元汇率无序调整的风险。2007年由于美元贬值，美国经常收支账户向好，全球经济失衡总体上趋于改善，但美国对石油输出国和东亚经济体的贸易收支逆差状况并未随之改观。因此，全球经济失衡调整的重心从多边层面开始转向双边层面。美元汇率从主要对欧元贬值，开始扩展到对东亚货币的贬值。美国经济减速和次贷危机，也使人开始担心迄今为止的美元有序贬值，会不会发展到无序贬值。不过，就目前而言，尽管美元无序调整的风险加大，但短期仍然会遵循小幅有序贬值的格局。

影响未来美元汇率走势的不利因素，主要来自于以下几个方面：一是美国次贷危机和经济减速，降低了美国资本市场和美元资产的吸引力，将会促使资本流出和美元继续走弱。二是发达国家之间利率政策的走向，将会降低美元资产的收益率。近年来，美国短期利率水平一直高于其他发达国家。今后一段时期内，在不发生恶性通货膨胀的前提下，美国将会进一步降低利率。考虑到经济减速与通货紧缩的威胁，日本目前的低利率政策不会轻易改变。欧元区则不然，出于对通货膨胀的担忧，欧元区利率可能更倾向于上升。三是美国政府目前对待美元汇率的立场，不利于美元的回升。美国政府对目前的汇率贬值趋势，越来越表现出“善意忽视”，甚至已经发展到“有意推动”。当美国自己认为美元需要贬值的时候，外部世界对美元的信心很容易受挫。

另一方面，下述因素将支撑美元不会陷入无序调整的危机：一是美国经常账户收支的改善，对美元汇率走强会发挥积极作用。外部世界经济走势强于美国经济，有助于继续改善美国的经常收支状况。二是美国致力于通过双边途径，有选择地压一些货币对美元升值，而不是一揽子式贬值。这种做法既有利于美国改善经常收支状况，又不会挫伤市场对美元的信心。三是全球美元的最大官方持有者不会轻易放弃美元储备，这点最为重要。目前，美元主要持有者是东亚国家与欧佩克国家。东亚国家明确表态不抛售美元资产，支持美元走强。

第四，通货膨胀压力加大。由于美国房地产价格下跌、次贷危机恶化，货币管理当局不仅对货币市场紧急注入流动性，而且开始降息。这将面临诱发发达国家通货膨胀抬头的风险。由于贸易失衡尚未找到有效的调整出路，美元贬值和顺差国外汇储备增加，顺差国的通货膨胀压力也开始显现。而不断攀升的高油价，正在通过成本推动渠道为通货膨胀增加新的助推力。因此，2008年全球通货膨胀风险加大，已经引起各国政府的高度关注。（李向阳 中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长）

文档附件：

编辑： 文章来源： 《求是》2008年第2期

