



No. C2012008

2012-11

## 减速与调整：全球宏观经济形势研判<sup>1</sup>

卢锋、陈建奇、杨业伟<sup>2</sup>

No. C2012008 2012年11月7日

**摘要：**全球经济虽在 2010 年较快复苏，然而随着各国刺激措施不同程度退出或力度减弱，最近两年全球经济呈现增速回落态势。美国经济方向感暂失，欧洲经济面临双重危机困扰，日本经济处于低增长稳态，资源出口国经济增长受制于商品景气。中国经济具有较大选择能动性，然而受三重因素制约，近来也面临增速减缓挑战。在实行温和宽松宏观政策同时，中国应趁势调整，力推改革，培育自主性景气增长基础。

**关键词：**全球宏观经济，经济增长，经济政策

**JEL 分类号：**F01, F63, O50

<sup>1</sup>根据本文第一作者在 2012 年 9 月 3 日财政部与社科院“中国经济观察与思考高层研讨会——中国经济内外部风险和应对策略”会议上有关发言内容拓展整理而成。感谢李远芳、姜志霄、邱牧远、周俊安参与讨论并在数据整理等方面提供帮助。

<sup>2</sup>卢锋：北京大学国家发展研究院教授，62751599，fenglu@ccer.pku.edu.cn；陈建奇：中共中央党校国际战略研究所；杨业伟：中银国际研究部。

以 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟申请破产事件为标志,美国华尔街全面引爆国际金融危机至今已逾四年。在过去不同寻常四年间,全球经济总体运行大致经历了“合作刺激、快速复苏、后劲不足、增速减缓”的演变轨迹。本文在简略描述近期全球经济增长减缓基础上,着重从主要经济体各自形势具体特点以及世界经济面临调整要求两个方面,梳理分析目前全球经济增长下降的根源与背景,并探讨全球经济减速调整对我国影响及其政策含义。

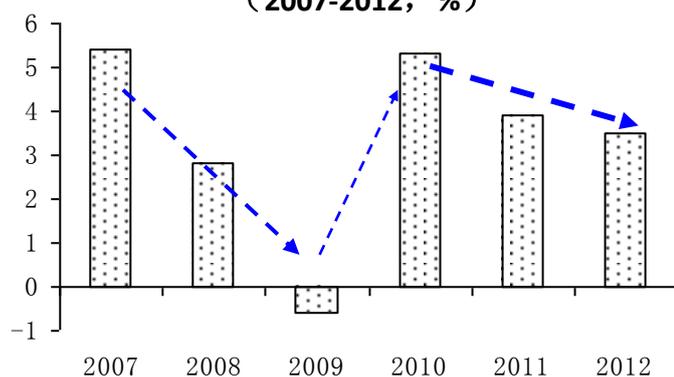
本文基本观点认为,美国经济面临阶段性缺失方向感困扰,欧洲经济遭遇多重危机纠结,日本经济渐趋消停的趋势难改,资源出口国增长受制于商品景气行情,在此背景下各国危机后刺激政策退出效应以及危机前景气增长时期累积失衡需要调整要求,派生出目前全球经济增长减缓走势特点。受国内外因素影响,中国经济也面临增速减缓困难。中国应发挥经济调节最具有能动性特点,直面现实、趁势调整、力推改革,为新一轮经济景气增长培育积极能量。

## 1、全球经济增长减缓

美国华尔街引爆国际金融危机后,主要经济体不同程度实施经济刺激措施,推动全球经济较快走出主要由发达经济体严重衰退带来的罕见整体衰退,2010 年较快出现超预期复苏增长。然而全球经济回升基础并不稳固。受各国特征性原因和全球普遍性因素影响,过去两年全球经济整体运行呈现增速持续走低态势。

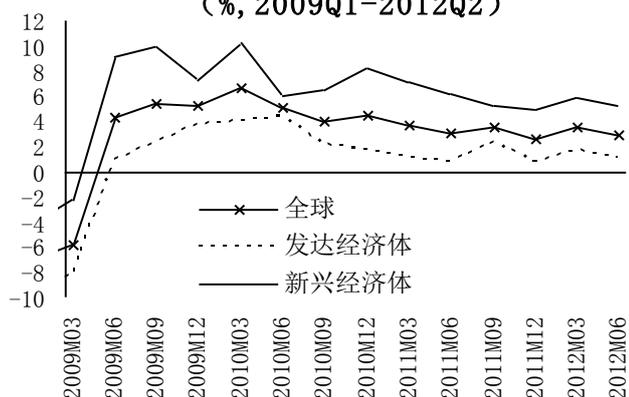
图 1-1 数据显示,全球年度 GDP 增长率从 2009 年-0.6 罕见衰退大幅回升到 2010 年 5.3%,但是 2011 年下滑到 3.9%,根据 IMF 预测 2012 年全球经济增长率将进一步回落到 3.5%。从目前形势看,2012 年全球经济增长率可能比这个预测数更低。图 1-2 报告季度数据也显示全球经济增长率减缓的类似轨迹。

图1-1、全球GDP经济增长率  
(2007-2012, %)



资料来源: IMF-WEO 数据, 2012 年为预测值。2012 年 8 月底下载。

图1-2、全球经济季度环比折年率  
(%, 2009Q1-2012Q2)



资料来源：IMF-WEO 数据，2012 年 8 月底下载。

值得注意的是，如表 1-1 显示，IMF 从 2011 年 4 月到 2012 年 4 月三次下调 2012 年经济增速数据，特别对发达经济体增速累计下调 1.9 个百分点，比现在预测值 1.4%超出一倍多，也就是 IMF 一年多对今年发达经济体增速预期下调大半。IMF 对新兴与发展中国家经济增速预测也有相当幅度下调。联合国、世界银行与 OECD 等其他国际机构也有类似下调。由此可见，目前全球经济增速减缓形势发展具有一定程度超预期属性。

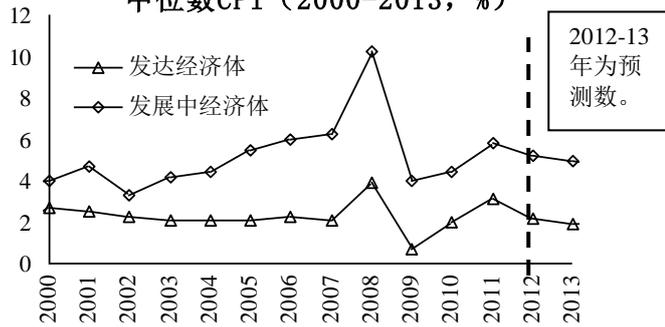
表 1-1、2011 年 4 月以来 IMF 对全球经济增长率预测值下调

	2012 年 4 月预测值	与 2011 年 9 月预 测之差	与 2011 年 6 月 预测之差	与 2011 年 4 月预 测之差
全球经济	3.5	-0.4	-1	-1.5
发达经济	1.4	-0.5	-1.2	-1.9
新兴发展经济	5.7	-0.8	-1.2	-1.5

资料来源：IMF-WEO 数据，2012 年 8 月底下载

图 1-3 数据显示，虽然经济增速下降，然而用消费物价指数 CPI 衡量全球经济整体仍面临显著通胀，2011 年两大类经济体 CPI 增速比过去十年均值甚至还要高一些。在中国等新兴大国可贸易部门生产率快速追赶的巴拉萨效应显著发生作用的环境中，CPI 在衡量通胀方面应是一个低估有偏指标。目前存在显著 CPI 通胀事实显示，目前经济增速下降不同于与货币紧缩相联系的宏观周期经济下行调整，而是存在更为复杂的形成机制与根源。

图1-3、全球两类基本经济体  
中位数CPI (2000-2013, %)



数据来源: IMF-WEO, April, 2012, table A5.

表 1-2 报告主要国际组织对全球经济和主要经济体 2013 年 GDP 增长率预测。OECD 最为乐观,认为明年欧元区会很快回到 0.9%较快增长轨道,中国经济会增长 9%,所以给出 4.2%全球经济增长率预测值。IMF 估计也比较乐观,认为全球经济增长率会达到 3.6%。世行和联合国研究预测机构分别给出 3.0%和 3.1%较低增速预测。从目前情况看,高位估计对欧元区、美国和中国等主要经济体增长率可能过于乐观,最终可能会维持 3%上下增长率,使全球经济减速或低速增长态势进一步延续。

表 1-2、主要国际组织对 2013 年全球和主要经济体 GDP 增长率预测 (%)

	世界	美国	日本	欧元区	中国	印度	俄罗斯	巴西	南非
IMF	3.60	2.10	1.20	0.20	8.20	6.00	3.80	4.00	3.00
世行	3.00	2.40	1.50	0.70	8.60	6.90	4.20	4.20	3.40
联合国	3.10	2.30	2.10	0.90	8.50	7.20	4.40	4.50	3.50
OECD	4.20	2.60	1.50	0.90	9.30	7.70	4.10	4.20	4.20

数据来源和说明: (1) IMF World Economic Outlook, October 2012。(2) 世界银行 Global economy prospect, June 2012 Volume 5。2012 年 10 月 8 日世行发布最新一期《东亚与太平洋经济数据监测》,将中国 2012 年 GDP 增速从 8.2%下调至 7.7%,对 2013 年增速从 8.6%下调至 8.1%。(3)联合国 World Economic Situation and Prospects 2012: Update as of mid-2012 报告。数据更新时间为 2012 年 10 月 9 日。(4) OECD, Economic Outlook No. 91 (2012 May)。

在金融危机后全球经济出现复苏动向时,二十国集团(G-20)2009年9月在美国匹兹堡召开第三次峰会,提出实现强劲、可持续与平衡增长目标框架,成为此后G-20指导与协调各国宏观政策的基本方针。上述观察显示,2010年全球经济确实较快复苏,较好呼应G-20增长目标。然而近年形势演变说明刺激政策推动形成的复苏基础并不稳固,提示全球经济实际处在减速调整阶段。下面先简略从全球经济面临调整角度概括目前形势发生背景,然后着重从主要经济体各自发展阶段、增长方式与结构矛盾等方面分析其国别根源,

从全球整体看,目前经济减速显然是两重相互叠加调整过程的结果。一是各国退出应对危机采用的超常刺激政策带来经济减速效应。例如美国2009年初快速立法通过并实施规模总额为7800亿美元的ARRA刺激政策法案,配套出台“旧车换新车”等消费补贴政策,还实施接近零利率和数量宽松等超级宽松货币政策。组合刺激措施对美国经济2010年较快复苏确实功不可没,但是超常刺激措施具有时限性不能永久实行。随ARRA法案规定财政支出高峰过后,刺激效果也渐趋

式微，如经济系统不能自发启动自主性增长，宏观经济增速必然趋于回落。欧盟等其他发达经济体也出台类似刺激政策，随后相应发生退出减速效应。

新兴市场经济体总体并未发生资产负债表危机，然而出于应对外需萎缩和本国经济增速下滑方面考量，也不同程度的制定实施了较大力度刺激政策。如中国 2008 年底推出以财政投资与货币信贷扩张为主轴、十大产业振兴政策为辅助的组合刺激措施，推动总需求从 2009 年 2 季度率先 V 形回升。中国经济 2010 年重回两位数增速，对全球经济复苏做出独特贡献，然而通过大手松货币信贷并借助政府主导机制“拼来的”高增长，同样也面临可持续性挑战。

二是从较长时期观察窗口看，目前全球经济减速也是早先经济景气增长时期累积失衡矛盾需要进一步释放和消化的结果。美国华尔街引爆的国际金融危机，本质上是危机前一段时期全球宏观经济运行矛盾与失衡因素累积加剧的结果。集中表现为发达国家基本经济部门杠杆率过高以及私营与公共部门负债过度，也表现为新兴经济体增长方式相应存在一些结构性矛盾。危机后各国联手实施超常刺激措施，改变了此前积累深层矛盾通过更为剧烈危机爆发加以释放与消化的前景，然而无法根本消除宏观失衡必然要求调整的客观规律作用。

对主要经济体各自形势特点观察将显示，三类失衡矛盾面临调整对目前全球经济增速减缓具有重要解释功能。一是部分发达国家外部逆差失衡与过高债务负担调整引入减速压力；二是主要新兴经济体一段时期过快扩张派生宏观失衡与结构矛盾面临减速调整压力；三是一些资源出口国依托新世纪初商品景气行情获得巨额“出口额外收入”助推经济快速增长，近来随着大宗商品价格回落面临减速调整压力。消化早先累积失衡矛盾与刺激政策退出效应两重因素相互叠加，塑造目前全球宏观经济增速减缓格局。

## 2、美国经济暂失方向感

美国经济虽因空前力度救助措施较快摆脱“重症急救”险境，然而近年一直处于“复苏不易，景气难再”的增长乏力状态。为什么美国经济呈现一种“找不到感觉”状态？美国经济落入目前增长乏力“新常态”根源何在？对此很多解释都不能使人信服，仍需深入探讨。

例如 2012 年 9 月 13 日美联储为出台 QE3，有关文告认定失业率居高不下是美国经济主要问题。然而稍加思考不难理解，高失业率本身是经济缺乏竞争力导致增长低迷的结果而不是原因。简单认为美国“找不到感觉”是金融危机拖累所致观点也有待商榷。实际情况是，由于美国政府大手救助，其金融系统整体资产负债表早已摆脱过高杠杆化和流动性紧缺困扰，并在总体上呈现流动性偏多状态。美国企业整体元气大伤导致经济一蹶不振吗？答案也是否定的。因为美国现有企业总体盈利状态其实并不差，美国企业微观组织架构、资本市场、基本制度并未因危机受到致命损害，甚至反倒在与欧盟和日本比较中显示出相对优势。无论是美国 Facebook 在资本市场表现还是苹果公司奇迹般东山再起，抑或美国页岩气行业突破还是 3-D 制造业近乎匪夷所思的全新探索，都说明美国经济的微观体制与机制并未在危机中“武功全废”。政府高负债确实会拖累复苏，然而二战后美国债务率更高，最终通过高增长与通胀得以化解。可见高负债与低增长有双向因果关系，仅用高负债解释美国增长乏力新常态也缺少足够说服力。

理解美国经济现状仍需拓展分析思路。笔者认为，需要从当代全球化与新兴大国追赶的时代特征角度解读美国目前面临困境。在产品内分工和企业自发实施各类外包和供应链调整为特征的当代全球化全新生产方式条件下，美国作为位于产业技术前沿的领先国家，如果很难找到大范围具有盈利预期的投资增长点，就必然会阶段性面临缺失方向感的困惑。从历史辩证法视角观察，美国目前困境本质上是在由其自身主导构建的当代经济全球化环境中，美国作为现有中心国面临新兴国追赶与挑战的产物。

当代经济全球化特征在于“产品内分工(intra-product specialization)”，即特定产品的工序、环节、零部件等经济活动的区位国际分工空前发展，推动企业通过海外投资整合供应链以及制造业和服务业外包改组微观组织结构。与国际经济学“行业内贸易(intra-industry trade)”理论认为比较优势不能解释国际行业内分工不同，与国别要素禀赋相联系的成本差异仍是当代广泛产品内分工现象的最重要解释变量。美国 60 年代为摆脱自身经济相对竞争力下降困扰实行的“生产分享项目(production sharing scheme)”政策和为此设计引入的 806.30 和 807.30 两组税则号，对这个全新生产方式大范围推广发挥了关键推动作用(卢锋，2004)。美国通过外包转移缺乏优势生产工序并瘦身与提升产业结构，成功化解了欧洲与日本战后经济追赶的挑战，延续和巩固了在西方经济体系中霸主地位。

东亚四小成功起飞相当程度得益于这个全新生产方式提供的通过“平地起跳”进入全球制造业生产系统的历史机遇。中国和印度为代表的新兴大国当代快速转型，首先是各自国内制度改革调动潜能与释放后发优势的结果，从外部环境条件看也得益于发达经济体在产品内分工基础上发生的各种经济活动跨国转移。这是一个充满内部动态张力的全球经济系统。这个当代生产方式动态展开与转移过程持续进行，对处于产业经济前沿的美国经济提出一个潜在要求或挑战，就是需要在前沿创新领域持续寻求与发现大范围新的领先产业和技术突破机遇，不断开辟能够接纳和吸收传统缺乏优势产业或工序转移所释放的不可贸易要素和资源，创造在开放环境中具有自生能力的新行业、新产品或新部件，从而在持续结构转变中实现达到或接近充分就业目标的动态平衡。

在上世纪 90 年代互联网革命时期，前沿产业创新带来大量盈利预期较好的投资机会，1991-2000 年美国私人固定投资(Private fixed investment)年度增长率累积简单加总值为 69.6%，比新世纪最初十年(2001-2010)资本私人固定投资增长率累计值 9.5%高出 6 倍，也比 80 年代同一指标值 30.6%高出一倍多<sup>3</sup>。在产业革命与投资高涨驱动下，美国失业率下降与增长率提升，甚至一度出现财政盈余。同时美国企业外包调整进程快速展开，对当时全球化开放背景下后进经济增长提供客观有利机遇。然而问题在于大范围产业革命发生时点和持续时间都具有历史随机性与不可控性。随着互联网产业革命高潮过去甚至出现泡沫因素，美国试图凭借房地产和金融业作为经济增长主动力，结果很快通过房地产泡沫和金融系统次贷和次债危机把美国经济拉入危机深渊。

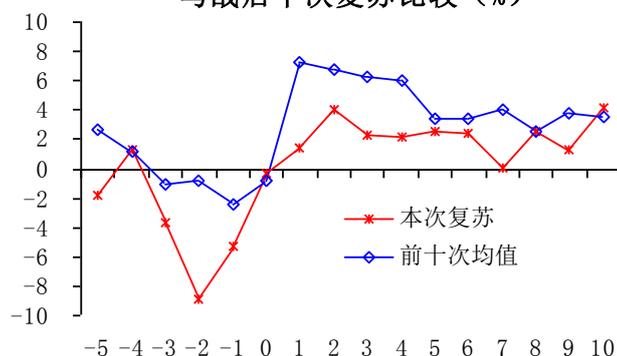
新视角有助于解读美国经济现状特点。美国政府通过空前力度救助措施(TARP)使金融系统摆脱因资产负债表过度杠杆化带来的全面崩盘危险，接着通过空前力度刺激政策(ARRA 法案)使得美国经济躲过濒临崩溃风险。然而仅有

<sup>3</sup> 依据美国经济分析局(BEA)有关数据计算。

超常政府干预手段并不足以解决在全球化背景下缺乏大范围具有可盈利预期投资的约束，难以摆脱开放环境下“前有阻隔、后有追兵”的动态困境。采用这个看点，我们在 2009 年初评论奥巴马就任面临经济政策选择时写道：“不仅要刺激总需求，还要推进技术产业突破，是奥巴马政府刺激经济计划面临的双重挑战”（卢锋，2009a）。也是依据这个视角，我们在 2010 年初评论奥巴马新政元年绩效时，用“复苏不易、景气难再”强调复苏后美国经济特点（卢锋，陈建奇等，2010）。虽然财政超常扩张刺激与货币超常宽松之类政策能使美国经济略微舒缓，虽然制造业振兴与出口翻番之类产业政策也有局部和边际效果，然而在新兴国家后发追赶格局没有根本改变，在美国技术产业前沿相对沉寂期没有过去之前，美国经济难回景气繁荣与长期高增长状态。

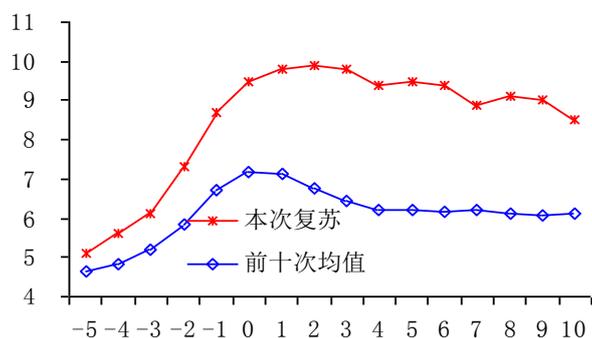
在分析奥巴马执政元年美国经济复苏形势时，我们设计了一个分析框架，把本次复苏期若干宏观指标表现与战后十次复苏比较。当时数据支持 5 个季度比较，现在把比较时段延展到复苏后 10 个季度，以便更全面观察本次复苏特征。图 2-1 和 2-2 对本次复苏后 10 季度 GDP 累积增长率与失业率与战后十次复苏均值进行比较，本次复苏后 10 个季度 GDP 增长率简单累加值为 22.9%，此前十次复苏相应指标值为 47%，本次复苏力度不到战后十次均值一半。与增长率复苏乏力形成反差的是，本次复苏后 10 季度失业率简单平均值为 9.3%，比前十次复苏可比指标值 6.3%高出 3 个百分点。

图2-1、美国GDP增速：本次复苏与战后十次复苏比较（%）



资料来源：美国经济分析局（BEA）“GDP 环比增速表（Table 1.1.1. Percent Change From Preceding Period in Real Gross Domestic Product）”数据，并从中选取二战后十次经济复苏有关数据测算而得。

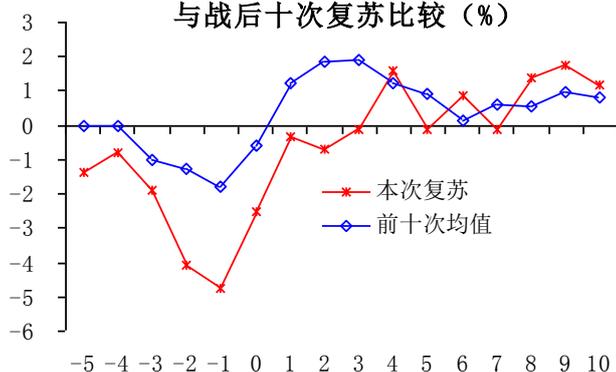
图2-2、美国失业率：本次复苏与战后十次复苏比较 (%)



资料来源:美国劳工局(BLS)“季调后的失业率指标表(Table A-10. Selected unemployment indicators, seasonally adjusted)”,并从中选取二战后十次经济复苏有关数据测算而得。

以产品内分工为特征的当代全球开放经济系统中,经济领先国在全球技术产业前沿创新相对沉寂时期面临困境集中表现为长期固定资产投资疲弱乏力。图2-3 数据显示,这次危机谷底及此前6个季度衰退期资本形成相对总需求比例值总共收缩15.3%,远高出战后10次衰退可比指标10.6%。另一方面,这次危机复苏后10个季度资本形成对经济增长累计贡献只有5.4个百分点,远低于战后十次复苏均值10.2个百分点。这次危机和复苏期间固定投资“跌幅大但升幅小”。今年1季度美国固定投资虽仍延续去年2-4季度较快回升势头,对GDP贡献年率达到1.18%,但是2季度便回落到0.63%。2012年9月初美联储推出QE3公告概括美国经济复苏乏力形势时,特别提到固定投资增长疲软,可见3季度数据可能会重拾低迷不振态势。

图2-3、美国固定投资：本次复苏与战后十次复苏比较 (%)

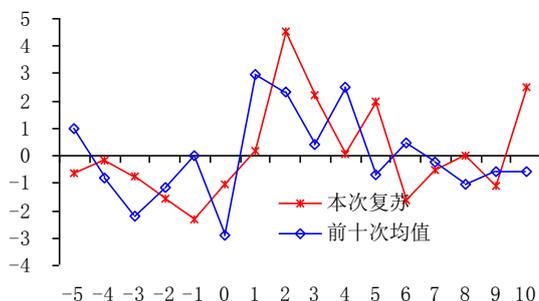


资料来源:美国经济分析局(BEA)“GDP增速贡献表(Table 1.1.2. Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product)”数据,并从中选取二战后十次经济复苏有关数据测算而得。

同样引入关注的是,美国这次存货投资对总需求复苏贡献大大好过早先时期。图2-4显示,本次复苏10个季度存货投资对GDP增长累计贡献为8.3%,比前十次同一指标值5.6%高出近一半。这显示美国企业部门对经济长期前景信心不足,在危机后经济形势相当程度因为刺激措施效应出现好转时,更多通过利用现有产能加以应对,表现为库存投资较大幅度回升。可见宏观统计层面存货投资与固定投资复苏强弱对比的不对称现象,其微观行为基础在于暂缺方向感背景下

美国企业界对未来前景信心不足。

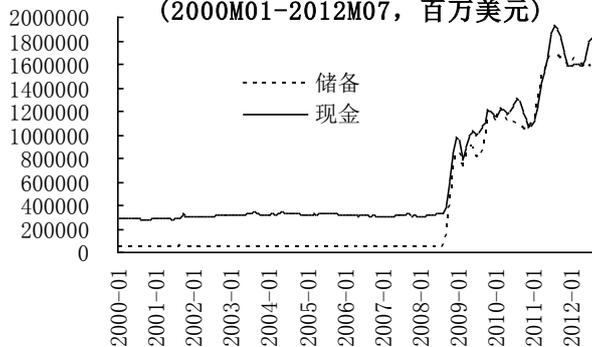
图2-4、美国存货投资：本次复苏与战后十次复苏比较（%）



资料来源：美国经济分析局（BEA）“GDP 增速贡献表（Table 1.1.2. Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product）”数据，并从中选取二战后十次经济复苏有关数据测算而得。

图 2-5 和图 2-6 数据显示，因为缺乏大范围具有可盈利预期的投资机会，美国金融部门运行出现极为反常现象：一方面银行部门的储备和现金增长非常快，说明美国经济系统整体“不差钱”；另一方“银行信贷和租赁”这个反应间接融资整体规模指标危机期间显著萎缩后恢复很慢，到 2012 年 7 月仍未恢复到危机前水平。金融结构运行反常特点暗示美国货币乘数大幅下降<sup>4</sup>，可以与上述投资乏力数据做互为因果的解读。由此可见，缺乏开放环境下可盈利投资机会而不是缺乏足够流动性，构成美国经济暂失方向感的关键根源。

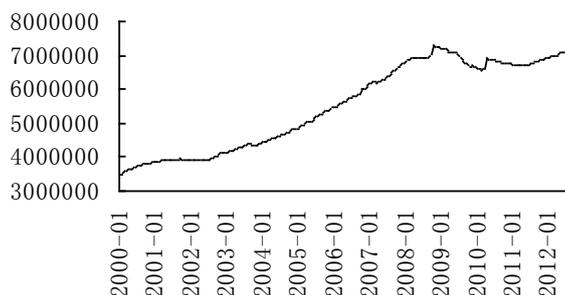
图2-5、美国存款机构储备及现金资产 (2000M01-2012M07, 百万美元)



资料来源：美联储经济研究与数据库（Economic Research and Data）“存款机构总储备与基础货币表（Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base）”。

<sup>4</sup> 用 M2 与基础货币比率衡量的美国货币乘数值，从 1995 年到危机前大体在 9-10 之间变动，危机后大幅下降到目前不到 4 的低位。

图2-6、美国商业银行信贷与租赁额（1959M1-2012M7，百万美元）



资料来源：美联储经济研究与数据库（Economic Research and Data）“存款机构总储备与基础货币表（Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base）”。

美国政府试图通过重振制造业和出口翻番计划改变困境。这些政策虽然取得一些成效，然而难以根本改变美国经济复苏不易、景气难再的增长低迷困境。2012年8月失业率仍处于8.3%高位。尽管美国政府致力于重振制造业，但是复苏以来制造业就业人数仅增长75万，2012年7月制造业就业规模仍比2008年初少130万。2010年初奥巴马政府提出出口翻番计划，试图利用出口跌入低谷背景下后续恢复性增速潜力较大的机会提出鼓舞人心计划。这要求美国2010-2015年出口增长年均达到14.9%较高速度。利用危机后恢复性增长有利条件，2010-2011年达到15.3%，但是2012年上半年出口增速回落到5.9%。可见美国利用产业政策实现摆脱困境设想面临很多障碍。另外2009-2012年年均财政赤字率高达9%，债务率从危机前2007年的64.6%飙升到今年104.8%预测值，对美国进一步利用财政政策工具推动经济增长构成更大约束。

本文从“中心国-追赶国关系”视角观察美国经济目前形势特点根源，逻辑上看重未来产业-技术前沿可能发生变革对美国经济长期表现具有关键解释作用。需要指出的是，美国前沿创新领域近年一些表现和动态值得关注。例如，页岩气开采技术突破与推广带来产量井喷式增长，使美国能源外部依存度显著下降，并可能使美国在不远将来成为能源净出口国。以页岩气革命、可再生能源增长、近海石油开发力度增加等为主轴的能源结构演变，已经并将继续对美国经济运行和内外经济战略产生显著影响。有预测认为，到2015年页岩气行业发展将为美国贡献1180亿美元GDP，并创造80万个新就业岗位<sup>5</sup>。另外美国一些前卫企业尝试把“三维打印（3-D printing）”、“和叠层制造技术（Additive manufacturing, AM）”运用到更为广泛的实物商品制造中，甚至要与依赖劳动力密集参与的传统制造业在成本竞争力上一争高低<sup>6</sup>。虽然这类前沿产业目前仍不足以助推美国经济走出困境，不过其未来演变前景对美国经济长期增长影响值得高度关注。

基于上述讨论可以提出几点判断与推测。美国经济确实面临阶段性缺失方向感的罕见困境。固定资本投资这个最能反应短期与长期、金融与实业、需求与供

<sup>5</sup> “页岩气会提振美国经济吗？”刘洋/编译自：雷戈里·迈耶海在《金融时报》上发表文章，2012年4月29日。

<sup>6</sup> 周其仁教授对美国技术产业前沿演变的敏感与关注，使本文第一作者得到很多教益和启发。

给关系的宏观指标长期增长乏力，是观察美国经济困境的关键可量化指标之一。在产品内分工为微观特征的当代全球化开放环境下，新兴经济体快速追赶在相对竞争力变动意义上对美国中心国地位带来阶段性压力和挑战，是美国问题的本质根源。除非美国能在利用其研发能力、资本市场、企业制度等综合优势基础上推动和激发新一轮大规模产业技术革命，否则仅采用数量宽松等超强刺激措施难以根本改变增长乏力新常态。

然而我们切不可低估美国经济调整能力。美国虽是最近国际金融危机的发源地，并且危机使人们对美国金融霸权迷信有所消退，甚至美元作为主要国际货币的地位也面临质疑，然而美国基本经济体制及其在历史上曾显示的调整能力并未发生本质变化。在危机后宏观经济增长整体乏力的大环境中，美国仍能主要凭借市场力量，取得 Facebook 和 iPhone 为标志的引领全球的产品创新成果，在页岩气开采技术突破和产业化等方面取得具有战略意义的实质性进展。另外就人口结构这个超长期最为关键变量看，美国在与主要经济体比较中也具有显著未来优势。美国不仅目前仍是综合经济实力最强大国家，在可预见未来仍难有全面挑战者和替代者。

美国应对危机综合举措折射其战略思维层面三种预案。一是积极跳出来，即通过诱致和启动新一轮产业和技术革命，在与新兴经济体竞争中用“以快比快”方法保持甚至增强其领先地位。这当然是美国战略家最为梦寐以求的前景。近年美国经济在一些前沿产业领域的创新表现，提示不能完全排除这一可能。然而受产业技术革命发生时间难以操控性或历史随机性规律决定，美国能否实现这一预案不仅需要“人为”努力也有赖“天时”眷顾。

二是被动熬过去，即通过目前长期与短期、宏观与产业、常规与超常综合政策措施应对目前困难，同时利用领先国经验老到优势增加竞争对手“出错招”的几率。就新兴国经济追赶压力而言，随着后起国人均收入与美国差距逐步缩小和利用后发优势追赶速度下降，追赶派生的冲击和压力在长期会渐趋平缓，美国如果仍能维持其相对优势和全球主导地位，也就意味着在这段格局大调整历史中终于能够“熬过去”。

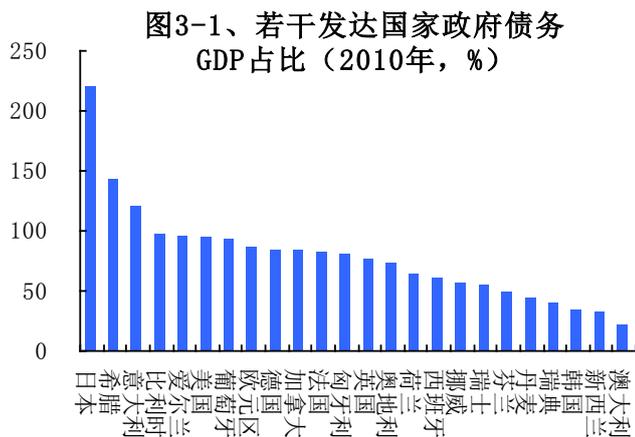
三是苦苦撑下去。中国等主要新兴国家如果能成功解决自身发展困难持续追赶，并能在与中心国博弈中避免重大战略行动层面“出错牌”，美国有可能一定程度顺应历史潮流并接受国际格局调整。美国战略家具有相对霸权零和游戏思维模式，然而在上述假设情形下，受政治现实主义方针影响，美国也可能不得不接受新兴国家崛起的现实，并在分享全球事务治理上做出有限让步，同时仍千方百计最大程度保留和延续使其现有支配性影响力。

### 3、欧洲经济受双重危机困扰

欧洲经济目前面临债务、金融、经济、货币等多重危机困扰，其本质特征显然与欧元超主权货币内在机制局限有关。不是说没有欧元体制欧盟注定与危机绝缘，而是强调欧元体制不仅是欧洲经济落入目前困境的不可或缺条件，而且决定了过去三年欧盟处理债务危机难以挣脱的被动与纠结，并预示欧元体制前途与欧债危机前景绑定难分。超主权货币框架内应对危机困难重重，即便在一组不坏假设条件下，欧洲经济未来一段时期大概都难以摆脱低速增长和濒临衰退状态。

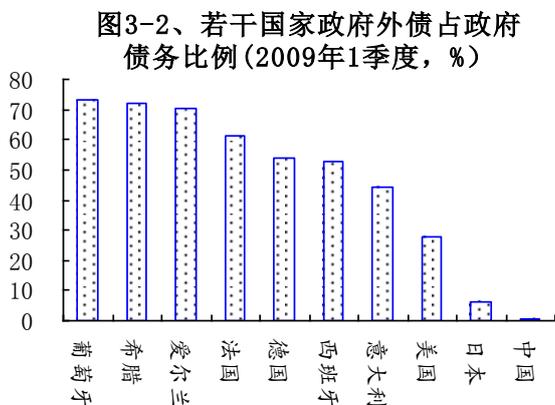
欧洲债务危机与美国金融危机一样，都是具有划时代意义的经济史事件。欧债危机发生机制特点在于危机国外债过高。积累过高外债需要一段时期国际收支持续逆差失衡。单一货币为一段时期部分欧元成员国不可持续外债积累同时提供了诱致和实现机制。另一方面，缺乏集中财政支持的统一货币体制，使成员国在失去传统应对危机方法同时又难以获得新手段。

观察起点应是一个简单事实：把部分欧元区拖入危机泥潭的不仅是债务负担重，更为关键的是外债比例高的债务结构特点。图 3-1 报告 20 多个发达国家债务率数据，欧元区总体和欧元危机国债务率确实很高，但与其他发达国家比较也并非高得离谱，并且高居债务率榜首的不是欧元区国家而是日本。



资料来源：IMF-WEO(World Economic Indicator)数据，2012年10月9日下载，网址 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/index.aspx>。

但是危机国通常外债较高。图 3-2 和 3-3 报告 2009 年若干发达国家公共债务中外债占比以及公共部门外债占 GDP 比例，最高者为葡萄牙、希腊、爱尔兰都在 70% 以上，较低者西班牙和意大利也在 50% 上下。用公共部门外债 GDP 占比衡量，除了西班牙较低为 30% 以外<sup>7</sup>，其他危机国都在 50% 以上，希腊甚至超过 100%。

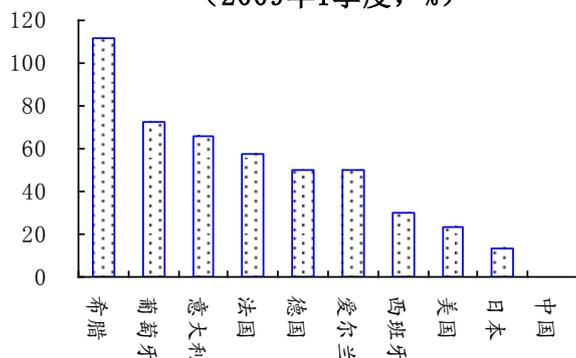


数据来源：政府外债数据来自 World Bank QEDS(Quarterly External Debt Statistics)，2010年4

<sup>7</sup> 西班牙债务困难特点在于危机前房地产泡沫时期其金融部门积累起很高内外债务负担。

月 23 日下载。政府债务数据来源同图 3-1。

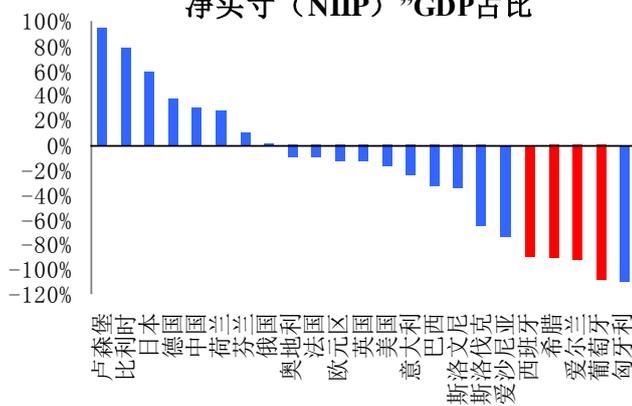
图3-3、若干国家政府外债GDP占比  
(2009年1季度, %)



数据来源：政府外债数据来自图 3-2，各国 GDP 数据来自 IMF-WEO(World Economic Indicator)，2012 年 10 月 9 日下载，网址 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/weodata/index.aspx>。

进一步观察“国际投资净头寸 (NIIP)”情况，有助于在综合考虑国外资产变现能力基础上认识外部总债务水平与债务危机之间关系。图 3-4 报告国际投资净头寸 (NIIP) 数据，除意大利之外，其他四个危机国负值 NIIP 即国际净债务 GDP 占比高达 90%-108%。对比德国拥有 38% 正值 NIIP，上面看到德国总外债 GDP 占比虽然也在 50% 以上，但是德国总体上是净国际投资国而不是净债务国，因而发生债务危机风险很低。由此可见，欧债危机国问题不是一般债务高，而是外债过高，特别是国际净投资头寸指标衡量的广义净外债过高。

图3-4、2010年若干国家“国际投资净头寸 (NIIP)”GDP占比



数据来源：欧元区各国数据来自欧洲统计数据库 (Eurostat)，指标为 Net international investment position in % of GDP，2011 年 11 月 22 日下载。中国数据来自中国外管局网站-统计数据-统计数据列表-中国国际投资头寸表，网址 <http://www.safe.gov.cn/>，2012 年 11 月 22 日下载。其余各国数据来自 IMF International Investment Position Manual，2012 年 10 月 9 日下载。

依据开放宏观经济学原理，一国特定时点过高外部债务存量必由早先时期过高国际收支逆差流量累积转化而来，也必以本国实际汇率持续高估作为必要条件。因而要理解欧债危机真实根源，就需要提出一个符合欧元区基本情况的国际收支失衡和实际汇率错配假说。我们用两句话概况欧元单一货币下特殊国际收支

失衡特殊发生机制：一是欧元成员国“竞争力差离倾向”，通过经常项持续赤字派生外部举借债需求；二是单一货币体制下资本市场“收益率扭曲效应”，在一段时期为成员国低成本外部举债提供现实条件。持续外部失衡伴随持续外债累积，通过内外部环境演变，终于在华尔街金融危机冲击下历史性完成“完美风暴”条件，并通过希腊这个南欧国家特殊而夸张的政治运作方式引爆欧债危机。正如一位欧洲经济学家所言：隐藏在欧债危机背后的，是巨大规模的实际汇率和国际收支失衡。

先看欧元制度下成员国“竞争力差离倾向”。欧元单一货币设计包含一个基本理论性假设：成员国劳动市场和其他实体经济参数值会快速收敛，从而使得国别固定汇率与货币政策工具不复存在时，成员国宏观经济仍能大致平顺有序运行。然而欧元体制运行最初十年实际情况与欧元战略家当初劳动市场“趋同收敛”设想大不相同。图 3-5 数据显示，引入欧元后其成员国之间工资变动差异显著。以 2000-2008 年德国工资变动为基准，同期希腊工资相对上升 16.5%，爱尔兰上升 12%，葡萄牙、西班牙分别上升 7% 和 8%，意大利升幅 3%。图 3-6 数据显示，考虑各国相对德国劳动生产率变动差异，同期五国单位劳动成本相对上升幅度在 25% 到 47% 之间。

图3-5、PIIGS与德国平均工资指数  
(1995-2010, 1995年为100)

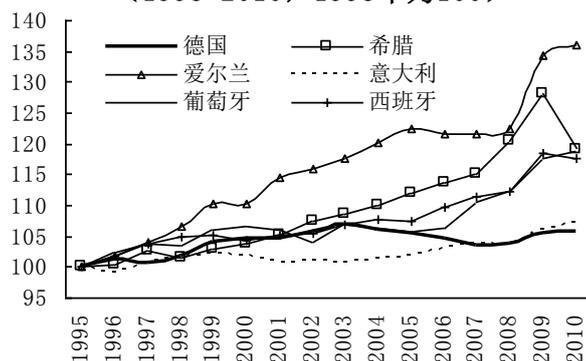
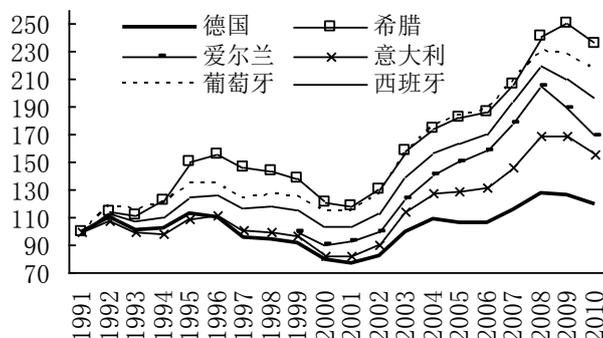


图3-6、PIIGS与德国劳动力成本  
指数 (1991-2010, 1991年为100)

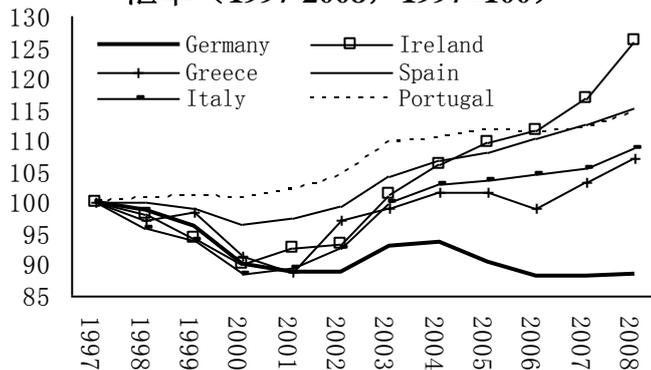


资料来源：经济学人情报部的《各国宏观经济指标》数据库（EIU Country Data），并经测算整理。

单位劳动成本增长伴随内部实际汇率大幅升值和严重外部失衡。图 3-7 数据

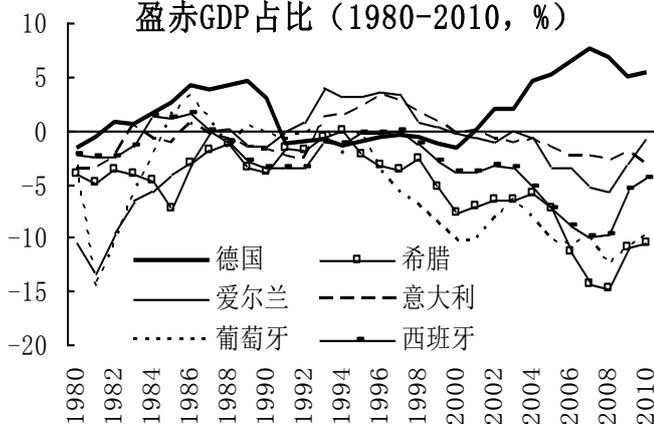
显示，2000-2008 年间，爱尔兰相对德国实际汇率升值约 50%，希腊、西班牙、意大利和葡萄牙分别升值 27%，31%、34%和 24%。图 3-8 数据显示，2000 年引入单一货币以后，五国经常账户无一例外都是逆差，希腊和葡萄牙年均经常账户逆差 GDP 占比高达 9%-10%，西班牙 6% 以上。2005 年到危机爆发前逆差呈扩大态势。

图3-7、PIIGS与德国家真实有效  
汇率（1997-2008，1997=100）



资料来源：国际清算银行（BIS）数据库。

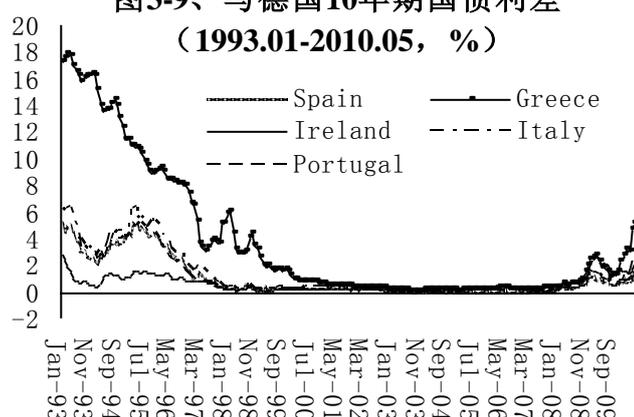
图3-8、PIIGS与德国经常账户  
盈赤字GDP占比（1980-2010，%）



资料来源：经济学人情报部的《各国宏观经济指标》数据库（EIU Country Data），并经测算整理。

经常账户逆差需要私人资本账户盈余或（和）政府外债融资。除个别例外，一国长期经常项失衡难以在国际资本市场得到低成本持续融资加以平衡，因而融资瓶颈对外部失衡和过度负债构成外在约束。欧元体制不对称改变成员国发债融资成本与能力：对德国这样竞争力较强国影响较小，然而使希腊等较弱成员国发债能力显著提升。图 3-9 数据显示，1993 年希腊十年期国债相对德国利差高达十几个百分点，葡西意等国利差也在 3-5 个百分点上下，反应资本市场对国别宏观经济基本面与风险特征差异的评估与预期。加入欧元后直至危机前，各国利差普遍降至 0.5 个百分点以下极低水平，为这些国家过度债务融资大开方便之门。

图3-9、与德国10年期国债利差  
(1993.01-2010.05, %)

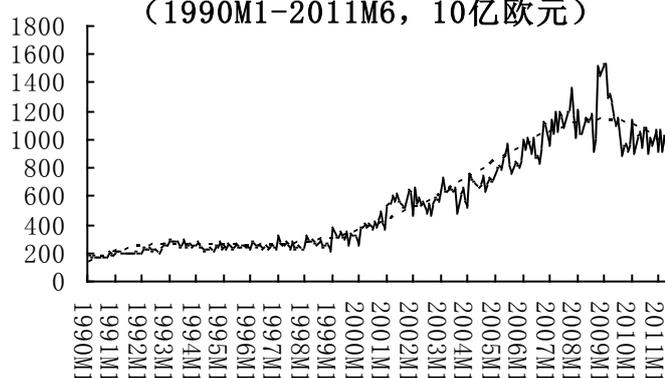


资料来源：Bloomberg、华泰联合研究所，并经测算整理。

以德国为代表的欧元区中心国也分享自己的那份利益。希腊等国负债增长给德国等国顺差增长提供需求条件，德国净出口占 GDP 比例从 2000 年不到 1% 增长到危机前 6%-7%。类似于区域性排他性自由贸易区具有“贸易转移效应 (trade diverting effects)”，欧元体制对区域内金融市场投资引入“欧元偏向效应”，加之欧元在区域外作为国际货币影响力加大，欧元中心国金融机构得以快速扩张。

欧元体制客观上给这些国家同时提供债务融资的必要性和便利性。使得欧元区整体新发债券额快速膨胀。图 3-11 数据显示上世纪 90 年代以来欧元区新发债务规模扩张情况，其趋势值在上世纪 90 年代十年间增长幅度不到一倍，但是欧元 2000 年问世到危机前不足十年期间增长 4-5 倍。

图3-10、欧元区新发行债券额  
(1990M1-2011M6, 10亿欧元)



资料来源：Bloomberg、华泰联合研究所。

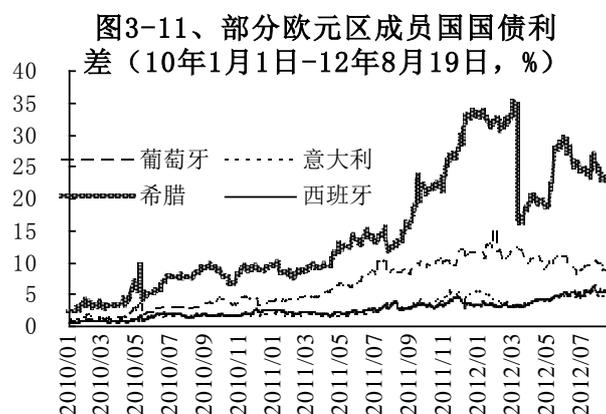
欧元体制一段时期带来皆大欢喜的扩张盛宴，深层隐忧是财政独立基础上的货币联盟成员国具有吃大锅饭和搭便车冲动，可能造成赤字和债务过高的危机风险。欧元战略家意识到这一点，并试图通过引入事先与事后规则加以防范。然而事实表明这些规则都不能达到设计效果。

按照事先规则要求，申请加入欧元国家必须在赤字和通胀等宏观指标上达到一定标准才会被批准成为成员国。认为加入欧元有利可图国家总能通过各种方式努力达标，使得事先限制条件难以真正把潜在“问题成员国”挡在单一货币外边。例如据后来报道，希腊当年加入欧元，就多亏某个国际大投行指点，采用涉嫌造假手段方获成功。事后规制包括 1997 年通过欧盟“稳定与增长公约”设定财政赤字和债务阈值。财政赤字超标需在一年内纠正，连续三年超标则需按程序上缴不超过相当于本国半个百分点 GDP 的罚金。然而令人遗憾的是，2002-2004 年德法两国率先触犯红线，却以自身特殊影响力绕过规制免受责罚。昭告世人规制形同虚设，“稳定公约不稳定”。

欧元体制在内部埋下可能引爆危机地雷的同时，还取消了采用常规手段应对炸雷事故的可能性。拥有主权货币国家万一宏观管理不善导致双赤字危机，至少还可以通过汇率、利率和财政等多方面手段加以应对。统一货币一劳永逸地取消了成员国通过汇率利率等相对价格工具调节失衡与应对危机的可能。

特定共同体应对债务危机另一逻辑可能性，是通过内部成员国减记甚至取消债务存量。就欧债危机而言，高债务国主要是对其它欧元“兄弟”成员国欠债，欧元区整体外部负债不多。只要德国等主要欧元区债权国乐意出钱，欧元区国家应能自行解决主权债务危机，甚至欧债危机本身就不会发生。但在现行欧元模式下，这条路也崎岖难行。欧元货币一体化孤军深入造成一个跛足体制：货币同盟这条腿已大步迈出，财政集中这条腿却未能跟进。欧盟目前预算盘子仅相当于区内 GDP 百分之一。几年前“欧盟宪法条约”在法国、荷兰“公投闯关”失利，意味着在税收财政和转移支付方面进行实质性改革将遥遥无期。这个“跛足体制”下，通过财政工具调整存量应对危机，也因缺乏相应制度安排和政治意愿难以实施。

图 3-11 报告的欧债危机后近三年来若干欧元成员国国债利差演变情况，显示欧债危机虽然波动起伏中总体呈现深化趋势，也说明在现行欧元体制架构没有大刀阔斧改革前提下“救助换紧缩”应对方针难以奏效。然而要想加大制度改革马力冲出危机泥潭，则又知易行难并阻碍重重。因而在未来一段时期欧洲可能处于危机僵持状态，宏观经济形势则会面临低增长甚至濒临衰退困境。如果发生个别欧元区国家退出甚至更为剧烈的欧元重组情形，则难免剧烈震动和严重衰退。

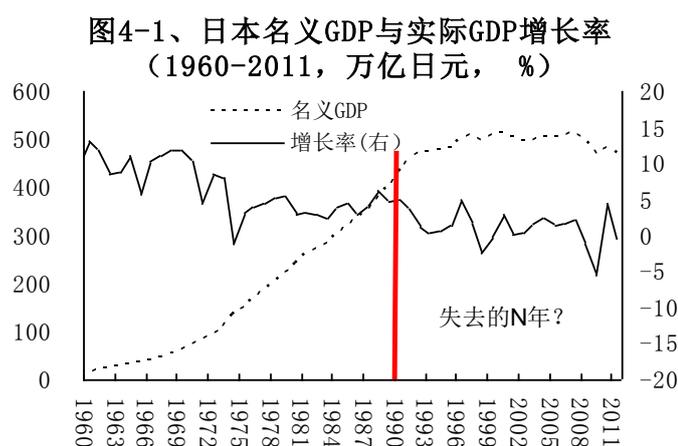


资料来源：Bloomberg、华泰联合研究所。

## 4、日本经济“低增长稳态”

战后日本在战败国废墟上重启经济追赶并获取意外成功。然而在人均收入等基本发展指标大体完成收敛后，受人口老化以及文化封闭性等超长期结构因素局限和制约，日本经济进入一种渐趋消停的“低增长稳态”。流行观点必称日本“失去的十年”或“失去的二十年”，似乎假定日本仍有保持长期快速增长的现实可能性，然而这个潜在认识前提有待商榷。笔者认为，如果说日本经济过去 20 年表现令人失望，这一状态本质上应是日本长期经济社会结构性条件使然，其政策得失则以相对次要因素发生影响。日本经济未来有望继续维持“低增长稳态”，构成目前全球经济减速调整的特殊局部。

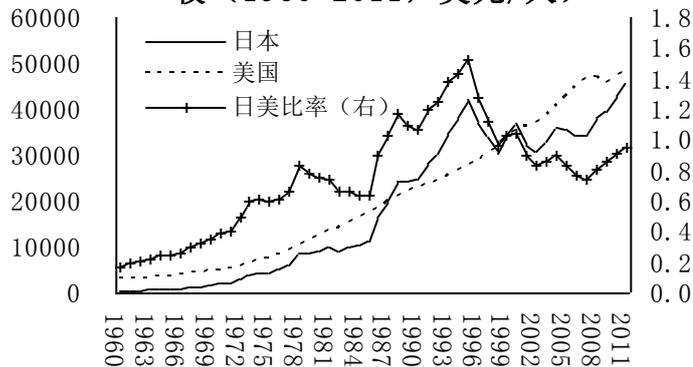
“失去的 N 年”之类流行表述，大体指 1990 年代以来日本经济总量和人均量等宏观增长指标失速现象。图 4-1 数据显示，上世纪 90 年代以来，日本经济实际增长率呈显著下降趋势并经常发生负增长，1991-2011 年间年均增长率不到 1%。日本名义 GDP 从 1991 年 458.3 万亿日元缓慢增长到 2000 年 511.5 万亿日元，此后便在波动中呈现缓慢下降趋势，2011 年只有 468.4 万亿日元。经济总量实际增速大幅下降，通货紧缩背景下二十年名义 GDP 几乎无增长，由此看来“失去的 N 年”说大行其道不无道理。



数据来源: Japan Statistics Bureau-Historical Statistics of Japan-National Accounts, 网址 <http://www.stat.go.jp/English/>, 2012 年 10 月 9 日下载。

从后进国家经济追赶角度看，日本经济增长失速发生在人均收入等基本经济指标完成对美国作为发达国家参照国成功收敛之后。用汇率折算日本美元人均收入从 1960 年 469 美元增长到 1995 年 3.69 万美元。日本美元人均收入相对美国比率 1960 年为 16.6%，1987 年第一次超过美国，并以日元兑美元汇率超调等原因为背景在 1995 年甚至达到美国 1.52 倍。但是上世纪 90 年代以后日本经济增长失速，美国则先有互联网革命快速增长后有世纪初泡沫化增长，加上日本汇率升值趋势逐步停止，日本人均收入相对美国下降，最低到 2007 年只有 73.8%。近年由于美国经济衰退和汇率变化，日本相对人均收入有所上升，2011 年回升到 94.5%。

图4-2、日本人均GDP及其与美国比较（1960-2011，美元/人）



数据来源：World Bank <World Economic Indicator(WDI)>, 2012 年 10 月 9 日下载，网址

<http://data.worldbank.org/data-catalog>

日本人均收入等指标达到最发达国家水平，标志日本经济总体接近或面临全球产业与技术前沿，于是早先利用后发优势追赶实现高增长的动力机制渐趋式微。日本问题症结在于，进入全球技术产业前沿后，由于自身内在难以改变深层结构特点缺乏相对竞争力，从而导致经济增长减缓失速甚至近乎停滞。从日本经济与社会基本面条件不利于前沿创新要求角度观察，与其把日本经济过去二十年渐趋消停看作是时光“丢失”，还不如说是经过历史性繁荣进入高收入阶段后一种“低增长稳态”表现。

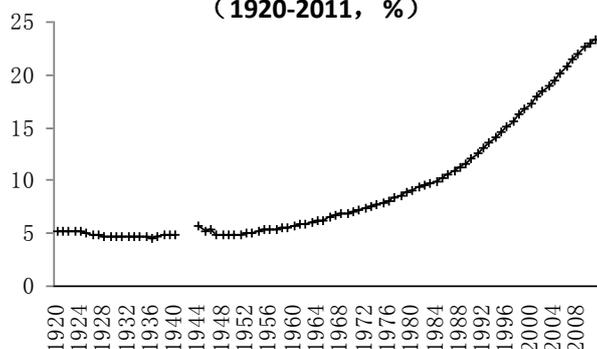
处于追赶期新兴经济体与已完成追赶发达经济体，其长期潜在经济增速水平以及增长实现机制，都存在实质性差异。后进国家能够借鉴发达国家产业结构演进的外部性信息，借助后发优势实现较快技术进步和人力资本积累，为经济快速增长提供可靠驱动力。发达国家增长更大程度需依托产业技术前沿发明创新支持长期增长。由于前沿技术进步面临更多不确定性因素制约，最终能够对助推产业结构提升的实际技术进步发生速度较慢并且成本较高，因而前沿国潜在供给增速也比较低。

面临全球产业技术前沿的发达国家要保持较快增长，更需要一流大学与科研机构提供原生性科技研发成果，更需要能在全世界广纳优秀人才的比较具有开放性与包容性的社会条件，更需要鼓励个人潜能与个性发挥与“冒尖”的文化氛围，更需要有效激励企业家创造能力的制度环境，更需要把思想、创意和发现转化为大规模产业的资本市场、金融系统，也更需要面对“创造性毁灭”创新过程中具有较强调整能力的企业制度。日本文化具有重团队、轻个人；重内聚，轻开放；流程管理强，理论思维弱；模仿创新强，前沿创造弱等方面特点。这些“文化基因”层面特点便于日本发挥后发优势并利用当年冷战环境快速追赶，成就战后大国经济崛起的奇迹。然而同样文化禀赋条件不利于日本在技术产业前沿开拓与创造，因而在跻身主要发达经济体后呈现“低增长稳态”现象。

观察两个可量化指标，有助于加深对日本“低收入稳态”形成规律的认识。一是日本人口快速老龄化，从根本上制约经济潜在增长速度。二是日本资本形成早已呈现负增长趋势，导致日本资本存量进入停滞甚至下降通道，构成解释日本长期经济增长失速的关键宏观原因。

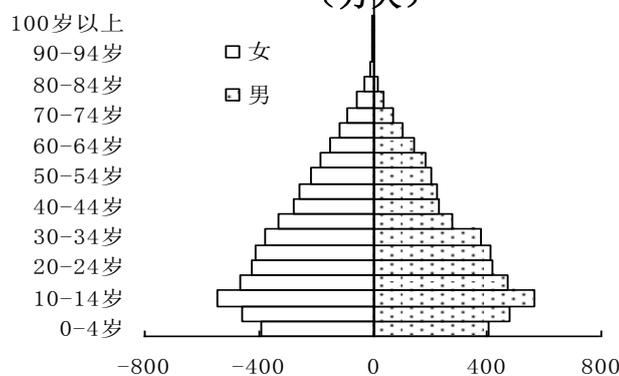
图 4-3 报告日本 65 岁以上老龄人口占总人口比例。日本开始战后经济恢复和追赶的 1950-1960 年代，人口老龄化比重只有 5%-6%。图 4-4 报告的人口分年龄段数据显示，当时人口分年龄结构很接近比较标准的底宽上窄的金字塔形状，显示当时年龄结构比较年轻。人均收入较低与人口结构年轻，构成经济后进国家发挥比较优势和后起直追的有利条件。

图4-3、日本65岁以上老龄人口比重  
(1920-2011, %)



数据来源：Japan Statistics Bureau-Historical Statistics of Japan-Population and Household, 网址 <http://www.stat.go.jp/English/>, 2012 年 10 月 9 日下载。

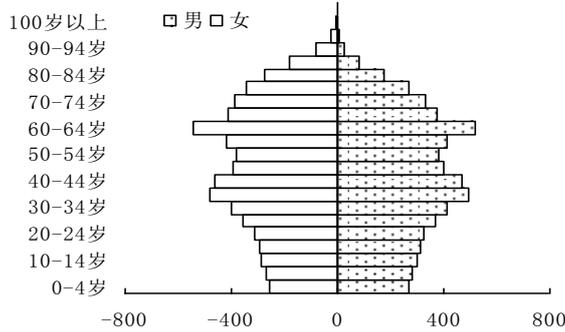
图4-4、1960年日本人口金字塔  
(万人)



数据来源：Japan Statistics Bureau-Historical Statistics of Japan-Population and Household, 网址 <http://www.stat.go.jp/English/>, 2012 年 10 月 9 日下载。

然而随着经济追赶和人均收入收敛，人口老龄化比重逐步提升，到 1992 年已经超过 13%，比战后经济起飞初始阶段比例值超过一倍，与其他结构条件一起对日本经济增长构成约束。2011 年人口老龄化比重已经高达 23.3%。图 4-5 数据显示，2011 年日本人口分布形状已呈现出中上部分膨出的水缸形状。

图4-5、2011年日本人口金字塔  
(万人)

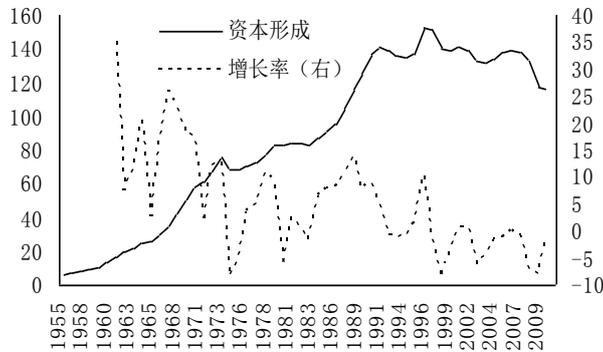


数据来源：Japan Statistics Bureau-Historical Statistics of Japan-Population and Household, 网址 <http://www.stat.go.jp/English/>, 2012年10月9日下载。

现代经济发展理论一直高度重视固定资本形成对长期经济增长的基础性支撑作用。虽然技术进步以及人力资本积累等因素推动当代经济增长的积极意义更为彰显，固定投资长期走势对经济增长仍具有不可替代的解释作用。例如，信息革命代表的技术进步以及劳动者运用全新信息获取处理手段代表的人力资本提升，对各国当代经济增长产生了重要促进作用。然而“知识性经济”增长效应发挥不能脱离 IT 硬件条件以及全社会范围内在电脑以及相关基础设施领域大规模投资。由于技术进步与人力资本积累通常不会以纯粹形态独立存在，而是不同程度与固定资本以相互协同与补充方式发挥功能，因而固定投资与资本存量等可量化指标是理解长期经济增长的关键解释变量。

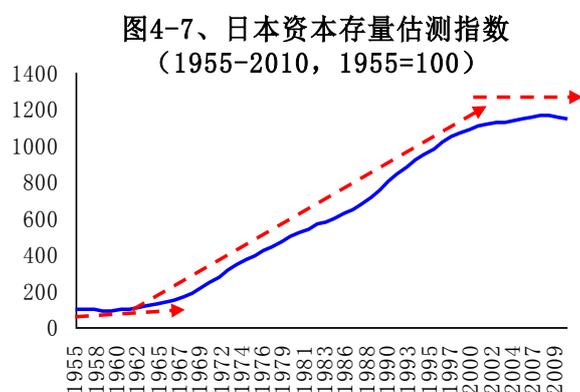
日本上世纪 90 年代以来投资增长乏力并经常出现负增长，从一个侧面提示日本经济“低增长常态”的形成机理。图 4-6 数据显示，进入上世纪 90 年代以后，日本资本形成增长率显著呈现波动下降趋势。进入新世纪后，多数年份资本形成出现负增长的萎缩态势。用 1990 年不变价衡量的资本形成在 1996 年达到 15.3 兆亿日元峰值后边呈现波动下降趋势，2011 年只有 11.6 兆亿日元，比 15 年前峰值已下降 24.8%。

图4-6、日本资本形成及增长率（1955-2011, 10万亿日元 1990年价, %）



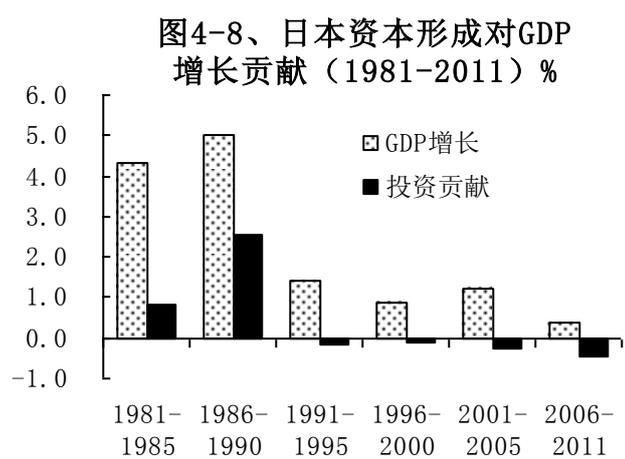
数据来源：Japan Statistics Bureau-Historical Statistics of Japan-National Accounts, 网址 <http://www.stat.go.jp/English/>, 2012年10月9日下载。

一国资本存量是社会生产函数的基本结构变量。资本存量是早先年份资本形成扣除原有资本存量折旧的结果。日本过去 20 年前后投资增长率与绝对规模双双下降，导致上世纪末以来日本资本存量长期增势明显趋缓，近年甚至出现绝对规模下降动向。图 4-7 显示，用指数表示的日本实际资本存量估测值从 2008 年 1166 小幅下降到 2010 年 1142。



数据来源与说明：借鉴采用永续盘存法（Perpetual Inventory Approach）原理简略估算日本资本存量规模。特定年份资本存量为上年资本存量加本年固定资产投资然后扣除本年度折旧，假定折旧率为 10%。借鉴 Christophe Kamps (2004) 有关日本资本存量和 GDP 在 1960 年前后比率大致为 2.5 研究结果，假设 1955 年初始年份资本存量是当年 GDP 两倍半估算 1955 年初始年份资本存量。1955 年 GDP 数据来源同图 4-1，资本形成数据来源见图 4-6。

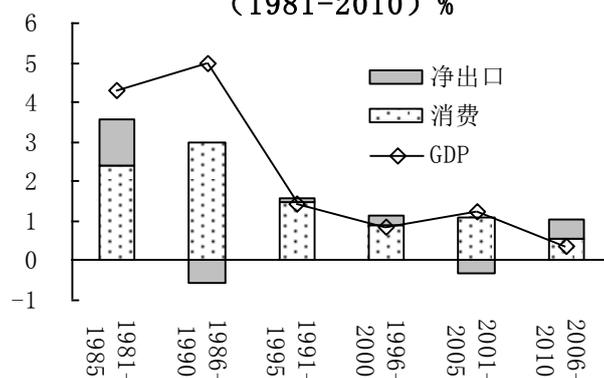
图 4-8 从支出法 GDP 形成角度报告资本形成对日本经济增长的贡献率。上世纪 80 年代后半期日本经济高速增长进入最后一波高潮，当时固定资产投资对 GDP 增长贡献年均大约 2.5 个百分点。进入上世纪 90 年代以后，资本形成趋势性下降导致投资对 GDP 贡献长期为负。具体看 90 年代资本形成对 GDP 增长贡献值前半期和后半期分别为-0.18%和-0.12%，新世纪第一个十年前半期和后半期贡献值分别为-0.28%和-0.47%。



数据来源：日本内阁办公室 (Japan Cabinet Office)-Statistics-National account of Japan,网址 [http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/2010/24annual\\_report\\_e.html](http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/2010/24annual_report_e.html), 2011 年 10 月 9 日下载。

进入“低增长稳态”后,日本经济增长需求驱动主要依赖消费与净出口两大来源。图4-9 数据显示,1990-2010 二十年间,除 2000-2005 五年外,其他时期消费与净出口二者助推总需求增长都不同程度大于同期 GDP 实际增长率,说明对应时期日本经济增长完全依赖国内消费与国外需求。以 2005-2010 年为例,消费与净出口加总增长效果相当于 GDP 增长率 1%,比同期 GDP 实际 0.38% 增长率高出一倍多。

图4-9、日本GDP增长结构分解  
(1981-2010) %

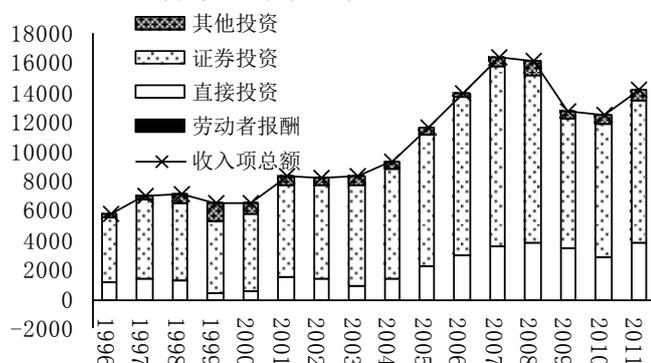


数据来源: 日本内阁府(Japan Cabinet Office)-Statistics-National account of Japan,网址

[http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/2010/24annual\\_report\\_e.html](http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/data/kakuhou/files/2010/24annual_report_e.html), 2011 年 10 月 9 日下载。

另外日本进入“低增长稳态”后,其国际收支收入项增长构成独立于 GDP 增长的国民收入增长重要来源之一。图 4-10 数据显示,日本经常账户收入项金额从 1996 年 58060 亿日元增长到 2007 年高峰时的 163720 亿日元,2010 年降到 125017 亿日元。图 4-11 数据显示,日本国际收支收入相对 GDP 规模比例从 1996 年 1.13% 增长到到 2008 年 3.23%,这块外部收入增长相当于同期 GDP 增长大约两成。

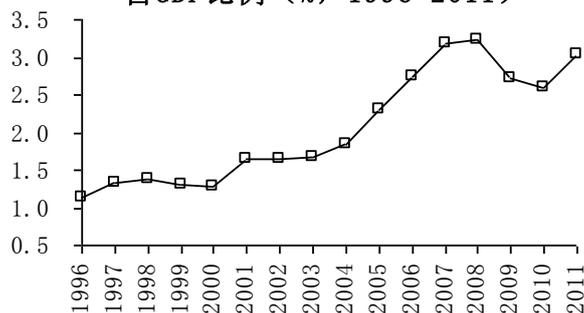
图4-10、日本经常账户收入项总额及  
分项 (十亿日元, 1996-2011)



数据来源: 日本央行 (Bank of Japan) - Balance of Payments, 网站:

[http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme\\_a000\\_en&lstSelection=10](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000_en&lstSelection=10), 2012 年 10 月 9 日下载。

图4-11、日本经常账户收入项占GDP比例（%，1996-2011）



数据来源：经常账户数据来源同图 4-10，GDP 数据来源同图 4-1..

## 5、资源出口国受制于商品景气

得益于中国因素与发达国家经济高增长，新世纪初年国际大宗商品出现上世纪 70 年代以来罕见的量价齐升景气行情。商品价格飙升为主要资源输出国带来巨量额外出口收入，推动这些国家经济增速与国民福利提升。由于依赖外生经济环境，商品景气红利驱动高增长具有被动性。另外不同程度受“荷兰病”因素困扰，这些国家资源以外可贸易部门自主发展面临更多制约。随着各类大宗商品价格过去一年多趋于回落，资源出口国经济增长也呈减速态势。

新世纪初年国际金融危机爆发前，世界大宗商品市场出现罕见量价齐增景气行情。表 5-1 数据报告 1970 年以来石油和部分金属原材料消费量增长情况，除石油消费增长率与早期大体持平，金属原料消费量增长率大幅甚至数倍高于早先时期。

表 5-1、世界部分商品消费增长（1970-2007）

	铁矿石	铜	铝	原油
年消费量	(亿吨)	(百万吨)	(百万吨)	(亿桶)
1970	7.7	7.3	10.0	171
2001	10.4	14.7	24.2	283
2007	20.0	18.1	38.0	314
年均增长率	(%)	(%)	(%)	(%)
1970-2001	1.0	2.3	2.9	1.6
2001-2007	11.5	3.6	7.8	1.7

数据来源：世界铜、铝消费量来自 *World Metal Statistics* (World Bureau of Metal Statistics)，2007 年数据来自上海有色金属网转载的 2009 年 5 月 World Bureau of Metal Statistics 发布的数据。铁矿石数据为世界铁矿石产量，来自 U. S. Geological Survey。世界石油消费量来自 U. S. Energy Information Administration。

消费量增长和发达国家货币扩张推动大宗商品价格快速飙升。图 5-1 显示，CRB 金属名义价格月度指数值在上世纪 90 年代和新世纪初大体在 200-300 上下波动，但是 2003 年以后持续大幅飙升，到危机前 2008 年 3-4 月突破千点大关，不到六年竟增长两倍多。图 5-1 报告原油名义价格上涨幅度更大：上世纪 90 年代每桶原油价格通常不到 20 美元，新世纪初每桶约为 20-30 美元，但是 2003

年以后大幅持续大幅飙升，到 2008 年危机前 6-7 月超过每桶 130 美元，不到六年增长 4-5 倍。由此可见世纪初年能源与金属市场出现前所未有的景气行情。

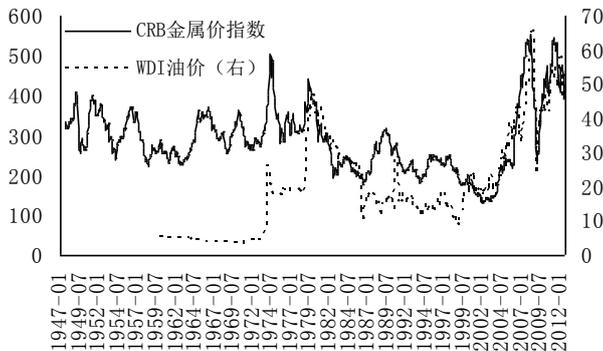
图5-1、国际金属与原油名义价  
(1947M7-2012M9, 1967=100, 美元/桶)



数据来源：CRB 数据来自 wind。1947 年 7 月-1981 年 12 月 WTI 原油价格数据来自 economagic.com，网址：<http://www.economagic.com/em-cgi/data.exe/var/west-texas-crude-long>，2012 年 10 月 10 日下载。1982 年 11 月-2012 年 9 月 WTI 原油价数据来自 World Bank<World Economic Indicator>，2012 年 10 月 10 日下载。

考虑上述国际市场能源和金属价格都用美元标价，我们采用美国 PPI 指数将名义价格调整为图 5-2 报告的这两类商品的实际价格。由此得到的 1982 年不变价的国际原油和金属价格同样在新世纪初年数倍飙升，达到过去半个多世纪最高水平。不过两类资源性商品实际价格上世纪 70 年代日本和东亚四小快速追赶时期也曾大幅上涨，近年实际价格与历史峰值差距大为缩小。

图5-2、国际金属与原油实际价  
(1947M7-2012M9, 1982不变价, 美元/桶)



数据来源：CRB 和原油名义价格源数据来自图 5-1，实际价格数据根据美国 PPI 调整得到。美国 PPI 数据来自 BLS (Bureau of Labor Statistics)

价格空前飙升给主要资源出口国带来商品景气红利。可对商品景气红利提供一个简单度量。为此选择铁矿石、铜、铝等金属原料以及原油、天然气和煤炭等能源商品为对象，以 1990-1999 年这些商品价格作为基准，计算新世纪第一个十年主要资源输出国出口这些商品单纯因为价格上涨带来的额外收入。具体而言，对于某国出口特定商品来说，如果 2001-2010 年间特定年份价格高于 1990-1999 年均价，该国会因为商品溢价获得额外收入。给定价格相对增长程度，特定国家额外收入大小则由其出口特定资源商品数量规模决定。反之，如果特定商品在新

世纪初特定年份价格低于 1990-1999 年均价，出口该商品则被定义为获得负值额外收入。

表 5-2 报告澳大利亚、巴西、俄罗斯、加拿大、挪威、OPEC 等能源和金属原料重要输出国出口这两类商品获得额外收入情况。对澳、巴、俄、加四国分别报告了两类商品出口额外收入。考虑挪威和 OPEC 出口金属原料规模较小，仅计算这二者能源额外出口收入。数据显示新世纪最初十年上述经济体金属原料出口因为价格上涨获得大约 3000 亿美元额外收入，能源出口获得 5 万多亿美元额外收入，总共获得额外收入高达 5.58 万亿美元之巨。

表 5-2、若干经济体能源与金属原料出口“额外收入”（2001-2010，亿美元）

	澳大利亚		巴西		俄罗斯		加拿大		挪威	OPEC	总计
	能源	金属	能源	金属	能源	金属	能源	金属	能源	能源	
2001	8.2	-0.6	0.5	-0.6	162	-0.4	99	-0.3	92	512	872
2002	-10	-2.1	5.8	-1.6	117	-0.4	76	-0.4	77	505	766
2003	-0.8	2.9	9.4	2.8	257	0.0	170	0.3	138	907	1487
2004	70	17	16	14	504	2.9	245	2.6	235	1783	2890
2005	88	84	35	83	973	7.2	438	9.0	407	3353	5477
2006	100	100	61	89	1364	13	416	15	540	4405	7103
2007	166	254	83	230	1518	28	453	29	560	4981	8302
2008	386	393	127	340	2479	45	678	38	893	7539	12918
2009	175	190	85	140	1340	14	290	15	489	3748	6486
2010	314	468	135	360	1772	26	409	38	558	5422	9502
总计	1296	1506	557	1257	10486	135	3274	146	3989	33155	55801

数据来源和说明：金属原料包括铁矿石、铜和铝，能源包括原油、天然气和煤炭。用 1990-1999 年均价作为基准，计算 2001-2010 年商品价格上涨因素带来的出口收益增长值。价格数据来自 World Bank WDI (World Development Indicator), 2012 年 10 月 9 日下载。铁矿石出口量数据来自《Steel Statistics Yearbook》，铜和铝出口量来自《World Metal Statistics》，天然气、煤炭和 2009 年及以前原油产量来自 EIA，2010 年原油产量数据来自 OPEC《Annual Statistical Bulletin》。

由此可见，新一轮大宗商品景气行情，给主要资源出口国带来巨大经济利益和难得发展机遇。主要由于外生环境条件改变，大宗资源商品相对价格飙升带来出口收入额外增长，等于这些国家猛然获得大量新增储蓄。获利国家不仅可以藉此扩大国内消费和改善民生，还可以把部分新增储蓄用于投资或偿还国家债务，从而推动国民经济以较快速度增长。

普金时代俄罗斯经济超预期表现，凸显大宗商品景气给这个经历历史剧变大国带来的神奇变化。表 5-2 数据显示，商品景气在 2000-2010 年作为能源出口大国给俄罗斯带来大约 10500 亿美元额外收入，相当于俄国 1998 年 2850 亿美元 GDP 总额的 3.68 倍<sup>8</sup>。借助商品景气红利助推作用，俄罗斯到 2006 年提前偿还了 1998 年曾将其拖入危机的外部债务<sup>9</sup>，重振苏联解体后一蹶不振的军力武备并高

<sup>8</sup> “到 1998 年，由于卢布贬值，俄国内生产总值用美元估价仅 2850 亿美元”（李中海，2002 年）。

<sup>9</sup> “据俄中央银行统计，截至 2001 年 10 月 1 日，俄主权外债和银行外债的总额合计为 1342 亿美元。其中，主权外债 1193 亿美元，银行外债 149 亿美元。在主权外债中，俄独立后借的新债为 539 亿美元，继承的原苏联债务为 649 亿美元，地方政府借债 5 亿美元”（李中海，2002）。“目前，俄罗斯已经偿还了苏联留给它的全部债务的 95%。俄罗斯对外经济银行 8 月 21 日发布宣布，18 日至 21 日期间，该银行受俄财政部委托向“巴黎俱乐部”债权国支付了 237.37 亿美元债务。俄罗斯财政部长库德林此前承诺，这笔巨款由俄罗

调重返国际政治舞台，同时还有能力通过提高国内消费和投资在 2003-2008 年达到 7%高速增长（IMF-WEO，2011 年 9 月卷，170 页数据）。2003 年普京总统就曾指出：“俄罗斯经济增长首先归功于近几年有利的世界市场行情，由于对外贸易条件的空前改善，俄罗斯获得相当大的经济优势和很多额外收入……很显然，如果没有这些资金，我指的是没有良好的外贸行情，我们在社会经济发展中的成就在很多的成就在很多方面都会是微不足道的”（郑羽等人，2008）。

为观察主要资源出口国经济增长表现与大宗商品景气行情关系，表 5-3 报告的部分重要资源出口国 1990 年以来年度经济增长率数据以及不同时期增长率简单平均值。需要说明，这些国家增长表现在上世纪末和本世纪初两个时期差异实际受多方面因素影响，大宗商品价格波动仅是因素之一。例如俄罗斯经济上世纪 90 年代严重衰退，显然与前苏联解体冲击以及 1998 年金融危机影响有关，新世纪初增长表现一定程度也与早先政策调整措施以及普金新政效果有关。然而对比这十多个国家在商品价格走势反差较大不同时期经济增长特点，对认识大宗商品行情与主要资源出口国增长表现仍有借鉴意义。

表 5-3、若干资源出口国经济增长率（1990-2011）

							部分 OPEC 国家					
	澳大利 亚	巴西	加拿大	挪威	俄罗斯	安哥拉	印尼	伊朗	尼日 利亚	沙特	委内 瑞拉	
1990	3.6	-4.3	0.2	1.9	-3.0	-0.3	9.0	13.7	8.2	8.3	6.5	
1991	-0.2	1.5	-2.1	3.1	-5.0	-1.2	8.9	12.6	4.8	9.1	9.7	
1992	0.5	-0.5	0.9	3.5	-14.5	-6.9	7.2	4.3	2.9	4.6	6.1	
1993	4.1	4.7	2.3	2.8	-8.7	-24.7	7.3	-1.6	2.2	0.0	0.3	
1994	4.0	5.3	4.8	5.1	-12.6	3.5	7.5	-0.4	0.1	0.7	-2.3	
1995	3.9	4.4	2.8	4.2	-4.1	10.4	8.4	2.7	2.5	0.2	4.0	
1996	4.2	2.1	1.6	5.1	-3.6	11.2	7.6	7.1	4.3	3.4	-0.2	
1997	4.0	3.4	4.2	5.4	1.4	7.9	4.7	3.4	2.7	2.6	6.4	
1998	4.6	0.0	4.1	2.7	-5.3	6.8	-13.1	2.7	1.9	2.8	0.3	
1999	5.2	0.3	5.5	2.0	6.4	3.2	0.8	1.9	1.1	-0.7	-6.0	
2000	4.0	4.3	5.2	3.3	10.0	3.0	4.9	5.1	5.4	4.9	3.7	
2001	2.1	1.3	1.8	2.0	5.1	3.1	3.6	3.7	3.1	0.5	3.4	
2002	3.9	2.7	2.9	1.5	4.7	14.5	4.5	7.5	1.5	0.1	-8.9	
2003	3.3	1.1	1.9	1.0	7.3	3.3	4.8	7.1	10.3	7.7	-7.8	
2004	4.2	5.7	3.1	4.0	7.2	11.2	5.0	5.1	10.6	5.3	18.3	
2005	3.0	3.2	3.0	2.6	6.4	18.3	5.7	4.6	5.4	5.6	10.3	
2006	3.1	4.0	2.8	2.5	8.2	20.7	5.5	5.9	6.2	3.2	9.9	
2007	3.6	6.1	2.2	2.7	8.5	22.6	6.3	7.8	6.4	2.0	8.8	
2008	3.8	5.2	0.7	0.0	5.2	13.8	6.0	2.3	6.0	4.2	5.3	
2009	1.4	-0.3	-2.8	-1.7	-7.8	2.4	4.6	1.8	7.0	0.1	-3.2	
2010	2.3	7.5	3.2	0.7	4.3	3.4	6.2		7.8	4.6	-1.5	
2011	1.8	2.7	2.5	1.4	4.3	3.4	6.5		6.7	6.8	4.2	

斯政府稳定基金支付。库德林同时透露，到 2006 年底，俄罗斯政府债务将减至 30 亿—40 亿美元”（“俄罗斯提前偿还 95% 的苏联外债”，2006 年 8 月 22 日，来源：东方网）。

简单平均增长率											
1990-2000	3.4	1.9	2.7	3.5	-3.6	1.2	4.8	4.7	3.3	3.3	2.6
2001-2010	3.2	3.6	1.9	1.5	4.9	11.3	5.2	5.1	7.1	3.3	3.5
2003-2008	4.2	5.1	2.7	2.1	7.1	15.0	5.5	5.5	7.5	4.7	7.5

数据来源：IMF WEO (World Economic Indicator)，2012 年 9 月下载。

表 5-3 数据显示，11 个国家有 7 个在 2001-2010 年经济增长率简单平均值高于上世纪 90 年代，有 9 个国家 2003-2008 年商品景气鼎盛时期经济增长率简单平均值高于上世纪 90 年代，加拿大 2003-2008 年增长率与上世纪 90 年代持平，只有挪威一个国家较低。可见大宗商品景气行情从经验上看可能确实对绝大部分重要资源出口国产生“促增长”效应。

进一步观察，商品景气时期相对增长表现最明显国家大都是发展中国家和新兴市场国家，而商品景气效应不明显甚至呈现反向关系国家是挪威、加拿大、澳大利亚这样发达国家。商品景气宏观增长效应在国家组别分布上差异，其背后原因除了与不同国家资源出口相对数量规模大小不同外，也提示发展中国家和新兴市场国家通常面临较多结构和储蓄约束，在国际市场融资较多面临信用制约，因而国内经济增长对商品景气行情带来的额外收入增长更为敏感。对于比较成熟发达国家而言，或由于国内投资机会比较有限，或因在国际资本市场融资能力较强，因而经济潜在增长受到自有资金和储蓄约束程度较低。对于挪威这样人口不到 500 万小国，商品景气行情带来的大量额外收入，可能会通过主权财富基金 (SWF) 在国外进行组合投资或直接投资，因而与国内经济增长联系较弱。

图 5-1 和 5-2 数据显示，国际金融危机爆发后全球大宗商品市场经历剧烈波动：危机冲击下金属和能源名义和实际价格大体都经历 50% 以上剧烈跌幅，对于高度依赖出口资源收入的国家经济增长带来紧缩效应。如俄罗斯 2009 年实际产出下降 7.8%，巴西也从前两年 5%-6% 高增长率落入 -0.3% 衰退状态。得益于发达国家超常救助政策和主要国家联手刺激经济效果，2009 年 3 月开始触底反弹。WDI 油价两年后重新突破百美元大关，2009 年 4 月达到 116 美元。金属价格指数也从 2009 年 404 低位上升到 2011 年 3 月 1090 历史峰值。主要资源出口国大都也经历经济复苏和重回较快增长轨道。

然而随着全球经济增长动力减缓，大宗商品价格也从 2011 年 2 季度开始进入下降通道。2011 年主要资源出口国虽仍总体保持不错增长，但是已有超过半数国家增速回落或持平。展望未来，如果全球经济减速环境下商品价格稳中有降，则重要资源出口国经济增速也会相应受到制约。因而商品价格回落一方面是主要经济体增长减速的结果，另一方面又构成主要资源出口国经济减速的原因。

## 6、中国如何应对减速与调整？

本文从观察主要经济体各自结构矛盾以及世界经济整体面临调整两个方面入手，讨论了目前全球经济增速减缓的根源与背景。中国是最重要的开放型新兴经济体，与全球经济存在广泛而复杂的互动关系。中国在目前全球经济减速和调整格局中处于什么地位？受到什么影响？如何选择对策？分析这些问题对加深认识我国开放宏观经济运行规律以及更好实施发展方针都具有重要意义。下面围绕上述问题从四个方面加以探讨。

## 6-1、中国仍有较大选择能动性

研究中国的外部经济关系，首先需提出讨论一个基本判断，就是中国与其他主要经济体比较其实更具有能动性。所谓能动性指中国经济增量影响力较大，政策选择自由度较高，在重大改革发展领域存在相对独立的支配策略。在流行以“三驾马车”为题的宏观经济讨论语境中，人们通常较多强调中国经济对外需依赖，而对作为新兴大国特有的选择和影响能动性重视不足。当然，能动性是中性概念，即较高能动性并非总是好事：如果判断和选择有误，能动或许不如被动。

中国经济客观具有较大能动性与影响力，对此可以从以下几方面探讨与理解。第一，中国当代经济成长合规律性内涵构成未来持续发展能动性的基本条件。中国改革开放以来经济成长，受起点条件与外部环境影响具有自身深刻特点，在呈现发展形态的历史多样性方面提供了当代大国案例。不过特殊形态总是在一般规律基础上展开。就本质内容而言，中国发展实践经验与一般发展原理并非根本矛盾。例如，无论是通过艰苦持久地推进市场化改革引入和发挥价格和竞争机制作用，还是结合中国国情不断探索和调试产权界定方式以培育市场主体的长期行为预期和校正激励机制；无论是通过“干中学”以及数以亿计农业劳动力转移方式积累人力资本，还是通过“拿来主义”与自主创新相结合方式谋求技术进步；又无论是利用产品内分工全球化环境发掘后发比较优势作用，还是重视财政与金融稳定并对严重宏观失衡进行果断调整；……中国当代经济发展的基本实践和基本经验与其他国家成功发展经验相得益彰，与现代发展经济学基本思想也相映成趣。中国当代经济成长具有普遍性与特殊性相结合意义上的合规律性，意味着只要继续坚持以经济建设为中心正确方针，坚持中国当代发展转型的正确实践经验，直面经济体制转轨进程中“行百里者半九十”的挑战，中国经济就有望在未来较长时期持续追赶和实现现代化转型目标。中国经济发展的内在合规律性，决定了中国经济发展前景归根到底由我们自己决定，并非存在无法回避的“陷阱”，由此构成讨论中国选择能动性的认识前提。

第二，中国仍处于城市化和工业化较快推进发展阶段，是中国政策选择能动性的现实保障。我国目前城市化率仍仅仅略高于5成，2010年我国农业劳动力占比35.6%仍远高于OECD国家平均水平，用美元衡量人均收入不到主要发达国家平均水平两成。我国作为中低收入国家与发达国家存在巨大差距，同时表明中国后续增长仍有巨大潜力。中国如能深化改革，校正机制，聚精会神搞建设，一心一意谋发展，则仍有可能在未来一段较长时期继续利用城市化潜能和“后发优势”推动经济较快增长。客观具有与发展阶段性派生的较快增长潜能，构成中国经济能动性的现实保障。

第三，我国在全球范围最大增量国地位是实现中国经济能动性并派生其全球影响的客观依据。随着中国经济持续开放成长，中国已成为全球经济范围内最大增量贡献国。表6-1报告2000-2015年间三个五年期全球增长结构快速变化，其中2000-2010年增长构成依据IMF数据库实际数据计算，2010-2015年预测值则主要依据IMF对主要经济体和全球经济预测并对中国数据适当调整后加以估测。数据显示，中国在2005-2010年已经成为全球经济最重要增长贡献国，增量贡献比率接近美国两倍，比欧元区总体增量贡献超过83%。2010-2015年间对全球经济增长贡献率有望进一步提升到29.4%。中国大国经济体量派生在快速追赶特定阶段对全球经济增量具有异乎寻常贡献能力，使得中国经济能动选择必将产生显

著的全球影响，构成观察全球经济长期增长和短期波动的重要切入点。

表 6-1、主要经济体对全球经济增长贡献率（2000-2015，%）

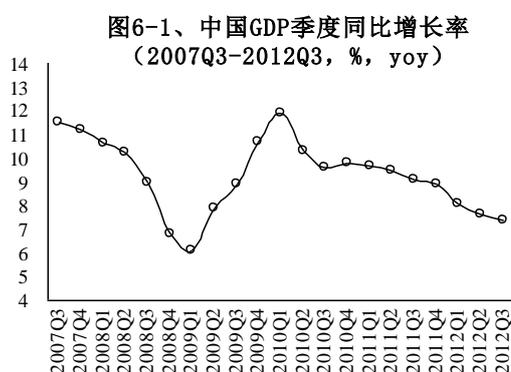
时期	美国	日本	欧元区	中国	其他BRICS国家
2000-2005	20.13	-1.20	29.23	7.97	8.95
2005-2010	10.88	5.24	11.47	20.99	16.51
2010-2015	15.61	4.24	6.89	29.44	13.45

数据来源和说明：除中国 2010-2015 年预测数据调整外，其余所有数据依据 IMF-WEO，2012 年 April 报告提供数据计算。对中国美元 GDP 在 2010-2015 年增长率，采用假设该指标在 2005-2010 年实际水平基础上每年下降 2 个百分点方法估计。

第四，中国应对新世纪国际金融危机的政策实践与增长表现，是体现中国经济选择能动性的最新经验证据。面对外部国际金融危机冲击和国内经济增速下滑形势，中国政府 2008 年底推出一揽子刺激政策，很快拉动货币信贷快速扩张，并在外需剧烈收缩背景下通过内需快速反弹推动总需求 V 型回升。虽然事后看这轮罕见刺激措施效果可能利弊互见，其经验教训有待专题研究进行理性分析和评估，然而中国通过内需扩张推动宏观经济在全球主要经济体中最早最快 V-型回升的基本事实表明，一段时期流行观点过于强调中国经济增长对外需依赖度观点并不正确。另一方面应对危机政策实践也显示，中国虽有能力相对独立地扩张货币信贷刺激经济，然而扩张过快过猛也会带来宏观失衡问题并面临被动局面，因而需要反思如何更好地认知和运用我国政策选择的能动性，对刺激过度保持必要审慎和警示。回顾过去四年中国与全球经济演变大势，中国经济已经历一个相对完整的宏观周期，最近似乎又重回原点与发达经济体一起讨论稳增长或保增长话题，这个事实本身就凸显出现阶段中国经济具有更大能动性。

## 6-2、中国经济也面临减速调整

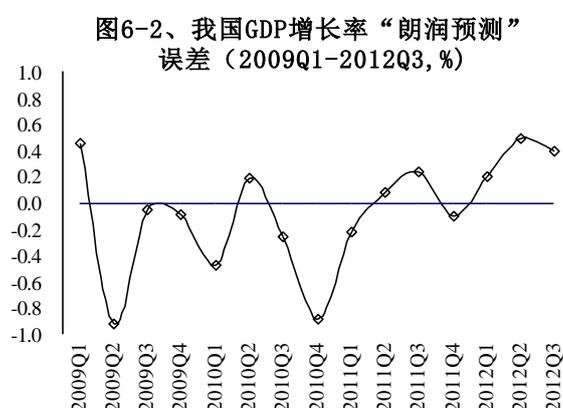
近年中国经济也出现增速持续减缓走势。图 6-1 数据显示，刺激措施作用下中国 GDP 同比增长率 2010 年 1 季度达到 11.9% 峰值，此后总体上呈现回调趋势。2010 年 4 季度 GDP 增速从 3 季度 9.6% 回升到 9.8%，此后 7 个季度持续下降。2012 年前 3 个季度经济增速持续走低，分别为 8.1%，7.6% 和 7.4%。



数据来源：国家统计局数据。

图 6-2 报告 2009 年第 1 季度以来“朗润预测”对中国 GDP 季度增长率预测

值与实际值的偏差<sup>10</sup>。偏差值为正说明宏观预测专家总体预测高于实际值，反之亦然。数据显示 2011 年 2 季度以来六个季度预测误差情况，只有 2011 年 4 季度误差值为负，其余五个季度都是不同程度正值，显示专家预测意见总体上高估实际经济增长率。今年前三个季度“朗润预测”连续三次出现正值误差，累计误差值为 1.1 个百分点，显示目前经济减速具有某种“超预期”特点。



数据来源：GDP 增长率是国家统计局数据。历次“朗润预测”数据见北京大学国家发展研究院网页“CMRC 中国经济观察”栏目。

中国经济增速无疑受到外部经济环境影响。主要发达经济体作为我国主要贸易伙伴经济减速会抑制我国出口需求。虽然我国企业在开拓出口市场多元化方面多方努力并取得成效，外部经济减速仍会通过外需环节拖累我国经济增长。不过分析大国经济基本表现特点，更应从自身环境内生因素方面分析根源。从国内原因看，现实经济增速减缓至少有三个层面背景根源。

第一是长期原因。中国总人口中劳动年龄人口比例正经历峰值期并将趋于下降，加上年轻劳动力供给增量趋于减少，会逐步对潜在供给增速产生某种收敛作用。另外随着中国与发达国家可比人均收入差距缩小，也意味着潜在后发优势发挥空间逐步收窄，制约潜在供给增速。多方面长期结构性因素趋势性变动对供给面影响，可能已使中国潜在增长速度从早先两位数高位收窄到一位数水平。虽然对长期潜在供给增长率难以获得精准估计，考察国际比较经验以及学术界主流看法，结合观察我国经济近年基本宏观经济指标组合表现，有理由推测目前长期潜在供给增速应已从早先 10%左右下降到目前 8%-9%。

第二是周期原因。上一轮经济景气增长周期累积矛盾和失衡因素仍在逐步调整，客观要求一段时间减缓经济增速。例如中国央行总资产从 2001 年初 3.83 万亿元增长到 2011 年初 26.9 万亿元，十年间共增长六倍。同期我国广义货币 M2 从大约 14 万亿元上升到 73.4 万亿元，十年共增长 4.2 倍。然而同期我国实际 GDP 增长约 1.7 倍。即便考虑我国经济转型期“货币深化”因素，货币总量规模仍显然扩张过快，并伴随经济增长偏快偏热、通胀压力挥之不去、资产价格间歇飙升等方面失衡现象。另外央行资产负债表扩张幅度较大比例超过广义货币扩

<sup>10</sup> “朗润预测”是北京大学国家发展研究院中国宏观经济研究中心“CMRC 中国经济观察”季度报告会实施的一个子项目，内容主要是邀请协调国内主要宏观经济分析预测机构对我国主要宏观经济指标提供季度预测。从 2005 年 4 月开始，至今已发布 30 次“朗润预测”。共有 20 多家特邀机构常规性参与“朗润预测”。北京大学国家发展研究院网页“CMRC 中国经济观察”栏目提供历次“朗润预测”数据。

张幅度，提示我国经济整体面临的金融抑制程度可能有增无减。这些宏观金融过度扩张的累积矛盾，客观上需要一段时期减速加以调整与化解。

上一轮景气增长阶段失衡因素对企业微观主体活力和经济自主增长能力产生的不利影响，也需要一段经济减速期给以必要调整与修复。一方面宏观调控机制微观化和手段宽泛化倾向，客观上不利于市场机制充分发挥基础性调节作用，使企业家创新能力和经济活力受到抑制。另一方货币过度扩张刺激供给弹性低并且便于升值套利的资产价格快速飙升，一些企业家“动作变形”把“冒险创新”的看家本事过度配置于投机泡沫资产的逐利活动。宏观失衡对微观机制的不利影响，会妨碍宏观经济顺利转向自主增长轨道，其负面影响也需要在一段经济增速放缓背景下通过消除泡沫和深化改革才能得到必要调整和修复。

第三是短期原因。为应对国际金融危机冲击以及国内经济快速下滑形势，2008年底我国出台一揽子刺激经济措施。在当时特殊环境下，刺激措施对抵御外需萎缩对农民工就业带来的冲击，对促成中国总需求2009年2季度开始V型回升，都发挥了重要积极助推效果（卢锋，2009b）。然而刺激措施毕竟是通过透支未来收入与需求发生作用，好比采用激素治疗方案后患者机体会有一段时期出现不适症状一样，刺激措施“功成身退”后会由于透支回补效应派生经济减速现象，。

例如我国一揽子刺激政策包括2009-2010年对汽车业提供降低购置税和下乡补贴，刺激我国汽车产销量从2008年965万辆和936万辆，分别跃升到2009年1420万辆和1362万辆以及2010年1875万辆和1804万辆，两年产量增长率分别达47%和32%，累计增长幅度高达94%。2009年中国汽车产销量已居世界第一。常识告诉我们，中国这样汽车大国市场长期增速不可能稳定维持在30%-40%水平。实际情况也是如此：两年井喷式增长对我国汽车未来供需潜能的超常透支需要减速回补，结果在刺激措施退出后2011年产销量增速双双急剧下降为约1.8%，2012年上半年增速量分别为4.1%和2.9%，可见车市近来“微增长”现象相当程度是刺激措施透支回补效应的派生结果。另外刺激政策推动钢铁业反弹、地方融资膨胀、房地产扩张，这些领域也都发生后续透支回补效应，构成宏观经济增速减缓的行业背景。

### 6-3、适度减速调整利大于弊

扩张加速使人振奋，减速调整则冷意逼人。尤其难耐的是在过度扩张调整特定阶段，企业产出品价格已普遍下降，消费品价格与用工成本仍在上涨，企业部门面临宏观周期与市场纪律的严峻考验。少数在扩张期套用“他人钱财”过度投机冒险的玩家，无疑会面临更大压力甚或落入走投无路的“跑路”困境。笔者行文之际，中国宏观经济可能正处于这个调整阵痛阶段。这时政府有必要实行稳增长政策，纾缓正常经营企业在宏观减速环境下面临的困难，防范经济合理减速转为过度失速。然而也应看到一段时期适度经济减速是早先经济过度扩张的结果，对中国总体经济发展风险可控、利大于弊，因而为规避调整阵痛大手重启刺激并不可取。

在分析国内外经济减速调整形势时，无疑也需要评估与应对其潜在负面影响。从有关讨论看，学界和决策部门较多担忧内外经济减速会导致出口外需疲软、政府税收下降、企业经营困难、就业压力加大等方面困难。重视上述方面潜在不

利影响无疑是务实和必要的，不过通过具体分析有关问题能够看出，宏观经济适度减速上述影响其实具有较大程度可控性，不应因此动摇直面减速与趋势调整的正确应对方针。考虑篇幅问题，这里主要结合我们对广义奥肯模型、中国奥肯关系、中国就业形势的专题研究结果（卢锋，2012a, 2012b），简略讨论宏观经济增速减缓给我国劳动市场与就业形势带来压力问题。

保持经济就业创造控制较快增长，控制城镇失业率过高，并为农业劳动力持续转移提供支持条件，是转型期中国长期发展和短期宏观政策的基本目标之一。然而认为减速调整必然会对失业造成难以承受冲击的观点依据不足。实际情况是，给定我国人口和劳动力增长轨迹，过去一段时期经济偏快增长造成整体劳动力市场特别是相对低端农民工市场供不应求压力，并伴随此起彼伏的“民工荒”现象。因而适度减速调整有助于改变这一状态，并有助于把劳动市场压力转变为提升经济和就业结构高度化的动力。

从广义奥肯定律视角看，我国宏观经济与劳动市双重联系机制方面，除了大范围国企改革以及知青回城这样一两次释放旧体制扭曲压力带来的体制转型冲击外，城镇失业率与宏观周期变动并不显著，说明我国较高平均增长速度对保证现有城镇劳动力比较充分就业不是特别困难。宏观周期对劳动市场影响主要表现为农业劳动力转移提供动力。

利用中国改革开放时期数据估计的从广义奥肯关系经验模型估计系数显示，过去宏观经济增长对长期潜在增长速度下降到偏低一个百分点，会显著导致转移速度回落相当于大约相当于劳动力总量比率为近 0.37% 百分点的农民工转移，对失业率也会带来近 0.35 百分点城镇失业率增加。虽然这个经验关系是在分析过去 30 年经验数据基础上得到的，以此预测未来可能发生偏差，但是对于我们考虑宏观周期波动影响劳动市场仍能提供定量维度的评估参数。

如果上述经验估计值具有参考性，假定目前我国潜在增长率为 8%-9%，那么今年略高于 7.5% 的预测增长率比前者偏低约 0.5-1.5 个百分点，可能会带来农民工增量回落大约 150-450 万之数。进入新世纪以来，我国农民工数量从 2000 年 1.5 亿增加到 2011 年 2.53 亿人，年均增长 936 万人。最高年份 2004 年为 1390 万，最低年份 2009 年为 440 万人。2010 和 2011 最近两年分别为 1250 万和 1005 万。采用过去十余年农民工年均数为基准，7.5% 经济增长率可能要使农民工增量比宏观经济在充分就业状态时下降 16%-48%。万一实际经济增长率过度下滑到 5%-6%，从而使宏观经济全面显示衰退状态时，则可能出现农民工增量为零和劳动市场就业压力较大增加情况。经验研究结果显示，宏观变动对城镇失业率影响估计系数不具有统计显著性；按较大估计系数推算，假定潜在供给增速为 8%-9% 前提下，实际增长率 7.5% 可能使城镇失业率上升 0.2-0.6 个百分点，实际增长率为 5%-6% 时城镇失业率影响也可能会上升 0.8-1.6 个百分点。

宏观经济学奥肯定律提示宏观经济涨落与劳动市场运行存在规律性联系，适用于转型期中国的广义奥肯关系强调农业劳动力转移作为劳动市场运行指标与宏观波动联系更为紧密。应对经济减速调整过程中无疑应关注劳动市场动态和就业形势变动这个民生重点问题，然而也要认识到由于新世纪开放宏观景气增长积极作用，我们早已远离上世纪末由于制度转型和消化旧体制扭曲带来的严重就业压力，如果没有释放旧体制隐性失业压力在较快增长背景下城镇失业率会处于较低位和较可控状态。另外还应注意，经济减速到 7% 上下虽然会对劳动市场特

别是农民工转移带来显著影响，但是这一影响更可能是增量一定程度下调，而不是农民工增加趋势逆转性影响。宏观经济自身调节机制应能较大程度应对和吸纳劳动市场变动，甚至可能对修正前几年劳动市场偏紧压力客观发挥积极作用。

从积极角度看，适度减速必要性和基本意义在于有助于调整化解早先宏观累积失衡因素，并为深化改革创造有利的宏观环境。此外在外部经济关系方面，适度减速调整也客观具有几点积极功能。

一是有助于增加我国获取外部大宗商品原料和能源供应的宽松度。我国实行开放发展方针，在大国快速推进工业化城市化阶段，通过良好市场机制和方式从国际市场获取比较原料与能源等大宗商品对保障我国经济长期发展具有极为重要意义。近现代经济史和发展经济学表明，这是大国工业化普遍需要的前提条件之一。战后全新国际经济秩序与全球化环境使得中国这样后起大国在从国际市场获取自身需要的大宗商品原材料能源方面，不必再陷入“列宁论断”的诅咒<sup>11</sup>，从一个侧面显示当代全球化环境下有利于和平发展的条件。然而晚近时期实践经验也显示，如果像危机前那样，中国等新兴国家快速增长同时，发达经济体也快速增长，全球经济增长偏快会造成供给弹性偏低的资源性商品供应相对紧张格局，甚至对目前地缘政治格局演变和国际政治关系趋紧产生推波助澜作用。随着全球经济进入减速调整阶段，各国对大宗商品需求也会有所降低，有助于增加中国从外部得到资源性产品的供给宽松度，支持我国今后 10-20 年完成快速城市化和基本实现经济现代化目标。

二是有助于抑制进口价格飙升从而减少价格贸易条件恶化对我国带来的不利影响。国际大宗商品市场行情显示，如果主要经济体货币扩张过度和经济增长偏热，会导致商品价格过度飙升不利于我国经济稳定运行和国民福利，适当减速调整有助于抑制这方面负面影响。过去十余年经验数据显示，由于中国作为最重要增量大国体量规模，总需求扩张偏快还会通过“货币扩张-投资增长-进口数量增长-进口价格增长-贸易条件恶化”的特有传导机制，对我国经济带来负面经济效应（卢锋、李远芳，2011）。减速调整虽然未必能带来价格贸易条件持续动态改善，然而至少可能减少我国价格贸易条件恶化程度。

三是有助于保障我国作为巨大外部债权国的利益。我国拥有 3 万多亿美元外汇储备，是世界最大外部债权国之一。我国外部债权绝大部分是晚近十余年不长期内主要通过官方储备形态积累而来，主要投资于兼顾“安全性、流动性、盈利性”标准的证券资产。通货膨胀对债权方不利而对负债方有利，我国庞大债权投资收益对未来预期通胀相当敏感。比如假设全球通胀上升 3~4 个百分点，我国外部债权损失可能会超过千亿美元。对比观察，发达国家对外投资较大比例是直接投资，对通胀伤害天然具有较强抵御能力；即便是证券投资，由于主要是私营机构所为，应对通胀自我调节能力与灵活性较强。从这一角度看，如果主要经济体货币和经济过度扩张，会显著抬高全球通胀水平，使中国作为外部债权国利益受到损失。适度减速调整有助于中国庞大外部债务资产保值。

#### **6-4、趁势调整、力推改革、培育自主性景气增长基础**

---

<sup>11</sup> 列宁把争夺原料产地作为帝国主义战争发生的基本根源之一。二战后全新国际经济秩序建立突破了列宁论断的时代条件。

近来宏观经济走势显示，中国经济增速趋缓持续时期比人们早先市场预测要长，稳增长困难比原来预想要大。受内部与外部因素共同影响的中国经济减速，一定程度上是全球经济减速调整格局派生的结果，又是全球减速走势的一个重要组成部分。应对新的宏观形势，需告别“刺激经济保增长、行政干预抑通胀”调控模式，在继续目前温和宽松的总需求管理政策基础上，趁势实施经济调整方针，着力推进关键领域改革，为新一轮自主性景气增长到来积极创造条件。

目前经济增速应低于潜在长期供给增速，因而需要实施温和宽松取向的宏观政策以避免经济增速过度下滑，但是不宜再实施大力度刺激政策。上面讨论中国经济能动性，含义之一是中国现实拥有较多能发挥促增长作用的政策工具，包括各种宽松取向的货币政策工具，积极取向的减税和财政政策措施，增加保障房与基础设施投资政策，放松对企业投资数量管制的产业政策等等。近来中国政府实施的比较积极审慎的稳增长保增长政策，大体符合温和宽松政策范畴。最新宏观数据显示，中国宏观经济明显出现企稳回升势头<sup>12</sup>，显示前一段进取而有克制的稳增长措施正在发挥预期效果。

在实施逆周期宏观调节政策同时，我们需要总结过去十余年宏观调控实践经验与教训，对开放型市场经济下宏观调控政策的功能、目标与定位加以反思，针对转型期宏观失衡现象的深层体制根源进行调整改革，使短期总需求管理政策与长期结构性改革措施形成合理匹配与动态协调。当我们实施积极宏观政策保增长同时，需要明确应保或力求的是自主性与内生性增长，而不是刺激政策催生的增长；是准入公平与鼓励竞争的增长，而不是维护垄断前提下的增长；是品质提升惠及民生的增长，而不是质量低下和运营粗放的增长；是稳健与可持续增长，而不是失衡累积难以持续的增长。宏观政策基本功能应回归调节总需求，不能指望通过宏观调控解决所有深层结构问题。要创造新一轮自主性、内生性性与可持续的景气增长，就必须把政策思路与重心转变到调整和改革方面，在破解深层结构问题和理顺机制方向下功夫，为宏观景气增长到了奠定微观行为基础。

一段时期经济整体比较快速扩张与关键领域改革进程相对滞后，使目前中国市场化取向改革面临“行百里者半九十”的挑战。展望未来，中国面临改革议程千头万绪。从本文考察的通过市场力量推动经济减速形势向自主性景气增长转变的视角分析，以下几方面改革议程具有特殊意义。一是要深化农地制度改革。在年底基本完成农村集体土地确权登记基础上，趁势推进以界定农民土地流转权为关键内容的改革，引入新规范使小产权房有序合法化。二是扩大民营企业准入，给企业家能力发挥创造更大空间。要力推企业减税减负改革，减少政府投资核准与审批对象范围。三是加快深化汇率与利率体制改革，创建与开放性大国经济需要相一致的现代宏调架构，并为根除金融抑制和治理资产泡沫创造体制条件。

---

<sup>12</sup> 汇总 25 家宏观分析机构对中国主要宏观经济指标预测看法形成的第 30 次最新“朗润预测”结果显示，中国 4 季度 GDP 同比增长率加权平均值为 7.8%，将显著高于 3 季度 7.4% 同比增速。

## 参考文献

- [1] Christophe Kamps (2004): "New Estimates of Government Net Capital Stocks for 22 OECD countries, 1960-2001" Kiel Institute for World Economics, April 2004, <http://www.ifw-kiel.de/forschung/datenbanken/netcap>
- [2] 李中海 (2002) "俄罗斯外债: 经济增长背景下的隐忧" 《东欧中亚研究》2002 年第 4 期。
- [3] 卢锋 (2004): "产品内分工: 一个分析框架" 《CCER 中文讨论稿》No. C2004005, 2004 年 5 月。参见该文第 2-1 节有关介绍和讨论。该文缩写本发表于 "产品内分工" 《经济学季刊》第 4 卷第 1 期, 第 55-82 页, 2004 年 10 月。
- [4] 卢锋 (2009a): "'奥巴马新政'面临的双重挑战" 《财经》2009 年第 4 期, 2009 年 2 月 16 日。
- [5] 卢锋 (2009b): "总需求 V 型回升——2009 年上半年我国宏观经济与政策述评" 北京大学中国经济研究中心《中文讨论稿》, No. C20090010, 2009 年 10 月 13 日。
- [6] 卢锋、陈建奇等 (2010): "复苏不易、景气难再——奥巴马元年美国经济透视" 《国际经济评论》2010 年第 3 期第 45-68 页。
- [7] 卢锋、李远芳 (2011): "中国贸易条件及其与宏观涨落关系 (2001-2011) ——开放大国经济的 '飞去来器效应'", 北京大学中国经济研究中心《中文讨论稿》No. C2011021, 2011 年 12 月 26 日。
- [8] 卢锋 (2012a): "我国就业转型五点特征与启示", 第 28 次 "CMRC 中国经济观察 (CEO)" 报告会发言, 2012 年 2 月 25 日。"CMRC 中国经济观察" 第 28 次报告会全文, 2012 年 5 月 3 日。见北京大学国家发展研究院 (NSD) 网页首页 "CMRC 中国经济观察" 栏目。
- [9] 卢锋 (2012b): 北京大学国家发展研究院与台湾中研院经济所第九届两岸经济发展研讨会上报告论文, "破解奥肯定律在中国不适之谜——广义奥肯模型与中国奥肯关系"。内容简介见 "破解奥肯定律在中国不适之谜", 《CCER-NSD 中国经济与政策简报——第九届两岸经济发展研讨会之一》2012 年第 39 期, 总第 1001 期, 2012 年 10 月 8 日。见北京大学国家发展研究院 (NSD) 网页首页 "出版物-简报" 栏目。
- [10] 郑羽 (等人编) (2008): 《普金八年: 俄罗斯复兴之路 (2000-2008) (经济卷)》, 经济管理出版社, 2008 年版, 第 30-31 页。