

## 中美经济外部不平衡的“镜像关系” ——理解中国近年经济增长特点与目前的调整

卢 锋(北京大学)

[导读] 2008 年 11 月 5 日, 新一届美国总统大选揭晓, 一直在强调“Change”(变革) 的奥巴马即将问鼎白宫。变革的确是必须的。中国作为人均收入只有 2000 多美元的发展中国家, 为世界最富裕最强大的国家美国提供巨额融资, 从一个侧面显示世界经济版图的深刻演变, 构成当代经济全球化背景下全新而重大的现象。本文观察中美经济不平衡镜像关系的事实表现和成因争论, 并由此解读两国近年经济增长结构特点与各自面临的现实调整。

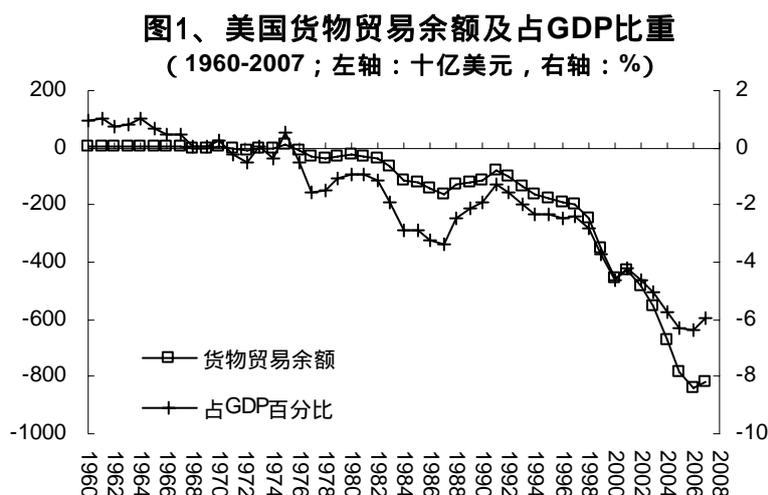
美国经济 21 世纪初发生有史以来最大规模外部不平衡, 2006 年贸易和经常账户赤字占 GDP 比重超过 6%, 同时中国成为美国单个最大贸易顺差国。据美国官方统计数据, 2007 年对华贸易逆差占其逆差总额 30% 左右。中国外汇储备 2006 年下半年达到 1 万亿美元, 超过日本成为外汇储备规模最大国家, 2008 年 6 月底激增到 1.8 万亿美元, 观察人士推测庞大外汇储备大部分投资于美元资产。中美两国外部不平衡相当程度上构成互补对称的“镜像关系”(mirror image)。

中国作为人均收入只有 2000 多美元的发展中国家, 为世界最富裕最强大的国家美国提供巨额融资, 从一个侧面显示世界经济版图深刻演变, 构成当代经济全球化背景下全新而重大现象。两国学术界对各自不平衡原因和性质激烈争论, 显示理解这一现象对经济学现有知识存量具有挑战性。外部失衡累积矛盾与其他结构性问题相互影响, 构成两国目前经济运行困难与政策调整的背景因素, 因而理解这一现象具有现实意义。

本文观察中美经济不平衡镜像关系的事实表现和成因争论, 并由此解读两国近年经济增长结构特点与各自面临的现实调整。首先通过相关数据观察美国外部不平衡演变以及中国成为最大镜像国的事实。然后考察美国学术界就外部不平衡根源、属性和对策发生的争论, 分析次贷危机与外部失衡之间的联系, 评论美国目前危机应对措施具有被迫调整外部失衡含义。接着在观察中国经济近年外部不平衡表现的基础上梳理评估有关这一问题不同解释观点, 并从内外关系角度分析中国新千禧初年景气增长特征以及目前调整过程的内在逻辑。

## 一、中美经济外部不平衡镜像关系的事实观察

一国经济外部不平衡，通常指该国贸易或经常账户收支盈余绝对规模或相对GDP比例值单向、持续、较快变动，并依据定义伴随一国国际投资净头寸（net international investment position: NIIP）同类性质变动。美国贸易和经常账户逆差持续增长和中国顺差相应持续扩大，二者在定性定量意义上构成对称、对偶或镜像关系，提供本文考察的基本对象。

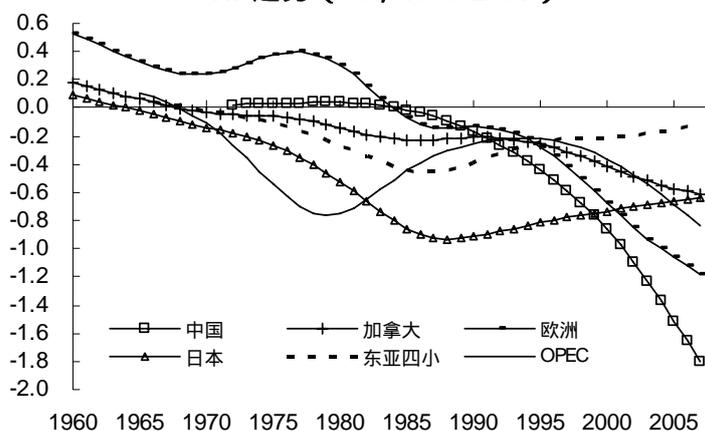


从图1报告货物贸易平衡演变情况看,美国过去三四十年经历了三次引起广泛关注和较大影响的外部不平衡。20世纪70年代初首次出现60亿美元逆差,伴随布雷顿—森林国际货币体系解体,使50年代末开始的美国国际收支不平衡争论告一段落。第二次是80年代不平衡,1987年贸易赤字高峰时达到1600亿美元,占GDP比重3.4%,再次引起相关政策大幅度调整。第三次发生在晚近时期,2006年贸易逆差达到8400亿美元,占GDP比重高达6.35%。同期美国经常账户余额也发生了类似变化。

全球经济整体是一个封闭系统,一国外部赤字扩大必然伴随若干伙伴国对该国双边顺差总和增加。图2反映美国货物贸易平衡主要伙伴国演变情况。60—70年代贸易顺差减少的原因包括欧洲对美逆差减少以及OPEC、日本、加拿大对美顺差扩大。80年代第二次不平衡除了受日、欧、加等发达国家顺差扩大影响,东亚四小龙和石油输出国顺差也发挥了重要作用。新一轮外部不平衡形成特点在于,除了“日、欧、加”与OPEC仍有重要作用,中国成为美国单个最大贸易顺差国。依据美国BEA统计数据,20世纪70年代末中国对美国贸易存在逆差,80年代中期转变为顺差,1996年顺差增长到近400亿美元;此后十余年中

国顺差持续增长，2007 年达到 2567 亿美元，占美国 GDP 比重 1.81%，占美国贸易赤字总额约三成。中美两国外部不平衡相当程度形成互补对称的镜像关系。

图2、美国贸易逆差主要伙伴经济体构成  
HP趋势（%，1960-2007）



数据显示中美双边贸易关系在产品和行业分布上具有以下特点。一是 SITC 一位数分类产品中，中国对美国最大顺差对象是 7、8 类制成品，即机械运输设备和杂项制品，其中 7 类制品即机械运输设备顺差增长最快。二是从 SITC 二位数分类产品看，中国顺差对象主要包括“75 类办公室设备和数据自动处理机、76 类通讯和声音录制和复制设备、89 类杂项制成品、84 类服装类产品、82 类家具和配件制品、69 类金属制品”等。三是从中美进出口六位数重要产品分布看，中国对美国顺差主要集中在“其他计算机设备、音像设备、计算机、玩具、家具”等制造品，美国对中国顺差主要来自“废件废料、金属化工原料、飞机与半导体设备等高科技产品、大豆和棉花等农产品”。

## 二、美国外部不平衡根源争论和现实调整

### 1. 三种分析视角

从经济学角度分析一国外部不平衡主要有三类方法：国内宏观分析法，汇率—收入分析法，资本流动分析法。国内宏观分析法基于国民收入账户（SNA）定义等式关系：“私营部门储蓄 + 贸易赤字 = 私营部门投资 + 政府投资减储蓄”。该等式陈述一个简单约束条件：如同一个家庭入不敷出需要得到额外接济一样，一国如果支出大于产出需要通过贸易逆差从外国获得商品劳务填补缺口。该等式可近似表述为“私人储蓄 + 贸易赤字 = 私人投资 + 财政赤字”，表示如果国内私人储蓄与投资大体相等或变动量相等，则财政赤字变动需要贸

易赤字等量变动保持平衡。

汇率—收入分析法建立在“替代效应”、“收入效应”等经济分析原理基础上，认为一个国家贸易或经常账户平衡状态与两组变量有关：一个是本币实际汇率，决定一国与外国商品劳务的相对价格，通过“替代效应”影响对外贸易关系。另一个是本国与外国经济相对增长速度，通过“收入效应”或收入进口弹性对贸易平衡发生作用。依据这一方法，一国贸易盈余平衡状态变动，可以在包括本币汇率、国内外收入变动等因素作为解释变量的模型中得到解释。

资本流动分析法基于国际收支账户定义等式：“经常账户逆差（顺差）= 资本账户顺差（逆差）+ 统计误差”。也是陈述一个简单约束条件：如同个人入不敷出需要融资一样，一国经常账户逆差意味着必须通过从外部借债或出售资产进行融资，也意味着外国投资者愿意提供债务或权益融资。这一方法提示可以通过考察外部融资合理性来评估经常账户赤字可持续性。

## 2. 可持续与不可持续观点争论

依据上述三个视角不同选择，美国学术界对其外部不平衡发生两种观点争论。可持续论者主要采用国际资本流动分析方法，认为世界上很多国家由于石油资源出口盈余、人口结构老化、体制政策弱点等原因需要净储蓄，美国由于资本市场和金融系统发达等优势，理应吸纳较多外国净储蓄。由于资本净流入具有经济合理性，美国经济外部不平衡具有可持续性。

一般认为以下几方面因素对美国吸纳大量外部资金具有重要解释作用。从实体经济角度看，美国科技研发实力较强，全球规模最大资本市场便于把科技成果转化为生产力，加上劳动力市场和企业制度比较灵活，因而拥有拓展全球技术和产业前沿的相对优势，有可能在长期创造比其他发达国家更高的生产率增长。从金融体系角度看，美国资本市场和金融系统提供具有不同风险水平的证券投资品种以及大量金融衍生工具，能较好满足投资者不同风险和时间偏好，投资对象流动性以及调整投资组合选择性较高。另外美国政局相对稳定，使得美国和美元资产在世界其他地区面临危机和冲突时成为所谓“投资天堂”。从转移成本角度看，由于各国私营和政府部门持有美元资产在境外投资总额中占有较大比例，大规模抽撤和转移美元资产要支付巨大沉没成本，从而使美元资产投资在客观上具有某种锁定效应。

一段时期内这类观点在美国有关讨论中占据主流地位。例如2006年总统经济报告对此表述过相当乐观评估：“原则上说，假如美国能够利用这些资金来促进未来增长从而维持美国作为外资流入首选之地，美国可以无限期吸纳净资本流入（经常项目逆差）。实质问题不在于外资流入规模而在于外资利用效率。如果外资能够促进投资、生产率和增长，则外资流

入能够对美国和全球产生积极影响。”

不可持续论者也承认生产率差异和金融优势等因素可以在一定程度上解释美国外部赤字，承认一定水平外部不平衡具有可持续性。但是他们认为外部赤字占 GDP 比重过高，比如说超过 5% 甚至达到 6%，则是结构问题和政策失当导致的不可持续和非均衡状态。他们强调持续失衡可能导致美元暴跌、汇率崩盘、通货膨胀、利率高升、经济衰退的后果。他们担心上述结局不仅会冲击美国和全球经济，而且对美元国际地位和美国全球战略地位产生负面影响。

不可持续论者认为新一轮美国外部失衡关键原因主要有三点：居民储蓄过低、财政赤字过大、美元汇率高估。他们认为政府很难改变居民储蓄行为，但政府可以通过调整美元汇率特别是减少财政赤字来尽快主动调整外部失衡。

### 3. 次贷危机与外部失衡：对美国失衡争论观点评论

可持续论有一定道理。例如尽管美国 2006 年外部净头寸已经是 2.54 万亿美元负值，然而净投资收益仍为 300 多亿美元，说明美国在全球经济平台上确实“长袖善舞”，有能力用负资产换来正的净收入。不过，从次贷危机爆发及其与外部失衡内在联系看，可持续论者过于乐观。对于爆发一年多仍在持续“发酵”的次贷危机，现在分析人士较多从金融监管缺失、金融工具创新以及金融分散风险功能两面性等角度检讨根源和总结教训。这些分析确有道理并且重要，然而不足之处在于对次贷危机与外部失衡内在联系重视不够。观察次贷危机可以发现这样的因果链条：“外部失衡——流动性过剩——房价虚高——过量消费——放贷过度——次贷危机”。次贷危机说明，美国晚近时期过度依赖外部储蓄的消费驱动增长模式不仅不可持续，而且会对美国以及全球经济带来危害。

对次贷危机与外部失衡的联系可以从多方面观察讨论。从危机发生宏观条件看，持续过量利用外部储蓄和外部不平衡，促成过度消费驱动增长模式，是构成房价虚高和次贷危机的宏观环境因素之一。从危机发生的货币金融条件看，过度利用外部储蓄促成银根过度宽松和流动性过剩的货币环境，在美国房贷金融体制存在结构性问题背景下，对次贷危机具有解释作用。从危机发生的深层根源看，外部不平衡和次贷问题都与美国金融能力相对优势有关，是同一根“好事变坏事”树藤上结出的两颗果实。从次贷危机爆发后果看，美国在调整外部失衡时不仅面临通胀和衰退双重风险压力，还面临国内金融机构接二连三倒闭告急、金融体系内部地震频发的挑战，为美国经济前景引入更多复杂性和不确定性。

美国次贷危机与外部失衡的内在联系，给外部不平衡可持续论者的过度乐观主义留下一个深刻教训。美国整体金融能力在国际比较意义上确有独特优势，但是任何一种能力优势发

挥都受到“过犹不及”普遍法则约束，过度利用优势会造成危害。打个比方，夸大金融优势作用的可持续论者相信，美国人体质好，可以多吃人参鹿茸；外国人体质差，只能吃五谷杂粮。次贷危机教训是：人参吃得太多也会有麻烦！

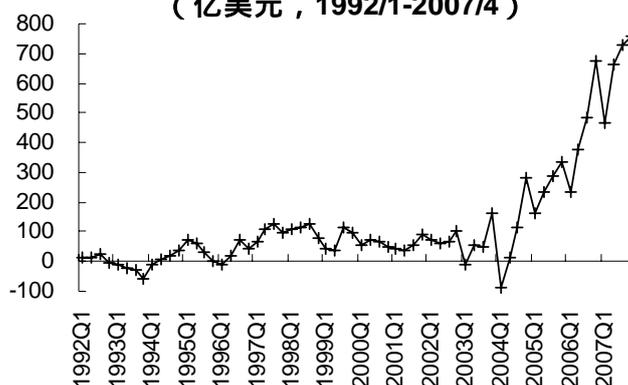
现在美国经济正面临罕见三角难题：经济低迷濒临衰退、通货膨胀压力上升、“次贷—房贷危机”加深和复杂化。麻烦在于三件事都很急，却难以求得“一石三鸟”灵丹妙药；反倒是对任何两点病症具有积极疗效的效果措施，都难以避免对第三项问题产生副作用。目前举步维艰的困境是美国此前对外部失衡危害重视不够并采取机会主义拖延方针的代价，美国最终走出目前困境将伴随对外部失衡的被动调整。

### 三、中国新一轮经济增长与外部不平衡表现

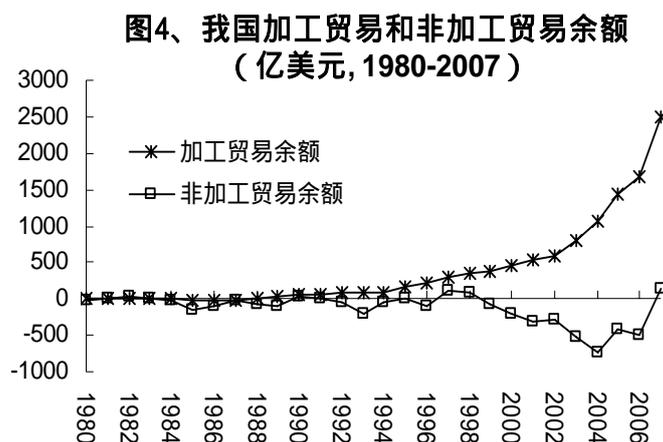
2002—2003年以来，中国经济经历新一轮强劲景气增长。年均经济增长率持续保持在10%~11%以上，成为改革开放30年第二个增长最快时期。对外贸易年均增速高达28%，近年成为全球第三大贸易国。其他领域发生长足进步，推动中国经济社会发展迈上新台阶。经济快速成长不可避免伴随多方面矛盾和问题。在宏观经济和增长方式层面两方面问题比较突出。一是在国民收入分配格局上，企业和收入比重上升伴随居民比重下降，导致总需求增长构成中消费比例偏低，居民消费贡献率尤其偏低。二是在内外关系领域，外需增长过快和外部不平衡逐步加剧，集中表现为货物贸易和经常账户顺差以及外汇储备以超常速度飙升。两个问题存在联系，受本文主题限制，这里主要考察第二个问题。

图3报告中国货物贸易顺差增长数据。1992—2002年季度顺差平均值为49.2亿美元，但是2003—2007年间季度均值上升到299.3亿美元，是此前十余年的6倍。2005年1季度到2007年4季度，顺差更是呈现陡直增长轨迹，季度平均值高达474.3亿美元，突出显示增长反常性。中国经常账户具有类似的演变轨迹。

图3、我国货物贸易顺差季度数据  
(亿美元, 1992/1-2007/4)



贸易顺差结构表现也体现出外部不平衡反常性。中国贸易可分为加工贸易与非加工贸易两大类型。加工贸易体现当代全球产品内分工特点，这类贸易在初始阶段可能由于加工品出口对进口料件的时态滞后因素发生逆差，然而发展到一定阶段后会定义性创造顺差。图 4 报告两类贸易平衡情况数据。加工贸易从 1980 年代以来保持顺差不断扩大局面，非加工贸易平衡方式则有不同表现：20 世纪 80—90 年代绝大部分时期交替出现逆差和顺差，1998—2004 年逆差急剧扩大，总体来看 2004 年以前 20 多年非加工贸易呈现逆差不断扩大趋势，与早先发展经济学阐述的双缺口模型预测形态类似。然而近年非加工贸易逆差大幅减少，2007 年出现 1999 年以来第一次顺差，130 亿美元顺差额也是加工贸易有史以来年度最大顺差。



从顺差与宏观经济周期变动关系看，近年顺差相对 GDP 比重变动一改此前 20 多年显著逆周期属性，也凸现近年顺差飙升反常性。图 5 报告改革时期经济增长率与顺差占 GDP 比重数据，可见直至近年以前二者存在明显反向关系，即顺差相对变动显著具有逆周期属性。然而这一关系最近 3 年发生改变：虽然经济增长率明显高于趋势水平，然而顺差占比仍然不断冲高。图 6 报告这两个变量相对其趋势偏离散点数据，更直观提示近年顺差增长反常态特点。

图5、我国GDP增长率与贸易盈余占GDP比重 (1978-2007, %)

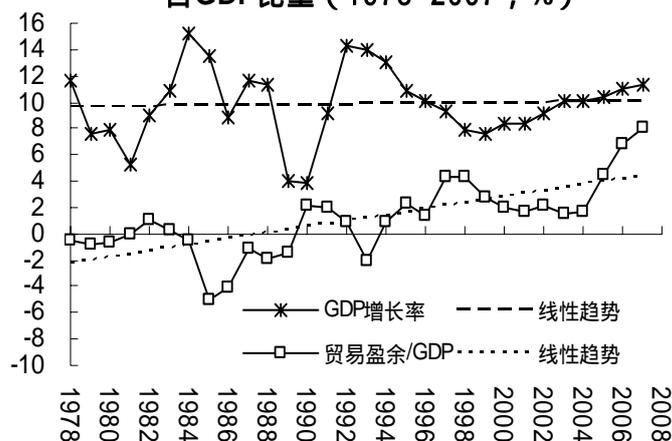
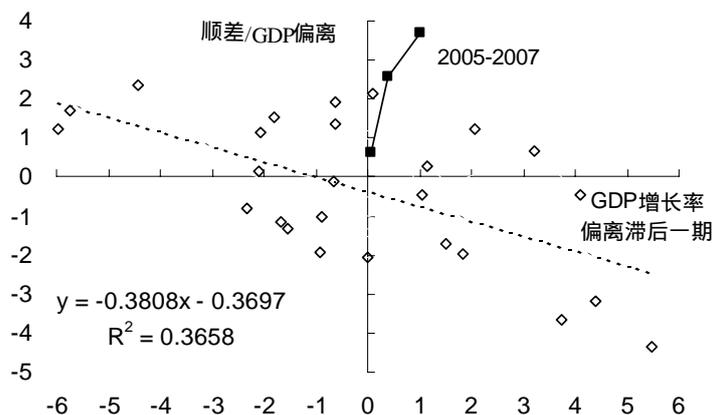
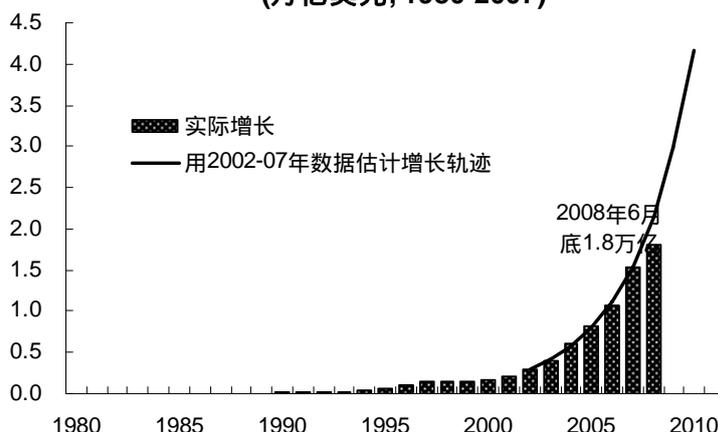


图6、我国贸易顺差占GDP比重与GDP增长率相对变动关系 (1978-2007, %, )



外部不平衡另一点明显表现，是经常账户顺差加上私人资本账户顺差，加上最近“境外资金违规流入”，推动近年中国外汇储备呈现指数形态增长，截至2008年6月底达到1.8万亿美元。图7报告中国外汇储备数据。利用2002—2007年实际数据拟合时间趋势所得指数方程[1]简单外推，结果显示如果延续上述增长路径，2010年中国外汇储备将超过4万亿美元。

图7、我国外汇储备及近年趋势外推  
(万亿美元, 1980-2007)



#### 四、失衡原因不同解释观点的梳理和分析

中国对美国贸易顺差一定程度上具有经济合理性,然而近年整体贸易顺差呈现的指数型激增轨迹显然难以持续。学术界对顺差增长提出不同解释观点,下面对这些观点加以梳理和分析。

##### 1. “新型国际分工贸易产物”: 全球化特征解释观点

产品内分工及其派生的加工贸易,对中美双边贸易不平衡具有重要解释作用。从国际分工形态演变角度看,当代经济全球化最重要特点,是产品内分工迅速兴起并在国际分工领域扮演越来越重要角色。“产品内分工”(Intra-product specialization)基本涵义指产品生产过程包含的不同工序或区段分布到不同国家和经济体进行,使特定产品生产过程在空间上分散展开为跨区域或跨国性生产体系,使越来越多国家企业得以参与特定产品的生产或供应活动。与国际经济学认为“行业内贸易”(Intra-industry trade)与比较优势无关的标准理论假说不同,当代产品内分工最基本源泉仍是不同国家资源禀赋结构决定的比较优势因素,企业内部和外部规模经济也构成产品内分工的利益来源。产品内分工发展动因来自当代技术进步和制度改进。

产品内分工新生产方式兴起为经济落后国家探索和选择外向型发展模式提供了新的有利外部条件。东亚四小龙经验显示,早期通过承接和参与某些制造业最终组装等相对简单工序参与全球生产分工体系,随后通过在产品内分工系统内部学习和提升能力,有可能向较高增加值工序和环节攀升,构成推动经济持续增长的关键因素。中国改革开放时期大力发展加工贸易,显示产品内分工时代条件对中国经济开放发展模式的影响。

依据中国政府有关部门定义,“加工贸易是指从境外保税进口全部或部分原辅材料、零部件、元器件、包装物料(进口料件),经境内企业加工或装配后,将制成品复出口的经营活 动,包括来料加工和进料加工”。从贸易对应国际分工类型角度看,加工贸易特征属性在于它不是独立生产某个产品,而是承担特定或若干工序的加工生产活动,因而是中国境内企业参与全球产品内分工的产物。从国际收支角度看,加工贸易特征属性在于会定义性地创造相当于国内加工增加值的贸易盈余,因而贸易平衡方式与传统发展经济学理论假说迥然有别。

产品内分工及其派生的贸易形态对于中美贸易不平衡具有重要解释作用。关键在于很多制成品最终组装或接近组装流程最下游工序,往往具有劳动投入比较密集的技术属性特点。中国发展早期阶段劳动力成本较低,引入在这些环节具有比较优势,因而中国企业较多集中在这些生产工序和加工环节。美国与中国要素禀赋和比较优势结构不同,决定了美国企业较多集中在核心零部件生产,或者基本退出了一些技术相对成熟的制成品生产过程。对于这类产品而言,中国企业从美国或其他国家进口原材料、零部件、中间产品,经过加工组装后出口到美国,在国际收支上表现为中国对美国双边顺差。

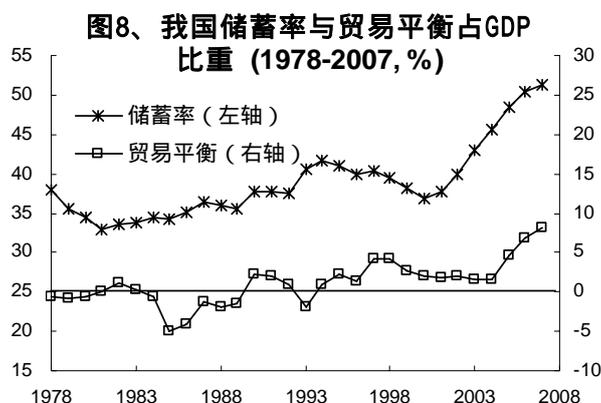
由于这类产品最终从中国出口到美国的贸易环节时,不仅包含产品内分工下游或组装环节在中国增加值,而且还包含中国进口零部件和中间产品在其他国家增加值,因而中国对于美国顺差具有转移其他国家和经济体顺差功能。在此意义上中美顺差数量规模对于衡量两国实质性经济活动交换而言具有放大或夸张属性。十多年前学界和媒体讨论芭比娃娃玩具案例,生动说明中美双边贸易不平衡背后体现的当代国际产品内分工关系。中国大陆企业从日本、韩国、中国台湾等东亚国家和经济体进口原料和设备,在中国组装制造出芭比娃娃后出口美国,各国在芭比娃娃供应链不同环节增加值最终都会表现为中国对美国贸易顺差。目前计算机和其他很多制成品的生产贸易模式仍体现同样特点。

产品内分工建立在发掘各国比较优势基础上,通过节约生产成本展现其经济合理性。依托产品内分工发展起来的贸易形态,也应具有经济合理性和内在生命力。就此而言中美双边贸易不平衡一定程度具有微观合理性。新型国际分工和贸易形态虽然对中美贸易不平衡具有解释作用,然而这一因素仍不能完全解释中国整体顺差持续超常快速增长。实质问题在于,即便与产品内分工派生的加工贸易在一定时期能创造相当数量顺差,为什么与传统意义行业间或行业内贸易类似的一般贸易没有发生更大赤字来平衡加工贸易顺差?虽然加工贸易这一结构特点具有重要意义,贸易顺差总量异常飙升仍具有明显失衡性质。

## 2. “国内储蓄率过高影响”：宏观分析观点

讨论近年外部失衡一种较有影响观点是把中国储蓄率过高作为主要原因。基本思路是把“贸易顺差 = 私人储蓄 + 政府储蓄 - 私人投资 - 政府投资”的宏观定义式改写为“顺差 = 储蓄 - 投资”，由此推论等式右边“储蓄”增长过快是左边“顺差”增长过快原因。然而这一观点较多采用简短评论方式表达，实证研究较少。对这一观点实证考察初步结论是：长期数据显示中国外部不平衡与储蓄变动具有某种统计相关性，过去十余年中国储蓄率过高的主要原因包括人口结构变动、资本回报率强劲增长、体制转型等因素；把储蓄过高作为外部失衡主要原因在学理逻辑层面存在困难。

图8报告过去30年中国储蓄率和顺差占GDP比重数据。中国储蓄率大体经历两次下降上升变动：70年代末和80年代初下降，随后十多年上升；1994年—2000年再次较大幅度下降，进入新世纪以来持续上升。总起来看，从1978年38%增长到目前51%，呈现出增长趋势。由于贸易顺差相对值也具有某种上升趋势性，用储蓄率对顺差作简单线性回归R<sup>2</sup>值为0.561，二者对各自线性趋势偏离值也存在统计联系。



依据储蓄主体不同可以把国民储蓄划分为居民、企业、政府储蓄，资金流量表报告分主体储蓄率数据。受数据可获得性限制，只能观察1992—2004年分主体储蓄率数据。从中可见几个特点：一是企业部门储蓄率增长最快，从1992年11.6%上升到2004年21.8%，尤其是2004年一年提升6.3个百分点；二是政府储蓄率从1992年6.1%上升到2003年9.6%，不过2004年回落到6.0%，与1992年大体持平；三是居民储蓄率从1992年22.6%持续下降到2001年的16.2%，2002年回升到18.6%，2003、2004年分别为18.3%和18.1%。

分项数据对理解中国储蓄率上升原因有启示意义。用储蓄率过高解释贸易顺差增长，那

么什么因素提升储蓄率？有关讨论较多从体制转型角度解释，认为中国 1990 年代末教育、医疗改革引入市场机制，加上社保改革滞后等原因，导致居民预防性储蓄动机增强并提升国民储蓄率。这一分析对揭示中国政府财政向公共财政转型过程滞后不利影响具有积极意义，不过具体解释能力需要依据分项储蓄数据进行具体评估。

从逻辑关系看，体制转型改变预防性储蓄动机提高国民储蓄率，应主要表现为居民储蓄率较快增长。依据分主体储蓄率数据，晚近时期国民储蓄率显著提升主要原因是企业储蓄率增长，显然与居民预防性储蓄动机变动没有直接联系。居民储蓄率在 2002 年确有较大幅度增长，从 1992 - 2004 年整个时期看 1995 年也有增长，然而其他绝大多数年份都处于不同幅度下降状态。从这些情况看，预防性储蓄动机增强对较长时期居民储蓄变动解释力有限，对这一时期主要由企业储蓄率推动的国民储蓄率增长解释作用更有限。

理解中国国民储蓄率晚近时期较快提升，需要重视另外两个因素作用。一是人口结构变动。人口结构数据显示，中国目前正处于人口结构长程变动中劳动力比重接近最高阶段，是用劳动力比重衡量的最年轻阶段。从经济学生命周期分析角度看，经济个体在相对年轻和相对收入较高时倾向于保持较多储蓄，通过相对平滑一生不同阶段消费增加整个生命周期效用总量。对一国劳动者整体也可作类似观察。其他条件给定时，人口结构年轻化有可能提升储蓄率。

二是资本回报率增长，这一因素作用更为重要。按照定义，企业利润增加表明储蓄增加，其他部门储蓄率给定条件下，利润占国民收入分配比例增长直接表现为国民储蓄率上升。我们 2007 年初发表专题报告，显示用不同指标衡量的中国工业资本回报率 20 世纪末以来成倍增长。资本回报率上升背后存在系统而复杂综合因素，就本文研究主体而言，资本回报率提升表明给定资本总量利润分配比重上升并提升国民储蓄率。如果说利润率提升主要是资源配置效率提升结果，并且是推动有效投资和经济发展的关键驱动因素，那么可以推论企业储蓄率提升也应存在相当程度积极意义。

最后需要指出，虽然储蓄率与顺差存在统计联系，探讨储蓄率变动根源也有意义，用储蓄率过高解释顺差过大存在逻辑困难。根本在于这一解释建立在定义式基础上，定义关系本身并不包含理论假说或因果关系推论。比如说，尽管储蓄率增加，为什么资本形成没有更快增长以吸收国内储蓄？虽然人们倾向于依据投资率绝对水平断定中国投资增速已然过高，然而从资本回报率增长和实际案例考察，中国实际投资是否高于合意投资需要探讨。

即便接受国内固定资产投资过高假定，储蓄增长也未必导致贸易顺差增长。因为没有用于国内消费和固定资本形成的产出，仍有可能被动转化为非合意存货投资增长，而并非注定

能够在国际市场出售成为贸易顺差。

还可以从更一般宏观分析层面提出质疑。依据宏观经济理论常识,储蓄过多或消费不足是标准凯恩斯模型的基本假设条件,其分析预测结论应是在中立性需求管理政策前提下,实际产出通常低于潜在产出因而面临通货紧缩压力。然而中国近年总需求和实际经济增长显然高于潜在总供给增长,近来通货膨胀压力加剧,政府不得不采取从紧货币政策应对,储蓄过高论难以逻辑一致地解释这些现象。

### 3. “美国储蓄率过低作用”: 外部因素解释观点

从储蓄率角度解释顺差的另一种观点,是把美国储蓄率过低作为中国顺差过快增长的主要原因。外部失衡只能在互动镜像关系中展开,本质上是“双人舞”或“集体舞”游戏,因而从对家那边找问题根源是便利行事的办法。如同美国人在分析其外部赤字失衡原因时可能怪责外国人储蓄率过高一样,采用类似逻辑分析中国顺差过大失衡现象,可以把问题根源归结为美国人储蓄过低或消费过度。

这一分析在阐述当代经济全球化时代失衡问题相互依存属性方面有合理性依据,对理解随着中国经济快速追赶中美两国内在联系加深现象也有积极意义。然而常识告诉我们,外部根源在解释大国经济失衡现象时,永远具有相对次要作用。大国经济失衡主要根源,需要从本国体制政策和增长方式深层问题上寻求解答。

### 4. “相关政策扭曲效应”: 结构性解释观点

这类分析侧重从贸易、外资、资源、环境、劳动力政策偏差或扭曲角度解释外部失衡。常见表达观点认为,中国贸易政策具有“奖出限进”导向,外汇管理政策执行“宽进严出”方针,引进外资方面给予大量政策优惠,这些政策会刺激贸易顺差和外资流入增长并导致国际收支失衡。另外一些观点强调,由于相关政策扭曲,中国资源、劳动力等要素成本被低估,环保力度不足以反映可贸易活动外部性成本,导致中国可贸易品国际竞争力提高和贸易顺差过快增长。

这类观点有一定事实依据,其中涉及特定政策消极作用分析和改进意见也有价值。然而从两方面思考,把这些结构性因素作为外部失衡主要根源观点似是而非。比如说用资源、环境、劳动力成本低估解释顺差困难在于,这类因素抑制成本作用对国内企业同样存在,因而同时会提升国内成本、价格、利润衡量的国内合意投资增长水平。依据上述国内投资、储蓄和顺差等宏观变量关系讨论,给定储蓄条件下投资越高顺差越低。可见国内要素成本低估影响取决于对国内投资以及可贸易商品国际竞争力的相对作用,并非注定会增加顺差。

结构性观点更大困难在于用长期原因解释短期现象。观察中国经济较长背景情况可以看

到,上述政策取向在改革开放时期大体一直存在。例如由于受外汇紧缺问题困扰,中国贸易政策长期实行鼓励出口和限制进口方针。利用各类优惠政策吸引外资,更是实行对外开放和建立特区时就有的做法。至于在资源产权和定价、环境保护、劳动力市场等方面存在不足甚至弊端,在过去几十年一直存在,并不是最近几年突然发生或独立发展的问题。然而上面观察国际收支数据看到,贸易顺差和外汇储备超常飙升并引发外部失衡讨论,是过去几年新近发生的问题。用长期稳定存在条件解释特定时期发生特征性现象,好比用北京地理方位作为今年降水偏多主要原因一样难以自圆其说。从相对变动角度看,近年倒是由于贯彻科学发展观,使得上述问题得到重视和部分修正。如果结构性观点确能成立,近年顺差和储备增长过快问题应当相对缓解而不应更为加剧。

### 5. “ 本币汇率低估结果 ”: 相对价格分析观点

上述从内外储蓄和结构性因素角度解释顺差存在的共同问题,就是忽视或遗漏了本币汇率作为相对价格对于内外经济关系的调节作用。从经济学供求价格互动关系分析思路看,贸易顺差及外汇储备过量增长与本币实际汇率低估之间存在简单而重要联系。如果把国际交易和收支看作商品供求和交易关系,实际汇率就是调节国际交易收支及本币(或外币)供求关系的相对价格,外汇储备则类似于商品市场调节模型中库存变量。合理数量库存对稳定商品市场供求具有积极功能,外汇储备作为国际支付场合流动性手段对发展中国家贸易、金融和经济稳定运行具有重要意义,然而无论是商品库存还是外汇储备都存在合意数量和均衡水平限制。在一国经济持续快速追赶客观需要本币实际汇率上升背景下,如果汇率受特定体制或政策束缚难以灵活调节,汇率低估会导致外部失衡并表现为贸易顺差和外汇储备过快增长。

把人民币汇率争论拉回到经济分析基本常识层面求解,需要在分析思路上做两点调整。一是要建立实际汇率概念,把名义汇率作为实际汇率一个能动调节因素来理解;二是要从经济追赶长程背景着眼,抓住本币实际汇率与经济成长互动关系这一关键。实际汇率定义为经过名义汇率调整的国内外相对价格,是调节开放型经济长期对外关系的基本价格变量。一个经济实体基本竞争力很弱时,本币实际汇率需要定在较弱水平,才能在国际竞争中发挥资源比较优势并支持开放发展战略。如果经济竞争力持续增强,则需要实际汇率上升以协调内外经济关系。实际汇率短期波动受复杂因素影响,然而依据国际经济学有关理论,本币实际汇率长期走势由可贸易部门“相对”劳动生产率决定。如果一国经济追赶伴随可贸易部门劳动生产率相对增长,本币实际汇率客观存在长期升值趋势。

1990年代中后期以来,中国可贸易部门劳动生产率相对快速增长,经济成长基本面变动与1990年代后期实行钉住美元汇率制不相匹配,构成近年人民币汇率低估失衡基本背景。

初步研究结果显示, 1995 - 2005 年中国可贸易部门(以制造业为代表)劳动生产率提升 3.4 倍, 不可贸易部门(以服务业为代表)劳动生产率增长 80%, 可贸易部门相对劳动生产率提升 2.4 倍。考虑美国与 13 个 OECD 国家上述指标同期增长水平, 这一时期中国可贸易部门“相对”劳动生产率比美国和 13 个 OECD 国家分别增长约 65.5% 和 92.8%。虽然有关估测所利用具体数据准确性还可以进一步研究, 然而中国可贸易部门劳动生产率相对增长则应是不争事实。生产率相对追赶要求人民币实际汇率相应上升。

人民币名义和实际汇率一段时期没有因应经济基本面演变升值, 直接原因在于东南亚经济危机时期, 中国针对当时外部危机冲击影响而实行钉住美元汇率制, 一直延续到 2005 年 7 月改革才回归有管理的浮动汇率制。钉住汇率制意味着人民币对美元名义汇率固定不变, 由于美元走弱, 人民币对主要贸易伙伴有效名义汇率汇改前出现轻微贬值。给定名义汇率走势, 加上世纪之交中国出现通货紧缩, 一般物价增幅低于发达国家平均水平, 实际币值有所贬值。钉住汇率制与生产率追赶不匹配引入的汇率与国际收支失衡影响, 在世纪之交被东南亚危机引发的人民币贬值预期因素抵消冲淡。然而 2002 年前后外部危机冲击影响得以化解消散, 加上中国生产率相对追赶进一步提速, 人民币汇率低估失衡问题进一步显现出来。

## 五、外部失衡增长模式的内在矛盾与现实调整

由此可见, 中国近年国际收支演变虽有某些合理因素支撑, 然而由于受汇率低估调整滞后和其他结构性因素影响, 外部不平衡持续扩大并对宏观经济可持续均衡运行带来困难。2007 年以来国内通胀压力加大, 次贷危机宣告美国过度消费增长盛筵终结, 内外部环境快速演变迫切要求对经济增长方式进行阶段性调整。观察汇率失衡、外部失衡、宏观失衡之间内在联系及其展开机制, 有助于从内外关系角度认识 2003—2007 年间中国经济景气增长特点以及目前调整进程背后的经济逻辑。

表 1 中国总需求增长分部门贡献率分期变动 (1979—2007, %)

时期	最终消费	其中		资本形成	其中		净出口
		居民消费	政府消费		固定资本	存货投资	
1979-2007	59.6	44.1	15.6	36.6	34.5	2.1	3.9
1979-2002	63.8	47.3	16.5	34.1	32.1	2.1	2.1
2003-2007	39.4	28.8	11.4	48.3	45.9	2.4	12.3
2005-2007	40.3	29.4	12.4	40.5	39.9	0.7	19.2

可以从以下六个方面观察汇率低估、外部失衡与近年经济运行特征之间联系。一是外需迅猛增长并推动总需求和经济过快增长。从2003—2007年总需求增长构成看，消费尤其是居民消费贡献率严重偏低，资本形成贡献率较高，外需净出口贡献率畸高。表1数据报告改革时期不同阶段总需求增长贡献构成数据。比较1979—2002年与2005—2007年情况，最终消费增长贡献率从63.8%下降到40.3%，降幅超过1/3；其中居民消费贡献率从47.3%下降到29.4%，降幅近四成。固定资本形成贡献率从32.1%上升到39.9%，增幅约1/4。净出口即贸易顺差贡献率从2.1%上升到19.2%，增长超过8倍！总需求增长偏快首先是总量问题，不过从构成看突出表现为外需增长过快，说明汇率失调导致内外失衡影响是近年宏观经济稳定运行的关键问题。

二是外汇储备飙升是构成货币和信贷过度扩张的关键原因。给定中国“强制结售汇”外汇管理体制，伴随汇率失衡和外部失衡发生的巨额外汇储备增加，迫使中国人民银行采取大规模公开市场操作以控制基础和广义货币供给过量扩张。央行公开市场操作很快用完国债库存头寸，随后大量发行短期债券加以对冲。数据显示央票作为短期货币政策工具自2002年发行以来，到2008年4月已累积余额高达4.3万亿元。然而大规模对冲操作难以阻止外汇储备激增带来货币流动性增加压力，广义货币仍维持高位增长并对宏观经济稳定运行带来压力。

三是汇率低估客观上刺激资产套利投资，推动资产价格超过合理水平虚高增长甚至形成所谓投机泡沫。新一轮经济景气增长有一个重要特点，就是包括住房、股票甚至邮票、字画、玉石、古玩等各类资产价格大幅飙升。中国近年资产存量重新估值具有经济合理性，是中国推进产权和市场化取向改革、收入提升后消费和投资需求结构变动、不可贸易品相对价格上升趋势等基本面因素演变结果，也是显示中国经济成长阶段性成功的标志。然而本币汇率低估客观上鼓励外国资金流入套利，对这些资产价格过度增长也有解释作用，并对经济稳定运行带来负面影响。

四是被动发行过量货币推动日常消费品价格上涨，从而使通货膨胀反映在消费物价这个最常规指标上。被动发行过量货币在经济体系内部游走一圈并将早先“价格洼地”一一填平加高之后，近来再次在普通商品劳务品部门发力，推动消费物价指数强劲上涨。CPI同比增长率从2007年初的2.2%上升到11月的6.9%，2008年初进一步升到8%以上。新一轮通胀是一段时期总需求和货币供应偏快增长累积矛盾的体现，从本文视角看是外部失衡表现为常规宏观失衡的标志，显示对经济增长方式进行调整的必要性和紧迫性。

五是受开放宏观经济学不可能三角定理约束，维护低估汇率势必在灵活利用利率工具进

行总需求管理方面受到牵制。面临新一轮通胀压力,人民币一年期存款利率经 6 次小幅调整从 2007 年初 2.52% 上升到 2007 年 12 月 4.14% 并延续至今,贷款利率从 2007 年初 6.12% 上升到 2007 年底 7.47%。美联储从 2007 年 7 月因应次贷危机快速降息,联邦基金利率从 5.25% 下降到 2008 年 2%。受人民币与美元利差等因素制约,直至 2008 年 7 月底本文截稿时央行未能动用利率工具,从紧货币政策不得不主要通过提高法定准备金率以及诉诸信贷数量控制等相对低效手段加以实施。通货膨胀走高背景下难以提升利率,用 CPI 调整的人民币存款实际利率进入负值区间,对管理公众通胀预期造成较大困难和风险。

六是在美国房贷金融危机带来发达国家投资不确定性增加背景下,人民币升值预期以及人民币与美元利差等因素推动境外套利资金违规流入,加剧国内货币供应过多失衡压力。我们不得不加大对贸易和资本项目交易过程管制力度,又引起实体经济交易成本增加和摩擦问题。评论人士呼吁通过停止升值以“打消升值预期”并“挡住热钱流入”,然而从本文分析思路看,目前困境与汇率调整滞后具有因果关系。如果币值客观低估失衡,试图通过政府停止升值来改变市场预期,或有缘木求鱼之忧。

可见近年中国经济“失衡并增长着”包含两层含义。外部失衡并不能阻止中国经济在新千禧初年见证强劲景气增长。其原因不仅在于失衡程度本身有一个发展过程,而且由于世纪之交通货紧缩时期受到抑制积蓄的总供给能力积蓄逐步释放,得以支持一段时期总需求强劲扩张要求。另外经济系统内部各类“价格洼地”存在,阶段性吸收了伴随总需求偏快发生的信贷过快扩张能量。然而失衡调整终究会到来。2007 年以来通胀压力快速加大,把“汇率偏低、顺差偏高、货币偏多、增长偏快”的宏观运行模式失衡性进一步明显呈现出来,也把中国外部不平衡的不可持续性更清晰显现出来。

对 2007 年以来不断加剧的通胀压力,政府采取从降低出口退税、汇率上升到鼓励生猪生产、价格管制等不同类型政策工具加以应对。从总量政策调整和效果看,2007 年以来人民币升值明显加快,从紧货币政策力度加大,外汇加贷款广义货币供应量增长率从 2007 年 11 月 23.1% 回落到 2008 年 3 月 21.3%,经济增长率从 2007 年第四季度 11.9% 回落到 2008 年第二季度 10.2%,消费物价增长率从 2008 年 2 月 8.7% 回落到 7 月份 6.3%。“三回落”态势显示以遏制通胀发展为突出目标的紧缩政策正在取得预期效果。

然而我们也在承受治理失衡增长因素的阵痛。在宏观经济领域集中表现为一方面需要遏制通胀卷土重来势头,同时要调整一段时期以来汇率低估鼓励形成的低效外需产能,不可避免伴随短期内经济增长减速甚至低于潜在总供给增速局面。由于上述低效产能相对密集分布在少数沿海省区,调整过程会给这些地区带来较大压力,2008 年上半年江浙沪粤等省市出

口与经济增长排名显著下降显示这一点。这些省区长期具有全国增长引擎作用，在体制内政策信息交流对话中影响较大，上述压力分布特点可能使宏观调控变得更为复杂。2008年7月高层领导人密集考察沿海省区，7月25日中央政治局会议对下半年宏观调控方针表述被媒体解读为从“双防”转变为“一保一控”，并在学术界引发反通胀与保增长优先度问题讨论。

如何看待目前宏观经济形势和政策，由于涉及复杂内涵注定是仁智互见问题。从本文分析视角看，经过上一阶段宏观调控，通货膨胀势头得到遏制，通胀失控风险显著下降。同时多年存在并难以解决的结构性矛盾如外需过大、消费不足、区域不平衡等问题也终于出现明显改进。这些都说明近来实行的汇率较快上升、货币供应从紧等总需求管理措施具有必要性与合理性。宏观调控无疑应防范紧缩过度和经济下滑速度过快所带来的风险，也需要考虑如何应对必要紧缩带来阵痛，然而如果因为短期压力过早过度放松货币，也会面临必要调整不到位、原有机制卷土重来，日后调整成本更大等方面风险。

对经济发展基本面的分析表明，新世纪最初二三十年应是中国经济追赶最为快速展开阶段。然而经济增长有其内在节奏。上一轮景气增长高潮已渐行渐远，需要通过体制政策调整为新一轮更为均衡稳健的快速增长创造条件。从超越宏观政策更广阔视角看，目前应加快推进相关体制改革和实行有针对性结构政策，解决晚近景气增长中凸现的国民收入分配格局不合理以及长期发展体制瓶颈问题。应抓紧有利时机尽快推出以增值税转型与降低收入税为内容的税制改革，加快多年滞后的农地流转权市场化体制改革，推进资源使用权竞争配置体制改革，实施拓宽民间融资渠道的金融体制改革，还应加强劳动力就业转岗培训以提升劳动力市场结构调整能力。这些措施从短期看有助于缓解紧缩政策阵痛和防范过度紧缩风险，从长期看有助于解决国民收入分配格局失衡背后体制和结构性根源，因而将对推动新一轮新景气增长到来产生积极影响。

（完稿日期：2008年7月）

#### 注释：

[1] 回归方程为： $\ln(FRt) = -1.553 + 0.331 \cdot t$ ， $R^2=0.996$

(-37.9) (31.4)