

# 全球经济再平衡： 美国和中国的作用\*

张 明

—内容提要> 全球金融危机后,国际收支失衡的演进具有较强的不确定性,全球经济再平衡有赖各主要失衡国的集体努力。内部失衡与外部失衡的交互作用提供了分析全球经济失衡的系统框架。从储蓄-投资缺口导致经常账户失衡的视角来看,美国持续的经常账户赤字可归因于私人部门储蓄率的下降,而中国持续的经常账户盈余可归因于政府与企业储蓄率的上升。从汇率失调与进出口管制导致经常账户失衡的视角来看,美国的经常账户赤字可归因于美元汇率高估与出口管制;中国的经常账户盈余可归因于人民币汇率低估与扭曲的出口退税制度。为实现全球经济再平衡,美国应提高私人部门储蓄率、避免财政赤字继续恶化、让美元适当贬值、促进高科技革命、放松高科技产品出口限制、限制贸易保护主义政策等,中国应改变国民收入初次分配失衡、完善人民币汇率形成机制、加速要素价格市场化改革、取消扭曲性出口刺激政策等。

—关键词> 全球失衡;再平衡;全球金融危机;储蓄投资缺口;汇率

—作者简介> 张明,中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员,经济学博士。(北京 邮编:100732)

—中图分类号> D80 —文献标识码> A —文章编号> 1006- 9550(2010)

09- 0132- 17

---

\* 本文写作的最初思路来自笔者于2010年6月1日参加日本北海道/APEC增长策略0研讨会所做的题为《如何平衡全球经济0的发言,在此对会议组织方)))亚洲开发银行研究所(ADB1)表示致谢。此外,作者感谢5世界经济与政治6杂志匿名评审专家所提出的修改建议,当然文责自负。

## 一 序言

自 2004 年以来,随着美国经常账户赤字占国内生产总值 (GDP) 的比率超过 9%, 全球国际收支失衡 (global imbalance) 日益成为国际社会的热点话题。如图 1 所示, 全球国际收支失衡一方面表现为在美国和中东欧国家中不断扩大的经常账户赤字, 另一方面表现为在发展中的亚洲国家和石油输出国中不断扩大的经常账户盈余。<sup>1</sup> 尽管从整体上来看, 欧元区的国际收支基本平衡, 但在欧元区内部同样存在着显著的国际收支失衡。例如, 在 2007 年, 德国、荷兰的经常账户盈余占本国 GDP 的比率分别为 71% 与 87%; 而希腊、葡萄牙与西班牙的经常账户赤字占本国 GDP 的比率分别为 -14.4%、-9.4% 和 -10.0%。<sup>2</sup>

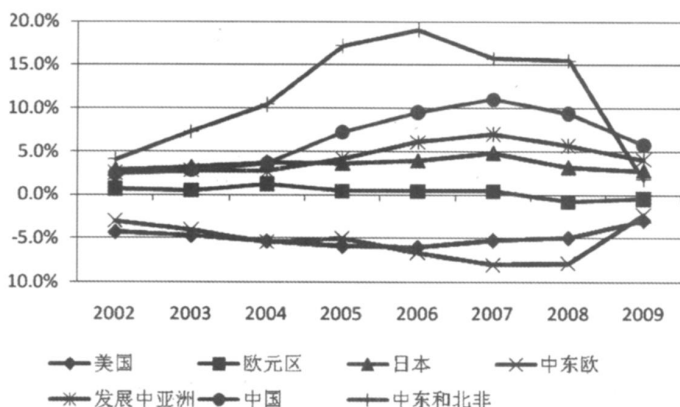


图 1 各国经常项目余额与本国 GDP 之比率的演进趋势

资料来源: 国际货币基金组织: 5 世界经济展望 6, 2010 年 4 月版, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/tables.pdf>

<sup>1</sup> 事实上, 全球国际收支失衡除了表现为经常账户失衡外, 也表现为资本与金融账户失衡。本文之所以重点分析经常账户失衡, 是基于如下事实: 首先, 对中国等新兴市场国家而言, 主要是经常账户余额 (而非资本与金融项目余额) 主导了外汇储备增量的变化。例如, 从 2009 年中国的国际收支平衡表来看, 其经常项目顺差为 2971 亿美元, 占外汇储备增量的 75%, 资本与金融项目顺差为 1448 亿美元, 占外汇储备增量的 37%, 误差与遗漏为 -435 亿美元, 占外汇储备增量的 -12%。换句话说, 2009 年中国外汇储备变动的 3/4 可以用经常账户失衡来解释。另外, 目前分析全球国际收支失衡的国际文献主要分析经常账户失衡。当然, 笔者并不否认资本与金融账户失衡的重要性, 中国外汇储备不断累积的症结恰好在于持续的经常账户顺差以及资本与金融账户顺差。但受到篇幅限制, 本文主要分析经常账户失衡。

<sup>2</sup> 以上数据引自国际货币基金组织: 5 世界经济展望 6, 2010 年 4 月版, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/tables.pdf>

全球国际收支失衡从 2004年起开始不断恶化,在 2006- 2007年达到顶峰。2006年,美国的经常账户赤字占其 GDP的比率达到 6. 0%的峰值,石油输出国的经常账户盈余占其 GDP的比率达到了 19. 0%的峰值; 2007年,中国、发展中亚洲国家与日本经常账户盈余占其 GDP的比率分别达到 11. 0%、7. 0%与 4. 8%的峰值。随着 2007年 8月爆发的美国次贷危机在 2008年 9月演变为全球金融危机,世界经济增长明显减速,全球 GDP增速由 2007年的 5. 2%下降至 2008年与 2009年的 3. 0%与 - 0. 6%。全球总需求的下降导致全球经常账户失衡显著改善。<sup>1</sup>如图 1所示,截止到 2009年底,美国与中东欧国家的经常账户赤字与 GDP之比均降至 3%以下,中国、日本、发展中亚洲国家与石油输出国的经常账户盈余与 GDP之比均降至 6%以下。

问题在于,全球金融危机之后的世界经济在恢复强劲增长态势之后,全球国际收支失衡是否会重新恶化? 目前来看,全球国际收支失衡的演进具有很大的不确定性,这取决于各主要失衡国家是否能够进行持续的结构调整,其中包括经常账户赤字国压缩消费提高储蓄、经常账户盈余国刺激消费降低储蓄以及经常账户赤字国本币贬值、经常账户盈余国本币升值。历史经验显示,一国针对宏观经济失衡而采取的调整措施通常会招致国内特定利益集团的反对(例如压缩消费会让居民受损、本币升值会让出口集团受损),因而通常是痛苦和漫长的。一国内部针对调整措施的敌意可能迫使该国政府采取阻碍国际合作的政策,甚至酿成国际冲突。<sup>2</sup>

因此,全球经济再平衡目标的实现有赖于主要失衡国家持续而富有诚意的国际合作。尽管中国的 GDP在全球 GDP中的比重远低于美国,但从经常账户失衡的绝对规模来看,2009年中国经常账户顺差为 2 971亿美元,美国经常账户赤字为 3 784亿美元,<sup>3</sup>中国的经常账户顺差相当于美国经常账户赤字的 79%。鉴于美国和中国分别是全球经常账户最大逆差国与最大顺差国,美中两国在全球经济再平衡过程中自然会扮演重要的角色以及承担相应的义务。当然,即使不考虑中美在经济性质、经济结构与对世界经济所承担责任与义务方面存在的巨大差异,仅仅从经常账户失衡的绝对规模

<sup>1</sup> 以上数据引自国际货币基金组织: 5世界经济展望 6, 2010年 4月版, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/tables.pdf>

<sup>2</sup> Jeffrey A. Frieden, /Global Imbalances: National Rebalancing and the Political Economy of Recovery 0 Working Paper, Center for Geoeconomic Studies and International Institutions and Global Governance Program, Council on Foreign Relations, October 2009.

<sup>3</sup> 以上数据引自国家外汇管理局 2009年中国国际收支平衡表, 参见 [http://www.safe.gov.cn/model\\_saE/tjsj/tjsj\\_detail.jsp?ID=1105000000000000039&id=5](http://www.safe.gov.cn/model_saE/tjsj/tjsj_detail.jsp?ID=1105000000000000039&id=5).

<sup>4</sup> 以上数据引自 U. S. International Transaction Accounts Data Bureau of Economic Analysis U. S. Department of Commerce <http://www.bea.gov/international/index.htm>.

来看,美国进行调整的责任与义务也远大于中国。除美中两国外,德国、日本、中东欧国家与资源出口国等其他主要国际收支失衡的国家也应该承担相应的责任。然而受篇幅限制,本文将集中讨论美国与中国在全球经济再平衡中的角色与对策。本文的结构如下:第二部分讨论国际收支失衡的分析框架;第三部分从内部失衡导致外部失衡的角度来分析美中的经常账户失衡;第四部分从外部失衡导致内部失衡的角度来分析美中的经常账户失衡;第五部分是结论和政策建议。

## 二 国际收支失衡的分析框架

我们从一个国民收入恒等式出发来展开国际收支失衡的理论分析。

$$S - I = X - M \quad (1)$$

在方程(1)中, S为一国国民总储蓄, I为该国总投资, X为该国出口, M为该国进口。方程(1)的含义是一国的净储蓄(储蓄投资缺口)等于该国的贸易顺差。如果不考虑职工报酬与投资收益等项目,则方程(1)也可以被解读为一国的储蓄投资缺口等于经常账户顺差。这是一个经常被各类文献引用的恒等式,但这也是一个容易被误解的恒等式。事实上,一个恒等式意味着并不仅仅存在单向的因果关系,即恒等式左边可以推出右边,同时右边也可以推出左边。<sup>1</sup>然而在各类文献分析中,通常将储蓄投资缺口视为经常账户盈余的原因。一个典型的例子是,美联储主席伯南克将全球国际收支失衡归咎于东亚国家的/过度储蓄(saving glut)。<sup>2</sup>

笔者认为,恒等式其实意味着双向的因果关系。如果把储蓄投资缺口视为内部失衡(internal imbalance),把经常账户失衡视为外部失衡(external imbalance),则内部失衡既可能是外部失衡的原因,也可能是外部失衡的结果。

内部失衡导致外部失衡的机制比较明显:对盈余国而言,国内储蓄高于国内投资意味着本国储蓄不能在国内得到充分利用,从而可以通过经常账户盈余的方式借给外国人使用;对赤字国而言,国内储蓄低于国内投资意味着国内资金不能为投资提供充分的资金来源,从而需要通过经常账户赤字向外国借款来弥补资金缺口。

相反,外部失衡加剧内部失衡的机制则更为复杂一些。以中国为例来进行分析。近年来,中国国民储蓄率的上升在很大程度上是由于企业储蓄的上升而导致的。在企

<sup>1</sup> 余永定:5美国经济再平衡视角下中国面临的挑战6,载5国际金融研究6,2010年第1期,第23-26页。

<sup>2</sup> Ben Bernanke /The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit 0 Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 2005

业部门内部,近年来的增长主要来自重工业部门,而重工业部门的增长在很大程度上是由出口增长带来的。此外,有西方学者认为,中国并不具有显著比较优势的重工业部门(如钢铁业)能够产生巨大的贸易盈余,低估的人民币汇率水平可谓功不可没。因此,人民币汇率升值不但能够缓解外部失衡(降低贸易盈余),而且可以缓解内部失衡(降低国民储蓄率)。<sup>1</sup>关于经常账户顺差变动影响储蓄投资缺口的一个极端例子是,假定由于外国实施贸易保护主义,中国生产的制造品完全不能出口,这时,中国的经常项目顺差降低至零。同时,中国生产的制造品在统计上转为存货投资,这将使得短期内储蓄率等于投资率,从而消除了储蓄投资缺口。<sup>2</sup>

这种双向因果关系为我们提供了分析国际收支失衡的完整框架(参见表 1)。其一,如果国际收支失衡是储蓄投资缺口造成的,那么缓解国际收支失衡的措施自然与消除储蓄投资缺口有关,对国际收支赤字国而言,这意味着提高储蓄率(抑制消费)或降低投资率;对国际收支盈余国而言,这意味着降低储蓄率(刺激消费)或提高投资率。其二,如果国际收支失衡不是由国内失衡导致的,那么国际收支失衡的原因就大致包括汇率失调(exchange rate misalignment)、进出口刺激政策与管制措施等。要缓解国际收支失衡,对国际收支逆差国而言,这意味着本币贬值、扩大出口与限制进口;对国际收支顺差国而言,这意味着本币升值、扩大进口与限制出口。

表 1 全球经济再平衡的政策选择

	顺差国	逆差国
视角一: 内部失衡导致外部失衡	降低储蓄(刺激消费) 增加投资	增加储蓄(抑制消费) 降低投资
视角二: 外部失衡导致内部失衡	本币升值 刺激进口 降低出口	本币贬值 刺激出口(解除出口 管制) 降低进口

<sup>1</sup> [美]乔纳森# 安德森: 5升值难改全球失衡6,载5新世界周刊6,2010年第23期,2010年6月7日。

<sup>2</sup> 张明、何帆: 5中国的货币政策与汇率政策均应及时调整6,载5国际经济评论6,2010年第3期,第92-107页。

### 三 从内部失衡角度对美中国际收支失衡的考察

本部分将从储蓄投资缺口导致经常账户失衡的角度对比分析美国和中国的国际收支失衡。为更具体地分析储蓄投资缺口,我们需要对方程(1)进行扩展。

$$X - M = S - I = (S_h - I_h) + (S_g - I_g) + (S_e - I_e) \quad (2)$$

在方程(2)中, $S_h$ 、 $S_g$ 、 $S_e$ 分别为家庭储蓄、政府储蓄与企业储蓄; $I_h$ 、 $I_g$ 、 $I_e$ 分别为家庭投资、政府投资与企业投资。方程(2)实际上是对储蓄投资缺口的部门分解,整个经济体的储蓄投资缺口等于家庭、政府与企业各自的储蓄投资缺口之和。值得注意的是,政府储蓄等于政府收入减去政府消费,而政府的储蓄投资缺口等于政府收入减去政府消费、再减去政府投资,从而政府储蓄投资缺口等于政府的财政盈余。

#### (一)对美国的考察

图2显示了1992年至2006年美国国民净储蓄率与各部门净储蓄率的变动。从1998年至2003年,美国国民净储蓄率由7.2%逐渐下降至1.8%;从2003年至2006年,美国国民净储蓄率由1.8%逐渐上升至3.8%;从2006年至2009年,美国国民净储蓄率再度由3.8%降至-2.6%。在2008年至2009年的次贷危机期间,美国连续两年出现国民储蓄负增长的情况。通过对各部门储蓄率的分析,我们可以得到以下结论:第一,政府净储蓄率的波动最大,而且基本上决定了国民净储蓄率的变动。政府净储蓄率由1992年的-4.8%上升至2000年的2.3%,之后下降至2009年的-8.7%,在这18年间的波动幅度达到11.0%;相比之下,在这18年内,美国的家庭净储蓄率波动幅度仅为4.5%,企业净储蓄率波动幅度仅为2%。第二,在2004年至2006年美国经常账户赤字不断恶化期间,美国国民净储蓄率却在趋于上升,这说明该时期内的经常账户赤字扩大与投资率上升有关。第三,在2004年至2007年期间,政府净储蓄率不断上升,企业储蓄率逐渐下降,而家庭净储蓄率显著下降,这说明美国经常账户赤字的扩大与私人部门净储蓄率的下降直接相关。第四,2008年与2009年次贷危机期间,美国家庭净储蓄率与企业净储蓄率均显著上升。美国国民净储蓄率之所以仍处于下降的状态,其原因在于政府净储蓄率出现了更大幅度的下滑,这主要是由于美国政府动用了大量的财政资源用于救市,即用政府的杠杆化来缓解私人部门去杠杆化对宏观经济造成的冲击。

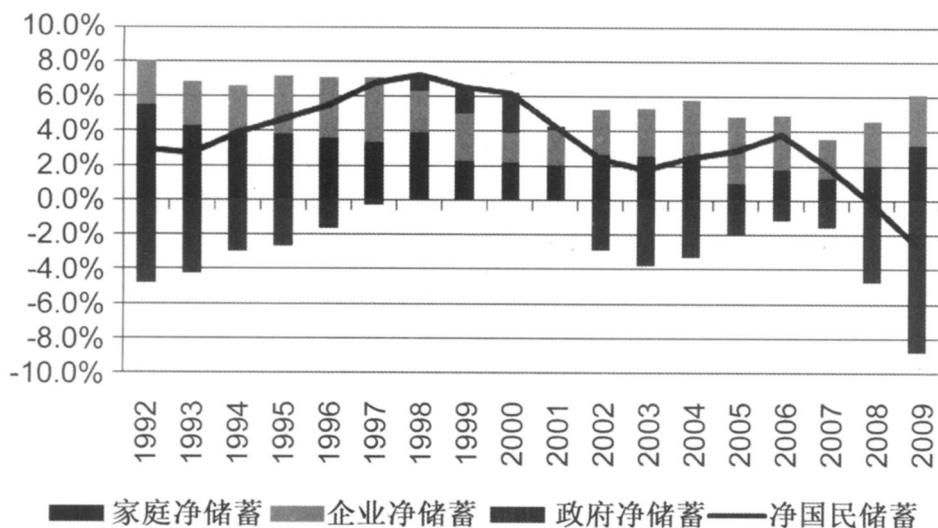


图 2 美国部门储蓄率与国民储蓄率的演进趋势 (占 GDP 的比率)

资料来源: Bureau of Economic Analysis U.S. Department of Commerce, NIPA tables 5.1, <http://www.bea.gov/national/nipaweb/Index.asp>.

换言之,在 2004 年至 2006 年美国经常账户失衡的恶化期间,美国国民净储蓄率却趋于上升;在 2008 年至 2009 年美国经常账户失衡改善期间,美国国民净储蓄率却趋于下降。其中根本的原因是,在 2004 年至 2007 年的繁荣时期内,美国投资率的上升快于储蓄率的上升,导致储蓄投资缺口拉大;在 2008 年至 2009 年的衰退时期内,美国投资率的下降快于储蓄率的下降,导致储蓄投资缺口缩小。<sup>1</sup>从部门储蓄率与经常账户失衡的关系来看,当私人部门储蓄率下降时,经常账户失衡加剧;当私人部门储蓄率上升时,经常账户失衡改善。此外,当政府储蓄率下降时,经常账户失衡改善;当政府储蓄率上升时,经常账户失衡加剧。这一方面说明政府实施的通常是反周期的财政政策,即通过扩张财政政策去应对总需求下滑;另一方面意味着这其中可能存在着财政支出对私人部门投资的挤出效应,即当财政支出增加时,私人部门投资下降,从而拉大了储蓄投资缺口,造成经常账户赤字的改善。

展望危机后美国经常账户赤字的演变趋势,笔者认为,未来几年美国经常账户赤字与 GDP 的比率将在 2009 年的基础 (-2.9%) 上有所上升,但很难恢复到 2006 年的

<sup>1</sup> 2008 年至 2009 年美国投资率的急剧下降一方面与美国制造业企业的去库存化有关,另一方面也与金融危机造成的信贷紧缩有关。

水平(6%)，可能稳定在3% - 4%的水平上。笔者做出以上判断的主要理由包括：第一，随着次贷危机最终结束，失业率下滑、信贷紧缩明显改善，私人部门的消费与投资都将增强，私人部门储蓄率可能重新下降。第二，尽管2010年美国政府储蓄率可能再度下滑，但鉴于美国奥巴马政府做出了在未来四年内将财政赤字减少一半的承诺，<sup>1</sup>在财政巩固计划逐渐实施的背景下，政府储蓄率将会转跌为升。第三，如果2004年以来的规律是成立的(即当私人部门储蓄率下降而政府储蓄率上升时，经常账户赤字会恶化)，那么未来几年美国经常账户赤字扩大的可能性较大。第四，由于2004年至2007年间美国存在严重的房地产泡沫与衍生品泡沫，在虚假的财富效应驱使下，美国家庭进行了过度消费，居民储蓄率大幅下降。而目前这些泡沫已经破灭，未来几年内再度产生严重资产价格泡沫的可能性不大，因此即使居民储蓄率再度下降，也很难降至次贷危机爆发前的水平。因此，即使美国经常账户赤字再度扩大，失衡的程度也很难超过2006年至2007年的水平。

## (二)对中国的考察

在2004年至2007年期间，中国的经常账户盈余迅速扩大。从储蓄投资缺口来看，同一期间内，中国国民储蓄率(国民储蓄占GDP的比率)由46%上升至51%，而投资率(投资占GDP的比率)稳定在43%左右。<sup>2</sup>这意味着中国经常账户失衡的恶化可以完全由国民储蓄率的上升来解释。

图3显示了1992年至2007年中国部门储蓄率与国民储蓄率的演进趋势。中国国民储蓄率在20世纪90年代大致稳定在36% - 38%的水平上，然而在2001年至2007年期间显著爬升至51%。在2000年至2007年间，居民储蓄率(此处指居民储蓄与国民可支配收入的比率，下同)大致稳定在20%上下，政府储蓄率由3%上升至11%，而企业储蓄率由2000年的17%攀升至2004年的23%，随后下降至2007年的18%。由此不难看出，2000年以来中国国民储蓄率的上升，其主要原因是由政府储蓄率与企业储蓄率的上升所导致的。

<sup>1</sup> 5奥巴马宣布4年内将政府财政赤字削减一半6，载新华网，2009年2月4日，[http://news.xinhuanet.com/world/2009-02/24/content\\_10880673.htm](http://news.xinhuanet.com/world/2009-02/24/content_10880673.htm)。

<sup>2</sup> 以上数据引自CEIC数据库，<http://www.ceicdata.com/>。



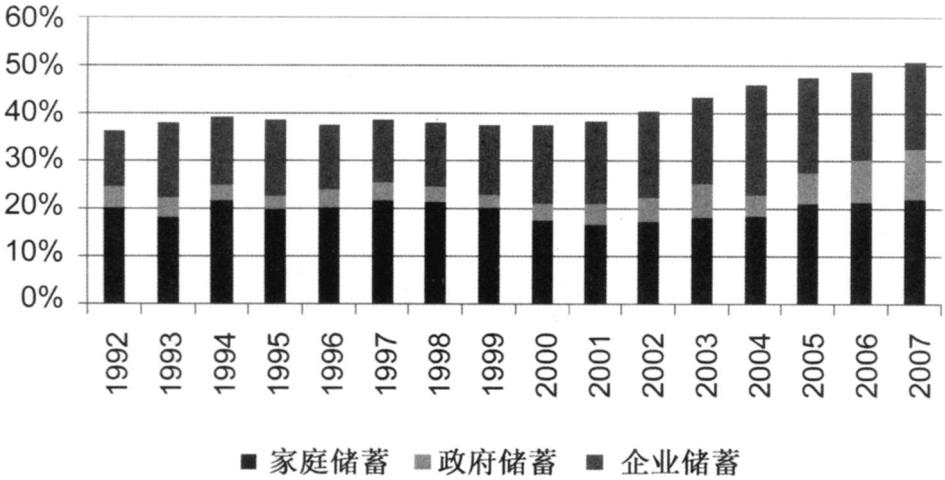


图 3 中国部门储蓄率的演变趋势 (占国民可支配收入的比率)

资料来源: CEIC数据库, [http //www. ceicdata cm /.](http://www.ceicdata.com/)

关于中国高国民储蓄率的一个特征事实是, 家庭储蓄率、政府储蓄率与企业储蓄率均居高不下。<sup>1</sup> 这个特征事实得以将中国与日本、印度、韩国等高储蓄国家区分开来。例如, 尽管印度的家庭储蓄率高于中国的家庭储蓄率, 韩国的政府储蓄率高于中国的政府储蓄率, 日本的企业储蓄率接近中国的企业储蓄率, 但由于其他部门储蓄率较低, 因此这几个国家的国民储蓄率都远低于中国的国民储蓄率。<sup>2</sup>

通常认为, 导致中国居民高储蓄的原因包括: 教育、医疗、社会保障等社会公共产品供应不足而造成的谨慎性储蓄动机、本国金融市场不发达形成的流动性约束、人口结构转型而带来的人口红利等; 导致中国政府高储蓄的主要原因是因为在中国财政支出结构中, 用于社会公共产品供应的消费性支出所占比例过低, 而这又与 1994 年分税制改革造成的地方政府财权与事权脱节有关; 导致中国企业高储蓄的原因包括企业赢

<sup>1</sup> 有观点认为, 由于中国经济中存在大量的现金交易现象, 这种现金 (货币) 漏出可能会严重高估中国的储蓄率, 尤其是居民储蓄率。笔者对此的看法是: 第一, 即使考虑到货币漏出, 我们也不能否认中国居民储蓄率在国际范围内依然算比较高的, 况且货币漏出对居民储蓄率的影响程度, 目前学界尚未达成共识。第二, 即使货币漏出可能高估居民储蓄率, 但无疑多年来货币漏出对居民储蓄率的影响应该还是比较固定的。而最近 10 年来中国国民储蓄率的上升主要是由政府储蓄率与企业储蓄率上升所导致的。换句话说, 即使货币漏出在存量上可能是导致中国国民储蓄率高估的一个因素, 但它应该不是中国国民储蓄率近年来显著上升的重要原因。

<sup>2</sup> Guonan Ma and Wang Y. j / China's High Saving Rate Myth and Reality, OBIS Working Papers No 312, June 2010, [http //www. bis org/publ/work312 pdf](http://www.bis.org/publ/work312.pdf) noframes= 1

利能力上升、上市公司股利支付率低、国有企业分红比率低等。<sup>1</sup>

除上述导致各部门储蓄率高企的各种解释外,笔者认为,国民收入初次分配失衡,可以在很大程度上解释2000年以来居民储蓄率的相对稳定以及政府和企业储蓄率的显著上升。如图4所示,2000年至2007年,居民收入占国民可支配收入的比重由64%下降至58%;政府收入占国民可支配收入的比重由19%上升至24%,而企业利润占国民可支配收入的比重由17%上升至18%。在国民收入初次分配领域发生的/国进民退0与/企进民退0,是导致政府储蓄率与企业储蓄率显著上升的重要原因。此外,1997年至2007年,中国居民收入占国民可支配收入的比重由69%下降至58%,下降了11个百分点,与此同时,中国居民储蓄占国民可支配收入的比重维持在22%左右不变,这意味着消费率(消费占GDP的比率)不得不大幅下降。事实上,1997年至2007年中国居民消费占GDP的比率由43%下降至36%,降低了9个百分点。<sup>2</sup>

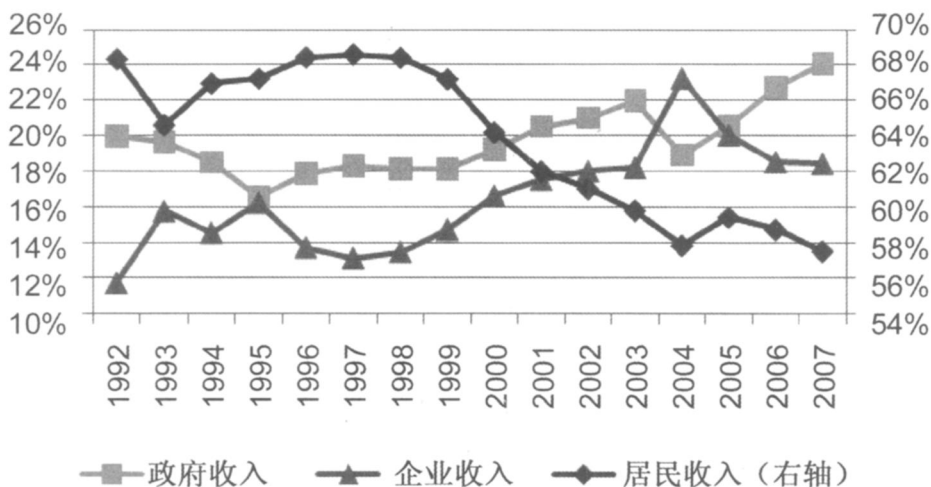


图4 中国各部门收入占国民可支配收入的相关比率

资料来源: CEIC数据库, <http://www.ceicdata.com/>。

展望金融危机后的中国经常账户盈余的演变趋势,笔者认为,尽管危机结束后中国经常账户盈余占GDP的比率短期内可能有所反弹,但从中长期来看,中国的经常账户盈余将降至更加合理的水平上(如占GDP的3% - 5%)。笔者对此做出判断的主

<sup>1</sup> 张明:《中国的高储蓄》特征事实与部门分析6,北京:中国金融出版社2009年版,第5页。

<sup>2</sup> 以上数据引自CEIC数据库, <http://www.ceicdata.com/>。

要理由包括: 第一, 从居民储蓄率来看, 随着中国人口老龄化的加速、<sup>1</sup> 中国政府加大对教育、医疗、社会保障等社会公共产品的供应、中国金融市场的发展等, 中国居民会将更高比例的收入用于消费, 居民储蓄率将逐渐下降。第二, 从政府储蓄率来看, 中国政府加大对教育、医疗、社保等方面的消费性支出, 政府加大针对居民部门的转移支付力度以及未来平衡各级政府财权与事权的财政体制改革, 将会导致政府储蓄率逐渐下降。第三, 从企业储蓄率来看, 一方面, 随着中国资本市场的日趋成熟, 未来上市公司将显著提高股利支付比率; 另一方面, 随着国有资本经营预算管理的推进, 国有企业会将更高比例的税后利润用于支付红利。此外, 职工工资步入上升通道也意味着企业赢利空间受到挤压。因此, 企业储蓄率也将步入下降通道。<sup>2</sup>

### 四 从外部失衡角度对美中国际收支失衡的考察

#### (一) 对美国的考察

从外部失衡可能导致内部失衡的角度来看, 美国的持续经常账户赤字在很大程度上可以归因于对美元汇率的高估。因此美国国际收支失衡的改善需要美元实际汇率贬值。关键在于, 如果要将美国的经常账户赤字降至可持续的水平, 美元实际汇率需要贬值多少?

莫里斯 # 奥布斯特菲尔德 (Maurice Obstfeld) 和肯尼斯 # 罗格夫 (Kenneth Rogoff) 认为, 美元实际汇率可以分解为美国贸易条件的变动 (即外国贸易品相对于美国贸易品的价格变动) 以及美国国内贸易品与非贸易品相对价格的变动。而要将美国的经常账户赤字占 GDP 的比重降至 3% 以内, 美国的贸易条件应下降 3% - 13% (以促进美国出口), 而同时美国国内非贸易品对贸易品的相对价格应下降 20% 至 30% (以引致美国消费者减少进口)。<sup>3</sup> 然而, 吉安卡洛 # 科塞蒂 (Giancarlo Corsetti) 指出, 从 20 世纪 80 年代后期美元贬值与经常账户调整的历史经验来看, 美国国内贸易品与非贸易品相对价格的变化不大, 且显著低于贸易条件的变化。这意味着调节经常账户应该

<sup>1</sup> 2010 年春季沿海地区出现的民工荒、富士康事件与本田罢工事件等现象都表明, 中国人口结构可能已经达到 / 刘易斯拐点 0, 未来中国非熟练劳动力的平均工资水平将显著上升, 这无疑将刺激中国居民消费。

<sup>2</sup> 何帆、张明: 5 中国国内储蓄、投资和贸易顺差的未来演进趋势 6, 载 5 财贸经济 6, 2007 年第 5 期, 第 79 - 85 页。

<sup>3</sup> Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff / Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments 0 Brookings Papers on Economic Activity, Vol 36, Issue 1, 2005, pp. 67- 146.

主要依赖贸易条件的变动(即美元汇率变动)。<sup>1</sup> 吉安卡洛·科塞蒂等人的数值运算结果表明,要将美国经常账户赤字由 GDP 的 9% 降至 0%,需要美元实际汇率贬值 20%,这将导致美国消费下降 6% 以及就业增长 3%。如果进一步考虑到出口市场上新企业的进出以及产品多样化,实际需要的美元实际汇率贬值幅度将会低于 20%。<sup>2</sup> 小川英治 (Eiji Ogawa) 和工藤武 (Takeshi Kudo) 模拟了在 2004 年第二季度不同程度的美元贬值对改善美国经常账户赤字的影响,其结论显示: 10%、30% 与 50% 的贬值能够分别在 2018 年、2011 年与 2008 年将经常账户赤字降至 GDP 的 2%。<sup>3</sup>

从另一角度来看,美元贬值还能够通过降低美国对外净负债来提高美国经常账户赤字的可持续性。通常认为美国经常账户赤字不可持续观点的逻辑在于,持续的经常账户赤字将导致美国对外净负债的上升,当美国对外净负债占 GDP 比率超过一定百分比(例如 90%),外国投资者将认为美国债务违约率将会出现非线性上升,从而拒绝继续为美国经常账户赤字提供融资,造成经常账户赤字不可持续。<sup>4</sup> 然而,由于美国对外资产大多以外币计价,美国对外负债大多以美元计价,因此美元贬值将会导致以美元计价的对外资产相对于对外负债增长,从而降低美国的对外净负债。这种美元贬值对美国国际投资头寸表的资产方与负债方产生不同影响的估值效应 (valuation effect) 反映了美元作为国际储备货币而给美国带来的过度特权 (exorbitant privilege)。<sup>5</sup> 值得重视的是,同样由于美元作为国际储备货币的地位,使得美元贬值具有极大的负外部性。截至 2009 年底,全球外汇储备存量达到 8 1 万亿美元,其中大约 62% 的资产以美元计价。<sup>6</sup> 一旦美元大幅贬值,则美元储备资产的持有者将遭受惨重的资本损失。

除美元汇率高估外,美国针对发展中国家的高科技产品出口管制在一定程度上削弱了美国出口产品的真实竞争力,抑制了美国的出口增长,从而加剧了美国的经常账

<sup>1</sup> Giancarlo Corsetti / The Anatomy of Dollar Depreciation 0 VOX 6 November 2007 <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/699>

<sup>2</sup> Giancarlo Corsetti, Philippe Martin and Paolo Pesenti / Varieties and the Transfer Problem: The Extensive Margin of Current Account Adjustment 0 RSCAS Working Papers No 1, European University Institute, 2008

<sup>3</sup> Eiji Ogawa and Takeshi Kudo / Possible Depreciation of the US Dollar for Unsustainable Current Account Deficit in the United States 0 CESifo Forum, No 4 2007, pp. 24- 30

<sup>4</sup> Sebastian Edwards / Is The U. S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely To Be? 0 NBER Working Paper No 11541, August 2005

<sup>5</sup> Gian Maria Milesi-Ferretti / Fundamentals at Odds? The U. S. Current Account Deficit and The Dollar 0 IMF Working Paper, WP/08/260 November 2008

<sup>6</sup> 以上数据引自 MF COFER 数据库, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

户赤字。<sup>1</sup>

## (二)对中国的考察

诸多文献认为,人民币汇率低估是造成中国经常账户失衡的重要原因。<sup>2</sup>然而,在人民币汇率究竟低估了多少的问题上,这些文献的结论千差万别。例如,W. R. 克莱因(W. R. Cline)和 J 威廉森(J Williamson)基于基本均衡汇率方法的估算表明,截止到 2009 年第一季度,人民币实际有效汇率低估了 21%,人民币对美元汇率低估了 40%;<sup>3</sup>阿尔文德·萨布拉马尼恩(Arvind Subramanian)运用以购买力平价为基础的估计方法,得出截止到 2010 年第一季度,人民币对美元汇率低估了 30% 的结论;<sup>4</sup>赫尔穆特·赖森(Helmut Reisen)的计算指出,2008 年人民币实际有效汇率的低估程度为 12%;<sup>5</sup>还有学者运用不同来源与不同长度的面板数据,得出了大相径庭的两种结论:其一是 2005 年至 2006 年人民币的低估程度可能达到 40% - 50%;其二是 2005 年至 2006 年人民币汇率水平不存在低估。<sup>6</sup>秦朵与何新华的研究表明,尽管人民币汇率在 2002 年至 2007 年期间存在低估,但 2008 年这一趋势已经逆转,现阶段人民币汇率不是被低估、反而被高估了。<sup>7</sup>

为什么各种研究对人民币汇率低估程度难以达成共识呢?首先,目前国际经济学家对均衡汇率的概念并未完全达成一致,用来估计均衡汇率的方法也至少包括基本均衡汇率(fundamental equilibrium exchange rate, FEER)、意愿均衡汇率(desired equilibrium exchange rate, DEER)、行为均衡汇率(behavioral equilibrium exchange rate, BEER)与持续均衡汇率(permanent equilibrium exchange rate, PEER)等多种,各种方

---

<sup>1</sup> Jiyi Zou / Reform to Rebalance World Growth 0 Tokyo, Japan, March 15, 2010. [http://www.bruegel.org/fileadmin/files/admin/member\\_s\\_area/events/Workshops\\_and\\_Conferences/2010/AEEF\\_\\_2010/S2-3\\_reform\\_to\\_rebalance\\_world\\_growth\\_GCoeDG\\_ZOU.pdf](http://www.bruegel.org/fileadmin/files/admin/member_s_area/events/Workshops_and_Conferences/2010/AEEF__2010/S2-3_reform_to_rebalance_world_growth_GCoeDG_ZOU.pdf)

<sup>2</sup> 当然,也有一些文献指出人民币汇率水平与中国经常账户顺差关联不大。例如麦金农与施纳布尔指出,所谓汇率会影响贸易平衡的看法是错误的,贸易平衡归根结底是由储蓄投资缺口造成的。参见[美]罗纳德·麦金农、[德]冈瑟·施纳布尔:《中国的金融谜题和全球失衡》,载《5 国际金融研究》,2009 年第 2 期,第 34-46 页。

<sup>3</sup> W. R. Cline and J. Williamson / 2009 Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates 0 Policy Brief, No. 09-10, Peterson Institute for International Economics, 2009.

<sup>4</sup> Arvind Subramanian / New PPP-Based Estimates of Reminbi Undervaluation and Policy Implications 0 Policy Brief, No. 10, Peterson Institute for International Economics, April 2010.

<sup>5</sup> Helmut Reisen / On the Reminbi and Economic Convergence 0 <http://www.voxeu.org>, 2009.

<sup>6</sup> Y.W. Cheung, M.D. Chinn and E. Fujii / China's Current Account and Exchange Rate 0 NBER Working Paper, No. 14673, 2009.

<sup>7</sup> 秦朵、何新华:《5 关于人民币失衡的测度》,指标定义、计算方法与实证分析,中国社会科学院世界经济与政治研究所工作论文, No. DSWP201001, 2010 年 2 月。

法计算出来的均衡汇率水平难免差异较大。<sup>1</sup>其次,中国的资本账户并未完全开放,资本不能完全自由流动;中国国内的要素价格(包括利率)因为受到管制而存在扭曲。这些因素都增加了估算均衡汇率的难度。

尽管不同学者对人民币汇率是否低估以及低估程度存在明显争议,但笔者认为,截止到2010年6月19日中国人民银行重启人民币汇率制度改革之时,人民币汇率水平存在低估的可能。要计算人民币均衡汇率水平是比较困难的,然而我们可以考察如下这个简单事实,即如果中国人民银行不干预外汇市场,而让市场力量决定人民币汇率水平,那么人民币汇率水平会如何运动?中国央行不断积累外汇储备,而且目前已经成为全球外汇储备最大持有国的事实说明,中国人民银行对外汇市场进行了持续干预,而且一直是美元的净买方。很明显,一旦中国人民银行停止买入美元,则外汇市场上存在美元供过于求的格局,美元贬值在所难免。这反过来说明人民币对美元汇率存在低估。未来衡量人民币汇率是否升值到位的一个重要标准也在于,国际收支基本平衡,外汇储备保持在合理规模上基本稳定,央行不再频繁干预外汇市场。

既然经济学家就人民币均衡汇率水平或人民币汇率低估程度难以达成一致,这就增加了人民币汇率一次性重估的难度。因此,更适宜的方式是降低央行对外汇市场的干预,增加人民币汇率形成机制的弹性,让市场供求力量来最终决定适宜的汇率水平。这事实上也是2005年7月人民币汇率机制改革启动以及2010年6月人民币汇率机制改革重启的基本思路。现阶段的人民币汇率形成机制为,以市场供求为基础、参考一篮子货币的管理浮动汇率制,该制度下允许人民币对美元等双边汇率在每日正负5%的区间内浮动。

一种观点认为,由于加工贸易在中国对外贸易中占据重要比重,加之中国出口产品的附加值低、同质性强,这些因素导致了中国出口企业在国际贸易中的定价能力有限。当人民币升值后,为保护自己的市场份额,出口企业通常不提高出口价格,而是依靠压缩自身利润空间来消化人民币升值压力。因此,人民币升值未必会降低中国的贸易顺差,但肯定会严重损害中国出口企业的利润率。然而,最新的一些研究表明,随着中国出口企业的产业升级以及向价值链两端拓展,中国出口企业已经不再是单纯的价格接受者,而是具备了一定程度的议价能力。因此,如果人民币升值,中国出口企业会通过一定幅度的提价把成本传导给外国进口商。例如,崔历(Li Cui)、舒畅(Chang

<sup>1</sup> W. R. Cline and J. Williamson / Estimate of the Equilibrium Exchange Rate of Renminbi: Is There a Consensus and If Not, Why Not? in Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy eds., *Debating China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute of International Economics, 2008, pp. 131- 168.

Shu)与常建 ( Jian Chang)的研究发现, 目前中国出口企业能够把汇率升值的 50% 通过提价方式传递给进口商。<sup>1</sup> 这意味着人民币升值将通过提高出口价格的方式影响贸易余额。

另一种被经常用来质疑人民币升值有助于改善经常账户失衡的观点是, 2005年 7月至 2008年 6月, 人民币对美元名义汇率升值 21%, 但中国的贸易顺差不降反升。这种观点的谬误在于, 它假定只有汇率一个因素能够影响贸易顺差, 而忽视了其他重要因素的影响。姚枝仲、田丰与苏庆义对 1992年至 2006年的中国出口需求函数进行了估计, 发现中国出口的短期收入弹性约为 2.34 而短期价格弹性约为 - 0.65。<sup>2</sup> 这意味着当出口价格上升一个百分点, 出口额将下降 0.65个百分点, 而当外国收入上升一个百分点, 出口额将上升 2.34个百分点。这就能够解释为什么在 2005年 7月至 2008年 6月人民币升值期间中国贸易顺差的扩大了, 这是由于中国的主要贸易伙伴经济增长强劲, 强劲的外需抵消了人民币升值对出口的不利影响, 但这并不能否认汇率升值对于改善经常账户失衡的作用。

除人民币汇率低估外, 出口退税制度也被认为是导致中国经常账户失衡的重要原因之一。尽管出口商品退还流转税, 从而保证出口商品不含税是一种国际通行做法, 但出口退税在中国已经成为一种刺激或抑制出口增长的宏观政策手段。例如, 在美国次贷危机演变为全球金融危机后, 为缓解外需萎缩对中国出口造成的冲击, 中国政府在 2008年 7月至 2009年 6月期间连续 7次上调了出口退税率, 其中纺织品、服装的出口退税率由 1% 上调至 10%。又如, 当中国出口增长率显著复苏后, 中国政府又在 2010年 6月取消了钢材等产品的出口退税率。出口退税在促进出口与经济增长方面的作用真的那么有效吗? 田丰的研究发现, 由于中国的出口价格弹性较低, 导致一半以上的出口退税支出补贴了外国进口商与消费者; 在刺激经济增长方面, 相同力度的出口退税政策明显劣于政府购买。”姚枝仲的计算进一步指出, 由于出口价格弹性较低, 8 000亿元的出口退税只能导致出口额增加 5 200亿元, 即使考虑乘数效应, 最终也只能导致 GDP增长 6 240亿元, 这明显是一笔赔本买卖。<sup>3</sup> 因此, 通过出口退税来刺

<sup>1</sup> Li Cui Chang Shu and Jian Chang / Exchange Rate Pass-through and Currency Invoicing in China. s Export 0 China Economic Issues No 2, 2009 Hong Kong Monetary Authority July 2009.

<sup>2</sup> 姚枝仲、田丰、苏庆义: 5出口的收入弹性与价格弹性 6, 中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心工作论文, No 0913 2009年 8月。

<sup>3</sup> 田丰: 5关于中国出口退税的童话 6, 中国社会科学院世界经济与政治研究所国际贸易与投资研究系列之财经评论, No 09005 2009年 3月。

<sup>4</sup> 姚枝仲: 5出口退税的效果与代价 6, 中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心财经评论, No 09074 2009年 9月。

激出口增长一方面加剧了中国的经常账户失衡,另一方面降低了中国的整体福利水平,是一种得不偿失的做法。未来中国的出口退税应该恢复到真正的中性水平,即出口退税应该保证出口产品与国内产品的公平税负,而非单纯的 / 征多少退多少 0。<sup>1</sup>

## 五 结论与政策建议

自 2004年起不断恶化的全球经常账户失衡在 2006年至 2007年达到顶峰后,由于全球金融危机爆发,全球经常账户失衡在 2008年至 2009年间显著改善。未来全球经常账户失衡的走向仍存在很大的不确定性,全球经济再平衡有赖于各主要失衡国家的集体努力与国际合作。

我们可以从外部失衡与内部失衡交互作用的框架来分析国际收支失衡。从储蓄 - 投资缺口导致经常账户顺差的视角来看,美国私人部门储蓄率与经常账户赤字是反向变动的,而政府储蓄率与经常账户赤字是同向变动的。未来几年内美国的经常账户失衡尽管可能有所反弹,但可能稳定在占 GDP 比值的 3% - 4% 的水平上;中国近年来经常账户盈余的扩大主要归因于政府储蓄率与企业储蓄率的显著上升,而这与国民收入初次分配失衡相关。未来几年内中国的经常账户盈余尽管可能反弹,但也会稳定在占 GDP 比值的 3% - 5% 的水平上。

从汇率失调与进出口管制导致经常账户失衡,经常账户失衡再加剧国内失衡的视角来看,美元汇率高估与人民币汇率低估是造成美中经常账户失衡的重要原因。尽管经济学家对美元应当贬值的幅度以及人民币应当升值的幅度尚未达成一致,但美元与人民币汇率水平的重估对改善经常账户失衡是不可或缺的。美元显著贬值除了能够刺激美国净出口外,还能够通过降低美国对外净负债而提高美国经常账户赤字的可持续性。在资本项目存在管制、国内要素价格扭曲的背景下,估算人民币均衡汇率存在很大分歧,这恰好说明了增强人民币汇率机制弹性可能优于一次性升值。尽管人民币汇率升值具有一定程度的价格传递效应,且中国的出口价格弹性较低,但人民币汇率升值对缓解中国经常账户失衡的作用是不容否认的。除汇率失调外,美国对高科技产品的出口管制以及中国将出口退税作为刺激出口的一种政策性工具,都客观上加剧了中美之间的经常账户失衡。

为缓解经常账户赤字,实现全球经济再平衡,笔者认为美国政府可采取的政策包括:

<sup>1</sup> 姚枝仲: 5 出口退税的效果与代价 6, 中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心财经评论, No 09074, 2009年 9月。



第一, 美国政府应该致力于提高私人部门储蓄率。这意味着美国政府应该加强金融监管, 避免资产价格泡沫与衍生品泡沫的再度滋生, 从而将居民消费提高到不可持续的高水平。为提高实际部门的企业储蓄率, 美国需要通过大力发展节能环保与生物医药等新兴行业来提高制造业部门的劳动生产率。第二, 美国政府应避免财政赤字的进一步恶化。尽管历史经验显示, 美国政府储蓄率上升与美国经常账户赤字的扩大相联系, 但如果美国财政赤字急剧膨胀, 从而超过了私人部门储蓄率所能抵消的幅度, 从方程 (2) 来分析, 财政赤字本身也可能造成经常账户赤字的扩大。<sup>1</sup> 第三, 美国政府应该让美元适当贬值以刺激净出口, 美元贬值也有助于降低美国的对外净债务。但是, 美国政府应该避免美元急剧贬值。一方面, 美元急剧贬值将导致盈余国持有的外汇储备急剧缩水, 这些国家可能被迫抛售美元资产, 从而引发美国长期利率上升, 从而损害美国经济增长; 另一方面, 美元急剧贬值也会损害美元作为国际储备货币的信誉。第四, 美国政府应该通过追求新的技术革命来提高出口产品竞争力以及放开高科技产品出口管制来提振出口。第五, 美国政府应该避免对进口采取贸易保护主义措施, 因为单边贸易保护主义措施很容易引发贸易战, 从而损害全球自由贸易, 影响美国出口增长。

中国政府可采取的相关政策和措施包括: 第一, 中国政府应通过改革国民收入初次分配失衡来降低国民储蓄率。这意味着政府应该降低居民部门的税收负担以及国有企业应该增加对政府的红利支付比率, 政府再将国有企业红利用于教育、医疗、社会保障等社会公共产品的供给。这种由政府和企业向居民部门的收入转移有助于同时降低三部门储蓄率。第二, 中国政府应该继续改革人民币汇率形成机制, 进一步增强人民币汇率水平弹性, 人民币汇率政策应该是中国政府用于稳定宏观经济以及实现国际收支平衡的政策工具, 而非单纯用于刺激出口的工具。人民币升值对中国实现国际收支平衡的作用是不可或缺的。第三, 中国政府应加速国内要素价格的市场化改革, 这既包括能源与大宗商品价格与国际水平进一步接轨, 也包括利率市场化改革与劳动力市场改革, 还包括加大节能减排力度以及对污染的治理。未来中国国内要素价格的整体趋升将会在汇率政策之外促进经常账户失衡的改善。第四, 中国政府应该逐渐取消或改变之前刺激出口的各种扭曲性政策。出口退税应该被视为一种保证国内产品与出口产品税负公平的政策, 而不是用来促进或抑制出口的相关政策。

[收稿日期: 2010 2 06 2 17]

[修回日期: 2010 2 07 2 29]

[责任编辑: 赵远良]

---

<sup>1</sup> 余永定: 5 美国经济再平衡视角下中国面临的挑战 6, 载 5 国际金融研究 6, 2010 年第 1 期, 第 23- 26 页。

vides the condition for the - universal and - homogeneous of some concepts. Concept is one of the main sources of alliance soft power and plays a critical role in exerting the alliance's soft power. Furthermore, alliance will regard itself as the defender of some specific concepts.

=Key Words> concept, alliance, alliance formation, alliance maintenance, alliance soft power

=Author> Zhang Jingquan, Professor, Supervisor of Ph.D. Candidate, Institute of International Politics, Academy of Northeast Asia Studies in Jilin University

Russia's Economic Performance in the World Financial Crisis and Its Anti-crisis Policy

Cheng Wei (121)

=Abstract> Attacked by the world financial crisis, Russian economy suffered heavy loss with a dramatic slump in its economic growth. However, the indicators of inflation rate, unemployment rate, and international balance of payment are still sound. Russian macro economy is still under control. These pros and cons of economic performance are the direct result of the government's trade-off goals in anti-crisis and its corresponding policy arrangements. When reflecting the lessons, Russia was not limited to sum up the negative impacts of external factors, but rationally analyzed its raw material-oriented development pattern and clearly put forward the task to innovatively pursue the modernization path. In the next decade, profound changes will occur either in the macro concept of Russia's economic development or in the specific policies and measures.

=Key Words> financial crisis, Russia's performance, anti-crisis policy

=Author> Cheng Wei, the President of Liaoning University and the Professor of School of International Relations, Liaoning University.

The Rebalancing of Global Economy: The Role of United States and China

Zhang Ming (132)

=Abstract> After the global financial crisis, the evolution of global imbalance faces strong uncertainties. The rebalancing of global economy depends on the collective actions of major countries. From the perspective that saving-investment gap results in

current account imbalance, the persistent current account deficit of the United States could be attributed to the decline of private saving rates, and the persistent current account surplus of China to the surge of government and corporate saving rates. From the perspective that exchange misalignment and controls on export and import result in current account imbalance, the current account deficit of U.S. could be attributed to USD's overvaluation and the control on export of high-tech products, and the current account surplus of China to RMB's undervaluation and distorted tax rebate system. To rebalance the global economy, on the one side, United States should boost private saving rate, avoid the exacerbation of fiscal deficit, depreciate USD at a controllable pace, promote new technological revolution, loose the control on high-tech export, and fight against trade protectionism, etc. On the other side, China should change its income distribution imbalance between government, corporate and household, improve the RMB exchange rate regime, speed up the reform of domestic commodity prices, and cancel the distorting export promotion policies.

=Key Words> global imbalance, rebalancing, global financial crisis, saving investment gap, exchange rate

=Author> Zhang Ming, Senior Research Fellow of Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences

### Prospects of RMB to Become an International Currency

Gao Hahong (149)

=Abstract> The paper discusses the possibility and conditions for the RMB to become an international currency. The author argues that the RMB is not an international currency at current stage because its international use has many limitations in terms of size and range, benefits and costs coexist for China to have its currency internationalized. Furthermore, capital account convertibility, flexibility of exchange rate and development of domestic financial market are three key elements for the RMB to be used internationally. However, they are not conditions that need to be fully met before the RMB to become an international currency. Finally, the paper proposes a road map for the internationalization of RMB.

=Key Words> international currency, RMB, prospects

=Author> Gao Hahong, the Director of Department of International Finance, and a senior fellow in Institute of World Economics and Politics, CASS