



热点研究

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《中国金融》2007年第12期

全球经济不平衡与中国的调整

世界经济与政治研究所所长 余永定

全球经济不平衡，简单来说是指当前全球经济中美国的大量经常性项目逆差和中国、日本、俄罗斯和其他石油生产国的大量经常项目顺差。2006年全球不平衡在进一步恶化。按世界银行的估计，2006年美国的经常项目逆差为8690亿美元，比2005年增长10%。经常项目顺差主要存在于中国、日本、俄罗斯和石油输出国。按世界银行的估计，2006年这些国家和国家集团的经常项目顺差分别为1840亿美元、1670亿美元、1200亿美元和3950亿美元。

全球经济不平衡的可持续性

当前全球经济不平衡的状态能否持续下去，涉及到两个方面的问题：一方面，美国是否会继续向世界上其他国家借钱；另一方面，后者是否愿意继续把钱借给美国。假设美国会继续借钱，其他国家是否继续把钱借给美国取决于两个因素：一是风险如何，二是回报如何。在这里，最关键的指标是外债余额占GDP的比例有多高。债务余额是经常项目逆差的累积，前者是后者的积分。金融学里更严格的概念是净国际投资收入头寸(NIIP / GDP)。美国经常项目逆差从20世纪80年代开始逐步增加，90年代头几年有所好转，但以后又进一步恶化，债务余额与GDP之比也迅速增加。未来的发展趋势会怎样呢？我们可以通过建立相应的微分方程来判断未来美国的债务余额与GDP之比：

$$(dz/dt)/z=ca/z-n$$

其中z，ca和n分别是外债余额对GDP之比、经常项目逆差对GDP之比和经济增长速度。

如果经常项目逆差对GDP之比和经济增长速度是常数，那么这个微分方程是存在稳定状态的，换言之，随着时间的推移，外债余额与GDP之比是有一个极限值的。给出不同的初始条件可以算出这个极限值。2005年我国有学者曾做过一个推算，假设美国经济能够维持4.9%的实际增长速度，美国经常项目逆差占GDP的比是常数，不到5%，那么2010年美国债务余额占GDP之比将达到45.49%。美国的经济学家也根据不同的假设对该比值做过大量推算，其结论大相径庭，少至8%，多达83%。按照上面的公式推算，应该说，即便美国的外债余额占GDP之比在达到98%之后才能稳定下来，美国经常项目逆差也未必不能持续。环顾其他国家，在相当一段时间内，澳大利亚的外债余额占GDP之比为60%，爱尔兰为70%，新西兰更达到90%。这些国家的经济都没出现什么大问题。美国目前的外债余额占GDP之比只有30%左右，离98%的稳态值还相去甚远，因此，尽管美国经常项目逆差占GDP之比已经很高，我们还不能得出这种逆差不可持续的结论。真正的问题在于，在美国债务余额占GDP之比向着稳态值发展的过程中，其他国家是否愿意继续购买美国的国债或其他美元资产，从而为美国的经常项目逆差提供资金。如果答案肯定，那么这种不平衡状态是可以维持下去的，既然可以维持，那严格来讲这就不能称为不平衡，而应该叫做一种“不平衡的平衡”。

在美国的经常项目逆差不断增长、债务余额占GDP之比不断提高的过程中，会不会发生某些事件，使得发展中国家和某些发达国家(即贸易顺差国家)不愿意再给美国提供融资呢?对此大家有不同的观点。美国大部分经济学家以及官方人士的观点是比较乐观的。但也有人(比如美国国际经济研究所的学者)是比较悲观的。乐观派认为，只要其他国家对美国经济有信心，它们就会继续购买美元资产，美国的经常项目逆差就可以维持下去。

确实，如果乐观的人很多，美国的好日子就会持续相当长的时间。但如果突然发生某些问题，导致其他国家对美国经济丧失信心，那就要出问题了。一旦大家不想继续给美国融资了，美元是否会暴跌呢?美国的主流经济学家、特别是政府官员认为不会猛然下跌，也不会下跌得太厉害。他们认为，当前的国际金融安排中存在一种内在的限制美元下跌的机制。这主要是因为美国持有的海外资产都是以外国货币计价的，而外国持有的美国资产都是以美元计价的。美元下跌，美国所持有的外国资产以美元计算就会升值，从而改善美国的国际收支地位。与此同时，美元贬值将会使外国的美元资产持有者遭受损失，这也是外国人所不愿看到的。美国主流派的这一观点不无道理。但事情也不能如此肯定。事实上，在过去10年中，美元就曾经大幅度下跌。例如，在1995年夏，美元兑日元的汇率曾跌到80日元兑1美元。

然而，现在的问题不仅仅是贸易顺差国(即美国经常项目逆差的融资方)是否愿意而且是否能够继续借钱给美国。对美国的经常项目顺差方可以分成四大块。首先看日本。日本面临老龄化的问题，居民的储蓄率在过去十多年里一直下降。日本目前储蓄大于投资且经常项目顺差，其主要原因是日本企业的储蓄率相当高，而之所以如此，又与日本经济复苏还不够稳固、投资尚不活跃有关。可以推想，当日本经济进一步复苏之后，日本的经常项目顺差将会减少。其次看东亚地区。该地区的贸易顺差基本上是短期性的，是亚洲金融危机的结果。由于1997年饱受危机之苦，东亚国家认识到必须通过贸易顺差增加外汇储备，以保证经济安全。一旦有了安全感，这些国家就会停止追求贸易顺差，至少不追求大量贸易顺差。泰国就是一个很好的例子。泰国原来一直是经常项目逆差、资本项目顺差。金融危机以后很快变为经常项目顺差、资本项目逆差。但随后又逐步向原来的状态恢复，到2005年已经完全回到原来的格局，东亚其他的许多国家也将如此。第三是石油输出国。由于石油价格上涨，这两年石油输出国的经常项目顺差激增。如果石油价格出现回落，这些国家对美国的经常项目顺差就会减少。在过去十年中，石油输出国对美国的经常项目时而顺差时而逆差。因此，美国的这个融资来源并不是那么可靠。

最后看看中国的情况到底怎样。中国的国际收支不平衡突出表现为双顺差——经常项目顺差和资本项目顺差，而且已经持续了十几年。这样的国际收支格局是不正常的。对发展中国家来讲，正常的国际收支格局是资本项目顺差和经常项目逆差，东亚国家过去和现在都是这样。像日本这样的国家，大量输出资本，形成资本项目逆差，而经常项目则是顺差。美国是发达国家中的一个特例，资本项目顺差，经常项目逆差。中国继续保持双顺差不合乎自身的利益。为了说明这一点，我们需要讨论几个问题：双顺差的性质是什么?它对国民福利有何影响?引起双顺差的原因何在?双顺差是否可以持续?

中国双顺差的性质

首先，我们来分析一下中国的双顺差到底是怎么回事。要分析这个问题，我们的出发点是国民收入核算和国际收支平衡表。下面是一个恒等式，实际上就是大家所熟悉的储蓄缺口等于经常项目顺差这个恒等关系。这里只不过把投资细分成中国居民(含中国政府)国内投资和外国居民在华投资(FDI)。

$$S_e - (I_e + I_f) = CA$$

其中的符号从左至右分别为国内企业投资、FDI、国内储蓄和经常项目顺差。在正常情况下，特别是对于发展中国家来讲，资本流入中的FDI这一项应该转化成相应的经常项目逆差。我们引资干什么?买技术，买机器设备，引入管理。这样就把资本流入转化成为了经常项目逆差。如果外资得到合理利用，经常项目和资本项目两项相加应该为零。中国的情况是什么?可把上面的恒等式变一变，变成这种样子：

这还是国民收入恒等式，如果等式两端都是正的，储蓄大于投资的缺口等于资本流入加上经常项目顺差，这就是双顺差。中国正是处于这种情况：一方面，等式两端大于零；另一方面，等式右边的 I_e 和 CA 都大于零。双顺差的累积便是外汇储备。从上式可以看出，中国的外汇储备来源于外资的流入和经常项目顺差。

双顺差对国民福利有何影响？首先，在不考虑顺差国的海外直接投资时，经常项目顺差为顺差国带来的收益=美国国库收益率×顺差额；其机会成本=国内投资利润率×顺差额。由于发展中国家的投资利润率通常高于美国国债的收益率，因此它们保持经常项目顺差一般意味着其国民福利的减少。事实上，发展中国家是很少有长期保持经常项目顺差的。其次，如果一个发展中国家是引资国（资本项目顺差），这个国家就更应该成为经常项目逆差国。正如我们在前面已经提到过的，引资是为了买技术，买机器设备，引入管理。在正常情况下，资本流入一定会转化成经常项目逆差。如果在引进外资的同时，没有经常项目逆差，就意味着外国资金并没有得到利用。换言之，从整体上看，既然国内有足够的资金购买外国技术、设备和管理，那么引进外国资金就是完全没有必要的。无论通过什么形式引入外资，引资国都是要付出代价的，即要为外国投资者分红。事实上，FDI是成本最为高昂的引资形式。双顺差意味着发展中国家用高回报的股权同发达国家交换低回报的债权。除非外国所有权同技术引入不可分割，与FDI成功转化为相应贸易逆差的情况相比，FDI未能转化为相应经常项目逆差（贸易逆差）将导致国民福利减少。最后，双顺差必然导致外汇储备的增加，而外汇储备代表了一个国家对美国的补贴。外汇储备越多意味着对美国的补贴越多，而对外国的补贴自然代表本国福利的损失。总之，从资源优化配置的角度来说，发展中国家通常不应该追求经常项目顺差。正如著名经济学家多恩布什(Rudi Dornbusch)所言：“对于一个贫穷国家，不把资源用于国内投资以提高生产率和生活水平，而将其用于购买美国国债肯定是不理智的。”如果一个发展中国家是引资国，该国就应该把资本流入转化为相应的经常项目逆差（贸易逆差）。此外，国内一些人认为，FDI是“韩信点兵，多多益善”。这种看法极为片面。FDI的引入量在理论上是有最优值的，过多或过少都将导致国民福利的减少。这一最优值与FDI企业的利润率、外溢作用、国内企业的利润率、国内外利息率等一系列因素有关。长期保持双顺差、大量拥有外汇储备看起来似乎是件好事，但实际上却暗含着国民福利的大量流失。如果在改革开放初期，出于经济安全的考虑和国际环境的限制，双顺差有其合理性和必要性。如今，我国已经拥有巨大的外汇储备，已经到了应该尽快减少双顺差并抑制外汇储备增加的时候了。但是，这样做有一个条件，即我们必须用市场方式解决这个问题，否则就会导致纠正双顺差的过程中国民福利遭到进一步的损失。

中国双顺差的可持续性

以目前的国际收支格局而言，中国的双顺差也面临着可持续问题。举个例子，假设中国的外国资本(FDI)存量为5000亿美元，如果其投资回报率是10%，投资者既可以把利润汇回本国也可以把利润用于再投资。把利润汇回本国意味着外资要汇出500亿美元的收益。这样，在经常项目中的投资收入这一项里，中国是负值。为了保持经常项目平衡，中国每年要有相应的500亿美元贸易顺差来弥补投资收入项目逆差。把利润用于再投资则表明在华外资存量将以10%的速度增长，这意味着未来外国投资者将有更多的利润汇出。目前中国经济处于高速成长期，FDI的收益是很高的，这意味着中国国际收支中投资收入一项的逆差很大。但是，在中国的国际收支统计中，这一点并未体现出来。过去外资总是声称它们在中国的收益率很低，之所以在中国投资是因为看好中国的投资前景。事实并非如此。根据世界银行经济学家所作的调查研究。外资企业在中国的投资收益率高达22%（中国经济学家似乎并未得出这样的结论）。近年来，外国的对冲基金和私募基金都在想方设法并购中国企业，对于这些基金来说，收益率低于30%的项目一般是不会考虑的。众所周知，出于避税等因素的考虑，外资企业报低收益的动机十分强烈，对于跨国公司来说隐瞒收益也相当容易。因此，中国有关部门有责任做好在华FDI存量及其投资收益的准确统计。

鉴于FDI仍将持续流入中国，在未来5年内中国投资收入逆差可能会迅速增加。如果中国贸易顺差不能相应迅速增长中国就会出现经常项目逆差。当然，如果外资用得好的话，劳动生产率提高比较快，中国是有能力通过增加贸易顺差来抵消投资收入项目逆差的，但国际环境是否允许我们做到这一点是一个很大的问题。此外，如果中国对外投资迅速增加且收益率很

高，中国的投资收入项目逆差也是可以避免的。但现在看来这种可能性似乎并不太大。与中国成对比的是目前日本的国际收支结构。日本多年来的贸易顺差可以看作是为迎接老龄社会到来所作的准备。2005年，日本海外投资收益达到11.4万亿日元，贸易顺差为10.4万亿日元。这是日本历史上投资收益顺差首次超过贸易顺差。日本经济学界把这一转变看作是一个标志性历史事件。同中国的双顺差相对照，日本学者把他们的贸易项目顺差和投资收入项目顺差称之为支持经常项目顺差的“双引擎”。

由于存在经常项目顺差的同时也存在大量的资本项目顺差，中国不同于典型的债务偿还国。更具体地说，中国资本输出的主要形式是政府增加外汇储备，而不是私人部门购买海外股权、债权和进行海外直接投资。尽管中国是世界第三大资本净输出国，但长期以来中国的净投资收益却为逆差或只有很小的顺差(这还同人民币升值预期有关)。如果这种情况不发生变化，中国就永远无法从债务偿还国过渡到年轻债权国。甚至不能排除这样一种可能性：由于未来投资收益项目逆差的增长，中国出现经常项目逆差，由债权国变成债务国，从而意味着资源跨代配置的失败。

中国经常项目顺差的原因

用储蓄投资缺口来解释中国的经常项目顺差(主要是贸易顺差)的原因已经成为一件十分流行的事情。但我们必须清楚，储蓄-投资：经常项目差额($S-I=X-M$)是一个恒等式，并不说明因果关系。我们既可以说中国之所以有经常项目顺差是因为中国的储蓄大于投资，也可以说中国的储蓄大于投资是因为中国有经常项目顺差。此外，我们还可以说，储蓄大于投资以及经常项目顺差是由其他因素同时决定的。例如，如果人民币对美元的汇率为6:1，中国人的消费偏好就会提高，就会大量出国旅游购物，中国的储蓄率就会降低。在其他因素不变的情况下，中国就可能同时出现储蓄不足和经常项目逆差。

中国的经常项目差额有相当的周期性。中国只要经济过热，就会出现经常项目逆差或者经常项目顺差就会减少，1993年就是一个非常明显的例子。那一年中国出现经常项目逆差。为什么?因为当时中国经济极热，投资增长速度超过60%。相反，在通货紧缩的时候商品与劳务往外走，经常项目顺差会迅速增加，但同时也要看世界经济的周期波动。1997年以后，中国出现通货紧缩但经常项目顺差增长速度不快。这是因为在东南亚经济危机以后，世界需求疲软。内外周期对贸易差额的影响是相互抵消的。经济的周期性变动还会影响储蓄和投资差额。通缩期间，居民倾向于提高储蓄率，企业倾向于降低投资率，于是储蓄投资缺口增加。通胀期间的情况正好相反。周期性波动对经常项目差额的影响可以纳入储蓄投资缺口分析。不过，经济波动造成的影响是短期的，而人口、制度、文化、永久性收入水平等因素对储蓄投资缺口的影响则是长期的。

政府的“奖出限进”政策是造成贸易顺差的另一个重要原因，这一政策先直接影响经常项目差额，再进一步影响到储蓄与投资缺口。这个因素依然可以纳入“储蓄-投资=经常项目差额”的分析结构。“奖出限进”主要包括隐性的或显性的出口补贴、有利于出口的汇率水平、过于慷慨的出口退税、关税和非关税壁垒、差别性的信贷政策等等。这些政策的实施，自然会鼓励企业增加出口、减少进口，与此同时，企业、居民和政府部门的储蓄和投资行为也会发生相应变化。

造成经常项目顺差的最后一个重要因素是20多年来中国形成的特定贸易结构，即出口加工工业占主导地位。如果中国外贸是100%的出口加工贸易，一般就会带来贸易顺差，储蓄投资缺口也就随之形成。在这种情况下，就很难说是储蓄投资缺口决定了贸易差额，而只能说贸易差额决定了储蓄投资缺口。除非改变以出口加工业占主导地位的贸易结构，否则中国的贸易顺差状况是很难扭转的。

至于人民币汇率与贸易顺差之间的关系，有些人认为，由于加工贸易占主导地位，汇率变动对中国的贸易顺差没有影响，所以人民币不应该升值。这种逻辑是难以理解的。如果没有影响(我也认为影响有限)，那么升值又有何妨?真正的问题在于，中国加工贸易和一般贸易各占半壁江山。2005年中国的总出口是7620亿美元，加工贸易占了55%左右。下面的数字值得注意，2006年中国贸易顺差总额是1775亿美元，其中加工贸易顺差将近1900亿美元，这意味着中国的一般贸易已

有相当的逆差，这是件很值得忧虑的事情。考虑到加工贸易和一般贸易对汇率变化的弹性不同，汇率调整确实必须谨慎行事。但是，在过去两年多时间里，人民币升值并未给中国的对外贸易造成严重不利影响。2005年和2006年，中国净出口增长速度分别达到220%和75%左右，在2007年的头几个月中，中国的出口势头依然旺盛。在2003年大家认为人民币一旦同美元脱钩就会大祸临头。从现在的情况来看，对人民币升值的恐惧症是没有必要的。我们不仅不应当对升值怀有恐惧，而且应该利用升值的机会大力推进企业的产业升级。对于企业来说，人民币升值这一关是无法避免的，只有未雨绸缪才能赢得主动。

推荐好友

相关文章

- ▣ 课题组 解读石油美元：规模、流向及其趋势 《国际经济评论》2007年第3-4期 (2007-4-27)
- ▣ 余永定：全球国际收支不平衡与中国的对策 《国际金融研究》2007年第1期 (2007-4-27)
- ▣ 卢锋 中国的双顺差、日本经验及失衡调整 《国际经济评论》2006年第9-10期 (2007-4-24)
- ▣ 余永定 中国的双顺差：根源及对策 《中国金融》半月刊2006年第19期 (2007-4-5)
- ▣ 卢锋 中国国际收支双顺差现象研究：对中国外汇储备突破万亿美元的理论思考 《世界》(2007-3-16)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768 分辨率

地址：北京建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-85196063 传真：010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号：京ICP备06059776号