



No. C2006021

2006-11

外汇储备过万亿美元的深层根源与认识启示 ——我国经济增长新阶段的机遇和挑战

卢锋¹

北京大学中国经济研究中心

No. C2006021 2006年11月14日

¹ 作者通讯地址：北京大学中国经济研究中心，100871；电话：(010)62751599；Email：fenglu@ccer.edu.cn。
感谢刘鎏所做助研工作。几年前指导雷蕾同学研究加工贸易问题，得到海关总署综合统计司杜杨女士热情帮助，本文用到相关数据资料，借此机会表示谢意。

外汇储备过万亿美元的深层根源与认识启示

——我国经济增长新阶段的机遇和挑战

卢锋²

北京大学中国经济研究中心

No. C2006021 2006年11月14日

内容提要：本文探讨我国外汇储备过万亿美元现象的特征含义、发生根源和启示意义。首先从标准经济理论和国际比较经验角度考察万亿外汇储备现象的特征含义；接着从加工贸易与外商直接投资互动效应、产品内分工时代条件与我国经济开放成长模式关系角度分析其结构成因和深层根源；然后从近年人民币实际汇率低估失衡角度探讨其政策背景；最后提出储备过万亿美元标志我国经济增长进入名义追赶速度快于实际追赶新阶段，并评论经济增长新阶段的政策含义。

关键词：双顺差，外汇储备，人民币实际汇率，产品内分工

² 作者通讯地址：北京大学中国经济研究中心，100871；电话：(010)62751599；Email：fenglu@ccer.edu.cn。感谢刘鎏所做助研工作。几年前指导雷蕾同学研究加工贸易问题，得到海关总署综合统计司杜杨女士热情帮助，本文用到相关数据资料，借此机会表示谢意。

外汇储备过万亿美元的深层根源与认识启示

——我国经济增长新阶段的机遇和挑战

据媒体报道，我国外汇储备规模到 2006 年 11 月初已越过 1 万亿美元大关。一个发展中国家外汇储备过万亿美元，无论从标准理论还是国际经验角度看都是反常态现象。特殊现象背后有特殊机制，特殊机制背后有特殊规律。如何超出对这一问题短期对策分析视野，从认识我国经济增长具体特点和规律这一长程视角着眼，探讨万亿储备现象的深层根源和启示意义，是我国经济发展实践提出的具有重要学术和政策意义的问题。

本文试图系统考查我国外汇储备过万亿美元现象的特征含义、发生根源及启示意义。基本观点认为，外汇储备过万亿美元现象的发生根源，一方面与当代国际产品内分工的时代环境以及我国经济开放成长道路的阶段性特点存在深层联系，另一方面又以劳动生产率快速追赶与人民币汇率体制安排不适应导致的国际收支失衡作为政策背景，因而同时具有可持续与不可持续双重因素。万亿美元外汇储备凸现我国经济追赶阶段性成功所派生的新矛盾，同时构成经济增长进入新阶段的醒目标志，对认识我国下一步经济发展面临机遇和挑战具有启示意义。

本文分 6 节。第 1 节从传统经济理论和国际比较经验角度观察我国国际收支持续双顺差及其派生的外汇储备过万亿美元现象的特征含义。第 2 节从加工贸易和外商直接投资互动关系角度考察外汇储备规模快速增长的结构原因。第 3 节从产品内分工时代条件和我国经济开放成长道路角度探讨这一现象的深层根源。第 4 节从我国劳动生产率快速追赶与人民币汇率体制政策不适应导致实际汇率低估角度讨论这一现象形成的政策背景。第 5 节考察万亿外汇储备提示人民币实际汇率未来升值趋势，将推动我国经济增长进入名义追赶速度超过实际追赶新阶段。第 6 节简略讨论应对经济增长新阶段机遇和挑战所需要进行的政策调整。

1、持续双顺差：万亿储备现象直接成因及其特征含义

我国外汇储备快速增长直至最近突破万亿美元水平，是晚近时期国际收支双顺差发展的结果。双顺差指国际收支中经常项目与不包括官方储备的资本项目同时出现外汇收入大于外汇支出的盈余状态。从国际收支账户定义关系看，如果不考虑“误差和遗漏”，双顺差实现两个账户盈余之和等于外汇储备增量。

图 1 数据显示，以 1990 年代初为界把改革开放时期分为两个阶段，我国国际收支平衡态势发生了结构性变动。前期国际收支结构较多表现为经常和资本帐户逆顺差不同方向平衡方式组合，1982-1993 年 12 年间有 9 年逆顺差配合，其中 5 年经常帐户逆差和 4 年资本帐户逆差。后期国际收支结构通常形态转变为双顺差，1994-2005 年 12 年中有 11 年为双顺差。1994-2005 年间经常项目始终保持顺差并呈现上升趋势。累计顺差 4133 亿美元，年均顺差为 344 亿美元。主要由于直接投资大规模进入，资本帐户除了 1998 年受东南亚金融危机影响出现小额逆差外，其它年份一直保持顺差，累计顺差 4309 亿美元，年均顺差 359.1 亿美元。

(插入图 1、我国经常项目与资本项目平衡)

图 2 显示,持续双顺差推动外汇储备增长,尤其近年来外汇储备超常增长,2002、2003、2004 和 2005 年分别增加 742 亿、1168 亿、2066 亿和 2089 亿美元,2005 年底外汇储备达到 8189 亿美元。今年外汇储备仍以平均每月 180 多亿美元速度增长,直至最近突破万亿美元大关。

(插入图 2、我国外汇储备增长)

一个大国国际收支十多年保持双顺差,从标准经济理论和国际比较经验两方面看都是具有特征性的现象。从理论上讲,二战后流行的发展经济学标准模型通常假定发展中国家面临两重缺口约束:一是实现目标经济增长率所需投资与国内储蓄之间差距构成储蓄缺口,二是经济增长所需进口与出口能力之间差距形成贸易缺口,包括外国援助的外资流入弥合两重缺口是经济发展必要条件(Chenery and Strout, 1966)。由于发展中国家需要通过资本流入利用外部储蓄,以弥补国内储蓄不足并为贸易缺口提供融资,因而国际收支结构应具有经常账户逆差和资本帐户顺差的“逆顺差组合”特点。吉利斯等人“发展经济学”教科书介绍的凯恩斯计划模型,设定外国资本流入承担弥补国内储蓄和投资、出口和进口两重缺口的功能,显示这类双缺口结构假定在计划增长模型中的重要性(吉利斯等人,1998,第 129-130 页)。我国持续双顺差是上述标准模型难以解释的现象。

国际相关经验证据也凸现我国持续双顺差现象特征含义。选择全球 50 个贸易量最大的国家和经济体,统计它们 1970 年代以来发生双顺差和显著双顺差的频率。总共 1337 个年度观察值样本中,不包括中国两个帐户都出现顺差观察值为 141 年次,占样本总数的 10.7%;中国 1982 年有国际收支帐户数据以来共记录 14 个年份双顺差,占观察年份比重为 54%。中国以外国家两个帐户顺差占 GDP 比重分别超过 2%的显著双顺差一共发生了 25 年次,占总样本 1.9%;中国发生显著双顺差共有 5 年(分别为 1997 年以及 2002-2005 年),为观察年份的 20.8%,发生频率是全球范围同一指标值的十倍。另外从外部情况看,这类显著双顺差主要发生在台湾、新加坡、韩国、丹麦、挪威、伊拉克、委内瑞拉、尼日尼亚等中小型经济体,中国大陆这样大型经济体出现显著双顺差极为罕见,多年连续保持显著双顺差更是绝无仅有。

表 1、双顺差现象发生频率国际比较 (1970-2005)

	观察年数	双顺差年数	两个帐户顺差占 GDP 比重同时超过 1%年数	两个帐户顺差占 GDP 比重同时超过 2%年数
中国	24 年	14	7	5
50 个经济体总计	1337	155	57	30

数据来源和说明: 本表样本选择标准是 2004 年全球进出口总额排名前 51 个国家和经济体,其中第 33 位 United Arab Emirates 因缺失国际收支数据没有包括,一共包括 50 个经济体样本。除中国包括 2005 年数据,观察时期为 1970-2004,但是少数经济体缺失部分年份数据。除中国大陆和台湾数据例外,GDP 与国际收支数据来自世界银行 WDI 数据库,但是该数据库没有直接报告“资本与金融项目余额”数据。国际收支四个基本项目定义关系是:“经常帐户余额”+“资本与金融项目余额”+“储备变动”+“净误差与遗漏”=0,本文利用其它三个项目数据计算“资本与金融项目余额”(即资本与金融项目余额等于其它三个项目加总的负值)。中国 2004、2005 年国际收支数据来自国家外汇管理局国际收支平衡表,GDP 数据见本文图 1。台湾 1987-2004 年数据来自亚洲发展银行“Key Indicators 2005”,1981-1986 年数据来自《中华民国统计年鉴(中华民国七十八年)》和《中华民国统计年鉴(中华民国八十八年)》行政院主计处编。

2、加工贸易与直接投资互动作用：万亿储备现象的结构成因

为什么中国经济发展会出现上述特殊双顺差现象？对此可以从加工贸易与外商直接投资互动作用、当代全球产品内分工时代条件、人民币汇率政策与经济追赶关系等不同层面考察。我国国际收支帐户结构形态显示，加工贸易顺差持续增长导致我国贸易帐户以及经常帐户平衡方式与上述标准模型预测方向分道扬镳，非加工贸易仍持续逆差因而与标准模型分析结论大体一致，外商直接投资很大程度决定资本帐户顺差并与加工贸易存在深刻内在联系。加工贸易与外商直接投资互动作用，构成我国双顺差以及万亿储备现象的结构根源。

加工贸易快速增长是我国经济开放成长模式体现在贸易结构上的重要特点。图 3 报告数据显示，改革开放初期近 20 年，我国加工贸易增长速度显著高于非加工贸易，到 1990 年代后期以来两类贸易在全部贸易中大体各占半壁江山。

（插入图 3、我国加工贸易与非加工贸易占贸易总额比例）

加工贸易平衡方式具有创造外汇盈余的特点。图 4 报告改革开放时期加工贸易、非加工贸易累计顺差额和 FDI 累计流入额。加工贸易累计顺差 6660 亿美元，非加工贸易累计逆差 3100 多亿美元，可见如果没有加工贸易顺差就不可能有经常账户累计顺差。另一方面，外商直接投资累计总额为 6176 亿美元，是支持资本账户顺差的最重要因素。数据还显示两个项目余额变动和增长阶段特点：1990 年加工贸易累计结余从逆差转变为顺差，该年 FDI 累计余额不到 200 亿美元；到 1994 年加工贸易累计顺差 359 亿美元，FDI 累计流入额为 956 亿美元；这两个指标到 2005 年各自分别增长到 6000 多亿美元，可见加工贸易和 FDI 推动双顺差结构形成发展主要发生在晚近十余年间。

（插入图 4、外汇储备与贸易及 FDI 累计）

图 5 显示加工贸易顺差与 FDI 流入量累计额之和以及外汇储备余额增长，加工贸易与 FDI 流入额之和到 2005 年约为 12775 亿美元，比当年末外汇储备 8189 亿美元多出 4586 亿美元，弥补非加工贸易累计逆差 3114 亿美元外，还对国际收支其它项目累计 1000 多亿美元逆差提供融资。这同样显示加工贸易和直接投资项目是我国国际收支最大顺差项目，没有这两项因素贡献就不可能持续出现大规模双顺差现象。

（插入图 5、外汇储备与加工贸易/FDI 关系）

尤其值得注意的是，我国外商直接投资与加工贸易之间存在密切联系。图 6 报告数据显示，2003 年约八成加工贸易由外资企业承担或参与，其中外商独资企业是从事加工贸易外资企业的主角。这一观察说明我国现阶段在全球加工生产体系中比较优势是吸引外商来华投资的关键动因之一，外资企业对推动加工贸易增长和双顺差结构发展发挥了关键作用。

（插入图 6、我国加工贸易出口企业类型分布）

3、产品内分工与经济追赶：万亿储备现象的深层根源

我国经济起飞时期对外贸易和外资利用结构上述特点，一方面与我国资源禀赋结构、大国经济规模以至大中华经济圈等方面基本发展因素有关，另一方面与产品内分工这一当代经济全球化特点作为微观基础存在深刻联系。探讨全球产

品内分工发生机制与我国国际收支双顺差的内在联系,有助于从时代背景与我国经济发展模式选择关系这一理论层面认识双顺差与外汇储备增长的深层根源。

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不同工序或区段通过空间分散化展开为跨区域或跨国性生产链条或体系,从而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。特别是信息通讯和交通运输领域技术革命,多边、双边、单边、区域贸易自由化取向制度改革,极大降低了跨境经济活动交易成本,对推动当代产品内分工在全球范围展开发挥了关键作用。

从当代产品内分工具体发展过程看,1963年美国实行“生产分享(production sharing scheme)”政策,设立“806.30”和“807.30”两组新税号鼓励服装、电子等行业产品劳动密集型工序向海外转移,中美洲和东亚某些国家和经济体承接美国企业外包工序,构成推动当代产品内分工兴起的早期关键因素。较早采用海外工序外包策略的企业成功提升自身竞争力,并通过市场竞争机制推动这一生产方式普及。MBA教育特别是战略管理相关课程对这类策略的介绍宣传,加快了新生产方式的推广进程。

二战后流行的进口替代内向发展战略建立在出口悲观论假设基础之上,产品内分工新生产方式兴起彻底颠覆了这一中心假设的理论和经验基础,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制造业某些相对简单工序切入全球生产分工体系,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。我国计划经济失败后探索新的发展道路,借鉴其它国家利用产品内分工时代环境的发展经验,构成设计和实行我国渐进式开放战略的关键内容。加工贸易与外商直接投资互动作用及其塑造我国国际收支双顺差结构特征的作用,突出显示产品内分工这一当代经济全球化微观机制在我国开放成长模式选择上留下的时代烙印。

依据我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行为,包括来料加工和进料加工”(中国对外经济贸易合作部,1999)。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,因而是我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。

前面观察数据表明,加工贸易盈余是我国经常账户顺差的最重要决定因素。外商直接投资大规模流入,重要动因之一在于利用我国资源比较优势,通过直接

投资形成生产能力以获取利润,并在客观上推动我国经济成长为全球供应链一个重要环节。由此可见,双顺差现象直接原因是加工贸易与外商直接投资的互动作用,深入观察则是在以产品内分工为特征的当代经济全球化背景下,我国改革开放政策大幅度降低参与国际分工交易成本后,企业和劳动者通过学习和创新发挥出我国资源比较优势和大国规模优势的结果。

4、 本币实际汇率低估失衡：万亿储备现象的政策背景

以产品内分工为基础的当代经济全球化背景下,经济快速追赶国家一定时期可能出现双顺差局面。由于双顺差和相应外汇储备增长是国际分工深化和比较优势原理发生作用的结果,因而在微观机制层面具有经济合理性和可持续性。然而同时也需要看到,我国近年外汇储备超常增长又与人民币实际汇率低估存在显著联系,从政策角度看又具有失衡性和不可持续性。把握当代经济全球化特点以及特定体制政策安排作用两方面因素影响,有助于全面理解我国外汇储备飙升现象的深层根源,对近年美国双赤字结构及所谓“全球失衡”现象也具有某种解释功能。

从经济学基本供求价格调节关系角度看,外汇储备过量增长与实际汇率低估具有定义性联系。如果说国际收支对应商品供求关系,实际汇率就是调节国际收支及本币(或外币)供求的相对价格,特定外汇储备则类似于简单市场调节模型中的商品库存。合理数量库存对稳定商品市场供求具有重要功能,外汇储备作为国际支付场合流动性手段,对于保证国民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,都由“过犹不及”的普遍性规律所决定,受到特定合理数量规模的限制。在一国经济基本面因素长期演进需要本币实际汇率升值背景下,如果实际汇率受到体制或政策因素束缚难以相应调节,则汇率低估属性会通过外汇储备超常增长失衡现象表现出来。

把人民币汇率争论拉回从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动态关系这一认识关键。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,则需要实际汇率升值以协调内外部经济关系。实际汇率短期波动受复杂因素影响,然而依据国际经济学巴拉萨-萨缪尔森效应理论假说,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³,名义汇率由可贸易部门相对单位劳动成本决定。如果一国经济追赶伴随可贸易部门劳动生产率相对增长,本币实际汇率内生出通过一般物价相对上涨和(或)名义汇率走强而展开实现的长期升值趋势(Balassa, 1964; 卢锋、韩晓亚 2006)。

1990年代中后期以来,我国可贸易部门劳动生产率相对快速增长和单位劳动成本相对持续下降,经济成长基本面变动与1990年代后期实行的盯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。相关研究结果显示,1995-2005年我国可贸易部门(以制造业为代表)劳动生产率提升3.4倍,不可

³ 这里相对劳动生产率有两重含义:一是本国可贸易部门相对不可贸易部门劳动生产率变动,二是两部门劳动生产率相对变动与外国同一指标值比较的相对变动,因而可以成为可贸易部门“相对相对”劳动生产率增长(Balassa, 1964; 卢锋, 2006; 卢锋、韩晓亚, 2006)。

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，这一时期我国可贸易部门“相对相对”劳动生产率比美国和 13 个 OECD 国家分别增长约 65.5%和 92.8% (卢锋、刘鏊，2006)。依据巴拉萨-萨缪尔森效应假说，生产率相对追赶要求人民币实际汇率通过相对物价上升或(和)名义汇率升值而显著升值。图 7 报告 1995-2005 年中美可贸易部门相对劳动生产率增长和人民币对美元实际汇率数据，显示这一时期人民币实际汇率反而有所贬值，因而可能存在低估失衡问题。

(插入图 7、中美“相对相对”劳动生产率增长与人民币实际汇率变动)

另一方面，1995-2005 年我国制造业名义工资增长约 2.1 倍，实际增长约 1.6 倍，年均增长约 10%。这一时期我国职工实际工资增长不仅与计划经济时期年均 0.4% 增长率(1952-1978 年全部行业)不可同日而语，也大大高于 1978-1995 年间 4.2% 年均增速。然而由于这一时期劳动生产率大幅提速，制造业单位劳动成本下降 30%，比美国等十多个 OECD 国家下降 22%，要求人民币名义汇率显著升值。图 7 报告中外制造业单位劳动成本变动和人民币名义汇率数据，显示人民币名义汇率十年间仅升值 2 个百分点，与同期我国可贸易部门劳动生产率及单位劳动成本变动方向和幅度比较，也可能存在低估失衡问题。

(插入图 8、我国制造业相对单位劳动成本与人民币名义汇率变动)

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显著升值，直接原因在于东南亚经济危机时期，我国针对当时外部危机冲击影响而实行盯住美元汇率制，一直延续到 2005 年 7 月改革才回归到有管理浮动汇率制。盯住汇率制意味着人民币对美元名义汇率固定不变。由于近年美元走弱，人民币对主要贸易伙伴的有效名义汇率甚至还出现轻微贬值。给定名义汇率走势，加上世纪之交我国国内经济出现通货紧缩，一般物价增幅低于发达国家平均水平，因而实际汇率不仅没有升值反而有所贬值。盯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，人民币实际汇率低估失衡问题便很快显现出来。

不妨采用一个简易直观方法观察人民币实际汇率近年低估失衡情况。选择我国加工贸易累计盈余转变为正值的 1990 年作为起始年份，采取幂函数对外汇储备可能均衡增长趋势进行回归。图 9 报告估计结果显示，如果把这一趋势看作我国国际收支双顺差时期储备增长均衡走势的粗略估计，储备增长实际路径对其趋势三次偏离对应我国国际收支与汇率三次失衡。每次失衡具体原因不同，尤其是最近一次与前两次在失衡方向、程度和预计持续时间上更具有本质区别。

(插入图 9、我国外汇储备及趋势估计)

第一次失衡发生在 1993 年前后，这时储备实际增长低于估计趋势水平，显示人民币实际汇率高估。1992-1993 年我国经济快速增长并出现经济过热局面，固定汇率制下快速物价上涨导致实际汇率高估失衡，在国际收支和外汇储备变动方面，表现为虽有 FDI 大量流入但经常账户出现大幅逆差，1993 年外汇储备仅增长 18 亿美元，当年外汇储备绝对水平比估计趋势水平低得多。中国政府采取宏观紧缩政策同时，1994 年进行汇率体制改革，通过把官方汇率并轨到外汇调剂价对汇率实行贬值。国际收支和汇率失衡在 1990 年代中期基本得以化解。

第二次在 1998-2001 年间，虽然经常账户主要由于加工贸易盈余仍有较大顺差，但是由于外部危机引发人民币汇率贬值预期，资本账户盈余急剧收缩，1998 年国际收支出现 1994 年以来唯一一次“逆顺差组合”，外汇储备增长低于估计均衡增长水平，2000 年外汇储备实际规模比估计均衡水平低 25%，显示当时盯住汇率体制下人民币实际汇率存在高估问题。随着东亚金融危机影响化解，上述特殊内外环境派生的汇率高估失衡到 2002 年前后基本得到调整。

第三次是近年外汇储备超过趋势水平急剧增长。数据显示上次汇率高估失衡时期，外汇储备增速降低过程大约在 2000 年见底后开始回调，但是储备增长 2002 年达到估测均衡水平后不仅没有出现相对平稳增长态势，而是以指数函数形态一路猛增⁴。上面分析我国可贸易部门相对生产率和单位劳动成本变动背景下，人民币实际汇率低估失衡通过外汇储备超常增长表现出来。

对我国经济强劲追赶背景下固定汇率制难以持续性，还可以通过对近年我国外汇储备增长轨迹做简单外推加以讨论。如果坚守人民币汇率不变立场，如果外汇储备继续以近年指数形态增长，简单模拟结果显示外汇储备规模 5 年后会达到近 5 万亿美元，可以作为坚守固定汇率政策假设下储备增长理论极限值。这一简单外推结果成为现实的可能性不大，然而它间接显示近年外汇储备激增不可持续性，提示近年人民币实际汇率确实具有低估失衡性，也说明 2005 年 7 月政府放弃盯住汇率制改革是必要的。

汇率低估和外汇储备过量增长对我国经济发展具有负面影响。被动持有过量巨额外汇储备，会因为本外币资产未来预期收益差异以及人民币实际汇率最终升值带来很大国民福利损失。更重要的是，汇率低估限制利用利率等市场性手段调节宏观经济运行，而过多依赖替代性行政调控手段，会对经济发展长期成长带来不利影响。因而如何通过汇率及配套政策调整应对目前内外经济关系失衡问题，逐步依次实现外汇储备同比零增长、绝对量零增长、绝对量减持等调节目标，是影响我国未来经济持续有效增长的重要政策议题。

5、我国经济成长进入新阶段：万亿储备现象的启示意义

上述分析表明，人民币实际汇率升值压力产生深层根源在于我国可贸易部门劳动生产率相对增长，名义汇率升值压力深层根源在于我国可贸易部门单位劳动成本相对下降。外汇储备过万亿美元现象再次提示上述关系的内在客观性。从长期供给面角度看，我国经济成长前景基本上取决于能否通过生产函数持续变动推动劳动生产率持续增长。如果回答是肯定的，则人民币实际汇率将会面临长期升值趋势，并推动我国经济成长进入名义追赶速度超过实际追赶新阶段。

从改革开放以来我国经济追赶长程视角观察，名义追赶与实际追赶相对速度在不同阶段具有各自特点。图 10 数据显示，1978-2005 年，我国人均本币 GDP 累计增长 7.8 倍，美国人均本币 GDP 累计增长 70%，中美实际增长差额或我国相对美国实际追赶累积指数为 532。图 11 数据显示，1978-2005 年，美国人均 GDP 从 1.03 万美元增长到 4.2 万美元，中国用汇率折算人均美元 GDP 相对美国比重从 2.2% 上升到 4.1%，相对美国人均收入比重或名义追赶增幅不到 1 倍。

(插入图 10、中美实际人均 GDP 增长比较：1978-2005，1978=100)

⁴ 如 2000-2005 年储备增长数据指数函数回归估计方程为 $y = 1126 e^{0.3286x}$ ， R^2 值为 0.9946；对 2002-2005 年数据回归方程为 $y = 2010 e^{0.3565x}$ ， R^2 值为 0.9963。

(插入图 11、中美名义人均 GDP 及相对指数, 1978-2005)

用美元衡量的我国相对美国人均 GDP 比例变动作为分子, 以我国本币衡量的人均实际收入相对美国增长幅度作为分母, 二者相除得到“名义/实际追赶指数”。图 12 数据显示, 以 1978 年“名义/实际追赶指数”为 100, 该指数在改革最初十多年间持续下降, 1994 年最低点为 29。过去十年前后该指标止跌回升, 但是上升速度缓慢, 2005 年为 34。改革开放时期 28 年总计, 我国经济名义追赶速度仅约为实际追赶速度的三分之一。

(插入图 12、中国名义与实际追赶指数, 1978-2005)

名义与实际追赶比较指数实质等同于用间接标示法衡量的本币实际汇率, 因而该指标下降与本币实际汇率贬值是同一过程的不同表述, 或者说前者从特定角度诠释后者变动的经济含义。我国改革开放初期以制造业为代表的可贸易部门相对生产率追赶乏力, 加上需要消化计划体制时期人民币实际汇率高估扭曲, 导致人民币实际汇率大幅贬值。1990 年代中后期以来, 我国可贸易部门劳动生产率出现快速追赶势头, 可贸易部门单位劳动成本则持续下降, 逐步推动人民币实际汇率和名义汇率长期变动趋势朝升值方向转变。然而这一时期影响人民币汇率升值的趋势力量还不够强大和稳定, 加上外部冲击、宏观周期以及政策干预因素作用, 人民币实际汇率有贬有升, 名义与实际追赶指数十多年仅有大约 5 个百分点缓慢回升。

由于我国经济增长将继续伴随劳动生产率快速追赶, 同时由于目前实际汇率存在某种低估, 有理由相信人民币实际汇率将面临升值趋势, 从而决定未来一段时期我国经济名义追赶超过实际追赶。可以通过预测人民币实际汇率未来升值走势来讨论今后我国实际追赶与名义追赶的关系, 并对美元衡量的我国人均收入及其相对发达国家水平增长情况加以预测。

日本是大国经济追赶伴随本币实际汇率长期升值的典型国家, 1955-1990 年间日元对美元实际汇率年均升值约 3.25%, 年均 GDP 增长率约为 6.68%⁵。高盛投资银行在一份引起广泛关注的研究报告中预测未来半个世纪“金砖四国⁶”长期追赶轨迹, 其中预测中国人均美元 GDP 未来增长形态时假设人民币实际汇率在 2005-2025 年升值一倍, 年均升值 3.53% (Wilson and Purushothaman, 2003)⁷。本文采用人民币实际汇率采取年均增长 3.0%、3.5%、4.0% 三种假设, 图 13 显示人民币实际汇率在上述三种升值速度假设下, 未来 20 年内将分别升值 80%、1 倍和 119%

(插入图 13、人民币实际汇率长期走势预测)

假定未来 20 年美国人均 GDP 年均增长速度为 2%, 略高于过去 1978-2005 共 27 年间 1.88% 的平均增速; 假定我国未来 20 年人均收入年增长率前十年为 7%, 后十年为 6%。图 14 报告 2005-2025 年间采用上述假定下中美两国各自用本币衡

⁵ 日本 GDP 年均增长率依据 IMF 的 IFS 数据库相关指数计算, 日元实际汇率数据依据 PENN World Table 中日本与美国相对价格指数计算, 具体数据参见卢锋 (2006)。

⁶ 指中国、印度、巴西、俄罗斯等四国, 简称 BRICs。

⁷ 依据该研究对四国与美国实际人均 GDP 增长率及各国人均 GDP 相对美国比重变动预测结果, 可以分解得到其中暗含的对人民币及其它三国货币实际汇率未来升值假设。该研究对人民币实际汇率具体预测结果是 2005-2010 年间每年升值 4.2-4.5%, 2011-2018 年升值 3.9-3.2%, 2019-2025 年升值 2.8-3.1%。该研究还预测同期俄罗斯卢布实际汇率升值 1.02 倍, 印度和巴西货币分别升值 68%。

量的人均 GDP 实际增长率指数,并显示采用两国实际增长率相对差距衡量的我国实际追赶指数为 237。

(插入图 14、中美实际人均 GDP 增长预测, 2005-2025)

图 15 进一步报告上述实际增长率与人民币汇率升值假定下我国人均美元 GDP 预测值,显示 20 年后我国人均美元 GDP (2005 年美元不变价)分别为 10905 美元、12014、13230 美元。图 16 显示上述人均 GDP 预测值相当于当时美国人均 GDP 比重约为 17.5%、19.3%和 21.2% (图 16)。上述实际汇率升值预测值,就是我国未来 20 年名义追赶超过实际追赶速度的预测值。

(插入图 15、中国人均 GDP 增长预测, 2005-2025)

(插入图 16、中国人均 GDP 相对美国比例值预测, 2005-2025)

需要说明,20 年后即便实现上述预测值,仍不到韩国和台湾 2005 年约为 15000 多美元人均收入水平,与 20 年后美国等发达国家人均收入更有很大差距。然而从我国经济发展历程看,这无疑将代表一次历史性跃迁。如能实现这一长期发展目标,巨型经济体规模将使我国在全球经济中相对地位进一步提升,大国国内区域发展不平衡性意味着某些发达省区人均收入将接近目前发达国家水平。这将为我国经济在本世纪后续更高阶段追赶奠定必要基础。

6、我国经济成长新阶段的机遇和挑战

纵观我国经济起飞的整体图景,既包含开放经济成长一般规律,又体现出与当代经济全球化时代条件以及我国国情背景相联系的具体特点。我国改革开放以来经济成长的特殊初始制度条件和体制转型背景,决定了人民币实际汇率具有“周小川-谢平”猜测十多年前提出的“先贬后升”演变形态(卢锋,2006)。外汇储备过万亿美元现象,提示人民币实际汇率正在进入“后升”阶段,也提示我国经济成长进入名义追赶速度超过实际追赶新阶段。

我国未来经济成长前景,关键取决于我们能否继续推进并基本完成市场化取向改革,取决于经济全球化相对开放的外部环境能否得到维护和发展。在上述内外体制环境假定能大体满足前提下,我国国内快速物质和人力资本积累,大规模技术转移、吸收和创新等基本增长因素,将为总体生产函数结构和参数持续变动提供必要条件,从而奠定我国经济未来一段较长时期持续快速增长的可能性。依据劳动生产率快速追赶与本国实际汇率升值趋势关系一般原理以及国内外相关经验,持续实际追赶将通过人民币实际汇率升值使名义追赶以更快速度展开。因而从理论、现实、历史不同角度考察,20 年后我国人均收入超过一万美元的预测分析目标是有可能实现的。

尤其重要的是需要清醒认识到,这更是一个时不我待因而需要力争实现的目标。我国人口结构演变趋势清晰显示,能否在未来一段时期保持快速追赶,将决定我国经济崛起最终能够达到的相对历史高度。图 17 显示我国已经进入快速老龄化阶段,2005-2010 年年龄 60 岁及以上老龄人口比例每年增长 0.32 个百分点,这一指标在 2010 年以后将大体维持年均 0.5 个百分点速度增长,到 2030 年达到 24%,与美国当时的 24.7%预测值相差无几;2050 年达到 31%,超过美国的 26.4%比例值。图 18 数据显示,我国劳动人口总抚养比将从 2005 年 0.41 下降到 2010 年最低点 0.38 年后达到最低点后止跌回升,到 2025 年达到 0.462,平均劳动力负担老龄和儿童人口人数相对增长 21.6%。如果我国未来 20 年不能

快速缩短与发达国家差距，“未富先老”人口结构将意味着历史可能永远不会给我们第二次机会。

(插入图 17、中美老龄人口占总人口比例及预测，1950-2050)

(插入图 18、我国劳动力抚养比变动趋势，1950-2050)

实现经济成长新阶段发展目标需要多方面政策调整。促进资源有效配置和持久经济活力的体制保障是经济追赶的根本条件，因而需要深化改革以健全和完善社会主义市场经济体制和运行机制。近年经济发展实践提出新改革议程。一是切实落实民营企业在行业准入方面平等待遇，真正解决很多领域准入方面存在的“玻璃门”问题。二是科学界定宏观调控范围和手段，政府发挥宏观管理和调节职能应与市场体制原理和机制运行要求兼容一致。三是深化和推进土地、矿产等基础资源产权制度改革，满足经济成长新阶段对体制创新的更高要求。

管理一个快速变动经济和社会转型进程，面临如何协调各种复杂矛盾和利益的挑战，因而需要加强以控制外部性和增进社会和谐度为目标的干预政策。需要切实加强环境保护监管，应对经济发展带来的环境压力；通过支持基础教育和技能培训，通过必要的收入转移政策，降低居民收入差别并使更多人民分享到发展成果；需要重新评估传统人口政策，适当放松人口出生管制以缓解未来人口老龄化和总抚养比快速增长带来的压力。

企业是经济大时代的主角，我国企业表现是未来我国经济发展目标能否实现的最终决定因素。企业要成功应对经济成长新阶段实际汇率升值和要素价格提高带来的新挑战，需要系统提升自身素质和能力，其中深化产权改革和完善治理机制是前提，发挥学习效应以积累人力资本是关键，推进技术创新并提升产业结构是重点，强化竞争优势以增进盈利能力是根本。

参考文献

Balassa, Bela, 1964, “The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal”, *The Journal of Political Economy*, Vol. 72, No. 6 (Dec., 1964), pp. 584-596.

Chenery, Hollis and Strout, Alan (1966): “Foreign assistance and economic development” *American Economic Review*, 56 (1966), 679-733.

Wilson, Dominic and Purushothaman, Roopa (2003): “Dreaming With BRICs: The Path to 2050”, *Global Economics, Paper No. 99*, Goldman Sachs, 1 Oct 2003.

吉利斯、波金斯、罗默、斯诺德格拉斯 (1998):《发展经济学》(中译本), 中国人民大学出版社 1998 年。

中国对外经济贸易合作部 (1999):《加工贸易审批管理暂行办法 (1999)》, 外经贸管发第 314 号文件。

卢锋 (2004):“产品内分工”,《经济学季刊》第 4 卷第 1 期, 第 55-82 页, 2004 年 10 月。

卢锋 (2006):“人民币实际汇率之谜 (1979-2005)——基于事实比较和文献述评的观察”,《经济学季刊》第 5 卷第 3 期, 第 635-674 页, 2006 年 4 月。

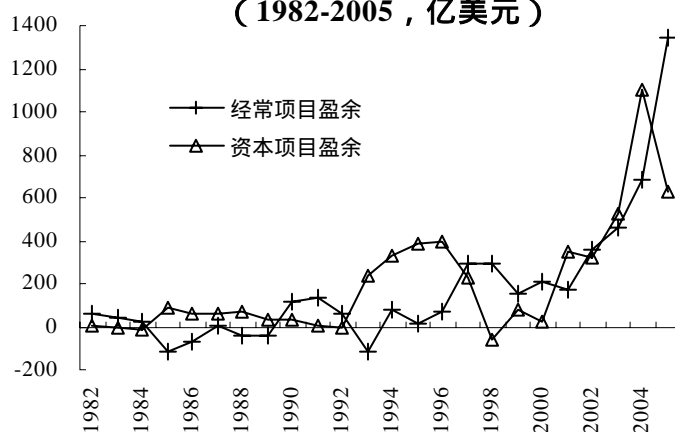
卢锋、韩晓亚 (2006):“长期经济成长与实际汇率演变——巴拉萨—萨缪尔逊效应假说及其经验证据”,《经济研究》2006 年第 7 期第 4-14 页。

卢锋、刘鎏 (2006):“我国两部门劳动生产率增长及国际比较(1978-2005)——巴拉萨-萨缪尔森效应与人民币实际汇率关系的重新考察”,待刊论文。

邵祥林、王玉梁、任晓微(2001):《未来国际贸易的主流:加工贸易》对外经贸大学出版社2001年版。

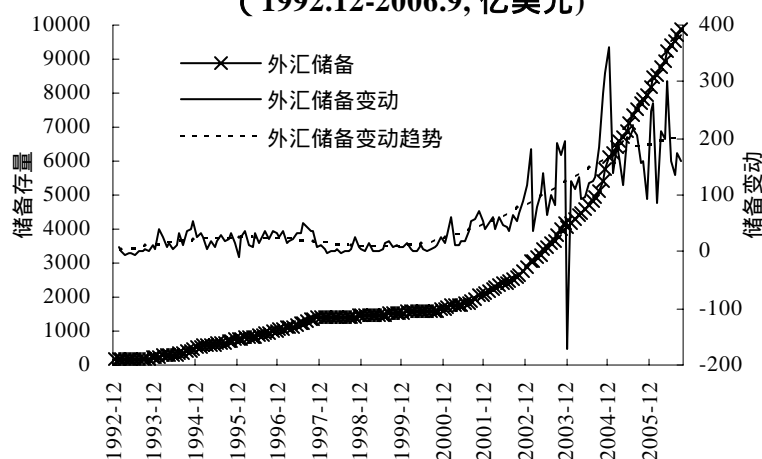
论文图表

图1、我国经常项目和资本项目平衡
(1982-2005, 亿美元)



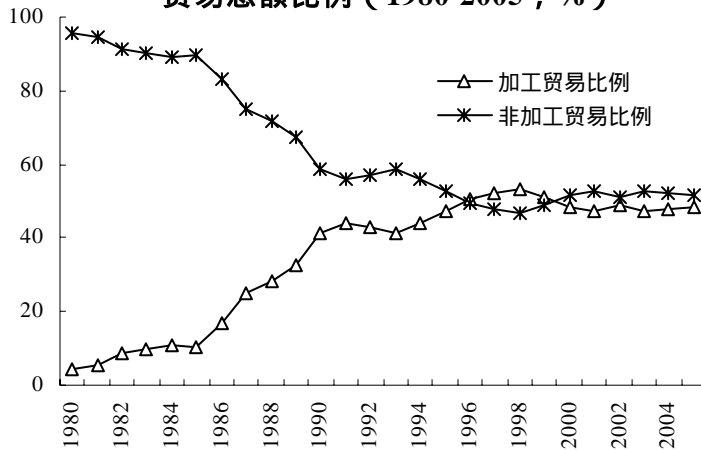
数据来源:1982-1998年数据来自《新中国五十年统计数据汇编》,1989-2005年来自历年《中国统计年鉴》。

图2、我国外汇储备增长
(1992.12-2006.9, 亿美元)



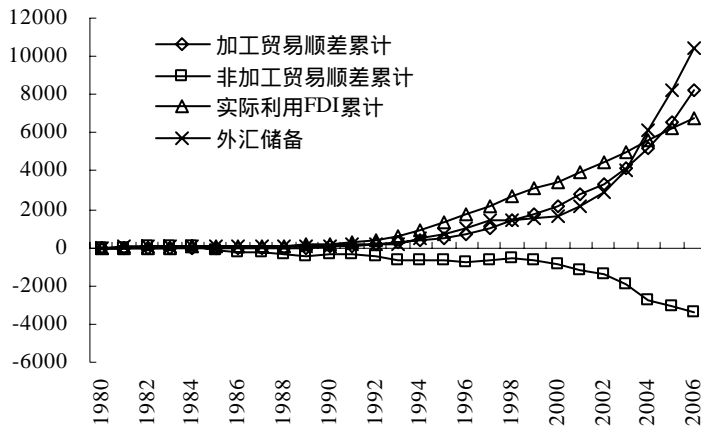
数据来源:1992.12-2006.6 外汇储备来自国家外汇管理局,2006年7-9月外汇储备来自中国人民银行。1992.12-2006.6 外汇储备变动由相邻两月外汇储备差额计算。2006年10-12月数据为预测值,由2006年1-9月外汇储备变动平均值估算2006年10-12月外汇储备变动。外汇储备变动趋势为外汇储备变动HP趋势值。

图3、我国加工贸易与非加工贸易占贸易总额比例 (1980-2005, %)



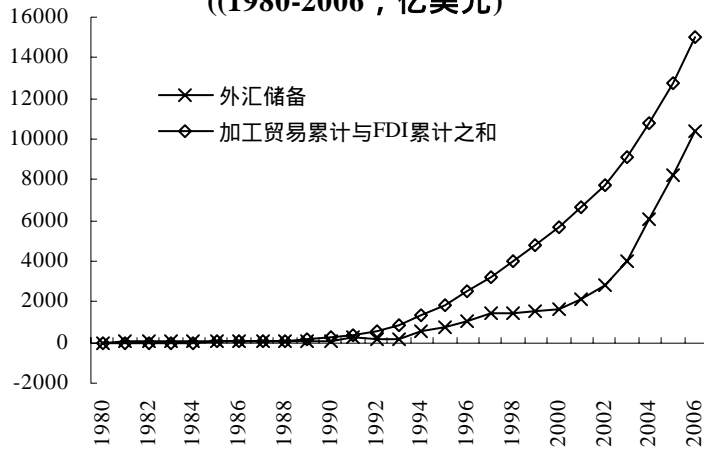
数据来源与说明：由加工贸易总额和贸易总额计算。贸易总额来自历年《中国统计年鉴》。加工贸易总额主要来自历年《中国海关统计年报》和《中国海关统计年鉴》；2005年数据来自《海关统计》2005年12月；1988年数据来自邵祥林、王玉梁、任晓微（2001）第20-21页；1987、1990-1991年数据由相邻年份数据平均估计值。

图4、外汇储备与贸易及FDI累计 (1980-2006, 亿美元)



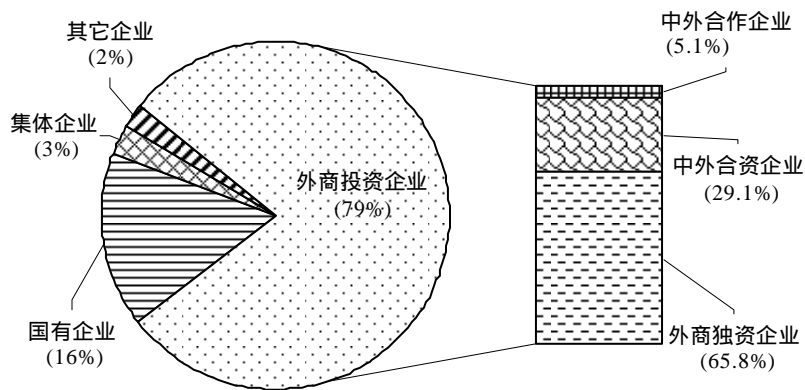
数据来源：加工贸易顺差和非加工贸易顺差主要来自历年《中国海关统计年报》和《中国海关统计年鉴》；2005年数据来自《海关统计》2005年12月；1988年数据来自邵祥林、王玉梁、任晓微（2001）第20-21页；1987、1990-1991年数据由相邻年份数据平均估计值。外商直接投资1979-1994年数据来自《新中国50年统计资料汇编》，1995-2005年数据来自《中国统计年鉴(2006)》。1980-2005年外汇储备来自国家外汇管理局；2006年底外汇储备由2005年底外汇储备和2006年9月底外汇储备估算，假定2006年10-12月外汇储备月增长与1-9月相同。

**图5、加工贸易FDI累计之和与外汇储备
(1980-2006, 亿美元)**



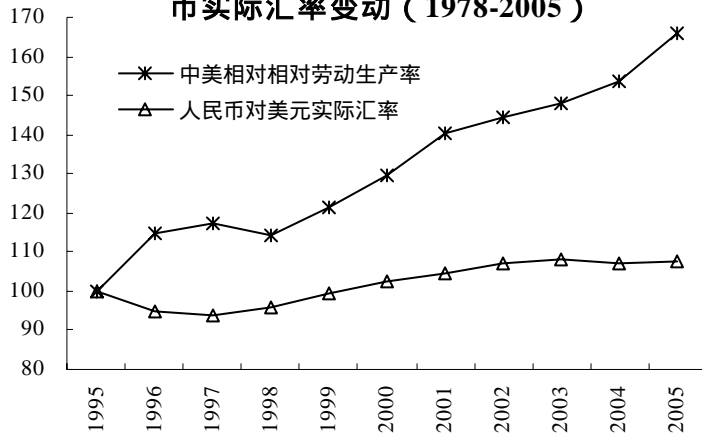
数据来源：与图4相同。

**图6、我国加工贸易出口企业类型分布
(2003)**



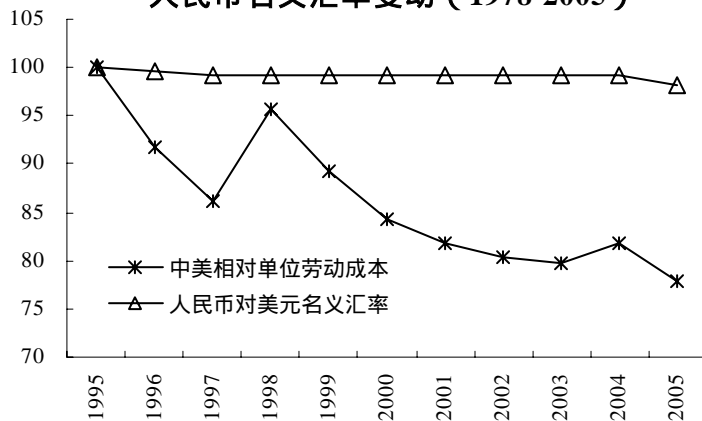
数据来源：数据来自中国海关总署统计处。

图7、中美相对相对劳动生产率与人民币实际汇率变动 (1978-2005)

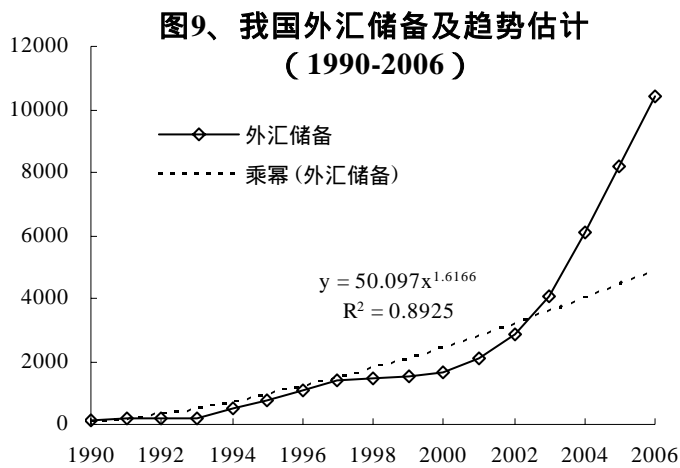


指标说明及数据来源：“中美相对相对劳动生产率”指中国制造业相对服务业劳动生产率比率变动除以美国同一指标所得指数，数据见卢锋、刘鎏（2006）图 15。人民币美元实际汇率 = 直接标价法表示的人民币美元名义汇率 × 美国 CPI ÷ 中国 CPI。中国 CPI 来自历年《中国统计年鉴》，美国 CPI 来自 Bureau of Labor Statistics (BLS)。1978-2004 年名义汇率来自卢锋（2006）图 2，2005 年名义汇率来自《中国统计年鉴(2006)》。

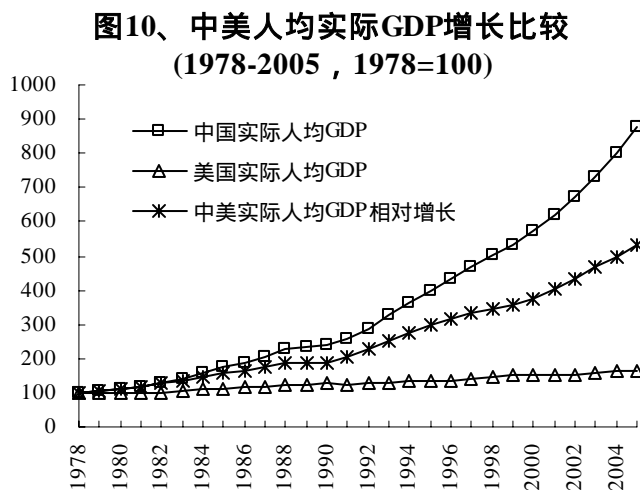
图8、我国制造业相对单位劳动成本与人民币名义汇率变动 (1978-2005)



数据来源：单位劳动成本=名义工资/劳动生产率。中国制造业名义工资来自历年《中国统计年鉴》，中国制造业劳动生产率来自卢锋、刘鎏（2006）。美国 1995-2003 年制造业名义工资=制造业工资总额/制造业就业人数，制造业劳动生产率=制造业不变价格增加值/制造业就业人数，美国 1995-2003 年制造业工资总额、增加值和就业人数来自 OECD-STAN 数据库。美国 2004-2005 年制造业单位劳动成本来自 BLS。

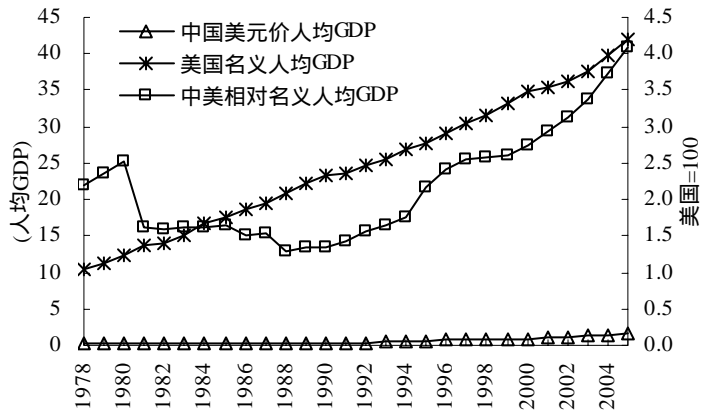


数据来源：外汇储备来自图 5，乘幂趋势由 1990-2006 年数据估算。



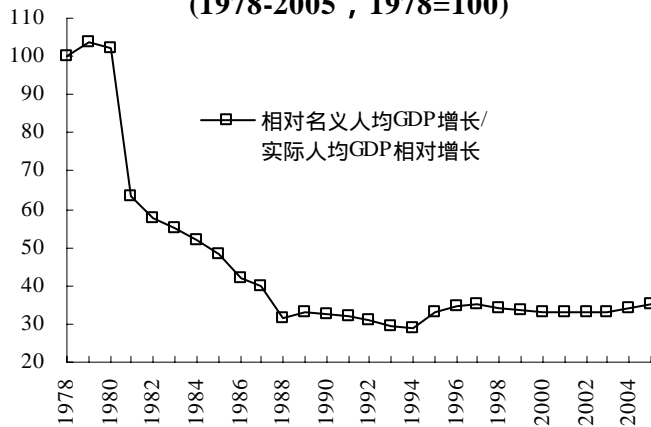
数据来源：中国实际人均 GDP 来自《中国统计年鉴(2006)》，美国实际人均 GDP 来自 BEA。中美实际人均 GDP 相对增长指数 = 中国实际人均 GDP 指数 ÷ 美国实际人均 GDP 指数 × 100。

**图11、中美名义人均GDP及相对指数
(1978-2005, 现价千美元, 美国=100)**



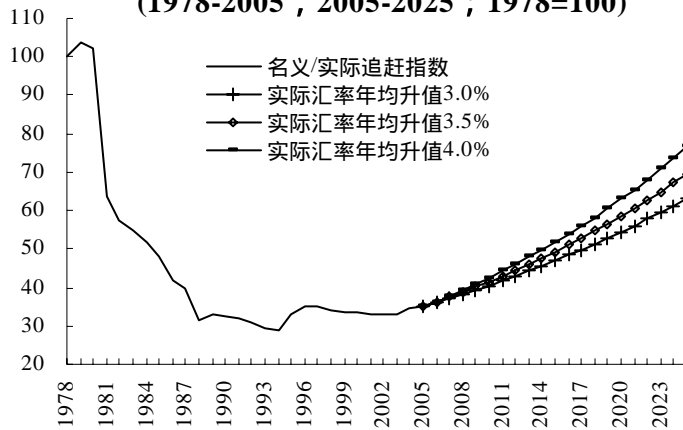
数据来源：中国美元名义人均 GDP 由人民币名义人均 GDP 和人民币美元名义汇率计算。中国人民币名义人均 GDP 来自《中国统计年鉴》2006，美国名义人均 GDP 来自 BEA。1978-2004 年名义汇率来自卢锋（2006）图 2，2005 年名义汇率来自《中国统计年鉴(2006)》。

**图12、中国名义与实际追赶指数
(1978-2005, 1978=100)**



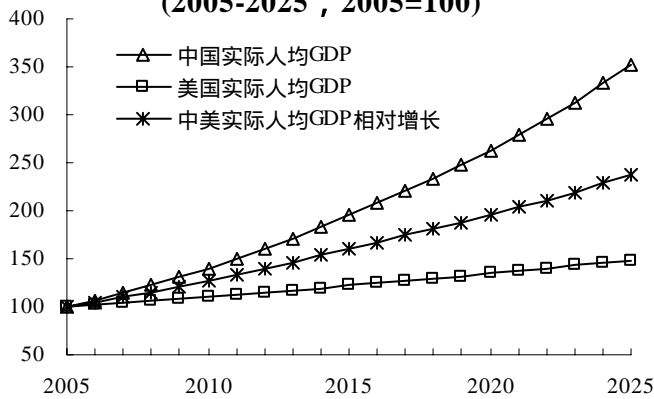
数据来源：由图 10 中美实际人均 GDP 相对增长和图 11 中美相对名义人均 GDP 计算。

**图13、人民币实际汇率长期走势预测
(1978-2005, 2005-2025; 1978=100)**



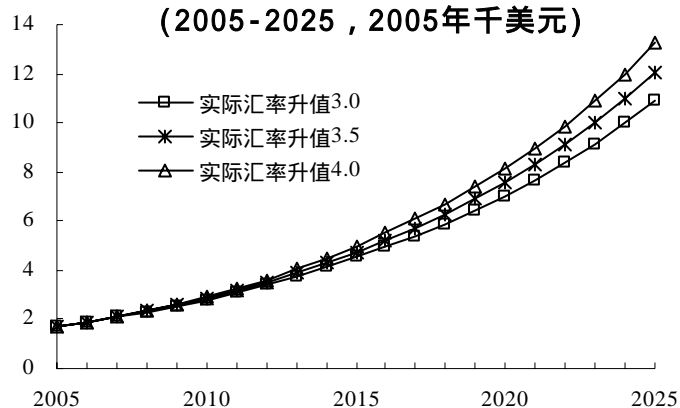
数据来源：1978-2005 年相对追赶指数见图 12。2006-2025 年人民币实际汇率预测值采用实际汇率每年升值 3%，3.5%和 4%假设计算。

**图14、中美实际人均GDP增长预测
(2005-2025, 2005=100)**



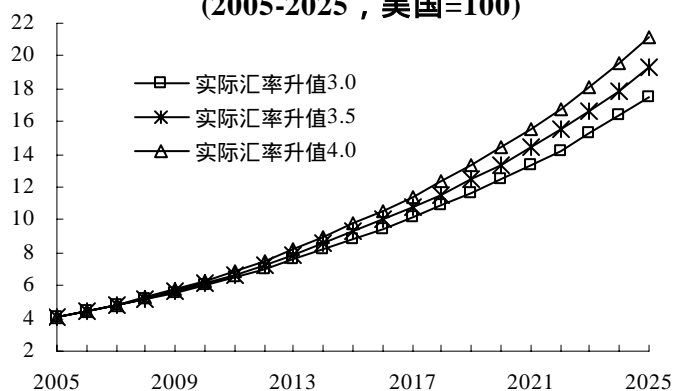
数据来源：中国实际人均 GDP 预测假定 2005-2015 年中国实际人均 GDP 每年增长 7%，2015-2025 每年增长 6%。美国人均实际 GDP 预测假定美国实际人均 GDP 2005-2025 每年增长 2%。中美实际人均 GDP 相对增长指数 = 中国实际人均 GDP 指数 ÷ 美国实际人均 GDP 指数 × 100。

**图15、中国人均GDP增长预测
(2005-2025, 2005年千美元)**



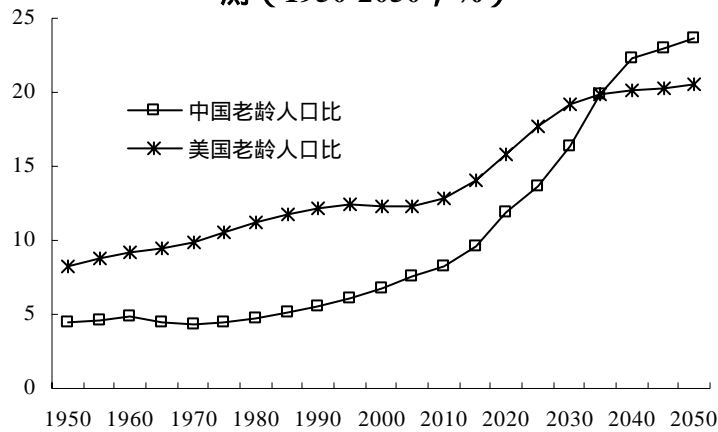
数据来源：2005年中国人均GDP来自图11。2006-2025年中国人均GDP由图14中国实际人均GDP预测值与图13实际汇率预测值计算。

**图16、中国人均GDP相对美国预测
(2005-2025, 美国=100)**



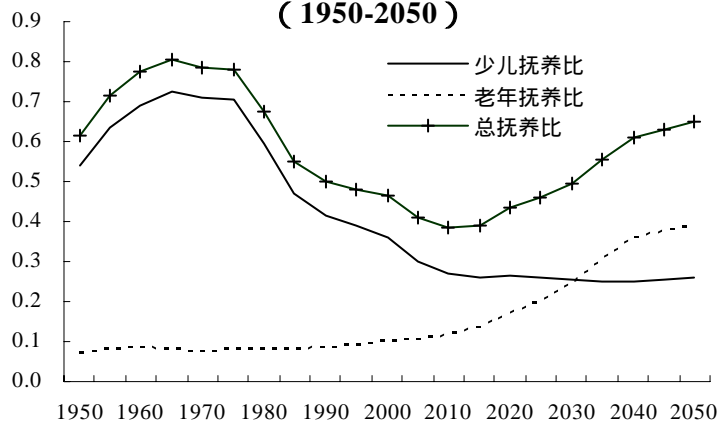
数据来源：2005年中美相对人均GDP来自图11。2006-2025年中美相对人均GDP由图14中美实际人均GDP相对增长预测值和图13实际汇率预测值计算。

图17、中美老龄人口占总人口比例及预测 (1950-2050, %)



说明和资料来源：老龄人口指 65 岁及以上年龄人口。数据来自联合国人口数据库 (Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat, World Population Prospects: The 2004 Revision and World Urbanization Prospects: The 2003 Revision)

图18、我国劳动力抚养比变动趋势 (1950-2050)



指标说明和资料来源：少儿抚养比指 15-64 岁人口平均每人负担 0-14 岁人口数，老年抚养比指 15-64 岁人口平均每人负担 65 岁及更高年龄人口数，总抚养比指少儿抚养比与老年抚养比之和。数据来自联合国人口数据库 (Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat, World Population Prospects: The 2004 Revision and World Urbanization Prospects: The 2003 Revision)