

# 全球国际收支失衡的调整 及对中国经济的影响

张明

**【内容提要】** 国际收支失衡是21世纪初期全球宏观经济的重要特征。从一般均衡的视角出发,当前国际收支失衡是由美国的投资储蓄缺口以及东亚国家和石油输出国的储蓄过剩共同导致的。从经常项目账户赤字将导致一国净对外债务上升的视角出发,当前的国际收支失衡是不能持续的。国际收支失衡的调整路径主要有政策协调主导和金融市场主导两种,而后者具有很强的破坏性。情景分析的结果显示,各国主动实施国内政策调整,并就调整成本达成实质性的分担协议,对中国经济和世界经济而言都是最优选择。

**【关键词】** 国际收支失衡;净国际投资头寸;调整路径

**【作者简介】** 张明,1977年生,中国社会科学院世界经济与政治研究所,博士。(北京 邮编:100732)

**【中图分类号】** F113 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-9550(2007)07-0075-06

## 一 全球国际收支失衡概述

近年来,世界经济的一大显著特征是全球国际收支失衡。全球国际收支失衡集中表现为美国的经常项目账户赤字、亚洲发展中国家(尤其是中国)和石油输出国的经常项目账户盈余。以2006年为例,美国的经常项目账户赤字金额为8567亿美元,占国内生产总值(GDP)的比率为6.5%;亚洲发展中国家的经常项目账户盈余金额为2531亿美元(中国为2385亿美元),占GDP的比率为5.4%(中国为9.1%);中东国家的经常项目账户盈余金额为2124亿美元,占GDP的比率为18.1%。<sup>①</sup>

从经常项目账户余额的相对水平来看,经常项目账户失衡按严重程度排序分别为中东国家、中国、美国、亚洲其他发展中国家、日本和欧元区国家(图1)。中东国家的经常项目账户盈余从2002年开始迅速上升,这应该归因于全球的原油价格从2001年以来的一路飙升。在三大发达经济体中,美国存在显著的经常项目账户赤字、日本存在显著的经常项目账户盈余、欧元区的经常项目账户基本保持平衡。<sup>②</sup>

从经常项目账户余额的绝对水平来看,经常项目账户失衡按严重程度排序分别为美国、石油输出国、其他发达国家、中国和其他发展中国家。美国的经常项目账户赤字接近全球GDP的1.8%,美国的经常项目账户赤字占全球经常项目账户盈余的75%以上。<sup>③</sup>石油输出国的经常项目账户盈余接近全球GDP的1%。中国的经常项目账户盈余接近全球GDP的0.3%。可以看出,无论是相对水平还是绝对水平,中国的经常项目账户失衡程度都远低于石油输出国。很多研究和舆论都有意无意地夸大了中国在全球国际收支失衡中扮演的角色。

关于当前全球国际收支失衡的成因,目前有两种观

<sup>①</sup> IMF, "Spillovers and Cycles in the Global Economy," Statistical Appendix, *World Economic Outlook*, April 2007, pp. 247-258.

<sup>②</sup> 值得指出的是,虽然欧元区从总体上保持着经常项目账户平衡,但是欧元区内很多国家的经常项目账户也存在严重失衡。例如,德国、荷兰、芬兰和卢森堡存在显著的经常项目账户盈余,而西班牙、希腊和葡萄牙则存在显著的经常项目账户赤字。考虑到中东欧国家目前存在显著的经常项目账户赤字(2005年占GDP的-5.2%),如果欧元区继续扩大,那么欧元区的经常项目账户失衡将会更加明显。

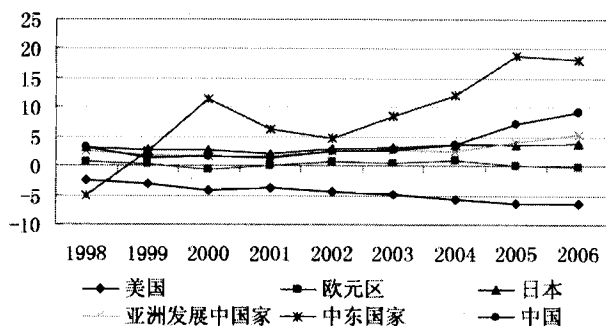
<sup>③</sup> M. Obstfeld and K. Rogoff, "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment," 2005, <http://post.economics.harvard.edu/faculty/rogooff/rogooff.html>.

点比较流行:

一种观点认为,美国国内的储蓄率下降和投资率上升导致了美国的经常项目账户赤字。美国人口结构的老龄化、20世纪90年代近十年的经济增长导致居民对未来收入的预期提高以及近年来美国房地产市场繁荣带来的财富效应,共同导致了美国居民储蓄率的下降。自从布什政府上台以来,政府预算迅速从盈余转变为赤字,导致美国政府储蓄率的下降。美国20世纪90年代后期的新经济和信息技术泡沫导致美国国内投资率上扬,从而导致作为储蓄投资差额的经常项目账户赤字不断扩大。<sup>①</sup>

图1 全球失衡的分布状况

单位:占本国GDP的%



资料来源:IMF, "World Economic and Financial Survey," *World Economic Outlook Database*, April 2007, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/data/index.aspx>.

另一种观点认为,东亚国家和石油输出国的储蓄过剩(saving glut)导致了美国的经常项目账户赤字。东亚国家向来具有很高的居民储蓄率,在1997年东南亚金融危机之前,东亚国家的投资率更高,从而整体上存在经常项目账户赤字。但在东南亚金融危机之后,东亚国家(除中国外)的投资率迅速下降,至今尚未恢复到金融危机前的水平。而且这一期间东亚国家的政府储蓄率也显著上升。以上因素导致东亚国家的国内储蓄大于国内投资。东亚国家的过剩储蓄主要流向了美国,压低了美国的长期利率,推动了美国房地产市场的繁荣,房价上涨的财富效应带动了美国居民的消费,从而降低了美国的居民储蓄率。低水平的利率同时也给政府带来了为财政赤字进行低成本融资的机会,从而降低了政府储蓄率。美国国内总储蓄率的降低造成了经常项目账户赤字。<sup>②</sup>

事实上,国际收支失衡是一般均衡现象。<sup>③</sup> 一个国家的经常项目账户赤字总是对应着另一个国家的经常

项目账户盈余,因此更加准确的说法是,美国的储蓄不足以及东亚和石油输出国的储蓄过剩共同导致了当前的全球国际收支失衡。<sup>④</sup>

本文重点探讨全球国际收支失衡的调整及该调整对中国经济的影响。文章的结构如下:第二部分讨论当前的国际收支失衡是否可持续;第三部分剖析全球国际收支失衡的可能调整路径;第四部分解读各种调整路径对中国经济的影响。

## 二 当前的国际收支失衡不可持续

尽管国际经济学界对当前的国际收支失衡是否可持续存在不同看法,但大多数经济学家认为这是不可持续的。首先,对工业化国家的经验研究发现,工业化国家的经常项目账户赤字一般达到GDP的5%之后就会发生逆转,在1980年到2003年期间,这样的经常项目账户逆转发生了26次。<sup>⑤</sup> 一般而言,经常项目账户赤字的持续期为8年,而当前美国的经常项目账户赤字已经持续了15年。其次,符合经济学逻辑的理想状况是,具有更高增长潜力(资本边际回报率)的亚洲国家应该是资本输入国,因此,当前的国际收支失衡反映了全球范围内资源的扭曲配置。<sup>⑥</sup> 再次,外汇储备的积累已经给东亚国家带来了高昂的机会成本、巨大的汇率风险和持续的冲销压力。东亚国家没有义务也肯定不会持续为美国的经常项目账户赤字提供融资。最后,历史经验表明,美元高估和巨额贸易赤字将会导致美国国内的贸易保护主义压力升温。

① Caroline L. Freund, "Current Account Adjustment in Industrialized Countries," *International Discussion Paper*, No. 692, US Federal Reserve System, December 2000, pp. 1-2.

② Ben Bernanke, "The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit," Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 2005, pp. 1-2.

③ Richard H. Clarida, "G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment," *NBER Working Paper*, No. 12194, April 2006, pp. 1-9.

④ 施建淮:《怎样正确分析美国经常项目逆差》,载《国际经济评论》,2005年第7~8期,第5页。

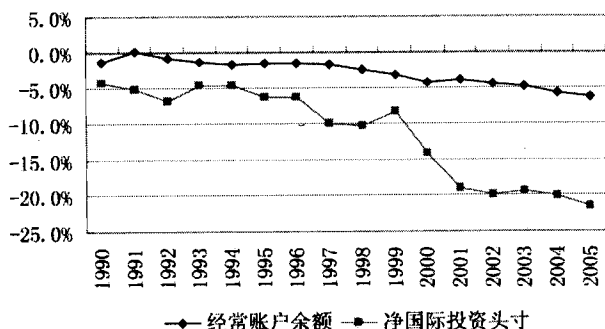
⑤ Caroline L. Freund and Frank Warnock, "Current Account Adjustment in Industrialized Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall?" *NBER Working Paper*, No. 11823, December 2005, pp. 6-7.

⑥ Mitsuru Taniuchi, "Global Imbalances and Asian Economies," *JBI-Cl Review*, No. 14, 2005, pp. 2-3.

然而,对于美国这样一个大国和中心国家而言,工业化国家的普遍经验对于预测经常项目账户赤字的可持续性没有很强的说服力。因此,经济学家喜欢用经常项目账户赤字与净国际投资头寸(Net International Investment Position, NIIP)的关系来论证经常项目账户的不可持续性。NIIP是指一国对外投资总资产与对外投资总负债之差,显然美国的NIIP为负。图2显示,经常项目赤字和净国际负债占GDP的比率存在显著的正相关关系。

图2 美国经常项目赤字与净国际投资头寸的演进

单位:占GDP的%



资料来源:笔者根据美国商务部经济分析局网站上的 International Economic Accounts 数据库中的数据绘制而成, <http://www.bea.gov/>。

经常项目账户比率与净国际投资头寸之间的关系可以表述为两种。

第一种关系为:

$$niip = \frac{ca}{g} \quad (1)$$

其中  $niip$  为净国际投资头寸与GDP的比率,  $ca$  为经常项目账户余额与GDP的比率,  $g$  为名义GDP增长率。<sup>①</sup> 公式(1)的含义是净国际投资头寸与GDP的比率将会稳定在经常项目余额与GDP的比率除以名义GDP的长期增长速度。假定当前美国经常项目赤字占GDP的比率为6%, 美国实际GDP长期增长速度为3.5%, 长期通货膨胀率为2.5%, 那么美国净国际负债占GDP的比率将会稳定在100%。<sup>②</sup> 对于美国而言, 如此之高的净国际负债是不可能实现的。<sup>③</sup> 这就意味着当前6%的经常项目账户赤字水平是不可持续的。

第二种关系为:

$$ca = niip \times (\bar{g} - \bar{r}) \quad (2)$$

其中  $\bar{g}$  为实际GDP增长率,  $\bar{r}$  为实际利率。<sup>④</sup> 假定当前美国经常项目账户赤字占GDP的比率为6%, 美国

实际GDP长期增长速度为3.5%, 长期通货膨胀率为2.5%, 1年期国债利率为4%, 那么美国净国际负债占GDP的比率将会稳定在300%。这也意味着当前的经常项目账户赤字水平是不可持续的。

如果我们事先设定一个对美国而言能够容忍的净国际负债水平, 那么也可以反过来计算能够容忍的经常项目账户赤字水平。威廉·克莱因(William R. Cline)指出, 为了避免危机发生, 美国净国际负债占GDP的比率最好不要超过50%。<sup>⑤</sup> 以这一比率为参照, 那么根据第一种方法计算的美国可持续的经常项目账户赤字占GDP的比重为3%, 根据第二种方法计算的美国可持续的经常项目账户赤字占GDP的比重为1%。我们认为, 占GDP的3%可能是长期内具有可持续性的美国经常项目账户赤字水平。

### 三 全球国际收支失衡调整的路径选择

当前, 国际收支失衡是不可持续的, 这一格局必然会进行调整,<sup>⑥</sup> 只是调整的时机和方式目前不确定而已。

在讨论调整的路径之前, 有必要先分析调整的后果。一般而言, 经常项目账户赤字调整时将会导致GDP

① William R. Cline, "The Case for a New Plaza Agreement," *Policy Briefs in International Economics*, No. PB05-4, Institute for International Economics, December 2005, p. 1.

② M. Mussa, "Sustain Global Growth while Reducing External Imbalances," in Institute of International Economics, *The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade*, January 2005, pp. 184-189.

③ Sebastian Edwards, "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely To Be?" *NBER Working Paper*, No. 11541, August 2005, p. 2. 姚枝仲和齐俊妍认为, 由于美国2004年对外净债务的增长率(7.5%)高于名义GDP的增长率(6.5%), 这说明当前的对外净债务与GDP的比率仍将继续扩大。在此对外支付的收益率高于GDP的增长率, 那么对外净债务与GDP的比率将会无限扩大。这种情况下美国的对外净债务是不能持续的。参见姚枝仲、齐俊妍:《全球国际收支失衡及变化趋势》, 载《世界经济》, 2006年第3期, 第44页。

④ 施建淮:《怎样正确分析美国经常项目逆差》, 第7-8页。

⑤ 澳大利亚和新西兰有着更高的净国际负债率(分别占GDP的60%和80%), 但是这两个经济体与世界资本市场相比规模有限。发展中国家一般在净国际负债达到GDP的40%时就会发生问题, 但是由于美国的负债大部分是由美元计值的, 因此发生问题的上限会更高。参见William R. Cline, "The Case for a New Plaza Agreement," p. 1.

⑥ 当前, 美国经常项目账户赤字占GDP的比率达到6.5%并有继续上升的趋势, 而根据前文计算可持续的美国经常项目账户赤字占GDP的比率应该不超过3%。这意味着当前的全球国际收支失衡必然会进行调整。

增长率下降和实际汇率贬值。<sup>①</sup>事实上,GDP 增长率下降和实际汇率贬值在一定程度上是可以相互替代的两种调整方式。例如,新兴市场国家的经常项目账户调整与发达国家相比,前者并不伴随着 GDP 增长率的显著下降,但是实际汇率贬值的幅度更大。反之,如果一国的实际汇率贬值受到限制,那么该国的 GDP 增长率就需要下降得更多,以完成经常项目账户赤字调整。<sup>②</sup>

经常项目账户赤字调整的力度与以下因素有关:第一,更大规模的赤字需要更长的时间进行调整,而且在调整期内伴随着相对更慢的 GDP 增长,但是在赤字规模 and 实际汇率贬值程度之间没有明显的相关性。第二,经验数据显示,持续时间较长的逆差并不一定导致调整强度的加大,具有持续逆差的经常项目账户调整并不必然伴随着更慢的 GDP 增长和更大幅度的实际汇率贬值。第三,一国通过经常项目账户赤字融通的资金用途将会影响调整强度。如果经常项目账户赤字是为生产性投资(特别是出口部门的生产性投资)融资的,那么 GDP 增长率下降的程度和实际汇率贬值的程度都比较轻。如果经常项目账户赤字是为消费或者房地产投资融资的,那么这意味着更大程度的衰退和贬值。很明显,美国当前的经常项目账户赤字属于后者。<sup>③</sup>第四,美国净国际投资头寸的一个显著特征是,美国持有的外国总资产超过 70% 是以外币计值的,而美国的外国总负债大约 95% 是以美元计值的。这就意味着一旦美元贬值,美国的净外国总负债将会下降。货币贬值对净国际投资头寸的影响被称为估值效应(valuation effect)。估值效应的存在将会降低经常项目账户赤字调整的力度,因为美元贬值使得美国把调整负担部分转移给持有美元资产的国家。<sup>④</sup>

阿希儿尼(Alan Ahearn)认为,全球国际收支失衡调整主要有两条路径:一是主要国家通过政策协调实施主动调整;二是听任全球失衡发展下去,由金融市场情绪变化触发被动调整。前一条路径是渐进式和非破坏性的调整,而后一条路径是爆发性和破坏性的调整。<sup>⑤</sup>

从主要国家通过政策协调进行积极调整来看,应该从经济基本面和实际汇率两个层面实施政策协调。

首先,从国民经济核算来看,经常项目账户赤字无非是国内投资与国内储蓄之差。为了缩小经常项目账户赤字,赤字国一方面应当提高私人部门储蓄率,另一方面应该通过紧缩性财政政策来压缩财政赤字。为了缩小经常项目账户盈余,盈余国应该通过扩张性财政货币政策来扩大居民消费,并取消政府鼓励出口的结构性的政策。

其次,在进出口贸易弹性较为显著的情况下,通过本币贬值来改善贸易状况是比较有效的。此外,过去 40 年来发达经济体和新兴市场经济体经常项目账户逆转(current account reversal)的历史经验表明,实际汇率变动在缓解经常项目账户变动对 GDP 增长率产生的冲击方面,发挥着重要作用。国际货币基金组织(IMF)将历史上发生的经常项目账户赤字逆转分为两类:扩张性逆转(expansionary reversal)和收缩性逆转(contractionary reversal)。在扩张性逆转中,赤字国货币的实际汇率往往大幅贬值(中数贬值幅度为 18%),由于这有助于消除本币高估和促进出口增长,GDP 增长率一般不会下降,有时甚至不降反升(中数 GDP 增长率变动为 0.75%)。在收缩性逆转中,赤字国货币的实际汇率贬值幅度较为温和(中数贬值幅度为 8%),但相应的代价却是 GDP 增长率显著下降(中数 GDP 增长率变动为 -3.5%)。<sup>⑥</sup>因此,经常项目账户赤字国在进行调整时,一方面应该采取紧缩性政策来抑制消费扩大储蓄,另一方面应该实施货币贬值来抵消紧缩性政策对 GDP 的负面冲击。

表 1 列举了最近一些研究成果的结论,即为了在中期内将美国经常项目账户赤字降低到占 GDP 3% 的水平上,主要货币实际汇率应该贬值或升值的幅度。

如果全球主要国家对当前国际收支失衡的状况听之任之,从而将失衡调整的主动权交给金融市场来完成,那么后果将是相当危险的。全球金融市场上的外国投资者之所以愿意持有年收益率仅有 4%~5% 的美国国债,是因为这些投资者对美国经济和美元汇率仍然有信心。但是根据国际货币基金组织(IMF)的中期预测,如果美国的经常项目账户赤字持续累积下去,美国的净国际投资头寸将从 2006 年占全球 GDP 的 8% (占美国

① Caroline L. Freund, "Current Account Adjustment in Industrialized Countries," p. 2.

② Caroline L. Freund and Frank Warnock "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall," pp. 2-3.

③ Caroline L. Freund and Frank Warnock, "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall," pp. 2-3.

④ Sebastian Edward, "Is the U. S. Current Account Sustainable? And If Not, How Costly Is Adjustment Likely to Be?" p. 11.

⑤ Alan Ahearn, et al., "Global Imbalances: Time for Action," Policy Brief, No. PB07-4, Peterson Institute for International Economics, March 2007, p. 3.

⑥ IMF, "Exchange Rates and the Adjustment of External Imbalances," World Economic Outlook, April 2007, pp. 88-89.

表1 为恢复国际收支平衡所需要的主要货币实际有效汇率变动幅度

单位:%

作者	美元	日元	人民币	欧元
马丁·贝利(Martin Baily)	-15 到 -20	n. e.	n. e.	n. e.
雷·巴雷尔、唐·霍兰和伊恩·赫斯特(Ray Barrell and Dawn Holland, Ian Hurst)	-11 到 -19	+10 到 +14	+3 到 +7	-3 到 +6
威廉·克莱因(William R. Cline)	-18	+8 到 +18	+9 到 +24	0
托马斯·斯托普勒和莫尼卡·富恩特斯(Thomas Stopler and Monica Fuentes)	-16	+18	+5	+2
罗纳德·麦克唐纳德和普瑞赛克·迪亚斯(Ronald MacDonald and Preethike Dias)	-11	+6	+27	0
克利斯托弗·埃赛格(Christopher Erceg)	-8 到 -25	n. e.	n. e.	n. e.

资料来源:Alan Ahearne, et al., "Global Imbalances: Time for Action," p. 6.

GDP的26%)上升到2011年占全球GDP的15%(占美国GDP的51%)。<sup>①</sup>外国投资者届时是否愿意继续投资于美元资产,存在很大疑问。因此在某个时点开始,外国投资者将对投资于美元资产要求更高的收益率,否则就会抛售美元资产。这将造成美国国内长期利率上升,从而给经济前景和房地产市场蒙上阴影。市场的短期抛压将会造成美元大幅贬值和国际短期资本流动加剧,很可能引发全球范围内的货币金融危机。

#### 四 全球国际收支失衡调整 对中国经济的影响

如前所述,全球国际收支失衡调整主要有各国通过政策协调积极调整和金融市场情绪变动触发消极调整两条路径。然而,即使各国实施政策协调来积极调整,调整成本的分担也有不同方式。例如,20世纪80年代中期各国达成《广场协议》来调整国际收支失衡,承担调整成本的主要是日本等顺差国,而作为赤字国的美国基本上没有承担任何调整成本。历史经验证明,这种由顺差国单方承担调整成本的做法,不但会对顺差国国内经济造成严重损害,而且会影响调整的最终效果。

因此,我们在此将未来全球国际收支失衡的可能调整路径分为三种:一是由金融市场来主导调整(即作为外国投资者的东亚国家来主动调整美元资产比例);二是顺差国在美国压力下实施集体升值,即达成新的“广场协议”;三是各国就成本分担机制达成实质性协议,从而主动实施国内政策调整。下面我们就各种可能调整路径对中国经济的影响进行分析。

##### 情景分析一:东亚国家主动调整外汇储备中的美元

##### 比例,美元被迫大幅度贬值。

这对美国经济和全球经济而言都是最糟糕的一种情形。美国和其他国家没有就分担全球国际收支失衡调整的成本达成协议,双方均未进行积极调整,从而将调整的主导权交给金融市场。那么当东亚国家为美国的经常项目账户赤字融资累积到一定限度,从而对美国经济和美元的长期走势失去了信心之时,金融市场上外国投资者的预期和情绪发生变化,东亚国家必将开始迅速减持外汇储备资产中的美元资产。东亚国家集体减持美元资产将会造成全球市场上美元大幅贬值以及美国国债价值猛跌,这将导致美国国内的长期利率上升,尽管美联储可能控制联邦基金利率的上升。长期利率的上升将对美国的房地产市场和股票市场造成沉重打击,导致美国经济陷入一场重度衰退。美国经济的衰退意味着全球经济增长引擎的消失和全球进口需求的下降,从而引发全球经济的衰退。

上述情景将对中国经济产生如下影响:第一,东亚国家集体减持美元所导致的美元汇率下跌会使中国的外汇储备资产缩水。当前,中国的外汇储备资产已经超过1.2万亿美元,假设其中美元资产占70%,那么美元汇率贬值10%意味着中国将遭受超过840亿美元的资本损失。第二,由于中国实施了广泛的冲销政策,在中国人民银行的资产负债表上,资产方的外汇储备对应着负债方的央行票据,美元贬值造成的资产缩水可能会影响中央银行未来还本付息的能力,严重的话甚至会造成央行票据违约的情况。第三,美国经济的衰退意味着美

<sup>①</sup> Alan Ahearne, et al., "Global Imbalances: Time for Action," p. 2.

国进口需求的下降,这将引发中国出口的萎缩,导致GDP增长速度的下降,更为严重的是,出口部门的减速将会加剧中国的就业压力。

### 情景分析二:在美国的压力下达成新的“广场协议”,东亚国家货币集体升值。

美国作为当前全球经济和金融领域内的霸权国,可能以关闭国内市场等条件为要挟,逼迫东亚国家的货币相对于美元集体升值,从而达成新的广场协议。实施新广场协议对于解决全球国际收支失衡有如下好处:其一,这种集体行动可以解决东亚国家货币升值的囚徒困境。对于单个东亚国家而言,它们不愿意因为本币升值而影响贸易顺差,如果单独升值的话,对美国的贸易顺差将转移到其他国家。如果东亚国家实施集体升值,那么这些国家贸易加权汇率的升值幅度将会远远低于与美元双边汇率的升值幅度,对贸易余额的影响将降到最低程度。其二,这种制度化的协议为当事国提供了在外汇市场上进行协调干预的框架。<sup>①</sup>

实施新广场协议的问题在于:首先,美国没有承担任何调整成本,而是将全球国际收支失衡的调整负担全部转嫁给东亚国家,这一点明显失于公平。其次,东亚地区目前还缺乏有效的货币合作和汇率协调机制,东亚国家集体升值的幅度是保持一致还是根据各自低估程度进行升值,都会面临争论和非议。最后,汇率调整对于改善国际收支失衡而言只是治标之策,如果美国没有采取提高国民储蓄率的实质性措施,新广场协议的唯一后果无非是对美国不负责任的行为方式的又一次纵容。

此情景对中国经济的影响是:由于东亚国家货币集体升值,人民币升值并不会对中国的对外贸易产生显著影响。但是外力的介入将会打破人民币汇率既有的改革途径和升值节奏。如果美国不实施积极的国内调整,加入新广场协议并不能够在长期内从实质上改变当前国际收支失衡的格局。只要美国国内储蓄显著低于国内投资,那么美国依然要通过经常项目账户赤字来获得融资。换句话说,如果美国把全球失衡的调整压力转嫁给顺差国,而不实施积极的国内政策调整的话,那么国际收支失衡的格局不会根本扭转,唯一可能发生的改变无非是顺差国由东亚国家变为其他发展中国家。

### 情景分析三:各方就国际收支失衡的成本分担达成实质性协议,各方均主动实施国内政策调整。

前文分析表明,各国政策制定者不能坐等金融市场情绪变化来驱动全球失衡调整。近年来国际金融市场

波动性的增强(如2006年12月的泰国金融动荡)已经向我们昭示了市场突然进行调整的风险和破坏程度。然而,正如造成国际收支失衡的原因是多方面的一样,一国的政策制定者也很难通过制定独立政策来解决问题。在不中断全球经济增长的前提下解决全球失衡问题,需要全球主要国家协调各自的国内政策。主要的政策协调应包括:第一,美国主动削减政府财政赤字以提高政府储蓄率,全球需求在美国和东亚国家之间的重新平衡是不可避免的。努力调整居民的支出结构以提高居民储蓄率。东亚国家(尤其是中国)通过扩大政府的公共开支以降低政府储蓄率,通过扩大内需以降低居民储蓄率。全球需求在美国和东亚国家之间的重新平衡是不可避免的。第二,东亚国家从增量开始对外汇储备中的美元资产进行缓慢减持,稳健可控地实施货币升值。日本和中国是东亚地区进行调整的重点,如果日本和中国不让本币相对于美元升值,那么其他国家是绝对不会放任本币升值的。第三,欧洲和日本加快自身的结构性改革,促使GDP以更高的速度增长并加大市场开放力度。各方主动承担相应的调整成本,对于美国经济和全球经济而言都是一件幸事。如果进展顺利且配合得当,全球国际收支格局有望在五年时间内恢复到更具可持续性的水平上。

上述情景对中国经济的影响是:可以将中国内部失衡和外部失衡的调整结合起来。政府财政向公共财政的转型不但可以直接降低政府储蓄率,而且可以通过消除居民未来收入或支出的不确定性而降低居民储蓄率,国民储蓄率的下降将会直接增加中国人的福祉。一方面,人民币稳步升值有利于改善中国贸易品部门和非贸易品部门失衡发展的格局,使得资源得到更加有效的配置;另一方面,人民币升值有利于淡化目前愈演愈烈的国际贸易摩擦,为中国企业争取更加有利的出口环境。这种调整方式无论对于全球经济还是对于中国经济而言都是最优的,它能够使中国经济走上更具有可持续性的发展轨道。

[收稿日期:2007-01-17]

[修回日期:2007-05-06]

[责任编辑:谭秀英]

<sup>①</sup> William R. Cline, "The Case for a New Plaza Agreement," pp. 6-7.