

# 中美经济关系与全球宏观经济走势

贺力平

在过去，中国的宏观经济政策主要根据中国国内的经济形势和国内制约因素来确定，美国的宏观经济政策主要根据美国国内的经济形势和一定的国际经济制约因素来确定（例如有时考虑到整个西方七大国的宏观经济形势）。在 97 年东南亚发生金融危机后，在 97-98 年日本经济出现“拖后腿式”的经济沉闷时，在 98 年年中中美经济实现了经济握手之际，这种情况有所变化了。中美两个经济大国通过具有历史性意义的首脑会议，就国际宏观经济问题进行了意见交换，双方针对各自面临的特殊问题和并从具有互补意义的立场出发采取了积极的重要措施。这些措施，包括中国人民银行宣布从 7 月 1 日起开始实行新的利率下调和美国联邦储备委员会在 7 月 1 日宣布维持其基本短期利率不变。

中国的货币资本市场尚未对外开放，因此，乍一看来，中国中央银行的利率调整只需根据中国国内的情况和需要来决策。但是，在中国的实际经济（贸易加投资）已经高度国际化以及人民币汇率稳定成为东南亚金融危机后的国际宏观经济焦点之一后，中国中央银行的货币政策调整开始需要参考国际经济环境因素并且具有重要国际意义。在太平洋彼岸，98 年初以来有关“美国泡沫经济”的舆论似乎在对美国中央银行的政策姿态产生愈来愈大的压力和影响，同时又由于东南亚金融危机后出现的国际资金大流动而使世界的货币资金市场形成了对美国货币政策调整的更加密切的关注。在这样的背景下，中美两国的经济和货币当局各自面临着新的挑战，日益多的因素相互牵连，使得两国高层政治界和宏观经济界握手和交流的世界意义前所未有地突出起来。

## 一次经济导向的首脑会议

1998 年 6 月 26 日至 7 月 4 日，应中国国家主席江泽民的邀请，美国总统克林顿政府代表团对中国进行了 9 天的国事访问（包括访问特别行政区香港）。这是克林顿总统对江泽民主席 97 年访美的回访，而且提前了行期（原计划 98 年 10 月左右）。这是中美两国关系史上有重要意义的积极事件，它对整个世界走向和平发展也有着重要推动作用。

在首脑会议后，中美两国元首就几个国际问题发表了联合声明，并联合举行了长达 70 分钟、有 300 多记者参加的新闻发布会，内容广泛涉及中美双边关系和国际问题。中国中央电视台实况转播了记者会。两国首脑共同认为，会谈是“积极的、建设性的和富有成果的”。

我们从两国参加首脑会议的政府代表阵容来看，可以认为这是一次有着丰富经济色彩的政治和外交握手。中国方面参加首脑会议的主要成员有：国家主席江泽民、国务院副总理钱其琛、外交部长唐家璇、国家发展计划委员会主任曾培炎、财政部长项怀诚、农业部长陈耀邦、外经贸部部长石广生、国务院外办主任刘华秋、驻美大使李肇星等等。美国方面有：总统克林顿、驻华大使尚慕杰、国务卿奥尔布莱特、财政部长罗伯特·鲁宾、农业部长格利城镇曼、商务部长威廉·戴利、总统经济顾问委员会主席珍妮特·耶伦、贸易代表巴尔舍夫斯基、

总统办公室主任鲍尔斯、总统国家安全事务助理萨缪尔·伯杰等等。中国国务院总理朱镕基会见了美国访问者，后者还与中国的多个经济部门举行了会谈。

这次首脑会议的时间背景，正是国际宏观经济界围绕日元前景问题而忐忑不安的时候。从3月初开始，日元与美元汇率在摇摆中走低逐步引起了国际社会的关注。日本的经济规模按生产总值计算仅次于美国，一年进口额3500亿美元左右，占世界总进口的6.5%；日本也是对外投资大国，尤其在东亚地区，日本的公司和银行一直到97年前都是十分活跃的。但是，几乎是在与东南亚金融危机爆发的同时，日本经济出现了停滞不前的迹象，日元汇率在前几年已经贬值的基础上进一步呈现软弱趋势。6月初，日本外汇市场出现剧烈波动，日元/美元比价突破140大关。东南亚金融市场再次紧张起来。中国自97年10月起向国际社会作出的保持人民币汇率稳定的承诺受到了新的威胁。

6月17日，中国国家主席江泽民会见了美国《新闻周刊》特约记者兼《华盛顿邮报》专栏作家韦茅斯并回答了她就与中国有关的国际的和地区性的、政治的和经济的问题。其中，在谈到亚洲金融危机时，江泽民说，“中国确实为缓解亚洲金融危机做出了积极的贡献，同时也承担了风险，付出了代价。现在世界经济的相互关系日益密切，对问题的判断应该有一个共同的标准，不能对一个国家保持币值稳定表示赞赏，同时却对另一个国家的货币贬值采取默认或者放任态度。这样做是难以令人理解的。世界上重要国家的领导人都应有长远的观点，不能只看眼前的利益，而要从战略的高度看到未来。我认为，从长远看，中美在稳定亚洲经济方面有着共同的利益，我们愿意继续在这一个领域与美方保持对话和磋商，共同推动亚洲经济的稳定和发展。”（新华社报道）

在美国时间的6月17日，美国货币当局“突然”干预了纽约的外汇市场，抛售美元，购入日元。在日本，东京的金融当局也进行了类似的干预。美日两国总共投入的资金可能有40亿美元。日元/美元汇率降到了140以下。日元/美元汇率不再是一个“双边”的经济问题，它关系到整个亚洲的经济前景。同时，中国的人民币是否保持稳定，也不再是一个仅有局部意义的问题，它也关系到整个亚洲、乃至世界经济在近期的前景。

### “国际性通货紧缩”的迹象

人民币汇率稳定的国际意义，简单地讲就是，在目前的世界经济形势下，就是帮助抑制崭露头角的“国际性通货紧缩”<sup>1</sup>，通过维持中国的实际总需求及其所伴随的对外贸易和投资需求的增长来支持亚洲和世界总需求的增长。

今年早些时候，我们曾谈论过全球通货走势问题，当时，我们指出有四个因素在倾向于促使世界总需求增长减缓，它们是：

一些发达国家加速的宏观经济政策调整，其中主要包括日本有97年4月实行的增税措施、欧盟成员国为实现“马约”趋同标准而采取的缩小财政赤字、减少政府债务的措施、美国成员政府削减公共开支等等。

在一些高度国际化产业中显露出来的“全球性生产能力过剩”，例如在汽车、炼油、电脑制造和造船等行业；

东南亚地区的金融动荡，它们的货币贬值未能产生出刺激需求增长的“杠杆作用”，这一方面表现为它们的进口需求出现“崩溃性的”收缩，另一方面缓慢的出口增长无法及时启

<sup>1</sup> 正象人们对“通货膨胀”有不同看法一样，“通货紧缩”的定义也多种多样。一般地说，我们可以将在短期中出现的货币增长速度低于名义国内生产总值的增加速度视为通货紧缩的可能征兆，因为假定货币需求与名义产出高度相关，货币增长速度与名义国内生产总值增加速度之间的负差距就可能表示货币供给增长慢于货币需求增长。目前，世界上大多数经济中都没有出现这样的情况，因此不能说国际性通货紧缩已经出现。但是“通货紧缩”一词中通常也包含有总需求增长减缓甚至负增长的意思。在这个意义上，已经有一些迹象表明国际总需求在1998年不够乐观。正文中正是从这个角度来讨论。

动它们的经济、进而在一段时日后带动其进口需求增长；

世界各地官方外汇储备的大量增加，这主要是各地政府出于对动荡不安的国际金融形势的担忧而作出的审慎性反应，其客观作用是提高了对付短期波动的能力，同时也给经济的自发性增长嵌入了一个较大的制动阀。

从那时以来，整个世界经济处于微妙的运行之中：美国的货币政策姿态保持基本不变的态势，欧洲忙于实施欧元、推进地区货币一体化进程，日本政府对外公布的刺激经济的一揽子政策方案则数次由于这样那样的原因而未能如愿，东南亚地区（以及韩国）出现了新的动荡，本来已开始调低的利率重新升高，它们的银行体系面临新的冲击，国内经济复苏的时间表再次被推迟。此外，几个较新的迹象也展现出来了：

**1、国际资金大量向美国资金市场流动。**国际清算银行（BIS）1998 年度报告披露，1996 年到 1997 年下半年之间，亚洲从资本流入 1000 亿美元转变为流出 1000 亿美元。这些从亚洲流出的资金来自受到金融动荡折磨的东南亚，来自对国内回报率失去信心的日本。在印度尼西亚政权于今春更迭前后，可能有 500 亿美元流出了这个国家。日本的投资商们在 4 月上旬的 10 天中就可能购买了价值为 210 亿美元的外国证券资产<sup>2</sup>。这些流出的资金大都流向了美国，一方面促使亚洲地区的货币回升乏力，另一方面促使美国的资产价格不断上扬。10 年期政府债券收益率在日本现在仅为 1.5%，在美国则为 5.51%，差距十分明显。道琼斯股指即使按低于 9000 点计算，也比一年前的 1997 年 6 月升值了 18% 以上<sup>3</sup>。近来外国资金大规模流入美国，似乎主要流进了美国的证券市场。美国商务部的统计数字说，1997 年外国在美直接投资为 708 亿美元，比 1996 年还减少 91 亿美元。证券市场资金流量的增加，当然会促使证券资产价格的上扬，而这又会引起美元汇价“坚挺”，进而使得以美元表示的资产回报率更加“看好”。这种情况似乎成了当前国际经济循环中的一种“自我循环”。

加快了的国际短期资金流动给各国的经济当局带来新的难题。对流入国，广义货币会显著增加，按传统货币理论，货币当局这时似乎应当通过加息来抑制货币增长。但是，在这个新形势下，任何加息的措施都可能导致更多的短期资金的流入。对流出国或可能流出国，资金从实际经济向货币市场的转换可能增多，这种转换，一方面可能导致从统计上看货币增长并未发生逆转，但对实际经济来说的不利“逆转”或许已经或即将出现，另一方面也可能对国内金融部门产生出新的压力，使它们为应付增加了的对流动性的需求而不太情愿将资金投入带风险的长期项目中。此外，加快了的国际短期资金流动在现代技术条件下，不会在短期带来什么新增就业机会，因为要完成多几百万甚至上千万货币单位的资金转移，金融机构不需要增加几个人手。

**2、贸易渠道有所变样。**从统计上看，遭受严重经济危机的东亚国家大多未能在其货币贬值后看到出口大幅度增加。1998 年头 4 个月中，韩国出口增长 8.2%（按与去年同期相比，下同）；一季度中，泰国出口增长 9.7%，马来西亚下降 36.6%；新加坡出口在头 2 月中也下降了 8.8%（印度尼西亚由于形势动荡没有及时的统计数字）。对比一直保持汇率稳定的中国：她在 1-4 月中出口增长了 11.6%<sup>4</sup>，可以说这些东亚经济体或多或少呈现出了一定的异常情况。许多分析者已正确地将之归因于问题繁多的金融体系及其剧烈调整所伴随的效应。另一方面，我们也许可以怀疑这一地区的贸易活动除了在量上发生了变化，在贸易渠道和方式等方面也出现了一些变化。例如，新闻报道中不时提及的转向“易货贸易”方式、大量水货充斥市场、“第二就业市场”出现等等现象。

尤其是水货、走私贸易等，它们虽然不包括在正常的统计数字中，但却可能对有关经济中合法经营的企业们形成新的冲击。比如在中国市场上，不少国有企业和欧美外资企业等都

<sup>2</sup> 美国《商业周刊》（Business Week）1998 年 6 月 1 日。

<sup>3</sup> 英国《经济学家》（The Economist）1998 年 6 月 13 日。

<sup>4</sup> 1-4 月，台湾出口下降了 6.7%，香港出口下降了 1.8%。在东亚地区表现突出的是菲律宾，今年 1 季度出

在不同程度上感到国内市场需求扩张缓慢的压力，而从统计数字上看不出进出口商品的大幅度增加（1季度我国进口额数字仅增长2.6%），从而不能“理直气壮地”说进口品夺走了这些企业的国内市场份额。但是，另一方面，在纸品、成品油、电脑及其附属品和一些化工原材料等等商品上，相当多水货或走私物的活跃的确也给有关企业带来了市场销售困难，而且也促使中国通过稳定人民币汇率对世界市场增长所作出的贡献在统计数字上被低估。

**3、欧洲暂时“无暇东顾”。** 欧盟成员国按它们达成的日程表，将在1999年元旦启动欧元，使之成为它们的统一货币。这些欧洲国家已经为此目标做了很大努力，包括降低通货膨胀率、减削财政开支和政府债务等等。欧元从启动到全面替代各成员国货币，需要几年时间。欧元成员现只有11国，但英国等老欧盟成员国随时有可能加入。欧盟本身也想扩大到东欧，将这个地区纳入自己的体系范围中。所有这些问题都取决于欧元的进程及其稳定性。因此，在今后的一段时间中，欧盟成员国将继续主要围绕着欧元问题而思考和行动。而且，经过几十年来的地区经济一体化，与欧洲以外地区之间的贸易和投资在欧洲经济中的地位已相对下降了。在很多欧洲大陆国家的进口中，来自其它欧盟成员的进口占了至少65%的比重，而来自除日本外的东亚经济体也不过只占6%左右的比重<sup>5</sup>。目前的欧洲也许更乐于看到由东欧经济体来填补可由东亚发展中经济体在其进口贸易中所占据的位置。

**4、日本经济增长低迷趋势有拖长的可能性。** 日本国内生产总值（GDP）在1996年增长了3.6%，在1997年却下降了0.7%，其工业产值今年以来几乎一直在下降，4月份较去年同期下降6.2%。虽然很多日本人的经济生活据报道说尚未感到明显的衰退冲击，宏观经济收缩显然已在日本出现。很多分析已将目前日本出现的经济问题与日本金融体系中存在的严重毛病联系起来，并且追溯到日本有80年代后半期所经历的“超泡沫经济”（即现在看来那已不再是寻常的“泡沫经济”）。一个关键的问题是，日本的这场经济衰退大概会持续多久？这将取决于日本政府的努力和日本金融界的重建工作。除此以外，我们也感到，日本目前的不景气可能也与其一些深层的经济和人口因素有关，不排除其低迷将拖长的可能性。

在日本，个人消费（即居民消费或说家庭消费）占GDP的60%左右，是GDP增长的重要制约因素。90年代，日本个人消费增长率出现明显低于其70-80年代水平的趋势，其在1997年的增长率更为负的1.2%。有分析者将此与日本政府在97年4月推行的提高增值税率2个百分点联系起来。但是，另一方面，我们也可以注意到，日本目前是发达市场经济体中经历人口老化最快、出生率下降最快的经济之一。1990-95年间，日本人口年均增长率从1980-90年的0.6%降到0.3%，而大部分欧美经济的人口增长率在90年代都比80年代有了回升。美国人口增长率在90年代达到了1.0%，而且，美国还通过吸收移民在保持人口的年轻。如果日本居民的消费需求变化与其人口变化真的有关系，那么日本目前的经济趋势便会较难在短期中得到改变。

**5、美国宏观经济中存在利率上调的“人造”压力。** 一些有影响的金融公司和机构自97年末以来一直主张，美国联邦储备委员会应上调利率以便抑制在98年下半年开始可能出现的通货膨胀苗头。今年年初以来，面对不断攀升的纽约股市，美联储官员言论中也愈来愈多地流露出利率姿态将上调的倾向。有的认为，如果不是亚洲金融危机，美联储可能已将利率调高一档了。

4月以来，围绕着美联储利率政策调整方向的争论越来越激烈了。它构成了所谓的“新经济”（the New Economy）与“泡沫经济”（America's Bubble Economy）之争的一个焦点。

口增长了23.8%。

<sup>5</sup> 1996年各东亚经济体在欧盟和美国总进口中的比重（%）分别如下所示：

	中国	中国香港	韩国	泰国	印尼	马来西亚	新加坡	菲律宾
在欧盟总进口中	1.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.7	0.7	0.2
在美国总进口中	6.7	1.3	2.8	1.4	1.1	2.2	2.5	1.0

数据来源：Dresdner Bank:European Monetary Union-Implications for Asia 1998.

## “新经济”与“泡沫经济”之争的焦点

这场争论的白热化，由伦敦出版的《经济学家》周刊挑起。该周刊的发行人大概希望看到美国利率升高，因为：在英国的中央银行（英格兰银行）自 97 年 5 月以来 5 次提高利率后，英镑成为国际货币市场上的一个“热点”，英镑汇率在 97 年显著升高。本来是为了对付国内通货膨胀潜在压力的利率政策，却带来了对英国出口增长不利的效应。从英国的国际经济立场出发，《经济学家》自然愿意看到有另外的国际货币“热点”出现，因为这可以至少间接地帮助将国际游资从伦敦吸开，缓解英镑身上的压力。在这个意义上，美元是最理想、似乎也最有可能在近期内变成现实的国际货币“热点”。在这个背景下，《经济学家》周刊 4 月份以来连续发表了几篇“美国泡沫经济论”的文章（98 年 6 月初英格兰银行第 6 次加息，使英国基本利率升至 7.5%，为眼下西方世界之最）。如果《经济学家》的这个论点成立，美联储的利率政策只有一个选择：上调，而且是快快地上调。

“美国泡沫经济论”遭到“新经济论”持有者们的反对。从美国总统到美联储主席，他们虽然没有使用“新经济”这个字眼，但他们发表的有关美国经济的见解无不与“新经济论”<sup>6</sup>相吻合。这就是：美国经济近来持续强劲的增长得益于高科技进步、得益于放松管制带来的中小企业繁荣、得益于经济全球化带来的美国出口增长势头。靠了这些，美国经济保持了高增长率（今年一季度达到“不可思议的”5.6%），大大降低了失业率（5 月份为 4.3%），美国政府还“奇迹般地”实现了财政平衡。在这几个宏观经济指标上，目前的美国都是创历史记录的。虽然美国的经常项目逆差可能将扩大（5 月份的贸易逆差已达 200 亿美元），纽约股市一再攀高，但这些都未必象过去那样特别值得担忧。通货膨胀幽灵即使没有消亡，它在“新经济”中也恐怕是弱不禁风、不堪一击。简言之，“新经济论”对美国宏观经济现状的诊断是：没有泡沫，没有毛病，一切正常，利率姿态无须动作。

要说美国股市上扬趋势中没有泡沫成分了，大概言过其实了。首先，如果前面提到的流入美国证券市场的国际资金有属于投机性流动者，那这本身就带有“不正常”味道。其次，美国公司的赢利情况近来似乎滞后于股市上扬。按《今日美国报》报道（6 月 17 日），美国公司利润今年 1 季度仅增长 3.8%，2 季度预计增长 6%，为 1991 年以来趋势线的底部。第三，90 年代中期一浪高过一浪的企业合并运动（格林斯潘称之为“本世纪以来第五次公司合并大潮”<sup>7</sup>）显然是推动纽约股市的一个重要因素。这些“合并”，越来越多地出现在那些超大型甚至跨国别的公司之间，而且越来越不同于传统的“兼并”或“重组”（也许我们可以说现在的“合并”更像是著名公司品牌之间的“隆重婚礼”，因为各自品牌的生产组织（“家族”）在“婚礼”后基本不变）。但是，大多数股票投资者仍然将它们视为与传统合并毫无区别的“利好”消息，股价在“婚礼”前后的飙升自然难免带有从长远眼光来看的“非理性”成份<sup>8</sup>。

全面地看，应当说美国经济目前的增长趋势主要得益于“冷战”的结束及其带给美国经济和美国的国际经济环境的积极变化。这里面，包括美国政府由此而开始的减削军事开支。按伦敦国际战略研究所 1998 年度报告的分析，美国国防物资采购经费按固定价格计算从 1985 年到 1997 年减少了近 70%。这一方面帮助了美国政府减少财政开支和实现预算平衡，另一方面，更重要的是，促使美国国防高科技向民用高科技迅速转化，转化为民用高科技的

<sup>6</sup> 张宇燕“高科技与美国的‘新经济’”，《国际经济评论》，1997 年第 5-6 期。

<sup>7</sup> 1998 年 6 月 15 日在美国参议院反垄断听证委员会上的发言，美联社 6 月 16 日报道。

<sup>8</sup> 除股市外的美国经济中的“泡沫”成份何在，也是一个值得注意的问题。在这方面，我们至少可以说，当前美国个人储蓄率空前地低，消费热情又空前地高（许多靠了消费者信贷），这不能不是一个值得注意的问题。美国一些分析人士认为，这种现象的出现与“财富效应”（wealth effect）有关，即在证券市场看好的情况下，作为证券资产持有者的消费者自然有着乐观的情绪（摩根斯坦利 Monrgan Stanley Dean Witter: Debt Capital Markets Weekly Update, June 29, 1998）。

成果又在一个开放的国际经济环境中迅速发挥出比较优势，扩大了它们在世界市场上的份额。而对这个开放的国际经济环境作出巨大贡献的正是那些包括中国在内的发展中国家，他们自 90 年代初以来迅速走上深化改革、加快开放、稳定经济增长的道路。

## 中国货币政策的新空间

彼此皆为对方外部环境中的一个重要制约因素，这正是当代世界各国经济中的一个突出特点。美国经济保持继续增长的势头需要外部环境的支持，中国宏观经济的政策调整、尤其是货币政策的调整现在也开始需要参考国际环境因素了。美国联邦储备委员会继续保持低调的利率政策姿态，人民币汇率保持稳定，这两者现在实际上是相互补充和相互支持的关系。

事实上，中国人民银行在发布和调低利率公告的同时，已经明确指出，尽管在 7 月 1 日后人民币短期存款利率已低于国内美元存款利率，但考虑到综合物价水平的因素，人民币存款的实际利率水平仍然高于美元（按精确计算，高出 3.505 个百分点<sup>9</sup>）。调低利率的意图是增加货币供给以推动货币使用（需求）增加（货币专家们会说这指的是，在一条既定的、具有负斜率的货币需求曲线下，通过降低利率而形成的货币使用增加，而这不一定等同于改变货币需求曲线本身）。但如果带有“盲目性”的货币持有者在利率变动时转而进行货币转换，那么利率调整的效应就会被抵消甚至出现相反的结果（即货币需求曲线本身在利率变动后发生了消极的移动）。我们中国目前是一个发展中社会，城乡经济之间有大量流动人口，居民中文化程度不够高者占多数，不少人似乎不太依赖正规媒介获取必要信息并据此进行经济分析和决策，连实际利率比较在一些人看来也成了“高深的学术问题”。在这样的背景下，为使人民币利率政策的调整获得预期效应，减少风险，维持人民币利率在名义上和实际上对国际利率水平的一个正差是一个有利的因素。

但这是否意味着人民币利率调整的空间缩小了呢？以现在的周围环境来看，这个空间的大小最主要地取决于美联储的利率政策姿态。正是在这一点上，中美两个国家的经济当局自 98 年以来开始进行了越来越多的交流，并似乎取得了越来越多的相互理解。

这种相互理解，有利于中国，也有利于美国。在日本以及较小程度上的欧洲目前尚难发挥更大作用的情况下，它还突出地有利于亚洲乃至整个世界，有利于抑制崭露头角的“国际性通货紧缩”。

当然，中国是一个发展中经济，中国的货币政策在人民币对外汇率保持不变的限制下实际上已缩小了许多空间。物价水平在中国国内已数月持续走低，中国国内实际需求增长的速度已明显低于理想程度。尽管中国经济当局正在积极启用其他宏观经济政策手段，包括通过加快市场化导向的改革来推进增长与发展，货币政策似乎仍需要有一定的操作空间。

98 年中美经济握手对中国和对世界来说都是新机遇。回想凯恩斯在 30 年代大危机前发出的警告，他说，在对付国际经济问题时当时的欧洲“缺乏手段”而美国“缺乏意志”<sup>10</sup>。后来的经济学家通过仔细的历史研究不幸地证明了这个警告的惊人预见性<sup>11</sup>。中国是一个发展中经济，她希望在国际经济社会中发挥积极的和更积极的作用。但在这样的过程中，她也需要相应的国际支持。

<sup>9</sup> 《经济日报》1998 年 7 月 2 日第 1 版。

<sup>10</sup> 凯恩斯《放任主义的终结》（1926 年），载《劝说集》，商务印书馆，1962 年，第 243 页。

<sup>11</sup> 这是美国经济学家、麻省理工学院教授金德尔伯格的发现，他的结论是：大危机的灾难主要“由于英国没有能力继续发挥其世界经济体系的保险者的作用，而美国迄至 1936 年又拒绝扮演这一角色”（《1929-1-39 年世界经济萧条》，上海译文出版社，1986 年，第 12-3 页）。