

总报告：

中国外资、外贸现状分析

——基于全球经济失衡的视角

雷 达

摘要 全球经济失衡的持续存在以及将来不可避免的调整过程，必然会对中国经济增长产生重大影响。我们从全球经济失衡及其调整的角度分析了中国经济增长特征和中国经济结构调整手段的有效性，并对中国经济增长的未来走势进行了判断。结果发现：（1）中国经济的高速增长得益于世界经济的增长，在世界经济对中国经济影响日益显著的背景下，当前中国出现的外部经济不均衡问题是由于世界市场对中国产品的需求大量增加、出口过快增长所导致的。（2）全球经济失衡的主要原因在于美国经济的内部失衡，其实质为金融市场不均衡发展格局下的利益分配的失衡，因此，中国未来所面临的全球经济失衡的风险将来源于金融领域。（3）贸易规模和贸易顺差不断加大的同时，中国的对外商品结构和贸易范式正在发生重大变化。中国对外贸易的比较优势不但反映为正在出现的产业链向上游延伸的规模经济优势，国际垂直分工链中的传统地位也得到加强和巩固。（4）中国名义与实际资本账户开放程度正逐步脱离，资本跨境流动总体规模增大，流动性增强，金融风险正在积累。

我们认为，在国际分工体系没有出现较大调整的背景下，中国无法通过单方面的政策或战略调整来实现宏观经济的内外平衡。我国不能也不应该进行强行政策调整，更不能单纯地为了实现宏观经济平衡而调整，针对目前中国宏观经济内外失衡的调整必须是结构性的和多边框架下的调整。除了遵循这些原则并配合国内结构调整的需求以外，我国的政策调整还要注意缓解和消除宏观经济、金融风险，对汇率和外汇管理的主体进行调整，将央行逐步从汇率管理职能中摆脱出来。同时，加快推进外汇市场的发展，特别是远期、期货和期权市场的发展以逐步推进汇率风险的“私人化”。

关键词 内外部经济不均衡 全球经济失衡视角 贸易范式 资本流动性

2007年以来，中国宏观经济延续了2004年以来经济发展与增长的模式，在投资与贸易的推动下，GDP继续高速增长，全年增速预计在11%左右。与2006年不同的是，2007年以来CPI的上升势头明显，目前已达到11年以来的最高水平（同比增长6.5%）。宏观流通性过剩成了时下的热点问题。

目前对2007年乃至今后一段时期中国宏观经济形势的判断，无论在政策层面还是在理论界都存在截然不同的看法。在政策层面，政府已经采取了包括税收、利率、准备金在内的多种手段来对付投资过热和资产泡沫；但是，在对付结构性供给变动所造成的通货膨胀时，则一再强调通胀的出现只是个别商品的供给出现了短期困难，长期中通货膨胀的压力并不明显。这种判断从理论上讲应该是建立在中国宏观经济中供求基本平衡的基础上的。在理论界，对目前中国宏观经济的判断存在的分歧更大。龚刚、林毅夫认为，未来中国经济要防止像1998-2002年间那样，在高速增长的同时出现通货紧缩的现象，必须要防止货币和投资的过度增长给国民经济带来的过度冲击（龚刚、林毅夫，2007）¹；而中国人民大学经济研究所2007年的中期报告则从实际GDP与潜在GDP动态一致性的角度出发，得出了中国宏观经济仍保持在快速健康的轨道上运行，中国宏观经济目前没有出现从“过快向过热的转变”的判断。

我们认为，关于中国经济是否过热的争论，换一个角度来看，实际上也是探讨在当今全球经济失衡背景下中国的经济增长是否可以持续的问题。因为从新世纪以来，特别是美国新经济结束之后，全球经济的不平衡问题日趋严重，而中国正是在这样的背景下保持了持续高速的经济增长。这一方面说明了中国经济增长模式适应了美国新经济之后的全球产业结构的调整，在融入经济全球化的过程中充分发挥了中国经济的整体比较优势。但另一方面，我们也要看到，在当今经济全球化进程中也存在着多重不确定性，特别是全球经济失衡的持续存在以及将来不可避免的调整过程，也必然会对中国经济增长产生重大影响。因此，从全球经济失衡及其调整的角度来分析中国经济增长特征、中国经济结构调整手段的有效性以及判断中国经济增长的未来走势都是非常重要的。

从全球经济失衡的角度来分析中长期经济增长的可持续问题，我们认为至少应该包括如下几个方面的内容：（1）中国经济与全球经济失衡的关系。众所周知，

¹ 持类似观点的还有中国社会科学院经济所中国经济增长与宏观稳定课题组，他们从金融改革滞后的角度来阐述流动性过剩所引发的经济过热。

中国经济的高速增长是在内外部失衡的状况下实现的，如果我们认为中国失衡的宏观经济结构导致了全球经济的失衡，那么，中国率先所进行的结构性调整既利于中国经济的可持续增长与发展，也有利于全球经济失衡的调整。相反，如果中国的宏观经济结构失衡是由于全球经济的中心国家美国的宏观经济结构调整所导致的，那么，中国单方面的经济结构的调整不仅对全球经济失衡的调整作用有限，同时，对中国本身的结构性调整的效应也是有限的。与此相关的另外一个问题是，如果中国经济结构影响着全球经济结构的话，那么，中国经济的结构性问题就是一个内生问题，中国经济的内部不均衡决定了其外部不均衡的特征。这也就是结构主义所采用的分析方法，即把中国的储蓄-投资的失衡视为是“双顺差”的原因；而货币主义的分析，虽然是从中国的外部失衡入手，但是，他们并没有把中国贸易顺差和国际分工格局的变化结合起来，实际上他们也是假设中国的贸易失衡是全球经济失衡的主要原因²。因此，如果中国经济结构是由全球经济结构决定的话，那么在分析中国宏观经济形势时所选择的方法应该是从外部不均衡到内部不均衡的分析。（2）对全球经济失衡性质的判断。做出这样判断的目的在于正面回答如下一些无法回避的问题：全球失衡是由什么原因引发的，是全球经济的中心国家引发的还是由外围国家所引发的？这次全球经济失衡是实体经济领域的供求失衡，还是国家间的利益分配失衡？全球经济失衡是否可以持续，目前全球经济失衡所积累的风险是否已经到了必须进行调整的拐点？中心国家美国针对全球经济失衡进行了哪些调整，未来还会采取什么手段。（3）全球经济失衡背景下中国外部均衡出现了哪些新的特征？在外部均衡方面，中国贸易顺差急剧攀升的深层原因究竟是什么？是政府重商主义政策的结果，是中国制造业比较优势的显现，还是国际分工格局变化的产物？此外，与贸易失衡直接相关的另一个外部失衡现象是外汇储备的急剧上涨所引发的流通性过剩，其在很大程度上推动了中国资产价格的上涨。与此相关的问题是：中国的资产市场是否已成为国际游资投机的目标？中国实际资本账户开放的状况究竟如何？中国金融风险积累的主要形式是什么？如此等等问题构成了我们刻画中国外部经济特征的主要内容。

以上三方面的内容构成了本报告的基本分析内容，我们将以这些分析内容为

²郑超愚（2007）对结构主义、货币主义和凯恩斯主义对中国经济运行进行了较为深入的分析。

基础，对中国宏观经济政策的效应做出客观的分析和评价。

一、世界经济影响中国还是中国影响世界经济

伴随着世界经济的一体化，中国经济越来越融入到世界经济中去，中国已经成为了世界工厂，成为世界经济的一个亮点，根据 IMF 在 2007 年 9 月 25 日发布的《世界经济展望》报告，中国经济对世界经济的贡献度将首次超越美国。但这并不意味着中国经济对世界经济的影响已经超越了美国。

那么到底是世界影响着中国，还是中国影响着世界？按照诸多学者的观点，中国的出口是国内生产过剩所致，那么此时产品的大量出口必然会导致该产品世界价格水平的下降，中国的出口价格指数恶化或出口行业的利润降低，但实际情况又是如何？

对于以上问题，我们从四个方面作了实证分析，其结论如下：

（一）世界经济增长决定了中国经济的增长

我们采用了 1991 年至 2006 年中国、美国及 OECD 国家的经济增长数据，并进行经济增长的格兰杰因果关系检验，以分析中国与世界经济增长的关系，结果见表 1。

表 1 中国与 OECD、美国经济增长的格兰杰因果关系检验

原假设	F-Statistic	Probability	结论
OECD 国家经济增长不是中国经济增长的格兰杰原因	14.0647	0.00378	拒绝
中国经济增长不是 OECD 国家经济增长的格兰杰原因	0.17787	0.68213	接受
美国经济增长不是中国经济增长的格兰杰原因	15.1867	0.00212	拒绝
中国经济增长不是美国经济增长的格兰杰原因	0.001	0.97534	接受

数据来源：国家统计局网站

从表 1 可以看出，格兰杰因果检验在 10% 的显著性水平仍不能拒绝中国经济增长不是美国和 OECD 国家经济增长的原假设，因此认为中国经济不能对 OECD 国家和美国经济增长产生足够大的影响，而与之相反，拒绝美国和 OECD 国家经济增长不是中国经济增长的原假设的犯错概率却非常小，说明世界经济的的增长的确是拉动了中国经济的增长。

（二）中国的贸易失衡与储蓄投资失衡互相循环、相互影响

外部经济和内部经济是国民经济的两个方面，二者通过对外贸易和外国直接投资进行传递。目前中国外部经济失衡表现在贸易顺差上，而内部经济失衡主要体现在储蓄投资缺口上。从两缺口模型来看，贸易顺差和储蓄投资缺口相互关联，因此通过对贸易失衡和储蓄投资失衡的关系进行检验，可以对内部经济和外部经济关系进行总体的判断。本文选择了 1991 年至 2005 年的进出口贸易差额数据以及储蓄投资差额数据进行了格兰杰因果关系检验。结果见表 2。

表 2 贸易失衡与储蓄投资失衡因果关系

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
XM does not Granger Cause SI	13	5.05189	0.03813
SI does not Granger Cause XM		7.08575	0.01695

数据来源：《2006 年中国统计年鉴》

从表 2 可以看出，格兰杰因果检验显著支持内部失衡和外部失衡之间互为因果关系的结论，说明内部经济与外部经济的变化互相循环，互相影响。但应该看到的是，在某一时期到底是哪个因素的变化起主导作用，即是储蓄投资缺口对贸易失衡的影响更大，还是贸易失衡更加加深了储蓄投资缺口，我们还需进一步的分析。

（三）中国商品出口并没有导致世界商品价格的下降

根据经济学理论，经济小国在世界贸易中是价格接受者，而大国则对产品的国际价格拥有定价权，作为世界工厂的中国是价格接受者还是价格制定者？中国产品的大量出口若是由于国内生产过剩而主动出口，那么数额巨大的产品流入世界市场必然会导致该产品世界价格的下降，说明中国对产品的世界价格有着很大的影响。相反，如果大量的出口并没有导致世界价格的下降，则说明中国对世界价格影响有限，中国还是一个经济小国。

结合《中国对外经济贸易年鉴》中历年主要进出口商品列表，依照最大可能代表性原则，我们首先选取初级产品（食品及活动物、饮料及烟酒、非食用原料、矿物燃料及有关原料、动植物油脂等等）、制成品（劳动/资源密集型、低技术型、中等技术型、高技术型）各大类中有一定代表性的具体商品。在此基础上，整理历年《中国统计年鉴》中的进出口商品原始数据（数量和金额），采用帕氏

指数，即 $P = (\sum P_n Q_n) / \sum P_o Q_n$ ，编制了各项货物的贸易条件指数，见表 3 及图 1。

表 3 中国价格贸易条件指数

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
出口价格指数	0.903	0.895	0.844	0.801	0.837	0.799	0.802	1.023	1.002
进口价格指数	1.003	0.841	0.781	0.918	1.061	1.123	1.258	1.596	2.060
价格贸易条件	0.900	1.065	1.080	0.873	0.789	0.711	0.638	0.641	0.486

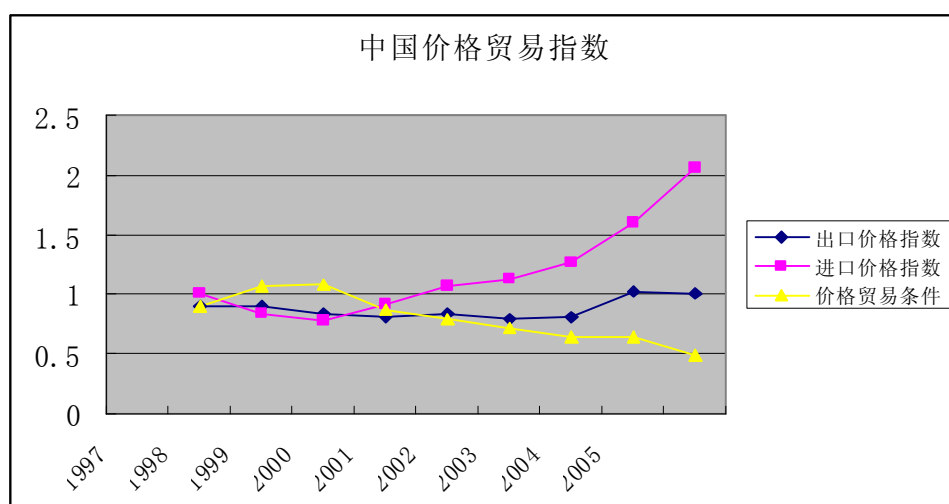


图 1 中国价格贸易条件指数

从表 3 和图 1 可以看出，出口价格指数在近十年来稳中有升，中国的大量出口并没有导致出口价格指数的恶化，相对于出口价格指数，进口价格指数有了较大的增幅，尤其在 2004 年和 2005 年增幅最快，进而导致价格贸易条件不断恶化。

这与国内学者关于中国贸易条件恶化的研究相符合，但是这并不能说明中国的出口是对世界市场的倾销。应该看到进口价格指数的较快增幅是导致贸易条件恶化的主要原因，自 2004 年以来在世界市场上份额较大的石油、天然气等能源的价格迅速增加，其增

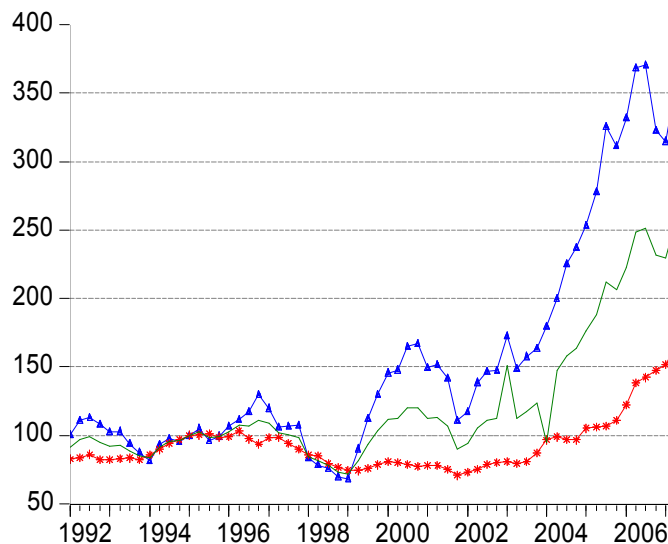


图 2 世界商品价格、燃料及非燃料价格

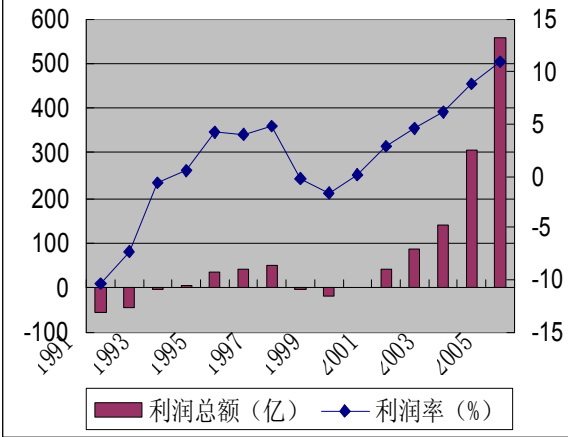
幅远高于世界商品平均价格水平及非燃料的价格水平（见图 2，数据来自于 IMF 网站）。

伴随着中国近些年来对石油天然气等能源的大量进口，中国的贸易结构发生了较大的变化，能源价格的提高使中国的贸易条件恶化。但应看到中国出口的产品绝大部分是非燃料产品，其世界的价格水平也是在不断上升的。如果剔除掉石油天然气等产品的进口，中国的贸易条件并不会恶化，从这一方面来说中国的大量出口是合理的，并不是国内生产过剩的产物，而是源自世界市场需求的被动出口，中国利用其劳动力廉价的比较优势在世界经济分工中已经有了自己的位置。

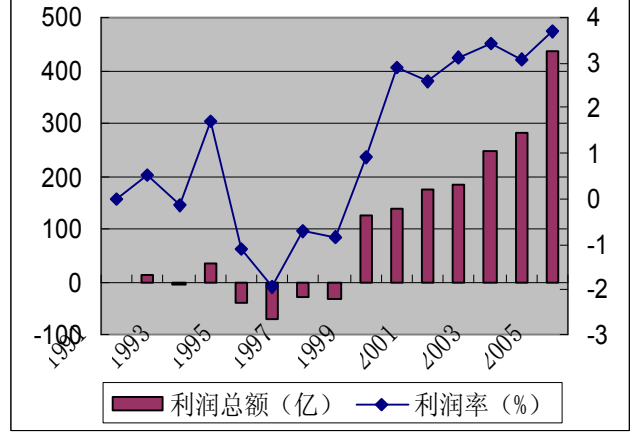
（四）中国主要出口行业的利润上升的事实说明我国是一个理性的出口大国

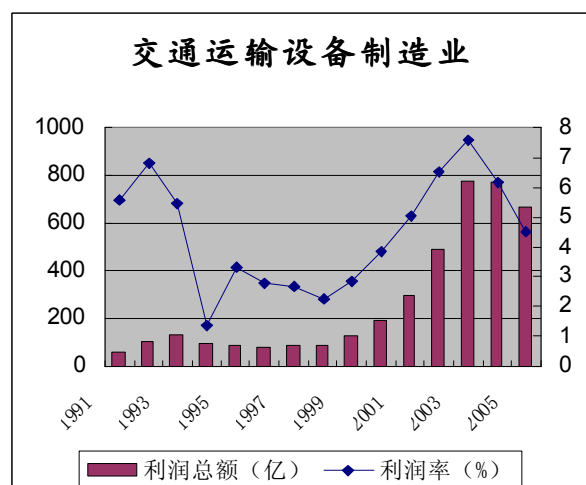
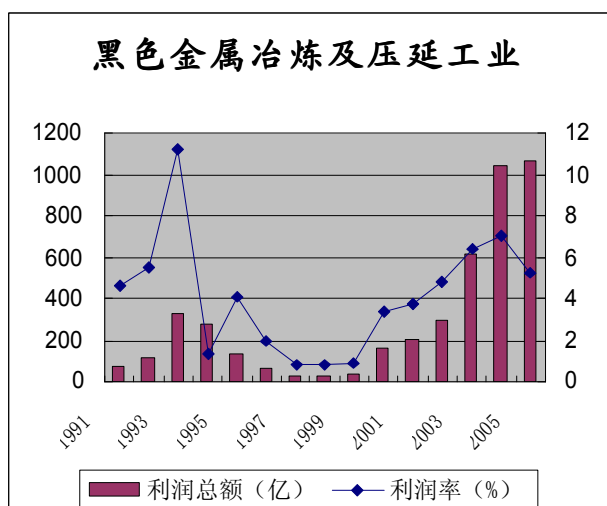
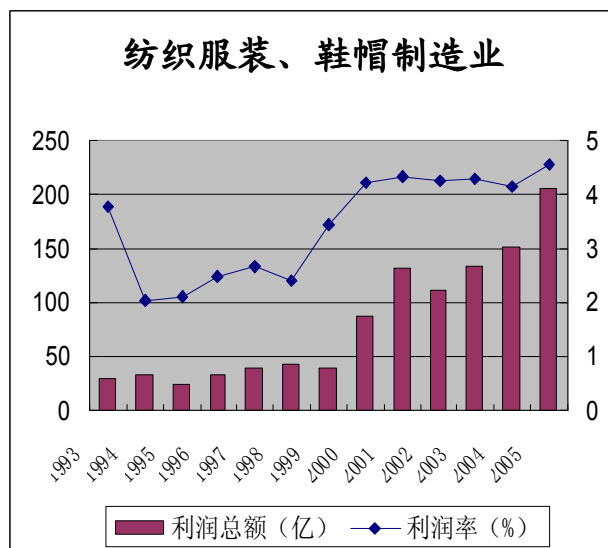
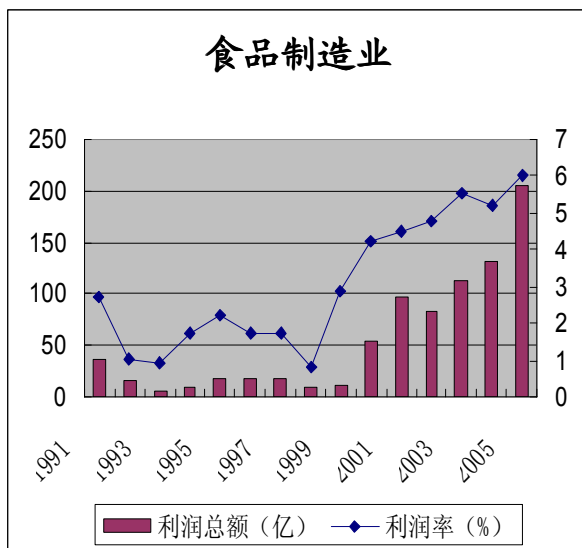
国内生产过剩导致的产品主动出口，要么会使产品出口的价格降低，要么会使出口行业的利润和利润率下降。而由于国际市场需求的被动出口，出口行业的利润则是增加的。基于此逻辑，我们在此选择了煤炭开采与洗选业、食品制造业、纺织业、纺织服装鞋帽业、黑色金属冶炼和交通运输设备制造业等六个主要出口行业，并对这六个行业的利润及利润率进行分析。见图 3-图 8。

煤炭开采和洗选业



纺织业





从图中可以看出，2001年中国加入WTO以后，由于贸易自由化等原因，中国的产品由于在国际市场中具有低价格的优势，从而使得出口大量增加，出口产业的效益有了很大的改善，企业利润和利润率大大增加。这一点在食品制造业、纺织业、黑色金属冶炼业中表现的最为明显，2005年这些企业的利润都达到了2000年以前的4倍以上，增幅明显。伴随着出口的迅猛增长，中国的贸易顺差也成倍地增加，外部不均衡程度进一步加深。

由此可以得出结论，中国加入WTO后出口大量增加，而出口的增长并不是国内投资过多，内需不足而导致的生产过剩所致，出口增加的原因在于中国加入WTO之后，中国的产品在世界市场上以其价格优势而被世界所接受，这在一定程度上反映了中国的国际分工地位得到提升和巩固的事实。中国产品的大量出口

并没有使得相应产品的世界价格下降，出口行业的利润和利润率都有了很大的增加，这一点说明中国的出口是理性的，符合世界市场的需求。另一方面，日益增长的贸易顺差是中国融入世界的必然结果，是世界经济对中国经济影响不断加深的表现，而不是中国国内经济失衡传递到外部经济的结果。

（五）小结及政策含义

通过上述四个方面的实证分析，我们可以做出如下几点结论：

1、中国经济的高速增长得益于世界经济的增长，在世界经济对中国经济影响日益显著的背景下，当前中国出现的外部经济不均衡问题是由于世界市场对中国产品的需求大量增加、出口过快增长所导致的，而非国内一些观点所认为的产能过剩造成的被动出口大幅增加的结果。

2、既然全球经济增长影响着中国经济增长，那么，全球经济的失衡状况也就决定了中国经济的内外部的不平衡状况。尽管我们的格兰杰检验证明中国的内外部不平衡存在着互为循环、相互影响的特点，但是由于 2001 年以来全球失衡的加剧成为影响国际经济关系的最主要因素，因此，我们仍认为，在这一时期中，中国的内外部不平衡首先是由于贸易顺差的增长速度过快所导致的，这一特征决定了对中国宏观经济的结构性失衡的分析应该从外部不均衡入手。

3、在全球经济失衡背景下，中国贸易顺差的快速增长凸现了中国制造业在全球经济中的地位，中国在国际事务中的作用和义务也会相应地增加。但是，由于中国制造业比较优势的体现与巩固并不是全球经济失衡的主要原因，因此，通过中国经济内部结构调整的手段来消除甚至减缓全球经济失衡现象在理论上也是不成立的。

4、从长期来看，中国贸易顺差增长过快，贸易依存度越来越高的状况，既会增加未来中国经济的不确定性，同时也会导致内部经济不平衡的加剧。因此，适当减少经常项目顺差有利于中国经济长期健康发展。但如果简单地允许人民币升值以抑制出口增加进口，或降低投资和等措施，不但难以对经常项目进行有效调整，还可能产生较大的副作用。

二、全球经济失衡的性质判断

经济不平衡发展是世界经济的基本规律和主要表现，第二次世界大战之后，这种不平衡发展规律越来越明显地反映在高速增长国家的经常性项目的顺差上面。而上个世纪 90 年代中后期以来，全球经济的失衡与以往的经济失衡相比，又有以下一些新的特征。

1、全球经济失衡的规模增大。

全球不平衡的一个数量规模衡量指标是全世界经常账户余额绝对值占 GDP 的比重。Obstfeld（2004）以及 Taylor（1996）对布雷顿森林体系崩溃之后的全球经济失衡情况的统计分析进行了比较。在 Obstfeld 看来 1960-1973 比重为 1.9% 的全球经济失衡曾经引起了战后国际货币体系的危机；而在 1974-2000 年之间该比重由 1.9% 上升到 4.8%（Obstfeld 的统计数据），这更应该引起人们的关注和警惕。

表 4 全世界经常账户余额绝对值占 GDP 的比重

时间	Obstfeld（2004）	Taylor（1996）
1960-1973	1.9	1.3
1974-1989	4.7	2.2
1990-2000	4.8	2.3

2、全球经济失衡的国家分布越来越趋于集中。

1996 年至 2004 年间，在全球经济中，经常性项目的顺差国主要是亚洲的新兴工业化国家和石油输出国家，而经常性项目的逆差国主要集中于美国。在这一时期中，欧元区国家的经常性项目略有顺差但波动性很小。贸易逆差集中于全球中心国家的事实，会使全球经济失衡调整时出现成本收益的不对称现象，即贸易顺差国家会承担更多的调整成本。2004 年之后，全球经济失衡的国家分布基本维持了 1996 年至 2004 年的特征，细微的差别在于中美之间的贸易失衡现象比前几年表现得更为明显。中国贸易顺差成了全球经济失衡的一个越来越重要的因素。

3、全球经常性项目的失衡与“资本供给悖论”并存。

这次全球经济失衡与以往不同的特征是贸易顺差国越来越集中于发展中国家

家和新兴工业化国家，而不是传统的工业化国家，这些国家的贸易顺差在国内反映为储蓄—投资的正缺口，过剩的储蓄以资本流动的方式进入美国，弥补了美国的储蓄不足。而对于这些发展中国家而言，参与世界贸易的比较优势在于劳动力价格的低廉，从理论上讲，具有劳动力比较优势的国家，往往具有较高的边际资本收益率，国际资本应该从资本边际收益低的国家流向资本边际收益率高的国家。但是，由于目前贸易顺差国主要集中于发展中国家和新兴工业化国家，因此，资本边际收益率低的国家反而成为了国际资本的供给者，国际资本市场出现的“资本供给悖论”本身说明了全球经济失衡在金融层面的特征。

在具有这些特征的全球经济失衡的国际环境中如何解读中国经济内外部经济不平衡的特征，针对全球经济失衡，中国又应做出怎样的结构性调整，调整的重点何在。对这些问题的回答，需要我们对上个世界 90 年代以来全球经济失衡的性质做出客观科学的判断。

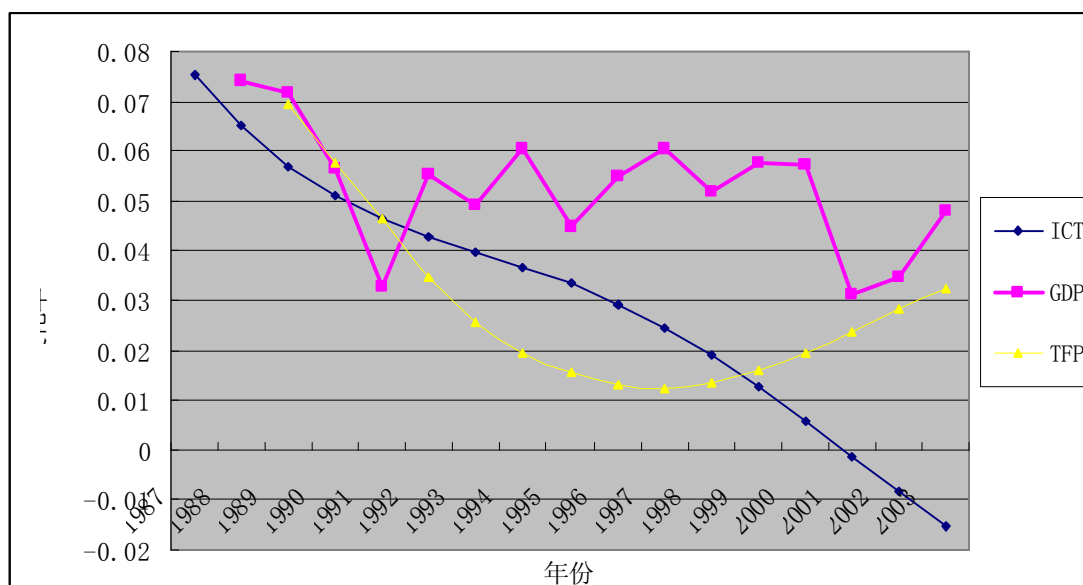
（一）全球经济失衡的主要原因产生于美国内部经济的失衡

从 Mann（1999）向国民经济研究局提交第一个研究报告之后，许多学者开始从不同的角度去理解近期全球经济的失衡现象，代表性的理论包括了双赤字理论（Mann 1999）、投资组合理论（Cooper 2001，Venture 2005）、储蓄缺口理论（Bernanke 2005）、美元中心地位理论（Dooley 2003，2004）和谨慎性储蓄理论（Marcus 2006）等等。

但是，我们认为全球经济失衡的原因在于美国经济内部的失衡，这种判断基于如下事实：

1、美国新经济时代的经济奇迹在一定程度上造成了其后美国经济内部的供求失衡，美联储现任主席伯南克在分析全球经济失衡时，将目前的全球经济危机的爆发时间定在了 1996 年，从图 9 中我们可以看到，1996 年对美国经济而言是非常重要的。在这一年中，美国的全要素生产率几乎达到了这轮经济周期的最低点，并在 1997 年之后迅速提高，而在全要素生产率提高的同时，ICT 行业的增长率却是持续下降的。这也就表明，在 1996 年之后，美国经济增长的动力已经不是新经济时期 ICT 的投资增长所推动，而是由非 ICT 部门劳动生产率的提高所推动的。经济增长动力的这一变化，使美国在上个世纪 90 年代中后期 ICT 部门的就业率下降，而在非 ICT 部门，由于劳动生产率的提高，资本深化程度

加强，就业率并没有明显的上升。美国经济出现了有增长无就业的新现象。我们知道，当经济增长时，就业量没有提高，会产生收入水平的下降而引发有效需求不足，最终拖累经济增长。因此，在美联储前主席格林斯潘在位的最后几年中，美国用连续降息的手段来维持总需求水平，避免经济的衰退。这种政策手段自然会使美国内部经济中出现储蓄小于投资的不均衡现象，这种现象在小布什政府的赤字财政政策实施后得到了进一步的扩大，而与内部储蓄小于投资相对应的自然就是美国的贸易逆差加剧。



数据来源：美国商务部经济分析局（www.bea.gov）

图9 ICT、GDP和TFP的变化关系图

2、全球经济失衡从全球分工格局的角度看，也是美国产业结构调整的生产物。上个世纪90年代美国新经济的出现，凸显了美国的技术创新和金融创新在全球经济中的地位。到新经济结束时，美国基本上完成了从资本密集型产业向服务业的过渡，美国在全球经济中的金融中心和服务新中心的地位已经确立。与上个世纪70年代有所不同的是，这次美国产业的向外转移不仅仅是劳动密集型产业，同时还包括了资本密集型的产业，这就造成了美国消费结构和生产结构之间的差额，而亚洲国家在这一过程中是产业的接受国，因此美国国内的消费和生产缺口主要由东亚国家来弥补。

这里有两点需要进一步说明。首先，为什么这轮的全球经济失衡主要表现为美国与亚洲国家的贸易不平衡。从图10中我们可以看到，在90年代之前，日本

和美国一样也试图转移资本密集型产业而发展高科技产业和服务业。但是，由于种种原因，当美国新经济出现之后，日本并没有在服务业和高科技产业取得和美国一样的成就。而与此同时，亚洲其它国家和经济体则把握住了资本密集型产业转移的机会，发展起了资本密集型产业。因此，美国与亚洲国家和地区的贸易不平衡替代了 70-80 年代美日之间的贸易不平衡。其次，在这轮的全球经济失衡中为什么中美之间的贸易不平衡又变得越来越引人瞩目。其原因在于 1997 年的亚洲金融危机恶化了危机国家和地区的国内投资环境，在此之后，这些国家的一部分产业转向中国，使中国在全球新的垂直分工体系中的制造业地位得到迅速提升和巩固。

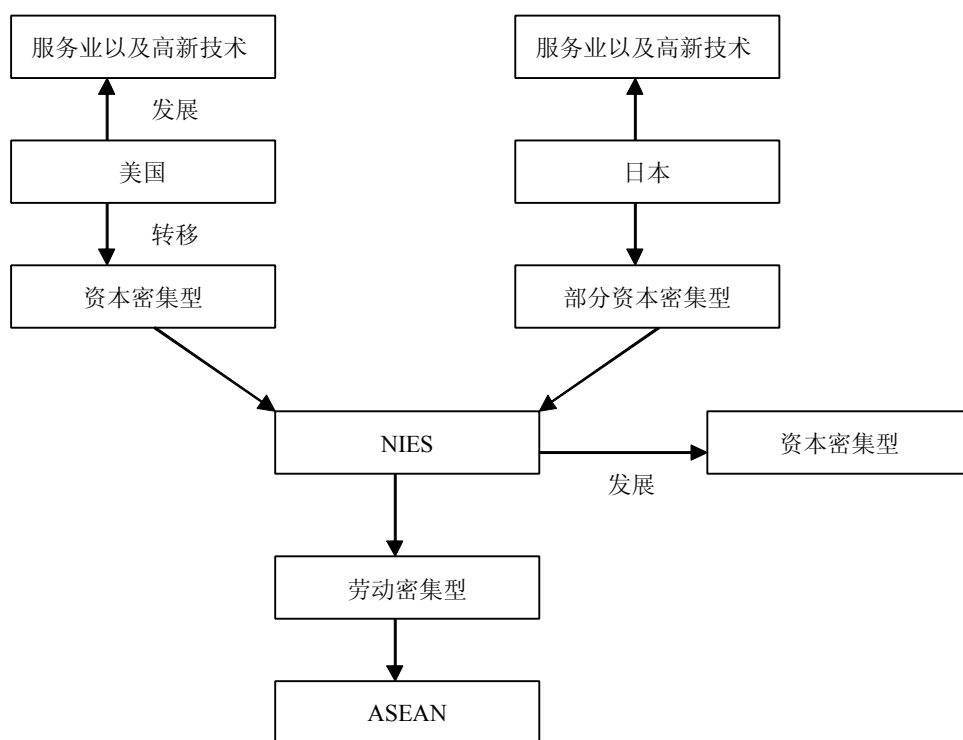


图 10 美国和日本产业跨国转移示意图

3、全球经济的失衡与美国新经济之后跨国公司的产业组织行为的变化也有着直接的关系。不完全契约理论的观点认为，当跨国公司在技术投资成本很高时，其生产组织方式往往以企业边界的跨国延伸为主。因此，国际贸易更多地是通过跨国公司的内部贸易形式进行。而当技术投资成本下降之后，跨国公司的产业组织方式更多地采取外包形式，以往的跨国公司内部贸易便会转化为普通贸易方式（Spencer 2004）。新经济的特征之一是缩短了产品的生命周期。因此，即便是产

品内贸易，美国与亚洲国家也越来越多地采取了普通贸易方式。

（二）目前全球经济失衡的主要矛盾在于利益分配的不平衡。

从上面的分析中我们可以看出，全球经济失衡的原因主要产生于实体经济领域，它是由于高新技术产业变化所带动的产业跨国转移的结果，这一结果本身也体现出了国际分工的深化。各民族国家在新的国际分工体系中可以通过发挥比较优势来提高世界经济的总体福利水平。因此，到目前为止，全球经济失衡并没有引发全球商品市场供求的结构性矛盾。我们认为，如果全球经济存在着合理的国际协调机制的话，这种失衡状态将不会引发实体经济增长的波动。

但是，问题恰恰在于目前的全球经济失衡与国际经济秩序的混乱并存。自布雷顿森林体系崩溃之后，国际货币体系的调整一直滞后于全球化的发展进程，多边贸易体系多哈谈判也陷入了僵局，G8集团的协调功能也因美国和其他发达国家经济实力的差距拉大而下降。国际经济秩序的这种混乱状况，必然导致利益分配的失衡和风险配置的失衡。

首先，在以美元为中心货币的国际货币体系中，贸易顺差国家如果长期不能从中心国家获得等值的高科技产品的话，这将意味着他们在国际贸易中的比较优势只能反映为美元储备的增加，而无法在实物领域中最终实现。而中心国家则可以通过国内信用手段来影响美元的币值，对其贸易逆差所产生的对外债务负担进行调节。

其次，与经常性项目顺差所伴随的“资本供给悖论”现象实际上是贸易顺差国为了实现其比较优势而采取的被动选择，即通过购买美国的金融资产来分享美国的经济繁荣。而当这部分资本流入美国之后，又通过美国金融市场的配置，以资本外流的方式重新流回到劳动禀赋优势的国家，并获取投资收益。资本的这种双向循环的结果使美国获得了更大的投资收益，因而进一步加大了全球经济利益分配的失衡。

最后，我们可以看到，全球经济的这种利益分配的失衡，主要是通过中心国家的金融市场来实现的，而中心国家金融市场失灵则会使失衡的全球经济走向衰退。从历史的经验来看，金融市场失灵所导致的世界经济危机的方式有以下几种类型：（1）金融市场对全球资本配置时出现重大失误，如上世纪70年代的拉美债务危机。（2）国际金融资本利用不同国家间的制度差异进行投机套利活动，如

1992 年欧洲货币制度危机以及 1997 年的东亚金融危机。(3) 美国国内金融危机对世界经济产生的冲击, 如 1987 年的股市危机和 2001 年前后的金融丑闻。(4) 金融衍生工具对实体经济领域的需求扭曲, 如 1986 年的储一贷机构危机和 2007 年美国的次级债务危机等等。另外, 由于国际货币体系的缺陷以及各国宏观经济政策协调的失败也会导致货币危机的出现, 如 1973 年的美元危机, 对全球经济的增长也会产生破坏性的影响。

(三) 全球经济失衡是否已经到了调整的拐点

这轮的全球经济失衡如果从 1996 年为起始点, 到今年已经十个年头了。对全球经济失衡是否可持续的争论一直是人们关注的热点话题。从我们对全球经济失衡的形势判断以及全球经济失衡所导致的利益分配的不平衡来看, 世界经济的这种失衡的增长方式最终是需要调整的。另外, 美国经济的内部不均衡的特性在很大程度上决定了全球经济失衡增长方式的发展前景。从这个意义上讲, 当美国步入老龄化社会时, 其现有的投资需求和消费需求都会下降, 内部均衡中低储蓄现象将逐步减缓。因此, 外部均衡中的贸易逆差也会相应的减小。这也意味着美国社会经济的变化本身也要求改变目前的全球经济的失衡状况。

但是, 就目前情况而言, 我们还看不出全球经济失衡调整过程立即就会出现迹象。

从美国自身的情况来看, 首先美国是全球经济失衡最大的受益者, 尽管美国的贸易赤字占到美国 GDP 的 6.2%, 但是美国的资本收益到目前为止依然很高。其次, 对任何国家而言, 对外部经济不平衡进行调整, 无非是汇率或财政政策手段。尽管在 2002 年至 2004 年间美元的贸易加权汇率水平降低了 25%, 如此大幅度的汇率变动理应对美国的外部不平衡产生积极的影响, 但是, 由于美国自 2001 年以来采取的扩张性的财政政策, 抵消了汇率变动对外部失衡的调节作用。因此, 只要美国财政政策的实施方向不发生变化, 那么, 美国自身的经济失衡现象就得不到纠正, 全球经济失衡的状况就得不到实质性的改变。

从贸易顺差国和贸易逆差对全球经济失衡同时进行调整的角度看, 顺差国必须在实体经济领域中将资源由贸易部门转移到非贸易部门, 而逆差国则需要将资源由非贸易部门转移到贸易部门。就目前的国际分工格局看, 这种变化需要对各国经济的产业结构进行根本性的调整, 其调整成本对双方来说都是巨大的。

从世界其它地区的经济状况来看，自 2006 年起，欧元区国家、英国、澳大利亚、加拿大等国家也加入到了贸易逆差国的行列，这一变化并不会改变全球经济的总体状况。但是，它在一定程度上会改变美国在全球经济失衡调节中的主导地位，因此，尽管目前这些国家逆差的总体规模依然很小，但对世界经济的发展仍有着积极的意义。

上述判断主要是基于实体经济领域的分析，在这里我们不排除在金融领域出现突发性事件给世界经济发展带来根本性逆转的可能。这其中最为引人关注的是美国次级债务危机所可能引发的对美国社会总需求的影响，如果这种负面影响一旦出现，全球经济的供求平衡将会被打破。

（四）小结

1、全球经济失衡的主要原因在于美国经济的内部失衡。因此，美国的政策调整决定了全球经济失衡的变动趋势。中国作为发展中的大国，应该积极承担和参与全球经济失衡调整的责任和义务，但是，在美国经济政策没有发生根本性的改变之前，中国单方面的结构调整政策的效应是有限的，

2、全球经济失衡主要表现为利益分配的失衡，而且这种利益分配失衡会通过金融市场来实现，因此，中国未来所面临的全球经济失衡的风险将来源于金融领域。

3、2004 年以来全球贸易顺差集中体现在中美贸易方面，同时中国又是美国国债的最大非居民持有者。这一事实说明，美国从中美贸易不平衡中得到的利益最大，因此中美之间的经济依存关系不能仅从贸易依存角度考虑。如果考虑到贸易和资本流动对美国经济的双补贴的话，在全球经济失衡中，中美之间的经济交往的依存关系对称性正在逐步加强。这无疑会增加中国在对美经济协调中的话语权。

4、欧元区国家及英国等国的外部经济出现的新的特征，需要引起应有的重视。虽然，这种变化的规模不大，但是如果这是一种动态趋势的话，其积极意义在于它既能改变美国在全球经济失衡中的主导地位，同时也为中国的外部经济结构的调整提供了新的空间。

三、中国经济的外部均衡特征

自 1978 年以来，改革开放给中国经济增长注入了活力，并形成了互相协调，相互促进的良好局面。这一点我们可以从本报告第一部分的内外部相互关系的格兰杰因果检验中得到验证。然而，自 2001 年至今，随着中国加入 WTO 组织，中国经济进一步融入全球经济，中国经济受全球经济的影响越来越大，这最为集中的反映在中国的外部经济特征与全球经济失衡的关系方面。

（一）对外贸易领域正在发生着质的变化

2001 年至 2007 年 6 月，贸易顺差为 5023 亿美元，是 1981 年至今累计贸易顺差的 78.4%；而 2005 年至 2007 年 6 月的贸易顺差接近 4000 亿美元。尽管最新的研究仍表明人民币实际汇率的贬值对出口的增加有一定程度的作用（A. García-Herrero and T. Koivu, 2007），但我们认为近几年贸易顺差快速扩大的根本原因在于：中国正在实现通过外向型政策创造比较优势向依靠大市场培育的规模经济和近乎无限供给的劳动力条件形成的自发的比较优势的转变。国内大市场培植的规模经济进一步巩固并强化了比较优势，形成了中国参与国际贸易越来越强的专业化分工格局，造就了当前中国经济在世界贸易分工格局中独特的角色——既是其他国家和地区产业内贸易的重要伙伴，又是垂直分工中的重要环节——世界制造业的中心，中国成为连接亚洲和其他欠发达国家或地区与发达国家或地区的贸易桥梁，而且随着中国经济自身分工的逐步发展和完善，中国经济将加快形成自身相对完善的分工链。因此对中国贸易地位的认识不能停留在以出养进的加工贸易时代。同样，我们也不能把中国贸易顺差的急剧增长视为是重商主义政策扶植和内部经济不均衡的产物，中国正在经历着从加工贸易国向世界制造业中心转变的过程，这种正在发生的质的变化主要表现在以下几个方面：

1、贸易规模和贸易顺差不断加大的同时，中国的对外商品结构发生了重大变化。

2005 年中国的进出口总额突破了一万亿美元，与此同时，2005 年至 2007 年 6 月的贸易顺差接近 4000 亿美元。在规模增长的背后，中国的进出口商品结构也发生了重大变化，见表 5。

表 5 中国出口商品结构情况表

年份	初级产品	工业制成品	机电产品	高新技术产品
1985	50.5	49.5	6.1	
1990	25.6	74.4	17.9	
1995	14.4	85.6	29.5	6.8
1998	11.2	88.8	36.2	11.0
1999	10.2	89.8	39.5	12.7
2000	10.2	89.8	42.3	14.9
2001	9.9	90.1	44.6	17.5
2002	8.7	91.3	48.2	20.8
2003	7.9	92.1	51.9	25.2
2004	6.8	93.2	54.5	27.9
2005	6.4	93.6	56.0	28.6

资料来源：根据中国商务部统计资料计算。

首先，从出口商品的结构变化来看，中国在初级产品出口增长规模没有发生较大改变的情况下，在上个世纪 90 年代，中国工业制成品出口增长迅猛，到 1995 年工业制成品在出口贸易总额中已占 85.6%，2006 年达到 93.6%。而在工业制成品中，机电类和高科技产品的增长尤为突出，成为了中国出口的新亮点。另外，出口产品结构的另一个变化是我国的消费品、中间品和资本品出口都大幅增长，但其结构逐渐从消费品占大多数转变为中间品和消费品占大多数。从 1995 年到 2006 年，我国中间品出口所占比例从 40% 增加到 50%，资本品出口比例从 10% 上升到约为 25%。具体再细分，我国中间品出口的增长中半成品以及附件的增长超过了原材料出口的增长。如表 6 所列，从 1995 年到 2006 年，尽管原材料出口仍占大头，但其在中间品出口中所占比例大幅下降，而同期半成品和附件所占比例从约为 18% 上升到约为 42%。事实上，在原材料中，未经处理的原材料的出口额呈下降趋势，其所占比例从约为 14% 下降到 4%，而粗加工的原材料出口则有适度增长。出口贸易结构的这一变化，无疑是与国际产业转移的模式有着很大的关系。这是因为，1990 年以后工业化国家不仅将劳动密集型产业向亚洲转移，资本密集型产业也在向亚洲转移。在这一过程中中国几乎是同时承接劳动密集型产业和资本密集型产业的转移。

表 6 中国中间品出口构成（选定年份）

年份	中间品出口额 (百万美元)	原材料出口所占比例 (%) ¹	半成品和附件出口所占比例 (%) ²
1995	59196.20	82.07	17.93
1998	67060.83	73.12	26.88
2001	101859.04	63.45	36.55
2004	235698.44	58.08	41.92
2006	397916.97	57.55	42.45

注：1 含 BEC 分类 111,121,21,22,31,322；2 含 BEC 分类 42,53

数据来源：根据联合国 COMTRADE 数据库数据计算

其次，从进口贸易的商品结构看，从 1996 年到 2006 年，我国的进口也保持持续的增长，其中初级产品和工业制成品都呈明显的增长态势。另外，从图 11 中也可观察到，从 2000 年开始，各类进口的增长步伐明显加快，但和出口商品结构相比，我国进口商品结构的变化不甚明显，初级产品和制成品所占进口比例未发生大的变化，但初级产品进口增长速度快于工业制成品，根据统计，从 1996 年到 2006 年，初级产品进口所占比例从 18.3% 逐渐上升到 23.6%，工业制成品所占比例相应地从 81.7% 下降到 76.4%。³在初级产品进口中矿物燃油、润滑油以及有关原料占了绝大部分，并有继续升高的趋势，表现为其所占比例从 1996 年的 69% 大幅攀升到 2006 年的 92%。这反映了我国进口能源大幅增加的事实。而在工业制成品进口中机械设备比例也持续增加，从 1996 年的 48.3% 上升到 2006 年的 59.1%。⁴这两个特点表明我国进口关键设备和短缺原材料的进口占了较大比重。

³根据中国商务部商务统计计算而得。

⁴数据来源同上

图 11 中国进口产品构成的变化图

2、中国的贸易增长范式正在发生着变化。

从 1995 年开始，中国已经结束了靠政府动员资源发展贸易部门的时代，贸易的增长动力主要来自于国际资本市场的需求刺激，与此相应，贸易的增长范式也由政策主导转向了市场主导。具体表现在两个方面。

其一是初级产品和工业制成品的进出口差额的变化上。在 1994 年之后，中国经济走出了靠初级产品贸易顺差来弥补工业制成品进口逆差的“以出养进”阶段。1995-2006 年，中国初级产品进出口为逆差，逆差额达到 4294.82 亿美元；而同期工业制成品贸易则为顺差，顺差额达到 9856.01 亿美元。尤其是在 2001 年中国加入 WTO 之后，初级产品的进出口逆差快速增长，2001-2006 年这一逆差达到 3877.23 亿美元，占 1995 年以来初级产品进出口逆差总额的 90.28%。而同期工业制成品的顺差则达到 7776.96 亿美元，占 1995 年以来工业制成品顺差总额的 78.91%。对比 1995-2000 年和 2001-2006 年两个阶段的贸易顺差数据，我们发现，1995-2000 年工业制成品贸易顺差和初级产品贸易逆差之和为 1661.46 亿美元，而 2001-2006 年间这一数额达到 3899.73 亿美元，后者比前者翻一番还多。最新的进出口贸易数据显示上述趋势还在进一步的扩大。2007 年 1-6 月，初级产品进出口逆差为 795.4 亿美元，工业制成品的顺差则为 1920.6 亿美元。这表明中国已经形成了以工业制造业进出口为主导，并辅之以初级产品进口的国际分工贸易模式。依据 WTO2006 年的世界贸易统计数据，1980 年中国制造业出口占世界制造业出口的 0.8%，1990 年为 1.9%，2000 年为 4.7%，而 2005 年就比 2000

年翻一番还多，达到 9.6%，仅次于美国的 10%和 EU(25)的 44.3%；而在制造业的进口上，1980 年中国制造业进口占世界制造业进口的 1.1%，1990 年为 1.7%，2000 年为 3.5%，而 2005 年就比 2000 年接近翻一番，达到 6.6%，仅次于美国的 10%和 EU(25)的 40.4%。当前的中国已经成为世界制造业的中心之一⁵。

其二，中国与发达国家和地区的产业内贸易逐步上升，对发达国家和地区的市場渗透力明显增加，

2005 年美国制造业出口总计 7325 亿美元，其中向中国出口 290 亿美元，而 2000 年为 126 亿美元。2005 年制造业部门美国从中国进口 2501 亿美元，占其制造业进口的 20.2%，而 2000 年这一比例为 10.2%（美国从世界进口制造业产品 9691 亿美元）。2005 年欧盟（25）制造业出口 3240.3 亿美元，其中向中国出口 566 亿美元，而 2000 年为 239 亿美元。2005 年欧盟（EU25）从中国进口制造业 1876 亿美元，占其当年制造业进口总额的 6.2%（总额为 30422 亿美元），而 2000 年这一比例为 3.2%（EU15 从世界进口制造业 17836 亿美元）。表中数据唯一的例外是中日制造业贸易情况。2000-2005 年期间，尽管中日制造业贸易规模在扩大，但中日贸易顺差在逐步缩小。2005 年中日制造业贸易顺差只有 10 亿美元，而 2000 年则为 166 亿美元。2007 年上半年，中欧、中美、中日双边贸易额分别为 1583 亿美元、1406 亿美元和 1100 亿美元，分别增长 30.9%、17.4%和 14.4%。欧盟仍为中国第一大贸易伙伴、第一大出口市场和第二大进口来源地。美国仍为我第二大贸易伙伴和第二大出口市场。日本仍为我第三大贸易伙伴和第一大进口来源地。从市场占有率来看，1980 年欧盟、美国和日本从中国的进口额占其总进口额的比例分别是 0.7%、0.5%和 3.1%，2000 年这些比例分别为 6.2%、8.6%和 14.5%，而到了 2003 年分别增加到 8.9%、12.5%和 18.5%⁶。因此，总体上，中国与发达地区产业内贸易快速增长，对发达国家和地区市場的渗透力明显增加，与发达国家和地区的制造业产业内贸易为中国外贸带来了大量的顺差。

3、中国对外贸易的比较优势不但反映为正在出现的产业链向上游延伸的规模经济优势，同时，在全球经济新的格局中，中国仍然巩固和强化了国际垂直分工链中的传统地位。

⁵ 2005 年通过中国香港地区的制造业再出口占世界制造业的 0.2%，即使加上这一比例，2005 年中国也是世界第三大制造业中心（资料来源：WTO《2006 世界贸易统计》）。

⁶ 资料来源：Eswar Prasad(Editor)(2004)。

中国贸易近几年的增长为什么如此过快，贸易顺差在人民币汇率升值，减少出口退税补贴、取消外资企业的税收优惠等多项调整进出口差额的政策措施的情况下，为什么中国的贸易顺差还在进一步加大？在传统的国际贸易理论对这些问题还未能作出合理解释的情况下，中外学者从实证的角度对中国国际分工的定位进行了研究，其结论有两种：一种观点认为低廉的劳动力成本带来的出口产品低廉的价格，对中国在国际中的分工地位的确有决定性的作用（Peter K.Schott, 2006 和 Mary Amiti2007）；而另一种观点则认为，中国的产品生产能力和结构都有了很大的改善，出口产品的价值链已向上游延伸，并由此显示出了中国在全球经济的规模经济优势。（Li Cui、Murtaza Syed, 2007）。虽然这两种观点看似矛盾，但如果我们结合近些年中国出口产品种类迅速增加的情况来考虑的话，其实中国的比较优势在这两个方面都有所体现。

贸易产业链的延长和规模经济优势的体现可以用行业的进出口关联度来衡量，进出口关联度越低，说明生产出口商品是主要利用了国内的资源，商品出口的优势体现了国内行业配套齐全的整体规模优势，而进出口关联度高则说明出口国在垂直分工体系中所具有的禀赋优势。为此，我们选择了进出口的十一大类产品进行相关性检验，以判断中国产业分工的变化情况。

表7 11类产品进出口相关系数检验

产品类别	1991-2000	2001-2005
初级产品	0.824881405	0.767943745
食品及主要供食用的活动物	0.22581276	-0.354785124
饮料及烟类	0.507326499	-0.776645977
非食用原料	0.719120588	0.50940071
矿物燃料、润滑油及有关原料	0.69083075	0.878628299
动、植物油脂及蜡	0.762391021	-0.514073115
工业制成品	0.127477099	0.807387364
化学品及有关产品	0.742194781	0.690046458
轻纺产品、橡胶制品矿冶产品及其制品	-0.173251183	0.573645482
机械及运输设备	0.562815183	0.847770848
杂项制品	0.922745824	0.617889631

从表7中我们可以看到，2001年以来，7类产品的进出口相关系数明显下降，这7类产品主要集中在初级产品类、工业制成品类、机械及运输设备类、轻纺产品、橡胶制品、矿冶产品及其制品类。而矿物燃料、润滑油及有关原料物燃料、

润滑油及有关原料类4类产品的进出口相关系数上升。我们实证考察的结果与另一类进出口关联度分析的指标并无太大的冲突，这类指标是运用中国投入产出表，以进口的中间产品值在出口产品价值中的比率（VS）来做为考察一国在国际垂直分工体系地位的指标，VS值越高，意味着垂直专业化分工水平越高，Judith M. Dean、K.C.Fung and Zhi Wan在2007年使用这种方法计算出了中国的总体VS指标，其结论是2002年与1997年相比，总体的VS值从29.5%提高到了35.9%。因此，中国贸易的比较优势仍然产生于国际垂直分工。但是在加入行业分析后，他们所得出的结论是化工产品、通讯设备、通用工业机械、钢铁加工品、冶金制品、电子计算机等产品的VS值远远高于我们所考察过的7类初级产品。这种实证检验的结果表明，在初级产品贸易中，中国的比较优势在于规模经济，而在技术含量高的出口产品中，中国也通过其劳动力禀赋优势，开始进入国际垂直分工体系。另外Dean等人的研究还发现，在垂直分工的体制中，亚洲、特别是东亚国家作为中国的中间产品提供者的地位在上升，而美国和欧洲的中间产品的供给份额虽然有微小的增加，但是，上涨的幅度不大。这一现象一方面说明了中国在高科技含量的行业垂直分工优势的巩固，同时也说明在中美贸易和中欧贸易交往中通过提高中间产品的进口份额，可以改善双边的贸易差额。

中国制造业在不同行业的比较优势的差异，在面对汇率波动时会产生不同的影响。进出口关联度高的产业，在人民币升值时出口产品的价格下降会被进口成本的下降所抵销，因此，对这些行业而言，汇率作为调节国际收支的手段是无效的，而进出口关联度低的行业情况则相反，汇率是调整这类行业出口的有效手段。这也就解释了人民币升值过程中中国的出口结构会进一步向高端行业集中的现象。

总之，中国近些年的贸易发展的总体状况是良好的，它符合中国自身比较优势的发挥，同时也顺应了国际间产业资本的跨国转移的趋势，在全球经济失衡不出现调整拐点的判断下，不存在低成本的解决中国贸易顺差带来的外部不平衡问题的短期措施。未来相当长时间内贸易顺差持续扩大是中国经济的比较优势自发决定的。任何低成本的短期措施，如适当加快进口、汇率小幅升值等只能够暂缓外部压力，难以阻止中国贸易顺差扩大的基本态势。未来中国贸易顺差的缩小只能够在劳动力成本逐步上升——通过工资制度、社会保障等提高劳动力成本和收

入的措施，并伴随着产业结构的升级过程来实现，这是一个相当长期的过程。

（二）资本跨境流动总体规模增大，流动性增强，金融风险正在积累

2000年以来，随着国内外宏观经济形势的变化，特别是全球经济失衡和中国宏观经济内外失衡状况的加剧，中国的开放战略乃至整体经济发展战略，进入了一个深化和调整期。贸易体制、外资政策、资本账户管制政策、国内产业政策、银行业和资本市场管制政策、外汇体制以及宏观经济调控政策等都面临转型和调整。在此背景下，一方面，国内的产业结构调整、银行体系发展和资本市场发展等都需要进一步提高资本的跨境流动性，需要利用资本流动的积极影响，以促进国内特定产业的资本形成、推动国内金融深化、带来技术外溢效应等。另一方面，资本跨境流动性的提高，特别是大量外资的流入，加剧了中国宏观经济的内外失衡和各种结构性矛盾。加工贸易型 FDI 的大量流入使得中国的加工贸易产业过度膨胀、非贸易品行业发展滞后，进一步推动中国的结构失衡和经常项目顺差的积累。大量非贸易、非 FDI 资金的流入，与特定的外汇管理体制结合在一起，使得中国的外汇储备高速积累，强化了货币政策的约束；短期资金的大量流入，导致银行信贷膨胀、资产价格高涨和通货膨胀压力，隐藏着金融失衡不断积累的风险。这无疑对我国的资本管制和货币政策的实施带来了新的挑战。

1、中国外部经济不平衡期间实际资本开放度开始与名义资本开放度相脱离。

1996-2001年期间，中国名义的资本账户开放程度不高，变化程度也不大。2001年以后，中国资本账户对外开放的步伐加快，但整体上的变动仍然不是很大。考察各资本项目开放的次序，发现中国资本账户的开放还遵循了先直接投资后间接投资、先流入后流出的开放原则，频繁的较大的政策变化也主要集中在对外直接投资等相对风险较小的领域。这说明我国资本账户的对外开放属于典型的渐进式的资本账户开放，反映了我国行政当局对资本账户开放的审慎态度。

从2001年开始，随着中国贸易顺差的急剧加大，国际社会开始要求中国政府运用汇率手段来调整中国的国际收支。与此同时，世界经济尤其是美国经济却出现了持续的低迷，随着美联储的连续降息，中美利差逐渐减小，并在2001年末由负转正。在人民币升值预期和利差的双重诱因下，国际资本开始大量流入中国。而更为重要的是，为了顺应加入世贸组织的需要，我国逐渐对一些资本交易项目，特别是对直接投资和部分证券投资交易项目放松管制，进一步降低了对资本流动

的约束。因此从这时起，中国的实际资本开放度继续增加，并开始与名义开放度相脱离。通过与 1993 年及亚洲金融危机时期名义与实际资本账户开放度差异的事实进行对比，可以看出，虽然在存在较大套利空间的情况下，资本管制的有效性很难在长期得以维持，但放松资本管制后，却很容易导致资本流动性的进一步增加，在人民币汇率升值预期存在和我国资本市场、债券市场不断开放的情况下，近期内我国将继续面临跨境资本流动规模剧增的现实。

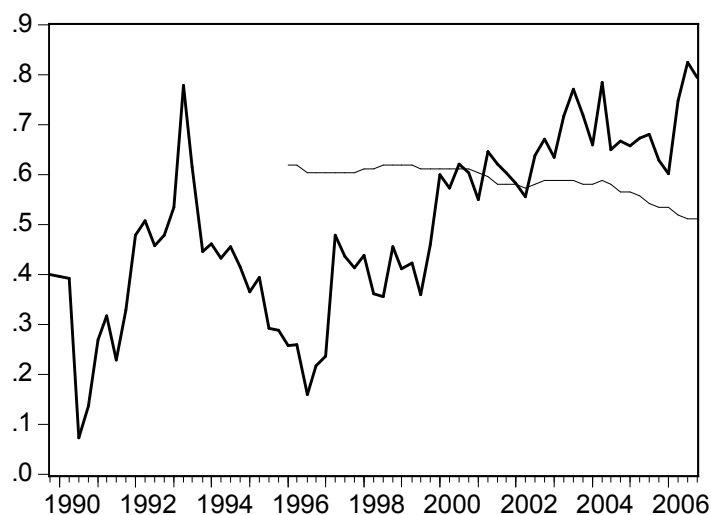


图 12 中国名义与实际资本账户开放度的变化关系图

2、从全口径的国际收支统计下的资本流动情况看，经常性项目下的贸易顺差成为外汇储备积累的主要来源；FDI 保持较为稳定的净流入状态，证券投资和其他形式的资本流动处于逆差状态，两者相互抵消，导致资本和金融项下的私人资本趋于平衡，对外汇储备积累的贡献程度显著下降。

3、2003 年以来，中国月度贸易收支和 FDI 流入的波动性增加，但是我们的实证检验结果表明，无论是贸易余额、贸易总额还是 FDI 流动，其波动性增加都是规模效应作用的结果。FDI 和贸易行为并没有表现出显著的投机性因素，特别是 FDI 的流入，在很大程度上依赖于我国的对外贸易发展状况和美国贸易收支状况的变动，这表明了我国 FDI 流入的加工贸易特征。

4、既然经常性项目和 FDI 流动中并没有表现出明显的投机性，对中国货币政策操作和宏观经济、金融运行构成较大压力的投机性资本流动应该主要是借助于非贸易和非 FDI 的资金流动渠道。我们的计量分析结果表明，非贸易和非 FDI

的资金流动受到国内外利差和人民升值预期的显著影响，具有典型的追逐纯金融收益的投机性特征。结合我们对全口径的国际收支统计的分析结果，可以发现，资本和金融项下的证券投资是净流出，而包括贸易信贷和银行信贷等在内的资本流动的总规模虽然很大，但是净流动规模很小。所以可以初步判断，正规统计口径中的经常项下非贸易收支和正规统计口径之外的误差遗漏项逐步成为投机性资金流动的主要渠道。

5、资本流动性变化对中国宏观经济不确定性的影响首先体现在长期经济增长方面，由于我国的制造业已经呈现过度发展的状态，以制造业为归属的FDI的持续流入，将导致产业结构的进一步扭曲，从而为未来的长期经济增长和就业问题带来不确定性。这可能会加剧短期收益和长期损失的冲突，也就是说，以长期增长潜力的损失为代价获得短期的经济增长。这应该是中国当前资本流动结构的潜在风险之一。

6、不断提高的资本流动性，特别是资本跨境双向流动性的提高，与我国特定的外汇管理体制结合在一起，导致央行资产负债表的币种结构失衡。这使得我国货币当局在处理人民币升值问题时面临两难选择：一方面为了提高货币政策独立性和抑制投机性资金流入，央行必须允许人民币进行更大幅度的升值；而另一方面，人民币升值会导致央行外国资产的人民币价值下降，即出现所谓的“资产价格损失”。此外，币种错配的问题使得我国的货币政策在面对很多现实宏观经济问题时的操作空间被严重侵蚀。一方面，在信贷和基础货币投放量的总量控制下，资本流动性的提高导致央行控制信贷和基础货币的主动性严重下降，往往是跟随资本流动而被动投放；另一方面，由于币种错配，利率政策的操作也面临很大的风险，调控利率的政策会导致国内外利差的变化，既能够改变央行资产的收益结构，也会导致资产方收益与负债方利息成本之间的不协调。

四、政策建议

1、中国当前所出现的宏观经济内外失衡状况具有深刻的国际背景，全球经济失衡状态与中国宏观经济的内部结构性特征相互影响、互为因果。这在根本上影响着我国经济发展战略和宏观经济政策的调整方向。我国宏观经济内外失衡状

况在很大程度上是作为当前世界经济整体失衡状态的结果而出现的。由于当前的世界经济失衡状况是国际分工体系动态调整的必然结果，所以，在国际分工体系没有出现较大调整的背景下，中国无法通过单方面的政策或战略调整来实现宏观经济的内外平衡。过去几十年中的国际经验以及我国在过去几年中的经验都表明，我国不能、也不应该进行强行政策调整，更不能单纯地为了实现宏观经济平衡而调整。

2、但是从历史经验以及中国经济长期可持续发展的目标来看，宏观经济内外失衡在单一方向上的积累是不可持续的，调整是必须的。但是如前所说，中国单方面的、单纯为了恢复平衡而进行的短期政策性调整是不可行的，所以，针对目前中国宏观经济内外失衡的调整必须是结构性的和多边框架下的调整。首先，针对宏观经济内外失衡的调整必须是结构性的，应该围绕着长期可持续增长和新型工业化的要求调整，重构我国的对外贸易战略和外资政策，综合利用汇率政策、税收政策以及数量手段，引导进口和出口结构的提升与调整；配合以外资政策的调整，改变 FDI 的产业归属。通过这些调整，引导和配合国内产业结构的调整。其次，利用中国在当前全球经济失衡中的地位以及美欧之间的竞争关系，促成多边调整进程的启动。随着中国对外贸易地理结构的变化，欧盟成为中国最大的贸易伙伴，也是中国最主要的贸易顺差来源地区，并且欧盟在 2006 年以后总体贸易收支从顺差转变为逆差。这就为中国利用在当前全球经济失衡中的地位启动多边框架下的调整，创造了可行条件。

3、在未来一段时间内，我国的政策调整应该在秉承上述两个原则的基础上，围绕着下面几个方面展开：

第一，人民币升值对我国贸易顺差并没有太大影响，但是可以影响我国的进出口结构。通过加大人民币的升值幅度，一方面推动我国对外贸易结构的改善，另一方面配合国内产业结构的调整政策，降低进口成本，降低国内产业升级和新产业成长的成本。与此相关联的是 FDI 政策的调整。在过去几年中，我国 FDI 来源越来越集中于亚太地区，特别是东亚地区。这在一定程度上降低了 FDI 的技术含量。应该从两个方面入手提升 FDI 的技术含量。首先是完善国内的制度和政策环境，加强知识产权的保护，发展和完善金融体系，增强国内对较高技术含量的资本品和 FDI 的吸收能力。提高知识产权的保护水平和建立相对完善的

法律制度和金融体系，将有助于提高我国进口产品和 FDI 的技术含量。其次是加强与美欧等发达国家的协调与合作，为提高进口产品和 FDI 的技术创造有利的国际市场和政策环境。注重从资本和技术存量丰富的国家进口。通过完善国内法律体系、规范市场交易行为、强化知识产权的保护，为信息产品、高新技术产品和相关机器设备的进口营造一个稳定、低交易成本的大环境。

第二，在外贸战略和政策方面，必须摆脱为平衡而平衡的政策选择。一方面通过出口退税、补贴或出口关税政策的调整，引导国内生产结构的变化；另一方面，通过进口关税和非关税政策的变化，并配合一定的进口鼓励政策，促进高技术含量的资本设备、中间产品的进口，以满足国内传统产业改造和新产业成长的需求。此外，通过有选择地利用多边和双边框架下的贸易政策协商和调整，在一定程度上缓解外部的政策压力，降低贸易摩擦的负面影响。在这里必须强调的一点是，对待贸易摩擦的态度，既不能视之为洪水猛兽，也不能因为所牵涉的贸易金额很小而完全忽视它的存在。而是应该利用贸易摩擦的协调过程和争端的解决过程来启动多边调整过程。

第三，随着我国金融服务业的不断开放，特别是银行业的全面开放，既有的各种资本管制措施的有效性受到严重削弱，这反映为我国名义金融开放度与实际开放度之间的显著差异以及我国跨境资本双向流动性的大幅提高。所以，资本账户和外汇管理体制应该进行深刻调整。在资本流入的管理政策上，简单地限制流入的政策事实上已经失效，所以应该转向强调资本流入管理的规范性，特别是规范境内外关联金融机构之间的资本流动行为、经常项下投资收益流入和流出行为、跨国公司内部信贷资金和其他资金调拨行为。在资本流出方面，必须保持有效的管制，而不能出于缓解短期升值压力而轻率放松资本流出管制。从目前的情况看，除 FDI 以外，资本和金融项下的其他项目基本是净流出的。一旦市场预期发生变化，资本将大规模外流。很多发展中国家的经验也说明，市场预期是很容易逆转的，升值压力很容易在极短时间内转变为贬值压力，所以中国必须保持对资本流出的管制有效性。

4、政策调整除了遵循上述原则并配合国内结构调整需求，还要注意缓解和消除宏观经济、金融风险。因为资本和金融项下的资本流动性更多的表现为总规模的增加，而净流入趋于减少，所以在传统资本流动渠道上表现出来的对货币政

策和汇率政策的单方向压力并不大。但是在特定外汇管理体制下，资本流动性提高最终却表现为货币当局资产负债表的币种结构失衡，一方面增加了货币当局资产负债表的汇率暴露风险，另一方面严重侵蚀货币政策的操作空间，货币政策应对宏观经济失衡的能力下降。外汇投资公司的出现只能在一定程度上改善货币当局资产的收益结构，降低汇率波动导致货币当局收益结构与成本结构不协调的风险，却不能从根本上解决货币当局资产负债币种结构失衡的问题。所以，汇率和外汇管理的主体应该进行调整，央行应该逐步从汇率管理职能中摆脱出来。在扩大人民币汇率波动幅度过程中，汇率风险将逐步从货币当局转回私人部门，汇率风险的“私人化”要求加快推进外汇市场的发展，特别是远期、期货和期权市场的发展。