

分报告 2:

中国内外部非均衡的性质、格局和发展趋势

范志勇

摘要 本文从内外部经济失衡的现状、原因和未来发展三个角度对中国宏观经济的内外部失衡问题进行了详细的研究。文章发现，中国外部经济失衡并非是内部经济失衡的直接结果而是有着其自身的原因。导致外部经济失衡的原因既包括汇率等价格因素，也包括贸易结构等结构化因素。文章预测未来中国经济在相当长时间内将继续保持外部失衡的状态。给定现有条件不变，理论预测表明外汇储备占 GDP 比重将持续增长，并于 2025 年前后达到相对稳定水平。

关键词 投资 储蓄 内外部非均衡 双顺差

一、中国经济内外部失衡的现状

经济均衡包括内部均衡和外部均衡两个方面。所谓的内部均衡指的是经济增长和就业达到自然率水平，而外部均衡则是实现国际收支平衡。理论上，当一国经济达到平稳增长状态时应该同时内部均衡和外部均衡。短期内经济政策冲击或者其他外部冲击可能导致经济增长偏离其均衡状态，但是如果经济持续偏离其均衡状态则会面临着潜在的风险。一方面，中国经济的外部非均衡表现在其持续的国际收支“经常账户”和“资本账户”的双顺差现象。另一方面，虽然中国经济在上世纪 90 年代后期以来出现同时实现高增长和低通胀的所谓“大缓和”（Great Moderation）局面，经济增长内部的结构变化，特别是消费水平对经济增长贡献率的迅速降低同样引人注目。

（一）中国经济增长的内部失衡

中国经济自上个世纪 90 年代后期以来进入相对平稳的波动时期，1997 年之前中国经济波动（方差）为 10.14，而 1997 年之后仅为 0.91。¹中国经济增长中的内部结构性问题同样受到广泛的关注，增长中的结构调整不仅反映出经济转型时期的基本特征，同时也关系着中国经济能否能够实现未来的平稳持续发展。从需求角度说，消费、投资和出口是拉动经济增长的三大源泉。进入 2000 年以来，经济增长结构变化的显著特征是消费对经济增长的拉动作用迅速下降，净出口对经济增长的贡献迅速增长，见（图 1）。

2000 年消费和净出口对于经济增长的贡献分别为 78% 和 -1%，2005 年消费和净出口对于经济增长的贡献分别变为 32% 和 25%。在此期间投资对经济增长的贡献经历了较大的波动，2000 年为 24%，2003 年达到 74%，2005 年再次降至 38%。消费、投资和净出口的相对变化固然与经济周期之间存在密切关系，但是显著的持续变动仍然包含着经济增长中的结构变化信息。在本文中，我们将对影响消费、投资和净出口长期变化的因素进行考察，进一步分析导致中国经济增长的结构变化的原因及其未来发展趋势。

¹ 参见刘元春（2007），第 28 页。

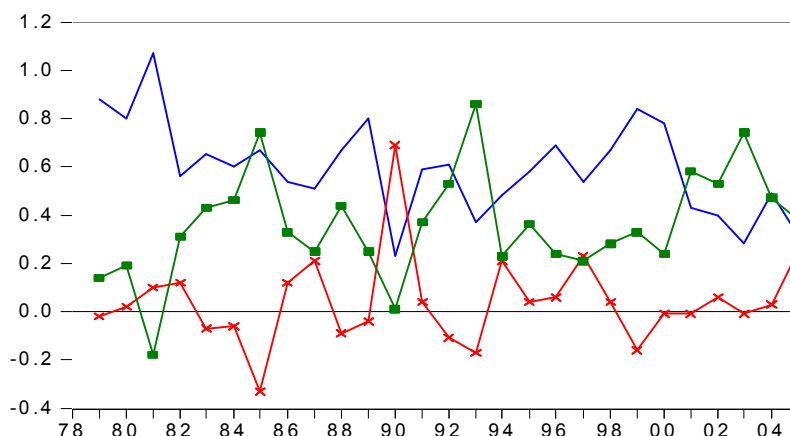


图 1 总需求对中国经济增长贡献的份额²

消费对经济增长的贡献率的下降意味着新增加的产出中用于消费的比例在下降。如果消费对经济增长贡献的份额低于产出中消费所占的比例，那么消费总量虽然在增长，但是消费在总产出中的比重就会下降。消费水平相对降低隐含着居民福利水平并未随着经济增长而实现同步增长，对人力资本积累和长期经济增长十分不利。2000 年以来的数据表明消费总额在产出中的比例持续下降，消费在总产出中的比例从 2000 年的 62% 下降至 2005 年 52%，五年时间共降低 10 个百分点，是改革开放以来的最低水平，见（图 2）。

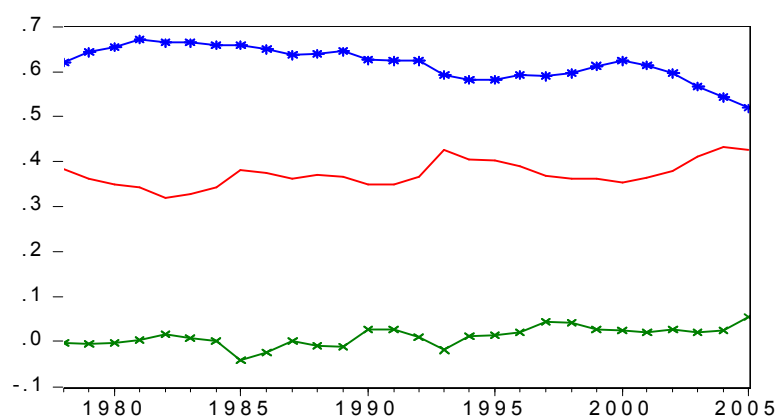


图 2 消费、资本形成和净出口占 GDP 比重

²相关数据见附表（1）。

（二）中国经济增长的外部失衡

中国经济外部失衡问题主要是指 1990 年代之后持续出现的“双顺差”现象。³无论是经济学理论还是在各国的政策实践中，国际收支平衡都是宏观经济政策的四大目标之一。在国际收支平衡表中，有两个基本项目值得我们特别关注。其一是“经常项目”，按照我国最新的国际收支平衡表编制方法，“经常项目”包括商品和服务、收益和经常转移三大项内容。就“经常项目”中的商品和服务贸易而言，如果商品和服务贸易为顺差，表明出口多于进口，短期内限制了本国的消费和投资。但是本国因此获得了国外的净债权，可以用来增加未来的消费和投资。另一项值得关注的项目是“资本和金融项目”，⁴除了资本项目外，在金融项目中包括直接投资、证券投资等。资本收支顺差意味着本国的储蓄小于投资，在本国现行的生产要素组合方式中资本相对不足，同时资本收支顺差从侧面表明本国的投资收益率高于国外。资本收支长期顺差，可以支撑贸易收支的长期逆差，为长期的经济增长奠定物质基础。但是由于资本流动具有很强的不稳定性，长期依赖资本流入支撑的经济因此本质上比较脆弱。

根据国际货币基金组织金融统计（IFS）和《中国统计年鉴》公布的数据，我们发现自 1982 年到 2005 年期间共有 19 年出现“经常项目”逆差。而就净直接投资而言，从 1982 年到 2005 年各年均均为顺差。在此期间，经常项目顺差达到或接近国内生产总值 1% 的年份有 15 年⁵，达到或接近国内生产总值 2% 的年份有 10 年。净直接投资顺差达到或接近国内生产总值 1% 的年份有 14 年，达到或接近国内生产总值 2% 的年份有 13 年。经常项目和净直接投资项目均出现顺差的年份为 13 年，1996 年到 2005 年连续 10 年出现超过国内生产总值 1% 的双顺差，而 1997 年到 1999 年和 2002 年到 2005 年 7 年期间，“双顺差”更是分别接近或超过国内生产总值的 2%。⁶

³值得说明的是，国际收支平衡表中的项目分为“自主性交易”、“调节性交易”和“误差和遗漏项目”。“自主性交易”的目标往往是经济利润最大化，这类交易具有分散性和自发性的特点，只有“自主性交易”才会主动的导致出现缺口，而“调节性交易”仅仅是政府为了弥补自主性交易缺口而进行的补偿性交易。因此我们在讨论中国资本收支状况时将主要围绕净直接投资展开，对外国政府贷款和国际组织贷款等其他项目则不在本文中进行讨论。本文中所讨论的“双顺差”具体指“经常项目”顺差和由“外国在华直接投资”与“我国在外直接投资”的差额构成的“净直接投资”顺差。

⁴在国际收支平衡表中，“资本和金融项目”包括“资本项目”和“金融项目”两项，就数量级而言“金融项目”处于绝对支配地位。在下文中，为了叙述简便，我们将“资本和金融项目”简称为资本项目。

⁵国际收支平衡表中的项目都是以美元为单位记价的，在本文中我们是用各年当期的人民币对美元汇率进行折算。

⁶在接近或超过国内生产总值 1% 的年份当中，1996 年经常项目顺差达到 GDP 的 0.85%，其他 14 年均超过 1%；1991 年净直接投资顺差达到 GDP 的 0.85%，其他 13 年均超过 1%。而在接近或超过国内生产总

为了更清楚的了解中国“双顺差”现象的特殊性，我们就“双顺差”现象进行国际比较，（见表1）。⁷

表1 世界主要国家出现双顺差的情况

国别	数据可得年份	出现“双顺差”的频率	“双顺差”均接近或超过GDP1%的年份	“双顺差”均接近或超过GDP2%的年份
中国	1982—2005	79.17%	1990—92、94、96、1997—2000、2002—2005	1997—2000、2002—2005
英国	1970—2003	2.94%	无	无
意大利	1970—2003	17.65%	无	无
法国	1975—2003	17.24%	无	无
澳大利亚	1960—2003	2.27%	无	无
德国	1971—2003	0	无	无
美国	1970—2003	2.94%	无	无
加拿大	1948—2003	10.71%	00	无
日本	1977—2003	0	无	无
韩国	1976—2003	28.57%	99	无
新加坡	1972—2003	50%	86、88—00、02—03，共16年	88—91、93—95、98—00、02—03，共12年
俄罗斯	1994—2003	60%	无	无

（表1）表明在上述样本观察值中，共有10个国家曾经出现过双顺差现象。其中出现过“双顺差”规模都超过GDP1%的国家共有4个，“双顺差”规模都超过GDP2%的国家只有中国和新加坡两个。就出现“双顺差”现象的频率而言，中国达到60.87%、新加坡达到50%，俄罗斯则达到60%⁸。如果考察“双顺差”均达到一定规模，比如均超过或接近GDP的2%的情况，则上述样本观察值当中只有中国和新加坡。新加坡就其经济规模和对世界经济的影响程度而言，要比中国小的多。通过比较（表1）中各国的情况，可以发现中国这样持续出现双顺差的现象在大国中是没有先例的。

二、中国经济失衡的原因分析

对于导致中国宏观经济出现内外部失衡原因和矫正方法的分析存在货币主

值2%的年份当中，1999年经常项目顺差达到GDP的1.95%，其他8年均超过2%；净直接投资顺差则全部超过GDP的2%。

⁷我们定义当经常项目顺差（或净直接投资顺差）达到国内生产总值的0.8%时，我们认为该项目“接近或超过国内生产总值的1%”，同理“接近或超过国内生产总值的2%”意味着该项目达到国内生产总值的1.8%以上。

⁸由于俄罗斯的样本观察值有限，说服力相对有限。

义、结构主义和凯恩斯主义的分歧。⁹结构主义观点认为中国经济内外部失衡的根源在于中国投资率严重偏高，经济失衡的传递方向是从内部失衡指向外部失衡。货币主义观点则认为中国经济失衡的根源在于人民币汇率的非均衡性，经济失衡的传递方向是从外部失衡指向内部失衡。凯恩斯主义分析方法则认为导致内外部经济失衡的根源在投资不足和汇率低估。在本小节中我们对导致中国宏观经济失衡的内外部因素进行简要分析。

（一）经济内部失衡原因分析

经济内部失衡集中表现在消费在总产出中份额下降和投资高速增长，那么导致消费份额相对下降和推动投资高速增长的原因分别是什么呢？

1、消费

消费是社会总支出中份额最大的部分。2000年以来不仅社会最终消费在总产出中的比例下降，就最终消费内部结构演变来看，政府消费在全社会最终消费的比例在上升，而居民消费的比例则在下降，见（表2）。居民消费占最终消费总额的比例从1996年的77.3%下降到2005年73.2%，相应的政府消费则从22.7%上升到26.8%。因此居民消费水平的相对下降程度要更加严重一些。

表2 消费总额中居民消费和政府消费份额（%）

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
居民消费	77.3	76.7	76	75.3	74.5	73.6	73.3	73.4	73.3	73.2
政府消费	22.7	23.3	24	24.7	25.5	26.4	26.7	26.6	26.7	26.8

居民消费决定于可支配收入和消费倾向，为了进一步导致消费，特别是居民消费，在总产出份额下降的原因，我们分别考察居民可支配收入和消费倾向的变动情况。

⁹ 郑超愚（2007）对货币主义、结构主义观点进行了详细说明，并提出了基于凯恩斯主义的观点。刘元春（2007）指出了对结构主义进行检验的方法。

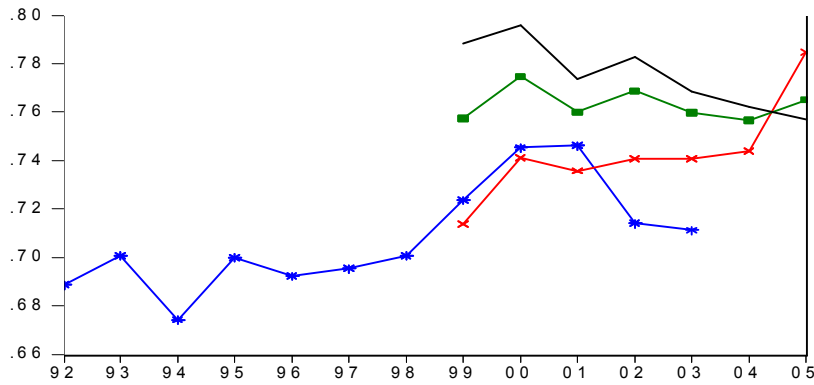


图 3 城乡居民平均消费倾向¹⁰

1992 年到 2003 年期间城乡居民平均消费倾向平均为 0.71，其间 1994 年最低为 67%，2001 年最高达到 75%。除了 2000、2001 年消费倾向相对较高，而 1994 年较低之外，从 1996 年到 2001 年消费倾向呈现上升趋势，而 2002 年之后消费倾向有显著降低。为了弥补数据不足，我们通过《中国统计年鉴》中的城乡家庭调查数据进一步计算样本家庭 1999 年到 2005 年消费倾向。家庭调查数据显示，1999 年到 2005 年城镇家庭消费倾向有下降的趋势，城镇家庭消费倾向从 1999 年的 79% 下降到 2005 年的 76%。而与此同时农村家庭消费倾向则表现出上升趋势，农村家庭消费倾向从 1999 年 71% 上升到 79%，其中 2000 年和 2005 年消费倾向增长趋势较为明显。而通过加权平均方法计算的城乡居民消费倾向则比较平稳，平均在 76%，上下浮动不超过 1%。如果我们将居民可支配收入与 GDP 的比例固定在 2000 年 58.7% 的水平，可以考察消费倾向变化对消费—产出比例的影响。

表 3 根据可支配收入—产出比计算的消费—产出比¹¹

年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005
实际消费产出比	0.44	0.42	0.41	0.39		
理论消费产出比	0.44	0.44	0.42	0.42		
消费倾向解释力	0	0	33%	40%		

¹⁰ “城乡居民平均消费倾向 1” 根据现金流量表数据计算，“城乡居民平均消费倾向 1” 根据城镇和农村家庭调查数据通过加权平均计算得到，其他指标根据城镇和农村家庭调查数据计算。

¹¹ 实际消费产出比是通过根据 $\text{消费}/\text{产出} = (\text{可支配收入}/\text{产出}) \times \text{消费倾向}$ 计算，理论消费产出比是根据 $\text{理论消费}/\text{产出} = (2000\text{年可支配收入}/\text{产出}) \square \text{消费倾向}$ 计算，本表数据来源与《中国统计年鉴》“现金流量表”。

把 2000 年作为基期，我们发现消费倾向变化对消费产出比的解释能力有限。在数据可得 4 年中，有两年消费倾向的解释能力为 0，最高年份为 40%。尽管样本有限，我们仍然可以定性的判断认为消费倾向的变化不是影响消费产出比的主要因素，要全面认识消费产出比下降的原因还必须从收入方面找原因。事实上家庭可支配收入在总收入中的比重下降早在 1996 年就已经初现端倪。根据资金流量表数据，1996 年到 2003 年期间，除了 2002 年比 2001 年稍有提高外，其他年份家庭可支配收入占 GDP 比重持续降低。1996 年家庭可支配收入占 GDP 的 66%，到 2003 年已降至 GDP 的 55%，下降幅度超过 10%。通过家庭调查数据发现 2003 年之后家庭可支配收入仍然保持下降的变化趋势。

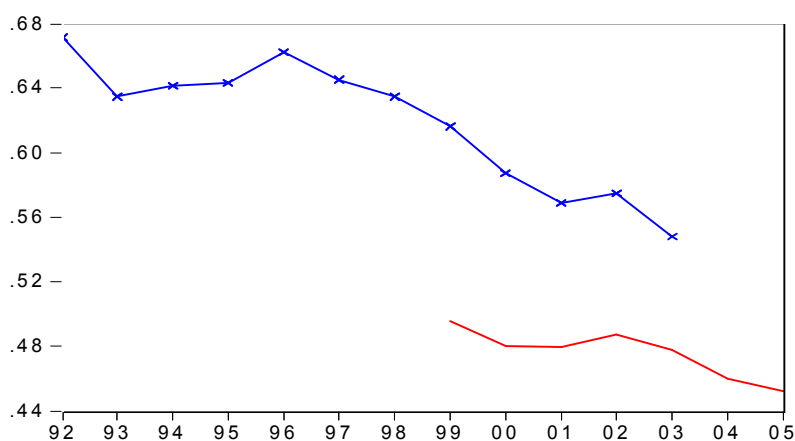


图 4 家庭可支配收入占 GDP 比例¹²

从居民可支配收入的内部结构来看，居民的可支配收入主要由增加值、劳动者报酬、财产收入和经常转移四部分构成，其中由于增加值主要包括个体工商户收入。我们把增加值和劳动者报酬进行加总，并考察居民可支配收入的内部结构变化。1996 年到 2003 年期间，家庭可支配收入各部分占总产出的比例均呈现下降趋势。增加值和劳动者报酬占 GDP 的比重从 1996 年的 59% 下降至 2003 年的 52%，平均每年降低一个百分点；财产收入比例从 5% 下降至 2%，转移支付则从 2% 下降至不足 0.5%。居民财产性收入主要来自储蓄利息收入，1996 年至 2003 年期间居民财产性收入下降与利率下降和征收利息税等宏观经济政策有关。而增加值收入和劳动者报酬增长缓慢是导致居民可支配收入份额下降的主要原因。

¹² 家庭调查数据为家庭可支配收入与人均 GDP 的比例。

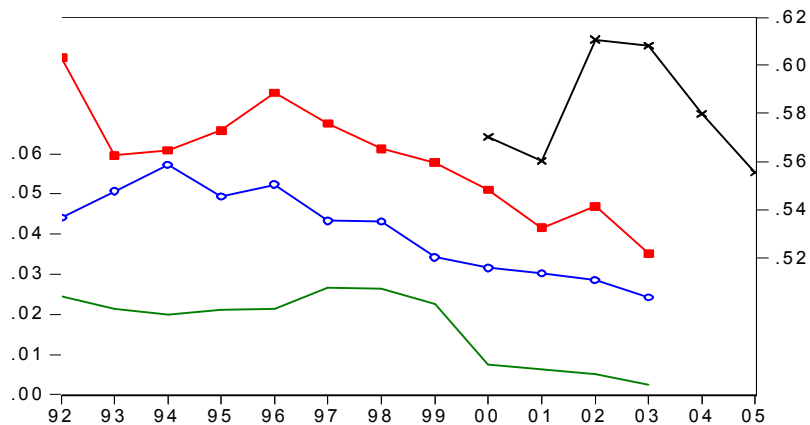


图 5 家庭可支配收入各组成部分占 GDP 比重¹³

在整个国民经济分配体系来看，居民可支配收入比例下降伴随着国民经济其他部门收入份额提升，两者之间属于零和博弈。1996 年至 2003 年期间，伴随着家庭可支配收入份额下降，政府部分可支配收入从 17% 上升至 22%，企业部门从 14% 上升至 16%。因此在收入分配结构中导致家庭部门可支配收入比例下降的主要原因是政府部门可支配收入上升所导致的。总结近年来消费比例下降的原因，我们可以得到以下几点结论：

(1) 消费比例下降与居民可支配收入比例下降和消费倾向下降有关，但前者是主要原因。

(2) 从宏观收入分配结构来看，政府部门可支配收入份额上升是导致家庭部门可支配收入比例下降的主要原因。

(3) 从居民可支配收入内部结构来看，经营性收入和劳动者报酬比例下降是导致居民可支配收入比例下降的主要原因。

¹³ 城镇居民可支配收入来源于调查数据，其他通过资金流量表计算。

表 4 国民经济各部门可支配收入占 GDP 比例

年份	家庭部门	政府	金融企业	非金融企业
1992	0.677	0.190	0.010	0.123
1993	0.646	0.192	0.012	0.150
1994	0.660	0.180	0.009	0.151
1995	0.668	0.165	0.007	0.159
1996	0.693	0.171	0.009	0.127
1997	0.681	0.175	0.004	0.140
1998	0.681	0.175	0.006	0.137
1999	0.671	0.186	0.006	0.138
2000	0.648	0.195	0.006	0.151
2001	0.638	0.211	0.003	0.148
2002	0.652	0.205	0.010	0.133
2003	0.627	0.218	0.022	0.133

2、投资

与消费规模相对下降形成对比的是无论投资占 GDP 的规模还是增长速度近年来均呈现增长趋势。就投资规模而言，2000 年资本形成占 GDP 的比例为 35%，2005 年增值接近 43%。剔除价格因素之后 1999 年全社会固定资产投资增长率为仅为 6%，而 2005 年固定资产投资增长速度为 24%。在分析投资增长数据的同时我们还注意到自 1999 年以来投资品的价格一直保持在相对平稳的水平上。除了 2004 年为 5% 之外，包括 2005 年在内的其他年份投资品价格增长率都在 1% 左右。投资迅速增长的同时并未导致投资品价格上涨，这一点对分析投资增长的可持续性有重要的意义。

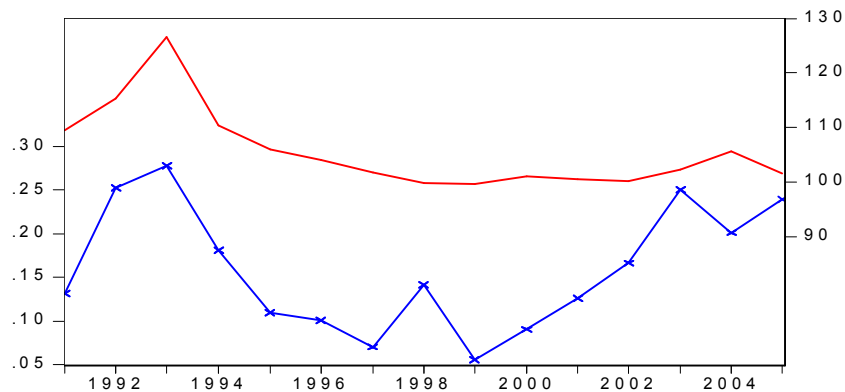


图 6 实际固定资产投资增长率和价格指数

虽然经济增长的黄金率理论认为以经济高增长为目标的高投资和高储蓄会

导致经济增长的动态无效率，单纯的投资份额和增长速度并非判断投资是否处于合宜水平的标准。衡量投资在经济上是否是合理的指标首先是投资的成本收益分析，如果投资的收益高于成本，那么在经济意义上就是合理的。不仅如此，在这种情况下投资会持续增加直至投资的边际收益等于边际成本。2006年以来学术界关于中国投资回报率进行了大量的研究和争论。主流的研究结论认为2000年之后，中国资本回报率存在上升趋势，参见附图（1）和附图（2）。根据CCER“中国经济观察”研究组计算，“如果以权益作为资本存量计算，净资产净利润率从1998年的2.2%上升到2005年的12.6%，税前利润率从3.7%上升到14.4%，总回报率从6.8%上升到17.8%。以资产作为资本存量计算，总资产净利润率从1998年的0.8%上升到2005年的5.3%，税前利润率从1.3%上升到6.0%，总回报率从2.5%上升到7.5%。计算总资产回报率所用利润数据已扣除利息支出，2005年不扣除利息的总资产净利润率约为6%-7%。”¹⁴从整个国民经济内部而言，不同类型企业资本回报率绝对水平存在一定的差异。私营企业资本回报率较高，三资企业其次，而国有或国有控股企业较低。“以净资产税前利润率指标为例，2005年私营企业为17.3%，三资企业为14.9%，国有或国有控股企业为12.9%。不过比较1998年以来资本回报率增长幅度，三类企业排序则正好相反：国有企业增幅较高为10.9个百分点，三资企业其次为10.2个百分点，私营企业较低为5.7个百分点。”¹⁵

在如此背景下，如果资本成本下降，两方面的因素必然会推动投资迅速增长。精确计算资本回报率是相当复杂的，在本文中我们通过所有者权利净利润率指标作为衡量资本回报率的简单指标，同时将真实利率作为资本成本的代理变量。按照所有者权利净利润率计算的资本回报率从4%上升至14%，而在一时期真实利率呈现出下降趋势。真实利率从1999年13.2%下降到1%左右。2000年之前真实利率高于资本回报率是导致中国通货紧缩的主要原因之一。2000年到2002年通货紧缩一度造成真实利率上升，但仍然低于资本回报率，2002年之后真实利率迅速下降使得资本回报率和真实利率之间的剪刀差进一步扩大，可能是导致近年来投资迅速增长的原因。

¹⁴ CCER“中国经济观察”研究组（2007）。

¹⁵ CCER“中国经济观察”研究组（2007）。

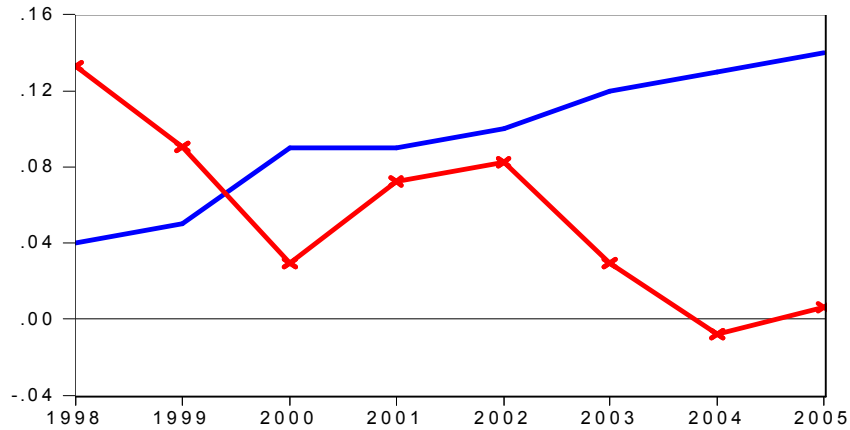


图7 投资收益与资金成本¹⁶

除了资本报酬率之外，投资的资金来源也是我们需要关注的对象。有数据表明投资主体和资金来源日益市场化，从而保证投资更加符合经济效率。2006年 国家固定资产投资总额中，国家预算内资金仅为 4.4%，2000 年该比例为 7%；与此同时企业自筹和其他资金的比例已经从 2000 年的 67.8% 上升至 2005 年 74.1 %。

表4 固定资产投资来源构成 (%)

年份	国家预算内资金	国内贷款	利用外资	自筹和其他资金
1997	2.8	18.9	10.6	67.7
1998	4.2	19.3	9.1	67.4
1999	6.2	19.2	6.7	67.8
2000	6.4	20.3	5.1	68.2
2001	6.7	19.1	4.6	69.6
2002	7.0	19.7	4.6	68.7
2003	4.6	20.5	4.4	70.5
2004	4.4	18.5	4.4	72.7
2005	4.4	17.3	4.2	74.1

值得说明的是对于个体投资者而言，资本回报率高于资本成本是高投资增长率的逻辑基础。因此单纯从经济效率角度出发，高投资是有其合理性的。但是对于整个社会而言，上述标准的假设前提是私人部门投资的收益和成本是否真正反映了市场经济条件下资本对产出的贡献以及资本的真实成本。通过对不同行业所有者利润率进行研究我们可以发现所有者利润率高的行业主要集中在高度国家

¹⁶净资产利润率根据《全部国有及规模以上非国有工业企业主要指标》计算，真实利率通过上年贷款利率和工业品出厂价格指数计算。

垄断的行业。以所有者利润率为例，2006年最高的前五位行业分别是石油和天然气开采业、有色金属矿采选业、其他采矿业、黑色金属矿采选业和烟草制品业，所有者利润率分别为65%、43%、22%、20%和19%，这五大行业基本全部为国家高度垄断行业。我们通过另外两个指标进行对比研究同样发现资本报酬率最高的前五大行业也基本为国家垄断行业，见(表5)。因此我们有理由怀疑高资本收益的原因在多大程度上来源于投资效率的提高，而又在多大程度上来源于政府垄断程度的增强？

表5 2006年 资本收益率最高的十大行业

所有者利润率(%)		总资产贡献率(%)		工业成本费用利润率(%)	
行业	指标	行业	指标	行业	指标
石油和天然气开采	65.26	烟草制品业	58.86	烟草制品业	30.87
有色金属矿采选	42.61	有色金属矿采选	27.24	有色金属矿采选业	30.49
其他采矿业	22.26	其他采矿业	21.93	黑色金属矿采选业	22.82
黑色金属矿采选业	20.29	饮料制造业	18.27	其他采矿业	14.84
烟草制品业	18.70	黑色金属矿采选	16.97	非金属矿采选业	12.01
有色金属冶炼及压延加工	18.26	非金属矿采选业	14.11	医药制造业	10.52
金属制品业	17.97	食品制造业	13.56	印刷业和记录媒介的复制	9.43
农副食品加工业	17.70	医药制造业	13.13	饮料制造业	9.02
皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	17.40	有色金属冶炼及压延加工业	12.01	有色金属冶炼及压延加工业	7.66
纺织服装、鞋、帽制造	16.83	农副食品加工业	11.86	化学原料及化学制品制造	7.50

3、小结

一般认为中国国内经济非均衡的表现主要集中在两个方面，一是消费在总产出中的份额下降，二是投资无论是份额还是增长速度都维持在较高的水平。通过上文的分析，我们发现导致消费份额下降的主要原因在于居民可支配收入在产出中的份额下降，消费倾向的影响相对收入的影响力较小，而居民可支配收入份额下降主要是由于政府部门可支配收入。而在居民可支配收入中，份额下降最快的是增加值收入和劳动者报酬收入。因此概括起来，在收入分配的微观层面上，居民增加值收入和劳动者报酬并未实现与产出同步增长；收入分配的宏观格局上，收入分配呈现出向公共部门倾斜的趋势。两方面的原因加剧了居民消费份额的下降。近年来投资增长具有较为坚实的经济效率基础，投资主体和资金来源市场化比例不断提高。企业部门资本回报率呈现强劲的增长趋势，同时资金成本保持在相对较低的水平，投资高速增长不仅是必然的结果，而且符合经济效率。因此相

对于投资而言，消费比例下降更加需要关注。而隐藏在消费份额下降背后的居民部门可支配收入比例下降是解决这一问题的关键。

（二）经济外部失衡原因

1、国际贸易

国内关于中国对外贸易快速增长的原因存在两种观点，第一种观点认为近年来贸易顺差快速增长的原因在于人民币低估所导致的实际汇率失调；另一种观点则认为贸易顺差是中国在全球分工体系中作为“加工工厂”的角色必然结果。贸易顺差成因分析角度的差异不仅隐含了研究者关于未来贸易失衡发展趋势不同的判断，同时也预示着不同的政策取向和结果。如果将贸易顺差归因于汇率失调，那么贸易顺差事实上是一个短期经济政策问题，通过名义汇率升值或者通货膨胀手段调整将实际有效汇率调整到均衡水平，贸易顺差将逐渐消失。如果贸易顺差是由中国在国际分工体系中所处的位置所决定的，那么贸易顺差将是一个长期性的结构问题，汇率调整无法在短期内彻底解决贸易顺差问题。

要判断中国贸易未来增长的可持续性必须首先要分析中国出口产品的结构。按照 H-O 理论，产品贸易实际上是资源贸易，通过国际贸易一国出口国内相对丰富的资源而进口相对稀缺的资源。中国作为传统意义上劳动力丰富的国家，应该出口劳动密集型产品而进口资本和技术密集型产品。改革开放以来中国出口产品的结构演化大致经历了三个阶段，1980 年—1987 年以资源类初级产品为主；1988 年至 2000 年期间以劳动密集型的轻纺工业产品和杂项产品为主；2000 年开始转为以技术和资本密集型的机械及运输设备为主。¹⁷初级产品出口份额从 1990 年的 25.59% 下降到 2005 年的 6.44%，而机械及运输设备出口份额则从 1990 年的 9% 上升到 2005 年的 46.23%，轻纺产品、橡胶制品矿冶产品及其制品基本稳定在 20% 左右，并略有下降趋势。

产品结构调整蕴含着产品技术含量的变化。根据樊纲、关志雄和姚枝仲（2006）的研究，2003 年中国出口的高技术产品占出口总额的 11.6%，比 1995 年提高了 3 个百分点；中等偏上技术的产品是中国出口增长最快的部分，1995 年到 2003 年期间该类产品的出口份额上升了 13.5 个百分点；而低技术出口产品比例下降了约 16 个百分点。出口产品技术结构变化隐含着积极的政策含义，Cui

¹⁷ 参见卢荻、黎贵才（2007）。

和 Syed (2007) 研究发现, 对于出口产品而言, 技术层次越高, 产品价格弹性越大; 但是对于进口产品而言, 技术层次越高, 产品价格弹性越小。综合上述研究成果, 我们可以得到一个基本结论, 随着进出口产品技术层次的提升, 实际有效汇率调整对于贸易平衡的影响将增加。

表 6 中国贸易品的技术分组 (%) ¹⁸

	2003 年出口	2003 年进口	1995 年出口	1995 年进口
低技术	26.2	47.8	42.1	24.9
中等偏下技术	29.1	14.9	29.9	19.1
中等偏上技术	33.1	35.4	19.6	30.0
高技术	11.6	31.9	8.5	25.9

贸易类型的变化近年来也同样引人注目。加工贸易近年来一直处于重要地位, 并呈现稳步增长居民; 2005 年和 2006 年一般贸易顺差增长迅速, 2004 年一般贸易顺差为 321 亿美元, 2005 年增长到 1020 亿美元, 2006 年再次增加到 1775 亿美元, 是 2004 年的三倍; 其他贸易一直存在逆差, 并且规模不断扩大, 见 (图 8)。

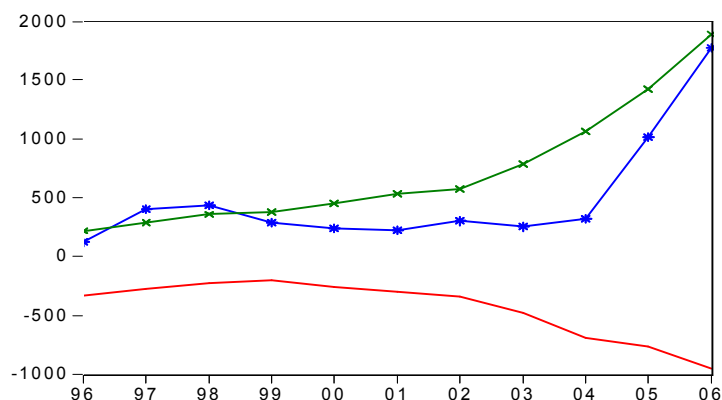


图 8 中国贸易顺差构成 (亿美元)

就加工贸易内部来看, 出口产品增加值的国内部分所占比重正逐步提升, 国内增加值率提升表明就加工贸易而言, 出口和进口之间的关系逐步弱化, 出口加工产品中越来越多的份额通过国内产品提供, 见 (表 7)。价格贸易顺差的快速

¹⁸ 樊纲、关志雄和姚枝仲 (2006)。

增长在很大程度上是由于进口增长速度相对下降造成的。

表 7 加工贸易国内增加值率 (%)

	出口 (亿美元)	进口 (亿美元)	国内增加值率 (%)
1990	254.20	187.60	26.20
1991	324.30	250.30	22.82
1992	396.20	315.40	20.39
1993	442.50	363.70	17.81
1994	569.80	475.70	16.51
1995	737.00	583.70	20.80
1996	843.30	622.70	26.16
1997	996.02	702.06	29.51
1998	1044.54	685.99	34.33
1999	1108.82	735.78	33.64
2000	1376.52	925.58	32.76
2001	1474.33	939.74	36.26
2002	1799.28	1222.01	32.08
2003	2418.51	1629.04	32.64
2004	3279.70	2216.94	32.40
2005	4164.67	2740.12	34.21
2006	5,103.70	3,214.90	37.01

加工贸易进出口结构的变化不仅对于贸易顺差总额有重要影响,还可能由此改变中国在区域贸易中的地位和作用。2000年之后中国国际贸易中对美国和欧洲国家一直保持贸易顺差,而对亚洲其他国家则为贸易逆差。从而形成了中国出口产品中间生产商的国际分工角色,从亚洲其他国家进口原材料、零部件和半成品,经过国内生产组装好向欧美等国家出口制成品。2004年之后虽然上述贸易格局没有发生根本性变化,但是中国在保持对欧、美贸易顺差迅速增长的同时,对亚洲其他国家的贸易逆差比重迅速下降。结合加工贸易国内增加值率稳步上升的事实,我们可以得出以下基本判断,出口产品价值中越来越多的份额来自国内,未来随着进口中间品规模相对下降,中国的贸易顺差可能进一步扩大。

此外,贸易顺差增长与投资增长之间的关系也是一个引人注目的课题。尽管在本研究中有专门章节论述该问题,在此仍就与本文相关内容稍加说明。理论上讲贸易顺差和投资增长之间可能存在两种关系,首先国际贸易通过规模效应等渠道提高投资回报率,经常项目顺差扩大是拉动投资增长的原因。此外贸易顺差扩大也可能是由于过度投资所造成的生产能力过剩的直接结果。国内生产能力过剩

造成产品被迫出口假设的直接推论是，其他条件不变，出口规模扩大将造成产品价格水平应该是下降的。数据研究表明 2003 年之后，随着出口规模扩大并未出现出口产品价格下降的现象，因此在理论上可以排除出口增长是由于国内生产能力过剩造成的。

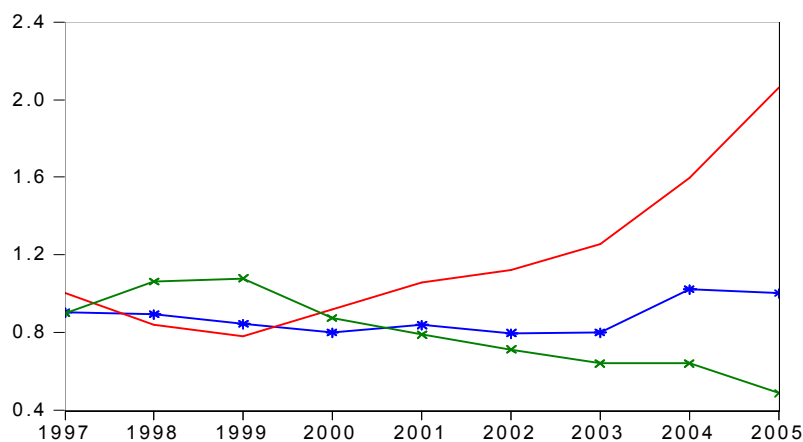


图 9 中国贸易条件和进出口价格指数¹⁹

2、资本流动

资本是全球化背景下是流动性最强的要素。中国外资的来源主要来自外商直接投资、贸易顺差和其他途径。另外在国际收支平衡表的误差与遗漏项目也是分析的重点对象。

表 7 中国国际收支平衡表 (亿美元)

年	经常项目	直接投资	储备变动	误差遗漏	年	经常项目	直接投资	储备变动	误差遗漏
1991	133	35	-67	-146	1999	156.7	369.8	-85.1	-148.0
1992	64	72	-83	21	2000	205.2	374.8	-105.5	-118.9
1993	-119	231	-98	-18	2001	174.1	373.6	-473.3	-48.6
1994	77	318	-98	-305	2002	354.2	467.9	-755.1	77.9
1995	16	338	-178	-225	2003	458.7	472.3	-1170.2	184.2
1996	72	381	-156	-316	2004	686.6	531.3	-2063.6	270.5
1997	370	417	-223	-357	2005	1608.2	678.2	-2070.2	-167.7
1998	315	411	-187	-64	2006	2499.0	603.0	-2470.0	-129.0

从绝对数额上来看直接投资是最稳定的资本流入方式，1997 年直接投资流入 417 亿美元，2006 年增长至 603 亿美元，即便是在通货紧缩时期，直接投资

¹⁹ 引自刘元春、闫文涛 (2007)。

经常项目顺差在经历了 1999 年到 2001 年期间的低水平后于 2002 年开始迅速增长，从 2002 年 354.2 亿美元增长到 2006 年 2499 亿美元的水平。在影响资本流入的因素中变化最频繁的是误差与遗漏项目，虽然误差与遗漏项目的绝对数额相对于直接投资和经常项目并不大，但是其正负号方向具有较高的不稳定性。

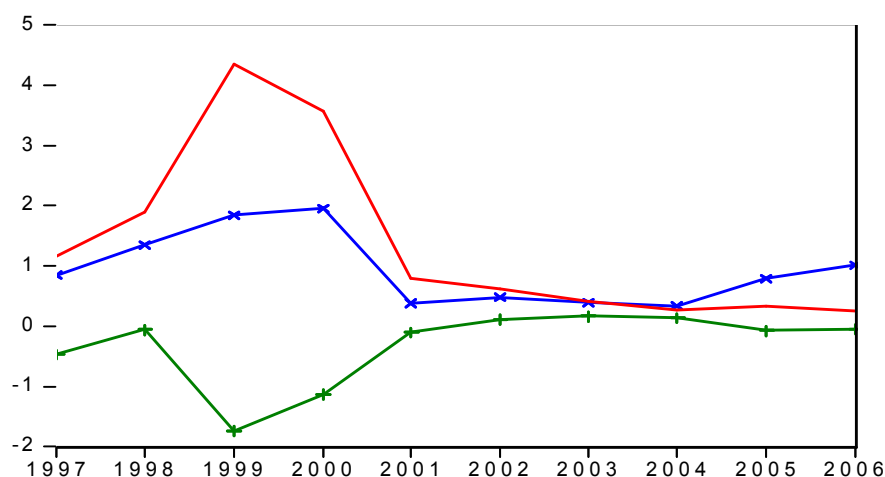


图10 不同外资流入形式在新增外汇储备中的比例（单位：100%）

由于中国尚未完全开放资本项目，理论上外资主要通过经常项目和直接投资形式流入国内，因此国际收支平衡表中的“误差与遗漏”项目往往可以近似表示未在政府监管下的资本流动的规模，其正负号代表了资本流动的方向。（图 9）表明 1997 年以来，除了 2002 年到 2004 年三年外，“误差与遗漏”项目表明国内资本流出。特别是在 1999 年和 2000 年，由于经常项目和直接投资处于较低水平，“误差与遗漏”项目一度在外汇储备增长中占据重要份额。由于“误差与遗漏”波动性较强，因此它是预测未来资本流动方向的重要因素。

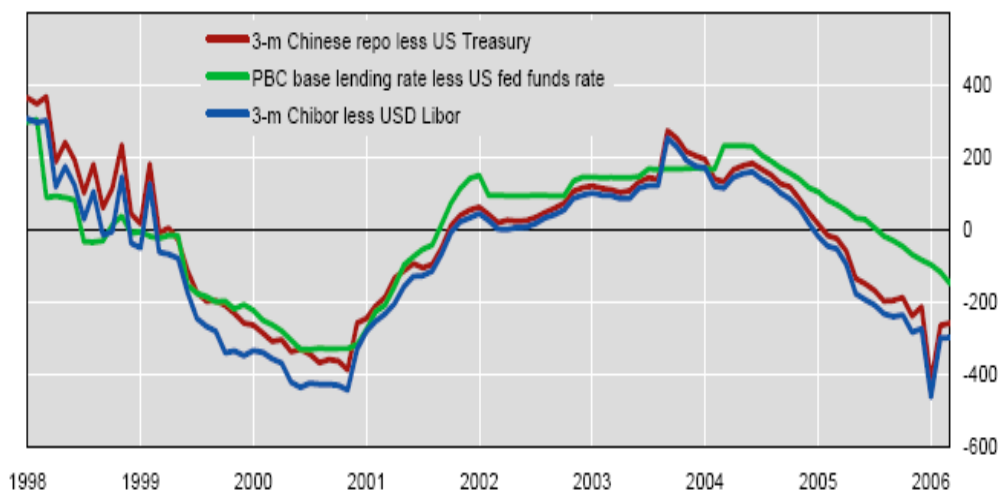


图 11 人民币收益率与美元收益率差额²⁰

利率平价表明利差是导致国际间资本流动的基本原因。Ma 和 McCauley（2007）通过三组不同指标研究了人民币与美元之间收益率差额，其中 1999 年到 2001 年和 2005 年到 2006 年期间人民币收益率低于美元收益率，最高达到约 400 个基点；而 2002 年到 2004 年期间人民币收益率则高于美元收益率，最高达到 200 个基点，中美利差的变化刚好与中国资本“外逃”的方向一致。

表 8 2007 年中、美短期利差变化²¹

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
美国短期利率（%）	4.98	5.03	4.94	4.87	4.73	4.61	4.82
中国短期利率（%）	2.86	3.18	2.9	3.08	2.89	3.18	
名义利差（%）	2.12	1.85	2.04	1.79	1.84	1.43	

进入 2007 年以来美国短期利率持续走低，特别是近期由于次级抵押贷款事件导致美联储再次调低利率，2007 年 8 月第三周已经降至 3.27%。与此同时中国人民银行在逐步调高存贷款基准利率，2007 年 8 月 22 日金融机构一年期存款基准利率上调到 3.60%；一年期贷款基准利率上到 7.02%。在名义利差缩小的同时，人民币相对于美元的升值过程再度加速。2006 年以来，人民币相对美元升值呈现加速过程，2006 年上半年平均速度为每年升值 1.8%，下半年为 3.8%，2007

²⁰ 数据来源 Ma 和 McCauley（2007），人民币收益率与美元收益率差额分别用三个月人民币回购利率与美国财政部债券利差、人民银行基准贷款利率与美国联邦基金利率之差和人民币三月银行间利率与美元银行间利率差额表示。

²¹ 美国短期利率为美国财政部三个月债券利率，中国短期利率为银行间市场债券 90 天回购利率。

年前六个月升值速度达到每年 5% 的水平。在名义利差缩小和人民币加速升值的双重作用下，资本外流的部分将得到遏制。

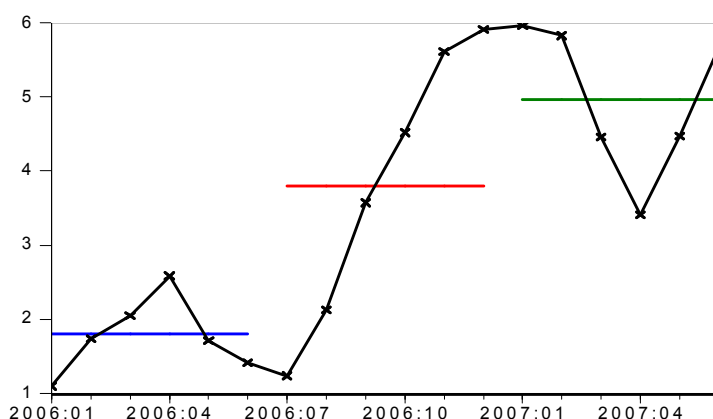


图 12 人民币对美元名义汇率三个月升值速度年率

3、外汇储备未来趋势的理论估测

持续双顺差的结果导致外汇储备存量不断增加，特别是 2002 年以来外汇储备占 GDP 的比重呈现出加速上涨的趋势。

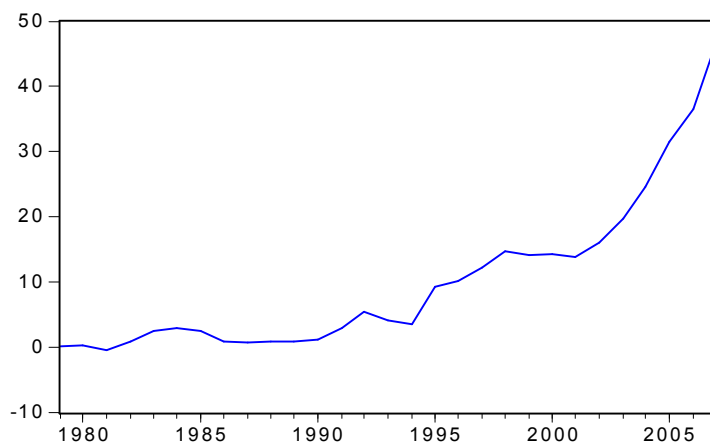


图 13 人民币对美元名义汇率三个月升值速度年率²²

覃东海（2006）²³给出了描述外汇储备与 GDP 比例的动态演进方程，并且

²² 其中 2006 年数据根据人民银行人民币外汇占款与 GDP 比例计算。

²³覃东海（2006）给出的基本模型为 $fer(t) = \frac{i_f - ca}{g} + C_1 e^{-gt}$ ，其中 fer 是外汇储备占 GDP 的比例，

i_f 和 ca 分别是净直接投资和经常项目占 GDP 的比例， g 是 GDP 增长率， $C_1 = fer(0) - \frac{i_f - ca}{g}$ 是常

进一步证明只要 GDP 保持正增长，外汇储备存量对 GDP 比值的增长速度就是收敛的，经常项目和净直接投资占 GDP 的比例越高，外汇储备占 GDP 的比例也越高；相反名义 GDP 增长越快，外汇储备占 GDP 的比例越低。GDP 增长速度快慢以及外汇储备与 GDP 比值初始值的大小影响外汇储备对 GDP 比例的收敛速度但不会影响汇储备对 GDP 比例的极限取值。

1997 年到 2005 年经常项目和净直接投资占 GDP 的比重平均为 6%，但是 2005 年达到 7.6%，比 2004 年 4.4% 的水平有显著提高。而 1997 年到 2006 年期间名义 GDP 的增长率平均为 11.4%。据此我们对未来外资流入和名义 GDP 的增长情况进行基本假定，进而估测外汇储备与 GDP 的最终比例。2005 年外汇储备占 GDP 的比重接近 37%，如果未来净直接投资和经常项目占 GDP 的比例保持在 7% 至 9%，名义 GDP 保持在 10% 至 12% 的年增长率，那么外汇储备占 GDP 的比例将维持在 60% 至 90% 之间。

表 9 外汇储备占 GDP 比例的理论估计

名义 GDP 增长率	净直接投资和经常项目占 GDP 比例			
	5%	7%	9%	11%
8%	0.63	0.88	1.13	1.38
10%	0.50	0.70	0.90	1.10
12%	0.42	0.58	0.75	0.92
14%	0.36	0.50	0.64	0.79

根据上文分析，净投资占 GDP 保持在相对稳定的水平，越 3% 左右。如果名义 GDP 的增长速度保持在 10% 至 12% 之间，净投资和经常项目占 GDP 的比重在 7% 左右，那么本文预测到 2025 年前后外汇储备和 GDP 的比重将得到一个相对稳定的水平。

数。根据该模型外汇储备与 GDP 的最终比例将会收敛到 $\frac{i_f - ca}{g}$ 的水平。给定外汇储备占 GDP 的初时水平，该比例的增长速度为 $\frac{df_{er}}{dt} = -gC_1 e^{-gt}$ ，这一增长速度随着时间延续逐渐下降，直到外汇储备占 GDP 比例达到稳定水平。

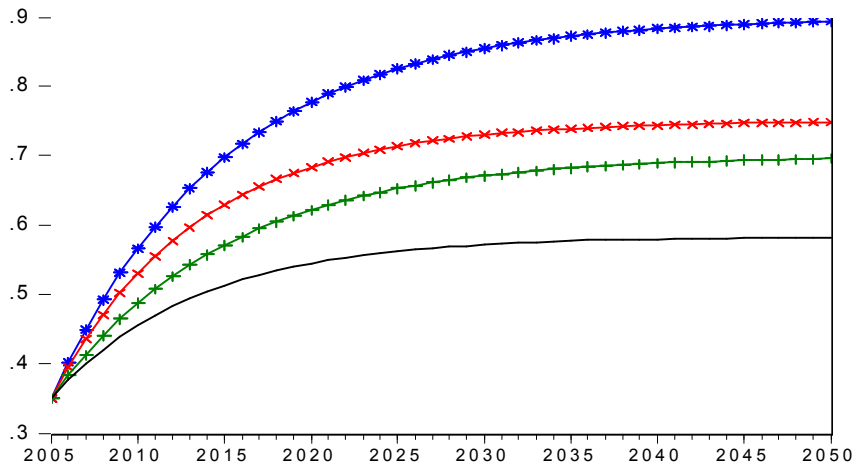


图 14 外汇储备与 GDP 比重的理论趋势²⁴

4、小结

国际收支双顺差是中国经济外部失衡的集中体现。就经常项目而言，虽然人民币实际汇率升值对经常项目扩大起到一定的抑制作用，但是贸易结构的变化隐含着经济项目顺差进一步扩大的趋势。随着中国国内生产能力的增强，进口中间产品更多的份额由进口转为国内生产。这一趋势不仅会影响中国在区域贸易分工中的地位 and 角色，还可能导致经常项目顺差进一步扩大。除了经常项目可等导致外资的进一步流入之外，直接投资规模和流向相对稳定。由于 2007 年以来中美两国短期名义利差的缩小和人民币名义汇率加速升值，以“热钱”形式流出国外的资本在规模上将有所下降，甚至出现方向的反转。根据理论模型计算，我们预期在 2025 年前后，中国外汇储备与 GDP 的比例将达到一个相对稳定的水平。

三、中国经济内外失衡的趋势展望

在本文的第一部分和第二部分中我们简要地分析了中国经济内外失衡的表现及其原因，要研究中国经济失衡未来的发展趋势实际上是要对一系列问题进行判断。我们将这些问题概括如下。

²⁴ 第一个数字表示经常项目和净投资占 GDP 比重，第二个数字表示名义 GDP 增长率。

首先，最终消费在总产出中的份额会不会上升？这个问题的另一个方面就是中国总储蓄率会不会进一步上升。给定投资不变，如果消费在产出中的份额进一步下降将导致贸易顺差进一步扩大。最终消费变化取决于可支配收入在国民经济各部门之间的分配以及各部分的消费倾向，造成近年来最终消费份额下降的主要原因是国民收入分配向政府和企业部门倾斜。消费倾向相对稳定，如果国民经济各部门收入分配结构没有显著调整，预计消费比重仍将下降。

其次，近年来投资增长率虽然较高，本文认为这其实并不是一个“问题”，目前的高投资是以高资本回报率为支持的，未来投资增长率的变化取决于资本回报和成本的调整过程。研究表明中国资本回报率与经济景气密切相关。从资本回报率角度来看，如果未来中国经济增长保持相对较快的速度，投资增长仍然会保持较高速度。从资本成本角度来看高储蓄为投资增长提供了必要的物质基础，此外在近期内利率市场化改革和国际资本市场不太可等引领中国进入高利率通道。综合以上依据，我们认为投资增长率在未来一段时期内仍将保持较高水平。

第三，国际贸易结构在总量快速增长的同时也在悄然发生变化。低技术水平产品进出口份额下降而中高技术产品的份额在上升，从而使得进出口更加富有价格弹性，在汇率升值的前提下，贸易顺差有下降的可能。另一方面，由于中国国内初级产品生产能力增强和生存技术水平的提升，加工贸易中更大的份额将来自于国内。产品进口增长速度滞后于出口增长，贸易顺差将进一步扩大。综合上述两方面的因素，由于中国在世界分工体系中所处地位尚未发生本质变化，人民币升值在边际上对贸易顺差有一定的抑制作用，但贸易平衡结构不会发生根本变化，因此未来贸易顺差的规模可能进一步扩大，但增长速度会随着人民币升值而有所下降。

第四，经常项目顺差是外资流入的最主要形式。未来随着贸易结构和产品技术层次提升，由经常项目盈余造成的外资流入规模将进一步扩大。此外直接投资规模和流向相对稳定，不会对资本流动的规模和方向产生显著影响。在近期内，由于中美两国短期名义利差的缩小和人民币名义汇率加速升值，以“热钱”形式流出国外的资本在规模上将有所下降，甚至出现方向的反转。综合上述三方面因素，我们预期资金在未来几年内仍将是来自国外流向国内，其绝对规模将进一步扩大。根据理论模型计算，我们预期在 2025 年前后，中国外汇储备与 GDP 的比例

将达到一个相对稳定的水平。

参考文献

刘元春,《中国经济增长速度的性质分析》,《中国宏观经济分析与预测》,中国人民大学经济研究所,2007年7月。

郑超愚,《投资、储蓄与中国经济增长:宏观视角与国际比较》,《中国宏观经济分析与预测》,中国人民大学经济研究所,2007年7月。

卢荻、黎贵才,《中国的外汇、外贸、外资与长期经济发展问题》,《中国宏观经济分析与预测》,中国人民大学经济研究所,2007年7月。

樊纲、关志雄、姚枝仲,《国际贸易结构分析:贸易品的技术分布》,《经济研究》,2006年第8期,第70—80页。

刘元春,闫文涛,《中国内外部不均衡关系研究》,《中国宏观经济分析与预测》,中国人民大学经济研究所,2007年9月。

覃东海,《中国双顺差问题研究》,中国社科院世界经济与政治研究所博士论文,2006年。

CCER“中国经济观察课题组”,《我国资本回报率估测(1978—2006)》,2007年2月。

Li Cai, Murtaza Husaun Syed, “Is China Changing Its Stripes? The Shifting Structure of China’s External Trade and Its Implications”, IMF Research Department Trade Conference Paper, Apr.6, 2007.

Guonan Ma, Robert McCauley, “Do China’s Capital Controls Still Bind? Implications For Monetary Autonomy and Capital Liberalization”, BIS Working Paper No233, August 2007.

附录

(1) 1979年—2005年消费、资本形成和净出口对经济增长的贡献份额²⁵

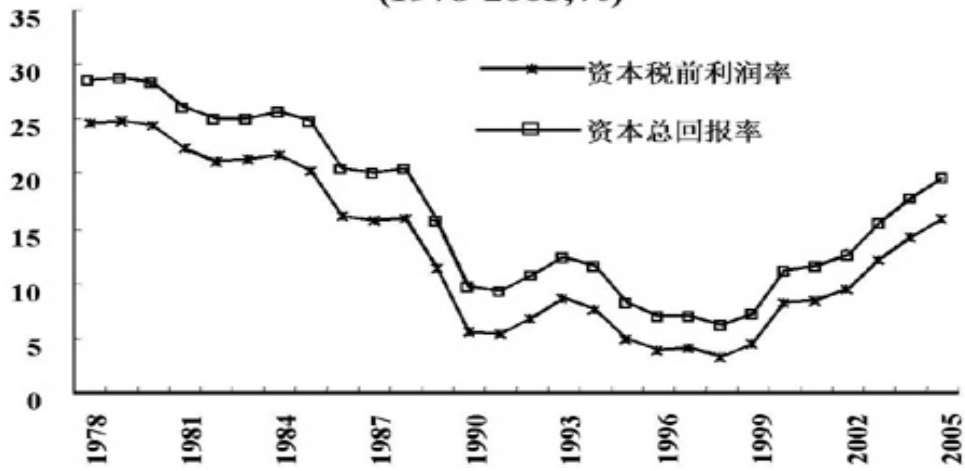
	消费	资本形成	净出口
1979	0.88	0.14	-0.02
1980	0.8	0.19	0.02
1981	1.07	-0.18	0.1
1982	0.56	0.31	0.12
1983	0.65	0.43	-0.07
1984	0.6	0.46	-0.06
1985	0.67	0.74	-0.33
1986	0.54	0.33	0.12
1987	0.51	0.25	0.21
1988	0.67	0.44	-0.09
1989	0.8	0.25	-0.04
1990	0.23	0.01	0.69
1991	0.59	0.37	0.04
1992	0.61	0.53	-0.11
1993	0.37	0.86	-0.17
1994	0.48	0.23	0.21
1995	0.58	0.36	0.04
1996	0.69	0.24	0.06
1997	0.54	0.21	0.23
1998	0.67	0.28	0.04
1999	0.84	0.33	-0.16
2000	0.78	0.24	-0.01
2001	0.43	0.58	-0.01
2002	0.4	0.53	0.06
2003	0.28	0.74	-0.01
2004	0.49	0.47	0.03
2005	0.32	0.38	0.25

²⁵ 本表根据支出法 GDP 计算，相关数据通过 GDP 平减指数调整。

附表 2 中国出口产品构成

年份	初级产品	化学品及有关产品	轻纺产品、橡胶制品矿冶产品及其制品	机械及运输设备	杂项及未分类产品
1990	25.59	6.01	20.25	9.00	39.15
1991	22.45	5.31	20.10	9.94	42.19
1992	20.02	5.12	19.00	15.56	40.30
1993	18.17	5.04	17.87	16.66	42.27
1994	16.29	5.15	19.19	18.09	41.28
1995	14.44	6.11	21.67	21.11	36.67
1996	14.52	5.88	18.87	23.38	37.36
1997	13.10	5.59	18.84	23.91	38.55
1998	11.15	5.62	17.68	27.34	38.22
1999	10.23	5.32	17.06	30.18	37.20
2000	10.22	4.85	17.07	33.15	34.71
2001	9.90	5.02	16.46	35.66	32.96
2002	8.77	4.71	16.26	39.00	31.27
2003	7.94	4.47	15.75	42.85	28.99
2004	6.83	4.44	16.96	45.21	26.55
2005	6.44	4.69	16.95	46.23	25.70

我国资本回报率长期演变趋势
(1978-2005,%)



附图 1 我国资本回报率长期演变趋势²⁶

²⁶资料来源：《中国资本回报率：事实、原因和政策含义》，CCER“中国经济观察课题组”，转引自 <http://www.southcn.com/weekend/economic/200702080021.htm>