金融动荡下的世界经济与中国

失衡调整与中国经济的外生风险

于春海

摘要：从历史经验中可以发现， 90 年代后期的两次金融动荡推动了全球经济失衡的积累，为中国经济的非均衡增长模式创造了极其有利的条件。所以，2007 年以来的金融动荡是否会对中国经济带来风险，关键就在于当前的全球经济失衡状态是否会因为金融动荡而出现调整或逆转。作为全球经济失衡关系最重要的一极，美国在贸易失衡中有其自身的内在维持和强化机制。目前的金融动荡并没有显著提高美国净资本流入的易变性，不会对美国贸易赤字产生系统性冲击。近期美国净投资收益向潜在趋势的回归也有助于维持美国净资本流入和贸易逆差的稳定，抑制美国经常项目逆差的急剧调整风险。由此可以认为世界经济失衡状态在未来一段时间不会出现大的调整，所以，过去几年中支撑着中国经济强劲增长势头的外项发展战略和失衡环境，在未来一段时间内仍然可以延续。但是，2006 年以来的各种指标初步显示出美国贸易逆差进入一个缓慢的平稳调整期的迹象，这要求中国适应这种趋势，逐步调整增长模式和基础。

关键词：金融动荡、全球经济失衡、中国经济、贸易失衡

一、金融动荡与世界经济前景：目前的流行观点

始于 2006 年的美国房产市场的调整，在 2007 年上半年引发了美国次级抵押贷款市场和相关证券市场的危机。由于欧美许多银行通过各种复杂的结构性产品参与了美国的次贷市场或次贷支持证券市场，美国次贷危机的影响很快就扩散到欧美主要的成熟金融市场。随着资产支持证券价格的下跌，损失逐步在资产负债表上表现出来，对银行的贷款能力构成现实制约。更为严重的是，关于损失的程度和次贷支持证券的市场分布，并没有准确的统计数据。缺乏透明度和信息导致了很大的不确定性，这在资产价格面临向下调整压力的过程中，使得来自交易对手的风险和不确定性大幅增加，并严重制约银行和其他金融机构提供信贷的意愿。在这种背景下，美、欧等发达金融市场的流动性似乎在一夜之间就丧失，持续多年的流动性过剩状况突然逆转流动性不足。

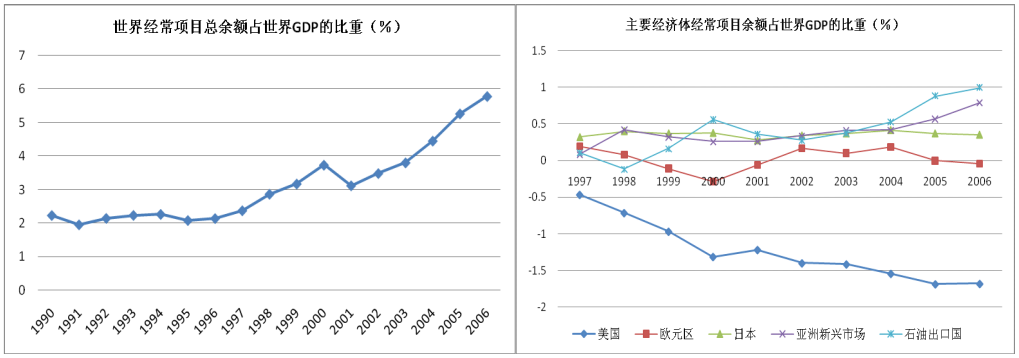
美国、日本和欧元区欧央行为了避免整个金融体系遭受系统性冲击，从 2007 年 8 月开始大规模干预市场，希望以此增强投资者信心和保持金融市场稳定。但是，在金融全球化和证券化的大背景下，银行和其他金融机构对资产支持证券市场的风险暴露隐藏在表外业务中，这就导致风险和损失的程度与承担主体的不确定性和不透明性。这导致市场风险和投资者风险厌恶程度的急剧调整，资金大规模撤出风险资产。美国和欧元区等成熟金融市场进入了一个对风险进行重新定价的过程，资产价格急剧调整、美元加速贬值，并引发全球范围内资金跨境流动规模、方向和结构的调整。在这种背景下，主要国家央行的干预行动并没有能够平抑金融市场的动荡，国际金融体系面临“金融全球化和证券化的第一次危机”[1]。

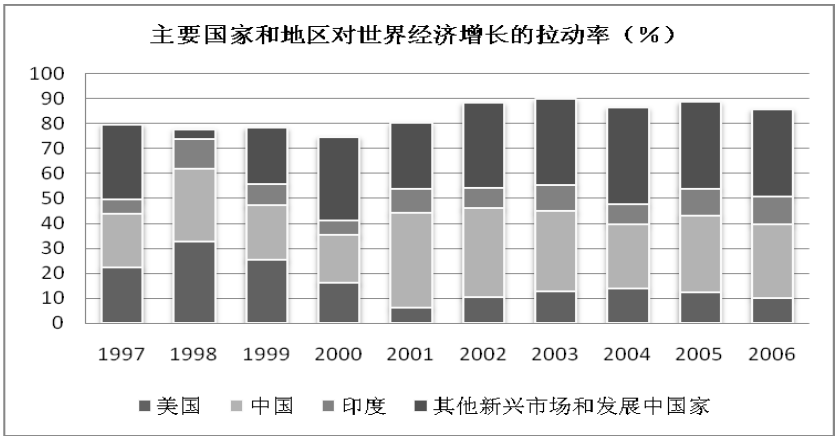
金融动荡对美国乃至整个世界经济的增长前景产生了很大的影响。2000 年以来，以美国和欧洲新兴市场经济国家为逆差方，以东亚新兴市场经济体和石油出口国为顺差方，全球经济处于一种失衡状态，并且失衡的规模不断增长和积累。世界经济的高速增长正是这种失衡状态下实现的。在 2000 年以来的世界经济高

[1] IMF, Turmoil Could Prompt Markets Rethink, Oct. 17, 2007.

速增长期中，美国、中国和印度三国对世界经济增长的贡献程度超过了 40%。如果再加上其他新兴市场和发展中国家，对世界经济增长的贡献程度超过了 80%。而美国、中国、印度、亚洲新兴市场和欧洲新兴市场是目前全球经济失衡的主体。这些国家和地区的经济增长基本都是在失衡背景下实现的，逆差国在国内储蓄不足的情况下，借助于经常项目赤字和国际资本流入，实现了经济的增长和稳定；顺差国在国内储蓄过剩或储蓄向投资转化困难的情况下，借助于经常项目顺差、私人资本流入和官方资本流出这样的循环机制，维持了经济增长和稳定。所以，可以说全球经济失衡本身就是主要国家经济增长的主要动力来源，进而也是世界经济整体增长的主要动力来源。

图 1 世界经济失衡状态的演变[2]





当前的金融动荡，首先可能通过如下渠道影响美国等主要逆差国的经济增长和稳定：1）货币和信贷条件紧缩使得家庭借款人的信贷约束强化，可能会加剧美国房地产市场的低迷状态；2）资产价格下降通过财富效应和消费者信心下降，使得家庭的整体支出减少；3）资本成本的上升导致企业部门的资本支出下降；4）信贷资金市场的混乱会降低整体的信贷提供和分配速度。美国作为世界最大的经济体，占全球进口的 20%，并且拥有全世界最为发达的金融市场，其经济减速必然会通过如下渠道影响顺差国的增长和稳定：1）主要出口市场需求下降，导致其出口增长速度下降，使得国内生产结构被动调整；2）国际金融市场特别是美欧成熟金融市场的风险重新定价，导致顺差国特别是东亚新兴市场的过剩储蓄无法实现其向国内投资的“迂回”转化过程。最后，在这两方面变化的共同作用下，世界经济失衡状态可能会进入急剧调整过程。各国经济和世界经济赖以实现增长

[2] 世界总经常项目余额是指所有国家经常项目余额的绝对值之和。
亚洲新兴市场包括：中国、中国香港特别行政区、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和中国台湾省。

和稳定的机制或动力受到破坏，而且，金融动荡会引发国际金融市场的无序调整和波动，进而对国际金融和经济稳定性构成威胁。在这样的背景下，包括 IMF 在内的国内外机构和组织纷纷下调对世界以及主要国家经济增长前景的预测。

表 1 IMF 关于世界经济及主要国家和地区经济增长前景的预测[3]

	2007 年 4 月的预测		2007 年 7 月的预测		2007 年 10 月的预测	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
世界	4.9	4.9	5.2	5.2	**5.2**	**4.8**
发达国家	2.5	2.7	2.6	2.8	2.5	2.2
欧元区	2.3	2.3	2.6	2.5	2.5	2.1
美国	2.2	2.8	2.0	2.8	1.9	1.9
日本	2.3	1.9	2.6	2.0	2.0	1.7
亚洲新兴工业化经济体	4.6	4.6	4.8	4.8	4.9	4.4
中国	10.0	9.5	11.2	10.5	11.5	10.0
欧盟	2.8	2.7	3.1	2.8	3.0	2.5

目前，以 IMF 为代表的流行观点认为，尽管受到金融市场动荡的影响，短期中世界经济增长速度会放缓，全球经济下滑的风险加大，但是，受到基本面因素的支撑和新兴市场与发展中国家经济强劲增长的支撑，全球经济的强劲增长势头可以继续。目前有三个因素支撑着金融全球化趋势和全球经济的强劲增长势头：1）主要发达国家央行承诺为金融系统提供流动性；2）仍然有大量的资本在国际范围内寻找投资机会；3）在发展中国家和新兴市场经济强劲增长的带动下，世界经济仍然保持相对强劲的增长。

二、世界经济失衡有利于中国非均衡增长战略的实施

（一）中国与世界经济的联系机制分析

在外向型发展模式之下，世界经济的变动必然要对中国经济增长过程产生深刻的影响。但是，历史经验告诉我们，主要经济体乃至世界经济整体增长速度的变化与中国经济增长之间并不存在简单的线性关系。90 年代以来在金融动荡影响下的世界经济减速，因其推动了全球经济失衡的积累，为中国经济的非均衡增长模式创造了极其有利的条件，进而为中国经济走上目前的高速增长路径提供了难得的机遇。

20 世纪 90 年代以来，中国经济发展战略的外向性越来越明显。在内、外失衡不断加剧的过程中，借助于内部失衡和外部失衡之间的联系机制，中国经济实现了高速增长。通过外资和外贸等渠道，世界经济走势对于我国宏观经济的影响不断上升。对于这一点判断，中国经济改革开放以来的发展历程已经提供了足够的证据，已经不需要更多的佐证。从这样的判断出发，可以得出两种可能的结论：1）如果世界经济继续保持其强劲的增长势头，那么，在未来的几年中，中国宏观经济运行过程中来自世界经济总体形势变化的风险并不是很大；2）如果在目前支撑全球经济强劲增长势头的三个因素中，某一个出了问题，世界经济的增长趋势可能会逆转，进而导致中国经济的强劲增长趋势无法持续。

[3] 资料来源：IMF《世界经济展望》2007 年 4 月、7 月、10 月。

但是事实上，世界经济与中国经济之间的联系机制并非如此简单。首先考察中国和美国以及世界经济增长率之间的关系。可以发现，中国经济增长与美国以及世界经济之间的相关性非常小。单纯从数量指标上很难看出美国以及世界经济的增长情况对中国经济具有显著影响。其次，考察中国、美国以及世界经济潜在增长趋势之间的关系，可以发现，中国与美国之间存在较小的正相关性，而中国与世界经济之间却存在负相关性。

图 2 中国、美国和世界经济的增长情况[4]

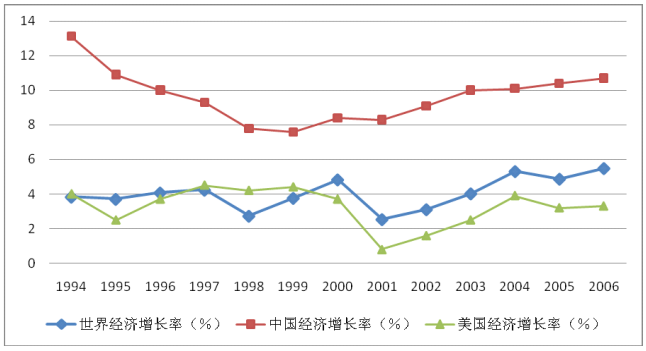


表2 中国、美国和世界经济增长的相关性

	中国经济增长率	美国经济增长率	世界经济增长率
中国经济增长率	1	0.17	0.01
美国经济增长率	0.17	1	0.59
世界经济增长率	0.01	0.59	1

表3 中国、美国和世界经济潜在增长率的相关性[5]

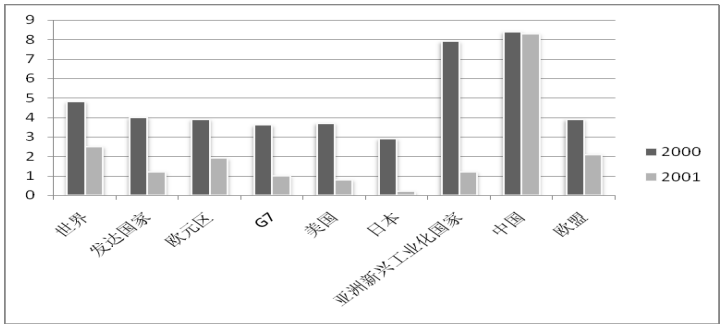
	世界经济增长趋势	美国经济增长趋势	中国经济增长趋势
世界经济增长趋势	1	-0.76	-0.33
美国经济增长趋势	-0.76	1	0.14
中国经济增长趋势	-0.33	0.14	1

从 1994 年以来的年度增长率数据中我们没法确定中国、美国以及世界经济之间的固定联系。通过对比中国、美国和世界经济的增长轨迹，可以发现，1999 年以后，中国经济摆脱东亚金融危机的影响而呈现开始加速增长，这种加速增长的趋势在 2001 年以后变得更加明显。与这两个时点相对应的刚好是两次重大的金融动荡，即 1998 年美国长期资本公司破产引发的金融动荡和 2000 年美国 IT 泡沫破灭引发的金融动荡。这两次金融动荡虽然使得世界经济增速下降，特别是 2000 年美国 IT 泡沫破灭及其引发的 NASDAQ 市场危机，使得世界经济以及包括美国在内的主要经济体的增长速度大幅下降，但是，从中国经济的增长轨迹来看，这两次危机却成为中国经济加速增长的转折点。

图 3 美国 NASDAQ 市场危机对世界及主要经济体的影响

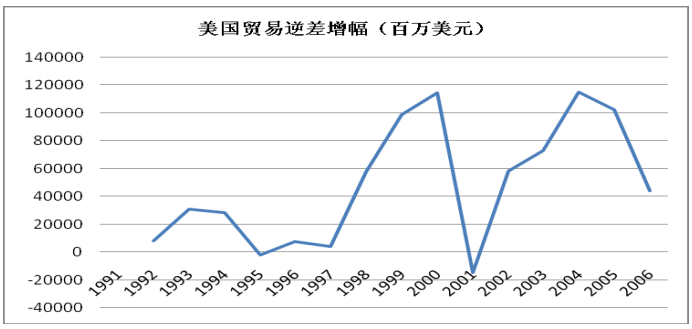
[4] 中国经济增长率数据来自国家统计局，美国经济增长率数据来美国商务部经济分析局，世界经济增长率数据来自 IMF2007 年 10 月的《世界经济展望》。

[5] 对原始增长率数据进行 H-P 滤波，得出潜在增长率。



2000 年至 2001 年，美国 IT 泡沫的破灭导致美国经济陷入衰退，并导致全球经济增长速度大幅下降。但是中国经济受此影响似乎不大。为什么？这对于我国分析目前世界经济形势和美国经济形势变化对中国宏观经济的影响，有重要启示作用。对于这一问题，需要首先考察外部经济影响中国经济的机制和渠道。从数字中看，受美国 IT 泡沫破灭冲击最大的是亚洲新兴工业化经济体，原因是该地区是全球最主要的 IT 产品生产和供应方。此后，IT 产业的低端生产环节大规模向中国转移。在 IT 低端产业逐步向中国的转移过程中，美国国内政策扩张带动了房地产市场的高涨，并引领美国国内消费和投资行为以及整体经济的恢复。此后，中国的出口高速增长，伴随国内投资的高涨，共同带动整体经济的高速增长。

图 4 美国贸易逆差的年度增幅[6]



结合美国贸易逆差的变动情况，可以看出，中国经济增长轨迹上的两个关键转折点刚好对应着美国贸易逆差加速积累的两个转折点。由于美国是当前世界经济失衡状态中的主要逆差国，所以，美国贸易逆差的加速积累也意味着世界经济失衡状态的加速积累。由此可以认为，联系世界经济与中国经济的关键环节在于全球经济失衡状况的演变。各种外生冲击在影响世界经济的同时，如何影响中国经济增长前景，关键就在于这一过程中世界经济失衡状况如何变动。通过分析发现，中国当前外部失衡和内部失衡之间存在双向因果关系，并且在过去几年的特定环境下，在外部失衡与内部失衡的相互联系中，外部失衡起到了主导作用。[7] 正是在内外失衡以及两者的相互联系中，中国经济实现了持续多年的高速增长。这是中国目前的外向型经济发展模式得以实施并取得成效的基础。如果在世界经济变动的背后是全球经济失衡状况的演变，那么中国经济延续多年的外向型发展模式就将面临困境和挑战，进而使得在此基础上实现的高速增长态势难以持续。

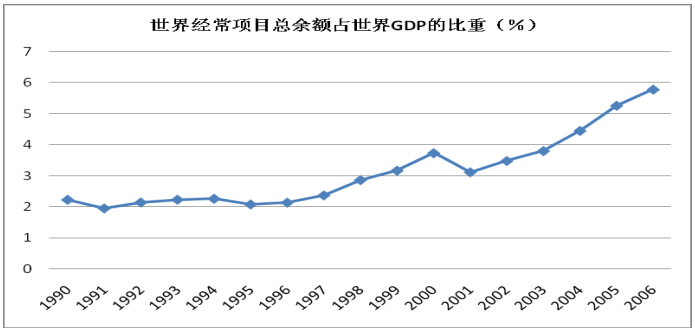
图 5 世界经济失衡状况的演变[8]

---

[6] 数据来自美国商务部经济分析局。

[7] 在中国人民大学经济学院经济所 2007 年第三季度的《中国宏观经济分析和预测报告》中，对于中国内部均衡和外部均衡之间的关系进行了详尽的分析。

[8] 数据来自 IMF2007 年 10 月《世界经济展望》。



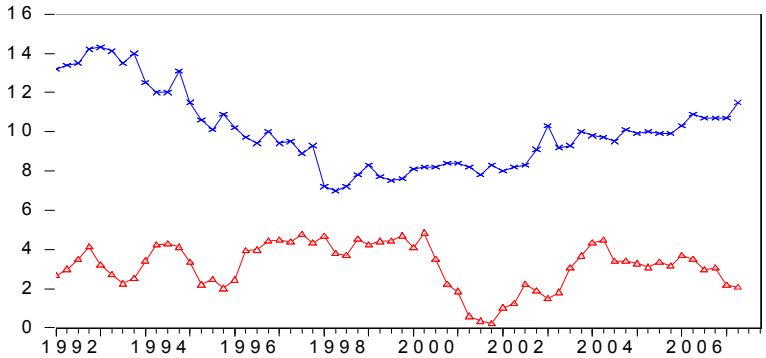
（二）以贸易失衡为纽带的中美经济联系机制分析

中美贸易失衡在2000年以来的全球经济失衡问题中处于中心位置，中美之间的经贸关系是世界经济与中国经济的最重要的联系渠道。所以对于中美贸易失衡以及经济增长之间的关系分析，是分析世界经济对中国的影响的关键环节.

20世纪90年代以来，以1998年和2000年发源于美国的两次金融动荡为转折点，美国经济增长与贸易逆差的联系机制发生了显著的变化，从双向因果关系演变成从经济增长到贸易逆差的单向因果关系。与此同时，美国经济增长和外部失衡对于中国经济的影响也发生了显著变化。2000年以后，美国经济增长通过推动美国贸易逆差的增长，带来了中国对美贸易顺差和整体对外贸易顺差的增加，中国贸易顺差的增加，特别是对美贸易顺差的增加，推动了中国经济的增长。由此，可以认为，中美贸易失衡作为全球经济失衡问题的集中体现，从外部对中国经济增长施加了极大的推动力，并成为联系中美两国经济增长过程的纽带。

作为中国最主要贸易伙伴国和最大的贸易顺差来源国，美国是90年代后期以来几次金融动荡的发源地。1998年和2001年源于美国金融动荡以及随后的经济调整，为中国在外向型发展战略之下实现高速经济提供了难得的机遇。为此，有必要具体分析在过去几次金融动荡之后中美两国的经济增长和对外贸易以及相互之间的联系。

图6 中国和美国的季度实际产出增长率[9]

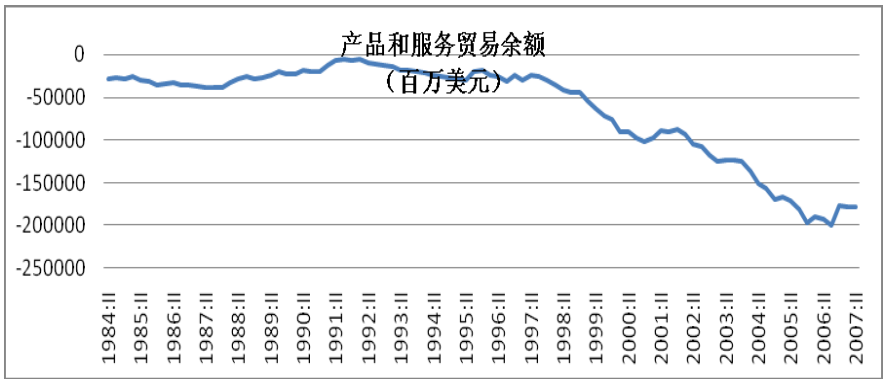


1987年美国股票市场崩溃，随后美国实际产出增长率不断下降，直到1991年实际产出增长速度才重新上升；1998年俄罗斯债务危机和美国长期资本公司破产，美国实际产出增长率并没有受到明显的影响；2001年美国IT泡沫破灭，

[9] 数据来自美国商务部经济分析局。

美国实际产出增长率经历了 1 年多的下降过程，到 2001 年下半年“9.11”之后，在美国宏观经济政策的刺激下，美国实际产出增长率开始提高。2003 年之后，美国实际产出增长率有所降低。

图 7 美国季度贸易逆差的变化



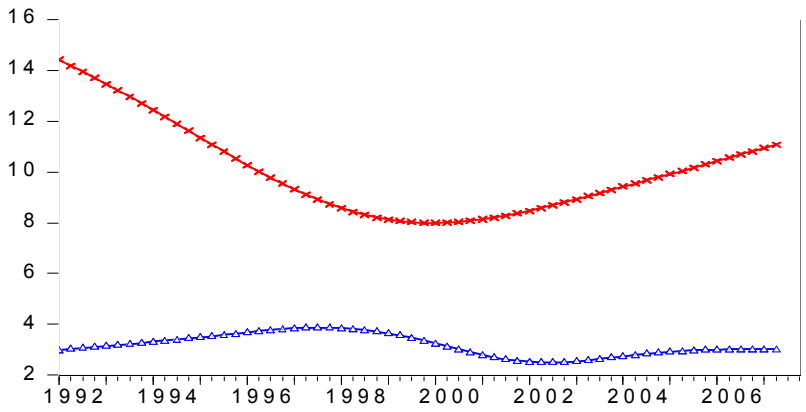
1987 年美国股灾后，美国实际产出增长率不断下降，美国经济经历了较为严重的衰退，与此伴随的是美国贸易收支的不断改善。1987 年三季度，美国贸易逆差为 384 亿美元；1992 年第一季度，美国贸易逆差降至历史低点，只有 55 亿美元。1998 年的金融动荡对美国实际产出增长的影响不大，对美国贸易逆差的持续增加趋势也没有明显影响。2000 年 IT 泡沫破灭后，美国实际产出增长率显著降低，美国经济进入短暂的衰退期，贸易收支也出现了暂时的改善。

从 1992 年以来的季度产出增长情况看，在 1992 年一季度至 2007 年二季度之间，中美两国的经济增长具有微弱的负相关性（-0.02）；在两国的季度经济增长之间，也没有明显的因果关系。

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1992Q1 2007Q4			
Lags: 3			
	Obs	F-Statistic	Probability
美国经济增长不是中国经济增长的格兰杰原因	59	0.99888	0.40079
中国经济增长不是美国经济增长的格兰杰原因		0.27552	0.84279

用 H-P 滤波分离两国经济增长的基本趋势和周期波动，并分析分析两国经济增长趋势之间的关系。在剔除周期波动以后，在中美两国的经济增长趋势之间存在微弱的正相关性，相关系数为 0.04；从格兰杰因果检验结果看，两国经济增长趋势之间存在双向因果，即在统计上是相互影响的。

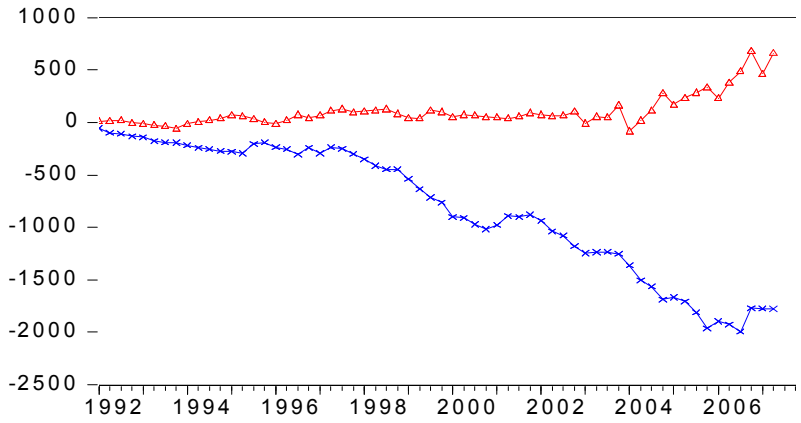
图 8 中国和美国的季度产出增长趋势



Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1992Q1 2007Q4			
Lags: 3			
	Obs	F-Statistic	Probability
美国经济增长不是中国经济增长的格兰杰原因	59	52.1225	1.1E-15
中国经济增长不是美国经济增长的格兰杰原因		52.4872	9.4E-16

中国外贸收支与美国外贸收支之间存在明显的负相关性，相关系数为-0.69。也就是说，美国贸易逆差的增加和中国贸易顺差的增加是同步的。格兰杰因果分析的结果表明，在 1992 年以来的整个样本中，中国贸易顺差对美国贸易逆差的影响不明确；美国贸易逆差却构成了中国贸易顺差的格兰杰原因。

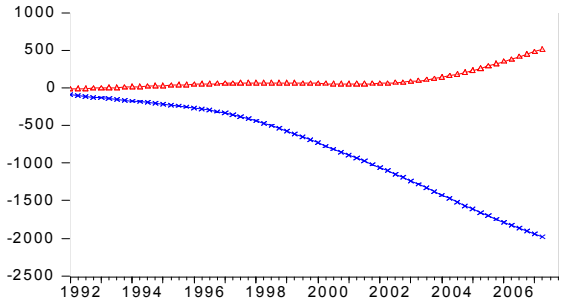
图 9 中美两国的贸易收支（亿美元）



Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1992Q1 2007Q4			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
中国贸易顺差不是美国贸易逆差的格兰杰原因	60	2.20164	0.12028
美国贸易逆差不是中国贸易顺差的格兰杰原因		2.67572	0.07782

为了剔除周期波动的影响，对中国和美国的贸易收支数据进行 H-P 滤波处理，从中分离出各自的发展趋势。利用简单的相关性分析和格兰杰因果关系分析，可以发现，两者之间的相关系数达到-0.86，并且两者之间存在双向因果关系。

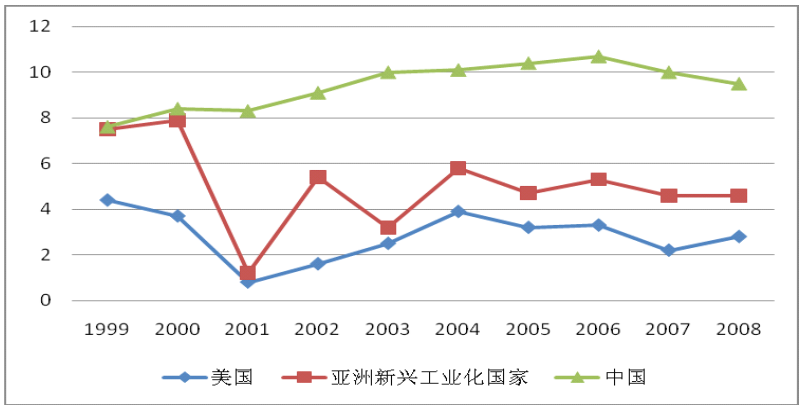
图 10 中国和美国的贸易收支余额的趋势（亿美元）



Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1992Q1 2007Q4			
Lags: 2			
	Obs	F-Statistic	Probability
中国贸易顺差不是美国贸易余额的格兰杰原因	60	5.98736	0.00444
美国贸易余额不是中国贸易余额的格兰杰原因		1253.64	1.3E-46

20 世纪 90 年代，美国经济在以 IT 产业为核心的高新技术产业的带动下高速增长。在此期间，以 1997 年的东南金融危机为转折点，中国经济经历短暂的调整和增长速度下降，从 1999 年开始，中国经济进入一个新的加速增长通道。2000 年 NASDAQ 市场的崩溃和美国 IT 泡沫的破灭，不仅使美国经济经历了短暂的衰退，而且对整个世界经济也产生了非常大的影响。特别是 IT 产业泡沫破灭所导致的新一轮产业结构调整，改变了中国在世界经济和国际分工体系中的地位。2000 年以后，亚洲新兴工业化经济体[10]的总体增长速度显著降低，与此同时，中国作为其中的一员，却进入了高速经济增长期。

图 11 2000 年前后主要经济体的增长差异[11]



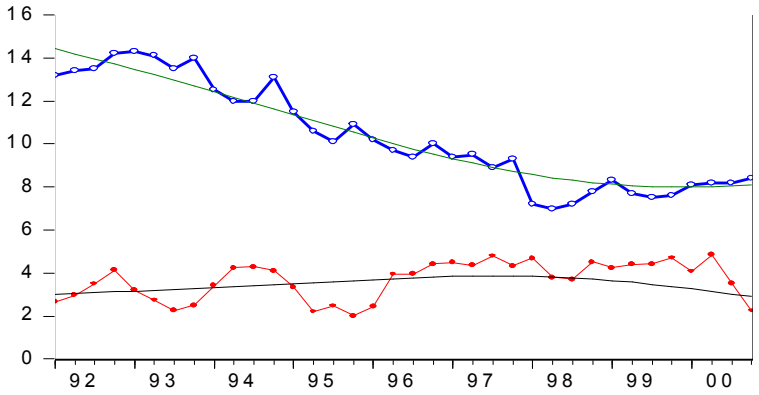
以 2000 年美国 IT 泡沫崩溃为转折点，把 1992 年至 2007 年分为两个子样本，

[10] 包括中国、中国香港地区、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和中国台湾省。

[11] 数据来自 IMF2007 年 10 月《世界经济展望》。

分别进行分析。可以发现，1992 年一季度至 2000 年四季度，中美两国经济增长之间具有负相关性，实际经济增长率的相关系数为-0.5，潜在经济增长率的相关系数为-0.29。

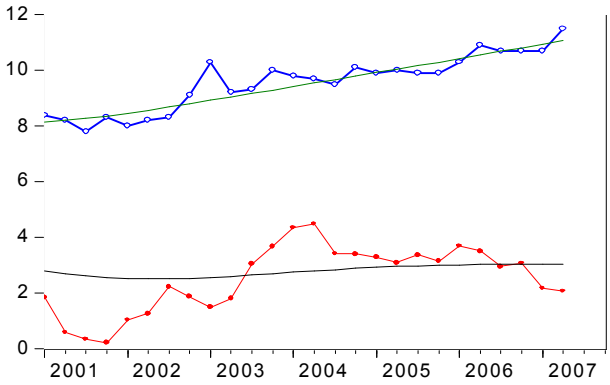
图 12 2001 年以前中国和美国的实际经济增长与潜在经济增长



	中国产出增长率	中国贸易顺差增长率	美国产出增长率	美国贸易逆差增长率
中国产出增长率	1	**-0.02**	**-0.5**	0.18
中国贸易顺差增长率	-0.02	1	0.05	**-0.13**
美国产出增长率	-0.5	0.05	1	-0.06
美国贸易逆差增长率	0.18	-0.13	-006	1
	中国潜在产出增长率	中国贸易顺差潜在增长率	美国潜在产出增长率	美国贸易逆差潜在增长率
中国潜在产出增长率	1	**-0.5**	**-0.29**	0.78
中国贸易顺差潜在增长率	-0.5	1	0.83	**-0.89**
美国潜在产出增长率	-0.29	0.83	1	**-0.03**
美国贸易逆差潜在增长率	0.78	-0.89	-0.03	1

在 2001 年一季度至 2007 年 2 季度，中美两国经济增长之间出现一定程度的的正相关性，实际经济增长率的相关系数为 0.09，潜在经济增长率的相关系数为 0.88。

图 13 2001 年以后中国和美国的实际经济增长与潜在经济增长



	美国贸易逆差增长率	美国产出增长率	中国贸易顺差增长率	中国产出增长率
美国贸易逆差增长率	1	0.4	**-0.08**	0.09
美国产出增长率	**-0.4**	1	0.24	**0.62**
中国贸易顺差增长率	-0.08	0.24	1	**0.14**
中国产出增长率	0.09	0.62	0.14	1
	美国潜在贸易逆差增长率	美国潜在产出增长率	中国潜在产出增长率	中国潜在贸易顺差增长率
美国潜在贸易逆差增长率	1	-0.85	**-0.99**	-0.93
美国潜在产出增长率	**-0.85**	1	0.88	**0.86**
中国潜在产出增长率	-0.99	0.88	1	**0.96**
中国潜在贸易顺差增长率	-0.93	0.87	0.96	1

对比 2001 年前后两个样本的统计特征，可以发现：1）在 2001 年之前，中国和美国无论是实际经济增长率还是潜在经济增长率，都表现出明显的负相关性，分别为-0.5 和-0.29；2）在 2001 年之后，中国和美国的实际经济增长率具有微弱的正相关性（0.09），潜在经济增长率之间则表现出明显的正相关性（0.88）。

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 1992Q1 2000Q4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
美国经济增长不是美国贸易逆差的格兰杰原因	34	2.64276	0.08824
美国贸易逆差不是美国经济增长的格兰杰原因		2.86591	0.07315
中国贸易顺差不是美国贸易逆差的格兰杰原因	34	1.16077	0.32738
美国贸易逆差不是中国贸易顺差的格兰杰原因		0.94740	0.39942
中国贸易顺差不是美国经济增长的格兰杰原因	34	0.23649	0.79090
美国经济增长不是中国贸易顺差的格兰杰原因		3.10579	0.05996
中国经济增长不是美国经济增长的格兰杰原因	34	1.43299	0.25499
美国经济增长不是中国经济增长的格兰杰原因		0.42124	0.66019

中国经济增长不是中国贸易顺差的格兰杰原因	34	2.24691	0.12382
中国贸易顺差不是中国经济增长的格兰杰原因		0.08353	0.92008

1992年至2000年底，美国经济增长和美国对外贸易逆差之间存在较为明显的双向因果关系，美国经济增长是中国贸易顺差增加的格兰杰原因。但是中美两国的对外贸易收支状况、经济增长状况以及中国对外贸易与中国经济增长之间都没有显著的因果联系。2001年至2007年间，美国经济增长导致美国贸易逆差规模扩大，美国贸易逆差规模的扩大进一步导致中国贸易顺差的增加，其中主要是导致中国对美贸易顺差的增加。中国贸易顺差与中国经济增长之间不存在明显的因果联系。但是在中国对美贸易顺差与中国经济增长之间，却存在显著的双向因果联系。通过这样的联系机制，从美国经济增长和美国贸易逆差到中国的贸易顺差，最终再到中国的经济增长，几个环节之间存在较为显著的因果联系。

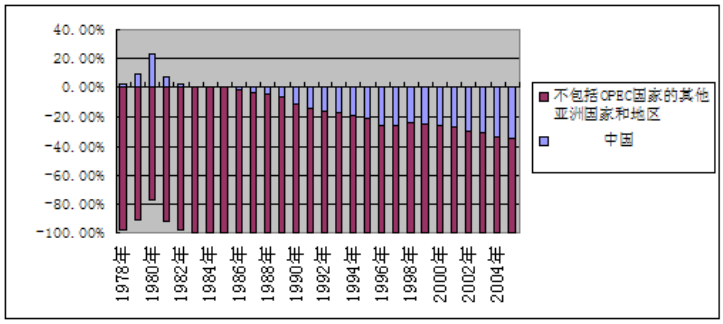
Pairwise Granger Causality Tests
Sample: 2001Q1 2007Q4

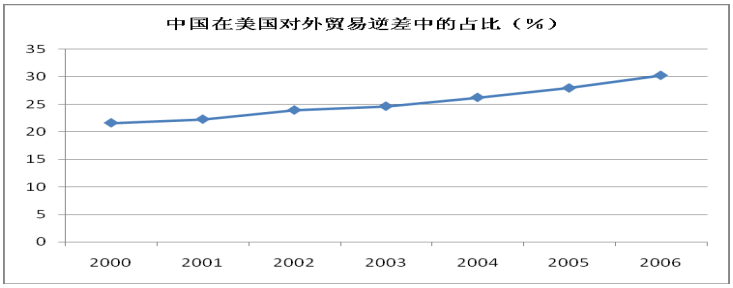
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
美国经济增长不是美国贸易逆差的格兰杰原因	26	5.05358	0.03446
美国贸易逆差不是美国经济增长的格兰杰原因		0.03785	0.84745
中国贸易顺差不是美国贸易逆差的格兰杰原因	26	2.66660	0.11609
美国贸易逆差不是中国贸易顺差的格兰杰原因		6.09447	0.02142
中国对美贸易顺差不是美国贸易逆差的格兰杰原因	26	0.01376	0.98634
美国贸易逆差不是中国对美贸易顺差的格兰杰原因		8.36436	0.00213
中国贸易顺差不是美国贸易逆差的格兰杰原因	26	1.07856	0.35819
美国贸易逆差不是中国贸易顺差的格兰杰原因		2.46672	0.10909

中国贸易顺差不是中国对美贸易顺差的格兰杰原因	26	5.45576	0.01236
中国对美贸易顺差不是中国贸易顺差的格兰杰原因		9.55306	0.00112
中国经济增长不是美国贸易逆差的格兰杰原因	26	0.08248	0.92112
美国贸易逆差不是中国经济增长的格兰杰原因		1.76718	0.19528
中国经济增长不是中国贸易顺差的格兰杰原因	26	1.95947	0.16586
中国贸易顺差不是中国经济增长的格兰杰原因		1.22627	0.31355
中国经济增长不是中国对美贸易顺差的格兰杰原因	26	5.98297	0.00878
中国对美贸易顺差不是中国经济增长的格兰杰原因		3.76171	0.04015

从上面的对比分析中可以发现，90 年代以来，随着中国经济开放程度的提高，对外贸易在中国整体经济的比重不断上升，外贸发展对于中国经济增长的推动作用逐步显现，并且不断增加。20 世纪 90 年代末期和 21 世纪初期的两次金融动荡所引发美国经济调整和国际分工体系的调整，为中国经济增长提供了难得的机遇。2000 年 IT 泡沫的破灭和 NASDAQ 市场的调整，使得美国经济增长模式从新经济初期的“投入驱动型增长”转向“需求拉动型增长”。这意味着高新技术产业等新兴产业的生命周期逐步从投入期过渡到大规模产出期，IT 产品以及其他高新技术产品，逐步成为整个社会的生产和生活投入。这种转变首先改变了美国贸易逆差与美国经济增长之间的因果联系。其次，凸显了中国的劳动成本优势和规模优势，使得中国的重化工业和高新技术产业加速发展，相关产品的出口高速增长，并在国际分工体系中逐步替代东亚其他国家。

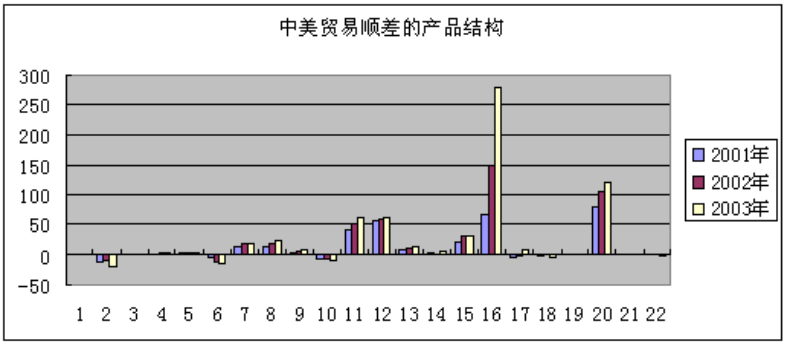
图 14 中国在美国贸易逆差中的地位变化[12]





[12] 数据来自美国商务部经济分析局。

图 15 中国对美贸易顺差的产品结构



2001 年以后，中国对美贸易顺差增长最快的我国外贸统计中的第 16 类产品，即机器、机械器具、电气设备及其零件，录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件和附件。对美主要贸易品部门结构的变化、在整体经济中相对规模的提高以及出口增长速度的提高，使得对美贸易顺差与中国经济增长的联系不断增强，前者对后者的推动作用不断增强。

三、美国贸易逆差的演变趋势与中国经济的外部风险分析

从前文的分析中我们可以得出这样的基本判断：对于中国经济而言，2007 年以来的金融动荡可能带来的外部风险，主要并不是世界经济或主要经济体增长速度上升或下降一两个百分点，而是世界经济失衡状况的演变趋势。

目前比较关注的一个问题金融市场动荡是否会增加全球失衡无序调整的风险。维持美国经常项目逆差的是大规模的国际资本流入。吸引国际资本的是美国高度发达的金融体系以及美国经济的基础实力。在有序调整路径上，一方面需求重新调整、美元汇率逐步变化；另一方面国际资本平稳流入，促使美国经常项目赤字逐步下降。但是，过去几年中随着美元贬值以及美国资产价格增值率的降低，美国资产收益率下降。在这种背景下，流入美国的资金转向高收益、高风险的资产[13]。在最近的金融动荡中，国际投资者大规模撤出高风险资产，重新转向安全性更高、流动性更高的美国政府债券。风险重新定价以及对资产支持的结构性信贷产品的重新认识，如果改变了国际投资者对美国资产的偏好，并导致资金大规模流出美国，那么，全球经济失衡的无序调整就将开始。所以，接下来必须结合历史经验，分析金融动荡所引发的美国跨境资本流动的变化及其对美国贸易赤字的影响。

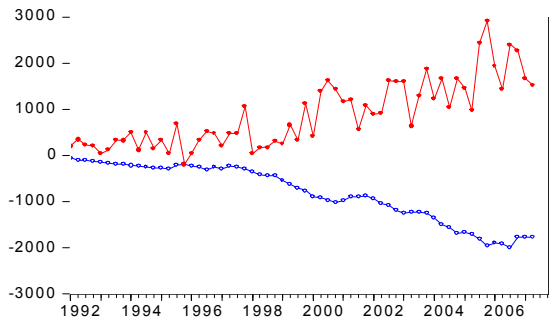
（一）美国贸易赤字的自我维持机制

美国贸易赤字的根源在于金融层面以外的因素，即美国的生产和消费行为. 所以，在贸易逆差和资本净流入的关系中，贸易逆差主要受实体经济中生产和消费行为的影响，具有外生性，资本净流入作为贸易逆差的结果而出现，并在贸易逆差的推动下发生变化。贸易赤字与美国高度发达的金融市场结合在一起，可以吸引和推动外资净流入的增加，从而形成贸易赤字的自我维持和积累机制.

20 世纪 90 年代以来，大规模的净资本流入是支撑美国贸易赤字的基础，这就是人们通常所说的美国贸易赤字的国际融资问题。只有持续不断的大规模国际资本流入，美国的贸易赤字状态才能够维持下去。

图 16 美国贸易赤字与金融项下净资本流入的关系

[13] 流向美国的资金有很大一部分是官方储备资金。随着各种主权财富基金的出现，各国官方当局的投资战略也越来越积极，对收益率的关注也越来越大。

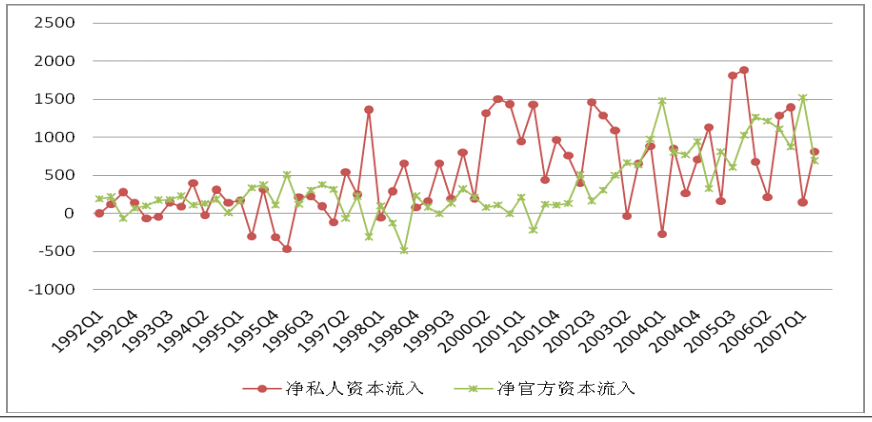


Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1992Q1 2007Q4			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
美国净资本流入不是美国贸易赤字的格兰杰原因	60	0.54100	0.58523
美国贸易赤字不是美国净资本流入的格兰杰原因		20.6724	2.0E-07

但是对美国贸易赤字和净资本流入所进行的格兰杰因果分析表明，美国的贸易赤字是资本净流入的格兰杰原因。这就说明，美国贸易赤字的根源在于金融层面以外的因素，即美国的生产和消费行为。所以，在贸易逆差和资本净流入的关系中，贸易逆差主要受实体经济中生产和消费行为的影响，具有外生性，资本净流入作为贸易逆差的结果而出现，并在贸易逆差的推动下发生变化。

在美国的资本流入结构中，从 1997 年开始，私人资本净流入超过官方资本流入，成为美国贸易赤字融资的主要来源；2003 年以后，私人资本的地位有所下降，官方资本净流入在美国赤字融资中的地位上升。进一步分析私人资本净流入、官方资本净流入与贸易逆差之间的关系。可以发现，贸易逆差是私人资本净流入和官方资本净流入的格兰杰原因；私人资本净流入是官方资本净流入的格兰杰原因。

图 17 美国金融项下净资本流动规模和结构（亿美元）



Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1992Q1 2007Q4			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
私人资本净流入不是贸易逆差的格兰杰原因	60	0.11584	0.89084
贸易逆差不是私人资本净流入的格兰杰原因		8.95436	0.00043

官方资本净流入不是贸易逆差的格兰杰原因	60	0.07387	0.92888
贸易逆差不是官方资本净流入的格兰杰原因		5.80112	0.00518
官方资本净流入不是私人资本净流入的格兰杰原因	60	1.81961	0.17171
私人资本净流入不是官方资本净流入的格兰杰原因		4.65615	0.01355

从上面分析中可以看出，美国的贸易赤字具有一定程度的自我维持能力。贸易赤字产生于美国生产和消费行为的结构性特征，与美国高度发达的金融市场结合在一起，可以吸引和推动外资净流入的增加，从而形成贸易赤字的自我维持和积累机制。

（二）美国净资本流入和净投资收益的动态特征与贸易逆差

随着官方和私人资本流动的波动性不断降低，美国净资本流入的波动性显著降低。与1998和2000年左右的情况相比，目前的波动性处于历史上较低的水平。2007年上半年以来的金融动荡还没有对美国跨境资本流动的易变性产生显著影响。所以，美国跨境资本流动性的变化在近期还不会对贸易赤字产生系统性冲击。

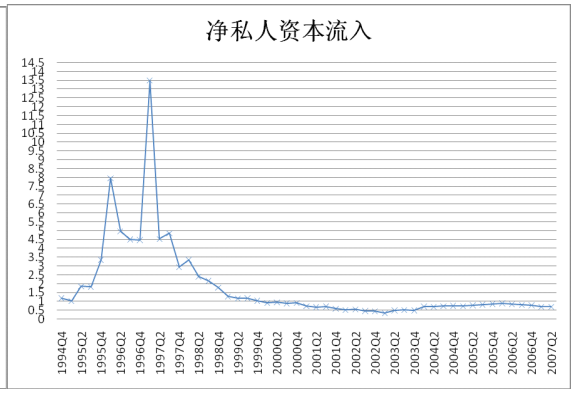
美国净投资收益的变化一方面对美国官方资本流入和私人资本流入产生差异性影响，使得官方资本流入和私人资本流入之间出现相互替代性，进而有助于维持美国净资本流入规模的稳定。另一方面，净收益流入可以推动美国资产价格的上升，通过财富效应和托宾Q效应推动美国消费需求和投资需求的增加，进而带动经济增长，经济增长又会推动美国贸易逆差的增加。所以，近期美国净投资收益向潜在趋势的回归将有助于维持美国净资本流入和贸易逆差的稳定，抑制美国经常项目逆差的急剧调整风险。

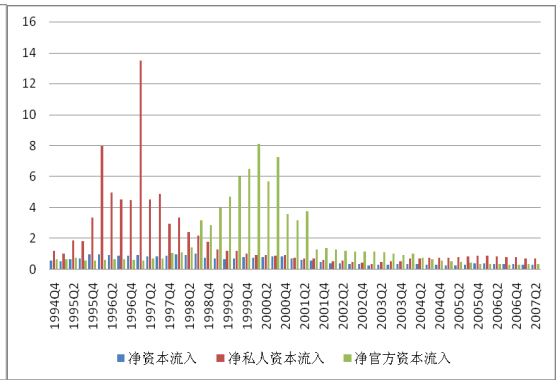
目前所存在的一个担忧是，发源于特定领域中的金融动荡可能会导致资本跨境流动的易变性增加，进而影响和扩散到整个美国金融市场，导致美国金融市场的系统性危机。而美国金融市场的系统性危机必然影响美国的生产和消费行为，最终可能会打破前面所说的贸易赤字的自我维持机制。对于这种可能性，由于缺乏关于美国金融市场与美国国内生产和消费行为以及跨境资本流动性之间的关系的细致分析，目前还无法做出全面的分析和判断。但是可以通过分析美国净资本流入易变性的变趋势，做出初步的判断。

1998年以前，美国净资本流动具有较高的波动性，这主要来自与私人资本流动的不稳定性。1998年以后，虽然官方资本流动的波动性上升，但是由于官方资本净流入所占的比重较低，所以，私人资本流入波动性的大幅下降导致美国净资本流入的波动性显著降低。2000年以后，随着官方和私人资本流动的波动性不断降低，美国净资本流入的波动性被控制在较低的水平上。从目前的情况来看，无论是总资本的净流入还是私人资本和官方资本的进流入，虽然近期的波动性有所上升，但是与过去相比，特别是与1998和2000年左右的情况相比，目前的波动性处于历史上较低的水平。也就是说，美国资本净流入在目前较为稳定，2007年上半年以来的金融动荡还没有对美国跨境资本流动的易变性产生显著影响。所以，美国跨境资本流动性的变化在近期还不会对贸易赤字产生系统性冲击。

图19 美国净资本流入的波动性[14]

[14] 用移动标准差对均值的比率表示波动性，数据来自美国商务部经济分析局的国际收支统计。





贸易逆差的不断积累导致美国对外净债务和债务负担不断增加，这就带来人们对于美国偿债能力的担忧。2007 年以来的金融动荡，改变了市场风险和市场参与者的风险厌恶程度，引发风险重新定价的过程。在这个过程中，如果美元资产的风险溢价上升，那么，美国贸易赤字的国际融资成本将上升。为此，有必要分析美国经常项下的净收益与贸易赤字之间的关系。格兰杰因果检验表明，美国的净投资收益是贸易逆差的格兰杰原因。两者之间还存在较为明显的负相关性，相关系数为-0.62。所以，净投资收益的增加推动美国贸易逆差的增加。其中的原因是，净收益流入可以推动美国资产价格的上升，通过财富效应和托宾 Q 效应推动美国消费需求和投资需求的增加，进而带动经济增长，经济增长又会推动美国贸易逆差的增加。

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 1992Q1 2007Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
美国净投资收益不是其他收益的格兰杰原因	60	2.56635	0.08599
美国其他投资净收益不是净收益的格兰杰原因		0.58882	0.55844
美国FDI投资收益不是其他收益的格兰杰原因	60	2.56635	0.08599
美国其他投资收益不是FDI收益的格兰杰原因		2.12404	0.12925
美国贸易逆差不是其他投资收益的格兰杰原因	60	3.82051	0.02795
美国其他投资收益不是贸易逆差的格兰杰原因		1.44781	0.24390
美国贸易逆差不是净投资收益的格兰杰原因	60	2.29240	0.11060

美国净投资收益不是贸易逆差的格兰杰原因		7.16631	0.00171
美国贸易逆差不是FDI投资收益的格兰杰原因	60	11.5101	6.7E-05
美国FDI投资收益不是贸易逆差的格兰杰原因		6.46550	0.00301

投资收益变动还会影响美国净资本流入。利用相关性分析和格兰杰因果检验，可以发现其他投资净收益是私人资本净流入和净资本流入的格兰杰原因，并且两种之间的相关系数分别为-0.49和-0.77。其他投资收益主要是证券投资收益，净流入的增加意味着美国国内证券收益率相对于国外证券收益率降低，这会使得国际投资者从美国证券转向其他国家的证券，导致美国资本净流入减少。官方净资本流入是其他净投资收益的格兰杰原因，并且两者之间的相关系数为-0.64。这意味着，随着官方资本净流入的增加会导致美国其他投资收益的下降。结合前面的分析，其他净投资收益的下降会导致净私人资本流入的减少。所以，在美国的净资本流动中，官方资本流动与私人资本流动之间具有一定的替代关系。也正是这种替代关系，使得美国净资本流入的易变性降低，也降低了资本流动的变化对美国金融市场、经济增长以及贸易逆差的冲击。

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 1992Q1 2007Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
净资本流入不是其他投资净收益的格兰杰原因	60	0.98718	0.37913
其他投资净收益不是净资本流入的格兰杰原因		3.24822	0.04641
私人资本净流入不是其他投资净收益的格兰杰原因	60	0.11264	0.89367
其他投资净收益不是私人资本净流入的格兰杰原因		4.42972	0.01645
其他净投资收益不是净官方资本流入的格兰杰原因	60	1.55617	0.22009
官方净资本流入不是其他净投资收益的格兰杰原因		2.66222	0.07878

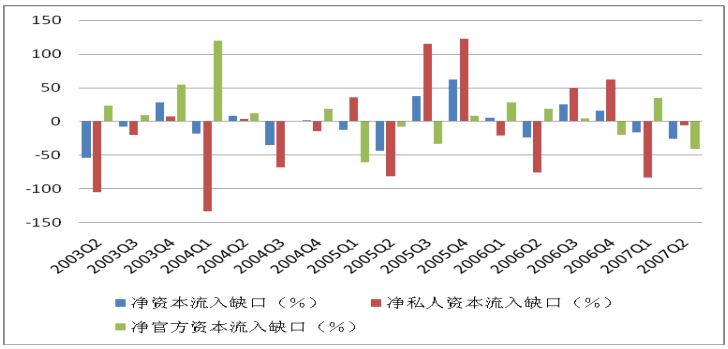
（三）美国贸易失衡的走势及其对中国经济增长的影响

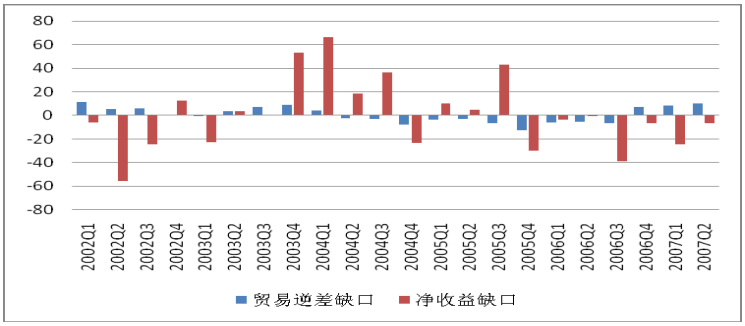
从近期美国贸易逆差、净资本流动和净收益状况来看，虽然2006年以来的房产市场和金融市场的调整对美国经济产生了很大影响，使得美国经济增长前景的不确定性增加。但是在历史惯性、内在维持机制的作用下，加之主要失衡国家在IMF的多边磋商框架下的协调干预和调整，美国贸易逆差和失衡经济失衡在短期内发生急剧调整的可能性不大。中国经济增长的外部环境尚未出现质变。

从近年来美国贸易余额、净收益以及净资本流动缺口的变动缺口来看，美国净投资收益从2005年以来一直处于低于潜在趋势的缺口状态；净资本流动则围绕其潜在趋势频繁波动；贸易逆差规模在2004和2005两年中一直是大于潜在趋势的缺口状态，在2005年四季度缺口达到最大；2006年初，贸易逆差规模超过潜在趋势的程度逐步减少，到四季度转变为小于潜在趋势的缺口状态。但是由于

净投资收益逐步回归潜在趋势，并且净资本流入的稳定性提高，美国贸易逆差并没有表现出明显的规模减少的趋势。所以在近期，美国贸易逆差在历史惯性和内在维持机制的作用下，以及 2006 年在 IMF 多边磋商机制下对主要失衡国调整责任的具体化[15]，这些因素有助于美国贸易失衡的有序调整，抑制全球经济失衡急剧调整风险。中国经济非均衡增长模式所要求的外部失衡环境在短期内仍然可以延续，在此基础上的高速增长在短期内不会遭受过大的外部冲击和风险。

图 20 美国经常项目和金融项目收支余额缺口[16]





2006 年以来，美国实际贸易逆差项下偏离潜在趋势的缺口不断减小，并在 2007 年转变成向上偏离潜在趋势。这意味着始于 2003 年的美国贸易逆差快速扩张和积累的时期以及过去，初步显示出美国贸易逆差正在进入一个缓慢的平稳调整期的迹象。这同时也就意味着全球经济失衡的调整过程已经启动。这对未来更长时期内的中国经济增长构成了挑战，要求中国适应这种趋势逐步调整增长模式和基础。

（四）中国跨境资本流动波动性加大及其对宏观经济稳定性的影响

金融动荡时期，美国金融市场上的风险重新定价过程使得大量国际资本在美国以外寻找投资机会。这与中国宏观经济的过热趋势结合在一起，导致中国跨境资本流动规模的增长和波动性的加大，特别是非贸易非 FDI 资本流动。这对中国宏观经济的稳定构成了现实挑战。

---

[15] 2004 年 4 月，国际货币和金融委员会提出促使全球经济失衡有序调整的政策措施。2006 年 9 月，IMF 明确提出主要失衡国在全球经济失衡调整中的职责：1）美国利用财政紧缩（减少财政赤字）等措施促进国民储蓄率的提高；2）欧洲实施促进经济增长的结构性改革；3）日本实施包括财政改革（降低财政赤字）在内的结构性改革；4）新兴市场实施刺激内需的改革；5）盈余国增加汇率弹性；6）石油出口国增加支出，提高吸收能力和宏观经济稳定性。2006 年 6 月 5 日，IMF 首次发起关于平稳解决全球经济失衡的多边磋商框架，希望促使全球经济失衡以一种有利于全球经济增长的方式得以解决。

[16] 缺口等于$100\times\frac{\text{实际值}-\text{潜在趋势}}{\text{潜在趋势}}$，潜在趋势利用 H-P 滤波方法计算而来。数据来自美国商务部经济分析局。

前文的分析表明，美国贸易赤字在近期不会出现急剧调整。以此为基点，可以认为世界经济失衡状态也不会出现大的调整。所以，过去几年中支撑着中国经济强劲增长势头的外项发展战略和失衡环境，在未来一段时间内仍然可以延续。金融动荡给中国经济带来的最大不确定性是中国跨境资本流动的变化。

2002 年以来，中国非贸易非 FDI 资金流动的季度波动幅度明显加大。从实际净流入规模对潜在趋势的偏离情况看，2003 年以来，不仅偏离幅度加大，而且波动频率也加大。1995 年 1 季度到 2001 年 1 季度，缺口的标准差为 0.49; 2001 年 2 季度至 2007 年 2 季度，缺口的标准差达到 2.8。2006 年至今，在外部金融动荡不断发展和扩散的过程中，我国非贸易非 FDI 资金流动的季度波幅进一步加大，既出现过单季净流入 471 亿美元的情况，也出现过单季净流出 188 亿美元的情况。

图 21 中国非贸易非 FDI 的净资本流入（亿美元）

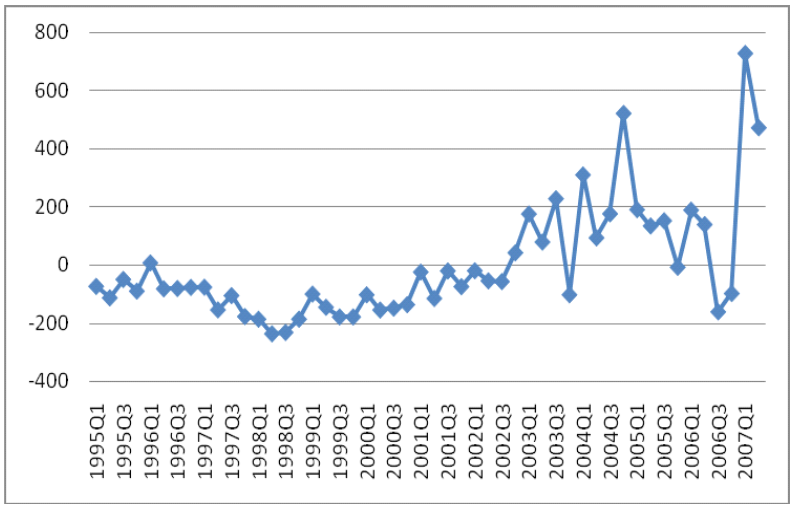
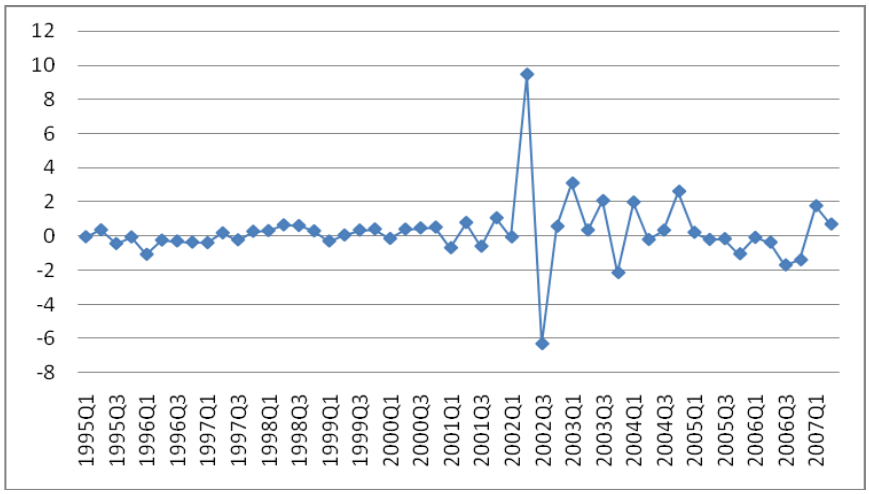


图 21 中国非贸易非 FDI 净资本流入缺口的变动



由于缺乏必要的数据和资料，目前还无法对波动性的影响因素进行全面的分析，只能做一些简单的推断和分析。主要成熟金融市场的金融动荡导致风险和不确定加大，并引发风险的重新定价。在国际资金撤离美国高风险资产的过程中，美联储的降息政策使得美国国债收益率进一步降低，导致大量国际资本在美国以外寻找更好的投资机会。中国资产市场的价格膨胀、通货膨胀、加息预期以及人民币升值压力结合在一起，导致中国的净资本流入增加，并形成一个恶性循环，对中国宏观经济的稳定性构成潜在威胁。

四、结论

1、在外向型发展模式之下，世界经济的变动必然要对中国经济增长过程产生深刻的影响。但是，历史经验告诉我们，主要经济体乃至世界经济整体增长速度的变化与中国经济增长之间并不存在简单的线性关系。90 年代以来在金融动荡影响下的世界经济减速，因其推动了全球经济失衡的积累，为中国经济的非均衡增长模式创造了极其有利的条件，进而为中国经济走上目前的高速增长路径提供了难得的机遇。

2、中美贸易失衡在 2000 年以来的全球经济失衡问题中处于中心位置，中美之间的经贸关系是世界经济与中国经济的最重要的联系渠道。所以对于中美贸易失衡以及经济增长之间的关系分析，是分析世界经济对中国的影响的关键环节。

20 世纪 90 年代以来，以 1998 年和 2000 年发源于美国的两次金融动荡为转折点，美国经济增长与贸易逆差的联系机制发生了显著的变化，从双向因果关系演变成从经济增长到贸易逆差的单向因果关系。与此同时，美国经济增长和外部失衡对于中国经济的影响也发生了显著变化。2000 年以后，美国经济增长通过推动美国贸易逆差的增长，带来了中国对美贸易顺差和整体对外贸易顺差的增加，中国贸易顺差的增加，特别是对美贸易顺差的增加，推动了中国经济的增长。由此，可以认为，中国贸易失衡作为全球经济失衡问题的集中体现，从外部对中国经济增长施加了极大的推动力。

3、美国贸易赤字的根源在于金融层面以外的因素，即美国的生产和消费行为。所以，在贸易逆差和资本净流入的关系中，贸易逆差主要受实体经济中生产和消费行为的影响，具有外生性，资本净流入作为贸易逆差的结果而出现，并在贸易逆差的推动下发生变化。贸易赤字与美国高度发达的金融市场结合在一起，可以吸引和推动外资净流入的增加，从而形成贸易赤字的自我维持和积累机制。

随着官方和私人资本流动的波动性不断降低，美国净资本流入的波动性显著降低。与 1998 和 2000 年左右的情况相比，目前的波动性处于历史上较低的水平。2007 年上半年以来的金融动荡还没有对美国跨境资本流动的易变性产生显著影响。所以，美国跨境资本流动性的变化在近期还不会对贸易赤字产生系统性冲击。

美国净投资收益的变化一方面对美国官方资本流入和私人资本流入产生差异性影响，使得官方资本流入和私人资本流入之间出现相互替代性，进而有助于维持美国净资本流入规模的稳定。另一方面，净收益流入可以推动美国资产价格的上升，通过财富效应和托宾 Q 效应推动美国消费需求和投资需求的增加，进而带动经济增长，经济增长又会推动美国贸易逆差的增加。所以，近期美国净投资收益向潜在趋势的回归将有助于维持美国净资本流入和贸易逆差的稳定，抑制美国经常项目逆差的急剧调整风险。

4、在历史惯性、内在维持机制和国际协调干预政策的作用下，美国贸易赤字在近期不会出现急剧调整。以此为基点，可以认为世界经济失衡状态也不会出现大的调整。所以，过去几年中支撑着中国经济强劲增长势头的外向型发展战略和失衡环境，在未来一段时间内仍然可以延续。

但是，2006 年以来美国贸易逆差、净资本流动缺口的变化，显示出美国外外部失衡正在进入一个缓慢调整期的迹象，世界经济失衡的调整过程出现了启动的迹象。这对于中国经济更长时期的增长构成了挑战，要求中国逐步改变现有的非均衡增长模式和基础。

金融动荡给中国经济带来的最大不确定性是中国跨境资本流动的变化。金融

动荡时期，美国金融市场上的风险重新定价过程使得大量国际资本在美国以外寻找投资机会。这与中国宏观经济的过热趋势结合在一起，导致中国跨境资本流动规模的增长和波动性的加大，特别是非贸易非 FDI 资本流动。这对中国宏观经济的稳定构成了现实挑战。