

WP/12/100

IMF Working Paper

中国失衡的终结?

*Ashvin Ahuja, Nigel Chalk, Malhar Nabar,
Papa N'Diaye 和 Nathan Porter*

基金组织工作文章

亚洲及太平洋部

中国失衡的终结?

由 Ashvin Ahuja、Nigel Chalk、Malhar Nabar、Papa N’Diaye 和 Nathan Porter 撰写

由 Nigel Chalk 批准发布

2012 年 4 月

本工作文章不代表基金组织的观点。本工作文章所表达的是作者的观点，不一定代表基金组织的观点或政策。工作文章描述作者的研究进展，并予发布，以听取意见和进一步讨论。

摘要

在过去十年中的大部分时间，全球失衡是国际经济政策辩论的一个中心主题。推动这一失衡出现的是美国大量、持续的经常账户逆差和中国、德国以及众多石油生产国与之相应的顺差。本文重点阐述中国外部失衡现状，考察导致中国经常账户顺差在 2008 年后下滑的因素，并分析中国对外顺差的未来前景。本文认为，在今后几年中，中国的经常账户顺差将保持在较低水平。然而，尽管中国在中期内的经常账户顺差可能持续低于其危机前水平，但要认定中国已真正实现“再平衡”还为时尚早。虽然目前失衡已不是中国对外账户的一个显著特征，但有越来越多的证据表明，其国内失衡将不断加重，因为其经济增长正日益依赖于极高的投资水平。

JEL 分类号：F32，F41，F14

关键词：中国，经常账户，全球失衡

作者电子邮箱：aahuja@imf.org；nchalk@imf.org；mnabar@imf.org；pndiaye@imf.org；nporter@imf.org

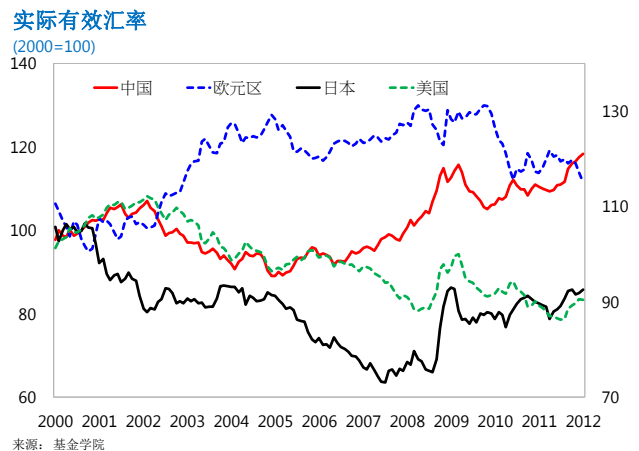
I. 前言	3
II. 中国外部失衡的近期路径	5
III. 是什么在推动顺差减少?	6
A. 全球需求的崩溃	6
B. 投资的进一步增长	7
C. 商品和资本货物的影响	8
D. 贸易条件	9
E. 汇率升值	9
F. 净收入流量	10
G. 综合分析	11
IV. 政策改革、人口变化和成本压力	11
A. 政策改革	11
B. 城市化	13
C. 人口变化	14
V. 实证分析	14
VI. 修正的前景	18
VII. 有关中国经常账户的修正前景对于全球失衡的变化趋势会有怎样的影响?	19
VIII. 结论	20
参考文献	21

I. 前言

早在 2005 年，分析人员和学者就已对世界最大经济体不断加重的经常账户失衡的前景和持续性表示担忧（见 Obstfeld 和 Rogoff，2005 年，等）。在美国，低储蓄率和持续增长的住户消费（部分由后来形成的房地产市场泡沫引发）吸入了大量国外进口，导致贸易和经常账户逆差不断膨胀。而在美国主要的贸易伙伴国自然出现了与这一逆差相对应的顺差。在石油生产国，强劲的需求和不断上涨的价格带来了贸易顺差的持续增长和净国外资产头寸的不断扩大。在德国和日本，对外顺差在 21 世纪最初十年中稳步增长，这主要来自于贸易顺差的增长，但在日本，巨额国外资产存量所带来的收入流量迅速上升也是一个推动因素。最后，在中国，自 2004 年起，贸易顺差开始以前所未有的速度增长，进而带来了人民币升值的巨大压力。¹

研究人员将这一全球顺差和逆差不断增长的体系视为一种新的“雷顿森林 II”体系（Dooley 等人，2003 年和 2004 年，Roubini 和 Setser，2005 年）。评论者们主要关心的一个问题是，在未来某一时间，全球体系将不会再继续为美国失衡提供资金支持（特别是对美国财政状况的支持），而这将导致美国的资本流入戛然而止，美国国库券收益率迅速上升，美元贬值，各国对外逆差和顺差急剧收缩。这一无序调整的过程将是痛苦的，并会带来宏观经济和金融动荡，使全球增长轰然崩塌。

全球经济的确已陷入危机，这是自“大萧条”以来最严重的一场混乱。但其产生的方式却与“布雷顿森林 II”观点支持者的预测截然不同（见 Delong，2008 年以及 Dooley、Folkerts-Landau、Garber，2009 年）。始于美国房地产市场的风险管理和金融监管的巨大失败已暴露无遗，当其发展到顶点时，雷曼兄弟公司的倒闭令人震惊，国际金融体系接近崩溃，全球经济急剧衰退。但在所有这些发生时，逆差经济体和顺差经济体的实际汇率的变化均较为缓和。



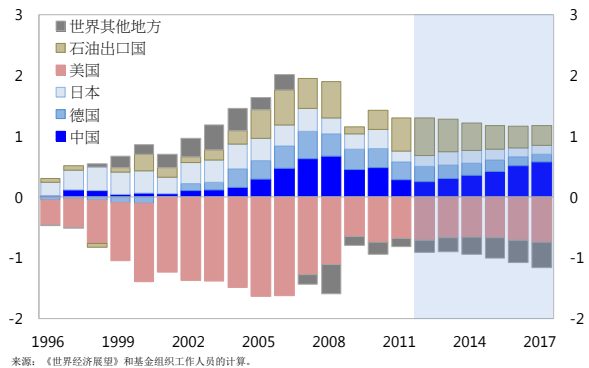
¹另一种观点认为，全球失衡是新兴经济体金融市场欠发达所造成的连带后果（例如，Cooper，2007 年，以及 Caballero、Farhi 和 Gourinchas，2008 年）。根据这一解释，新兴经济体的储蓄向上流入先进经济体，特别是美国，以寻找安全且流动性高的资产（因为这些国家的国内经济缺乏此类资产）。但是，如 Obstfeld 和 Rogoff（2010 年）所述，基于 Gruber 和 Kamin（2008 年）以及 Acharya 和 Schnabl（2010 年）的发现，几乎没有什么证据可以证明从新兴经济体向先进经济体的资本流动与金融发展状况之间存在系统性关联，也没有证据证明新兴经济体对无风险资产的需求是对美国经常账户逆差的主要资金支持。

“大衰退”的一个连带结果是，全球经常账户顺差和逆差均出现收缩。美国的储蓄率大幅上升，外部需求骤然下跌。日本的经常账户顺差占 GDP 比率从 2007 年的 4.8% 下降至 2010 年的 2.8%。在同一时期，德国的经常账户顺差占 GDP 比率从 7.5% 降至 5.75%。在石油出口国，尽管油价相对较高，但其经常账户顺差却减少了一半，占全球 GDP 比率下降至 0.5% 左右。

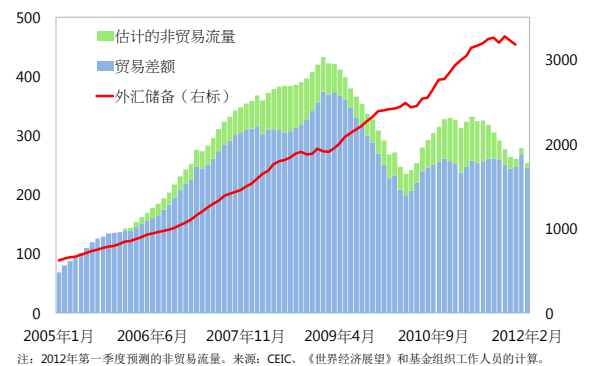
然后，便是中国。世界第二大经济体的经常账户顺差在 2007 年至 2009 年间减少了一半，波动幅度达到 1500 亿美元。2010 年，随着全球经济逐渐复苏，中国的顺差趋于稳定，但是，就在去年，经常账户顺差几乎又减少了一半。中国的对外账户状况总是难以预测的，部分原因是该国快速的结构性变化，有关该国贸易条件的不确定性，以及在预测全球经济复苏途径方面的困难——但这一经常账户逆转的规模却远比预测的更为巨大和持久。另外值得注意的是，在危机后的大部分时期，尽管经常账户顺差急剧收缩，但资本流入还是十分强劲的。由此，中国的储备积累仍处于较高水平，截至 2011 年底，总储备存量达到 3.2 万亿美元。另外，在此期间，中国对外状况的大幅波动却多伴随着较为缓和的货币升值。总体而言，自 2008 年 4 月至 2011 年 12 月，实际有效汇率上升了 14.75%，但这绝不是单调的变化，在这一过程中，实际汇率既有上升，又有下降。

本文重点阐述促使中国对外顺差近期减少的动态因素，目的是为了评估外部失衡缩小的推动因素，并对中期内经常账户发展趋势做出修正的预测。

全球失衡
(占世界GDP百分比)



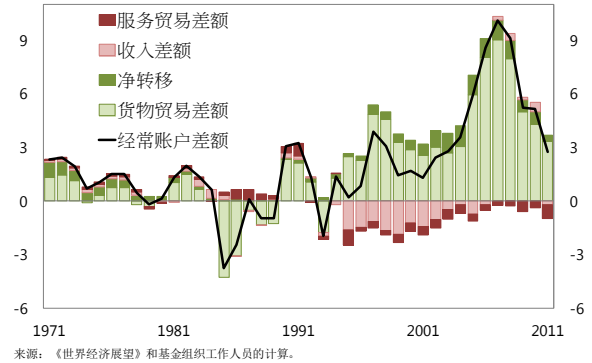
经常账户差额
(12个月累计, 10亿美元)



II. 中国外部失衡的近期路径

直到 2004 年，中国的外部失衡规模还相对较小，1994 至 2003 年间的贸易顺差平均仅占 GDP 的 3%。若进一步分解，我们便可看到，各类产品的贸易顺差或逆差也极小，尽管纺织品贸易顺差在这一时期确有稳步增长。自 2004 年起，中国失衡规模扩大，最显著的原因是机械设备净出口有所增长。这在一定程度上被中国矿产（主要为金属和能源产品）贸易逆差的大幅增长所抵消。尽管如此，中国经常账户占 GDP 的比率仍具有上升能力，在全球金融危机爆发前夕达到了两位数水平，并且那时并无迹象表明失衡规模的扩大速度将在不久后放缓。

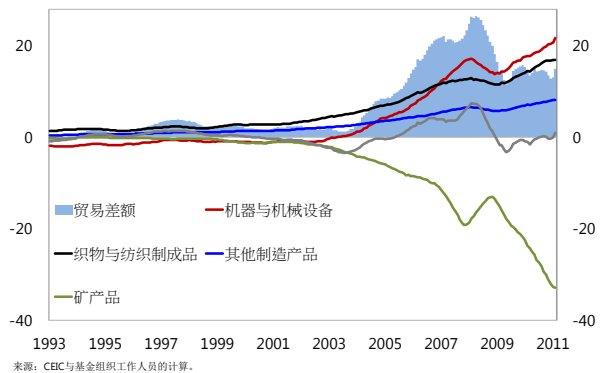
经常账户和组成成分
(占GDP百分比)



然而，接下来出现了一系列反常的全球形势，共同引发了战后最严重的全球金融危机。在这一外部环境下，中国的经常账户顺差在 2007 至 2009 年间减少了一半，并在 2011 年降至 GDP 的 2.8%。这一对外顺差的收缩主要是由贸易差额的不断下降（其与 GDP 比率从 2007 年的 9% 降至 2011 年的 3.3%）造成的。

当然，贸易差额的下降自有其周期性因素。但不管怎样，全球经济的增长和需求受到了全球金融危机的破坏，并且我们可以预见到，资产负债表修复和持续的去杠杆化措施将对经济增长产生中期影响。与此同时，为应对全球金融危机，中国实行了由基础设施推动的、以高速信贷增长提供资金支持的大规模刺激政策，这同时也导致进口矿产和能源的需求量显著增加。

贸易差额
(10亿美元；12个月移动平均值)



但是，还有一些更为持久的因素在起作用，在两个方向影响了贸易顺差。国内成本在不断上升，进口投入品（特别是商品）成本已有所提高，中国入世对贸易的刺激性效应可能在不断减弱。另一方面，全球制造业产能继续向中国再次迁移（由大规模外国直接投资流入提供资金支持），并且中国在快速提升质量水平的同时也在不断开展新型产业的能力建设。接下来，我们将对多种竞争性因素进行衡量，首先分析近期顺差减少的主要驱动力，随后综合各方面因素归纳其对中国未来外部失衡的影响。

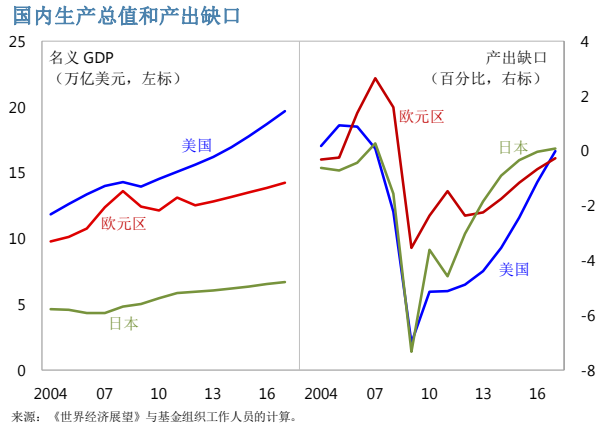
III. 是什么在推动顺差减少？

A. 全球需求的崩溃

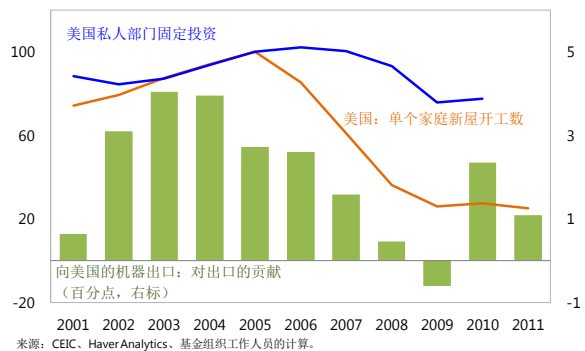
自 2008 年以来，中国面临的全球环境发生了巨大变化。人们已清楚地看到，先进经济体在“大稳定”时期所走的路线基于过度消费和杠杆化，是不可持续的。由于这一原因，先进经济体的 GDP 水平在 2008 年大幅跌落。此外，在今后一段时间，随着资产负债表过度问题得到解决，经济增长可能会困难重重。这必将损害中国的贸易表现，因为贸易品全球需求仍远低于在危机前路线得以持续的情况下本可保持的水平。这在部分程度上是具有周期性的；实际上，先进经济体的产出缺口已有望缩小。然而，还存在一种较长期趋势：在中期内，先进经济体的潜在增长率预计将会下降。事实上，基金组织对美国潜在产出增长率的估计已从危机前（即 2001 年至 2007 年年）稍低于 3% 的平均水平降至 2012 至 2017 年 2% 的平均水平。同样，欧元区潜在产出增长率已从 1.8% 降至 1% 以下。

中国出口部门所受的直接影响十分显著。例如，只要美国房地产市场依然脆弱，那么向美国的机械和设备出口（在 21 世纪最初几年对中国总出口增长的贡献率为 10-15%）似乎就不可能恢复。事实上，在危机后时期，这些项目对中国出口增长的贡献比率下降到了 5% 左右。

关于中国的出口表现，另一个值得强调的方面是，尽管总体外部需求因全球金融危机而受到损伤，但中国在这些外部市场扩增份额的能力相对来说似乎未受影响。即使在 2008 年全球贸易崩溃时，中国仍有能力建立市场份额，并且自那时起，中国扩增市场份额的速度基本上恢复到了全球危机爆发前的普遍水平。总体而言，在过去十年里，中国以年均 0.75% 左右的速度提高了其在全世界出口中的份额。



美国私人部门固定投资和向美国的机器出口
(指数, 2005年=100)

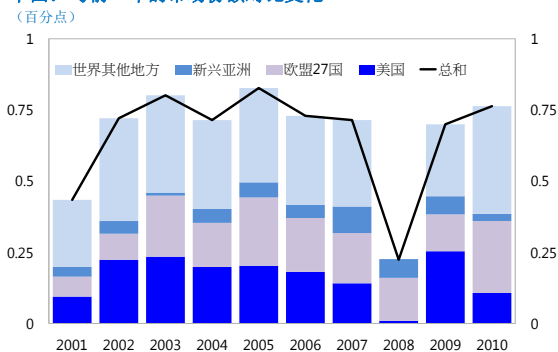


中国不仅维持着其在传统领域中的稳固地位，而且还开始向通常由先进经济体主导的产业大力挺进。这些新的增长领域中，比较突出的是风力涡轮机、太阳能电池板、汽车和半导体设备。例如，在风能行业，中国所占的全球产能份额从 2009 年的 16.5% 上升至 2010 年的 22.75%，取代美国成为世界最大风能生产国。由此，中国在全球风能出口市场中所占份额上升到 6% 左右（截至 2011 年 9 月），而在五年前，这一比率几乎为零。同样，中国已迅速采取行动，在太阳能电池板行业建立生产设施，并且其在这一行业的全球出口份额一路攀升，而日本和德国的份额却随之下降（部分是由于两国的跨国企业将生产设施迁往中国）。

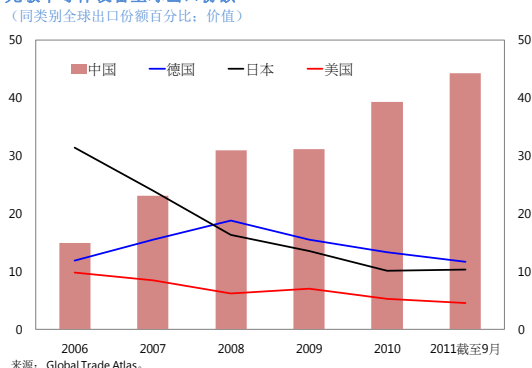
B. 投资的进一步增长

2008 年，面对全球金融体系的瓦解，中国及早做出了果断回应，采取了大规模刺激措施，旨在推升国内需求，并减轻即将发生的外部需求崩溃所带来的巨大冲击。这为投资的大幅增长创造了条件，使该国投资占 GDP 比率从 42% 上升至 47%。这些投资大多集中在交通运输、公用事业和住房建设领域。其所带来的一个直接结果是消除了大量已有的基础设施瓶颈，并加强了各省之间的联系。最终，这将有助于增强中国工业的竞争力，一个原因是，它推动了中国内部的工业区位转移（向低成本地区，特别是向中西部省份的转移）。

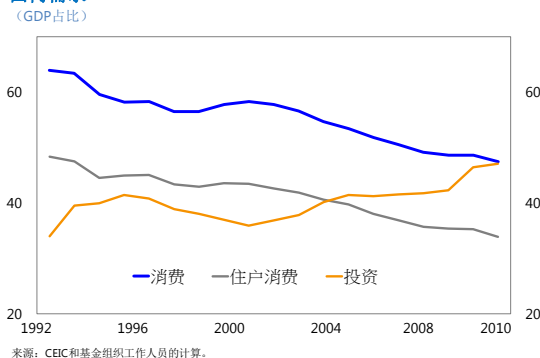
中国：与前一年的市场份额对比变化



光敏半导体设备全球出口份额

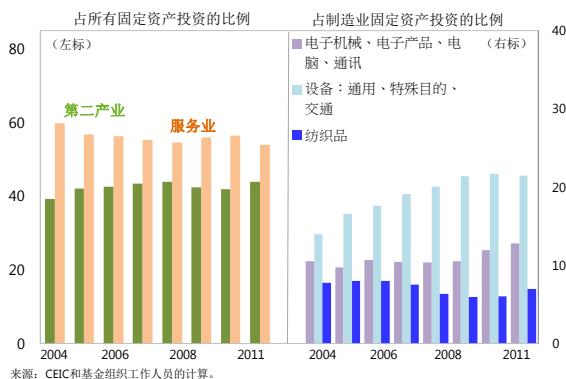


国内需求



随着全球经济开始复苏，中国对基础设施的支出开始缩减。这致使总需求出现了一个空洞，这一空洞很快又被私人部门制造业投资的增长而填补。制造业产能的增强似乎主要出现在一系列相对高端的制造行业。在今后几年里，这一制造业产能增强的趋势可能会带来出口的增长（当中国向全球市场出售这些产品时）。另一种可能是，此种产能将会通过向中国各行业和住户进行的销售而在国内得到部署。最后，此种产能有可能仍得不到充分利用（这将带来一个问题：如何以及是否应为这些投资进行融资）。在目前阶段，如何利用此种新产能仍是一个重要而又极难预测的问题。

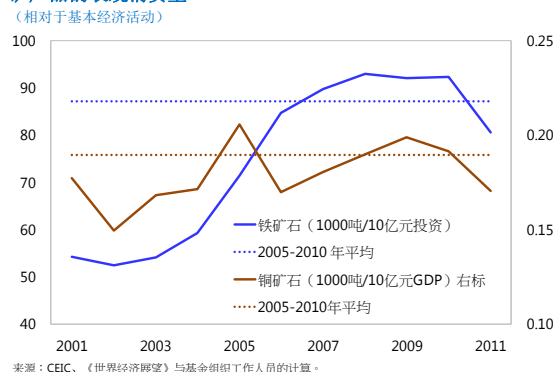
各部门固定资产投资



C. 商品和资本货物的影响

如前文所述，固定投资进一步增长所产生的一个连带后果是，中国的商品需求有了显著的增加。此种增加趋势始于金属需求，随后，机械和能源产品的进口也出现了强劲增长。无论是私人部门还是公共部门的投资项目都起到了极其重要的激励作用。同时，还出现了一些具有投机性质的周期性商品囤积，并且库存数据显示，某些上游产业的库存在不断累积，如铁矿业（2011年同比增长15%左右）和有色金属采矿业（同比增长25%左右）。但总体而言，似乎并无证据表明库存量会出现长期增长，这说明此种进口需求主要是被用作国内生产的一种投入。

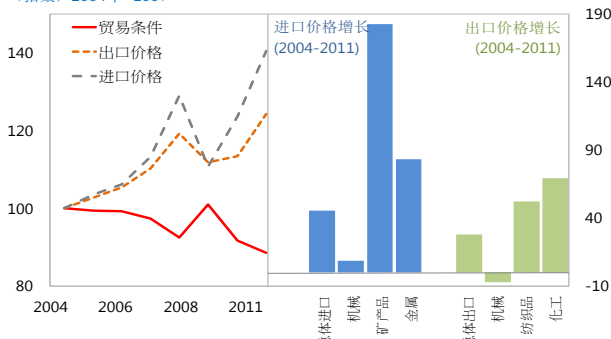
矿产品的表现消费量



D. 贸易条件

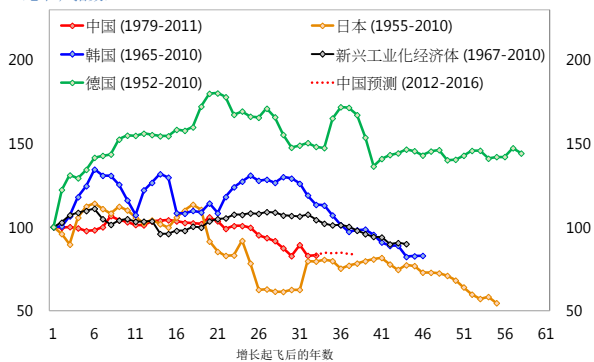
商品和矿产进口的持续增长势头强化了一种动态趋势，这一趋势已存续多年，可回溯至全球金融危机爆发以前。在过去几年中，进口更多地与商品和矿产相关，在这两个领域，供应弹性相对较弱，全球价格持续上涨。与此同时，出口越来越多地倾向于机械和设备，在这两个领域，供应弹性相对较强，竞争激烈，相对价格持续下滑。

中国的贸易条件
(指数, 2004年=100)



来源：CEIC与基金组织工作人员的计算。

部分经济体增长起飞后的贸易条件变化
(总和: 指数)



来源：《世界经济展望》与基金组织工作人员的计算。

因此，除 2009 年外，中国的贸易条件一直在稳步恶化。但从历史角度来看，这可能并不令人惊讶。其他一些经历了出口导向型增长的经济体（特别是日本和新兴工业化经济体）都受到过类似影响，其贸易条件沿着发展路径一路下滑。对于中国而言，这一趋势得到了进一步强化，因为无论是在出口还是进口市场，中国所占份额都极大，以至于不再是一个价格接受者了。这样一来，中国在某种程度上造成了其自身贸易条件的下滑，从而创造了一种自我平衡机制，通过全球价格推动其贸易条件变化并向其对外顺差施加抵消性的下行压力。²

E. 汇率升值

自 2008 年 4 月至 2011 年 12 月，汇率实际上升了 14.75%，但是，如上文所述，这一变化掩盖了这一期间内的巨大波动。此轮汇率升值极大部分都发生在 2008 年，而在随后的危机和复苏期内（也包括实际贬值期），汇率升值速度显著放慢。该实际升值大部分是由相对于主要贸易伙伴货币的名义汇率变化而导致，而由相对于贸易伙伴的通胀差异所带来的实际升值仅占较小的比例。

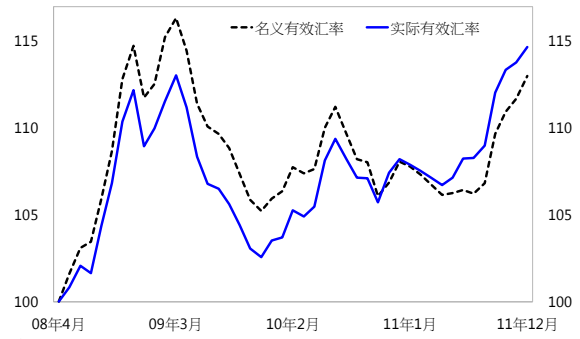
²随着进口货物价格上升，不断恶化的贸易条件可能还会产生负面收入影响，这将降低国内需求并部分抵消对外顺差缩小所产生的影响。但直到目前，这一抵消效果在中国似乎并不明显，因为中国的国内支出（特别是投资）在持续快速增加，即便是在进口价格升高的情况下也是如此。

表 1：中国的汇率构成分解

	百分比变化 2008年4月-2011年12月
实际有效汇率升值	14.7
贡献：	
通胀差异	1.6
名义有效汇率升值	13.0
其中	
对美元的升值	2.4
对其他贸易伙伴货币的升值	10.6
备忘项：	
对美元的双边汇率升值	10.6

实际有效汇率

(指数, 2008年4月=100)



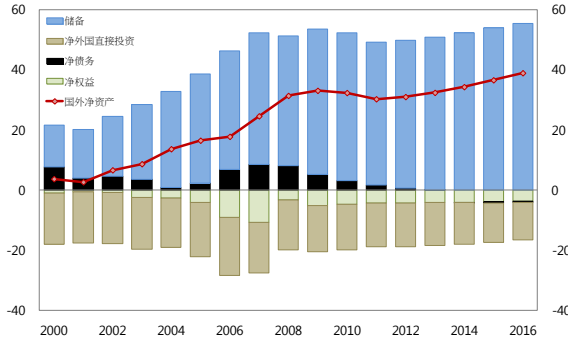
来源：基金学院。

F. 净收入流量

最后，还有必要提及净收入流量。一个令人疑惑的现象是，尽管中国的净国外资产头寸加速累积，但其净收入流量却未见相应增长。首先来看资产方面，中国的国外资产增长在很大程度上反映出了央行储备资产以及中国投资公司（CIC）投资头寸的变化。而债务方面的情况却反映出了流入中国的外国直接投资的存量增长。较低的净收入流量数字（在 2011 年实际为负值）表明，在流入中国的外国直接投资所获收益与央行持有的储备所获收益之间，存在着巨大的差异。事实上，在过去几年中的大部分时间，此种收益差额似乎达到了 3-4% 的水平，因此，尽管净国外资产头寸持续增长，净收入流量却仍接近于零。

中国：国外净资产组成

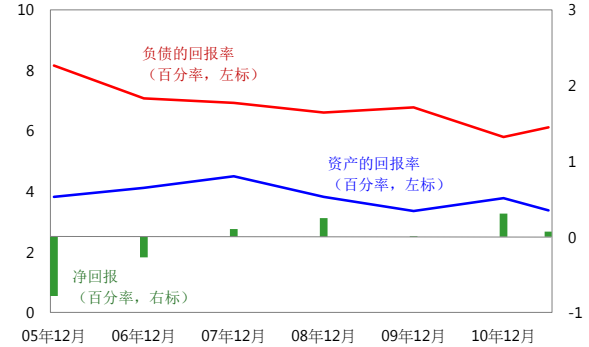
(占GDP百分比)



来源：《世界经济展望》与基金组织工作人员的计算。

国外资产和负债的有效回报率

(百分率)



来源：CEIC和基金组织工作人员的计算。

G. 综合分析

尽管中国的经济增长自危机前以来有所减缓，但其进口量一直在持续上升，其产出已更多地具有资本货物和商品密集型性质。投资支出的进一步增长以及与此相关的进口量（特别是主要商品进口量）的持续增长势头，加重了中国贸易条件的长期持久恶化。为说明这些影响的量化重要性，我们将实际发展情况与一种反事实情景进行了对比，其基础既包括一个经常账户简式模型，又包括独立的贸易回归分析（详见下文第 V 节）。作为该反事实情景的基础，我们对自那时起的经常账户顺差变化进行了分解，并做出如下假设：(i) 贸易伙伴国在 2007 至 2011 年间的产出处于潜在水平；(ii) 实际汇率保持不变；(iii) 贸易条件和投资与 GDP 比率均保持在 2007 年的水平上。

表 2：中国经常账户顺差下降的贡献因素估计
2007-2011
(占 GDP 的百分比)

	估计的贸易弹性 ¹	简化的经常账户等
2007 年实际情况	10.1	10.1
2011 年实际情况 ²	2.8	2.8
下降	-7.3	-7.3
贡献因素：		
贸易条件	-1.6	-3.6
外需	-1.1	-1.4
投资	-1.8	-2.6
实际有效汇率	-2.1	-1.3
其他	-0.8	1.5

来源：基金组织工作人员的计算。

¹弹性的估计基于对货物和服务进出口的估算。

²实际值为初步数据。

计算表明，在过去四年中，贸易条件下滑对经常账户顺差减少的贡献比率在五分之一到五分之二之间（表 2）。投资增长的贡献比率在四分之一到三分之一之间，货币升值的贡献比率在五分之一到三分之一之间。贸易伙伴国低于潜在水平的增长所产生的影响稍小。总体上，我们可以得出这样一个结论：国内投资的增长、贸易条件的恶化、外部需求的减弱以及实际有效汇率的升值是危机后经常账户顺差减少的主要原因。也就是说，我们应注意的是，这些计算结果是通过一种局部均衡方法得出的，解读时须谨慎。比如说，它们并不能解释这些不同因素间的反馈效应（例如：中国较高的投资水平与不断上升的全球商品价格之间的关联）。

IV. 政策改革、人口变化和成本压力

A. 政策改革

自全球金融危机以来，中国政府正确地将其政策重点放在了一些领域中，以加速中国经济模式的转型，提高生活水平，促进国内消费。新卫生设施的建设，特别是在以往医疗服务不足的农村社区开展的新设施建设，提高了基本医疗的可获性。一项新的政府医疗保险计划已在全国推行，目标是要在 2012 年底前实现全民覆盖，并且，针对一系列核心处方药的补贴政策也已出台。此外，政府正在扩大现有的养老金计划，以便在 2012 年底前覆盖全国所有城镇失业人口，并使这些养老金更易于在全国范围内更具有可携带性。另外，养老金的绝对给付水平也已提高，特别是对于穷困老年人而言。

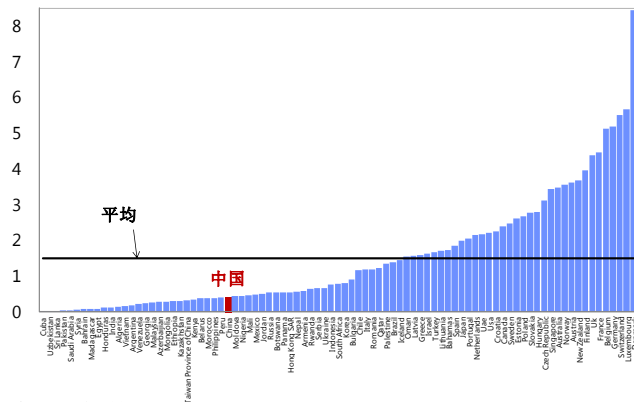
除了医疗和养老，提高经济适用住房的可获性也成为重要的政策目标。2011 年出台的第十二个五年计划提出，要在 2016 年之前建成 3600 万套低收入住房。低成本住

房的供应增加有可能会减轻低收入群体的预算约束，使目前为购房融资而冻结的储蓄得以释放。

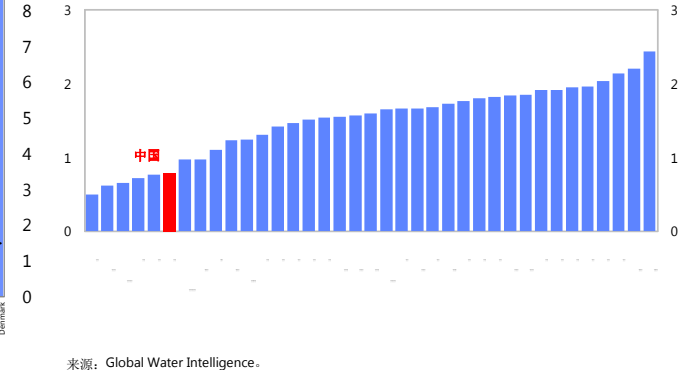
然而，到目前为止，几乎没有任何数据表明建设社会安全网以及增加保障房供应的举措已使预防性储蓄减少，也没有数据表明这些举措给住户消费带来了足够动力从而扭转过去年里消费占 GDP 比重的长期下滑。

在上述住房和社会改革不断推进的同时，另一个更为突出的政策重点是实现要素投入定价的市场化以及逐步减少补贴。然而，中国很多要素投入（土地、水、能源、劳动力和资本等）的成本仍然很低，对资本过于密集型的生产仍有刺激作用。要素投入的定价低于供需平衡所应有的价格水平，相对于国际可比水平也属偏低。例如，很多情况下，为吸引投资，工业用地是免费划拨给企业的，中国的水价仅为国际可比水平的三分之一。有关能源成本的跨国比较数据显示，中国的汽油价格和电价低于世界上多数国家。据研究估计，中国要素市场扭曲度的总值可能几乎相当于 GDP 的 10%。³尽管如此，中国正在逐步使某些能源成本与国际水平接轨：石油产品价格已经与国际原油价格加权篮子进行了指数化挂钩；天然气价格稳步提高；能源密集型工业所享受的优惠电价也已被取消。

世界水价格
(美元/立方米)



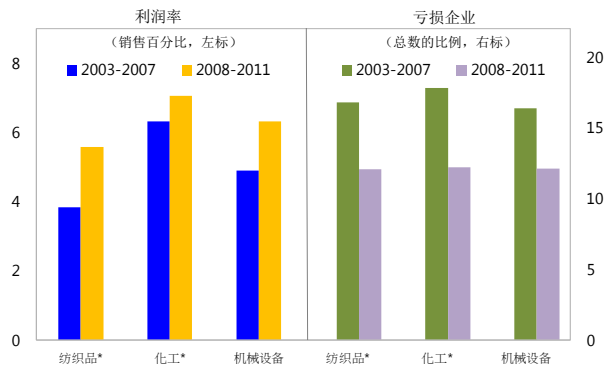
汽油零售价国际比较
(美元/升)



³ 见 Huang 和 Tao (2010 年) 或 Huang (2010 年)。另外，中国与其他经济体的相对要素成本的比较分析，请见基金组织 (2011 年)。

不过，到目前为止，这些成本的上升，以及工资的上涨和货币升值，都似乎对降低企业储蓄没有太大作用。公司利润空间仍然可观，未曾出现普遍的企业盈利压力。实际上，公司利润率还有所上升——亏损企业的比例持续下降——而且制造业所有子部门（从纺织业和其他传统部门到更为高端的制造业）似乎都存在类似的趋势。这并不是一个样本选择的问题（即剔除劳动密集型部门中较弱的企业），因为这些部门中的企业数量是在不断增加的。地理上的重新布局、强大的生产力以及出口价格的小幅上升都在帮助企业承受可能出现的成本压力。

制造业部门：盈利能力



*表示相关联。来源：CEIC和基金组织工作人员的计算。

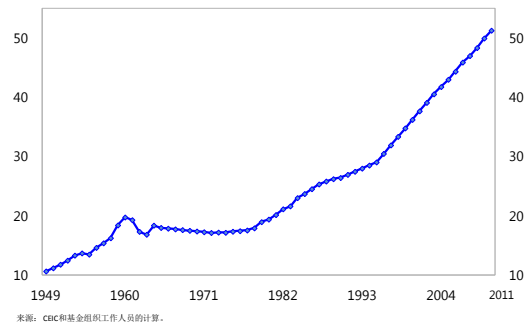
总之，虽然已实施的政策改革是有价值

且必要的，而且一些结构性驱动力也将有助于重新配置资源并促进经济行为转型，但到目前为止，尚无证据表明这些努力已经促成了国民储蓄行为的转变（不论是在企业层面还是在住户层面）。不过，很多此类政策对储蓄行为的影响都需经过一段较长的滞后期方才能清晰显现。也许，在未来若干年内，其对住户收入和消费的影响会逐渐变得更为显著。

B. 城市化

除了政府为减少外部失衡、增加住户收入、扩大服务部门和促进消费而出台的系列政策以外，一些重大的基本结构性变化也正在发生。过去几十年来，城市化进程稳步推进，目前，已经有一半的中国人口居住在城市地区。在这一过程中，为满足不断增长的城市人口需求，需建设新住房和新的基础设施，因而对初级商品的需求极大，这对贸易顺差产生了下行压力。同时，城市化也提高了亿万中国公众的生活水平，

中国城市化率
(百分比)



来源：CEIC和基金组织工作人员的计算。

使数以百万计的人口得以脱贫，并创造出一个生机勃勃的城市中产阶级。毫无疑问，这一过程带来了贸易品的消费增加，其中一些贸易品由国外进口，但多数是在中国生产。因此，虽然制造业产能的扩大速度惊人，但大部分都被用来为国内市场提供产品。目前，国内经济——特别是内陆地区经济——在不断发展，各家公司纷纷将生产设施迁出沿海地区，以更接近这些快速增长的本地市场，随着这一过程的推进，上述情况日益凸显。⁴

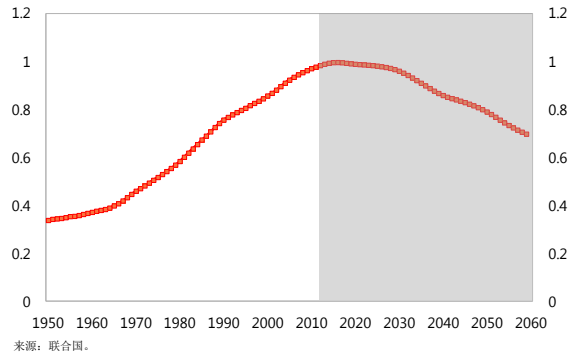
⁴在一些内陆城市地区，如重庆，对户籍要求的放松也促进了这一进程。详见《经济学家》（2012年）。

C. 人口变化

另一个重要的结构性因素是中国独特的人口特征。中国正在快速接近劳动力数量下降点，且 24 岁以下的劳动人口早已开始减少。这自然会使劳动市场趋于紧张，并造成工资上行压力，因为目前劳动供给曲线正在由完全弹性水平轻微上翘。虽然中国还远未抵达所谓“刘易斯转折点”，但也已经进入了一个实际工资将要持续上升、且升速超过生产力增速的时期。然而，这个过程只是初显苗头，尚未发展到住户收入占 GDP 比重开始上升且中国住户有更多消费资金这一地步。

要素（劳动力和其他投入）市场正在发生的这些变化显然是具有重要意义的，随着时间推移，将导致成本压力不断上升。这还将对外部失衡造成影响。不过，现在就认定成本压力上升对中国顺差的减少具有显著作用还为时过早。正如表 1 中的实际汇率升值分解所示，通胀差异（部分体现了要素成本差异的影响）的贡献比率相对较小。

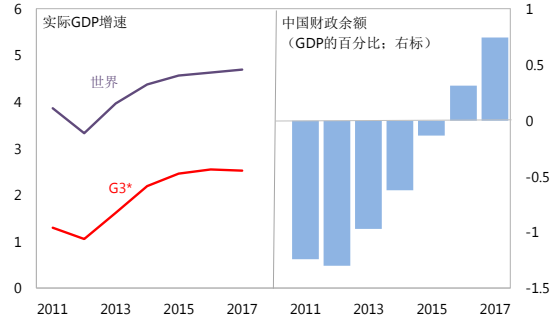
中国的工作适龄人口
(10亿)



V. 实证分析

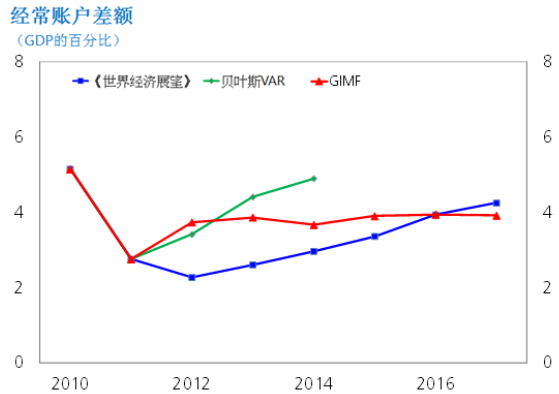
研究者对大量不同模型进行了估计，试图解释对外顺差——例如 Aziz 和 Li（2007 年）、Cheung 等人（2012 年）、Mann 和 Pluck（2007 年）。我们在这里介绍四种分析方法——结构性动态一般均衡模型、多变量贝叶斯 VAR 模型、经常账户的简式时间序列模型、简单的贸易等式方法——并考查未来经常账户顺差在这些模型下的变化趋势。

实际GDP增长速度
(百分比)



首先要强调的是，在大多数情况下，这些预测都是以三项假设为前提的，即：**实际有效汇率保持不变**，全球需求符合《世界经济展望》的预测，并且中国的中期财政整顿进展平稳。如果汇率出现实际升值（或是由于名义汇率的上升加快，或是因为国内成本压力持续增加导致与贸易伙伴的通胀差异增大）或者外部需求减弱，那么，经常账户水平将毫无疑问低于这些预测区间。

- 全球综合货币与财政模型（GIMF）。**第一种方法采用的是基金组织的多国动态一般均衡模型。⁵该模型反映的是中国、先进经济体、新兴经济体以及世界其他地区之间的垂直贸易结构和其他重要贸易特征。运用 GIMF 模型进行的模拟表明，随着时间的推移，全球需求增强和财政赤字减少会共同带来出口增加、商品进口价格下降的贸易条件。由此，中国的经常账户顺差预计将在今年增至 GDP 的 4% 左右，并在中期内大致保持在这一水平。这一中期预测与基金组织工作人员在《世界经济展望》背景下做出的最新预测基本相符，但与近期预测之间存在一定差距。
- 贝叶斯 VAR 模型（BVAR）。**第二种方法基于 BVAR 模型（Österholm 和 Zettelmeyer, 2007 年），使用的是更高频的季度数据。该模型的内容包括贸易伙伴的需求、国内需求、房地产价格、CPI 通胀率、商品价格变化、利率、财政余额（占 GDP 的百分比）、经常账户差额（占 GDP 的百分比）、货币供应量以及实际有效汇率。与 GIMF 方法类似，此方法下样本外预测的前提假设是，财政整顿稳步推进，且全球复苏进程符合《世界经济展望》的预测。运用 BVAR 模型进行的模拟表明，随着时间推移，贸易顺差将更早出现更大幅度的上升。该模型预测，中国的经常账户顺差预计将在今年增至 GDP 的 4% 左右，并且此后还将继续增加，2014 年将接近 5%。



⁵模型的介绍见 Kumhof 等人（2010 年）。

- **简式经常账户模型。**第三种方法使用的是与 BVAR 相似的一套变量。具体而言，简式模型将中国的经常账户与 GDP 比率与某些变量联系起来，这些变量包括：实际 GDP 增长、中国的贸易伙伴的实际 GDP 增长、实际有效汇率、贸易条件以及滞后的经常账户与 GDP 比率。

- 该模型基于 1986-2011 年的样本，采用广义矩方法做出估计。所有参数都具有显著性，正负号与经济理论相符。

- 在短期内，中国实际 GDP 增长率每上升一个百分点，便会使经常账户顺差出现占 GDP1/3 百分点的减少；其贸易伙伴的增长率每上升一个百分点，便会使经常账户顺差出现约占 GDP1/2 百分点的增加；实际有效汇率每升值 10%，便会使顺差占 GDP 比率下降 1 个百分点；贸易条件的改善在上升到一个临界值之前，将提高中国的经常账户顺差，但若超过该临界值，贸易条件改善所产生的收入影响将开始发挥主导作用，导致经常账户顺差随贸易条件改善而减少。从长期来看，这些变量的影响约为其短期影响的 2.75 倍。

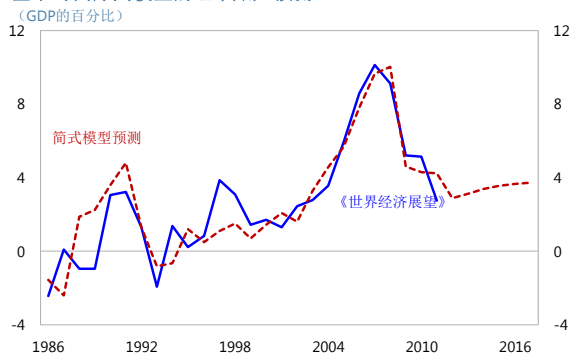
- 该模型预测，如果对中国出口的需求逐渐增强、中国 GDP 以 8.5% 左右的速度稳健增长、贸易条件轻微恶化，并且实际有效汇率保持不变（都基于最新的《世界经济展望》预测），那么，中国的经常账户顺差在 2017 年前将保持在 4% 以下。这一预测并未考虑对 2011 年经常账户顺差做出的相当于 GDP1.5% 的样本内高估——2011 年，该模型预测经常账户顺差为 GDP 的 4.25%，但实际却为 2.75%。

经常账户差额（占GDP的百分比）

1/	参数估计
实际GDP增长	-0.30 [001]
贸易伙伴实际GDP增长	0.43 [000]
实际有效汇率	-0.09 [006]
贸易条件（滞后一年）	0.42 [000]
贸易条件平方（滞后一年）	-2.8E-03 [000]
经常账户差额（滞后一年）	0.64 [000]
2009-2011 虚拟变量	-2.99 [000]
J-STAT	3.01

1/ 对1986-2011年样本进行广义矩估计。方括号内的数字为检验P值。

基于时间序列模型的经常账户预测



来源：《世界经济展望》与基金组织工作人员的计算。

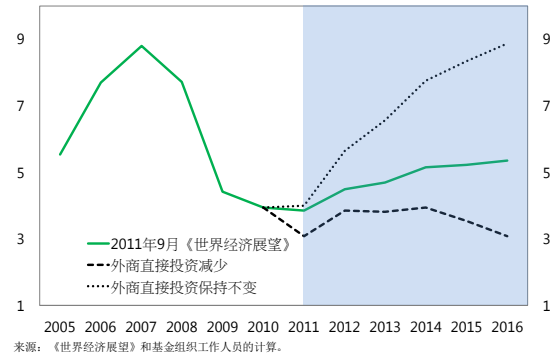
- 贸易等式方法。** 在中国贸易等式估计中，一个常见结论是：出口对外部需求的估计弹性非常大。⁶ 同时，从进口角度看，进口的一个重要驱动力是出口水平（将近一半的进口或多或少都是加工产品的投入品，而最终也将出口至第三国）。为了将中国贸易的这两个特征纳入考量，我们使用一个经简化和修正的贸易模型。⁷ 具体来说，外国直接投资被纳入出口等式中，作为中国贸易品生产能力扩增以及中国对跨境生产分工的越来越多参与的替代变量。在进口方面，将出口纳入进口等式，从而反映出加工贸易效应。由于出口回归分析中纳入了外国直接投资的因素，出口对外需的弹性从 5 下降至 2，而由于出口被纳入了进口等式，进口对内需的弹性从 1.4 降至 0.6。使用这一系列模型进行预测，并假设外国直接投资流入占 GDP 比重有轻微减少，则得出的结果是，贸易顺差将在中期内减少到 GDP 的 3%。然而，这个预测存在很大的不确定性，对于未来外国直接投资流入有很高的敏感性；如果外国直接投资大致保持在 2011 年的水平，则该模型的预测结果是，中期内贸易顺差占 GDP 比率将比原有预测约高出 6 个百分点。

表 3：贸易弹性

相对于	出口弹性		进口弹性	
	标准模型	增强模型	标准模型	增强模型
外需	5.46***	2.28**		
外国直接投资/投资		2.15***		
内需			1.39***	0.62*
出口				0.49**
实际有效汇率	-0.32	-0.30**	0.52**	0.42*

注：*表示 10% 的显著性；**表示 5% 的显著性；***表示 1% 的显著性。

净贸易对比
(占GDP的百分比)



⁶例如，Aziz 和 Li（2007 年）的分析指出，外需每增长 1 个百分点，将导致中国的出口增加 5 或 6 个百分点。这比其他国家的通常弹性水平高得多，也符合中国在全球出口市场份额快速增长的现实。如此高的出口反应能力显然是不可持续的，最终必然会下降，尽管何时会出现这种下降目前还极难确定（见 Guo 和 N'Diaye，2009 年）。

⁷ 详见 Bems 等人即将发表的研究。

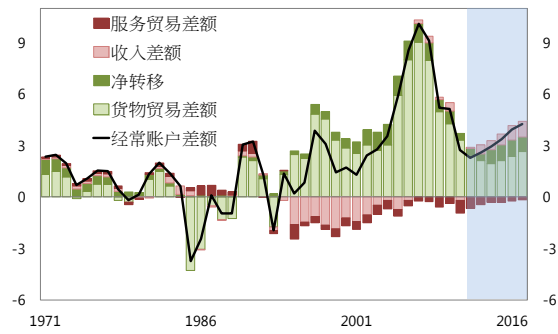
VI. 修正的前景

一段时间以来，基金组织关于中国经常账户顺差预测的一个假设是，外部失衡将在2010年达到最低水平，然后在中期内平稳回升。显然，2011年的数据否认了这一情况。因此，有必要就中期内中国经常账户顺差前景提出修正意见。

我们在最新一期《世界经济展望》中对中国的国际收支预测进行了重大的修正。修正的前景吸收了前文介绍的各种模型分析的结论，但鉴于种种不确定因素，也加入了一定的主观判断。正如上文所述，中国对外顺差前景与最近顺差减少的上述主要驱动因素——外需、投资水平，以及中国贸易条件和国内成本的未来变化趋势——的前景有着密切联系。因此，这些预测的一个假设前提是：支持当前顺差回调的很多近期变化因素将会持续存在。具体而言，我们假设：

- 中国仍然以过去十年的平均速度获取全球市场份额，但这是发生在新环境下的，即，中国主要贸易伙伴的增长普遍较为乏力（如2012年4月期《世界经济展望》所述）；
- 投资支出仍然很高，投资占GDP的比重接近目前水平，且远高于危机前的平均水平；
- 中国的平均出口价格艰难地与全球通胀率保持同步，商品市场供需平衡始终紧张，使得中国的贸易条件继续（以每年0.5%的速度）稳步恶化；
- 如《世界经济展望》通常假设的那样，中国的实际有效汇率维持在2012年2月和3月的30日区间平均水平；
- 在中期内，随着全球复苏动力的逐渐增强，中国储备投资的回报率将会升高，使收入账户顺差增大；
- 在这些条件下，随着全球需求的缓慢恢复，净出口可能会出现实际增长，但经常账户顺差将难以再达到全球金融危机前曾出现的水平。相反，经常账户顺差预计会在近期出现小幅下降（欧洲的衰退是主要原因），在中期内会开始上升，但到2017年也只会升至占GDP的4-4.5%的水平。

经常账户及其成分
(GDP的百分比)



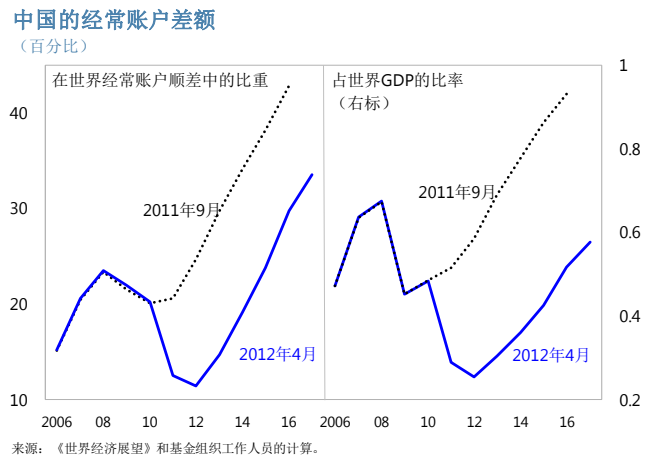
经常账户前景的下行风险较为可观。它们在部分程度上与全球前景有关，但有关中国经济结构性变化速度的不确定性也有一定关系。例如，在过去十年里，有多种因素为中国出口市场份额的猛增创造了条件，这些因素包括：2001年中国入世所带来的有利影响、制造业生产力的强劲增长、全球生产设施向中国的转移以及生产要素成本较低，

等等。而未来，中国将继续扩大其出口市场份额，并使其产品组成转向更为高端的制造业。但是，这个过程可能会因全球需求恢复疲弱而遭受不利影响。还可能出现的状况是，随着中国的出口组成逐渐接近技术边界，以及技术转移和国外生产设施转移的机会减少，中国的市场份额增长相比过去十年将有所减缓。最后，借鉴以往经验，中国的实际汇率可能将继续上升，这同样也将减小对外顺差的规模。

VII. 有关中国经常账户的修正前景对于全球失衡的变化趋势会有怎样的影响？

这是一个很大的问题，难以自然而然得到干脆完整的回答。这一问题也不仅囿于中国，需要对其他很多大型经济体的失衡问题进行考查。然而，有三方面问题是值得强调的：

- 首先，中国经济增速很快，因此，即使中期内失衡规模增长不大，随着时间的推移，中国在顺差经济体总体外部差额中的比重也仍会不断提高。此外，这还意味着，相对于世界经济规模，经常账户占全球 GDP 比率在中期内将从 2012 年的 0.2% 上升至 0.6%（因为高速增长会确保中国在世界产出中所占比例与日俱增）。从这个计算来看，中国的经常账户顺差还远远不是可以忽略的，尽管目前中国经常账户顺差占全球 GDP 的比率已远远低于 2007-2008 年间的高水平。



- 第二，中国的对外顺差的确可能正在减少，但这并不意味着全球失衡问题已解决。这些全球失衡问题可能会自我调整，从而改变地理分布。值得注意的是，近期有迹象显示美国的经常账户逆差又再次上升，而石油生产国的顺差则相应增加。中国的对外顺差可能已经转移到其他地方，这部分是由于中国对全球价格的影响以及其自身的贸易条件变化。
- 第三，除非消费水平很快提高，否则，对外顺差的减少将导致中国国内经济失衡扩大。但此种失衡并不仅仅是一个国内问题。如果这个问题得不到解决，它将有可能引发中国的宏观经济和金融动荡，而鉴于中国经济的规模和系统重要性，这毫无疑问将对世界宏观经济和金融稳定造成不利影响。

VIII. 结论

综上所述，中国对外顺差的减少幅度较为可观，这是为人们所希望的。然而，这一调整主要是由于投资水平极高，全球经济环境疲弱，以及商品价格上涨速度超过了中国制造业产品价格。虽然上述三个因素都可能会继续压低外部失衡，但这并不代表中国在过去几年里实现了基金组织所倡导的“再平衡”。⁸特别是，截至 2010 年底这一时期的已公布官方数据并未表明外部失衡的回调是由消费占 GDP 比率上升或国民储蓄下降所造成的。

当然，“十二五”规划下的政策核心大多是以提高住户收入、促进消费以及推动扩大服务业部门为重点的。在今后几年中，如果这些结构性改革能得以施行，则中国的确可能在缓解外部失衡方面实现由投资驱动方式向消费驱动方式的成功转变。若能成功，则此种转变最终将更为持久，能改善中国民众的福祉，并极大推动全球经济强劲、可持续和均衡的增长。

⁸见 2010 年和 2011 年的中华人民共和国第四条磋商工作人员报告等文件。

参考文献

- Acharya, Viral V. and Philipp Schnabl, 2010, “Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007–09,” *IMF Economic Review*, 58, pp 37–73.
- Aziz, Jahangir, and Xiangming Li, 2007, “China’s Changing Trade Elasticities,” IMF Working Paper 07/266 (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Bems, Rudolfs, Joshua Felman, David Reichsfeld, and Shaun Roache, “Why has China’s Current Account Surplus Declined?” IMF Working Paper, forthcoming.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, 98, 1, pp.358–93.
- Cheung, Yin-Wong, Menzie Chinn, and Xingwang Qian, 2012, “Are Chinese Trade Flows Different?” NBER Working Paper 17875 (Cambridge Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Cooper, Richard N., 2007, “Living with Global Imbalances,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp.91–110.
- De Long, J. Bradford, 2008, “The Wrong Financial Crisis,” VOX. Available via the Internet: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2383>.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber, 2003, “An Essay on the Revived Bretton Woods System,” NBER Working Paper 9971 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber, 2004, “The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries,” NBER Working Paper 10332, (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber, 2009, “Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System,” *Pacific Economic Review*, Vol. 14(3), pp. 297–311.
- The Economist, 2012, “Changing Migration Patterns: Welcome Home,” February 25.
- Guo, Kai and Papa N’Diaye, 2009, “Is China’s Export-Oriented Growth Sustainable?” IMF Working Paper WP/09/172 (Washington: International Monetary Fund).
- Gruber, Joseph W. and Steven B. Kamin, 2008, “Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?” Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 923.

- Huang, Yiping, 2010, “Krugman’s Chinese Renminbi Fallacy,” VoxEU.org, 26 March.
- Huang, Yiping and Kunyu Tao, 2010, “Causes and Remedies of China’s External Imbalances,” China Center for Economic Research Working Paper No. E2010002 (Beijing: Peking University).
- IMF, 2010, People’s Republic of China Article IV Consultation, IMF Country Report No. 10/238 (Washington, DC: International Monetary Fund)
- IMF, 2011, People’s Republic of China Article IV Consultation, IMF Country Report No. 11/192 (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Kumhof , Michael, Douglas Laxton, Dirk Muir, and Susanna Mursula, 2010, “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model—Theoretical Structure,” IMF Working Paper WP/10/34, February.
- Mann, Catherine L. and Katharina Pluck, 2007, “Understanding the US Trade Deficit.” G-7 Current Account Sustainability and Adjustment. Ed. Richard Clarida and Martin Feldstein. Cambridge: MIT Press.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff, 2005, “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments.” Brookings Papers on Economic Activity, 1:2005, pp.67–123.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff, 2010, “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes.” in *Asia and the Global Financial Crisis*, ed. by Reuven Glick and Mark M. Spiegel (San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco).
- Österholm, P. and J. Zettelmeyer, 2007, “The Effect of External Conditions on Growth in Latin America,” IMF Working Paper Series No. 07/176.
- Roubini, Nouriel, and Brad Setser, 2005, “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006,” Paper presented at the Symposium on the “Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?” organized by the Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley, San Francisco, February 4.