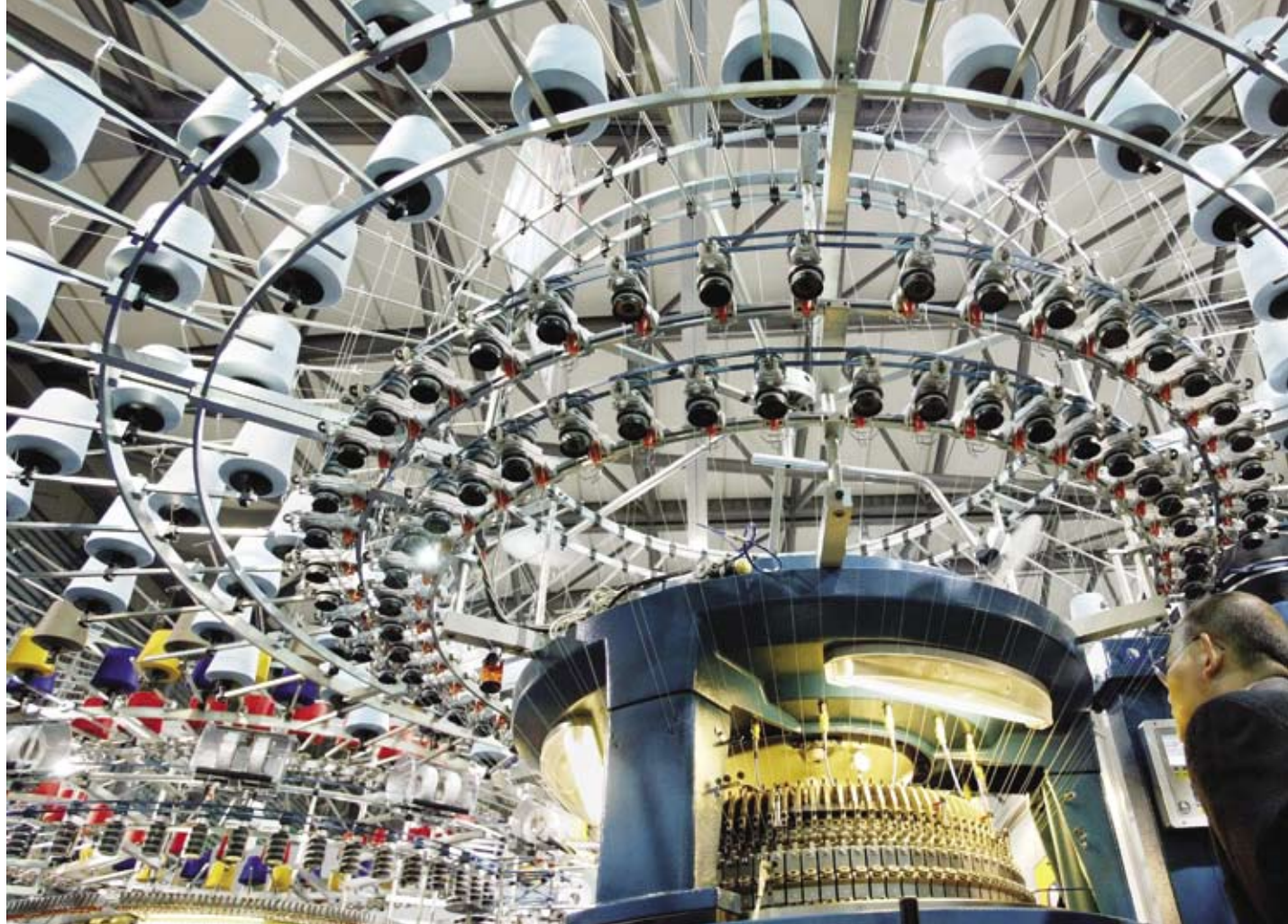




上海新国际博览中心。

更强大的中国

Linda Yueh

如果中国增加
内需并推进全
球一体化进
程，那么危机
过后，它将变
得更加强大

在西方，各国正在应对此次严重衰退和金融危机所带来的后果。在发达经济体中，经济增长表现最好的也只是微幅增长，其中多数国家都还背负着很高的国家债务。欧元也处于压力之下。然而与此同时，中国的增速却依然领跑。看起来中国已从衰退中恢复过来，这是真的吗？

与大多数国家相比，中国的情况更好。它避免了经济衰退，2009年超过8%的增长率超出了人们的预期。西方的消费需求已不可能继续成为世界经济的驱动力量，如果中国在今后几年中能够适应这种局面，那么在经历了全球危机之后，中国将会变得比以前更为强大。

经受住危机的考验

在2007年始于美国的这场全球金融危机中，没有任何一个国家能够幸免。然而，因为中国的金融业没有大规模地参与衍生品的交易，从而避免了美国 and 欧洲发达经济体所遭遇的困境。中国没有发生“信贷危机”，也不必与摧毁了发达经济体资产负债表的所谓有毒证券进行抗争。中国的一些大型国有银行是华尔街投资公司雷曼兄弟的债权人，后者在2008年的破产几乎导致金融恐慌。这些国有银行确实因此而损失，估计为数十亿美元，但它们没有持续进行资产负债表减值，而如果这样做，其后果会



更具破坏性。

尽管如此，中国在危机的第二阶段还是受到了影响：这一阶段出现了全球性的衰退以及30年以来的首次世界贸易萎缩。出口在中国占到GDP的30%，并支撑1/3的年度经济增长，而中国的出口量在2008年末大幅下跌。贸易的下滑使2009年的增长率降低了3个百分点，并使2010年第一季度的增长率降低了约1个百分点。尽管G20对贸易融资的支持有助于改善情况，但出口作为强劲的增长引擎的地位还有待于进一步恢复。

刺激方案

鉴于本次危机和随之而来的贸易下滑，中国正在重新审视将内需作为经济驱动器的重要性，从而摆脱对复杂多变的出口的依赖。因此，中国在2009年春天针对此次危机出台了5860亿美元（折合4万亿人民币）的一揽子刺激方案。面对持续疲软的全球需求，2010年中国政府继续为刺激方案拨款。中国人民银行行动得更早一些，其于2008年8月开始下调政策利率，当时该利率是7.47%。最近一次下调是在2008年12月，下调至5.31%，截止到2010年6月依然维持着这一利率。

在刺激方案和利率下调的双重作用下，2009年第二季度中国经济开始恢复增长。2008年最后三个月和2009年前三个月，中国的增长率在6%左右。2009年全年的经济增长率恢复到8.7%，而第四季度同比增长高达10.7%。2010年第一季度，中国经济同比大幅增长11.9%。

中国的持续增长有赖于大规模刺激方案的成功，这一方案主要着眼于基础设施建设。基础设施支出是基于“十一五规划”（从2006年开始）中的大规模交通运输项目。现成的项目规划使支出得以迅速执行，并为出口导向型工厂的数百万下岗职工提供了公路和铁路建设方面的工作。这一举措实实在在地创造了就业机会，从而证实了中国刺激性支出的有效性（Orlik和Rozelle，2009）。

但是刺激方案的社会部分占该方案的比例不到

5%，这对于刺激个人消费是不够的。其没有解决中国家庭的高储蓄问题，后者是低内需的主要原因。为了阻止预防性储蓄，2009年下半年中国增加了1250亿美元的医疗保障支出（将覆盖两亿没有保险的居民，到2020年进一步达到全民覆盖）和4亿美元作为农民工的养老金。

然而，2009年其消费占GDP的比例没有出现太大变化。虽然城镇居民收入10.5%的增长有助于刺激消费支出，但这一增长的基数很低。在中国，消费仅占GDP的35%；而在多数市场经济国家中，这一比例为50%以上。大多数农村人口仍然很贫困。因此即使零售收入增长了16%，但2009年消费对中国GDP增长率的贡献率仅为4个百分点左右。

信贷增长

像其他主要的经济体那样，中国采取积极的财政政策和宽松的货币政策来对抗经济衰退。但与这些国家不同的是，其中央政府仅提供了刺激方案所需资金的约1/4，国有银行承担了其余部分。因此，信贷增长非常迅速。2009年，银行发放了约1.46万亿美元（折合9.95万亿元人民币）的贷款，2010年还将以信贷的方式再发放1.09万亿美元（折合7.5万亿元人民币）。由此导致货币供应增加了将近30%。尽管如此，消费价格在9个月的紧缩后，直到2009年末才开始上涨，这意味着流动性已经转向资产。在存在资本流出管制的经济体中，信贷的增长意味着投资将主要在国内进行，这增加了股票市场和房地产市场出现资产泡沫的可能性，也会引发对银行危机的担忧。

中国的主权财富基金——中国投资公司——最近收购了“四大”国有银行的股票，其中包括中国农业银行一半的股份。这可以被视为稳定股票价格的举措（以缓解对不良贷款的忧虑，尽管不良贷款在由国家控制的银行体系中并不是一个新问题），并提高了这些银行的资本充足率。另外，四大银行2010年发行了110亿美元的认股权以增强其各自的资本金基础。

2010年信贷投放的步伐减缓，同时人民银行提高了银行的准备金率。在出口不大可能恢复到以前水平的情况下，要实现增长8%的目标，中国只能继续用政府投资来弥补贸易的不足，这将继续向市场倾注流动性。当刺激经济时，要结合宽松的财政政策和较紧的货币政策以控制资产泡沫是很困难的。此外，国内的银行体系并不是现金的唯一来源。

2009年，中国的资本流入超过2000亿美元，其中相当大一部分被视为“热钱”或投机者的投资。中国对投资者的吸引力因低估的人民币而增强（人民币自

危机开始时即钉住美元)。中国的外汇储备在2009年增加了23%，达到创纪录的2.4万亿美元，其中2/3是美元。

因此，中国最近决定放宽对资本账户的限制从而鼓励资本外流。这一政策受到了欢迎。改革将是缓慢的、局部的，而且主要是支持中国的“走出去”战略（鼓励中国企业进行海外投资）。尽管如此，这些措施应该有助于中国重新平衡其经济，并着手修正世界宏观经济的失衡问题。

世界新秩序

21世纪的前十年中，全球经济失衡加剧，这是本次金融危机发生的背景。20世纪90年代主要的新兴经济体（中国、印度和东欧）迅速崛起并在21世纪的前十年间加速融入世界经济，同时世界劳动力人口翻了一番达到30亿，这加剧了全球经济失衡。在中国加入世界贸易组织以及东欧国家加入欧盟后，这些国家廉价的劳动力成本促进了出口的增长并对世界其他国家造成通缩影响。但是，这也推高了大宗商品（如石油）价格，从而加大了中东国家的顺差。

自1998年起，全球的储备持有量扩大了四倍，因此增加了对美元作为全球储备货币的需求。美国流动性的增加刺激了消费。美联储没有加以限制，因为由于全球劳动力人口的增长以及其他原因，通货膨胀处于较低水平（Yueh，即将出版）。

全球经济中的这些结构性变化增强了监控全球资本流动的需要，各国中央银行（包括中国的央行在内）在制定利率时，都需要兼顾资产价格，而不仅仅是消费者价格。美国也必须特别考虑其储备货币效应：由于其他各国储备对美元的需求，美国国债的收益率曲线会存在下行压力。因此，借款成本不仅受国内经济环境的影响，也受国际经济环境的影响。例如，对美元资产的持续需求抑制了收益并推高了债券价格，这使收紧货币政策不那么容易，因为借款成本很低；危机前全球的储蓄资金助长了美国借款的增加，而这种宽松的货币政策导致了过度的流动性。对于像中国这样的顺差国家而言，美国宽松的货币政策可以通过固定汇率的方式传导，这会导致资本从低利率经济体向高利率经济体流动。因此，中国应逐渐改革汇率，以避免因流动性注入而出现国内资产泡沫。在收紧货币政策之前增加人民币汇率的弹性也很重要：当美国维持几乎为零的政策利率时，中国的加息只会加剧流动性的注入，削弱紧缩措施的影响。中国外汇储备的多样化和储备的减少也有助于改善全球经济的失衡。

由于美国在2009年将经常项目赤字从6%缩减为约3%，全球经济的失衡得以缓和。遭受衰退打击的国家均提高了储蓄率。2009年全球经济增长率为-1.1%，IMF预计2010年全球经济将增长4.4%，2011年会更高些。这一数字高于1980年至1997年全球经济3.2%的平均增长率，当时中国和其他新兴大国正快速发展。那时，中国年增长率为9%，但经常项目比现在更为平衡。相应地，在那段时期，美国经常项目赤字约占美国GDP的1.5%，占全球GDP不到0.5%；而今天，该数字却占美国GDP的3%，全球GDP的0.7%。美国的消费因去杠杆化而减弱，也就是说其他国家的顺差会相应减少，在这种情况下，全球经济的重新平衡很可能会继续。

作为中国主要出口市场的欧盟和美国的消费降低意味着贸易增长在未来几年内将会减缓，除非出现新的高收入市场来接纳中国的出口——但这不大可能出现，尤其是在欧元区出现问题的情况下。如果中国的经常项目恢复至20世纪90年代更为平衡的状态并保持现有增长率，内需占GDP的比重必须更大一些。

问题的两面

为了在后危机时代的世界经济中变得更加强大，中国在推进全球一体化的同时必须进行扩大内需的改革，以便继续提升增长率。由于全球经济仍然疲软，经过改革中国可以变成大型、开放的经济体。经济转型期间，其在融入全球市场的同时通过防止外部冲击来确保稳定。

中国经济应该变得更像美国经济——后者是全球主要的贸易大国，但其增长主要靠内需推动。如果中国同时增强内需和外需，那么其就不会那么受制于世界经济的变化。即使中国贸易的绝对值扩大，其增长也可以由内需来推动。中国影响着全球的贸易条件，所以其可以重新将自己界定为大型、开放的经济体，这样既可以享有全球一体化的好处，同时保持强劲的内需基础，以抵御最糟糕的外部冲击。

消费和政府支出

消费曾一度占到中国GDP的大约一半，但家庭和公司的高储蓄率使这一数字降至历史低点，即刚超过1/3。如果储蓄增长的刺激因素得到抑制，这一比例可以恢复到20世纪90年代初期50%的水平。对于家庭而言，这可以通过增加社会保障来实现；对于公司而言，可以通过放宽信贷限制来便利借贷，从而使企业不必动用留存收益来谋求发展。

增加的政府支出用于社会保障的空间很大。2008年，其占GDP的13%；因为有了大规模的财政刺激方案，2009年这一数字已经接近20%。这仍低于经济合作与发展组织国家在危机前的平均水平，更远远低于其他大多数发展中国家的水平。

政府还应加速城市化的步伐，这会促进服务业的增长。其还可以发展经济中的非贸易部分，并在技能领域的高端和低端创造就业。这 will 与中国城市劳动力和流动劳动力的情况相适应。农村人口的城市化部分所增加的收入会促进消费增长。

公司储蓄和金融自由化

为了减少公司储蓄，需要进行一系列的改革。公司储蓄（无论是国有还是非国有的）甚至高于家庭储蓄。当自2004年以后中国的经常项目盈余超过了GDP的10%时，这一点就变得显而易见。在国家保持着较大的经常项目盈余时，投资通常都会受到挤压，即便如此，其投资占GDP的比例仍然没有变化。

中国扭曲的金融体系迫使私人企业通过储蓄（主要通过留存收益来进行）来谋求发展，因为它们很难获得信贷。然而，即使是很容易获得信贷的国有企业也进行储蓄，因为其利润税负很轻。国有企业应该支付更高的税金和股息。

利率的完全自由化不仅会提高信贷向私人企业的投放，还会降低储蓄的激励。虽然2004年利率部分地自由化，银行同业拆借利率取消了上限，但利率的下限仍然受限，而且存款利率仍设上限，这扭曲了投资决策。如果利率完全自由化，则会减少公司的财务费用，从而降低储蓄的必要性。

资本账户的逐步自由化（尤其是“走出去”战略）也会有助于减少储蓄，因为一旦公司在全球市场中运营，就可以从更为成熟的海外信贷市场得到资金。换句话说，公司可以从资本市场筹集资金，而不仅仅依赖存在信贷限制的中国银行体系。这不但会减弱公司储蓄的激励，还可以通过允许资本以投资的方式流出而不是累积成外汇储备来削减经常项目盈余中通过购买美国国债获得的部分。

外部受益不仅于此。资本账户自由化还会由于对人民币的需求增加而增加汇率弹性。有了足够的资本流出，升值压力甚至可能减轻。将汇率和利率改革结合起来会使中国的内部头寸（储蓄减去投资）和外部头寸（国际收支差额）得到更好的平衡。结果是中国经济更加平衡，这有助于减少由全球经济失衡而累积的流动性。这对一个大型、开放的经济体是有好处的。

改善监管也很重要。自由化应伴随着进一步的国内和国际体制改革，以深化金融市场。例如，在资本市场逐步走向法制化和透明化、其确定性和深度都有所增强的前提下，积极加入全球监管机构——金融稳定委员会——可以增加金融市场的稳定性。这对家庭和公司行为都有积极意义。

“中国影响着全球的贸易条件，所以其可以重新将自己界定为大型、开放的经济体，这样既可以享有全球一体化的好处，同时保持强劲的内需基础，以抵御最糟糕的外部冲击。”

作为主要的经济体，中国确认自身的影响力并协助确立全球一体化市场的治理方式符合其自身利益，因为其决策受国际环境的影响，也会反过来对全球产生广泛影响。例如，中国是亚洲和全球大宗商品出口国经济增长的引擎，中国的利率影响着全球价格，而世界金融市场也影响着其货币状况。

成为大型、开放的经济体

通过鼓励内需以及发展具有全球竞争力的公司，中国有能力成为高速增长、开放的大型经济体。鉴于中国目前的发展水平仍然较低，融入全球经济将使中国和其他国家格外受益。中国可以通过推进宏观经济改革在这个已经发生变化的、充满不确定性的全球经济中进行战略定位。通过这种做法，中国可能会在这次全球金融危机过后变得更为强大。这是一个不容错过的好机会。■

Linda Yueh是牛津大学中国发展中心主任兼圣艾德蒙学院经济学研究员。

参考文献：

- Bergsten, C. Fred, 2009, "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis," *Foreign Affairs* (November/December).
- Orlik, Tom, and Scott Rozelle, 2009, "How Many Unemployed Migrant Workers Are There?" *Far Eastern Economic Review*.
- Victor, David G., and Linda Yueh, 2010, "New Global Energy Order," *Foreign Affairs*, January/February.
- Yueh, Linda, 2009, *The Law and Economics of Globalisation* (London: Routledge).
- , forthcoming, "U.S., China and Global Imbalances," *China Economic Journal*.