中国的汇率政策、经常账户盈余和全球不平衡*

W. Max Corden

一　导言

本文主要是受到目前美国的一些关于中国汇率政策的流行观点的激发而写的。1997～2005 年，中国的通货——人民币一直盯住美元。2005 年 7 月，新的制度被建立起来，从那时起，人民币兑美元汇率出现了一定程度的升值。截至 2007 年底，人民币累计升值约 9%。总的来说，美国的批评家们认为这些升值是不充分的。通常的争论认为，如果人民币被允许自由浮动，它会升值更多，而且会减少中国高额的经常账户盈余，同时减少美国的赤字。这种观点认为，中国的汇率制度以及这种制度下的政策，或多或少地是中美经常账户不平衡的原因。该观点还暗示，中国的汇率干预导致了中国的经常账户盈余，并至少对美国总体的经常账户赤字的产生起到了一定作用。①

---

* 2009 年皇家经济学会。这篇文章发表在《经济学杂志》（*Economic Journal*，Vol. 119，issue 541）第 119 卷 541 期，经皇家经济学会许可刊印在这里。

2007 年 7 月 12 日，在英格兰银行举行的 James Meade 百年诞辰纪念大会上，我提交了一篇题为《汇率政策和全球不平衡》（'Exchange rate plicies and the global imbalance'）的文章。收入本书的这一章完成于 2009 年 3 月，基本上是 2007 年文章的修改和扩充版本。对于中国问题的卓越的、综合的概述，我发现 Riedel，Jin 和 Gao（2007），Siebert（2007），Yu（2007）以及 Woo（2008）的文章很有帮助。我非常感激 Jim Riedel 帮助我理解中国宏观经济过程，以及 Prema-chandra Athukorala 和 David Vines 对本章初稿非常有价值的评论。

① 关于美国的态度和人民币问题的许多方面，最好的参考文献是 Goldstein 和 Lardy（2008）。对中国政策的批评观点，可以在 Michael Mussa 的著作中找到；对美国国会态度的全面回顾可以见 Gary Clyde Hufbauer 和 Claire Brunel，以及 Stephen S. Roach。关于"人民币应当更大幅度升值"的早期观点，见 Goldstein 和 Lardy（2005）。

表 1 显示了 2000 ~ 2008 年中国的经常账户盈余占 GDP 的百分比。当然，这些数字给出的是中国总体的盈余，而不是与美国的双边盈余。

表 1　中国：经常账户盈余（占 GDP 百分比）

2000 年	1.7	2003 年	2.8	2006 年	9.5
2001 年	1.3	2004 年	3.6	2007 年	11.0
2002 年	2.4	2005 年	7.2	2008 年	10.0

Source：International Monetary Fund，*World Economic Outlook*，April 2009.

在 2005 年之前，中国一直因为将人民币的汇率盯住美元受到批评。2005 年之后，它又被批评未能允许人民币足够地升值。但批评的真正目标显然是中国巨额的经常账户盈余，而不是固定汇率制度本身。毕竟，将汇率盯住美元在布雷顿森林体系下是非常普遍的。甚至在该体系崩溃之后，一些国家（主要是拉丁美国家）仍把它们的汇率盯住美元，并且没有受到美国的任何抱怨。此外，国际货币基金组织没有任何规则禁止此类行为。同样，也没有什么很好的理由反对在汇率市场上进行干预。许多国家的汇率制度都涉及一些汇率管理，或者说是“巧妙地操控”。

本文的第二部分以中国为例，讨论汇率干预和经常账户结果之间的关系。第三部分讨论导致这一结果出现的中国的政策和新形势的可能原因或理由。最后一部分论述中国的经常账户盈余和增长对其他国家的意义，特别是对美国的意义。这些讨论包含了一些对如何把中国的盈余与当前世界信贷危机联系起来的思考。中国应该受到指责吗？

这篇文章是为了纪念 James Meade 而写的，我在 20 世纪 50 年代时是他的学生。不可避免的，我吸收了他的分类学的方法，因此我会详细地叙述各种对立的观点和立场。

二　汇率和其他因素在决定中国的盈余中的作用

各种汇率制度都可以和经常账户盈余并存不悖

汇率制度与全球经常账户不平衡并不真的存在因果联系。全球经常账户不平衡可以和各种各样的汇率制度共存。西班牙有很大的赤字，而荷兰却拥有盈余，但二者相对欧元都是固定汇率，因为二者都是欧元区的一部分。当

然，欧元本身也相对主要的非欧元区货币进行浮动。20 世纪 80 年代美国的经常账户赤字和日本的盈余是主要的国际不平衡问题，而且日本的确遭受到了来自美国的持续批评。现在，日本仍然是主要的盈余国家之一，美国和过去一样仍然是主要的赤字国家。但美国和日本都实行浮动汇率，虽然就日本来说，存在偶尔的汇率干预。因此，两国之间的浮动汇率制度显然没有阻止经常账户不平衡的出现。

假设存在一个国家实行浮动汇率制度，而且在外汇市场上不存在任何干预。然而，它的政府却希望通过汇率的贬值，获得经常账户盈余。如果存在国际资本流动，这显然是可能的。政府可以放松货币政策，通过较低的国内利率导致资本外流。或者，可以收紧财政政策，致使预算赤字减少，进而导致较低的国内利率，货币贬值，资本外流，从而实现经常账户盈余。在这两种情况下，并不需要采取汇率干预来得到经常账户盈余。但是，这一论证并不适用于中国，因为中国的资本外流是受到严格控制的，利率也是如此。

为什么中国的经常账户盈余会增加

那么，上述调整机制怎样适用于中国呢？什么决定了经常账户平衡？尤其是，为什么经常账户盈余从 2005 年起增长如此迅速（见表 1）？下面的图表阐述是我进行独特解读的一次尝试。这有两个必不可少的要点。第一点是经常账户的平衡不是中央当局计划的结果，而是各种各样的形势和政策的非计划的副产品。透过外汇市场的干预所反映的汇率政策，仅仅是整个问题的一部分。因此，从 2005 年开始的经常账户盈余的显著增加（如图 1 所示），并不必然是中央政策制定者所希望的。第二点是汇率政策能够，而且的确影响到盈余：如果希望减少盈余，那些带来显著的实际汇率升值的政策就能实现这一目标。但是，在实践中，汇率政策却被致力于实现其他目标。这一点我会在稍后讨论。

2005 年以后，盈余突然上升的原因来自哪里呢？首先，让我总结一下 Anderson（2008）的观点。他的观点实际上只揭示了问题的一部分，即“主要的冲击是进口增长的急剧下降”（Anderson，2008，第 62 页）。这一转变“几乎全部来自于重工业产品（如铝、机床、水泥、重要化工产品、钢铁以及钢铁制品）的净贸易”。这是早期该类产品的国内投资繁荣的结果，后者反过来又受到早期该类产品国内需求上升的推动。与此同时，2002 ~ 2006 年之间，国民储蓄的增加份额超过 GDP 的 10%。储蓄的增加又来自于企业

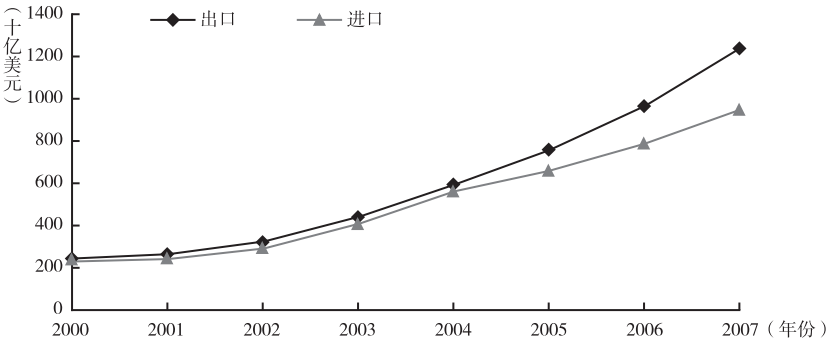

图 1　2000～2007 年中国的商品贸易

资料来源：基于联合国商品贸易数据库（UN Comtrade database）整理的数据。

部门，特别是重工业部门。Anderson 提供了更多的细节，但他的主要观点是经常账户盈余的增加是储蓄超过投资部分上升和进口增长率下降的综合结果。二者都源于经济中的一个特殊部门——重工业部门。

然而，还存在其他影响因素。[①] 总体来说，存在出口增长速度的加快和进口增长速度的下降的趋势。图 1 已经揭示了这一点。出口的年平均增长率从 2000～2004 年的 23.8% 上升到 2005～2007 年的 26.3%，而进口的年平均增长率从 2000～2004 年的 26.3% 下降到 2005～2007 年的 19.8%。劳动密集型出口部门的生产力出现稳定的提升。而且，正如 Athukorala（2009）所指出的，中国在 2001 年加入了世界贸易组织，这显著地提升了中国出口导向型产品的国内投资环境的吸引力。结果就是，信息和通信技术产品的最终装配活动向中国的转移进程加速，尤其是来自日本、台湾地区和韩国的转移。经过一段时滞之后，其效果最终在统计数据中反映出来。

怎样综合所有的因素：一个图解

考虑到相当程度的简化，斯旺曲线（Swan diagram）（Swan，1963）是非常有帮助的，尤其是用于阐述中国经常账户盈余的急剧增长。斯旺曲线是对 James Meade 在其经典的《国际收支》（1951）中首创的核心观点的图表总结。

---

① 关于中国不平衡增长经验的简明概述，可以见 Goldstein 和 Lardy（2008）编辑的 Bert Hofman 和 Louis Kuijs 的文章。

在图 2 中，纵轴表示中国的竞争力指数。实际汇率的升值，或者出口和进口竞争型产业生产力的提升，都会带来竞争力的上升。正如我已经指出的，劳动密集型出口产业表现出稳定的生产力提升。除此之外，在进口竞争型产业方面，像 Anderson 所强调的那样，我们可以把重工业产业的扩张视为生产力的提升。正如前面提到的，加入 WTO 对于显著提升投资者对中国经济的信心起到了很大作用。这也可以视为出口部门生产力的提升。

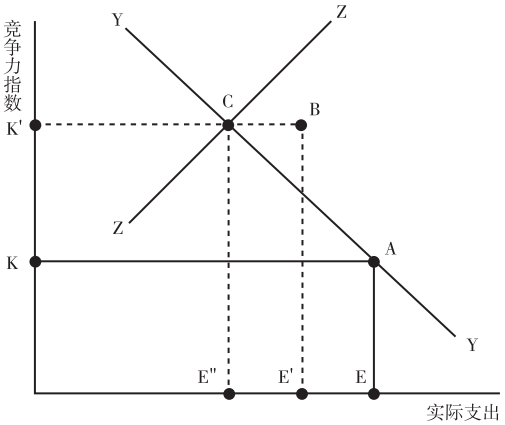

图 2　中国的斯旺曲线

我们从竞争力在 K 点开始分析，它主要由实际汇率决定。由于刚才讨论的生产力的提升，加上从 2005 年开始的汇率制度改革导致的升值的抵消效应，2005 ~ 2007 年，竞争力上升到 K′点。水平轴表示用于消费和投资的总支出。我们从 E 点开始。消费下降（储蓄上升）导致支出向左移动，到达 E′点。投资下降也可以带来相同的效果。直线（或者说曲线）YY 是“内部平衡线”。内部平衡可以定义为，在最大化国内产出的同时，用于国内产品的计划支出不会导致通货膨胀。这条曲线显示了满足上述内部平衡条件的竞争力和实际支出的各种组合。

在这个图中，我们从 A 点的内部平衡开始。竞争力的提升，加上储蓄的增加（支出的下降）把系统带到 B 点。但是，B 点处于存在超额需求和潜在通货膨胀的状态，因此货币政策通过控制银行贷款的形式（不论是消费贷款，还是投资贷款）减少支出，从而使支出下降到 E″点，使新的均衡变为 C 点。如果经常账户在 A 点处于平衡状态（即储蓄等于投资，支出等于收入），那么在 C 点就存在盈余。

沿 YY 曲线向上移动可以改善经常账户（更高的盈余或者赤字的减少）。[①]

因此，对中国而言，货币政策被用于实现内部平衡的目标。这一目标基本上已经实现。原则上，竞争力可以用于实现经常账户的目标。但竞争力不仅依赖于名义汇率，尤其是当汇率只是双边的名义汇率时。因为中国和它的贸易伙伴的通货膨胀都不高，也许贸易加权的名义汇率和实际汇率之间的差异并不很大。但可贸易部门的生产力变化并不确定，而且这方面很难控制。因此，政策很难把竞争力从 K 点调节到 K′点。此外，内部平衡线的位置也是不确定的，这条线可能由于不可贸易部门的生产力变化，或者经济中需求模式的结构转变，在原位置的附近移动。

所以，经常账户的结果在一定程度上是内生的。然而，如果中国当局的确希望减少甚至消除盈余，他们可以通过名义汇率的充分升值实现这一点。为了维持内部的平衡，可能需要一个宽松的货币政策使得实际支出增加。正如货币政策的多样性和灵活性可以大致实现和维持内部的平衡，浮动汇率政策也可以实现和维持外部平衡的目标。与此同时，通过前面的讨论，我们应当了解从 2005 年开始的盈余急剧增加，并不是汇率政策故意转变的结果，实际上也是不可预期的。下面要讨论的主要观点是，汇率政策实际上并没有被用于实现外部平衡，即经常账户目标，而是被用于实现其他目标。

三　中国政策的动机

中国经常账户的盈余，尤其是 2005 年后的巨大增长，是各种新形势的副产品，例如生产力的提升；同时也是各种政策的副产品，当然包括至关重要的汇率政策。现在，我会重新审视这些政策和它们的含义。

第一项政策，沿袭 Meade 的用法，我将其称为“内部平衡”政策。但它通常被描述为利用货币政策适当刺激经济的同时，避免或限制通货膨胀。汇率干预的货币效应必须被冲销。这一政策基本上是成功的，而且很难对其

① 在图 2 中，我还画了一条 ZZ 曲线，它显示了所有能产生与 C 点相同的经常账户结果的竞争力和支出的组合。如果存在一个“外部平衡目标”，而且可以控制竞争力以实现外部平衡的话，它的含义和 YY 曲线的含义相同，因为货币政策实际上被用于实现内部平衡。加上 ZZ 曲线，我给出了完整的斯旺曲线。

政策目标表示异议。[①]

第二项政策是干预外汇市场以避免人民币相对于美元的过分升值，并在一定程度上稳定汇率。这一政策受到美国国会和一些美国经济学家的持续批评。中国社会科学院的樊纲教授为这一政策进行了辩护。在这里，我将转述由他提供的一个非常有帮助的中国视角（Fan，2008）。

中国汇率政策的主要目标是维持出口产业的就业，可能还涉及城市地区的相关就业率。而且，汇率的大幅变动会导致投机行为，而“中国尚未成熟的、脆弱的金融体系很难承受那些风险。”除此之外，还包括中国反对政策的剧烈变化，以及他们更喜欢逐步地推动政策变化等因素。在任何情况下，很难搞清楚长期的均衡汇率应该是什么，或者说，什么样的汇率最终能令美国国会满意。

总结一下，我认为中国的汇率政策包含两部分。第一部分是“汇率保护”，或者说是通过汇率的低估以维持出口部门的营利性和就业的政策。[②]第二部分是维持稳定的汇率，避免浮动汇率或者盯住但可调整汇率的剧烈变化。美国对中国的汇率政策的批评家们经常建议要么让人民币浮动，要么让它一劳永逸地急剧升值。然而，中国有两个理由拒绝这一建议。

第三项政策是，在 1997 ~ 1998 年亚洲金融危机之后的几年里，中国以及其他东亚国家有意识地建立起外汇储备作为自我保险。外汇储备可以抵御国际收支危机，并且避免了向国际货币基金组织请求援助。但是，至少从 2006 年开始，中国的外汇储备就已经远远超过了看上去必要的水平。

第四项政策解释了为什么居民、私有和国有企业的储蓄会如此之高。[③]相对于 GDP，2006 年的总储蓄估计是 GDP 的 50% 左右。这一结果与很多政策相关。由于社会福利安排的减少，养老金的缺乏和金融中介的不健全，居民的储蓄水平一直很高，在 2006 年约占 GDP 的 15%（Woo，2008）。企业

---

① 在一个迅速增长的经济中，货币需求也在增长，因此没有必要完全冲销汇率干预的货币效应，实际上通货膨胀也不会是零。因此，通货膨胀率是不稳定的。关于货币供给、通货膨胀和冲销政策的简明总结，见 Siebert（2007：903）。关于货币政策，见 Goldstein 和 Lardy（2008）编辑的 Eswar Prasad 的文章。

② 关于“汇率保护”的广泛讨论，见 Corden（1994）。它与“出口导向型增长”密切相关。

③ 注意下面的困难。在给定任何竞争力水平的情况下，当总支出（消费加投资）由内部平衡政策决定时（从图 2 可以清楚地看到），储蓄超过投资的部分（等于收入超过支出的部分）也是给定的，因此经常账户盈余也是给定的。所以，不可能独立决定储蓄占 GDP 的比例和投资占 GDP 的比例。实际上，二者都受到为了实现内部平衡而对银行施加的信贷控制政策的影响。

的储蓄水平也一直异常的高，2006 年占 GDP 的 28%，而且由于低工资和不用向政府支付税收和分红，储蓄水平还在稳定地增长。[①] 在中国，工业增加值中的劳动力份额在 2002 ~ 2005 年期间一直低于 30%（相比之下，发达国家的平均水平高于 65%）。尽管报告的城市平均工资在增加，但由于从农村经济向城市的持续、大量的劳动力流入，非熟练工人的工资并没有增加很多。结果就是企业利润和相应储蓄的持续上升。

经常账户盈余和外汇市场干预的最终结果是，截至 2008 年，中国中央银行已经持有近 2 万亿美元的储备，其中大部分以美国国债的形式持有。虽然持有一定量的储备积累作为预防国际收支危机的措施是有必要的，但除非将其视为我所描述的其他政策的副产品，否则该理由很难证明如此高的数量是合理的。这些政策要么由于其他理由是有益的，要么很难轻易进行改变。[②]

因此，可以认为，那些导致如此高额经常账户盈余和大量外国金融资产积累的政策并不是中国的利益所在。积累庞大数量的以美元为主的外国资产（主要是美国国债）却只赚取很低的收益，而且非常可能由于美元的持续贬值出现相对于非美元商品的实际价值下降，这当然也不符合中国的长期利益。2007 年的时候，中国当局似乎完全意识到了这一点，并且计划多样化他们的国际投资。而且，很可能因为我所提到的原因，中国的国民储蓄保持很高的水平，或者说，国有企业把它们的利润用于投资（或将其存入银行）而不是向政府支付更多的红利。这些额外的政府收益本可以用于向国民，特别是比较贫穷的那部分民众提供各种急需的政府服务。

在另一方面，把相当一部分的中国储蓄暂时留存在国外，直到行政管理系统得到改善从而有能力把更多资金分配到省级政府以用于各种社会和基础设施的改善，是非常合理的。而且，资本市场和银行系统也需要改善，直到一些国际的累积基金可以在国内有效地投资。因此，中国的部分储蓄被暂时留存在国外，等待中国的公共部门的管理和资本市场得以改进。我强调了“暂时”这一点。我将其称为“泊车理论”（Cordon，2007）。

总体来看，可能不存在一个有意识的动机足以解释外汇储备的大规模积累。前面给出的解释是充分的。“泊车理论”并不能用于解释实际政策的动

---

① 图表来自于 Goldstein 和 Lardy（2008，第 112 页）。

② 这只是 2007 年的情况。2009 年 3 月，当出口由于世界信贷危机和美国衰退而出现急剧下降时，很难完全排除储备会有发挥作用的可能。

机，但可以评估这些政策的最终结果。这些最终结果实际上对中国有利吗？我的建议是它也许确实是有利的，但只有从短期看才正确。随着积累的外汇储备稳定地增长，最终结果是留存的程度太高了，至少从 2007 年以后是这样。

四　中国盈余和增长的国际启示

一些国家的盈余如何导致其他国家的赤字

整个世界作为一个整体，全部的经常账户盈余加总起来必须等于其他国家的赤字。这些盈余和赤字构成了一直备受关注的“全球不平衡”问题。主要的担忧是那些赤字国家，尤其是有着最高赤字的国家（美国），不可能无限期地背负那样的赤字。

中国的盈余对世界总体均衡的各种影响不能单独地分析它们本身。它们必须和所有其他国家盈余的效应加总起来一起分析（主要的盈余国家包括中国、日本、德国、众多石油输出国，以及除中国大陆外的东亚发展中国家）。在 2007 年，中国的盈余占所有盈余国家总盈余的 21.4%。这些国家又被称为“超额储蓄”国家，即这些国家的储蓄超过了投资。即使在某些国家，盈余是由于投资的下降而不是储蓄的上升造成的。①

如果把这些盈余视为外生的——由各种各样的影响各个国家总储蓄和投资的因素造成的——它们导致了世界实际利率的下降。我们应当把美国财政赤字（由政治因素解释）的外生增长对世界实际利率下降的适度影响考虑在内。实际利率的下降，导致了许多国家（特别是美国）内部的信贷激增，由此增加了用于投资和消费的借贷。支出的增加造成了许多国家的赤字，可能也减少了一些国家的盈余。这就是实际利率下降的内生效应，即创造与“超额储蓄”国家的盈余水平相适应的经常账户赤字。②

通过世界的总体均衡过程，其中包括世界实际利率的大幅下降，中国的

---

① “超额储蓄”这一术语源于 Bernanke（2005）。值得注意的是，在全球的生产网络中，生产基地大规模地从日本、韩国、台湾地区（以及早期的香港地区）转向中国。中国对全球总剩余的贡献，被亚洲地区其他盈余国家的盈余下降所抵消。见 Athukorala 和 Yamashita（2009）。

② 关于全球总体均衡过程导致“全球经常账户不平衡”的论述，见 Corden（2007）和 Wolf（2008，第 4 章）。后者清楚地解释了美国怎样成为“最后的借款者和支出者”。

盈余确实是导致美国赤字的部分原因。但由政治因素决定的美国财政赤字的外生增加（或者从盈余转向赤字），以及不包括中国在内的其他“超额储蓄”国家盈余的外生增加，也有助于解释美国的赤字。

值得注意的是，如果美国的储蓄没有像它实际下降的那么大，美国的赤字也许可以避免，或者会缓和一些。但世界范围的利率下降和信贷激增会更大一些。因此，其他国家可能会借入更多，或者陷入更大规模的赤字。另外一种可能是，如果没有那种额外的借款，许多国家会发生衰退，本质上是因为世界的超额储蓄没有被私人投资和政府借款充分地吸收。均衡会通过收入下降的凯恩斯方式得以恢复。

“超额储蓄”国家盈余的经济影响

中国和其他超额储蓄国家的盈余对赤字国家的各个部门或利益集团有什么影响呢？为了简单起见，我的讨论只涉及美国，因为它是最主要的赤字国家。当然，中国在 2006 年后已经成为最大的盈余国家，因此它可以代表所有盈余国家。有必要牢记的是，我在这关注的并不仅仅是双边平衡。基本上，美国（以及其他赤字国家）面临的效应包括两种，即贸易效应和资本市场效应。

首先，从中国盈余的贸易效应开始。中国主要出口劳动密集型产品，它们的价格相对于美国的一般物价水平是下降的。因此，美国的该类产品生产商受到了不利影响。对美国出口竞争型生产商的不利影响，表现为相对低的工资和不断上升的失业，已经成为左右政治影响力的主要因素。这解释了美国国会内对中国的敌意（“教训中国”），以及美国要求人民币升值的压力。问题的另一方面是，那些商品的消费者们受益了。正如我会在后面提到的，美国对中国的出口商也从中国的高速增长中获益，尽管没有从中国实际生产力调整的贬值中获益。这些出口商们可能是对抗那些“声称要教训中国的人们”的最主要的利益集团。

中国的超常增长（而不是它的经常账户盈余），增加了对许多商品的需求，因此使得石油生产者和类似铁矿石、铜、煤的生产者们从中受益。这些商品由许多国家出口，除了石油输出国，还包括澳大利亚、巴西和智利等国。各种其他产品（尤其是资本品和高技术产品）的出口者，主要来自美国或德国，也从中获益。但中国的增长也损害到一些国家，主要是石油进口国。

中国盈余对美国的资本市场效应并没有被清楚地意识到。低利率让所有

的借款者受益，特别是作为最大借款者的美国政府。因此，未来的美国纳税人会受益。另一方面，美国的储蓄者会遭受损失。

美元的价值相对于其他工业国家的货币价值，特别是欧元和日元，受到什么影响了呢？由于盈余国家（主要是中国）积累的外汇储备大部分变成了以美元为主的各种证券或者投资，尤其是美国国债，这些盈余支撑起了美元的价值，尽管美国的赤字不断增长。这当然也会在经济领域产生正效应和负效应。

看看这些世界范围内相对价格变化的总效应，既有正的也有负的，因此很难说中国和其他超额储蓄国家的盈余带来的净效应，对世界的其他国家是有益还是有害。但是，我们应当提醒政治家和公众，来自中国的廉价进口品使消费者受益，低利率和更容易得到的信贷使政府财政部和私人部门借款者受益。实际上，主要的受益者是美国财政部，因此美国未来的纳税人也受益。

这足以证明，当中国在边际上向其他国家出口商品以换取债券或其他金融工具时（特别是从美国），它正在进行跨时期贸易。这种贸易和通常的商品和服务贸易一样存在收益（Corden，2007）。

当前危机的原因：中国应该受到指责吗？

有人争论说，当前世界信贷危机源于美国和其他地方过度的信贷扩张，其潜在的根源则是超额储蓄国家（包括中国在内）的高储蓄。信贷扩张导致了过度的杠杆效应，房地产繁荣，以及金融中介不负责任的贷款，家庭和私募基金以及（在较小的程度上）非金融公司不明智的或过度的借款。虽然20世纪八九十年代的发展中国家债务危机被认为是借款者的责任，但这次危机的责任却被归咎于最初的贷款者，例如净储蓄者——中国。

在我看来，高储蓄并不必然，也不应该导致危机。认为一些国家储蓄超过投资，无论什么原因，都会导致另一些国家投资超过储蓄是不合理的。存在一个国际资本市场，就像国内的市场中介一样，它的作用是充当借方和贷方的中介。正如前文详述过的，调整的机制是世界实际利率。国际资本市场使得国际的跨时期贸易成为可能，正如市场使得一般的商品和服务贸易成为可能一样。

那么，是什么地方出了错，才产生了这场灾难性的世界信贷危机，并导致世界范围的衰退？

在这场危机之前，当世界储蓄增长时，似乎是由于私人企业，甚至政府

缺乏资金需求导致的。这些部门本应该愿意借款、投资，以增加实物或人力资本，因为这样预期会带来合理的收益。在美国，以私人的非金融企业为例，他们不愿意借款被认为是对“互联网”泡沫的过度反应。在拉丁美洲和除中国之外的东亚地区，这一现象被解释为早期债务危机的影响。也许，金融中介没有付出足够的努力去寻找那些愿意为有良好前景的投资机会借款的客户。还有一种可能就是，人们可以把上述解释视为非常不幸的巧合，当世界储蓄急剧上升时，好的投资机会恰好减少了。

上述结果就是很多贷款都投向了高风险的用途，尤其是居民住房和消费。这就是所谓的“寻求收益”的结果。在美国，实际上进行融资的主要是消费，而不是投资。同时，对资金需求的不足部分被美国财政赤字弥补，后者主要是由减税和为伊拉克战争融资的需要造成的。人们也许会想起，约翰·梅纳德·凯恩斯曾把商业信心（“动物精神”）丧失视为总需求不足的主要原因。在这种情况下，世界的总需求在很多年里一直由不断上升的美国私人消费，以及较早时候的美国财政赤字所支撑，但这也是以稍后的危机为代价的。

因此，此次危机的发生包括很多阶段。首先，存在大量来自日本、中国、石油输出国和德国的“超额储蓄”。其次，由于各种各样特殊的原因，对有价值的投资缺乏充分的资金需求。因此，世界范围内，高额的储蓄并没有与合理的投资充分匹配。最后，世界资本市场也负有一定责任，它导致了“寻求收益”的行为、过度杠杆效应、不明智的贷款，等等。因此，中国对于这场不幸的事件的引发起到了作用。尽管正如我已经提到的，2007 年中国的盈余只不过是所有盈余国家总盈余的 21.4%。

然而，还有另一个因素可以解释这场危机。那就是庞大的金融中介产业没有成功地发挥它们的职能，这其中包括商业银行，当然主要是投资银行。致命的缺陷是那些没有得到充分理解的新金融工具的发明和使用。美国房地产泡沫破裂导致的不利金融影响，本来仅仅局限于美国有限的几个州，但是对抵押贷款实行证券化和全球销售的融资方式，导致了世界范围内的金融危机。

五　结论

最后，与其盈余影响相区分的是，中国的增长对世界经济的影响是什么？中国融入世界经济当然是一个主要的冲击。而且，这并不仅仅因为中国

从 2005 年起产生了异常高额的经常账户盈余。更重要的是，中国可观的增长加速导致了更长时期的冲击。

中国政府选择了站在自己的立场上积极地向外发展。中国一直强调出口扩张，而不仅仅是进口替代。这种方式是发达国家的建议者们一贯敦促发展中国家采取的方式，而且在中国身上取得了巨大成功。世界必须适应中国的增长以及中国的巨大转型，欢迎中国贫困人口的减少，分享不断提升的贸易条件。这些好处都是中国附带地给予其众多贸易伙伴的。中国从澳大利亚以及其他国家购买更多的商品；从美国购买更多的政府债券（美国财政部是一个庞大的提供者）和很多其他商品和服务。中国也向很多国家，特别是美国和欧洲，出口越来越多的劳动力密集型产品。所有这些效应都改善了其贸易伙伴的贸易条件。当然，也存在很多利益受损者，这包括发达国家和发展中国家的劳动密集型产品的生产者。但是，我认为中国造成的冲击是我们必须面对和适应的，而不是加以抵制。

（孙扬帆　译）