

外部不平衡：渐近修复、阶段反复

华创证券首席经济学家：巴曙松博士¹/华中炜²/杨现领³

联系人：华中炜

Tel: 010-59370896

Email: huazhongwei@hczq.com

联系人：杨现领

Tel: 010-59370833

Email: yangxianling@hczq.com

作者简介

巴曙松研究员，国务院发展研究中心金融研究所副所长，博士生导师，中国银行业协会首席经济学家，华创证券首席经济学家。

巴曙松研究员为享受国务院特殊津贴专家，中国宏观经济学会副秘书长，还担任中国人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家、中国证监会基金评议专家委员会委员、中国银监会考试委员会专家、招商银行和招商局博士后专家指导委员会委员，宁波银行首席经济学家等，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务。巴曙松研究员还曾担任中共中央政治局集体学习主讲专家，主要专著或译著有《巴塞尔新资本协议研究》、《中国金融市场发展路径研究》、《金融危机中的巴塞尔新资本协议》、《美国货币史》、《大而不倒》等。



¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长

²华创证券研究所宏观研究员

³华创证券研究所宏观研究员

报告要点

- 外部不平衡纠正的理想情景是渐近修复：1) 新兴市场储蓄率下降、美国私人储蓄率的上升及政府赤字的逐步下降，从而使全球失衡的程度回归趋势性的 2~3% 的常态水平。2) 作为失衡纠正的必要措施，美元汇率处于贬值趋势，新兴市场货币的实际汇率则处于升值趋势。
- 外部不平衡纠正的现实情景却是阶段性与周期性反复：1) 2009 和 2010 年不平衡的显著收窄是周期性调整，即新兴市场出口盈余与美国进口赤字的下降是发生在经济周期的下行通道中，决定全球失衡的结构性扭曲因素并未消除。2) 欧元区债务的扩散风险与中东的政治风险仍有可能使全球流动性选择安全的美元资产，从而使美元汇率处于暂时性的升值通道；3) 中东和北非地区部分国家的失业率与通货膨胀率高企，使得埃及和利比亚事件冲击面临扩散风险，从而使石油价格面临突发性上升，石油输出国组织的贸易盈余能否下降尚在疑虑。
- 外部不平衡修复的潜在影响：1) 全球储蓄率的下移意味着长期以来主导资产价格和资金流动的低利率环境会逐步变化、全球实际利率将会上升、资产价格大幅度攀升的趋势会受到抑制。2) 从物价等影响的角度看，中国等新兴市场的低劳动力成本、低资源价格以及低出口品价格一直是发达经济体通胀水平处于低位的重要支撑之一，然而，劳动与资源价格的重估，辅之后新兴市场汇率水平的上升，意味着未来新兴市场出口品的价格将会明显上升，从而使之从全球的通缩力量变成一支全球特别是发达国家的通胀力量。3) 全球失衡的纠正意味着投资回报率、储蓄—投资组合的配置行为、风险偏好水平都发生变化，从而影响全球资金流向。
- 外部不平衡的纠正，对于中国的政策选择之一在于解决国内价格扭曲：1) 通过要素价格的逐步市场化定价，使劳动力成本与资源、环境成本真实反应到出口企业的生产成本中，从而使企业盈余向劳动等要素转移；2) 通过利率的逐步提高和信贷的平稳收紧来避免部分出口产能的进一步扩张；3) 通过人民币有效汇率的适度升值来抑制部门产能过剩部门的出口渠道，虽然我们强调汇率不是引起顺差的本质原因，但汇率适度升值却可以阻止顺差的扩张速度。整体上看，经过金融危机期间的出口部门的大“洗牌”调整，特别是近期以来商业银行对这类部门的信贷控制，预计中国的产能过剩部门的扩张能力将逐步得到限制，从而降低中国外部不平衡的程度。
- 外部不平衡的纠正，对于中国的政策选择之二在于人民币有效汇率的平稳升值：1) 升值是扩大进口的推动因素，特别是在中国的进口主要集中在资源产品和高技术产品等时，灵活运用汇率工具的效果更明显。从不同路径来看，原则上，人民币实际有效汇率的升值即可以通过名义汇率的升值来实现，也可以通过国内的通货膨胀水平的相对提高来实现。2) 具体来看，考虑到中国正在加速推进的结构调整、资源价格改革，特别是在国际原油、粮食和大宗商品价格攀升，输入型通胀压力加大的短期刺激因素影响下，人民币有效汇率升值的时间窗口再度临近，幅度也有可能显著扩大。
- 外汇储备规模是治理外部不平衡的一种结果，而非治理措施：虽然 G20 峰会就中国的外汇储备规模提出具体的指标设定，但被中国拒绝，大致的原因是：外汇储备规模是广义上的外部不平衡的自然结果，它不仅与经常账户不平衡相关，而且也与资本账户不平衡密切相关，因此与之相关联的往往是顺差规模、FDI、资本净流入、热钱指标的加总结果，而且也与人民币汇率、利率、资本管制的有效性密切相关。因此，在这些综合因素未有系统性变化的条件下，中国的外汇储备仍有可能保持持续扩大态势。

目 录

一、外部不平衡的调整正当途中？	4
（一）并非所有的失衡都需纠正	4
（二）一切都从储蓄率开始	6
1、美国私人储蓄率周期性回升	6
2、中国高储蓄率将从峰值回落	7
3、产油国的盈余随油价而动	8
（三）外部不平衡的走向：修复还是反复？	9
二、外部不平衡：如果是修复，那么影响如何？	9
（一）影响之一是长期低利率环境将逐步发生变化	10
（二）影响之二是新兴市场将由全球的通缩力量逐步变成通胀力量	11
（三）影响之三是资金流向的转变	11
三、中国的政策如何响应外部不平衡的修复？	13
（一）纠正国内价格扭曲是关键，而且业已启动	14
（二）人民币实际有效汇率升值窗口正在来临	15
（三）外汇储备规模是“症状”，而非“药方”	16

图表目录

图表 1 全球经常项目余额与世界 GDP 之比（绝对额，%）	5
图表 2 全球投资与储蓄率变化（%）	5
图表 3 美国私人储蓄率（%）	6
图表 4 美元投资与储蓄率变化（%）	7
图表 5 中国投资与储蓄率变化（%）	7
图表 6 中国人口结构变化（%）	8
图表 7 石油输出国组织的经常账户盈余占 GDP 的比重（%）	8
图表 8 中东和北非主要产油国失业率与通胀率	9
图表 9 美国真实利率水平（%）	10
图表 10 美国 CPI 与核心 CPI（%）	10
图表 11 新兴市场通货膨胀率（%）	11
图表 12 美国资金净流入总量与结构（10 亿美元）	12
图表 13 新兴经济体资金净流出总量与构成（10 亿美元）	13
图表 14 中国、印度、美国及欧元区经济增长率预测	13
图表 15 重工业增加值同比增速（%）	14
图表 16 中国资源价格与金融市场扭曲对外部不平衡的贡献度（%）	15
图表 17 海关总署重点进口产品	16
图表 18 2002-2009 年机电产品以及高新技术产品进口高速增长	16
图表 19 外汇储备资产的分布	17

报告内容

自 G20 多伦多和首尔峰会以来，如何衡量并约束全球经济失衡，成为各国争论的一个焦点问题。2011 年 2 月在法国巴黎召开的 G20 财政部长和央行行长会议强调已经就评估世界经济失衡的指标达成初步共识，并确定财政赤字和政府公共债务、私人储蓄率和私人债务、贸易账户和净投资收益与转移账户为衡量指标衡量世界经济失衡状况。从趋势来看，全球寻找实现在危机之后的经济再平衡，已经成为一个必然趋势。实际上，IMF 早向 G20 多伦多峰会和首尔峰会提交了相关的评估报告，强调各国宏观经济政策对真实 GDP 增长率、失业率、实际有效汇率、经常账户余额和财政余额等关键指标的影响，认为在内部经济增长目标上有明显进展，但外部再平衡方面进展不大，如果不及时采取调整的措施，全球经常账户失衡可能会重新扩大到金融危机前的水平。这也促使全球外部再平衡重新成为各国关注焦点的重要原因之一。

总体上说，G20 在巴黎会议上确定的一系列指标，没有涉及到如何调整现存的以美元为主导的国际货币体系所具有内在不稳定性，没有针对国际金融体系的不足继续提出有针对性的矫正措施，因而当前试图促进全球经济失衡的一系列政策效果可能会大打折扣，但是从趋势上看，朝向全球再平衡的趋势正在逐步展开，尽管进展还需要时间，相关的影响同样需要及早关注。

一、外部不平衡的调整正当途中？

从全球视角来看，外部不平衡曾与三个现象密切相联：一是以美国为代表的发达国家经常账户赤字的扩张；二是以中国为代表的新兴市场经常账户盈余的增加以及石油国家的石油美元；三是全球范围内长期真实利率的持续下降。然而，经过 2009~2010 年金融危机应对期间全球失衡的明显收窄，有关外部不平衡的一系列调整将逐步出现。

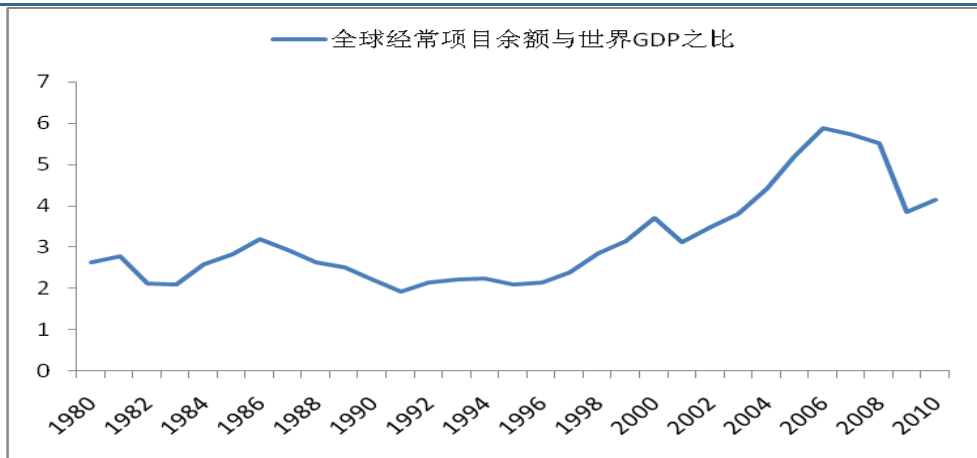
（一）并非所有的失衡都需纠正

从国民收支恒等式出发，经常项目失衡是储蓄与投资结构不平衡的自然结果，它反映的是一国或全球经济和金融系统的过剩资金配置问题。原则上讲，如果过剩储蓄的流向依据资金回报率、风险偏好以及不同资产的流动性差异情况，那么通常这种失衡是可以理解的，甚至失衡的长期存在也是合理的。通常，类似的失衡表现在三个方面：第一，储蓄失衡反应的是一个国家人口老龄化结构所导致的预防性储蓄的正常增加；第二，投资失衡反应的是一个国家具有更有利的投资收益机会，从而吸引更多的外部盈余资金流入；第三，资金配置反应的是一个国家拥有规模庞大且流动性很强的金融市场。因此，以上三种原因所导致的失衡反映的是资金在时间和空间的最优配置结果，资金最终也被吸引到生产率与收益率最高的地方，那么这种失衡则是可维持的。

然而，如果全球失衡反应是一国经济体的内部储蓄与投资结构、金融机制扭曲，甚至是全球性的系统性扭曲，那么失衡本身则是潜在的风险因素，应该予以纠正。大致来讲，这种应该被纠正的失衡通常也对应于三个方面：第一，如果家庭储蓄率反应的是一个国家社会保障机制的缺失导致家庭被迫增加预防性储蓄，从而抑制消费；第二，如果企业储蓄率增加反应的治理机制和盈利分享机制不合理，导致企业过度积累盈余；第三，从全球经济和金融系统来看，如果失衡反应的是新兴市场对出口导向型模式、发达国家对消费导向型模式的过度依赖以及美元主导下的国际金融体系的内在缺陷，那么这种失衡则是经济内在扭曲与系统性扭曲的“综合症”。因此，类似的失衡不仅会导致一国经济投资与消费结构的长期失衡、产业结构扭曲的长期固化，而且在不确定性因素的外生冲击下（金融危机、主权债务危机等）也容

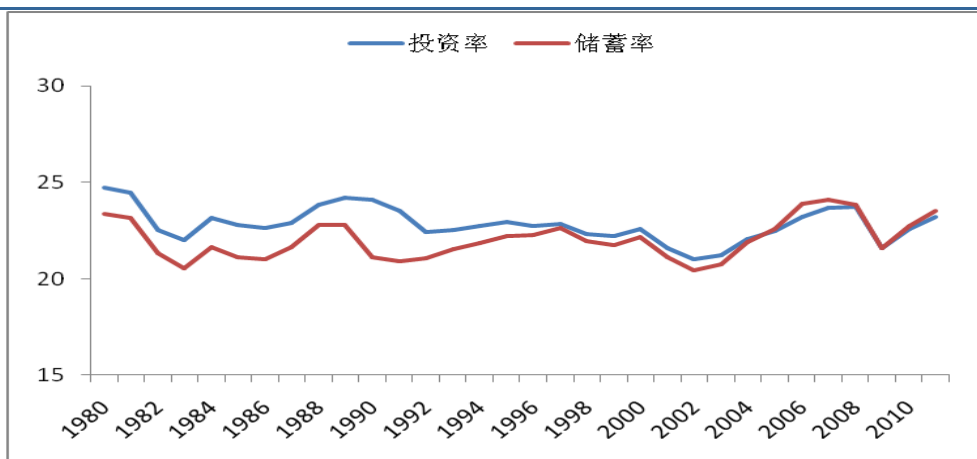
易引发全球主要汇率的大幅动荡以及全球资金流向的短期大幅调整，在这种情况下，全球宏观政策必须纠正这种失衡。

图表 1 全球经常项目余额与世界 GDP 之比（绝对额，%）



数据来源：WIND

图表 2 全球投资与储蓄率变化（%）



数据来源：WIND

基于这种明确的区分，可以认为 2003~2008 年金融危机前五年的这段全球失衡属于典型的“须被纠正的失衡”，这表现在三个方面：1）以全球经常账户余额与全球 GDP 之比衡量，这一时期的全球失衡程度明显偏离 3% 左右的历史常规趋势，而呈现超常态扩张，并在 2006~2007 年接近和超过 6%，以单一国家如中国衡量，经常账户失衡在美国等的进口需求带动下在这一时期达到 9~10% 的历史高位；2）新兴市场如中国的储蓄率持续高位运行，甚至突破 50%，而且储蓄率的扩大在很大程度上反应是企业、政府储蓄而非家庭储蓄的增加，类似的高储蓄无论是历史横向比较还是跨国纵向比较都处于峰值水平，这应该是国内经济结构需要调整的表现；3）这一时期的全球失衡伴随着全球资产泡沫、大宗商品价格非理性冲高以及新兴市场外汇储备的超常规积累。

然而，更进一步分析，经历全球金融危机的一次大的“洗牌”，全球经济增长与经济结构、储蓄与投资结构、甚至美元主导的国际金融体系都在发生着重大的变化，全球失衡的程度已大幅收窄，而新兴市场的国内扭曲也将在人口结构和资源条件的约束下被动调整。总体上，可以预计，全球失衡的调整已经正当途中，目标可能是逐步恢复到 3% 左右的历史常态水平。

（二）一切都从储蓄率开始

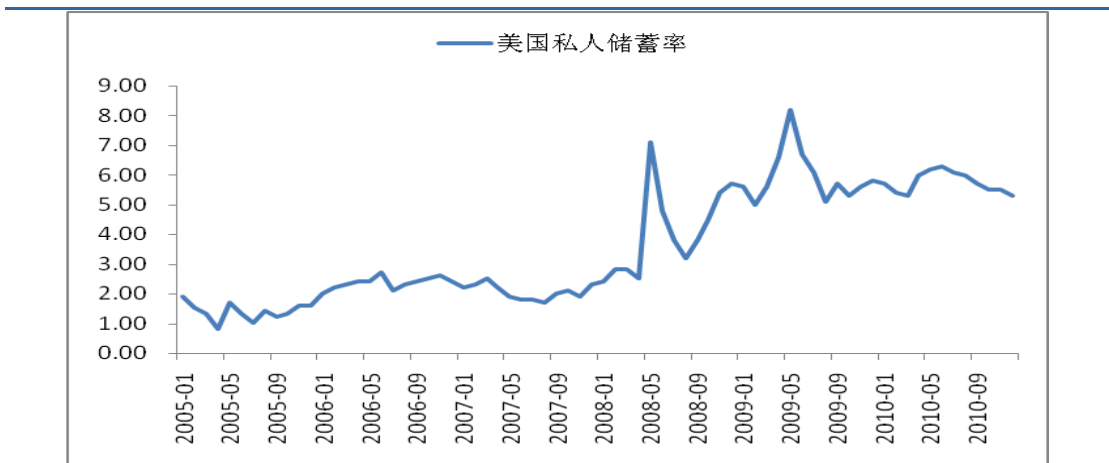
储蓄率的调整是失衡调整的起点。通常，储蓄率的高低是由一国人均 GDP、汇率水平、金融市场发达程度、民族文化、经济与人口结构、社会保障的可获得性等多重因素共同作用的结果，因此，从这个角度看，一国储蓄率的长期失衡是一国经济内在扭曲因素的体现。更进一步，如果把储蓄率概念拓展至包括国内储蓄、经常账户顺差、外汇储蓄在内的广义范围，则全球范围内的储蓄失衡则是国际金融秩序需要调整的体现。

尽管如此，对于不同国家、同一国家经济发展的不同阶段，决定储蓄率水平的国内扭曲及系统性扭曲的权重大小是不断变化的，因此，通过从储蓄率变化判断全球失衡的潜在趋势，必须对以中国为代表的东亚新兴经济体和石油输出国组织、德国和日本等持续多年的贸易盈余方、以美国为代表的发达经济体即主要赤字方的储蓄率决定因素进行考察。

1、美国私人储蓄率周期性回升

从时间阶段上考虑，美国私人储蓄率的变化可划分为三个阶段：1990 年代中期以前，储蓄率一直保持在 7~10%左右的平均水平；1997 年东亚金融危机之后，伴随着新兴市场外汇储备的超常规积累，美国财政与经常账户双生赤字开始显著上升，并在 2005~2007 年达到 1~2% 的超低水平。这一时期的美国私人储蓄率的异常下降被认为是反应了美国经济的活力、金融市场的灵活性及吸引力，但这种异常偏低的储蓄率主要反应的是新兴市场巨额盈余的大量累积以及国际收支结构、金融体系的系统性扭曲、美元主导的国际货币体系所内在存在的缺陷和不足；2008~2009 年金融危机的大幅调整以及家庭的去杠杆化使得私人储蓄率显著上升。

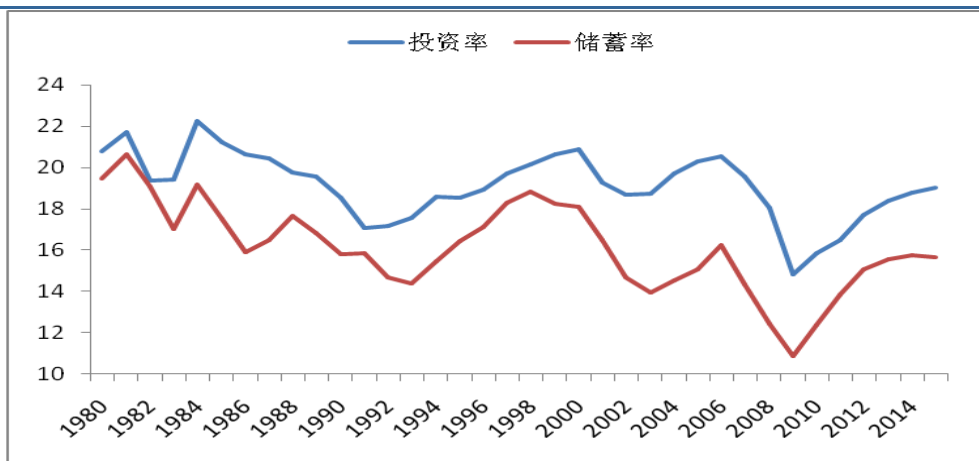
图表 3 美国私人储蓄率（%）



数据来源：WIND

虽然随着美国经济的恢复和不确定性的下降，以及美国家庭收入与财富水平的恢复正常，危机期间美国私人储蓄率的急剧上升趋势会缓和下来，但是考虑到美国产出水平即使达到危机前水平，但资产价格、财富水平以及杠杆率都难以恢复到危机前水平，这意味着美国的私人储蓄率仍将普遍高于危机前 1~2% 的偏低水平，并保持在 4~5%。进一步考虑到美国经济的恢复趋势下，财政刺激政府将逐步分阶段退出，财政赤字的修复与政府储蓄的恢复也将逐步进行，这意味着美国储蓄率会整体上升并稳定在合理水平，从而使经常账户赤字相应减少，并降低全球不平衡的程度。

图表 4 美元投资与储蓄率变化 (%)

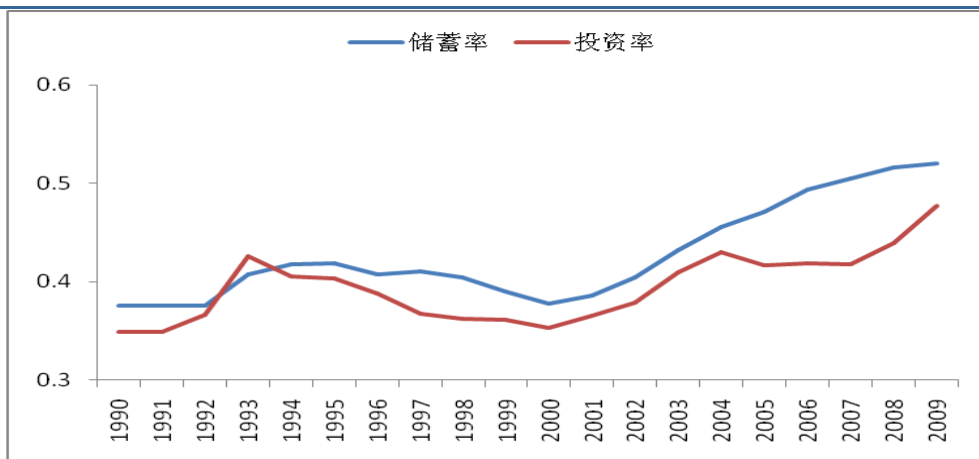


数据来源: WIND

2、中国高储蓄率将从峰值回落

过去几十年来,中国的储蓄率水平一直处于持续上升态势,但从时间段划分,1978~2002年这一期间的储蓄率虽然整体上升,但仍未超过40%的水平,然而2003年之后,储蓄率上升的速度显著加快,直到2009年达到52%的历史峰值水平,而且从储蓄率的构成来看,无论是家庭储蓄、企业储蓄还是政府储蓄均处于中国纵向的最高水平以及世界横向比较的最高水平,更为重要的是这一阶段的上升伴随全球失衡的显著扩大。从全球化的角度看,这种现象的出现并非偶然,它反应了国内结构扭曲与国际系统性扭曲在这一阶段的叠加:1)这一阶段企业储蓄的增长速度是最为突出的,这意味着中国经济的周期性失衡在该阶段明显恶化。这体现在两个方面,其一是由于人口结构变化所导致的劳动力成本上升并未真实反应到企业的真实成本上,企业也未能将成本扭曲所形成的超高利润转移成工人的养老、医疗和保险等支出,导致企业储蓄显著上升;其二是国内产业中重工业产能过剩在这一阶段异常明显,由此出口企业不得不输出盈余、制造顺差。2)基于美元主导的国际金融体系的内在不平衡性,东亚金融危机之后,中国等新兴市场对外汇储备的预防性需求在这一阶段也达到顶峰。

图表 5 中国投资与储蓄率变化 (%)

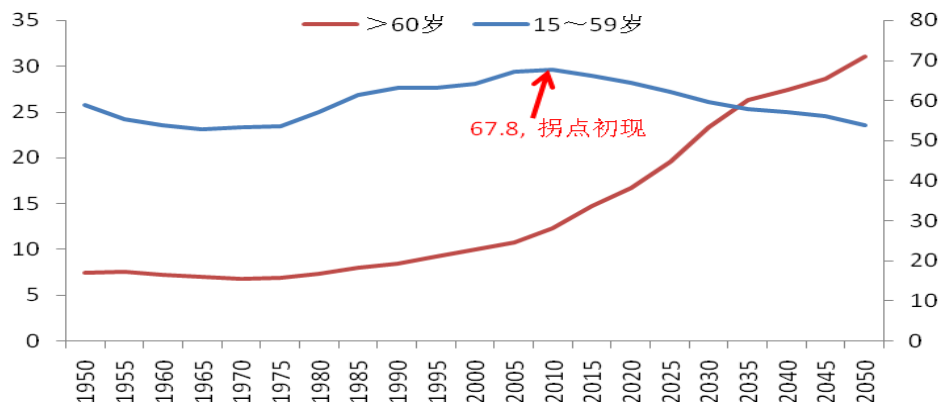


数据来源: WIND

目前来看,基于以下几个因素,中国的高储蓄将逐步调整:1)人口结构已逐步接近老龄化窗口,劳动力成本将逐步反应到企业的真实成本层面,从而导致企业储蓄下降。而且中国的制造业结构调整速度未来将逐步加快,出口企业制造顺差的能力有所下降。2)目前全球层面的经常账户失衡的纠正已经起步,而且未来一段时间有关全球失衡纠正的经常账户赤字水

平、政府赤字与债务水平、外汇储备水平将形成明确的“数量化规则”，并逐步成为国际收支的“硬约束”。总体上判断，考虑到这两个因素，未来中国的储蓄率可能会逐步下降，中国的经常账户顺差占 GDP 的比重也将逐步恢复到 4~5% 的历史平均水平。

图表 6 中国人口结构变化 (%)



数据来源: WIND

3、产油国的盈余随油价而动

与中国出口盈余主要由企业过剩储蓄创造不同，石油输出国组织的经常账户失衡与石油价格存在高度的相关性。2003~2008 年处于全球经济的同步扩张期，石油价格大幅度攀升，使得中东和北非产油国的贸易盈余明显扩大，经常账户盈余占 GDP 的比重甚至超过 18%。2008 年金融危机之后，石油价格显著下降，这不仅使得石油产出国的经常账户盈余一度下降到 2009 年 2.6% 的低位，也使得美国的经常账户不平衡出现相应的好转，大致测算，2009 年低油价的直接影响是美国的经常账户赤字下降约一个百分点。

图表 7 石油输出国组织的经常账户盈余占 GDP 的比重 (%)



数据来源: IMF

然而，石油价格不仅决定于实体经济的真实需求，而且也与外生的事件冲击具有高度敏感性。2010 年以来，新兴市场新一轮周期的启动和美国经济的强劲复苏态势已经成功推动石油需求不断扩大的预期，从而也对石油价格上涨提供基本支撑。然而近期中东和非洲地区政局的动荡却在一定程度上加剧了石油供应冲击，从而使得石油价格面临快速拉升的风险。基于此，2011 年全球失衡纠正的主要风险即是来自于产油国政治冲击所带来的油价攀升，这仅可能

会暂时影响外部不平衡的纠正过程，也使产油国出口盈余的再平衡出现阶段性反复。

（三）外部不平衡的走向：修复还是反复？

在一个理想化的预设情景中，外部不平衡的纠正结果应该是：1）新兴市场储蓄率下降即中国企业盈余的下降、产油国石油供应及石油价格的合理化；美国私人储蓄率的上升及政府赤字的逐步下降，从而使全球失衡的程度回归趋势性的 2~3% 的常态水平。2）作为全球失衡纠正的推动力，美元汇率处于贬值趋势，新兴市场货币的实际汇率则处于升值趋势。

然而，现实的情景却是：1）2009 和 2010 年全球失衡的显著收窄是周期性调整即中国出口产能的被动压缩、石油价格的大幅下跌及美国经济的下滑所引发的暂时结果，换言之，新兴市场出口盈余与美国进口赤字的下降是发生在经济周期的下行通道中。相反，决定全球失衡的结构性扭曲因素，特别是美元主导的国际金融体系的系统性扭曲和新兴市场资源定价的内在扭曲并未消除。2）欧元区债务的扩散风险与中东的政治风险仍有可能使全球流动性选择安全的美元资产，从而使美元汇率处于暂时性的升值通道；3）中东和北非地区部分国家的失业率与通货膨胀率高企，使得埃及和利比亚事件冲击面临扩散风险，从而使得石油价格面临突发性上升。总体的现实结果可能是全球失衡的调整进程面临反复的可能性。

图表 8 中东和北非主要产油国失业率与通胀率

国别	地域	失业率（2010）	通货膨胀率	人均 GDP（美元 0）	贫困线以下人口比例
也门	中东	35.0%	12.2%	2,600	45.2%
伊拉克	中东	15.3%	4.2%	3,600	25%（2008）
阿曼	中东	15.0%	4.0%	25,800	N/A
伊朗	中东	14.6%	11.8%	11,200	18.0%
约旦	中东	13.4%	4.4%	5,300	N/A
土耳其	中东	12.4%	8.7%	12,300	17.1%（2008）
沙特阿拉伯	中东	10.8%	5.7%	24,200	N/A
叙利亚	中东	8.3%	5.9%	4,800	11.9%
突尼斯	北非	14.0%	4.5%	9,500	3.8%
阿尔及利亚	北非	9.9%	5.0%	7,400	23.0%
摩洛哥	北非	9.8%	2.5%	4,900	15%（2007）
埃及	北非	9.7%	12.8%	6,200	20.0%
利比亚	北非	N/A	3.0%	13,800	33.0%

数据来源：华创证券整理

二、外部不平衡：如果是修复，那么影响如何？

金融危机之前，全球失衡一直是影响不同国家经济结构、通胀水平以及全球资金流向的关键驱动力，然而全球失衡的纠正则意味着与此相关的一系列经济变量之间的关系都发生调整。这表现在三个方面：一是中国等新兴市场经常账户盈余的收窄意味着储蓄率的下降、消费率的上升，美国等发达国家经常账户赤字收窄意味着储蓄率的上升与财政赤字的修复，两者的叠加意味着危机之前滋生资产泡沫、影响资金流动的长期低利率环境可能会逐步出现变化；二是从物价等影响的角度看，中国等新兴市场将从原来的所谓全球的通缩力量变成通胀力量。中国等新兴市场的低劳动力成本、低资源价格以及低出口品价格一直是发达经济体通胀水平处于低位的重要支撑之一，然而，劳动与资源价格的重估，辅之后新兴市场汇率水平的上升，意味着未来新兴市场出口品的价格将会明显上升，从而使之变成一支全球特别是发达国家的通胀力量。三是全球失衡的纠正意味着投资回报率、储蓄—投资组合的配置行为、风险偏好水平都发生变化，从而影响全球资金流向。

（一）影响之一是长期低利率环境将逐步发生变化

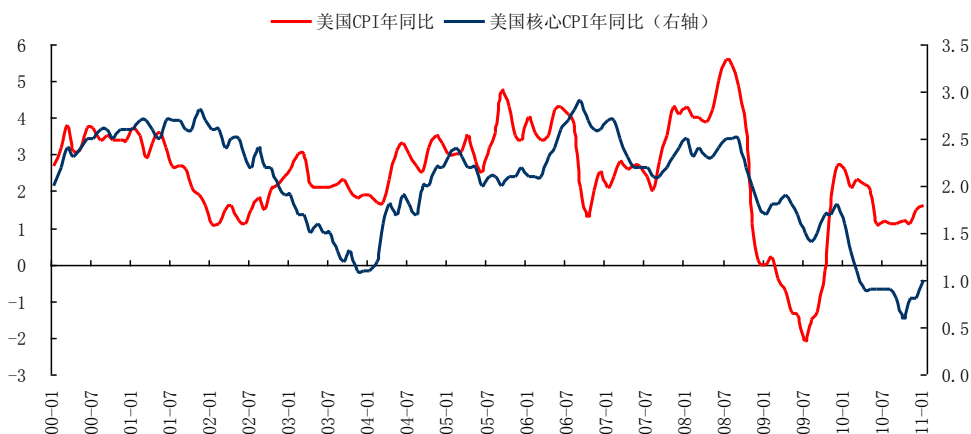
理论上说，在全球国际收支实现平衡时，全球范围内的储蓄供给等于投资需求，均衡状态则决定真实利率水平。具体考察来看，可使用美国十年期国债收益率，并以同期美国 CPI 水平进行调整，得到美国长期真实利率水平，由此可以看到：2005~2008 年全球失衡显著扩大期间，新兴市场和石油美元成为全球过剩储蓄的净供给方，并带动真实利率水平大幅度下调，直到 2008 年 9 月份金融危机全面恶化之前持续保持在负值水平。同时，这一阶段长期低利率环境也成为助推全球资产价格、大宗商品价格持续走高的关键因素。然而，金融危机则使得这种低利率环境明显调整，目前已恢复到 2003~2004 年间的水平，伴随着全球失衡的纠正、新兴市场储蓄率的降低，可以预计，长期真实利率必将反应资金使用的真实成本，并使之稳定到合理水平。

图表 9 美国真实利率水平 (%)



数据来源: WIND

图表 10 美国 CPI 与核心 CPI (%)



数据来源: WIND

从目前的情况来判断，在全球经济再平衡的过程中，美国名义需求的扩张已经推动美国 CPI 水平进入上行通道，预期美国的核心通胀将逐渐向 2% 的目标通胀率回升。再者，美国长端国债到期收益率已经上行，十年期 TIPS 隐含通胀率已经突破 2%，并回升到危机前的水平，这均显示美国的通胀预期已经回升。据此评估，如果美国的通胀压力持续强化，那么在真实利率水平趋于抬升的条件下，通胀率的上升意味着美国的名义利率水平也将上移。因此，长期以来主导全球资金流向和资产价格的低利率环境也将逐步发生调整。如果进一步考虑目前新兴市场的通胀风险以及持续通过加息进行货币政策收紧，那么全球范围内的名义利率上行

通道也将打开。

（二）影响之二是新兴市场将由全球的通缩力量逐步变成通胀力量

长期以来，由于中国的低劳动力成本优势、以及资源环境价格等未能完全反应到企业成本中等方面的影响，出口产品价格维持在较低水平，新兴市场一度成为全球抑制通胀或者说是通缩力量。然而，目前来看，在全球失衡调整的格局之下，这种情形势必发生变化，原因是：1）中国劳动力成本的市场化进程逐步推进，目前中国低端劳动力工资水平已明显上升；2）中国家庭的消费率上升趋势逐步形成。目前中国居民消费在 GDP 中的比例仅在 35%左右，即使是新兴市场，这一比率通常也在 50~60%之间，美国等发达经济体则在 70%以上，因此，中国居民消费的提升意味着中国的经济结构将逐步趋于均衡，这意味着中国通胀水平的中枢区间将整体上移，并逐步传导到发达市场。3）人民币有效汇率升值的中长期趋势也将提高发达市场的通胀水平。IMF 的一项基于 2005~2008 年新兴市场汇率升值对美国 CPI 水平的传导效应的研究表明，如果人民币实际汇率升值 1%，那么对美国 CPI 的最终传导水平为 0.5%，相反，如果人民币实际汇率不变，那么也可以通过通货膨胀水平的提高来纠正，其结果同样是美国 CPI 水平的上升。

从更短期来看，目前，中国、巴西、俄罗斯、印度、印尼等新兴经济体的 CPI 同比均徘徊在 5%至 10%的高位，越南 CPI 同比于 2011 年 1 月升至 12.2%。根据 IMF 的预测，2011 年新兴经济体的平均通胀水平将不会低于 6%。这意味着在新兴市场通货膨胀率整体上升的环境下，新兴市场物价水平向发达国家的传导速度会加快进行。

图表 11 新兴市场通货膨胀率（%）

		10-01	10-03	10-06	10-09	10-12	11-01
	CPI	4.6	5.2	4.8	4.7	5.9	6.0
巴西	食品	3.6	5.6	5.1	5.4	10.4	10.4
	CPI	8.0	6.5	5.8	7.0	8.8	9.6
俄罗斯	食品	7.6	5.8	4.9	6.6	9.1	10.1
	CPI		15.31	13.66	10.32	9.17	
印度	食品		—	—	—	—	
	CPI	7.6	9.5	8.7	8.9	11.8	12.2
越南	食品	7.6	10.7	9.3	10.8	16.2	16.6
	CPI	3.7	3.4	5.1	5.8	7.0	7.0
印尼	食品	4.9	4.1	10.3	11.0	15.6	16.2

数据来源：彭博

（三）影响之三是资金流向的转变

基于资产回报率和风险偏好的角度，全球失衡逐步纠正条件下，全球资金配置将发生一定变化：

首先，发达经济体债务融资的成本将会上升。金融危机之前，新兴市场的巨额盈余与外汇资产的配置方向主要是美国债券，在全球失衡扩大的背景下，尽管利率极低以及美元贬值，但债务为美国经常账户提供融资的相对重要性却在提升，中国等新兴市场仍然把大量资金配置于美国债券。然而，随着全球失衡的纠正和真实利率的上升，美国债券融资的成本也将上升，

考虑美国当前的债务规模庞大，未来美国主权债务的风险将逐步引发市场关注。

其次，真实利率的提高意味着资产价格大幅度攀升的趋势会受到影响。从资产价格的角度讲，实际利率的上升意味着全球资产价格难以呈现危机前短期内快速上升膨胀趋势。尽管如此，全球储蓄—投资结构的再平衡过程将使得真实利率充分反应资金的供给与需求情况，虽然真实利率的提高不足以资产价格大幅度攀升，但同时也不会对全球实体经济的增长带来显著冲击，对于新兴市场而言，反而有利于使资金配置于潜在投资收益率较高的相关产业上，从而促进投资结构优化。

图表 12 美国资金净流入总量与结构（10 亿美元）

净值	Direct investment	Portfolio investment	Other investment	Reserve assets	Total capital flows
2000	162.1	308.7	7.3	-0.3	477.7
2001	24.6	337.7	42.8	-4.9	400.3
2002	-70.1	379.0	195.3	-3.7	500.5
2003	-85.8	427.1	190.1	1.5	532.9
2004	-170.2	689.9	9.8	2.8	532.3
2005	76.4	574.5	35.7	14.1	700.7
2006	-1.7	627.8	151.0	2.4	779.5
2007	-142.8	765.9	8.9	-0.1	632.0
2008	-22.8	806.0	-167.5	-4.8	610.8
2009	-134.0	-26.8	378.2	-52.2	165.2

数据来源：IMF

再者，从资金流向角度看，2007~2008 年全球资本净流入方是主要是美国的债券市场，它吸引全球大部分过剩储蓄，表现在经常账户上就是美国赤字的扩张规模与速度均明显大于其它发达国家，而全球盈余的净供给方则是新兴市场，资本流出的主要方式则是官方外汇储备的购买，仅 2007 年新兴市场的新增外汇储备就高达 1.2 万亿美元。进一步看，中国等新兴市场吸收国际资本的核心渠道是 FDI，相反，这也成为美国资本流出的主要方式。

中长期来看，在全球失衡逐步调整的条件下，全球资金的流向和配置结构都将发生变化：其一是无论以何种标准衡量，新兴市场的外汇储备规模将已达到超常规水平，而且随着本次全球性金融危机冲击的弱化，外汇储备的预防性需求将明显降低，这意味着新兴市场通过官方外汇购买对美国等发达经济体形成的资本流出规模将会降低。其二，虽然美国、欧元区经济体已跨过金融危机的最坏水平，然而经济增长速度仍将远远低于新兴市场国家，考虑到新兴市场在未来全球经济格局中的相对重要性日趋提升，全球失衡的纠正本身即意味着新兴市场将会是全球资金流向的重要选择，而 FDI 仍将成为主要渠道，而且随着新兴市场金融与资本市场广度与深度的强化，证券投资的吸引力也将逐步加强。

更短期来看，如果分析的时间跨度压缩至 2011 年，由于印度、巴西、俄罗斯面临由食品价格引发的通胀风险，加之连续的加息与货币紧缩也进一步引发国际投资者对经济下滑甚至“硬着陆”的担忧，以及欧元区债务危机近期仍可能扩散和恶化的风险。在这种情况下，全球流动性的风险偏好将明显降低，安全而非风险将在短期内决定资金流向，如果考虑到美国经济的稳定复苏与潜在的加息可能，美元资产的吸引力仍有可能得以保持，此外，相对于其它新兴市场，中国经济的增长下滑与通胀失控的风险短期内仍较低，因此，美国债券、中国

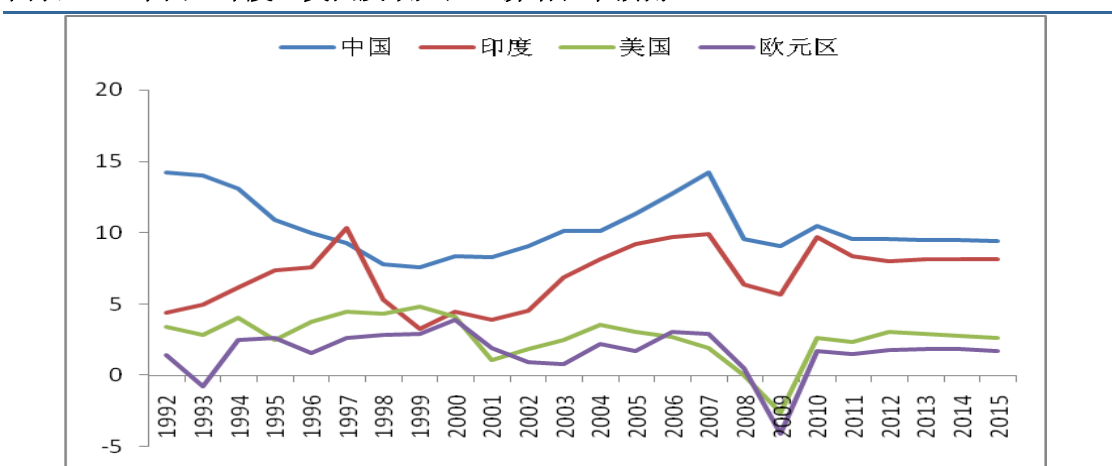
的 FDI 以及安全资产仍将是全球资本的阶段性参考流向。

图表 13 新兴经济体资金净流出总量与构成（10 亿美元）⁴

净值	Direct investment	Portfolio investment	Other investment	Reserve assets	Total capital flows
2001	170.0	-55.5	-21.4	-90.0	3.0
2002	149.8	-43.4	-29.8	-154.2	-77.5
2003	147.5	-16.9	-8.0	-324.0	-201.3
2004	187.2	2.5	-22.7	-411.5	-244.6
2005	252.5	4.8	-83.6	-584.3	-410.7
2006	258.2	-113.5	-79.5	-756.0	-690.7
2007	417.2	20.4	155.5	-1208.7	-615.7
2008	438.9	-151.6	-199.0	-738.4	-649.9
2009	240.8	107.5	-29.4	-498.4	-179.5

数据来源：IMF

图表 14 中国、印度、美国及欧元区经济增长率预测



数据来源：IMF

三、中国的政策如何响应外部不平衡的修复？

外部不平衡一直是中国宏观政策制定的核心外部冲击因素之一：2003~2008 年中国经常账户顺差显著扩张的 5 年中，全球失衡对于中国的政策困境主要是外汇储备的超常规积累所产生的货币政策独立性的缺失以及货币与信贷的被动投放，并由此间接引发房地产资产价格的明显上涨、部分行业产能的过度扩张。2009~2010 年金融危机期间，由于出口部门的急剧下滑引发的增长风险，使得财政与货币政策的超常规刺激经历刺激政策的“红利期”之后，使中国当前面临典型的“成本消化期”，并承受通货膨胀风险。

基于此，外部不平衡的纠正对于中国的宏观决策含义即是避免政策的过度调整。从 G20 首尔峰会开始，如何矫正全球经济失衡就成为一个共同关注的课题，目前 G20 委托 IMF 所设立的有关纠正外部不平衡的“参考性指南”和“数量化规则”，旨在就国与国之间就若干经

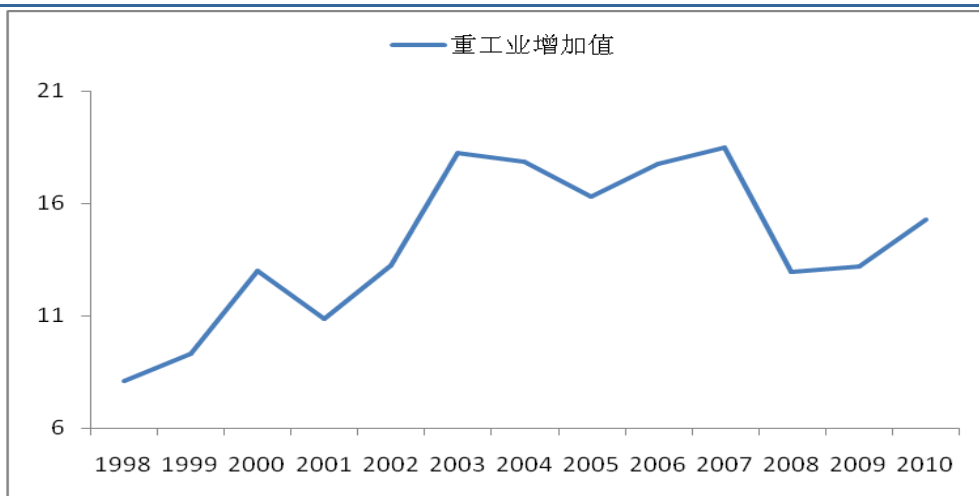
⁴这里的新兴经济体包括：中东欧，中国，印度，印度尼西亚，马来西亚，菲律宾，泰国，越南，巴西，墨西哥，中东和北非，南非。

济变量确定一揽子数量指标，进而提出纠正措施。从最近的情况来看，中国在 G20 财政会议上或已接受了一系列包括贸易平衡在内的计算指标，这些指标可能包括削减经常账户盈余、提高社会保障支出、降低居民预防性储蓄，甚至结构性调整等多重调整目标，但对于外汇储备与汇率指标却有可能仍存在较大的分歧。

(一)纠正国内价格扭曲是关键，而且业已启动

虽然国外一些研究指出中国经常账户的巨额顺差主要来自于人民币汇率低估，然而前述分析已经指出，企业盈余的异常扩张推动的储蓄率上升和政府储蓄的持续上升是中国贸易顺差增加的突出特点，而企业的出口盈余的创造则主要来自于产能的过度扩张而非汇率低估所带来的价格优势。金融危机之前的五年时间里，中国出口部门产能扩张速度最快的是重工业部门，其在 GDP 与出口的比重大幅度上升。金融危机之前，产能已经过剩或潜在过剩的主要行业出口不仅使企业盈余增加，也使中国的储蓄占 GDP 的比重大幅增加。从数据上看，中国出口顺差增加最快的几年也是中国重工业产值与出口增速最快的几年。因此，从这个角度讲，中国外部不平衡的关键在于产能的过度供应，主要不是汇率低估问题，也主要不是消费支出不足问题，事实上中国居民的消费支出同比增幅一直稳步升，消费占 GDP 的比重之所以持续下降，是因为产能过剩部门的投资过快，从而挤出了消费在 GDP 中的份额。因此，劳动力者收入提高、增加社会保障支出、降低居民预防性储蓄等措施虽然有助于促进消费的增长，并使经济结构转向更加依赖消费，并间接缩小外部失衡的程度，但却不是解决外部失衡的根本方法，关键则在于抑制出口产能的再度过快扩张。

图表 15 重工业增加值同比增速 (%)



数据来源：IMF

进一步讲，中国出口部门产能的过快扩张只是投资过度的一个结果，根本上反应的是国内要素与资金价格的相对扭曲，使大量资源集中于制造业出口部门。黄益平教授的一项研究表明劳动力价格、金融市场的资金价格（主要由利率管制、资本管制、信贷控制、汇率水平所影响）、土地价格、能源与环境成本所存在的相对扭曲是中国国际顺差扩张的根本原因。定量上的分析发现，劳动力成本与资金价格扭曲是最主要的两个贡献因素，在 2008 年，两者的贡献度分别达到 34%和 32%。

基于这种分析，可以预计，当前及未来一段时间，中国解决外部不平衡的关键政策应该是：

- 1) 通过要素价格的逐步出现市场化定价，使劳动力成本与资源、环境成本真实反应到出口企业的生产成本中，从而使企业盈余向劳动等要素转移；
- 2) 通过利率的逐步提高和信贷的平稳收紧来避免部分出口部门产能的进一步扩张；
- 3) 通过人民币有效汇率的适度升值来抑

制部门产能过剩部门的出口渠道，虽然本报告强调汇率不是引起顺差的本质原因，但汇率适度升值却可以阻止顺差的扩张速度。整体上看，经过金融危机期间的出口部门的大“洗牌”调整，特别是近期以来商业银行对这类部门的信贷控制，预计中国的产能过剩部门的扩张能力将逐步得到限制，从而降低中国外部不平衡的程度。

图表 16 中国资源价格与金融市场扭曲对外部不平衡的贡献度（%）

	劳动力成本	金融市场	土地价格	能源价格	环境成本	总计
2000	1.2%	48.2%	5.9%	0.0%	44.7%	100%
2001	2.5%	48.1%	6.2%	0.0%	43.2%	100%
2002	9.5%	46.4%	4.8%	0.0%	39.3%	100%
2003	10.9%	41.3%	12.0%	0.0%	35.9%	100%
2004	20.8%	32.3%	9.4%	6.3%	31.3%	100%
2005	21.1%	26.3%	11.4%	14.9%	26.3%	100%
2006	22.1%	25.4%	16.4%	13.1%	23.0%	100%
2007	26.7%	30.0%	10.0%	13.3%	20.0%	100%
2008	34.0%	32.1%	9.4%	6.6%	17.9%	100%
2009	28.1%	36.5%	9.4%	7.3%	18.8%	100%

数据来源: Huang Yiping and Tao Kunyu, *Causes and Remedies of China's External Imbalances*, 2010. 2, CCER, Working Paper Series.

（二）人民币实际有效汇率升值窗口正在来临

如上所述，通过减少出口来纠正外部不平衡的核心政策工具是纠正国内的要素及资金价格扭曲，而通过人民币实际汇率的升值则是扩大进口的推动因素，特别是在中国的进口主要集中在资源产品和高技术产品等时，灵活地运用汇率工具的效果更明显。从不同路径来看，原则上，人民币实际有效汇率的升值即可以通过名义汇率的升值来实现，也可以通过国内的通货膨胀水平的相对提高来实现。

从中国当前的进口产品结构来看，呈现高技术产品、机电产品以及矿产品“三足鼎立”的局面。从 2005 年以来，机电产品、高技术产品以及矿产品的进口比例比较稳定地保持在 50%、30%、20%左右。剔除掉 2009 年由于金融危机导致的进口下滑，机电产品 2005 年以来进口的复合增长率为 11.2%，高技术产品的复合增长率为 13.4%，矿产品进口的复合增长率 18.8%，资源类产品进口相对增速更快一点。

更进一步，从重要进口产品的子行业来看，进口商品结构反映了国家产业结构调整的方向，进口商品服务于产业结构的调整。生物技术、光电技术、材料技术、装备制造业的超高速进口反映了优化我国进口商品结构，促进资源在国内产业间的合理配置，达到淘汰落后产能，强化比较优势产业，发展新兴战略产业的目的。这些高新技术以及高端装备制造业的大量进口为国家推进战略性新兴产业的发展创造了前提条件，同时高新技术的大量进口可以获得金属进步的外溢效应，更快地促进这些产业的发展。在进口资源类产品占据较大比重时，渐进适度升值有利于降低进口的成本，并抑制输入型的通胀压力。

图表 17 海关总署重点进口产品

项目	重点进口产品			单位：亿美元		
	2005	2006	2007	2008	2009	2010.11
机电产品	3503	4277.3	4989.8	5386.6	4914.2	5968.8
高技术产品	1997	2473.1	2869.9	3419.4	3098.4	3739.9
矿产品	1104.6	1351.3	1593.6	2634.6	1984.9	2609
项目	重点进口产品占比					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010.11
机电产品	0.53	0.53	0.53	0.47	0.49	0.48
高技术产品	0.30	0.31	0.30	0.30	0.31	0.30
矿产品	0.17	0.17	0.17	0.23	0.20	0.21

数据来源：海关总署

图表 18 2002-2009 年机电产品以及高新技术产品进口高速增长

项目	2002-2009 年增长倍数	项目	2002-2009 年增长倍数
机电产品整体	4.78	高新技术产品	5.90
金属制品	4.53	生物技术	6.13
机械设备	3.59	光电技术	41.37
电器电子	4.80	电子技术	7.68
运输工具	6.73	材料技术	6.42
仪器仪表	9.21	航天航空技术	5.29

数据来源：wind

总体来讲，人民币有效汇率的升值和进口的扩大不仅可以纠正中国的外部不平衡，而且也可以促进国内产业结构的调整，关键的问题则在于汇率升值的节奏与幅度。长期以来反复争论，近期再度升温的焦点之一是人民币升值问题。事实上，人民币升值是一个长期取向，这点并无分歧，而且无论是决策者还是学界的讨论基本认可人民币有效汇率升值可以抑制外部不平衡的扩大，理顺价格机制的理顺、改进产业结构，以及短期内可以抑制输入型通胀。相反，最大的问题事实上在于决策者对于汇率升值的潜在后果，特别是对出口部门及就业的冲击力度、国际热钱的流入风险、资产泡沫风险缺少客观的评估和共识。正是从这个角度讲，人民币升值的路径一直是避免过大幅度的调整，而是采取相对平衡与灵活的节奏。

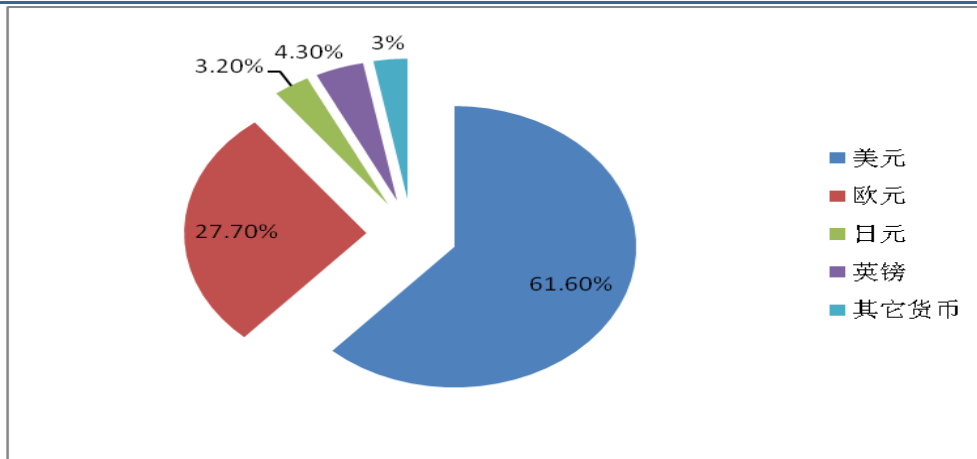
目前来看，考虑到中国正在加速推进的结构调整、资源价格改革，特别是在国际原油、粮食和大宗商品价格攀升，输入型通胀压力加大的短期刺激因素影响下，人民币有效汇率升值的时间窗口再度临近，幅度也有可能显著扩大，方式上则是参考单一篮子货币，不再片面强调人民币对某一货币的双边汇率，人民币对单一货币有升有贬，体现汇率上下浮动的特点（人民币参考一篮子货币的实施方式与特点请参阅我们同步发出的报告）。

（三）外汇储备规模是“症状”，而非“药方”

虽然有关 G20 峰会就中国的外汇储备规模设定具体的指标要求，但从现实来看，这种指标的可行性与意义并不大，并被中国拒绝，可能的原因在于：1）外汇储备规模是广义上的外部不平衡的自然结果，它不仅与经常账户不平衡相关，而且也与资本账户不平衡密切相关，因此与之相关联的往往是顺差规模、FDI、资本净流入、热钱指标的加总结果，而且也与人民币汇率、利率、资本管制的有效性密切相关。2）即便是在金融危机期间及目前中国经常账户盈余已经显著收窄的情况下，中国的外汇储备规模仍在持续增加，显然外部不平衡只是影响中国外汇储备水平问题的一个方面，而非全部。从更为根本的意义上讲，中国的外汇储

备是美元主导的国际货币体系内在缺陷的自然反应（毕竟中国顺差的主要来源是美国，储备资产中的绝大部分是美元资产），因为几乎所有的影响外汇储备的关键指标如利率、汇率都与之相关。3）从结果上看，如果中国的外汇储备水平回归正常的、合理的规模与增速，那么这一定是中国的经常与资本项目失衡得以纠正的结果，更是全球金融系统的扭曲得以有效解决的结果。

图表 19 外汇储备资产的分布



数据来源：IMF，COFFER 数据库

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801