

INTERNATIONAL MONETARY FUND



# Staff Country Reports



# 中华人民共和国

## 2011 年第四条磋商

2011 年 7 月

与中国的 2011 年第四条磋商之**溢出效应报告**由国际货币基金组织工作人员小组撰写，是基金组织与成员国进行阶段性磋商的背景类文件。报告依据的是截至 2011 年 6 月 27 日该文件撰写完毕时所能获得的信息。文件中表述的观点为工作人员小组的意见，并不一定代表中国政府或基金组织执董会的意见。

下列文件将单独发布。

中华人民共和国：2011 年第四条磋商工作人员报告

关于公布工作人员报告和其他文件的政策允许对市场敏感性信息作出删除处理。

公众可以联系以下部门获取该报告副本

International Monetary Fund • Publication Services  
700 19<sup>th</sup> Street, N.W. • Washington, D.C. 20431  
电话：(202) 623-7430 • 传真：(202) 623-7201  
电子邮件：[publications@imf.org](mailto:publications@imf.org) 网页：<http://www.imf.org>

价格：18.00 美元/份

国际货币基金组织  
华盛顿特区



# 中华人民共和国

## 溢出效应报告——2011年第四条磋商

2011年6月24日

### 要点

**问题。**溢出效应报告探讨系统性经济体的政策的对外影响，重点放在主要伙伴国提出的一些问题。中国的伙伴国得益于中国的经济增长，特别是危机期间的增长，但也在不同程度上关注以下方面产生的溢出影响：（1）中国迄今为止的稳步增长可能出现中断；（2）货币调整步伐缓慢；（3）外汇储备（已经位居世界第一）进一步积累，以及资本账户封闭。

**结论。**从分析中得出的主要结论如下：

- 中国传导和产生实际冲击的能力在扩大，这意味着，中国的稳定对世界具有重要影响。鉴于出口导向型增长模式是构成压力的来源之一，因而经济再平衡至关重要。
- 货币升值对这一过程很重要，但仅靠货币升值只会产生有限的溢出影响。为了实现其他国家产出和贸易的显著积极影响，必须实行全面转型，降低中国居民和企业的储蓄率，并提高受到压抑的要素价格。提高要素价格还能减轻对中国的竞争力来自扭曲成本结构的担忧，从而缓解贸易摩擦——贸易摩擦本身对世界经济构成风险。
- 相反，中国若不能实现经济再平衡，出口市场份额将空前增长，产能可能出现过剩，由此产生的企业和银行资产负债表压力将导致不利的溢出影响。
- 中国的政策能够影响全球资本流动，尽管这一作用次于新兴市场国家经济增长和先进国家流动性状况等基本面因素。虽然中国大量购买储备货币资产降低了这些资产的收益率并使资本流向新兴市场，但不清楚其封闭资本账户的最终影响如何，也不清楚开放资本账户会产生什么效果。

Reza Moghadam 和  
Anoop Singh  
批准

报告由工作人员小组撰写，小组成员包括：Ranjit Teja（组长）、Lorenzo Giorgianni、Rishi Goyal、Roberto Benelli、Nathan Porter、Kai Guo、Jarkko Turunen（均来自战略、政策与检查部）；Papa N'Diaye（亚太部）；以及 Shaun Roach（研究部）。

## 溢出效应报告

溢出效应报告分析五个系统性经济体（即 S5，包括中国、欧元区、日本、英国和美国）的国内政策所产生的外部影响。仅仅存在外部效应并不意味着需要采取政策调整或统一行动——这取决于许多因素，包括是否存在经济外部性。进行这种分析的目的是为了促进讨论，为第四条磋商的政策建议提供全球视角，并为基金组织更广泛的多边监督提供信息。

对于上述每个经济体，我们向其主要伙伴询问该经济体产生的外向溢出效应，在此基础上工作人员再圈定报告所分析的问题。为了促进坦诚讨论，溢出效应报告不注明是谁提出了某一特定问题。对于本份报告，受访对象包括其他四个系统性经济体以及部分新兴市场（巴西、香港特区、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、波兰、俄罗斯、新加坡和泰国）的有关官员和分析人士。

本报告不试图分析中国对世界经济产生的新影响的全面内容和历史重要性，而是侧重于伙伴经济体提出的一些前瞻性问题的讨论，利用相关分析，并描述中国当局的反应。支持有关分析的技术性文章见“[中国溢出效应：部分问题](#)”。即将发布的另一份报告将概述与五个系统性经济体的讨论中得出的主题。

## 目录

I. 背景	3
II. 伙伴国关注的问题	5
III. 内部压力的溢出效应	6
IV. 货币调整和再平衡的溢出效应	7
V. 金融溢出效应	8
VI. 当局的回应	9
VII. 结语	10
专栏	
1. 对低收入国家的溢出影响	11

# 1. 背景

1. 几乎没有哪个国家像中国这样，从融入开放的世界贸易体系中获得了如此明显的好处。中国的经济增长与其作为出口国和制造国的地位上升相同步。目前，中国是 78 个国家的最大或第二大贸易伙伴，这些国家构成全球 GDP 的 55%（而在 2000 年只有 13 个国家，占全球 GDP 的 15%）。不过，中国对世界经济的影响还不止这些 [见背景文章，“中国在全球贸易中不断演变的作用”]：

- 从网络角度看，中国目前是世界上居于最“中心”地位的贸易国，与其他主要贸易国的联系最密切（表 1）。这意味着，中国能够广泛传导实际冲击，不论这些冲击产生自国内还是国外。

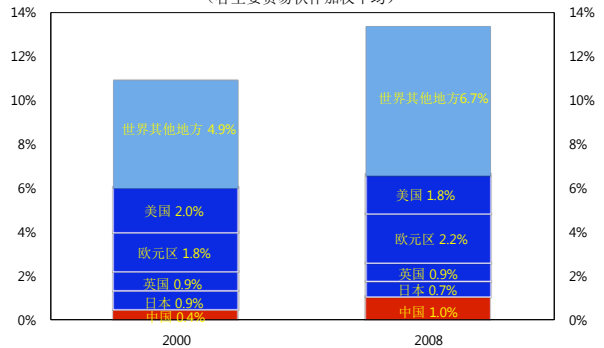
表1. 全球出口的中心化  
(排名, 1 表示最中心位置)

	总出口		资本货物		消费货物	
	2000	2008	2000	2008	2000	2008
中国	4	1	5	1	1	1
欧元区	1	2	3	3	2	2
日本	3	4	1	2	3	4
英国	5	5	7	9	5	3
美国	2	3	2	4	4	5
巴西	15	12	14	15	15	17
俄罗斯	10	8	18	19	13	7
印度	19	15	17	16	14	9
韩国	7	6	8	5	7	6
墨西哥	6	10	6	7	6	8

来源：背景类文章，“中国在全球贸易中的地位演变”

- 中国在全球供应链中无足轻重的形象（进口的投入品和出口的加工产品对七国集团的最终需求作出被动反应）正在改变。这意味着，中国产生冲击的能力正在扩大，2000-2008 年，其在主要伙伴国最终需求中所占份额翻了一番（图 1）。虽然这一份额仅为美国和欧元区水平的一半，但它在上升，并且，计划实施的促进国内消费的政策只会加速这一趋势。

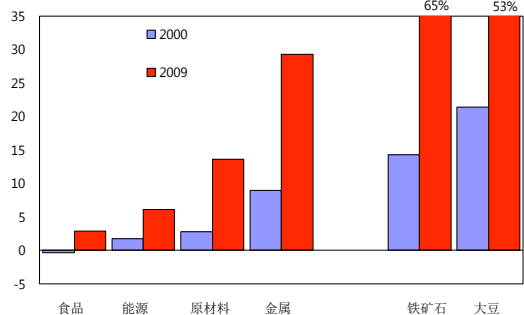
图1. 国家最终需求对贸易伙伴GDP的贡献  
(各主要贸易伙伴加权平均)



来源：背景类文章，“中国在全球贸易中的地位演变”

- 中国已成为一系列商品的主要进口国（图 2）。中国的人均金属消耗强度目前已赶上先进经济体，从 2000 年低于先进经济体的 15% 升至 2009 年的近 90%。这在一定程度上反映了中国的制成品出口导向及其作为加工国的角色，但同时也是因为国内生产要素价格扭曲导致对资本的偏好（下面将更详细讨论）。因此，如第 III 节所述，中国对世界商品价格的溢出影响目前很显著。

图2. 中国在全球商品贸易中的份额  
(净出口, 占世界出口的百分比)



来源：背景类文章，“中国的政策溢出效应对全球商品市场的影响”

- 在资本账户基本封闭的情况下，中国对世界其他地方产生溢出影响的主要渠道是贸易。图 3 显示，在七国集团产出的变动中，中国产出的影响目前显著增大 [见“分析跨境金融联系”]。该图还显示，中国 2009-2010 年实施的刺激政策如何缓解了世界经济受到的冲击。更一般而言，简单全球 VAR 模型显示，中国工业生产每下降 3%（1 个标准差/GDP 的 1%），先进伙伴经济体的产出将下降约 0.1%。

图3. 七国集团工业生产：“自有”和“外部”因素的贡献  
(提前六个月的变动的分解, 基于五年期滚动回归)

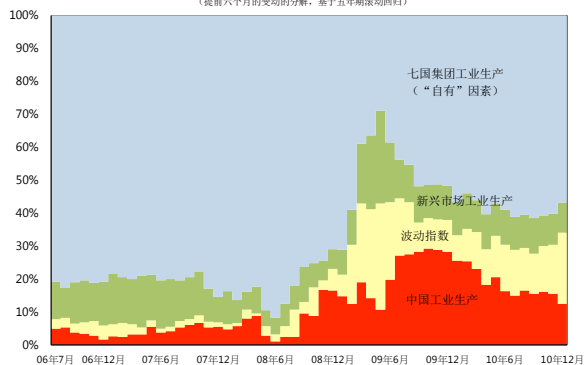
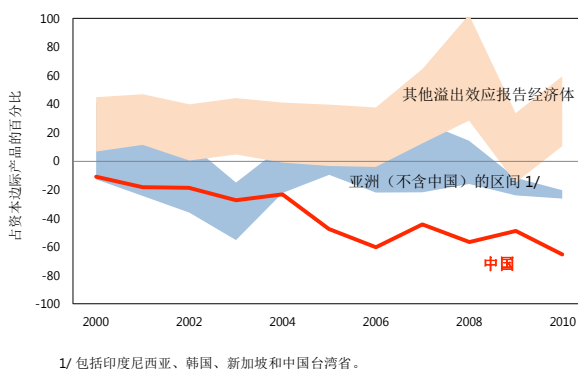


图4. 推算得出的资本成本的税/补贴



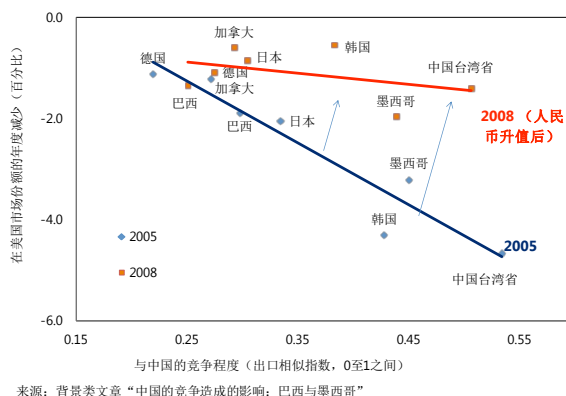
3. 中国地位的提升为世界许多地方带来了重要的增长效应（专栏 1）。这也使消费者明显受益（体现在低价格上），并促进了全球范围内有助于提高生产率的竞争。但与此同时，也现出了两个令人关切的问题。

4. 第一个问题是，即使基本面因素（如规模经济、资本、技能等）能够解释中国的增长路径，但这一路径也反映了着眼于出口的政策模式，在这一模式下，储蓄（世界最高）转化为制造业和基础设施的投资（也是世界最高），从而支持贸易扩张。我们将有关动态描述如下（有可能过于简化）：

- 不充分的养老金和医疗保障体系使居民储蓄增加。此外，企业储蓄（与居民储蓄规模一样大）往往也很高，因为在受到管制的金融体系中，企业更多是将利润留存下来以供未来使用，而不是分配股息。
- 过度储蓄压低了实际利率，又再次强化了储蓄行为（低回报要求更多储蓄，以实现目标储蓄余额；见“中国 2011 年第四条磋商工作人员报告”，专栏 9），并鼓励扩大产能的投资（在有利的实际汇率和偏低的投入要素价格的背景下，这些产能用于满足国外需求）。图 4 显示了扭曲对资本成本的总影响，在中国，这种影响不断增大，使资本成本保持在低水平，从而刺激了投资。

5. 第二个问题是，制造业产出和就业机会转移到中国，一些人认为这种转移是中国的出口导向政策造成的。图 5 将许多经济体出口份额的丧失与它们与中国出口的相似性联系在一起。有趣的是，在 2005-2008 年期间，当人民币显著升值时，这一联系的紧密程度下降。这符合以下方面的其他证据，即中国的竞争和汇率影响新兴市场国家的出口份额，尽管影响程度有限（见背景文章，“中国竞争的影响：巴西和墨西哥”）。

图5. 与中国的竞争以及市场份额损失



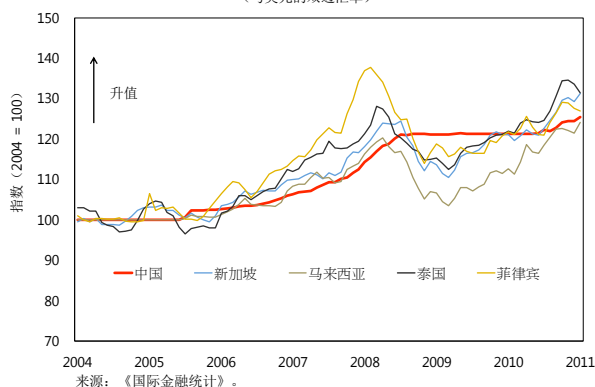
6. 由此，不足为奇地，中国出口导向型增长模式的可持续性受到质疑——最重要的是，在本国也受到质疑。的确，中国当局认识到需要进行经济再平衡调整，在更大程度上依赖消费，这是第十二个五年规划中列出的官方政策。对于其他国家而言，关键问题是这种再平衡调整的时间、步伐和溢出效应。

## II. 伙伴国关注的问题

7. 展望未来，伙伴国关注三个领域：（1）如果在当前增长模式得以改变之前压力爆发，这种增长中断的尾部风险所产生的溢出效应；（2）调整汇率和重新平衡需求的政策产生的影响；（3）储备或国外净资产的积累和资本账户政策的潜在影响。他们指出了以下几点：

- 快速增长的可持续性。在全球危机中，中国保持经济增长给伙伴国带来了重大好处，但伙伴国存在着对中国增长中断的尾部风险的担忧。令人担忧的问题是，中国的经济过热可能加剧商品价格受到的压力，并使短期资本流向本地区。此外，考虑到先进经济体不确定的需求前景，如果中国在经济再平衡方面不能取得足够快的进展，居高不下的投资今后可能造成产能过剩，从而可能发生硬着陆，影响到其他国家。
- 商品价格。许多伙伴国指出中国在推升商品价格方面所起的作用。商品价格上涨对商品出口国有好处，但对其他国家不然。预计中国的强劲增长和基础设施投资将维持对商品的这种旺盛需求，而随着经济进行再平衡调整，对商品的需求增长将有所减缓。鉴于资源使用强度受到生产要素成本扭曲的影响，解决扭曲问题将缓解需求。
- 货币调整。尽管很多国家承认中国的增长带来好处，包括降低了成本，并促使企业提高生产率，但一些国家认为人民币汇率低估使就业发生转移。然而，一些实行浮动汇率的国家认为其灵活的汇率制度限制了有关影响（因为其货币会因市场份额的丧失而贬值）。多数国家强调，人民币更快升值将带来正向溢出效应，一些国家还指出，人民币升值将促进亚洲生产链其他国家的货币升值（图 6）。

图6. 区域性货币联动  
(与美元的双边汇率)

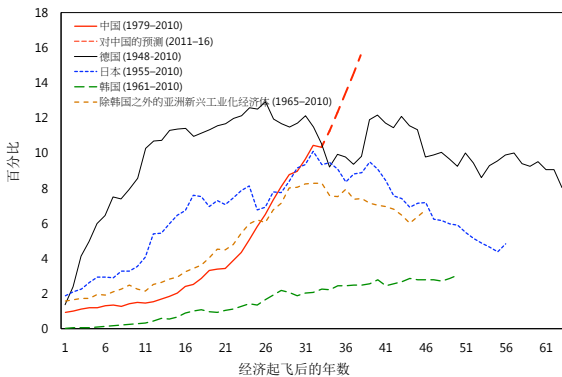


- 再平衡结构政策。多数伙伴国认为这些政策与货币升值同样重要。促进和维持高水平净储蓄的政策也会使资本成本相对于生产率处于很低水平；加上其他廉价投入要素成本（土地、电力等），这使得中国已经很高的竞争力进一步上升。如果不通过更广泛的改革来刺激消费和提高投入成本（见“[中国 2011 年第四条磋商工作人员报告](#)”），货币更快升值只会带来微弱的好处。
- 资产价格和资本流动。尽管中国对资本账户实行管制，但它仍能通过不断扩充的大规模储备或国外净资产的积累来影响全球资产价格——这种影响有多大？一些官员还认为，资本账户封闭会使来自先进经济体的资本流向具有更开放资本账户的新兴市场。

### III. 内部压力的溢出效应

8. 中国最近为世界经济提供了重要的缓冲作用，但是，由于危机后更加重视尾部风险，人们会问，一旦中国的出口和相关投资拉动的增长模式出现动摇，将会发生什么情况？[见背景文章，“要素定价、过剩产能和可持续风险”] 看一看经历了持续繁荣的国家的市场份额（图 7）。中国当前的轨迹伴随着市场份额的空前扩大——这可能意味着中国的企业部门存在价格或利润挤压，银行存在不良贷款。市场份额史无前例的扩大可能还会继续下去，但从中国的钢铁、造船和机床等行业得到的证据显示，在现有的利润率和生产率增长水平下，难以承受减价。如果这些企业不得不克服高供给能力与意外需求疲软之间的矛盾，将出现怎样的溢出影响？

图7. 若干经济体经济起飞后的市场份额



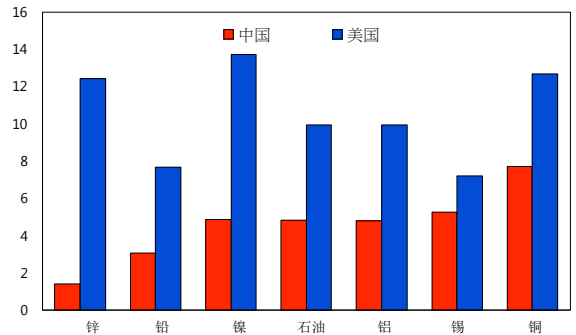
来源：背景类文章，“要素定价、过剩产能与可持续性风险”。

9. 根据一个包括实际和金融变量的全球模型 [见背景文章，“中国的溢出影响：全球 VAR 模型分析”]，企业和金融资产负债表质量的恶化可能通过贸易和投资渠道影响很多方面。例如，如果中国企业违约概率上升（原因是对应于每一债务水平的预期资产价值下降）2 个百分点（美国衰退中的基准恶化程度），那么，新兴亚洲经济体的工业产出将下降约 0.75%，商品出口国的工业产出将下降 0.5%；对多数先进经济体的影响普遍较小（但日本除外，其受影响程度为 0.5%）。中国银行部门的恶化将产生类似的效果。

10. 在中国的商品消费比产出增长更快的情况下，中国对商品价格上涨起到了重要的（但不是唯一的）推动作用 [见背景研究，“中国的溢

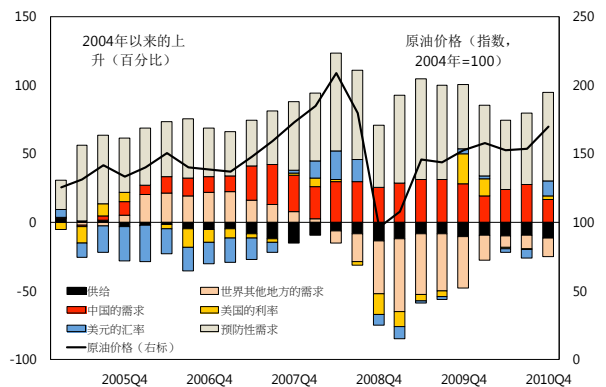
出影响：全球商品市场”]。图 8 显示了中国需求变动对商品价格变动的影响——反映了中国作为边际消费国推动价格的作用。图 9 显示，在 2004 年底以来的石油价格上涨中，20%是由中国造成的。尽管这种影响很大，但尚未超过美国等先进经济体，反映出美国的规模及其产出冲击的持续性。不过，中国经济增长减缓对商品出口国的影响可能很显著，工业生产增长率每下降 3%（1 个标准差，或相当于 GDP 的 1%），石油和贱金属（如铜）的价格将下降 6%；其他商品受到的影响较小，反映出其供给和需求弹性要大得多。

图8. 商品价格变动分解 (2000-10, 百分比)



注：工业产出一个标准差的冲击引致的4个季度价格变动的分解。  
来源：背景类文章，“中国的政策溢出效应对全球商品市场的影响”

图9. 原油价格分解



注：预防性需求作为残差计算，其中也包括中国的部分影响。  
来源：背景类文章，“中国的政策溢出效应对全球商品市场的影响”。



## IV. 货币调整和再平衡

11. 在人民币升值问题上，第四条磋商工作人员报告指出，需要以更快的步伐纠正“人民币显著低于与中期基本面相一致的水平”的状况，以实现需求再平衡，并降低经常账户顺差。但仅靠这一项措施是根本不够的：还需要实施其他改革来降低储蓄。从溢出效应角度来看，中国仅采取货币升值，或除此之外还实施改革降低储蓄，二者的影响有什么不同？

12. 我们运用了若干方法对这一问题进行量化分析。首先，使用一个将生产结构与贸易关联度信息相结合的投入-产出模型，计算人民币升值的和其他再平衡措施对伙伴国的贸易和产出的直接短期影响[见背景文章，“中国的溢出影响：再平衡对供应链的影响”]；与此相关，我们使用贸易弹性方法估计在不同部门的不同效应[见背景文章，“估计中国的溢出影响：部门贸易弹性法”]。其次，我们用全球向量自回归模型分析 30 个先进和新兴国家的中短期相互作用（最大影响通常在一年内出现）[见背景文章，“中国溢出影响：全球 VAR 模型分析”]。第三，我们用基金组织的全球综合货币与财政框架模型对仅仅实行人民币升值和采取综合的一揽子再平衡措施的中期影响（3-5 年）进行模拟[见背景文章，“中国的溢出影响：全球综合货币与财政模型对再平衡和货币升值的模拟”]。纯粹作为说明，我们用实际有效汇率升值 20% 表示“显著”变化。

13. 表 2-3 中列出的结果显示，实际升值将提高伙伴国的产出。大型先进经济体所受影响有限，但亚洲供应链国家的产出和经常账户差额将有相当大幅度的增长。人民币升值使日本和韩国等最终产品生产国受益。新兴亚洲中间产品生产国的经常账户差额最初可能恶化。但是，随着这些国家调整生产以满足中国的最终需求，并随着它们在中国以外的其他国家获得市场份额，其产出和经常账户差额将得以改善。

14. 然而，主要的结果是，再平衡政策极大地提高了货币调整的正向溢出影响。如果中国的

私人消费也将随着货币升值而增加，那么增长和贸易差额的效应将增加一倍多。在生产结构调整之前，中国的经济将收缩，但最终影响是轻度正向的（这很好，因为再平衡的目的不在于提高增长率，而是使增长具有持续性）。有必要重申，上述措施只将部分地解决全球失衡问题。为解决全球失衡，需要多方采取行动。

表2. 升值和再平衡对GDP的影响  
(百分比)

	实际汇率升值20%		实际汇率升值20%以及其他促进再平衡的改革	
	近期 (I-O, GVAR)	中期 (GIMF) 1/	近期 (I-O, GVAR)	中期 (GIMF) 1/
中国	-2.0 to -3.1	-8.8	-2.0 to -2.3	1.0
美国	< 0.05	0.07	< 0.05	0.15
欧元区	< 0.10	0.12	< 0.10	0.21
日本	0.10 to 0.30	0.07	0.10 to 0.30	0.22
英国	< 0.50	...	< 0.10	...
新兴亚洲	0.25	0.33	0.25 to 0.30	1.0
商品	< 0.30	0.09	< 0.30	0.20

1/ 累积作用的峰值。

表3. 升值和再平衡对经常账户的影响  
(百分比)

	实际汇率升值20%		实际汇率升值20%以及其他促进再平衡的改革	
	近期 (I-O)	中期 (GIMF) 1/	近期 (I-O)	中期 (GIMF) 1/
中国	-0.69	-2.91	-0.70	-5.17
美国	0.02	0.08	0.02	0.25
欧元区	0.10	0.05	0.10	0.19
日本	0.11	0.04	0.11	0.04
英国	0.05	...	0.11	...
新兴亚洲	0.30	-0.31	0.31	-0.76
商品	-0.02	0.11	-0.01	0.31

1/ 五年期。

15. 对先进国家的估计影响看起来确实较小。然而，需要正确理解表 2-3。比如，先进国家制造业所受影响要高出很多倍（其制造业是受中国竞争影响最大的部门）。更重要的是，相对于一个可能不可持续的轨迹来衡量（根本上难以用模型确定的基线情景），这种影响要大得多；随着再平衡措施使经济踏上可持续的道路，风险将减轻，从而使风险溢价下降，使中国的调整所带来的好处扩大。最后，这里的模型分析包含许多国家，从而分散了相对价格变化的影响（其他模型会将其归于一两组国家）。

## V. 金融溢出效应

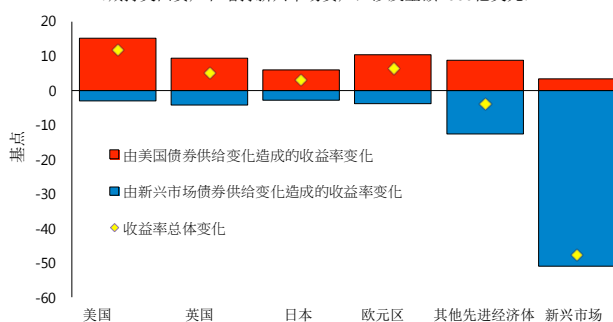
16. 中国影响全球资产价格的渠道很复杂。一方面，中国相对封闭的资本账户极大地限制了这种影响。另一方面，中国庞大的储蓄规模（按美元计位居世界第一）、不断增加的外币储备（也是世界最高）以及这些储备的结构都会影响资产价格。如何理解这些影响？

17. 首先，如果在今后五年的全球财富积累中，中国占三分之一以上，那么，中国的储蓄分配如何影响全球市场？如果目前的资产“偏好”持续下去（今后几年很可能是这种情况），对中国资产的需求将推升其价格。相对于美国，中国的资产价格需要上升 60%，才能实现供需平衡 [见背景文章，“中国的储蓄：对全球金融状况的影响”]。为了抑制这种价格上涨，中国的中央银行可能会提供更多国内债券，并通过积累储备（购买外国债券）来对冲货币影响——模拟显示，外国债券购买和本国债券销售量需要比基线高出 6000 亿美元。在这种情况下，如果先进国家收益率因中国进一步积累储备而下降，从而促使资本流入新兴市场，那么新兴市场的资产价格可能面临上行压力。或者，中国可以开放其资本账户。在这种情况下，新兴市场资产价格可能朝两个方向变动（取决于中国与先进国家的资产组合重新配置的强度对比——说明性情景分析见背景文章）。提高汇率灵活性和采取步骤减少储蓄可缓解资产价格压力。

18. 其次，储备结构对不同货币的收益率有什么影响？关于中国储备结构的数据是不公开的，但一般的假设是，中国储备至少有三分之二分配于美元资产。可以用简单均方差资产组合模型来估计将 1000 亿美元从美国资产转向新兴市场国库券的影响 [见背景文章，“中国国际储备重新配置对全球债券市场的潜在影响”]。假设这种重新配置（数额约相当于年度储备积累的四分之一）是渐进和有序的——这会减轻公开宣布产生的重要市场影响。图 10 的结果显示：（1）美国长期收益率约上升 12 个基点（因为更多的这些债券必须被市场吸收）；（2）先进国家收益率的上升幅度约为美国的一半（它们是美国的近似替代）；（3）新兴市场收益率可能急剧下降，

下降幅度高达 50 个基点。尽管对这些结果进行了稳健性检验，但任何静态分析最多是作为讨论起点，并需要附带一些假设条件，对此背景文章给予了分析。例如，如果中国的资产购买在先进国家与新兴市场之间更平均的分布，那么对美国和新市场收益率的影响就会小得多。总体而言，并且考虑到这种不完全分析的局限性，我们得出的对美国收益率的影响类似于 Warnock 和 Warnock（2009 年）的分析结果，但大于 Gagnon 等人（2010 年）所估计的美国定量宽松的影响（尽管这是在紧张、不寻常的市场状况下作出的分析）。

图10. 中国重新配置资产组合对收益率的影响  
(减持美国资产和增持新兴市场资产, 涉及金额1000亿美元)



来源：背景类文章“中国重新配置国际储备对全球债券市场的潜在影响”。

19. 第三，中国的资本管制如何影响新兴市场的可能结果？自 2009 年危机形势好转后，许多新兴市场面临资本流入的激增，反映了这些国家强健的经济基本面以及先进经济体宽松的货币状况。但有观点认为，中国的储备积累和资本管制也起了作用。这看来有一定道理，因为中国的储备积累压低了先进国家的收益率，从而使资本涌向新兴市场。另外，中国的资本管制意味着，投资者具有很少的渠道直接投资于中国这个世界上增长最快的经济体，从而使资本转向同属这一资产类别的其他经济体。然而，难以找到后一方面的证据 [背景文章，“中国封闭的资本账户与新兴市场的资本流入”]：

- 在理论上，不清楚在中国放开资本账户的情况下净资本会朝哪个方向变动。目前，

中国的储蓄者的选择很少，只能将资金投资于银行存款（实际收益为零或负）、波动不定的国内股票市场，以及房地产（房价已上升到经常使用“泡沫”一词的程度）。这种资本流出可能超过所推测的等待涌入中国的资本。

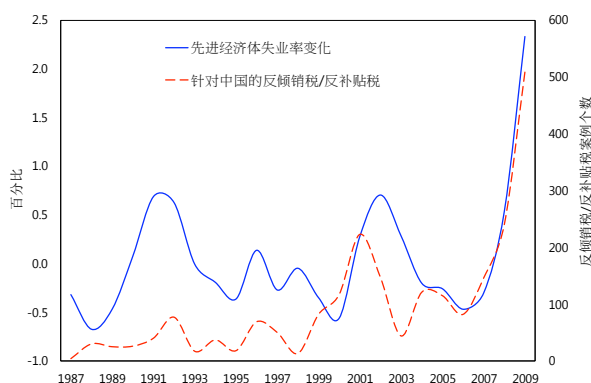
- 在实践中，不清楚资本管制阻止了多少资本流动。我们从香港特区上市股票（内地股占总市值的一半）中只能得出含糊的结论。从香港股市表现看（按总流入和价格

来衡量），不存在巨大的需求压力。另一方面，这个现象是否能说明问题，也并不明确：可能是因为分析在香港特区上市的股票是“不恰当的”，例如，它们可能过于以出口为导向（而今后中国的经济增长将更加依赖国内部门）。的确，2007-2010年期间，中国的对外直接投资增加到原来的四倍，达到 600 亿美元，显示了中国的对外投资意愿。

## VI. 当局的回应

20. 中国当局对溢出效应分析表示欢迎，认为这是对系统性经济政策进行讨论过程中的重要方面。他们认同，从经济规模角度讲，中国有重要的溢出影响。他们强调，维持国内稳定是最重要的溢出效应。中国在危机期间实施的政策（稳定需求和本地区货币）显示了中国政策选择的广泛背景。尽管中国的稳定增长将继续支持全球复苏，但其他国家的不稳定使中国经济结构再平衡的任务变得复杂。全球衰退和失业伴随的大量贸易指控（图 11）也可能扰乱这一过程，并动摇对全球化的承诺。

图11. 先进经济体失业率与贸易指控



21. 当局认同，中国主要通过贸易渠道影响世界其他地方。虽然大量加工贸易可能使这种影响高估，但中国处在供应链的最后一环，这一地位不会被轻易替代。随着中国经济进行再平衡调整，

其影响将扩大。但当局认为，美国和欧盟目前是全球需求的主要来源。

22. 当局预期，随着中国快速发展，对商品的需求将继续增加。但需求也取决于资源使用效率，在这方面正取得进展，并且第十二个五年规划设想实现进一步的改进（如在能源使用方面）。当局提醒，估计中国需求时应考虑加工贸易的影响——由于中国是组装产品供其他国家消费，对中国人均能源使用量的估计被夸大了。实证分析应考虑投机和集中化生产等因素。他们强调，中国的影响仍然小于主要先进经济体。

23. 当局认为，中国的竞争力来自结构性优势，如低廉的劳动成本。这种成本优势支撑了加工贸易的增长和市场份额的扩大，因为跨国公司已将生产转向中国。高储蓄使资本成本处在低水平。随着中国实施金融部门改革、经济进行再平衡调整，以及发生结构变化（如人口结构变化），储蓄将下降，各项投入（资本、土地、能源、环境）的成本将上升。

24. 当局认为，计划实施的经济增长再平衡调整既有利于中国，也有利于世界。但他们认为，为了取得最大效果，先进市场也需同时进行再平衡调整。否则，这些经济体的总体经常账户逆差不会缩小（相反，只是对中国的双边逆差下降，而对其他低成本生产国的逆差上升）。他们强调，再平衡是一个长期的过程，具有复杂的影响。突然大幅升值将对出口商和整个经济产生显著不利

影响，从而对伙伴国（如商品出口国）的产出带来负向溢出效应。在中国出口中，加工贸易占有重要地位，这意味着，对货币升值影响贸易差额的常规估计被夸大了。与此相关，当局还认为，完全不清楚亚洲供应链国家货币是否会跟随人民币升值：在危机中，人民币保持稳定，而那些货币贬值。当局提醒在对地区行为作出假设时应当谨慎。

25. 当局认为，对产能过剩和增长下滑的担忧被夸大了。资本的高收益意味着需要进一步投资，这也是考虑到中国的经济发展阶段和基础设施需要。近年来的投资大部分是针对基础设施，并且，国内需求在快速增加。如果说会出现增长中断的尾部风险的话，这种风险将来自保护主义压力，这种压力会干扰向均衡经济转型的过程。

## VII. 结语

27. 从讨论中得出的主要结论如下：

- 中国的规模和关联性决定了，在中国发生的任何经济动荡都将对世界其他地方产生实质性的不利影响。由于某些压力（如制造业局部产能过剩和房地产价格上涨）源于当前的增长模式，通过加快再平衡过程迅速解决这些问题对于世界其他地方十分重要。
- 货币升值是这一过程的关键，但仅靠这一项措施对世界其他地方带来的好处有限。有利的溢出效应在更大程度上取决于平衡国内需求的其他改革，特别是采取措施降低居民和企业储蓄，同时提高生产要素（特别是资本）的价格。这些改革还能缓解这样一种担忧，即中国的竞争优势是不公平地建立在低廉和扭曲的成本结构基础上的，从而能够减少贸易摩擦。
- 中国的资本账户封闭，所以对全球金融市场的影响有限。尽管如此，随着人民币国际化，金融放开不断推进，这种情

况将发生变化。国外资产价格所受影响可能很大。

26. 当局认为，中国以国际储备购买资产能够起到稳定全球金融市场的作用，特别是在先进经济体面临财政挑战的背景下。中国的储蓄率预计将下降，从而缓解国内资产价格受到的压力。此外，当局可以利用各种宏观审慎工具来稳定资产价格。当局指出，国外净资产的大规模重新配置既是不现实的（不符合过去的投资行为，并且未考虑到流动性等市场因素），也不一定符合中国的利益。最后，他们不认为有迹象显示中国的资本管制使资本转而流向其他新兴市场，而认为这是由先进市场的充足流动性所致。

况将发生变化。国外资产价格所受影响可能很大。

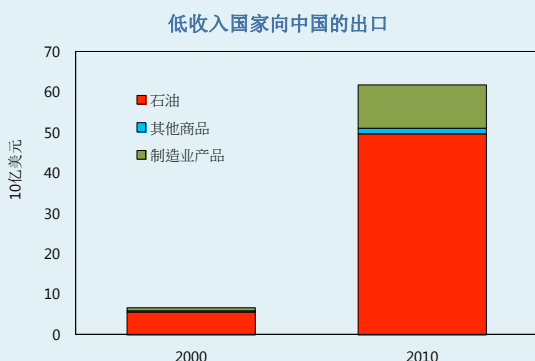
28. 中国当局对溢出效应分析表示欢迎，指出中国的政策有重要的全球溢出影响。他们认为，确保国内稳定是对世界其他地方的最重要的溢出影响。他们认为，中国经济增长再平衡对本国和其他国家都有利，并同意，包括汇率升值和结构改革在内的一揽子综合措施将产生有益的结果。但他们也强调，为取得最大的积极效果，在中国进行再平衡调整的同时，世界其他地方也应进行调整。

29. 这份溢出效应报告的一个目标是，对中国实施的需求再平衡调整和持久减少经常账户顺差的各项政策的溢出影响进行量化分析。中国和世界其他地方都将从这些政策中受益。然而，如果不能解决中国出口导向型增长模式的内在压力，经济增长将受到干扰，这会产生重大不利溢出影响。因此，中国平稳过渡到更加依赖内需的增长模式对世界而言意义重大。

### 专栏 1. 中国：对低收入国家的溢出影响

中国的商品需求极大地促进了低收入国家的贸易，中国对外直接投资和开发性融资的大幅增加有助于低收入国家利用自然资源、发展基础设施和扩大制造业产能。

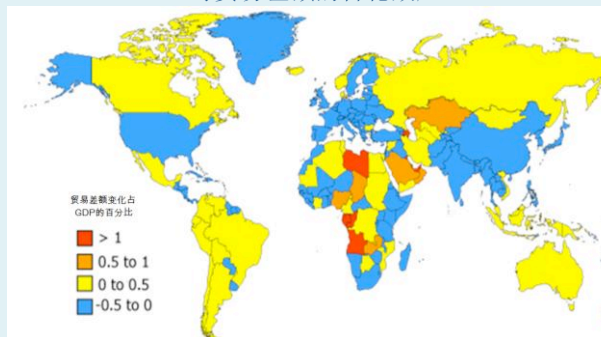
- 2000 年以来，中国在低收入国家贸易中所占份额几乎增加到原来的三倍，2009 年达到 14%，约为欧盟和美国合并份额的一半。在近 30%（2000 年这一比例为 8%）的低收入国家中，中国是前三大出口目的地之一。
- 中国从低收入国家的进口以燃料和其他商品为主，占总进口的 80%以上（见“低收入国家的新增长驱动力：金砖四国的作用”）。



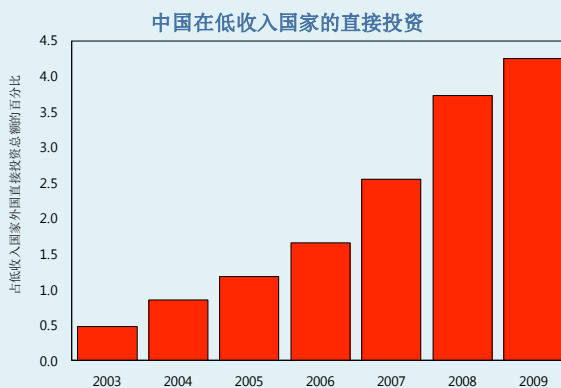
来源：联合国Comtrade数据库。

- 中国的需求促进了低收入国家的贸易。中国工业产出增长 3%（或相当于 GDP 的 1%）将使一些低收入国家的贸易条件和贸易差额改善，改善幅度如下图所示 [见背景文章，“中国的溢出影响：全球商品市场”]。

#### 中国的石油和贱金属需求冲击对贸易差额的首轮效应



- 尽管中国对低收入国家的直接投资仍然仅占流入低收入国家的外国直接投资总额的一小部分，但 2003-2009 年期间这一比例增加了十倍。中国对低收入国家的直接投资以大型国有企业对自然资源部门和基础设施的投资为主。



来源：联合国贸发会议数据：“2009年中国对外直接投资统计公报”。

- 相对于传统的捐助国，中国对低收入国家提供的总体开发性融资规模较小，并且集中于基础设施。中国在撒哈拉以南非洲的基础设施支出平均而言是国际开发协会/国际复兴开发银行的基础设施部门分配水平的两倍。
- 中国的优惠融资承诺在 2007 年约为 30 亿美元（相比之下，传统捐助国为 900 亿美元）。预计这一数额将增加——计划在 2010-2012 年期间进一步向撒哈拉以南非洲提供 100 亿美元的优惠融资。
- 如果包括非优惠融资，则融资数额要大得多。中国的开发性融资往往涉及包含赠款、贷款和信贷额度的多年期一揽子安排。

有关方面呼吁披露更多关于中国提供的融资的目的地和条件的信息，并呼吁考虑低收入国家的债务可持续性，包括采取合作方法解决债务问题。与其他援助国和国际贷款机构的更密切合作也有助于确保采取协调的方法。