



国家教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目

**全球经济调整中的
中国经济增长与宏观调控体系研究**

..... 主编 黄达

分报告六

**全球经济调整中的
宏观调控体系研究**

——新时期国家经济调节的基本取向与财政金融政策的有效组合

陈 共 昌忠泽 著

目 录

上篇 全球经济调整、国家经济调节与宏观调控

第 1 章 全球经济失衡与全球经济调整	3
1.1 全球经济失衡：一个新世纪全球瞩目的话题	3
1.2 全球经济调整：一条缓慢、长期和艰辛之路.....	19
1.3 中国应对之策.....	28
第 2 章 全球经济调整中国家经济调节方式的转变	30
2.1 国家经济调节的理论与实践：一个历史视角.....	31
2.2 社会主义市场经济条件下的国家经济调节.....	43
2.3 全球经济调整中国家经济调节的基本取向.....	46
第 3 章 全球经济调整中宏观调控体系的构建	59
3.1 宏观调控的经济理论基础.....	59
3.2 宏观调控的微观经济基础.....	70
3.3 全球经济调整中我们需要什么样的宏观调控？	74
3.4 宏观调控体系的构建和完善.....	80
3.5 全球经济调整中的宏观调控体系.....	85

中篇 宏观调控的两大支柱：多重宏观政策目标 下财政金融政策的有效组合

第4章 全球经济调整中中国财政金融政策面临的挑战	93
4.1 米德冲突：多重宏观政策目标下的国际政治经济学	93
4.2 开放经济条件下财政政策与金融政策具有不同的效能和 作用区域	100
4.3 非线性动力学对传统宏观经济政策分析的挑战	104
4.4 中国尚不完全具备采用 IS-LM-BP 分析框架的前提条件： 微观基础与传导机制的缺失	115
4.5 政府能力、政府决策与财政金融政策的有效性	118
第5章 开放经济条件下财政金融政策协调配合的国际经验	124
5.1 美国的实践	124
5.2 欧元区的实践	134
5.3 开放经济中财政金融政策配合不当的国际教训： 日本的实践	143
第6章 寻求多重宏观经济目标下财政金融政策的有效组合	151
6.1 改革开放以来中国财政金融政策协调配合的 经验和教训	151
6.2 经济政策设计的原则与财政金融政策的组合模式	158
6.3 财政政策工具与金融政策工具的选择和使用	165
6.4 重塑财政金融政策发挥作用的微观基础与传导机制	172
6.5 财政金融政策的国际协调	178

下篇 财政金融政策组合的几个具体应用领域

第7章 内部平衡与外部平衡	185
7.1 中国经济内外失衡的现状	185

7.2 促进中国经济实现内外平衡的财政金融政策组合	193
第8章 汇率调整与国有银行改革	203
8.1 人民币汇率制度改革	203
8.2 国有银行改革中的财政金融政策配合	214
第9章 对外贸易	228
9.1 影响中国对外贸易的财政金融政策分析	228
9.2 财政与金融政策在外贸领域中协调配合的理论基础	231
9.3 促进中国对外贸易健康发展的财政金融政策组合	233
第10章 资本流动	237
10.1 中国资本流动的现状分析	237
10.2 影响中国资本流动的财政金融政策分析	240
10.3 促进资本合理流动的财政金融政策组合	244
参考文献	252

■ 上篇

全球经济调整、国家经济 调节与宏观调控

第 1 章 全球经济失衡与全球经济调整

自 20 世纪 90 年代末以来,“失衡”与“调整”频频出现在各国政府和社会公众的视线中,成为全球经济出现最多的两大主题词。总的来说,“失衡”是对全球经济金融发展中出现的一系列不平衡现象的描述和概括,“调整”则是针对“失衡”而言的,主要讨论失衡状况下各国的应对之策。由于国内外对全球经济失衡的现象、特征和形成机制,以及应该由谁调整、如何调整等存在着激烈的争论,至今尚没有权威的、令人信服的、一致的结论,因此讨论“全球经济调整中的中国经济增长与宏观调控”问题,有必要对“全球经济失衡及其调整”这一中国经济发展的大背景进行考察。从逻辑上理清全球经济失衡与全球经济调整问题的来龙去脉,不仅有助于深化我们对新时期宏观调控体系建设的认识,也是本文研究的重要出发点。本章的结构安排如下:第一节主要探讨全球经济失衡的现象、特征和形成机制,分析世界上两大经济体——美国和中国的经济失衡;第二节通过国际收支平衡方程,对全球经济调整的方向、由谁调整、如何调整等问题展开分析;第三节是中国的应对之策。

1.1 全球经济失衡:一个新世纪全球瞩目的话题

在讨论全球经济失衡这一全球瞩目的问题前,简短地回顾一下自 20

世纪 90 年代末以来主要经济体的宏观经济发展状况, 对我们的分析大有裨益。

表 1—1 至表 1—4 列出了 1998—2005 年间世界上四个主要经济体(美国、欧元区、日本和中国)的宏观经济指标。美国经济自 1998 年和 1999 年的高速增长后开始放慢脚步, 2001 年跌入谷底, 当年实际 GDP 增长率仅为 0.8%。在经历了股票市场崩溃、经济衰退、恐怖袭击、公司丑闻、油价上涨之后, 美国经济显示出了强劲的反弹。2004 年, 美国实际 GDP 增长 4.2%, 2005 年, 增长 3.5%, 均高于历史平均水平。2005 年, 美国增加了 200 万个工作机会, 失业率下降到 5.1%, 低于 20 世纪 70~90 年代的平均水平。

表 1—1 1998—2005 年美国主要宏观经济指标

年份	实际 GDP 增长率(%)	失业率 (%)	消费价格指数 CPI 变化率(%)	经常账户余额 (亿美元)	储蓄率 (%)	投资率 (%)
1998	4.2	4.5	1.5	-2 141.0	—	—
1999	4.4	4.2	2.2	-3 001.0	—	—
2000	3.7	4.0	3.4	-4 160.0	18.0	20.8
2001	0.8	4.7	2.8	-3 895.0	16.4	19.1
2002	1.6	5.8	1.6	-4 752.0	14.2	18.4
2003	2.7	6.0	2.3	-5 197.0	13.4	18.5
2004	4.2	5.5	2.7	-6 681.0	13.4	19.6
2005	3.5	5.1	3.4	-8 050.0	13.6	20.0

资料来源: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April, 2006.

表 1—2 1998—2005 年欧元区主要宏观经济指标

年份	实际 GDP 增长率(%)	失业率 (%)	消费价格指数 CPI 变化率(%)	经常账户余额 (亿美元)	储蓄率 (%)	投资率 (%)
1998	2.8	10.0	1.1	503.0	—	—
1999	2.9	9.2	1.1	256.0	—	—
2000	3.8	8.2	2.1	-419.0	21.1	21.5
2001	1.9	7.8	2.3	2.0	21.2	21.0
2002	0.9	8.3	2.2	375.0	20.7	20.0
2003	0.7	8.7	2.1	312.0	20.5	20.1
2004	2.1	8.9	2.1	752.0	21.2	20.5
2005	1.3	8.6	2.2	25.0	20.9	20.9

资料来源: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April, 2006.

表 1—3 1998—2005 年日本主要宏观经济指标

年份	实际 GDP 增长率(%)	失业率 (%)	消费价格指数 CPI 变化率(%)	经常账户余额 (亿美元)	储蓄率 (%)	投资率 (%)
1998	-1.8	4.1	0.6	1 191.0	—	—
1999	-0.2	4.7	-0.3	1 145.0	—	—
2000	2.9	4.7	-0.9	1 196.0	27.8	25.2
2001	0.4	5.0	-0.7	878.0	26.9	24.8
2002	0.1	5.4	-0.9	1 126.0	25.9	23.0
2003	1.8	5.3	-0.3	1 362.0	26.2	23.0
2004	2.3	4.7	—	1 721.0	26.4	22.7
2005	2.7	4.4	-0.3	1 639.0	26.8	23.2

资料来源: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2006.

表 1—4 1998—2005 年中国主要宏观经济指标

年份	实际 GDP 增长率 (%)	失业率 ^① (%)	消费价 格指数 CPI 变化 率(%)	经常账 户余额 (亿美元)	外汇储备 (亿美元)	各类存款 余额增长 率 ^② (%)	全社会固定 资产投资 占 GDP 比重 ^③ (%)	全社会 固定资产 投资增长 率 ^④ (%)
1998	7.8	3.1	-0.8	316.0	1 498.0	16.1	35.8	14.1
1999	7.1	3.1	-1.4	157.0	1 583.0	13.7	36.4	5.2
2000	8.4	3.1	0.4	205.0	1 689.0	13.8	36.5	9.3
2001	8.3	3.6	0.7	174.0	2 163.0	16.0	38.5	12.1
2002	9.1	4.0	-0.8	354.0	2 920.0	18.1	42.2	16.1
2003	10.0	4.3	1.2	459.0	4 092.0	20.2	47.2	26.7
2004	10.1	4.2	3.9	687.0	6 155.0	15.3	51.3	25.8
2005	9.9	4.2	1.8	1 586.0	8 240.0	18.2	48.6	25.7

注①②③④: 数据来源于国家统计局各年《国民经济和社会发展统计公报》, 其中失业率为城镇登记失业率。

资料来源: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April, 2006; 1998—2005 年《国民经济和社会发展统计公报》, 中国国家统计局。

欧元区在经历了 1998—2000 年的快速增长后,经济增长明显放缓,2003 年跌入谷底,当年实际 GDP 增长 0.7%,跌入谷底的时间比美国晚了两年。始于 2004 年下半年的复苏进程只持续了两个季度,反映了欧元区经济的结构性问题相当严重,无力抵御外部冲击(如外部需求减少、油价上升、欧元升值等)。与此同时,欧元区失业率居高不下,平均失业率高达 8.6%。区域内大国经济内需不足是欧元区经济增长速度放慢的最主要原因。

日本在经历了长期的经济低迷之后,2000 年曾出现过一次强劲的反弹,当年实际 GDP 增长 2.9%,然而好景不长,到了 2001 年和 2002 年,经济又很快陷入到衰退之中。2003—2005 年,日本出乎意料地强劲复苏,开始摆脱泡沫经济后遗症的阴影。截止到 2005 年底,日本消费价格指数一直为负,表明日本仍然没有完全摆脱困扰多年的通货紧缩局面。

中国依然在全球经济增长中一枝独秀。尽管 1998 年和 1999 年中国经济面临着通货紧缩的严重局面,但中国一直保持着 7%以上的高速增长势头,这主要得益于国内投资与外贸出口的大幅增长。2003—2005 年,中国全社会固定资产投资增长率每年均在 25%以上。由于统计指标的差异,中国平均不到 4%的失业率数据有些低估。

对表 1—1 至表 1—4 内容并不全面的主要宏观经济指标再稍加观察,人们就会发现,全球经济发展一个最引人注目的现象就是:1998—2005 年间,美国经常账户连年赤字,2005 年已达惊人的 8 050 亿美元;日本则是经常账户连年盈余,1998—2005 年累计超过 1 万亿美元;中国经常账户盈余增长迅速,2005 年达 1 586 亿美元,仅次于日本。与经常账户顺差(以及近年来的资本账户顺差)相伴,中国 2005 年外汇储备高达 8 240 亿美元。在地球的两端,一端是全球经济最为发达的美国,经常账户连年赤字!另一端是以中国和日本为代表的东亚国家,经常账户连年盈余!根据经济学原理,经常账户余额与资本账户余额存在密切的对应关系,隐藏在背后的则是全球储蓄、投资、生产、贸易等经济变量之间复杂的平衡关系。正因为如此,经济学家们普遍认为,以经常账户不平衡为基本表现的

全球经济失衡开始出现,并进而引发了诸如各国之间的贸易摩擦和争端、宏观经济政策(利率、汇率、货币供给、政府支出等)的调整等问题。全球经济失衡及其调整已经成为新世纪全球瞩目的话题。

1.1.1 全球经济失衡:现象、特征和形成机制

从古典经济学家休谟或更早的时期开始,国际经济失衡的原因及其影响一直吸引着经济学家的注意。经济学家提出的主要问题是:到底什么是失衡?哪些冲击引起了失衡?失衡最终能自我调整吗?失衡的动态调整特征是什么?政府干预是一种有效的调整方式吗?如此等等。几百年来,经济学家一直在寻求这些问题的答案。本节主要探讨前两个问题,后面的几个问题留待第二节讨论。

(一) 全球经济失衡的现象与特征

到底什么是失衡?目前国内外并没有一个权威的定义,也难以下定义,因为全球经济发展一直处于不断变化之中,我们只能从失衡的现象和特征开始进行分析。

从广义的角度来看,全球经济失衡主要表现为各国经济增长的失衡、全球金融失衡和贸易失衡。20世纪90年代末以来,随着全球金融一体化步伐的加快,“失衡并增长着”成为全球经济最令人困惑的现象。与历史上历次发生的失衡相比,全球经济失衡发生了新的变化:首先是全球经济的增长中心第一次从美国、欧洲、日本转向了美国和中国这两个国家。2005年,美国经济占全球经济的35%,其对全球经济增长的贡献占到全球经济增长的7%~8%左右;而中国虽然只占世界经济4%的份额,却为全球经济增长做出了50%左右的贡献;第二,全球资本流向和外汇储备规模发生了很大变化。1998年以来,作为全球最大经济体的美国,已由过去的净资本输出国变为净资本流入国,源源不断地向发展中国家和石油输出国借入资本,以维持贸易和经济增长,而同期,德国、日本和中国则变成最大的净资本流出国。与此同时,全球外汇储备规模激增。仅仅在2002—2004年间,全球外汇储备就增加了1.3万亿美元,而日本、中国和韩国就占了其中的60%(The Economic Report of The President, 2006);第三,美国内部的结构失衡

成为全球另一大失衡动力。在美国的双赤字中,经常项目逆差对应的贸易伙伴国已从 20 世纪 80 年代的日本转向了以中国、印度为代表的亚洲国家,而这些国家的汇率制度在很大程度上仍然是钉住美元的汇率制度,包括汇率制度在内的金融体系与西方发达国家之间的差异,造成了美国与亚洲国家之间在消除外部经济失衡时的制度障碍(雷达,2006);第四,中国的经济结构发生了很大变化。目前中国经济结构的特征可以概括为四高:高增长、高储蓄、高投资和高出口。中国用高储蓄、高投资促进了出口的增长,出口对 GDP 增长的贡献达到了 35%~40%左右,而且这一趋势仍在日益加强;第五,生产大幅增长和需求不足的失衡。上述失衡现象并不出乎经济学家的意料,出乎意料的是这种失衡居然能够得以持续。与失衡形成对照的是,除欧元区之外,全球经济表现出良好的增长势头(见表 1—1 至表 1—4)。

从狭义的角度来看,对全球经济失衡现象的一个普遍接受的看法是:美国积累了大量财政赤字和经常账户赤字(双赤字),而其他国家(主要是亚洲国家)则拥有大量的经常账户盈余。2005 年,美国经常账户赤字占 GDP 比重已经达到创纪录的 6%左右,其绝对值相当于全球贸易盈余国贸易顺差总额的 75%。正是在这种意义上,美国经常账户逆差具有全球影响。

上述分析表明,全球经济失衡实际上包括三个层次。广义的层次是指全球经济增长失衡、金融失衡和贸易失衡,这三种失衡之间存在着复杂的相互影响关系,但其因果关系并不明确;较为狭义的层次是指全球金融失衡和贸易失衡,是从国际收支平衡的角度(即资本账户和经常账户的结合)进行的概括;最狭义的层次从国际收支平衡中的经常账户分析出发,特指全球贸易关系的失衡。目前国内外对全球经济失衡问题的理论分析和政策探讨,绝大多数都是从狭义的角度(即从国际收支平衡的角度)出发的,我们也将循着这一思路进行分析。

进入新世纪以来,随着生产要素流动步伐的加快,经济金融全球化得到进一步发展,全球经济失衡呈现出如下特征:

1. 在 20 世纪 90 年代信息技术革命的推动下,新的全球经济分工格

局开始形成,美国成为全球经济的技术研发中心,全球制造业中心越来越向全球经济的边缘国家转移。在此背景下,作为中心国家的美国并不追求对物质权力的控制,而是追求对结构权力的控制(雷达,2006)。这种控制权在新经济时期,表现为商品和资本向美国的“双流入”上。然而,“新经济”结束后,美国的净资本流入方式发生了一些变化。2002年以后,在美国净资本流入总体增加的情况下,私人资本的流入急剧下降,官方资本的流入急剧上升。这反映出全球经济“双流入”模式的脆弱性,一旦资本流入突然中断(硬着陆),将会对美国 and 全球经济调整产生严重影响。

2. 金融全球化的发展远远快于经济全球化的发展。1985—2004年,全球GDP、全球贸易和全球资本流动的平均增长率分别为3.58%、6.58%和13.67%。物流和贸易流的增长速度是生产流速度增长的2倍,资金流增长速度是贸易流的2倍,是生产流的4倍(朱民,2005)。金融全球化的迅速发展,对全球经济失衡(及其调整)的影响是多方面的。(1)资产组合的多样化使各国在储备资产上有了更多的选择,而不像布雷顿森林体系时期美元是唯一的国际储备货币;(2)金融全球化的迅速发展,使得各国放松了对外负债和对外资产业务的限制,规模巨大的对外净负债能够在成本相对较低的条件下维持,这对迅速调整国民经济的外部失衡和恢复全球经济平衡是有利的(雷达,2006);(3)金融全球化带来的对外资产和负债规模的急剧扩大,使私人投资者与各国官方资产的资本收益越来越取决于汇率的变化。

3. 全球经济失衡是结构性的而不是周期性的,是全球化内在的总量失衡、系统失衡和制度失衡而不是暂时性市场失衡(张燕生,2006)。(1)全球经济失衡是总量失衡,即全球储蓄、投资、生产、贸易失衡带来的名义总量失衡,如全球汇率、利率、货币、价格的不确定性波动风险;(2)全球经济失衡是系统性失衡,即全球化的利益和压力不平衡增大了系统风险,这包括:科技全球化在加快技术进步的同时,对世界原有格局带来的“创造性破坏”,服务全球化在推动虚拟经济发展的同时,也带来全球性高端业务的进一步控制和分化;(3)全球经济失衡是全球化的制度失衡,即

全球化缺乏有效的制度安排。一方面,全球化使世界变得越来越像一个相互依存的“地球村”;另一方面,这个“地球村”又缺少一个行之有效的管理制度,从而导致全球经济失衡的经常发生。

4. 全球经济过度依赖中美两国的经济增长。全球经济失衡的一个重要特征是出现了所谓的“景气交叉”,一些国家经济增长速度放慢,而另一些国家则保持着较高的增长速度。2003—2005年,中美两国已经无可争议地确立了作为世界经济增长主要动力的地位。在此期间,中国经济增长强劲,分别保持在10.0%、10.1%、9.9%的增长水平,美国的经济增长率也分别达到2.7%、4.2%、3.5%;欧元区经济增长相对缓慢,增长率分别为0.7%、2.1%、1.3%;日本经济虽然开始复苏,但增长率也只有1.8%、2.3%、2.7%。中美两国对全球经济增长的贡献超过两国在全球GDP中的比重,而欧元区和日本,与其在全球经济中的地位相比,对全球经济增长的贡献则要小得多。

以上对全球经济失衡的现象和特征进行了描述,经济学家在这方面的争论并不激烈。全球经济失衡持续的时间越长,对失衡及其调整的看法就越难达成共识。目前,对全球经济失衡的主要争论是:失衡是可持续的还是不可持续的?哪些冲击引起了失衡?也即失衡的内在形成机制是什么?在这些方面,经济学家的认识存在着巨大的分歧,还远未达成共识。

(二) 全球经济失衡是可持续的吗?

对“失衡是可持续的还是不可持续的?”的回答,具有重要的政策含义:如果全球经济失衡是可持续的,那么就不需要进行任何调整;反之,如果全球经济失衡是不可持续的,那么就应该进行调整。Eichengreen对全球经济失衡是否具有可持续性的四种观点进行了分析(Eichengreen, 2006)。

第一种观点是“标准的分析”。该观点认为,按照目前的水平,美国的经常账户赤字是不可持续的,必须立刻进行调整。根据“标准的分析”,唯一不能确定的是调整是渐进地进行还是突然地进行,渐进的调整带来的破坏性较小,而突发的调整破坏性较大。两种调整方式背后的运行机理不一样:对于渐进的调整方式而言,国外对美国资产需求的逐渐减少导致美

国资产价格的下降（包括美元本身），下降的资产价格、上升的利息率造成美国经济的吸引力下降，这会导致美国国内需求的缓慢增长以及美元汇率的贬值，使更多的美国出口成为可能。对于激进的调整方式而言，当美国的债务/GDP 比率达到 150% 或更高时，国外的投资组合均衡和美国的政治均衡都遭到破坏，此时美国的资本流入急剧下降，加速了美元的贬值，这会带来美国资产价格的突然下跌，进口价格突然上升，利率飞涨，美国 and 全球需求的突然下降等问题。因此，通过渐进的调整以避免激进调整的风险不失为一种最为稳健的应对方法。

与“标准的分析”相对立的三种观点，认为全球经济失衡具有可持续性，不需要任何调整，这三种观点分别是：“新经济”观点，“黑体”观点和“聪明的投资者”观点。

“新经济”观点认为，标准的分析低估了美国对外国投资者的吸引力。美国生产力的快速增长和较高的公司获利能力，使其成为一个适合投资的地方。即使为 1 万亿美元的美国经常账户赤字（约占 2005 年美国 GDP 的 7%）融资，也仅仅需要美国之外不到 15% 的总储蓄（8 万亿美元）。随着美国经济的快速增长，国外投资者购买的是“美国的经济增长”，而不是传统的美国债务资产。但是，“新经济”观点与事实存在着一些出入，并不令人信服：没有证据表明美国的国内投资急剧增加，相反，美国经常账户赤字的增加主要反映了美国国内储蓄率的下降（见表 1—1）。而且，为美国经常账户赤字融资的主要是国外的中央银行，而非由生产率和获利能力驱动的私人投资者。

“黑体”（the dark matter）观点是由 Hausmann and Sturzenegger 提出的，他们的分析是从怀疑美国积累了大量外债开始的。他们认为，美国对经常账户的官方统计存在问题，理由是美国的海外净利息收益一直为正。2005 年，美国的海外净利息收益达 300 亿美元。从某种程度上说，这意味着美国并没有陷入经常账户赤字的困境。美国的经常账户统计肯定遗漏了美国声誉的出口（如迪斯尼和可口可乐公司的商标价值、美国政府的信誉等）。他们借用了物理学中的概念，把官方统计所遗漏的项目称为“黑体”。“黑体”观点认为，美国的三类出口没有在经常账户上得到反映

或者被低估了：美国的流动性服务（美元的发行）、美国的保险服务（安全投资）以及美国的知识服务（商标注册等）。然而，对“黑体”论不利的是，外国投资者把在美国的投资看成是投资于“美国的经济增长”，预期能获得较高的收入和资本回报。如果情况果真如此，那么“新经济”论就是对的，而“黑体”论肯定是错误的。美国的海外净收益为正，仅仅是因为外国投资者在美国较高的预期投资收益还没有变现。“黑体”论和“新经济”论被广泛引用的原因是它们怀疑是否有必要对全球经济失衡进行调整。实际上，两种观点只能取其一，不可能同时正确。

“聪明的投资者”观点认为，美国积累了巨额外债而没有造成严重后果的原因是，美国的对外资产比美国的对外负债拥有更高的收益，理由很简单：美国投资者比外国投资者更聪明！该观点难以与“新经济”观点达成一致。“新经济”论认为，因为在美国的国外投资比美国的对外投资收益高，因此才会有大量的国外储蓄持续不断地流入美国。除非美国投资者拥有独一无二的能力能够发现国外更好的投资机会，否则“聪明的投资者”的论点是站不住脚的。

我们认为，全球经济失衡是不可持续的。考察美国经常账户赤字的可持续性考察全球经济失衡可持续性的一个很好的视角。因为美国经常账户的可持续性决定了目前全球国际收支状况的可持续性，也决定了全球货币金融体系的可持续性。一个可持续的经常账户赤字或债务水平至少需要具备两个条件：一是债务/GDP 处于稳定水平或收敛于某一稳定水平，二是资本有继续流入的意愿（姚枝仲、齐俊妍，2006）。从债务/GDP 指标来看，2004 年美国对外净债务的增长率为 7.2%，而名义 GDP 增长率为 6.5%，对外净债务的增长率略高于 GDP 的增长率，债务/GDP 不是处于一个稳定的水平，而是在不断扩大。即使美国的债务/GDP 在技术上能够实现稳定，但这种稳定能否持续，还取决于资本的流入意愿。近些年来，美国的资本流入以亚洲国家的官方储备为主。官方储备的主要功能是维持宏观经济稳定，而不是资产收益。持续过量的外汇储备增长会给亚洲国家带来通货膨胀的压力。为了维持宏观经济稳定，亚洲国家有很强的动机去减持外汇资产，从而减少对美国的资本流入。因此，从资本的流入意愿来

说,即使对外债务/GDP能收敛于某一稳定水平,美国的经常账户赤字和对外债务也很可能是不可持续的。

(三) 全球经济失衡的内在形成机制:我们会犯“盲人摸象”的错误吗?

对经济学家和政策制定者来说,最令人兴奋和最具挑战性的问题是:哪些冲击引起了失衡?也即失衡的内在形成机制是什么?在这个问题上,经济学家之间存在着最激烈的争论。

在更早的一篇论文中,Eichengreen认为,有关全球经济失衡与美国赤字的内在形成机制问题,学术界一直存在着不同的认识。其中影响最大的四种解释是:美国储蓄不足论、新经济论、全球储蓄过剩论、中美相互依赖论(Eichengreen, 2006)。这四种解释存在不同的政策含义,对全球经济的未来具有不同的影响。考察这四种解释是否彼此相容的最简单方法就是从储蓄—投资方程 $I - S = S^* - I^*$ 出发。该公式表明美国的投资—储蓄缺口即经常账户赤字 ($S - I$) 必须由其他国家的过剩储蓄 ($S^* - I^*$) 来融资。

(1) 美国储蓄不足论。认为造成全球经济失衡的关键因素是美国的储蓄率过低,是美国的自身原因使然(言外之意是美国应该承担起全球经济失衡及其调整的责任),主要关注公式中的 S 。对美国储蓄不足论的批评主要是:从长期看,美国预算平衡和经常账户平衡之间的关系比较模糊。当美国公共储蓄下降需要增加国外储蓄流入时,在其他条件相同的情况下,两个变量 S 和 S^* 并不需要步调一致地变化。令人困惑的是:即使能够控制其他影响因素,预算赤字和经常账户赤字之间只是存在很弱的关系;美国国内储蓄率的下降主要反映的是个人储蓄率而非公共储蓄率的下降,并没有直接导致美国预算赤字的发生;根据美国双赤字和储蓄不足的论点,美国的长期利率应该很高,而实际上一直很低。这些事实表明,美国储蓄不足可能并不是全球经济失衡的主要原因。

(2) 新经济论。认为全球经济失衡的主要原因是美国生产率的提高对外国投资者具有吸引力,美国是一个适合投资的国家(言外之意是美国的经济失衡不存在问题并且是可以持续的),主要关注公式中的 I 。对新经