

史蒂芬·罗奇 (Stephen S. Roach)

不一样的中国

中国在全球经济与日俱增的崇高地位

文章选集

"This China Is Different" 译本



报告中所有的信息和意见均由摩根士丹利添惠亚洲有限公司（简称“摩根士丹利”）提供。如有任何变更，摩根士丹利无须有任何告知责任。摩根士丹利及其附属公司所参与的业务可能与报告中提及的公司相关。这些业务包括庄家活动/作价买卖特定交易（market making）、风险套利交易（risk arbitrage）和其他自营买卖（proprietary trading）、基金管理、投资服务和投资银行业务。

报告均以公开性的资料为基础，摩根士丹利尽可能使用可靠、全面的信息，但不保证其精确性及完整性。我们不建议或引导读者对文章中提及的证券进行买卖。

摩根士丹利、摩根士丹利添惠有限公司以及其附属机构以及/或其雇员可能对报告中所提及公司的证券及其衍生的产品进行投资。这些衍生产品可能由摩根士丹利或其相关机构负责发行。

报告中讨论的证券可能并不适合所有的投资者。投资者必须根据其自身的投资目标和财务状况做出投资决策。摩根士丹利建议投资者对文中提到的每个发行商、证券或其他投资工具进行独立评估，并且必要时应咨询独立顾问。由于利率和外汇汇率、证券价格或证券市场其他指数、公司运营和财务状况及其他因素的不断变化，阁下投资的价值和收益也会随之不同。在证券交易中行使期权或行使其他权利可能会有时间限制。过去的业绩并不一定是未来业绩的导向。

本出版物在不同国家的发行公司如下：日本：摩根士丹利日本有限公司和/或摩根士丹利日本证券有限公司；新加坡：摩根士丹利添惠亚洲（新加坡）Pte.，由新加坡货币管理局管理；澳大利亚：许可经营商摩根士丹利添惠澳大利亚有限公司 A.B.N. 67 003 734 376，并负责出版文章的内容；加拿大某些省份，由摩根士丹利加拿大有限公司发行，该公司同意对在加拿大发行的本出版文章的内容负责；西班牙：由摩根士丹利集团子公司摩根士丹利添惠 S.V.，S.A. 发行，该公司由西班牙证券委员会（CNMV）管理，并声明本文件是根据适用于以西班牙法规建立的金研研究的执行规定进行撰写和分发的；美国：摩根士丹利公司和摩根士丹利添惠有限公司，对刊物内容负责；英国：由摩根士丹利国际有限公司批准，仅用于金融服务和市场法令 2000 的 21 节之规定。英国的私人投资者在投资问题上应取得其摩根士丹利国际有限公司代表的建议。

未经摩根士丹利添惠公司的书面同意，不得出售或对本出刊物进行再次发行。Morgan Stanley 为摩根士丹利添惠公司的服务标志。

如有需要，可向本公司索取推荐证券的其他信息。

序

一个成功经济体系的成长和发展，通常离不开理性的讨论和对富有挑战性理念的不断探索。在这一点上，中国并不寂寞，国内外众多有识之士正纷纷为中国的发展出谋划策。

史蒂芬·罗奇先生的这本论文集，以精辟、睿智和热情的笔触阐述了他的观点，有助于作家和思想家了解和认识中国各种复杂的风俗人情、文化和社会政治关系。正是这些因素影响了并将继续影响着中国这个泱泱大国的发展。

随著中国经济十年来的快速发展，历代领导人理想中的中国已逐渐显现出来。海内外所有为进一步实现这一目标而奋斗的人们，都可欣赏史蒂芬的这本富有洞察力的著作，它

有助于人们从广泛的国际视角来看待中国目前所面临的重大问题以及中国如何处理这些问题。

史蒂芬轻松而敏锐的文风，令他的作品宛如一篇娓娓道来的日记，记录了自己的思考和问题。本书详尽地再现了作者对中国复杂状况的认识过程，同时深刻而真实地回顾了中国近年来的发展、成就和面临的挑战。

我相信，无论您是信手翻阅的读者，还是关注中国国情的专业人士或知情者，读过这些简短但引人入胜的文章后一定会获益良多。

周小川

中国证监会主席
周小川

目录

序 引言

第一章 1998

- 7 不一样的中国
1998年2月12日
- 9 论亚洲的领导地位
1998年2月17日
- 11 中国脱颖而出
1998年3月18日
- 13 亚洲的终局
1998年3月18日
- 15 充份发挥中国的优势
1998年3月25日
- 17 论人民币贬值
1998年6月10日
- 19 全球重组：教训、
神话和挑战
1998年6月12日
- 26 中国对债券市场的启示
1998年6月22日
- 28 中国动力澎湃，
日本固步自封
1998年6月26日
- 30 中国的思考
1998年11月23日

第二章 1999

- 35 不要抹杀中国
1999年2月23日
- 37 中国经济的度量
1999年3月10日
- 39 朱镕基不枉此行
1999年4月15日
- 41 西洋镜里看中国
1999年4月21日
- 43 经济恢复力
1999年4月22日
- 44 艰难抉择
1999年8月2日
- 46 人民币贬值与全球复苏
1999年8月4日
- 48 好转中之中国
1999年10月20日
- 50 中国，世贸组织和美联储局
1999年11月15日

第三章 2000

- 55 重燃的经济
2000年6月14日
- 57 近观江泽民
2000年6月15日
- 59 中国的时机
2000年6月19日
- 61 能汲取美国经验吗？
2000年6月21日
- 72 好消息接踵而来
2000年7月19日
- 74 坚毅不拔的决心
2000年10月25日
- 76 中国对比亚洲
2000年11月15日

第四章 2001

- 81 令人难忘的辩论
2001年3月28日
- 84 劫后余生
2001年4月12日
- 86 正确认识中国
2001年4月30日
- 89 一枝独秀
2001年8月22日
- 91 中国新的战略性角色
2001年10月10日
- 93 中国并非绿洲
2001年12月3日

第五章 2002

- 98 中国肩负重任
2002年3月5日
- 101 作者简介

和许多西方人一样，长久以来我一直对中国充满了好奇。但是，我对她的了解却仅局限于浏览书本和几次旅行所留下的粗略印象。1997年到1998年的亚洲金融危机，彻底改变了我对这个国家的看法。在那段跌宕起伏的时期里，我看到中国在结束那场毁灭性的危机中起到了举足轻重的作用。如果中国也在这场横扫亚洲的致命瘟疫中倒了下去，很难想象世界金融市场以至全球经济将会遭受何种程度的破坏。而另一方面，如果中国能够坚守阵地，我认为她对于受到重创的亚洲是一股巨大的推动力量，对于整个世界来说亦是如此。

从1997年年底开始，我决心要从内部深入研究中国。自此，我开始经常访问大陆，在过去四年来我访问中国大陆约十五次。在那期间，我曾有幸与一些著名的学术权威、商界领袖，以及政府高层官员会面。同时，从北京到上海，再从深圳到海南，我走访了众多城市。在这个过程中，我所发现的中国跟我作为一名多年从事研究的职业经济学家所了解的截然不同。

本文集是中国之行的一个总结，当中汇集了1998年到2002年初期写下的三十三篇文章，描述了一段不断演变的学习经历，就是由我最初只关注人民币否会在亚洲经济危机中贬值（我很快得出的答案是：不会），直接转向到中国困难重重的改革和发展日程上。

在这个探索过程中，我明显感到，过去我们西方人对中国持有的看法完全是错误的。我曾经偶然翻读过耶鲁大学史景迁的著作《大汗之国：西方眼中的中国》（W.W. Norton, 1998年），书中把对中国的这些误解追溯到马可波罗游历中国的十三世纪末期。通过史景迁这位历史学家的透彻分析，我们了解到，在马可波罗游记中描述的那段时期，甚至连马

可波罗本人都可能没有到过中国（见《西洋镜里看中国》，第41页）。史景迁证明，这些误解扭曲了西方人心目中对中国的认知达七百多年之久。

令人惊讶的发现激起了我的强烈兴趣，于是我下定决心要揭开西方人没有看到的中国经济之谜。我发现这个国家把改革视为唯一的出路。这是从城市和农村发生的实实在在的变化中看到的，也是从中国人的目光中看到的。改革是当今中国唯一的主题。我深深感到，中国高层领导人看来不单对重大改革中遇到的挑战应付自如，同时还公开而坦率地讨论改革中面临的风险。在这一点上，中国与亚洲其他国家尤其是日本形成了鲜明的对比。在改革的大前提下，中国已迈开了向前发展的步伐，而日本却连纸上谈兵也谈不上。就在我调研的一开始，我就总结出一点：中国成为亚洲经济的新领导者只不过是时间问题而已。到今天我还是这样认为。过去五千年相对封闭的中国已不复存在，今天的中国已经是不一样的中国了。

如果没有摩根士丹利的同事和中国国际金融有限公司的合作伙伴的指导和帮助，我是无法走上研究中国这条道路的。

尤其是我的好朋友——中国财政部部长项怀诚、国务院发展研究中心的吴敬琏教授，在这些年的工作中给予了我慷慨的支持和耐心。我还要特别感谢我的同事——摩根士丹利出色的亚太区经济师谢国忠，他不仅以他渊博的知识，更凭藉他对祖国的热情，教会我许多关于中国的知识。如果没有谢国忠，我只能从表面认识中国。尽管有了这么多杰出人物的支持，我对于中国的认识和印象仍不免肤浅。为此，我愿为我的文章负全责，并加倍努力让其他人都真正认识中国。

史蒂芬·罗奇
2002年3月于纽约



第一章

1998



本文的编辑版曾于1998年3月4日发表于英国《金融时报》，题为《巨龙腾飞之地》“Land of the Rising Dragon”。

在北京逗留了一天半后，我想我终于开始理解她了。身处华尔街象牙塔内，极易得出轻率的概括结论。这是我们宏观思维的通病。毕竟，“亚洲危机”的概念一下子使人想到整个地区（占全球国内生产总值31%地区）现在正处于极端危险的境地。然而在与中国高层官员进行了几个小时自由而坦率的讨论之后，我是带着完全不同的印象离去的——中国蓬勃的经济发展与亚洲地区的危机经济形成了鲜明对比；而这一差异对世界金融市场至为重要。

让我们先来看看中国宏观经济将面临的进退两难的局面——国家的竞争力和失业现象之间的紧张态势。

由于中国看来很坚定地进行了改革——即庞大的国有企业重组以及金融系统的现代化，因而转岗分流就十分顺理成章；然而亚洲货币危机可能导致中国丧失竞争力，使得出口增长明显下降，从而又使刚刚崭露头角的私人企业难以吸纳上百万的下岗工人。不要认为中国高层官员没有考虑到就业和改革两者之间的取舍，他们是我多年来政府咨询工作中遇到的最有策略的宏观思想家。他们完全明白这类的宏观紧张态势必须采用某种方法进行化解。

中国在这个问题上，人们普遍认为可透过三种途径去解决——分别是货币政策、改革的步伐、以及国内生产总值增长率。货币政策显然已被排除。即使我所见过的最公正坦率、思想自由的中国知情者也意识到这点。虽然西方怀疑论都认为“它只是个时间问题”，但中国人把稳定人民币汇率的承诺视为一项鲜明的、有著显著和重要的经济影响的政治决策。同时，我认为中国没有任何理由愿意在迫切的经济改革道路上开倒车。舆论认为，私有化和以市场为本的高效率才是中国发展的唯一选择。日韩模式已经从根本上被否定了。一名高级官员对我说，事实上他一直在敦促领导层在亚洲危机后进展得更迅速些。

那就只剩下经济因素这途径了，对吗？华尔街的共识是，中国经济正处于衰退的边缘，而这衰退正困扰著其他许多亚洲国家。中国人只是暂时没有接受这事实而已。面对人们，他们都承认对外经济已经开始明显减速。1998年出口需求增长幅度为0%到10%；但他们很快的指出他们坚信的一点，即中国可以通过出口货品多样化来减低亚洲经济危机的影响。但这并不表明中国的决策层对于出口下降这一现实视而不见；他们完全意识到必须将经济增长的动力重新转换到拉动内需上来。因此，去年秋季短期利率下降了150个基点，上周又宣布三年内将在基础设施方面投入7500亿美元，相当于每年实际国内生产总值增长的百分之二。



西方怀疑论者很快就会对中国如何负担这个刺激经济的投资产生疑问，那么就请看看中国40%的国内储蓄率。对于有证据显示，中国经济已经开始转弱，而中国不可靠的统计数据没有反映现实的情况又如何？当我提出看起来很低的3%的电力消费增长速度时，中国方面置之一笑，并且迅速作出回应，指出针对内需增长的电力消费的“弹性”长期接近0.6——完全与6%的内需增长相一致，而巧合的是，这个答案又与摩根士丹利亚太区经济师谢国忠的预测相吻合。

而宏观方面的紧张态势又如何解释？这才是问题复杂之处，也是发挥我的特有见解之处。作为一个封闭了五千年的国家，中国看来不会轻易采取外瞻性货币决策。我现在在比以前更坚信中国领导层从世界七大国那里取得关键的回报，才采取了如此大胆而又具有内在危险性的行动。换句话说，中国获得世界主要工业国家的承诺，致力解决日本问题，重建

在金融危机后的亚洲经济信心。如果这些行动取得成效（以日圆恢复坚挺，遭受重创的亚洲货币局部回升来衡量），中国就会成功地缓解国内宏观经济进退维谷的竞争压力，从而消除紧张态势。而亚洲货币的初期回弹，亦非常鼓舞人心。简而言之，世界七巨头的回报不仅将缓解中国货币和失业情况所承受的压力，而且将暗示中国实际在相当程度上已经是世界七巨头中的一分子，这一点我一直认为对解决亚洲危机很重要。

确实，如何从政府高官处求得真知灼见是门艺术。多年来，我曾数次被愚弄。但在中国高级官员的眼睛中，我看到了解决问题的诚意和热情。我们之间的讨论是坦诚而积极的，丝毫没有私利目的。他们谈到的是一个崭新的中国，一个跟以前完全不一样的中国。

1998年2月17日

能到亚洲走一趟实在是再好不过。我上一次走访亚洲是在三个半月之前，毫无疑问这段时间又发生了很大变化。亚洲货币危机使该地区几乎陷入崩溃。一度被视为神话的亚洲经济增长模式终告失败。尽管在过去几个月中金融市场的混乱稍有缓解，但人们普遍认为恶梦才刚刚开始。于是，为了更加深刻地了解亚洲地区的政策风险，我走访了香港、北京和东京，不仅拜访了一批重要投资者，同时还与政府高级官员进行了会晤。

在我访问的亚洲国家中，中国最令我震惊（请见我2月12日发表的《不一样的中国》一文，第7页）。让我为之震惊的并不仅仅因为她幅员辽阔、地大物博，而在于这个国家对宏观政策管理的深刻认识，这一点着实令人信服。亚洲货币危机的余殃波及中国后，全国上下面临着激烈的竞争压力，即使这样，高层领导人始终本著稳扎稳打、步步为营的思想，为中国请写出本世纪改革重组过程中最辉煌的历史篇章。然而，一天半的东京之行，却让我对中国的认识有一个全新的看法。这两个亚洲经济大国之间的对比差异太明显了。我认为，这些差异预示著中国将会成为推动亚洲下一阶段经济发展的领导者。

请不要误解，我在日本并没发现任何新鲜事。她还是一如继往——不出所料，国会通过紧急拨款30万亿日圆，以挽救银行；当时还在议定一些额外的财政刺激政策；日本经济停滞不前，增长率逐渐反弹到1.5%，这样的状况持续了五年之久。我曾怀疑日本的决策者是为了稳定亚洲货币危机才把日圆对美元的汇率限制在120到125之间的，我的看法已经得到证实。但是，在与日本高级官员进行多次谈话，就亚洲目前面临着争夺领导地位的重大挑战这一问题上，日本的态度令人大失所望。让我尤为惊讶的是，日本面临这一挑战竟然无动于衷。就亚洲领导地位的问题，我徵求了一位日本高级决策者的看法，所听到的回答让人咋舌，他说：“我们担心占



据亚洲领导地位的举动会冒犯美国”。无论是否有亚洲金融危机，日本政府的决策一直受著自民党内的官僚化相互影响，以及七大工业国框架内跨国协商的复杂性所支配。总之，日本固步自封，而中国却在不断向前发展。

日本和中国截然不同的态度，正预示著亚洲新领导者的即将产生。依我看来，日本目前正在为抛弃原有经济体制做最后的挣扎，这种体制于二战之后曾在日本的国内改造和工业化重组过程中发挥了相当大的作用。但是谁也无法预测日本最终打破这种模式进而转向新的经济体制还需要多久。对比之下，中国凭藉其坚韧不拔的决心，已经踏上了一条崭新的道路。最近中国出台的一项维持人民币稳定性的政策，可能就是其转型期发展的最显著标志，日本缺少的正是这种坚定的信心。中国为了抵制货币贬值的诱惑，让低效率的国有企业置身于前所未有的竞争挑战中；同时，政府摒弃了中国五千多年来的内向型决策方法，大刀阔斧地采用外向型的决策方法，使得西方七国这些主宰世界的主要工业国家不得不

对中国的经济实力刮目相看，承认了稳定的人民币在挽救亚洲危机时所发挥的中心作用。正是由于意识到这一点，西方七国选择了加强日圆和其他受冲击的亚洲货币的币值措施，以求缓解中国潜在的竞争压力所引起的不稳定。中国在世界经济舞台上不断攀升的地位再也不容被忽视。

还有一个问题需要注意。中国的核心领导层逐渐由勇于承担风险的经济家占据主导地位。与中国的高级官员接触时，你会被他们公正无私的陈述折服，他们坦然分析强与弱、冒险与希望、风险与回报的关系，没有丝毫偏倚。中国在决策时进行公开听证，以保证其公正性，这种形式的对话与沟通是任何以市场为本的体制的基础。然而在日本，领导人却仍在进行著不对外的哑谜似的内部沟通，这种做法长期限制著政府的内部辩论和政策措施。与之截然相反的是，今日的中国要比日本开放得多，不断汲取变革新思想，以指导亚洲二十一世纪发展方向。从这个关键的方面来看，中国对比日本的领先优势只会与日俱增。

随著第九届人民代表大会闭幕，中国所面临的经济挑战已经十分明朗。当前的任务极其艰巨——既要应付亚洲货币危机变幻莫测的余波，又要进行大规模的经济体系重组和转变。中国经济在朱镕基总理的领导下，我仍然认为成功实现目标的希望很大。由于中国经济的基础向来比较稳健，所以决策当局得以有效地调度多种不同的金融及财政刺激措施。同时，利用双管齐下的改革策略，包括对银行体系和庞大国营企业进行改革，从而提高中国经济的基础结构效益。我认为，如果中国把握著其前进的方向，则将有很大的机会在亚洲地区锋芒毕露，发挥潜力成为超级经济大国。

中国与其他亚洲地区的处境大相径庭，原因何在呢？我认为主要原因之一是中国在融入世界金融市场时步步为营，尽量避免其较原始的金融体系受到快速和汹涌的全球资金潮流冲击。尤其是选择封闭资本账之举，使中国得以十分慎重地控制外债额度，避免了促成亚洲货币危机。国际金融研究所 (Institute of International Finance) 指出：中国的外债与国内生产总值之比目前约为18%，远低于除日本以外亚洲国家总体的33%，以及拉丁美洲的37%。换言之，中国可观的出口量足以弥补其外债有余；外债总额只是相当于中国货物及服务

总出口的79%。相比之下，除日本以外的亚洲地区外债总额却达出口总额的114%，拉丁美洲更是高达221%。此外，根据国际货币基金组织的统计数字，中国的外债偿还额只占国内生产总值的2%。其负担远小于经济上泥足深陷的印尼（10.5%）、泰国（7.1%）甚至马来西亚（5.4%）。简单来说，在控制外债方面，中国在发展中国家中一枝独秀。

另外，虽然外债额相对有限，中国在控制外债的期限结构上，亦非常谨慎，这使得中国在策略上又取得了一项优势。国际金融研究所的数据显示，中国的短期外债只占外债总额的22.6%。在除日本以外的亚洲地区，短期债务在外债总额中占的比例要达到32%，在韩国和泰国分别达53%和39%。此外，韩国及泰国的大部分短期外债是以美元计算的，起初在人为的联系汇率下显得颇合算，但随著联系汇率崩溃和本国货币急挫，这个策略很快便产生反效果。毫无疑问，韩国及泰国若非背负上过多的短期外债，这两个国家未尝不可以避开货币危机。中国的优势在于外债相对有限，而且与亚洲其他地区比较，受汇率及/或利率短期波动的影响较小。这种谨慎态度的意义深远；与其他亚洲地区相比，中国可以更放心地利用其庞大的内部储蓄（国内储蓄率高达40%）来推动经济发展和增长。



以上所说并不表示中国经济不存在任何问题。的确，中国银行业有著一定的问题，但其本质与亚洲其他地区的问题有著很大的分别。中国四大国有银行占了全国贷款总额约75%。因此，应该把呆账贷款看作是中央政府对国有企业附属单位的财政转移（补贴）更为合适。当然，随著中国由计划经济过渡到市场经济，借贷将要被重新分类，银行体系的资本充足比率也需要重新评估。据此，中国最近宣布向银行系统注资2700亿元人民币，约相当于名义国内生产总值的3%。——据摩根士丹利亚太区经济师谢国忠的意见，这笔资金应足以让中国在三年内完成理清坏账的工作。

与之形成对比的是，日本最近也向其百病丛生的银行系统注资约30万亿日圆，虽相当于国内生产总值的6%，但仍然

明显不足以勾销全国的呆账贷款。颇具讽刺的是，最近有日本高级官员告诫中国银行系统的问题蕴藏著危机。在我看来，这简直是张冠李戴。

这场浩大的亚洲金融危机根源何在，这个问题大概要到一段很长时间之后才会由历史学家提出论证。然而，我一直认为，问题的根源主要在于流入亚洲的资金异常波动，加上银行体系管理不善和不恰当的联系汇率，情况便趋向恶化。中国控制热钱的流入，同时限制外债，所以有充分条件抵挡亚洲大多数国家目前所遭受的危机。同时中国得到了大好机遇。日本占据亚洲经济盟主的地位曾经无人质疑。我始终相信，在这场危机之后，中国将取代日本，成为亚洲的新经济领袖。

从亚洲传来的消息又一次令人担忧。印尼的暴乱、印度突然进行核试、中国不容乐观的形势以及显示日本日益深陷泥潭的种种证据，这一切看来都将掀起1997年底爆发的危机新的一波。那么现在是否应该为新一轮的亚洲震荡作准备呢？

虽然印尼和印度的近期事件不容忽视，我仍然相信亚洲终局的关键在于日本和中国。这两国合占泛亚地区国内生产总值(GDP)的74%，以国际货币基金组织的购买力平价法来计算，则占57%。然而，世界各地的报章却大肆渲染，世界第四人口大国印尼出现日益严重的社会动荡和暴力事件，人们担心一旦印尼失守，亚洲也难逃一劫。然而，铁证指出情况刚好相反，印尼只占亚洲国内生产总值的2.8%，股市市值总额仅240亿美元（4月30日之数字），只占日本和大中华区（香港、台湾和中国大陆）总市值的1%。不论印尼的暴力事件不断升级如何令人不安，我始终坚信亚洲地区的关键事件是人民币与日圆之间可能出现的相互影响。虽然我们都清楚一旦人民币失守，则大势去矣；不过，我认为人民币贬值的可能性极低，近期亚洲其他地区发生的事件也不会起刺激作用。正因如此，我认为担心亚洲出现新一轮危机是有些杞人忧天。

请不要误会，我们并不是说日本的前景十分美妙。在刚过去的六个星期，我曾与本公司的新任日本区经济师Robert Feldman一起奔波于美国和欧洲。他对日本前景的看法十分悲观，担忧新一轮的周期性困难和悬而未决的结构性问题会

使事态不断恶化。他预测1998至1999年期间日本实际国内生产总值平均每年倒退0.5%，与之前六年的情况没什么太大分别，当时国内生产总值增长率平均只有1.4%。事实上，考虑到日本占全球经济8%的比例，相对1992至1997年期间日本对全球国内生产总值增长微不足道的贡献而言，我们预期直至1999年的轻微收缩只会使这一贡献降低0.2个百分点。换言之，由于日本在九十年代并非世界经济增长主要推动力，其重新出现但程度轻微的经济倒退对亚洲乃至世界经济不应造成严重的破坏。它的影响其实或多或少与过去差不多。

至于中国，有关宏观风险的报导与1997年底流传的说法大同小异——西方投资者越来越觉得中国除贬值人民币外别无他法。最近中国出口订单的弱势亦加剧了这一担忧。我的看法则是外贸领域在1998年的初劲表现，著实使中国感到惊喜；在亚洲经济危机余震不断的时期，中国的高层官员曾私下警告要注意随之而来的强烈竞争压力，并准备承受一年出口零增长的可能性。但1998年第一季度中国出口增长将近13%，使年度国内生产总值增长上升两个百分点，令市场惊喜。这一结果其实并非偶然，它反映了中国最大贸易伙伴美国的蓬勃经济以及中国出口商品偏向低附加值产品的结构，国外对这类产品的需求相对较稳定。因此，我们有足够的理由相信中国将继续受益于其外贸领域固有的韧性。

问题的关键是中国为什么需要贬值人民币。依我看，主要有两大顾虑——国际金融风险和实体经济。首先，与其他东亚



国家不同。中国的金融状况并非岌岌可危，认识到这一点十分重要。中国的资本帐户为封闭式，所负外债有限，事实上，中国外债与国内生产总值比率大约为18%，比亚洲（除日本以外）国家总体的33%和拉美的37%还要低得多。而且，1998年前四个月有将近150亿美元的贸易顺差，并且拥有超过1400亿美元充足的美元储备提供缓冲。人们常常以为日本拥有全世界最大的外汇储备，但我们的亚太区经济师谢国忠指出，中国目前的外汇储备相当于其广义货币供应（M2）的13%，而日本却只有4%。这一计算对于估计外汇储备在防御潜在的银行危机所能起到的作用时特别适用。对于那些担心中国金融体系欠缺流动的投资者，应注意到比起资金奇缺的日本，中国的储备可以照顾到更大部份的广义货币存量。简言之，中国国际金融情况是稳健的，根本不存在亚洲其他地区造成货币大贬值的外部弱势。

其次，认为人民币有贬值忧虑的原因是认为中国需要通过货币贬值提高出口需求以弥补国内需求的不足。人们普遍认为，在中国迅猛改革的年代，失业率不断上升，可能会引起社会和政治压力，必须通过货币贬值大量增加出口来纾缓此类压力。我则认为人民币贬值根本就不中国所需要的震荡吸收器。这是因为1998年初国内需求仍缓，只占年度国内生产总值增长的五个百分点，我们仍有充足的理由期望国内需求将逐渐转向畅旺。

我的中国消息来源指出，国内需求增长动力极有可能来自仍占整个经济规模20%的农业领域，以及充满活力却被忽视的乡镇企业（半私营的乡镇企业系统中有一些中国最灵活和最优秀的公司）。而且，最近宣布的为期三年共7500亿美

元的基建投资计划即将投入，并开始显示其刺激作用，尤其是近期的铁路和电信投资。此外，最近宣布的住房改革和相关住宅建设正在进行中。最后，谢国忠认为中国利率即将进一步下调50个基点——使自去年十月以来累积贷款利率下调达到将近270个基点。如果这些国内需求增长因素可以奏效，而且中国主要贸易伙伴对出口商品的需求相对稳定，使中国出口不受亚洲危机的严重影响，我们有足够理由怀疑因经济原因而要贬值人民币的说法的合理性。

至今，人们已熟知对亚洲大崩溃前景的一些预测，这些论调主要是围绕著人民币和日圆至关重要的相互作用引发的新一轮竞争性货币贬值。如果真是这样，贬值浪潮很可能会迅速波及拉美、东欧，甚至加拿大和澳洲。但我们认为日圆还未疲弱到可引发这一结果的地步。我们也不认为这种情况将会发生；Robert Feldman 和我都相信日圆对美元的汇率不会跌破140。中国应能应付这一结果。而160或180的日圆汇率则完全是另外一回事了，我们并不相信日圆会栽进这个范围。

不错，亚洲是有可能再度失控。现在我们已经清楚知道其后果——它将引发世界市场的大幅调整，使资金又一次涌进美国政府债券这一安全天堂。但印尼决不是这一情形的导火线。不错，这国家因社会动荡而引起的地理政治牵连著实令人害怕，但亚洲结局的王牌仍然在中国和日本手里。我认为，日本最近的经济危机只是其长达六年经济停滞的延续，而中国富有韧劲的经济应能继续安全渡过席卷亚洲其他国家的经济风暴。我本周将重访中国，如果情况有变，我将第一时间告诉你们。然而，现在我不觉得有拉响亚洲结局警钟的必要。