

“中美国”的终结*

尼尔·弗格森 莫里兹·舒拉里克

[摘要]在过去十年中,世界经济表现较好的原因是,形成了由中国出口导向型发展和美国过度消费相结合的经济模式。2007~2009 年的金融危机可能标志着“中美国”时代的终结。本文将从经济史学者的视角研究这一时期的种种事态发展及其产生的深远影响。中国经济模式在 1998~2007 将近 10 年间,某些方面类似于西德和日本第二次世界大战之后的经济模式,即对美的贸易顺差在推动经济增长中发挥了主要作用。然而值得注意的是,中国与这两个国家的经济模式存在着两个关键性差异。首先,中国干预货币的规模是前所未有的,而这对世界经济造成的扭曲也是如此;其次,中国迄今为止仍抵制类似西德和日本升值货币的做法。从中可以推断出,当前的“中美国”形式不可能长久。在 20 世纪 70 年代,世界经济的重新平衡有赖于汇率的大幅度调整。但是,中国政府目前采取的汇率调整却无法平衡当前世界经济。

关键词: 中美国 西德 日本 经济模式

JEL 分类号: F30 F50 O57

一、引言

过去十年,世界经济一直是由一种我们将其称为“中美国(Chimerica)”的独特的地域经济体系所主导,即在世界超级大国美国与其未来对手中国的经济联姻基础下,中国出口导向型经济发展模式和美国过度消费模式的合二为一,形成了世界经济秩序(Ferguson and Schularick, 2007)。对于中国而言,联姻最大的吸引力在于以出口导向型增长方式推动其经济发展。由于“中美国”的互利关系,自 2000 年起,中国的国内生产总值(GDP)翻了 2 番、出口增长了 5 倍,此外还引进了西方的技术、为其农村贫困人口提供了数千万个制造业工作职位。对美国而言,“中美国”意味着可以消费更多、储蓄更少,并且继续维持低利率和稳定的投资率。美国的过度消费意味着在 2000~2008 年之间,其国内收入累计透支 45%,也就是说该时期总支出超过总收入 45%(Reisen, 2009)。在超出收入的过度消费中,从中国采购的商品额占了大约 1/3。

中美这段经济联姻曾经被认为是天作之合。在过去的 10 年中,中美国经济体系占据了全世界 13% 大陆面积、1/4 的人口、超过 1/3 的 GDP 和全球 2/5 左右的经济增长。这似乎也是一桩对世界其他地区有利的婚姻:全球贸易蓬勃发展,几乎所有的资产价格都大幅上涨。然而,如同其他许多节俭者和挥霍者之间的联姻一样,“中美国”注定不能长久。我们相信,2007~2009 年的金融和经济危机已经使这段婚姻濒于破裂。若想恢复世界经济的平衡,现在就必须纠正美国和中国之间经济失衡的状态,简言之,如想恢复世界经济平衡,中美国的解体是不可避免的。

* 尼尔·弗格森(Niall Ferguson),哈佛大学商学院,教授;莫里兹·舒拉里克(Moritz Schularick),柏林弗瑞大学北美研究院,教授。本文原发表在 *International Finance*, 2011 年第 14 卷第 1 期,1-26 页,经作者授权在此转载,以供中国读者了解西方学者在“全球经济失衡”问题上的一种代表性观点。

作为经济史学家,我们将探讨经济史学界广泛讨论的全球失衡问题,试图从更长远的角度来观察种种事态的发展。我们认为,中国的经济增长是实施出口导向型增长战略的结果,正如同西德和日本在第二次世界大战之后所做的那样。然而,中国与西德、日本之间的一个重要差异就是中国汇市干预的规模庞大,以及积累了相应的储备。这一状况导致了世界经济失衡,其程度远远超过了 20 世纪 50、60 年代的任何时期。在高度一体化但又严重监管不力的金融市场,中国庞大的外汇储备引发了西方国家债务拉动型的泡沫,其严重程度同样是第二次世界大战之后数十年加起来都不曾达到的。既然存在这些差异,那么将其与布雷顿森林体系进行比较便没有太大的意义(Dooley et al.,2003)。

过去十年的经济失衡,在很大程度上与汇率低估有着非常密切的关系。这个问题不会自动解决,必须进行大幅度的汇率调整。历史经验反复证明,低估实际汇率的政策可能持续很长时间,而不会引发经济理论所预测的通胀压力。确实,经济史学家经常将实际汇率政策视为推动经济增长的重要因素,特别是在欧洲第二次世界大战之后经济发展的赶过程中(Eichengreen, 2007)。相对便宜的生产成本带来了利润,因而支持了制造业的发展,而剩余劳动力或者有组织地抑制工资上涨又使制造业保持了竞争力。所以,中国的资产盈余并不能简单地归因于家庭的储蓄行为。“中美国”是干预外汇市场政策的结果。这一政策有两个目标:一是促进出口导向型的工业化,二是为应对未来的金融危机做好准备。由于国家在中国金融部门的作用无处不在,以及中国有效的资本管制和大量剩余劳动力,因而中国低估实际汇率和积累储蓄的政策不可能像一些经济模型预测的那样经由通货膨胀而自动地纠正。中国现阶段经济腾飞的显著特点在于,不断增加的实际汇率低估值在很多方面难以调和,即大幅增长的国内投资伴随着一种实际上仍然很强大的国民储蓄增长。储蓄激增是由企业利润而不是家庭储蓄推动的,特别是那些对汇率非常敏感的制造业。

我们认为,美国储蓄率的急剧下滑和经常账户赤字的激增不仅仅是美国公众消费行为改变的结果,太平洋彼岸国家的政府政策,亦是造成失衡局面的部分原因。美国联邦储备局对金融和家庭负债过高引发的资产泡沫以及“中美国”造成的利率扭曲视而不见。美国国会提倡公民购置房产时表现得过于轻率,并未考虑家庭是否有能力偿还抵押贷款。美国财政部和其他主管机构则低估了金融资产重组,特别是场外金融衍生品市场激增带来的系统性风险。

2007~2009 年的金融危机标志着“中美国”时代开始走向终结。首先,中国当局明白,负债累累的美国消费者不可能再像 2007 年之前那样大量购买中国产品。其次,中国不愿意看到近 2 万亿美元的储备资产面临风险。然而,继续维持现状对中美双方都具有诱惑力。为了刺激其境况不佳的出口工业,中国当局似乎决心继续将其货币与美元挂钩。在经济岌岌可危的情况下,美国政策制定者似乎同样希望继续依赖廉价资金。

本文认为,尽管受到和解方式和降低成本等方面的制约,“中美国”的解体也势在必行。分析表明,汇率调整应当成为国际政治辩论的首要议题。世界经济结构性失衡的关键是,世界第二大经济体以严重低估的汇率将其货币与世界最大经济体的货币联系在了一起。在金融危机导致经济不景气的情况下,人民币与美元挂钩构成了双重威胁。首先,美元在亚洲主要市场的币值高估制约了美国经济的复苏;其次,美元对其他发达国家货币的贬值(特别是对欧元和日元),使得调整的负担不成比例地落在了欧洲和日本身上。由于人民币与美元挂钩,美元贬值必然导致人民币贬值。这种保护主义的反应措施导致了新的扭曲。

在历史上,相对生产成本和收入水平的重大调整往往伴随着汇率调整。例如 1960~1978 年,德国马克对美元累计升值将近 60%,日元对美元累计升值将近 50%。历史经验表明,在生产率大幅

提升的情况下,出口商可以承受大幅度的货币升值。如果这是从当前的金融危机中得出的正确结论,世界尤其是中国就应当做好准备,进行类似的调整。

二、“中美国”与危机

在过去十年中,中国融入世界经济是经济史最为重要的发展。在 20 世纪 90 年代,朱镕基和他的得力助手温家宝将对外贸易和外国直接投资作为中国新发展战略的基础 (Bernstetter and Lardy, 2002)。他们说服北京领导层的其他成员,效仿东亚邻国日本和韩国实施出口导向型经济增长战略,同时采用了许多欧洲国家在战后布雷顿森林体系下实行的各项政策 (Dooley et al., 2003; Eichengreen, 2007)。随着 1994 年人民币大幅贬值和对外国直接投资的开放,这一战略很快收到了成效,很多跨国公司开始将生产迁到中国。2001 年中国加入世界贸易组织后,出口机器开始飞速运转,贸易顺差不断扩大。2000 年中国的出口总额不超过 2500 亿美元,但到了 2008 年已经上升至 1.3 万亿美元。2001 年,中国的经常账户盈余只有 170 亿美元,但 2008 年底已接近 4000 亿美元。

随着出口的扩大,中国货币当局不断买入美元以避免人民币升值。中国干预汇率出于两个目的:其一,提高出口竞争力,因为出口产业在快速提高生产率的同时还提供了新的就业岗位、增加了从业人员的收入;其二,积累外汇储备以应对经济增长和金融一体化可能带来的风险,而这些风险正是其他国家在 1997~1998 年亚洲金融风暴中的痛苦经历 (Feldstein, 1999; Obstfeld et al., 2009)。中国领导人比其他国家政府更担心金融动荡,因而极力避免中国受到变化莫测的国际资本市场的影响。

中国持续干预汇市的结果就是,中国人民银行和国家外汇管理局(SAFE)积累了大量以美元计价的证券。2000 年,中国已拥有 1650 亿美元的货币储备,略高于国内生产总值的 10%;2009 年达到 2.3 万亿,相当于中国年产出的 50%还要多 (Setser and Pandey, 2009)。正如我们和其他人所指出的,中国对汇市的持续干预令全球资本成本日益严重扭曲:中国融入世界经济产生的影响应当是降低资本-劳动力比率,以及由此带来的更高的实际利率 (Ferguson and Schularick, 2007)。但与此相反,全球长期和短期利率都在持续下降。

中国通过货币干预积累的大量外汇储备打开了金融扭曲的潘多拉盒子。伯南克 (Ben Bernanke) 认为,新兴市场储蓄“过剩”是导致美国衰落,以及全球实际长期利率下降的一个重要因素。尽管美国的储蓄也在同时下降,而且在中国出现盈余之前美国财政已经出现赤字。利率降低反过来又导致美国家庭消费支出上涨,扩大了储蓄和投资之间的不平衡。此外,由于国外储蓄主要是通过政府(或者是中央银行)变成了安全的资产,私人投资者只能转向其他地方寻求更高的收益率。这使得重新定价的金融风险更为普遍,而且反过来又促使金融机构开发新的金融产品,例如证券化债务工具^①。

这并不是说储蓄积累是当前危机的唯一诱因。始于 2007 年的金融灾难有多重诱因:为提高金融市场效率而制定的规则,鼓励银行家关注短期利润和股票市场操作的刺激机制,以及联邦储备局无视资产泡沫的政策。最后,同样不能忽视的一点是,盎格鲁-撒克逊家庭转向高度杠杆化、未对冲的投资工具——房地产投机——的意愿。北京不应为西方国家金融机构不计后果的借贷行为而受到指责。然而,如果不是因为中国愿意资助美国人的消费和房地产投机行为,美国的长期利率几乎可以肯定已经大幅度提高,并成为抑制房地产泡沫的工具。导致“中美国”突然终结的并非一些评论人所担心的“金融恐怖主义”,主要的威胁是全球利率的扭曲及其引发的自满情绪。由于有中国提供资金,美国经济负债累累。

① 《总统经济报告》(2009);亦请参见亨特 (Hunt, 2008)。

后见之明的好处在于,我们可以毫不费力地推断出,基于中国的净资本流入到美国的世界秩序注定要痛苦地结束。(这就是为什么中美国“Chimerica”一词常被当作戏剧中的 Chimera 一词)。在过去的十年里,据推测,巨额资本净流入到了比贷款国资本边际生产率低的国家。并非由更高投资回报率推动的资本流动,在掀起消费热的同时也开启了家庭负储蓄的十年。美国的投资支出在过去的十年间不曾增长,流入的资本则取代了家庭储蓄。

三、出口导向型经济增长和储备积累:一个历史的角度

以出口为中心的增长战略以及汇率干预和储备积累均非新现象。毕竟,西欧、日本、韩国和中国的台湾省都曾成功地实施过类似的战略。在所有这些国家和地区,生产率的提高和抑制工资上涨使得制造业飞速发展、出口持续增长。企业利润上升促进了投资的增长,后者反过来又支持了制造能力和生产率的提升(Eichengreen,2007)。对一些评论家而言,在以往的经济增长战略和现代中国实施的战略之间存在很多相似之处,因而理所应当将其与“布雷顿森林体系 II”(Bretton-Wood II)相联系(Dooley et al.,2003)。

如此,将中国与经济追赶时期的西德和日本加以比较便具有启发意义。初看之下,它们的情况十分相似。如果以当前美元价格来计算,那么西德和日本在 20 世纪 60 年代时的国内生产总值都大约相当于同时期美国 GDP 规模的 10%-15%。2000 年,中国的经济规模亦大约相当于美国的 12%(尽管按购买力平价计算要高得多)。这三个国家的经济高速增长在很大程度上都要归因于制造业的发展。虽然具体部门有所不同,但是,对所谓相似之处的讨论可以就此打住了。图 1 和图 2 说明了 20 世纪 50 至 70 年代的西德和日本,以及 1990 年以来中国以美元计价的储备积累情况。在表 1 中,我们列举了与美国国内生产总值相比较的美元储备总量,以说明相对规模以及汇率干预对美国经济的影响^①。表 2 为外汇储备分别占该国国内生产总值的百分比。

上述图表说明,中国的储备额远远高于其他国家在早前出口导向型经济增长时期的储备额。在 20 世纪 60 年代战后经济增长的高峰时期,西德和日本的美元储备增长基本上与美国国内生产总值的增长相一致,比率稳定在大约 1%,20 世纪 70 年代早期,在资本流动和价值上涨导致增长的情况下,这一比率略有提高。按年度计算,德国的储备积累平均约占国内生产总值的 1%,日本甚至不到 0.5%。相形之下,中国 21 世纪初期的储备积累却大幅飙升。2000 年,中国的

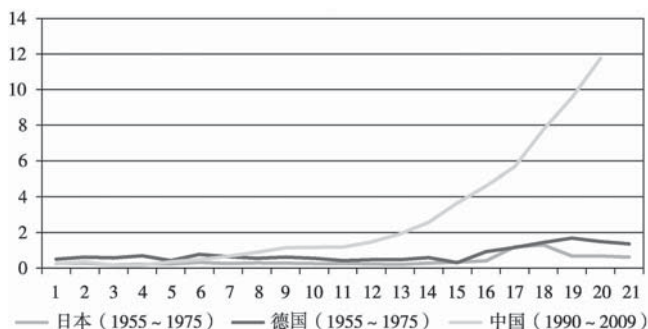


图 1 外汇储备占美国国内生产总值的百分比

资料来源:IMF(2009a)。

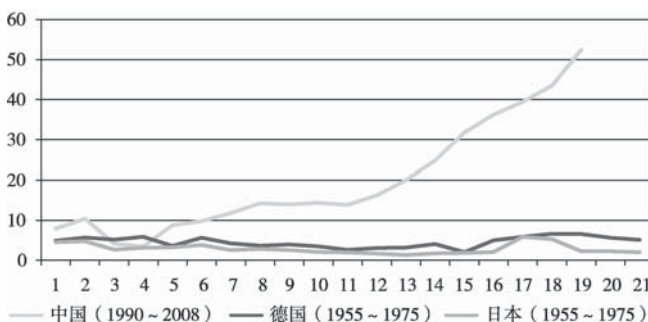


图 2 外汇储备占本国国内生产总值的百分比

资料来源:IMF(2009a)。

^① 我们推测中国的储备中大约 70% 为美元;而德国和日本的储备均为美元,当然这只是推测。

表 1 经常账户、资本账户和储蓄账户占国内生产总值的百分比

	德国(1955~1975 年)			日本(1955~1975 年)				中国(1990~2008 年)		
	经常 账户	资本 账 户	储蓄 账 户	经常 账户	资本 账 户	储蓄 账 户		经常 账 户	资本 账 户	储蓄 账 户
1955 年	1.24	-0.35	1.02	0.98	0.34	0.13	1990 年	2.97	0.60	2.86
1956 年	2.24	-0.08	2.52	-0.13	0.09	0.66	1991 年	3.13	0.87	3.23
1957 年	2.73	-1.23	2.37	-2.06	0.38	-1.38	1992 年	1.28	1.42	-0.41
1958 年	2.59	-1.01	1.49	0.82	0.29	1.05	1993 年	-1.81	4.08	0.28
1959 年	1.66	-2.56	-0.68	0.99	-0.75	1.26	1994 年	1.19	6.06	5.23
1960 年	1.58	0.42	2.65	0.32	-0.16	1.13	1995 年	0.21	4.58	2.97
1961 年	0.96	-1.51	-0.69	-1.83	0.02	-0.63	1996 年	0.81	4.46	3.55
1962 年	-0.44	-0.17	-0.24	-0.08	0.46	0.58	1997 年	3.75	4.94	3.64
1963 年	0.26	0.16	0.72	-1.12	0.82	0.05	1998 年	3.01	3.58	0.60
1964 年	0.12	-0.32	0.10	-0.58	0.41	0.15	1999 年	1.95	2.38	0.80
1965 年	-1.36	0.47	-0.28	1.02	-0.52	0.12	2000 年	1.71	2.79	0.89
1966 年	0.10	-0.12	0.40	1.18	-0.82	-0.03	2001 年	1.31	1.36	3.58
1967 年	2.02	-2.40	-0.03	-0.15	-0.25	-0.06	2002 年	2.44	2.51	5.17
1968 年	2.22	-1.15	1.31	0.71	-0.02	0.60	2003 年	2.80	3.57	7.10
1969 年	1.25	-3.13	-2.40	1.23	0.01	0.35	2004 年	3.55	3.77	10.67
1970 年	0.45	2.14	3.21	0.97	-0.43	0.44	2005 年	7.19	2.81	9.27
1971 年	0.39	1.36	1.40	2.52	0.59	4.71	2006 年	9.53	-0.40	9.29
1972 年	0.29	1.41	1.78	2.17	-0.83	1.03	2007 年	10.99	4.14	13.65
1973 年	1.21	1.34	1.70	-0.03	-1.77	-1.48	2008 年	9.85	3.17	9.68
1974 年	2.42	-0.61	-0.89	-1.02	-0.46	0.28				
1975 年	1.10	0.00	0.22	-0.14	-0.28	-0.14				
平均值	1.10	-0.35	0.75	0.27	-0.14	0.42		3.47	2.98	4.85

数据来源: Bundesbank, 日本统计署, IFS.

表 2 中国制造业单位劳动成本年度变化百分比(2000~2008 年)

	实际 产出	名义 工资	就业	单位劳动 成本	美国单位 劳动成本	单位劳动 成本变化差	变化固定 比率	基于单位劳动成 本的人民币贬值
2000	14.0	12.3	-1.6	-3.4	4.9	-8.3	0.0	8.3
2001	14.5	11.7	0.4	-2.4	0.8	-3.1	0.0	3.1
2002	20.1	12.6	-3.8	-11.3	0.4	-11.6	0.0	11.6
2003	27.0	13.6	2.1	-11.3	0.8	-12.1	0.0	12.1
2004	21.1	12.3	5.9	-2.9	-0.2	-2.7	0.0	2.7
2005	27.0	12.3	7.2	-7.5	-2.9	-4.7	-1.0	3.7
2006	23.6	14.0	7.2	-2.4	3.1	-5.4	-2.7	2.8
2007	26.6	16.2	7.7	-2.7	0.1	-2.8	-4.7	-2.0
2008	13.8	11.0	2.7	0.0	2.6	-2.6	-8.5	-5.9

数据来源: 产出、就业和工资数据来自 CEIC and Banister(2005, 2007, 2009); 美国单位劳动成本来自 BLS 数据库。

注: 中国 2008 年的数据根据高盛(香港)估算。

美元储备大约相当于美国国内生产总值的1%，2005 年达到 5%，2007 年达 8%，2008 年达 10%。至 2009 年底，中国的美元储备已大约相当于美国国内生产总值的 12%，而十年之前大约只相当于1%。中国储备额占其国内生产总值的比率也大致如此。西德和日本在出口导向型经济增长时期都将其储备基本稳定在占国内生产总值 5%左右的水平。但中国的外汇储备自 1992 年之后从 5%上升到约占其国内生产总值的 50%。在过去的十年中，年均净积累保持在占国内生产总值 7.5%的水平。

中国前所未有的巨大储备积累是怎样形成的？表 1 为经常账户、资本账户和储蓄账户占国内生产总值的百分比，将德国和日本 1955~

1975 年与中国在过去 20 年中的情况进行了比较。首先，中国的外汇储备积累主要是由贸易顺差造成的，数额远远超过了德国和日本。其次，中国的资本流入量也更大，说明当前金融一体化的程度高于布雷顿森林体系时期，生产外包量也更大。由此可以明显看出，与布雷顿森林体系进行比较在某种程度上会产生误导。图 3 表明尽管资本大量流入，中国的储备积累主要是由巨额贸易顺差造成的，中国货币当局通过持续干预市场的方式阻止将这些储备变成坚挺的货币。但是，这一次的情况确实不同。

中国干预汇市的规模如此之庞大，人们自然会提出这样的问题，即中国如何保持内部平衡。经济史学家很熟悉，在布雷顿森林体系下，德意志联邦银行在面对资本流入和经常账户盈余时是如何奋力稳定国内物价的(Emminger, 1977; Holtfrerich, 1998)。但与中国的情况相比较，这些问题显得微不足道。在一个标准模型中，汇率干预势必导致货币扩张，而货币扩张又会拉升国内物价，因而抵消干预的实际效果(McKinnon, 2006)。但是，中国的金融体系是由政府掌控和管理的。中国对大多数非外国直接投资类型的资本流动都实行了控制，为实施货币政策留有了很大回旋余地。冲销和贷款政策是通过法令执行的，因而政府能够迫使银行购买数万亿低回报率人民币对冲债券或者调整存款准备金率。存款和贷款利率也是由政府决定的。这就使得中国在控制国内货币总量的同时干预货币市场，储备积累并没有导致货币总量增长失控(至少在 2009 年上半年财政状况前所未有地松动之前)。

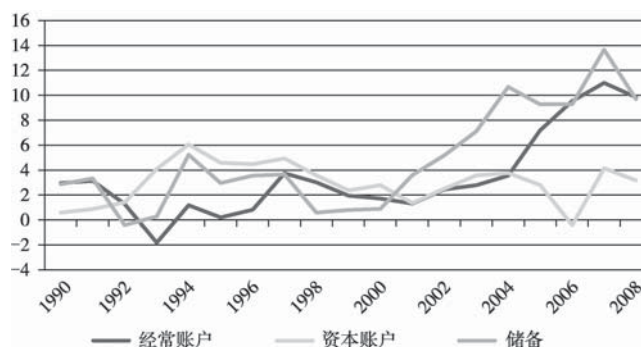


图 3 经常账户、资本账户和中国储蓄增长
1990~2008 年占国内生产总值的百分比

资料来源:IMF(2009a)。

四、汇率与储蓄过剩

一些评论人经常将中国庞大的储备积累归因于中国家庭的储蓄行为。中国经常账户盈余被视为潜在储蓄的一个功能表现，基本不受汇率的影响(McKinnon, 2007)。文化、社会和人口因素则被认为是导致非常高的预防性家庭储蓄率的原因。这个观点的问题在于，中国家庭的储蓄率在过去十年中并无变化，而经常账户盈余却攀升至两位数(Kuijs, 2005; Wolf, 2009)。如图 4 所示，事实上过去十年储蓄总额的增长主要来自企业留存收益和政府所属公司的盈余。从图 5 可以看出，在过去十年中企业利润的增长一直非常强劲，速度直追急剧膨胀的贸易顺差。2000 年以来，中国的工业利润已增长了 8 倍，贸易收支扩大了近 12 倍。

一个关键的问题是，币值低估在促进贸易顺差和企业利润增长中起了什么作用。一些经济学家长期以来坚持认为人民币被低估了(Goldstein, 2006, 2008)，并警告说这种扭曲具有潜在危险。但

是,他们的警告在低利率和资产市场蓬勃发展的国家并不受欢迎。币值低估对美国 and 西方国家立竿见影的效果是诱人和积极的。消费扩大和低债券收益率促进了经济增长和资产价格的稳定,而廉价的中国货使得商品保持了低通货膨胀率。甚至美联储也认为,利率下降提高了美国经济的信誉收益和生产率。

人民币币值到底被低估了多少?由于采用的方法不同,币值低估测算结果差距很大,自 0-50%不等 (Goldstein,2008)。我们认为,最佳的测算方法是基于单位劳动成本的人民币和美元之间的真实汇率 (Ferguson and Schularick,2007)^①,单位劳动成本即单位产出的劳动投入成本(工资总额)。如果生产率的提高(相对于国外)没有反映在相应的汇率变化中,那么通过竞争力获得的经济收益和更多的生产就将转移到币值更低的地区。表 2 为计算中国单位劳动成本

的关键指标。我们发现,近年来中国的工资和就业都在快速增长,而生产率的高速提升使得产出的增长速度更快。在过去的 9 年里,中国的单位劳动成本有 8 年在下降,有时幅度还相当大。人民币自 2005 年 7 月起名义升值大约 15%,但不足以抵消单位劳动成本的下降。

如图 6 所示,中国当前的单位劳动成本比 1998 年时降低了大约 40%,与此同时名义汇率只升值了 15%,因而工资竞争力净增长了 25%。尽管调整了币值,换言之,中国当前按美元计算的制造业生产成本比 8 年前要低得多。图 6 表明,为改变国际不平衡状况而建立的机制——使中国的物价水平相对于美国而提高,在过去的十年里并未发挥作用。2005 年之后的货币升值也没有抵消中国制造业日益强劲的竞争力。图 7 表明经常账户盈余继续大幅度增长。

经济学家通常会敏感地质疑基于实际汇率低估之上的政策能否长期持续。然而,正如金融危机所警示,感性的经济

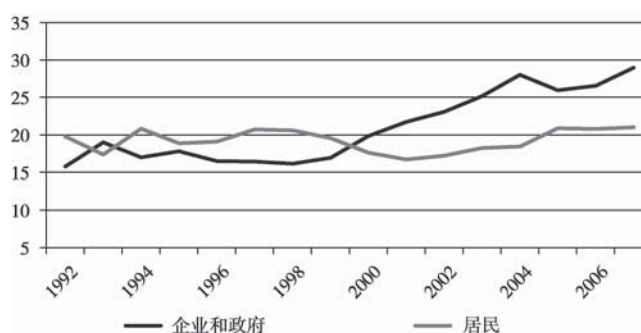


图 4 中国储蓄率占国内生产总值的百分比

资料来源:CEIC,高盛(香港)。

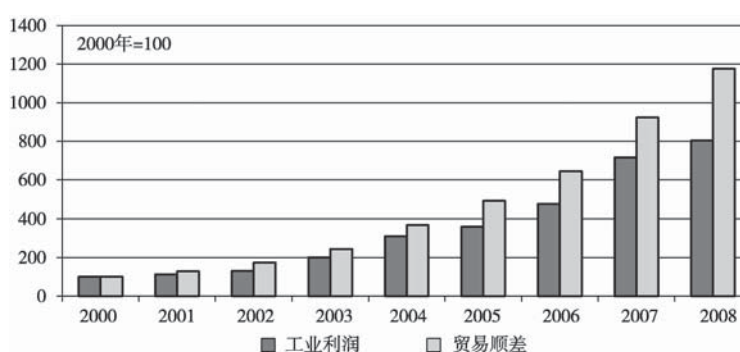


图 5 中国的贸易顺差和工业利润(2000~2008 年)

资料来源:CEIC,高盛(香港)。

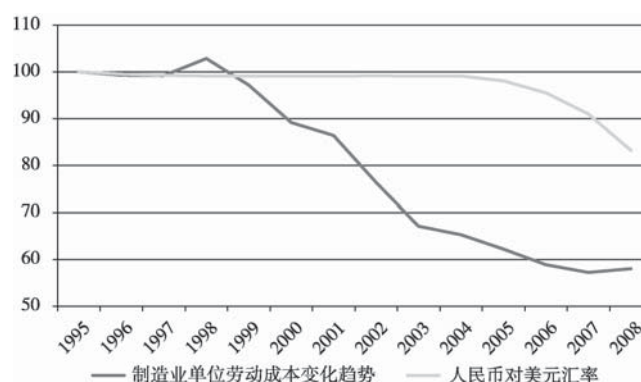


图 6 中国制造业单位劳动成本和人民币对美元汇率

数据来源:CEIC,劳工部统计数据,高盛(香港)。

^① 这些扭曲使得官方公布的 CPI 和 PPI 数据意义不大。此外,中国经济增长依靠的是制造业提供的工作岗位和起了重要作用的劳动成本。

理论在纸面上可能具有说服力，但在实践中却会误导决策。近期的实证和历史研究细致入微地描绘了基于实际汇率低估之上的各种增长战略(Rodrik,2008; Eichengreen,2008;Levy-Yeyati and Sturzenegger,2007)。他们认为,实际汇率低估政策在实践中可能在相对长的时期内推行,并且似乎经常能获得成功。低汇率通过某种机制推动经济增长,方式是调整国内和国外商品的相对价格,以及压低实际工资从而提高企业的储蓄和投资(Gala,2007; Levy-Yeyati and Sturzenegger,2007)。中国在过去十年的发展方式基本如此。另外,来自农村的大量非熟练劳动力,避免了来自新兴经济体的广泛的工资压力。因此,从可贸易部门到不可贸易部门的溢出效应(所谓的巴拉萨-萨缪尔森效应)也难以出现。将资本管制、严格的信贷调控和庞大的无组织劳动力资源结合在一起,北京既维持了低估的汇率也未引发通货膨胀。

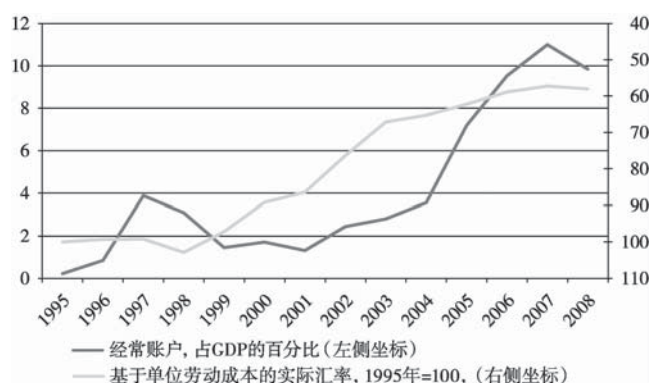


图7 基于单位劳动成本的实际汇率和中国
1995~2008年的经常账户盈余

资料来源：作者自行计算，IMF(2009a)。

五、人民币问题

关于中国货币的公允币值已经有了很多估算。我们在这里并不想提出另一个值得商榷的中国基本均衡汇率^①,而准备集中讨论中国制造业的竞争力。为了解“低价”汇率给中国工业带来的竞争优势,我们对比了中国和其他国家以美元计价的工资水平造成的劳动生产率差异。简言之,人们预期以同一货币(例如美元)计算的工资差异,最终应体现于工人的生产率差异中。或者说,鉴于中国工人可运作的资本更少因而生产率也更低,中国的工资水平应当远低于美国。但是,工资差异持久不变——即使在生产率差异调整之后,可能预示着汇率失调。

2008年的数据显示,中国制造业以美元计价的小时工资为1.20美元,而美国为31.00美元。如此,中国的平均工资大约只相当于美国同行业工资水平的4%。与此同时,中国的人均国内生产总值大约相当于美国的20%,因此总的生产率远高于工资水平所体现出的。这个差距看起来似乎过大,但工资和生产率背离的现象在发展中国家并非罕见。所以,我们旨在进行更为系统的比较,广泛地考察10个发展中国家在过去30年的历史情况。提出的问题是:根据其他发展中国家在过去30年的情况,中国工资和生产率之间的差距是否是在人为地缩小。这个简单而直观的方法,在考察那些从计划经济向自由市场经济转型的国家时已被证明极为有用。由于价格在处于转型期的国家没有完全放开,因而很难对价格水平做出可靠的评估(Wyplosz,1996;Krajnak et al.,1998)。

我们采用了劳工统计局(Bureau of Labor Statistics)有关发展中国家和发达国家1996年以来制造业的小时工资数据,并补充了它最近发布的有关中国的数据。这些数据的获得要归功于朱迪斯·巴尼斯特(Judith Banister,2005,2007,2009)的艰苦努力。中国的数据很难收集,而且需要将众多的体制差异考虑在内,诸如实物支付、各种类似工资的福利,以及国有企业与私营企业、沿海地区与西部地区之间的差异。举个例子,根据巴尼斯特的统计,2007年中国制造业城镇职工的平均小时工资大约为1.77美元,而全部工人的平均小时工资约为97美分。假设每周工作45小时,那么城镇职工的月

^① 精彩的全面评述参见Goldstein and Lardy(2008)。

工资为 345 美元,全部工人的月工资则大约为 190 美元。这方面的专家认为这些数字是现实的。

我们用世界银行根据购买力平价计算的人均国内生产总值数据来控制生产率差异,采用这个方法很可能低估中国制造业的劳动生产率。首先,采用了不同于世界银行 2005 年购买力平价的数据,结果显示,中国的人均国内生产总值比以前假设的低将近 40%^①。然后,按人口而不是工人人数来计算产出。鉴于中国拥有大量的剩余农业劳动力,如此计算,几乎可以肯定会低估可贸易部门的生产率水平。实物投资在中国相当可观的增长率使中国工人的人均资本存量远高于其他发展中国家,因而生产率也可能被低估。总而言之,中国制造业的生产率只会被低估而不是高估。

回归分析中的相关变量是相对于美国的美元计价工资水平。表 3 显示了采用 10 个发展中国家 1980~2008 年数据所做的分组估算结果。在系数估算的基础上,采用非样本估算法计算出了中国的“合理”汇率。消除中国与其他国家的工资差异需要一个合理的汇率,而不是靠降低中国工人的生产率。这个分析结果表明:尽管估算方法有所不同,但调整了生产率差异后的当前汇率明显被低估了 30%~48%。如前文所述,有充分理由相信这些估算数据很可能是下限。客观地说,将汇率调整 30%~50%一定会令中国丧失在过去 30 年中建立起来的相对其他发展中国家的竞争优势。但即使是调整 50%也只能使中国的工资水平达到美国的 8%,而现在仅为 4%(与生产率水平达美国的 20%相比较)。简言之,由于近年来生产率水平快速提升,中国的出口部门仍然具有很强的竞争力,中国的实际汇率被严重低估,低估的后果令世界经济难以承受。

表 3 制造业的工资和生产率(1980~2008)
(因变量:相对于美国的美元计价工资水平(log))

	汇总	随机效应	固定效应
观测值	149	149	149
国家	10	10	10
R ² (R-squared)	0.84	0.84	0.83
相对于美国的人均国内生产总值(log)	1.096*** (0.000)	1.204*** (0.000)	1.300*** (0.000)
常量	-0.333*** (0.000)	-0.257*** (0.066)	-0.146*** (0.166)
使中国以美元计价的工资与生产率相一致的汇率			
人民币/美元	3.56	4.18	4.52
低估的百分比	48%	39%	34%

注:括号中为 p 值(P-values);*** 表示小于 0.01 的 p 值,** 表示小于 0.05 的 p 值,* 表示小于 0.1 的 p 值,各国和地区(巴西、墨西哥、中国台湾、新加坡、西班牙、菲律宾、波兰、捷克、匈牙利)1980~2008 年的数据。

数据来源:BLS(2009),IMF(2009b),Banister(2005,2007),Banister and Lett(2009)。

六、历史上的汇率调整

迄今为止,中国经济在过去十年里飞速增长。在其中的大部分时间里,中国的绝对和相对于其他国家的单位劳动成本持续下降。但经济增长并未导致汇率调整,而是使中国拥有了巨大的竞争力。尽管中国的统计中有不确定的成分,但强有力的证据显示中国的生产成本在生产率调整后比十年前降低了 40%。其结果就是贸易顺差扩大、企业利润激增、外来投资攀升,使中国拥有了前所

^① ICP 最新研究表明,中国的物价水平高得令人惊讶,比原来推测的高出了将近 40%。不过,这项研究是中国国家统计局进行的,国际认可程度有限。物价上涨的结果就是导致按购买力平价计算的人均国内生产总值下降,用同样数额的钱买更少的东西令中国人比以往想象得更贫困。

未有的储备积累。这一发展一直是导致全球经济不平衡的一个主要原因,而经济不平衡在金融危机中又起了重要的作用。因此,汇率显然急需调整。我们已经指出,人民币升值 30%–40%勉强能使中国调整了生产率之后的工资成本达到它应有的水平。然而,如此大规模的货币调整很可能会遭到中国当局的强烈反对,他们最多会让汇率升值保持在像 2005~2008 年间的那种较之于发达国家汇率升值的那种缓慢地爬行状况。反观第二次世界大战之后德国和日本的经济增长,在此历史背景之下再考察中国的情况,我们要回答两个特别性关键的问题:第一,多大的币值符合历史标准?第二,根据历史经验,相对单位劳动成本是如何随着时间的推移而变化的?

由于生产率在 20 世纪 50 年代“经济奇迹”期间飞速提高,德国在 1958 年完成经常项目可兑换过渡后开始出现对外账户盈余(Emminger, 1977)。在充分就业和通货膨胀压力加剧的情况下,德意志联邦银行很快就面临着内部和外部目标相冲突的局面,即国内物价稳定和汇率稳定的冲突。这一冲突成为德国在其后十年的一个中心政策问题。有意思的是,德意志联邦银行起初倾向于优先考虑维护外部平衡,而德国政府却力主货币升值,认为应优先考虑内部稳定(Holtfrerich, 1998)。这就为 1961 年德国马克从 4.20 到 4.00 兑换 1 美元的升值做好了准备。人们普遍认为调整幅度过小,不过在压力之下,至该十年的末期,德国马克对美元和其他欧洲国家货币再度升值。一些密切的贸易伙伴将其货币贬值(例如 1967 年英镑贬值 14%),事实上导致了马克贸易加权汇率的持续上升。德国行政当局在 1969 年被迫将德国马克再度升值(9.3%),以应对其他欧洲国家货币和美元的疲软。随着布雷顿森林体系的逐渐解体,马克成为了美元的“对立面”,资本流动的大幅波动更增添了货币管理的难度。面临又一波的资本流动,德国于 1971 年 5 月 5 日关闭了交易窗口以保持马克的内部价值。直至史密森协定确定新的汇率平价而导致马克对美元升值 14%,马克在 1971 年一直自由浮动。然而,史密森协定只能解决一时的问题。1973 年 2 月 12 日,德国马克又升值 10%。同年,在欧洲货币联合实行蛇形浮动机制以对抗美元之前,马克再度升值 3%。美元在其后的若干年间持续疲软。至 1975 年,马克对美元自 1960 年起已累计升值 60%。

第二次世界大战之后,日本的发展战略更加侧重于出口。汇率是宏观经济政策的中心(Eichengreen and Hatanase, 2007)。汇率固定于 360 日元对 1 美元的水平并一直维持至 1970 年。在动荡的 1971 年,日本中央银行起初试图顶住升值压力,但最终不得不允许日元浮动至 314 元对 1 美元。1973 年史密森协定机制崩溃后,汇率浮动至 265 日元对 1 美元,在 1978 年突破了 200 日元对 1 美元的临界点。然而,不同于德国行政当局,为维持汇率的稳定并使其具有竞争力,日本央行更情愿牺牲内部的稳定。1974 年,日本的通货膨胀率曾达到 25%。如图 8 所示,20 世纪 70 年代日元累计升值将近 45%。

日元在 1985 年的广场协议之后又经历了第二次迅速升值。日元从 1985 年的年均 238 元对 1 美元升值到 1988 年的 128 元,即三年内约升值 45%。日本在 20 世纪 80 年代中期的经验有时被用于说明汇率调整在减少经常项目顺差方面是徒劳的(McKinnon, 2007)。如同当时的日本,现在的人民币升值也被认为未必可以引起受储蓄-投资平衡支配的潜在经常项目的改变。但是,20 世纪 80 年代日本所经历的情况与如今中国的相似性并不是十分明确。首先,当今中国与当时日本的一个重要不同是如今的经济不平衡程度更为巨大;当时日本的经常项目顺差在 1986 年达到巅峰,为

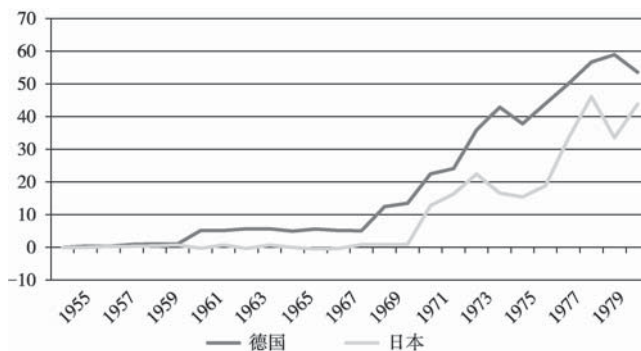


图 8 德国和日本:1955~1980 年货币对美元累计升值(%)

资料来源:IMF(2009a)。

期生产总值的 4%，而中国在 2006~2008 年间的经常项目顺差平均达到 10%。其次，日元遵循广场协议升值造成了日本经常项目顺差相对生产总值减少了一半。最后，人们只能对日元不升值的结果进行假定推测。不平衡可能会进一步加剧，而显得政策能有效防止更严重的经济动荡。总的来说，日本经验低估了辅助性的国内政策在由出口增长向需求增长转型的过程中发挥的作用。这也就不能证明汇率调整对于减少国际平衡没有效果。

从这两段历史中可以吸取一些重要的经验教训。首先，名义汇率在几年之内升值 40% 在历史上并非没有先例。当前中国政策制定者就货币升值带来的潜在后果提出的许多问题，过去已经被问及，诸如：竞争力丧失、出口部门活力降低，以及投资增速减缓。其次，20 世纪 70 年代初期的货币调整成功地稳定了德国和日本的外部平衡。德国 1975~1985 年的经常账户盈余平均占国内生产总值的 0.5%，接近于“0”。日本的货币升值步伐相对德国较为缓慢，经常账户持续保持了平均占国内生产总值不到 1% 的少量盈余。最后，图 9 体现了一个有趣的现象，即在这些年里基于美元的单位劳动成本是如何演变的。显然，只有小部分单位劳动成本差异是由工资增长导致生产率提高而得以纠正的。德国和日本（如同过去十年里的中国）都成功地通过限制工资增长而提高了生产率，竞争力没有受到影响。德国在 20 世纪 60 年代末出现了有限的工资压力，但是相对于生产成本和美元计价的工资增长而进行的大幅调整，主要是通过汇率调整实现的。没有令人信服的历史证据表明，在假设的标准经济模型中有工资和物价压力的调整机制。

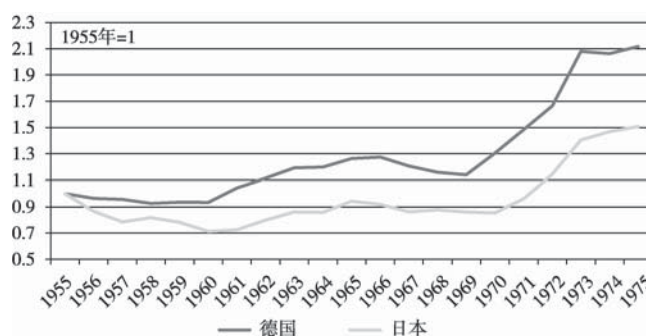


图 9 德国和日本（相对于美国）

基于美元的单位劳动成本 (1955~1975)

资料来源：BLS。

七、中国的货币调整

“中美国”时代已接近尾声。债务和房地产泡沫破灭后，美国的家庭储蓄会再度增长。华盛顿希望通过庞大的预算赤字来缓冲这个必要的调整。公共预算超支可以暂时弥补保持最终需求所需的较高的私人储蓄，但是美国消费者要因此度过一个较长的调整期，并最终为庞大的财政支出买单。北京对全球需求大幅下滑做出的第一反应是，放松信贷并为国内建设和基础设施项目注入资金。北京在 2009 年上半年命令银行发放了将近 10 万亿人民币的新贷款，大约相当于其国内生产总值的 40%。如果这些数据可靠，那么中国就正在进行货币史上最令人瞩目的一个试验。拉动国内需求无疑是一个正确的政策反应。但是，这些政策虽然可能缓解向更均衡的经济转型的压力，却要未来的纳税人付出代价，而且国际经济仍然会进行结构性调整。在一个相当长的时期内，美国的消费增长仍将远低于生产增长。

只要汇率政策隐含了消费税并对出口进行补贴，那么顺差仍将继续保持，中国国内经济增长的重新定位将面临重要的结构性阻力。中美两国之间的相对价格迟早将不得不改变 (Feldstein, 2008)。而只有当发生这一情况时，中国才可能成功实现向国内需求增长的转型。

可能反对这一观点的因素有哪些？其中之一是中国贸易中很大一部分是加工贸易，这可能降低贸易平衡对汇率变化的敏感度，因为进口可能与出口同步减少。但是，加工贸易并没有促成近年来的净出口激增（鉴于大进口量，其对净出口造成的影响相对较小）。机械与重工业产品的出口激增尤其强势 (Anderson 2007)。进一步来说，即使现有的估算 (Marquez and Schindler, 2006) 也指出

现实增值对出口的影响会比对进口的影响强五倍。另外一个反对因素是汇率升值转嫁到美国消费者身上的影响可能较小,这防止了美国国内市场上中国产品价格大幅变动。即便如此,这对中国消费者的影响仍然很大,因为在中国进口产品的价格将会便宜很多,包括更高层次的需求。最后,有些观点认为,作为对升值的反应,投资可能与储蓄一样减少,所以中国的经常项目顺差仍然会很高。但是这种观点低估了升值对中国国内相对价格的影响程度,这种影响使得国内部分的投资比以往更有吸引力。其长期结果是尽管企业储蓄降低,投资可能仍然维持高水平。改进服务(如医疗领域)也很可能减少个人储蓄的比例。换言之,汇率升值对其它旨在刺激内需的政策来说,不但是辅助性的还使这些政策更容易成功。

汇率大幅度升值于美国有利,至少有三个原因。首先也是最重要的一点,汇率调整将有助于美国经济的重新定位。中国的货币政策有效地迫使美国高估了实际汇率。简单地说,由于北京维持汇率不变,尽管美国有巨额贸易逆差,美元却不能对中国(以及亚洲其他国家)的货币贬值。这就使得美国经济无法摆脱衰退。不进行汇率调整,想实现充分就业的美国就将被迫推行代价高昂的国内政策(Wolf,2009)。理论上,美国确实可以采取紧缩政策以重新获得对亚洲的竞争优势,但是对于高度杠杆化的经济而言,紧缩是不可能的。

其次,汇率调整使得美国能够从国外引入需求,因而减轻美国经济政策对刺激内需措施潜在的危险依赖。美国的财政政策显然是不可持续的,而且很难判断财政失衡以及零利率和量化宽松政策造成的潜在通胀后果。以出口推动美国经济增长这个试验性很强的政策很快就会失效。

最后,中国的汇率调整能降低美国与亚洲之间、欧洲与亚洲之间潜在的严重贸易摩擦的风险。由于人民币实际与美元挂钩,人民币-欧元汇率在短期内伴随欧元-美元汇率变化明显。

货币升值也同样符合中国的利益(Pettis,2009)。以廉价的方式消除外汇干预的能力将会降低。美国政府债券和美元流通规模的进一步大幅扩大,不符合美国国债最大持有国的利益。经过十年快速的储备积累,中国政府早在2009年就认识到,他们的经济增长战略在多大程度上令他们依赖于华盛顿的政策选择,而这些选择主要是美国国内因素所决定的(Dyer,2009)。中国最近发表了几份声明,质疑作为国际储备货币的美元的未来(例如,用国际货币基金组织的特别提款权替代美元的建议)。这些声明需要在这个背景下加以理解。欧元现今提供的金融市场在深度和流动性方面确实可以与美国相匹敌。但是,欧元区的内在不平衡极大程度上减小了其货币对外来投资者的吸引力。然而,刻意的储备多样化和单一地与美元挂钩是根本不相容的。理论上,北京可以购买其他有固定收入的资产或股权,以使其储备多样化。但是没有几个国家愿意让中国政府或中国国有企业大量购买其国内关键产业部门的股权。这就解释了为什么在本文写作时,中国的首选战略是购买生产性资产的股份,例如相对贫穷和政治不稳定国家的矿产和石油。那些国家对外国所有权的担心不会带来太大的政治障碍。然而,中国的政策不能解决人民币低估的根本问题。

简言之,中国越早面对它无法避免大量损失美元储备的事实——大约是以人民币计价的国内生产总值的20%,结果就越好。这些财政损失将是中国为其从一个第三世界国家发展成为一个经济强国的发展模式付出的最低代价(Subramanian,2009),而且在任何情况下,中国巨额人民币资产美元价值的增长都超过了它所付出的代价。丧失了700万个工作岗位,美国经济迄今已经为中美联姻关系的破裂付出了不成比例的经济代价。中国在世界经济再平衡中发挥作用符合双方的利益——更不用说其他发达国家的利益,特别是美国的欧洲伙伴和日本,它们承受了美元-人民币贬值造成的大部分压力。

八、结论

德国和日本的历史经验表明,在生产率大幅提升之时,出口国能够承受汇率的大幅升值。今天

正如同 20 世纪 70 年代一样,重新平衡世界经济需要大幅度调整汇率。世界经济关键性的结构失衡,是世界第二大经济体将其被严重低估的货币与第一大经济体挂钩长达十年以上而仅仅进行微小上调的结果。其结果就是这次大规模的金融混乱,对美元主导的资产需求被人为地膨胀,而降低了美国的产出为近期的繁荣与萧条营造了大背景。为全球经济稳定起见,中国贴补美国借债的习惯必须终结。

我们在此提出如下观点: 中国人民币升值是全球再平衡与金融稳定的一步最重要的政策举措。历史昭示,汇率升值可以有效减少对外顺差。第二次世界大战之后,西德与日本的重建繁荣最终都有赖于此类似的低估汇率和价格竞争相结合,从而支持企业牟利,限制消费并鼓励储蓄(Eichengreen, 2007)。但是 20 世纪 60 年代和 70 年代,德国与日本的货币干预程度和储备积累量都小于目前的中国,而且大幅的汇率升值抑制了贸易不平衡与金融混乱。我们从没有否认,中美双方都需要额外的国内政策的变化来改变相对储蓄和投资模式。升值是全球再平衡必要但并非充分的前提条件。但是我们也同样主张,近年来伴随中国对外顺差而产生的储蓄激增,来自中国企业,而非个人储蓄。因此,我们有理由相信,中国的过度储蓄是实际汇率低估的一个功能表现。

不幸的是,促使双方恢复贸易的诱惑都很强大。只要债券利率维持低水平,就可使美国依赖庞大的财政赤字和印钞作为主要的救济手段进行缓慢增长。与此同时,中国不愿冒币值重估的风险,更不要说向人民币可兑换过渡,而是宁愿维持“中美国”,哪怕是国家外汇管理局持有的以美元计价的债券数额进一步增加。但是这种惯性是冒着再造上一次金融危机产生条件的风险。人民币升值将有助于美国经济重新定位并可能使美联储和财政部尽快放弃目前正在实施的极端政策。这些政策具有通货膨胀、全球流动性和资本流动的不确定风险。人民币升值亦将一举解决中国巨额国际储备和美元风险的问题。同时也将帮助中国由出口导向的发展战略转型为基于国内需求的更具持续性的发展方式。历史上,周期性的汇率重估是经济成功的标志。实际上,也是为过去的经济奇迹付出的一部分代价,而现在是让中国工人享受更多劳动成果的时候了——愿“中美国”安息。

参考文献

- Anderson, J. (2007): "Solving China's Rebalancing Puzzle", *Finance and Development*, 44, 32-35.
- Banister, J. (2005): "Manufacturing Earnings and Compensation in China", *Monthly Labor Review*, July, 11-29.
- Banister, J. (2007): "Manufacturing in China Today: Employment and Labor Compensation", Conference Board Working Paper No. 07-01.
- Banister, J. and E. Lett (2009): "China's Manufacturing Employment and Compensation Costs: 2002-06", *Monthly Labor Review*, April, 30-38.
- Barnett, S. and R. Brooks (2006): "What's Driving Investment in China?", IMF Working Paper No. 265.
- Bernanke, B. (2005): "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit", Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, 15 April 2005.
- Bernanke, B. (2007): "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit", Bundesbank Lecture, Berlin, September 2007.
- Branstetter, L. and N. Lardy (2006): "China's Embrace of Globalization", NBER Working Paper No. 12373.
- Bureau of Labor Statistics (2009): "International Labor Comparisons Database". Available at <http://www.bls.gov/data/> (accessed October 2009).
- Council of Economic Advisors (2009): "Economic Report of the President", Washington, DC.
- Deutsche Bundesbank (1976): "Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975". Frankfurt am Main: Fritz Knapp.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2003): "An Essay on the Revived Bretton-Woods System", NBER Working Paper No. 9971.
- Dyer, G. (2009): "China's Dollar Dilemma", *Financial Times*, 22 February.
- Eichengreen, B. (2007): *The European Economy Since 1945*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Eichengreen, B. (2008): "The Real Exchange Rate and Economic Growth", Commission on Growth and Development Working Paper No. 4.
- Eichengreen, B. and M. Hatase (2007): "Can a Rapidly-Growing Export-Oriented Economy Smoothly Exit a Peg? Lessons for

- China from Japan's High Growth Era", *Explorations in Economic History*, 44, 501–21.
- Emminger, O.(1977): "The D-Mark in the Conflict Between Internal and External Equilibrium 1948–1975", *Essays in International Finance* No. 122.
- European Central Bank(2006): "The Accumulation of Foreign Reserves", ECB Occasional Paper No. 43.
- Feldstein, M.(1999): "A Self-Help Guide for Emerging Markets", *Foreign Affairs*, 78, 93–109.
- Feldstein, M.(2008): "Resolving the Global Imbalances: The Dollar and the US Savings Rate", *Journal of Economic Perspectives*, 22, 113–25.
- Ferguson, N. and M. Schularick(2007): "Chimerica and the Global Asset Market Boom", *International Finance*, 10, 215–39.
- Gala, P.(2008): "Real Exchange Rate Levels and Economic Development", *Cambridge Journal of Economics*, 32, 273–88.
- Goldstein, M.(2006): "Renminbi Controversies", *Cato Journal*, 26, 251–65.
- Goldstein, M. and N. Lardy (2008): "China's Exchange Rate Policy: An Overview of Some Key Issues", in M. Goldstein and N. Lardy (eds), *Debating China's Exchange Rate Policy*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 1–75.
- Hagen, J.(1998): "Geldpolitik auf neuen Wegen (1971–1978)", in Deutsche Bundesbank (ed.) *Fuenfzig Jahre Deutsche Mark*. Munich: Beck C.H., 439–74.
- Holtfrerich, C.(1998): "Geldpolitik bei festen Wechselkursen(1948–1970)", in Deutsche Bundesbank(ed.) *Fuenfzig Jahre Deutsche Mark*. Munich: Beck C.H., 347–438.
- Hunt, C. (2008): "Financial Turmoil and Global Imbalances –the End of Bretton Woods II?", *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 71, 44–55.
- International Monetary Fund(2009a): *International Financial Statistics*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund(2009b): *World Economic Outlook Database*, Washington, DC.
- Krajnyak, K. and J. Zettelmeyer(1998): "Competitiveness in Transition Economies", IMF Staff Papers, 45, 309–362.
- Kuijs, L.(2005): "Investment and Saving in China", World Bank Policy Research Working Paper, No. 3633.
- Levy-Yeyati, E. and F. Sturzenegger(2007): "Fear of Appreciation", World Bank Policy Research Working Paper, No. 4387.
- Marquez, J. and J. W. Schindler (2006): "Exchange-Rate Effects on China's Trade: An Interim Report", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 861.
- McKinnon, R.(2006): "China's Exchange Rate Trap", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 427–31.
- McKinnon, R.(2007): "Why China Should Keep Its Exchange Rate Pegged to the Dollar: A Historical Perspective from Japan", *International Finance*, 10, 43–70.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (2005): "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 67–146.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff(2007): "The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited", in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago, IL: Chicago University Press for NBER.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh and A. Taylor(2009): "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008", Paper presented at the ASSA Meetings, January 2009, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 480–486.
- Pettis, M.(2009): "China's Great Demand Challenge", *Far Eastern Economic Review*, January, 8–13.
- Prasad, E.(2007): "Is the Chinese Growth Miracles Built to Last?", IZA Discussion Paper No. 2995.
- Reisen, H.(2009): "Shifting Wealth: Is the U.S. Dollar Empire Falling?", Available at <http://www.VoxEu.org> (accessed October 2009).
- Rodrik, D.(2008): "The Real Exchange Rate and Economic Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2008, 365–410.
- Setser, B. and A. Pandey(2009): "China's \$1.7 Trillion Bet—China's External Portfolio and Dollar Reserves", Council on Foreign Relations Working Paper No. 5/2009.
- Statistics Bureau of the Japanese Ministry of Internal Affairs (2009): "Historical Statistics of Japan". Available at <http://www.stat.go.jp/english/data/chouki/index.htm> (accessed October 2009).
- Subramanian, A.(2009): "China and the Dollar: Having it Both Ways", Available at <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3350> (accessed October 2009).
- Wolf, M.(2009): *Fixing Global Finance*. New Haven, CT: Yale University Press.

(翻译:刘 绯 编校:周莉萍)