

中美贸易失衡与自由贸易理论：对汇率操纵论的批判*

安瓦尔·谢克 伊莎贝拉·韦一
戴霖杉 梁俊尚 译 赵准 校

摘要：中美贸易失衡通常被认为是中国操纵人民币汇率所致。然而，在人民币汇率的失调属于何种，程度多大的问题上，众多经验研究均无法达成共识。我们认为，这种共识的缺失并非由测度不精而致，实因汇率操纵论的理论实质存在问题。在最抽象的层面上，传统的比较优势理论宣称实际汇率会自动调整以实现贸易平衡；因此，持续性贸易失衡往往被视为以外汇干预为手段的汇率操纵的结果。与该理论形成鲜明对比的是：斯密（Smith）和哈罗德（Harrold）所主张的绝对成本理论将贸易失衡看作是不同实际生产成本的国家进行自由贸易的结果。我们认为，中美贸易失衡的根本原因正是在于两国实际生产成本的不同。

关键词：中国 自由贸易 贸易条件 购买力平价 汇率失调

作者：安瓦尔·谢克（Anwar Shaikh），社会研究新学院（New School for Social Research）经济系教授；伊莎贝拉·韦一（通讯作者），马萨诸塞州立大学阿姆赫斯特分校（University of Massachusetts Amherst）经济系助理教授，219 Gordon Hall, 418 N. Pleasant St., Amherst, MA 01002, imweber@umass.edu.

译者：戴霖杉，清华大学社会科学学院经济学研究所本科生；梁俊尚，马萨诸塞大学州立大学阿姆赫斯特分校经济系博士生；赵准，清华大学社会科学学院经济学研究所副教授，博士生导师

资本主义全球化的历史表明，持续性贸易失衡会在不同货币体系下反复出现。①直至2008年全球经济危机前夕，大规模的贸易失衡再次显现，中

* 项目资助信息：

① Michael D. Bordo, “Historical Perspective on Global Imbalances,” NBER Working Paper No. 11383, May 2005.

美贸易失衡尤甚（见图 2）。中美两国双边贸易余额的变化反映了二者对外贸易收支状况的翻转：危机之前，美国贸易逆差的中国占比从 2002 年（中国加入世界贸易组织的第二年）的五分之一升至 2008 年的三分之一。危机爆发的十年之后，尽管中国的经常项目盈余占其国内生产总值的比例已剧减至 0.4%，①全球贸易仍然继续失衡，同时美国对华贸易逆差在 2018 年再破记录，达到 4190 亿美元。②

削减贸易逆差成为川普政府对外经济政策目标的重中之重。2019 年美国对中国商品课以重税并扬言今后将继续加码。无论其施政倾向如何，美国当局历来均特别关注其贸易逆差，并一致地将其归咎于美国贸易伙伴对本国汇率的操纵。美国 1988 年修订的《综合贸易与竞争法》（Omnibus Foreign Trade and Competitiveness Act）要求美国财政部对其主要贸易伙伴就是否存在不公平的货币贬值进行半年一次的评估。日本、韩国、德国、瑞士、中国和印度等贸易顺差国均被列入美国财政部的“监控名单”（至 2019 年该名单已扩展至包括 21 个国家）。③2019 年，美国财政部正式将中国列为汇率操纵国，控诉“中国违背了其在 G20 峰会上做出的避免竞争性贬值的承诺”并扬言要采取行动。④

不少著名经济学家都认为全球贸易失衡威胁到世界经济的稳定，且从根本上造成了 2008 年全球经济危机。⑤在涉及如何理解危机前夕所累积的严重贸易失衡，特别是中美贸易失衡的时候，指责中国操纵人民币汇率的论调最为广泛流传：中国政府通过人民币贬值降低了本国商品的出口成本，提高

① International Monetary Fund (IMF) (2019a): 'External Sector Report: The Dynamics of External Adjustment', Washington D.C., July.

② U.S. Department of the Treasury (2019a, April): Report to Congress. Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. From U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs: <https://home.treasury.gov/system/files/206/2019-05-28-May-2019-FX-Report.pdf>. pp. 1

③ U.S. Department of the Treasury (2019b): 'Press Release: Treasury Designates China as Currency Manipulator', From U.S. Department of the Treasury: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm751>. pp. 3

④ 同上。

⑤ 参见 Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes," CEPR Discussion Paper, No. DP7606, December 2009; Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment," in Brookings Papers on Economic Activity, Washington: Brookings Institution, 2005, pp.67-146; Justin Lin, Hinh Dinh and Fernando Im, "United States-China External Imbalance and the Global Financial Crisis," China Economic Journal, 3 (1) (April 2010), pp.1-24.

了美国商品的进口成本，从而人为地造成了两国之间巨大的贸易失衡；中国“以邻为壑式的货币贬值”^①“是造成美国贸易逆差和失业的首要因素”^②。按照他们的逻辑，美国政府应削减本国巨额贸易逆差以刺激经济增长和恢复充分就业；他们声称这个目标的达成并不需要花费美国财政预算的一分半毫，只要美国能够制止其他国家，尤其是中国的汇率操纵行为，并使人民币汇率回归到其“竞争性”水平。^③

汇率操纵论的拥护者往往视中国庞大的外汇储备为人民币被低估的证据。^④诚然，中国的外汇储备一直在高速增长（见附录中图3），其总量从2000年到2010年几乎翻了17倍；到2013年，中国的外汇储备规模达到了3.6万亿美元，据估算其中六成以美元资产形式持有，这使中国成为美国当时最大的债主。^⑤

-
- ① Paul Krugman, “World Out of Balance,” The New York Times, November 15, 2009.
- ② Scott, Jorgensen, and Hall, “Reducing U.S. Deficit will Generate a Manufacturing-Based Recovery for the United States and Ohio. Ending currency manipulation by China and others is the place to start,” Economic Policy Institute Report, 2013.
- ③ C. Fred Bergsten and Joseph E. Gagnon, “Currency Manipulation, the US Economy and the Global Order,” Peterson Institute for International Economics Policy Brief, No. PB1225, December 2012, < <https://piie.com/publications/pb/pb12-25.pdf>>.
- ④ Bergsten & Gagnon: 同上；IMF, “People’s Republic of China: 2010 Article IV Consultation -Staff Report,” IMF Country Report, No. 10/238, 2010, p. 19；C Fred. Bergsten, “The US Trade Deficit and China,” Testimony before the Hearing on US-China Economic Relations Revisited Committee on Finance, United States Senate, Peterson Institute for International Economics, March 29, 2006, < <http://gesd.free.fr/bergchin.pdf>>；C Fred. Bergsten, “Correcting the Chinese Exchange Rate: An Action Plan,” Testimony before the Committee on Ways and Means, US House of Representatives, Peterson Institute for International Economics, March 24, 2010, < <https://piie.com/commentary/testimonies/correcting-chinese-exchange-rate-action-plan>>；C Fred. Bergsten, Currency Misalignments and the US Economy,” Testimony before the Subcommittees on Trade, Ways and Means Committee, Commerce, Trade and Consumer Protection, Energy, and Commerce Committee, and Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee, House of Representatives, May 9, 2007, < <https://piie.com/commentary/testimonies/currency-misalignments-and-us-economy?ResearchID=735>>；Krugman, 2009: “World Out of Balance,” The New York Times, November 15, 2009；Bergsten and Gagnon: C. Fred Bergsten and Joseph E. Gagnon, “Currency Manipulation, the US Economy and the Global Order,” Peterson Institute for International Economics Policy Brief, No. PB1225, December 2012, < <https://piie.com/publications/pb/pb12-25.pdf>>..
- ⑤ Menzie D. Chinn, “American Debt, Chinese Anxiety,” The New York Times, October 20, 2013；Reuters, “China and Japan – America’s Biggest Creditors Press U.S. to Resolve Debt Row,” The Worldpost, October 8, 2013.

然而，所谓的人民币被低估与中国经常项目盈余之间的联系却无法直接成立。大量文献不得不将这一联系诉诸国际贸易理论的标准假设——自由交换下，贸易自动平衡。这一假设反过来又成为各种对人民币被低估程度进行测算的经验研究的理论基础，这些估算被认为可能解释了中国持续的贸易顺差。本文将揭示，这些经验研究未能达成任何共识——对人民币失调程度的估计结果千差万别，有的研究甚至得出人民币被高估的结论。^①

本文认为，美国政治谱系中的不同派别对汇率操纵论出奇一致的认同其实深深植根于他们共同信奉的李嘉图主义国际贸易理论。本文将分析汇率操纵论的理论基石——比较成本理论（Comparative Cost Theory, CCT），同时也将呈现国际贸易的另一理论视角——绝对成本理论（Absolute Cost Theory, ACT）。我们首先在同一抽象层次上对这两大理论进行比较，以突显它们的根本性差异。前者断言贸易会在汇率的自动调整下自然地实现平衡；贸易失衡则通常被认为是各种干预妨碍了这个自动调整的后果（见第四节）。相反，斯密和哈罗德则认为，贸易失衡是一种常态，最终结果是贸易顺差国充当国际债权国，而逆差国则充当国际债务国——这一切都是自由贸易机制运行的结果。

本文结构安排如下：第一节首先在李嘉图所处的抽象层面上阐述这两种相互对立的自由贸易理论，然后再在更具体的层面上展开论述。第二节将简单地回顾汇率操纵论在美国过去三十年的对外经济政策中所占据的核心地位。第三节将对基于购买力平价（PPP）方法和宏观基本面方法

（macroeconomic fundamentals approach）测量人民币失调程度的经验研究进行述评，并分析其背后的 CCT 基础。第四节讨论其他基于 CCT 解释贸易

① Yin-Wong Cheung, "Exchange Rate Misalignment: The Case of the Chinese Renminbi," CESifo Working Paper series No. 3797, April 30, 2012; Yin-Wong Cheung and Menzie D. Chinn and Eiji Fujii, "Measuring Misalignment: Latest Estimates for the Chinese Yuan," La Follette School Working Papers No. 2010-010, June 2010; Yin-Wong Cheung and Menzie D. Chinn and Eiji Fujii, "Measuring RMB Misalignment: Where Do We Stand," Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper No. 24/2010, September 2010; Steven Vincent Dunaway and Lamin Leigh and Xiangming Li, "How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China," International Monetary Fund Working Paper WP/06/220, January, 2006; William R. Cline and John Williamson, "Estimates of the Equilibrium Exchange Rate of the Renminbi: Is There a Consensus and, If Not, Why Not," Paper presented at the Conference on China's Exchange Rate Policy, October 12, 2007, <<https://piie.com/publications/papers/cline-williamson1007.pdf>>.

失衡的理论，并就理论解释力将其与 ACT 进行比较。最后一节对源自这两大国际贸易基础理论的有关中美贸易失衡问题的众多对立视角进行总结。

一、自由贸易的比较成本理论与绝对成本理论

自古典经济学时期以来，比较成本理论（CCT）和绝对成本理论（ACT）一直处于并驱相争的状态。ACT 由亚当·斯密最先提出，并由罗伊·哈罗德（Roy Harrold）发扬光大。^①另一方面，CCT 发源于大卫·李嘉图对斯密的理论挑战，并成为新古典学派的标准国际贸易理论及汇率操纵论的理论依据。这两种相互竞争的理论关于自由贸易可能带来的结果有着根本对立的看法：CCT 预测贸易会自动平衡，而 ACT 则预测在成本竞争力（cost competitiveness）有差异的情况下自由贸易会导致持续性贸易失衡。按照 CCT 的观点，过去二十年这种持续性的巨幅贸易失衡是政策干预的结果，而按照 ACT 的观点则为自由贸易本身的结果。

CCT 和 ACT 的关键性不同可以与名义汇率和实际汇率的**长期**关系联系起来。根据 CCT，固定汇率下贸易逆差导致的货币外流会降低本国货币供给，并如货币数量论所主张的那样会降低物价水平；浮动汇率下货币外流会使本币贬值，但不会影响到物价水平。无论是上述哪种情形，贸易逆差会导致贸易条件（实际汇率）下降，从而纠正贸易失衡（假定合适弹性）。随着物价水平的下降（固定汇率下）或名义汇率贬值（浮动汇率下），实际汇率发生贬值，逆差国产品更具竞争力；顺差国的变化则恰为相反。无论是哪种情形，实际汇率都发生调整。**根据比较成本理论，名义汇率调节（regulate）贸易条件。**该调节过程将持续到贸易逆差消失，即贸易平衡为止，且如李嘉

^① 参见 Smith A. (1904): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 5 ed., first published 1776, Methuen & Co, London. 和 Harrod R. (1957): *International Economics*, 3 ed., University of Chicago Press, Chicago. 凯恩斯也拒绝比较优势理论，详见 Milberg W. (1994): 'Is Absolute Advantage Passé? Towards a Post-Keynesian/Marxian Theory of International Trade', in M. A. Glick (ed.): *Competition, Technology and Money: Classical and Post-Keynesian Perspectives*, Edward Elgar Publishing, Aldershot. 和 Milberg W. (2002): 'Say's Law in the Open Economy: Keynes's Rejection of the Theory of Comparative Advantage', in S. C. Dow and J. Hillard (ed.): *Keynes, Uncertainty and the Global Economy: Beyond Oru*. Mohiuddin, O. (2017): 'China Still Lucrative for Businesses Despite the Rising Wage Rates', *Euromonitor International*, online: <https://blog.euromonitor.com/china-still-lucrative-businesses-despite-rising-wage-rates/>

图所认为的那样^①，绝对生产成本的任何初始差异对贸易结果都不会产生影响^②。

李嘉图的 CCT 主张排除了对资本流动的考虑并忽略了汇率变动对生产成本的反馈作用，而 ACT 则完整地讨论了以下三个阶段的变化。首先，绝对生产成本更高的国家会成为逆差国^③，由此导致的货币外流在一开始会使得逆差国的名义汇率贬值。但与 CCT 不同的是，这在 ACT 看来只是一个短暂的效应，因为同一货币外流又会造成逆差国流动性收缩并推高其利率^④。顺差国则因为货币流入而使流动性扩张，利率下降。短期资本随即从顺差国（低利率国）流向逆差国（高利率国），从而平抑两国利率差异并使逆差国的名义汇率重新升值。这些起反向作用的资本流动会持续到风险调整后的（risk-adjusted）利率相等为止（此时每个国家的资本流动刚好抵消其贸易失衡），即到贸易和资本流动相互抵消，名义汇率回到其初始水平为止——这一切都是自由贸易下资本市场运行的结果。所以，从 ACT 的视角来看，贸易逆差并不一定会像李嘉图的中期平衡机制所依赖的路径影响名义汇率。

ACT 与 CCT 的第二点不同是 ACT 认为即使名义汇率持续贬值，例如通过政府政策（见本文第四节），**贸易条件仍不会下降**。我们基于实体资本（real capital）流动会使得国际利润率(r)平均化这一假设来考察出口品和进口品的相对价格(p_x, p_m)。令 $k_x \cdot e$ 为中国出口品以美元计价的名义单位成本（ e 为名义汇率，其单位为美元/元），那么中国出口品以美元计价的单位价格则可表示为 $p_x \cdot e = k_x \cdot e(1 + r)$ 。^⑤记相对于中国消费者价格 p_c 的中国

-
- ① Ricardo D. (1951): *On the Principles of Political Economy and Taxation*, first published 1817, Cambridge University Press, Cambridge.
- ② Shaikh A. (2016): *Capitalism: Competition, Conflict, Crises*, Oxford University Press, New York, NY. pp. 491-510
- ③ 该主张正是克鲁格曼和奥伯斯特菲尔德等主流经济学家一直以来所批的所谓“神论”（myth）因为他们坚定信奉比较成本理论。见 Krugman, Paul and Maurice Obstfeld. 1994. *International Economics*. New York: Harper Collins.
- ④ 马克思在《资本论》第三卷中暗示了这样的观点：“如果金被输出，那么，按照这个通货理论，输入金的国家的商品价格就必然会提高，从而在金输入国的市场上，金输入国的出口品价值将降低...事实上，金量的减少只会提高利息率，而金量的增加则降低利息率。如果不是因为在成本价格的确定上或需求和供给的决定上，要考虑到这种利息率的变动，商品的价格是完全不会受这种变动影响的。（Marx, *Capital: Volume III*, International Publishers Co., Inc, New York. 1975. 中文转引自《资本论》第三卷，中央编译局编译，人民出版社，2004年1月第2版，第625页）
- ⑤ 为了解释的方便，我们抽象掉对固定资本的考虑。

出口品的实际成本为 $k_{x_r} = \frac{k_x}{p_c}$ 。那么中国出口品的价格则为 $p_x \cdot e =$

$k_{x_r}(1+r)p_c \cdot e$ 。同时，以美元计价的美国进口品的价格即为以美元计价的美国

出口品的价格 $p_{x^*} = k_{x^*}(1+r)p_{c^*}$ 。于是中国的贸易条件可表示为 $\frac{p_x \cdot e}{p_{x^*}} =$

$\frac{k_{x_r}(1+r)}{k_{x^*_r}(1+r)} \left(\frac{p_c \cdot e}{p_{c^*}} \right)$ 。如果我们像李嘉图在这一抽象层次上所作的假定那样假定消

费品价格在国际上相同且两国有着同样的商品篮子（见第三节关于 PPP 的论

述），即 $\frac{p_c \cdot e}{p_{c^*}} \approx 1$ ，那么我们有 $\frac{p_x \cdot e}{p_{x^*}} = \frac{k_{x_r}(1+r)}{k_{x^*_r}(1+r)}$ ，也就是说，**贸易条件只取决于**

相对实际成本。如果某些消费品没有用于国际贸易，那么我们就需要在贸易条件等式中有关消费品的项中区分可贸商品和非可贸商品，于是基于国际贸易

使得相同商品篮子价格相等的假设我们有 $\frac{p_x \cdot e}{p_{x^*}} = \frac{k_{x_r}(1+r)}{k_{x^*_r}(1+r)} \left(\frac{p_c \cdot e}{p_{c^*}} \right) =$

$\left(\frac{k_{x_r}(1+r)}{k_{x^*_r}(1+r)} \right) \left(\frac{p_{c_{NT}} \cdot e / p_{c_T} \cdot e}{p_{c^*_{NT}} / p_{c^*_T}} \right) \left(\frac{p_{c_T} \cdot e}{p_{c^*_T}} \right) \approx \left(\frac{k_{x_r}(1+r)}{k_{x^*_r}(1+r)} \right) \left(\frac{p_{c_{NT}} \cdot e / p_{c_T} \cdot e}{p_{c^*_{NT}} / p_{c^*_T}} \right)$ 。以上，我们把巴拉萨

-萨缪尔森效应 $\left(\frac{p_{c_{NT}} \cdot e / p_{c_T} \cdot e}{p_{c^*_{NT}} / p_{c^*_T}} \right)$ 引入到了相对实际成本对贸易条件的决定之中。

①在长期贸易条件由相对实际成本决定的情况下，贸易失衡将是持续性的。

以上论断有着强烈的经验证据支持：证据显示，持续性贸易失衡是常态且实际汇率长期围绕相对实际成本上下波动。②

最后，由于实际成本取决于实际工资和生产率，中国工人短期内完全可能无法争取到更高的名义工资以弥补中国汇率贬值带来的进口价格的上升。那么中国的实际工资会下降，从而提高贸易条件。然而，如果工人最终得以维持他们原有的生活水平，实际工资会反升，贸易条件也会回到原来的水平。这里的核心问题是实际工资是否会被**任何**机制压低，而不仅仅是汇率贬值。值得强调的是，ACT 的论断与全球价值链的存在高度相容，因为价值链上的每一环（national link）都受制于实际成本的高低。事实上，这些环是竞争性成本对实际汇率发挥决定性作用的关键所在。

① (Shaikh 2016, pp. 509-519)

② 参见上一页脚注②资料来源 (Shaikh, 2016) 508-516 页, 528-532 页和图 1.4-11.7。

从 ACT 的角度来看，实际单位劳动成本（real unit labor cost）是理解中美贸易失衡的关键因素。2016 年，中国制造业工人的平均实际工资水平大约是美国制造业工人的四分之一^①，但 2009 年中国的生产率水平却比美国高出 12 倍，而同一年其单位劳动成本处于美国的 33%到 68%之间。^②中国的生产率受益于规模经济和范围经济（economies of scale and scope）：相对于美国，中国具有大量的工程师和熟练工人、完整的制造业供应链和快速变更生产工艺的能力。先进且日臻完善的基础设施，高级且不断改善的研发和技能水平也在不断增强中国的成本竞争优势。^③应该补充的是，这些成本优势不一定是永久性的：随着中国单位劳动成本比美国更快地上涨，尽管其生产率不断提高，其总体成本优势却已呈下降趋势，一些行业甚至已经丧失成本优势。^④

最后，绝对成本方法（the Absolute Cost approach）提供了一条不同于 Thirlwall 法则的理论进路。后者认为，在经验层面上，一国产出的增长率（ g_Y ）大致等于其出口增长率（ g_X ）与进口弹性（ ϵ_M ）之比：

$$g_Y = \frac{g_X}{\epsilon_M}$$

Thirlwall 的理论基于凯恩斯主义，认为出口是需求的一个自主成分（autonomous element），因此 Thirlwall 法则通常意指出口增长带动经济增长。进一步假设国际贸易平衡（ $X/M=1$ ）及实际汇率不变，这一法则相当于定义了一个国际收支约束条件（balance of payments constraint），其

① 中国制造业工人平均工资为 3.6 美元每小时，而美国制造业工人的平均时薪却达 26 美元(Mohiuddin 2017; Bureau of Labor Statistics, 2019)。大概同一时期美国的生活成本是中国的 1.8 倍（Numbeo.com）。

② 见 Ceglowski J. and Golub E. (2012): ‘Does China Still Have a Labor Cost Advantage?’, *Global Economy Journal*, 12(3), 1-30. Ceglowski 和 Golup 的发现与 Furgerson 和 Schularick 的发现一致；见 Furgerson and Schularick (2011)。Ceglowski 和 Golup 还发现，中国的相对单位劳动力成本比韩国，日本，墨西哥，欧盟的都要低。他们把单位劳动成本分解为实际工资和实际产出，这与我们先前的分析一致。他们采用了生产者价格，但认为消费者价格将更加合适。我们和他们不同的是：他们假定 PPP 普遍成立而我们主张 PPP 仅对可贸商品成立并考虑了巴拉萨—萨缪尔森效应。

③ 参见本页脚注②第一个引用源（Mohiuddin, 2017）

④ Hou J., Gelb S. and Calabrese L. (2017): ‘The Shift In Manufacturing Employment In China’, Supporting Economic Transformation (SET) Background Paper, online: https://set.odi.org/wp-content/uploads/2017/08/SET-China_Shift-of-Manufacturing-Employment-1.pdf.第 5、7、40 页。

经验解释力一度让 Thirlwall 认为资本流动和实际汇率在贸易余额的调整过程中发挥的作用相对不大。^①然而，对模型的进一步雕琢将 Thirlwall 法则扩展至包含资本流动和实际汇率缓慢变动下持续性贸易失衡的情形。^②后续这两个假设正是 ACT 理论所包含的内容，并适用于解释中美贸易失衡：绝对成本差异导致了持续性贸易失衡，长期实际汇率由缓慢变化的进出口商品的实际相对价格调节。这也意味着资本流动和名义汇率的变动并不影响长期实际汇率，因此也不会持续地影响贸易余额。

我们从 ACT 的视角在同一可比较的抽象层次上考察了 CCT 关注的基本问题，并比较了两者在理论层面和经验层面上的不同。正统（orthodox）经济学家早已意识到标准理论在经验层面的失败，这种失败催生了大量相互矛盾的模型，这些模型也很少能通过经验上的检测，然而 CCT 的基本逻辑却继续主导着经济学研究并对经济政策的制定发挥着重大的作用。

二、监控汇率操纵——美国对外经济政策的必备元素

植根于 CCT 国际贸易视角的针对中国的汇率操纵指控是川普政府故对外贸政策的重要组成部分。在被推举为共和党总统候选人的全国代表大会上，川普扬言要制止中国“摧毁性的汇率操纵”并指控中国是“史上最厉害的汇率操纵国”。^③川普总统的贸易与产业政策主任，Peter Navarro，更是宣扬“汇率操纵致死”的论调：“中国对人民币汇率的操纵是一切中美贸易问题的主要根源。”^④最终，作为升级贸易战的一步，美国财政部在 2019 年把中国列为汇率操纵国。^⑤讽刺的是，当时很多经济学家^{⑥⑦}都认为中国已不再操纵人民币汇率，IMF 报告称中国的国际收支状况与其基本面相符。

川普及其智囊的说辞代表了美国对华敌意的新高度。然而，汇率操纵其实是美国政府一贯的核心关切点。自 1988 年《综合贸易与竞争法》颁布以

① Thirlwall, Anthony P. and Nureldin M. Hussain. 1982. "The Balance of Payments Constraint, Capital Flows and Growth Rate Differences between Developing Countries." *Oxford Economic Papers, New Series*, Vol. 34(3), 498-510, 见第 498 页。

② Thirlwall, Anthony P. 2011. "Balance of payments constrained growth models: history and overview." *PSL Quarterly Review*, 64(259), 307-351. 见第 335、339、340 页。

③ (Rauhala, 2016).

④ Peter Navarro (2011, p.67,

⑤ U.S. Treasury (2019b

⑥ 例如 Setser 2019; Summers 2019

⑦ (2019b)

来，美国财政部每半年例行发布一次报告以“考察美国的贸易伙伴是否操纵其货币对美元的汇率以阻止国际收支的有效调整或获取国际贸易中不公平的竞争优势。”^①从这些报告中我们可以发现一个一般性的模式：美国政府通过对东亚贸易顺差国不断施压，威胁将其列为汇率操纵国的方式来迫使他们进行相关一系列市场自由化政策的双边谈判。^②这些报告最初锁定了韩国、台湾、香港和新加坡等亚洲新兴经济体，当时美国对它们的贸易逆差正在不断扩大。^③自1991年起，中国便一直在监控名单之上，但在1994年中国汇率双轨制并轨之后，美国财政部直到2019年才得以按法律依据认定中国为操纵汇率国。^④

2008年危机之后，中美汇率摩擦的紧张局势在奥巴马任期内达到了一个新的高度。奥巴马延续了汇率操纵论的逻辑，并在2010年警告称：“汇率问题是我们亟待处理的国际纷争之一，我们要保证汇率水平调整到我们的商品价格不会被**人为地**推高，且他们的商品价格不会被**人为地**压低；否则我们将会处于极大的竞争劣势之中。”^⑤（黑体强调为作者所加）除1988年的法案之外，奥巴马政府还在2015年通过了《贸易便捷与贸易促进法》

（Trade Facilitation and Trade Enforcement Act）来增强美国阻止贸易伙伴操纵汇率的能力。然而，包括2019年在内的所有美国财政部的后续报告均无法证明中国正在操纵汇率。

三、对人民币汇率失调的测度

尽管政策制定者深切关注人民币汇率的失调问题，但至于人民币需要多大的调整才能使中国的经常项目盈余降低到目标水平却充满了争议。汇率失调论在逻辑上假定：如果没有市场扭曲，实际汇率会收敛到一个特定的均衡水平，从而使得经常项目与特定宏观基本面保持一致。然而，好几篇文献综述都认为学界并未达成有关如何决定该均衡汇率的共识，更别说有关调整幅度的问题。^⑥虽然汇率失调被定义为实际汇率对其均衡水平的偏离，但由于

① 第3004章。

② 例如，在2019年的报告中美国财政部呼吁中国进行“有效的结构性改革来减少政府在经济中发挥的作用”并“允许市场力量发挥更大的作用”。（U.S. Department of the Treasury, 2019a, p. 23）。

③ （U.S. Department of the Treasury, 1989, p. 12）。

④ （2005；U.S. Department of Treasury, 2018, 2019b）。

⑤ （Weaver, 2010, emphasis added）。

⑥ （Cheung & He, 2019；Cheung, 2012；Cheung, Chinn, & Fujii, 2010a；2010b；Dunaway & Leigh, 2006；Cline & Williamson, 2007）。

上述共识的缺乏，对于汇率失调的幅度并不存在一个公认的测度。① 在中国加入 WTO 后的十年内，② 尽管涌现了大量对人民币失调进行测度的文献，“关于人民币是否被低估的共识至今尚未达成”。③

以上共识的缺乏是由汇率经济学的研究现状造成的：目前学界尚未有被普遍接受的汇率模型。④ 最为广泛应用的有购买力平价理论（PPP）的各种版本和各种宏观基本面方法（macroeconomic fundamentals approaches）。⑤ 两者均给模型设定留下了较大空间，以致用上述方法对人民币失调幅度的测量结果迥异。⑥ 接下来两个小节里我们将在理论层面对上述两类方法进行分析，并对中国加入 WTO 以来的相关估计结果进行回顾。

（一）购买力平价（PPP）方法

PPP 方法通过比较物价水平来直接推导均衡汇率，并估算现实中实际汇率对均衡的偏离；这个偏离幅度实际上也是为克服贸易失衡所需要的调整幅度。PPP 假说以一价定律（law of one price, LOP）为基础，即在不存在贸易障碍和交易成本的情况下，竞争会使得各经济体之间相似可贸

（tradable）商品组合的价格趋于相等。令 e 为名义汇率， P^* 为国外物价指数， P 为国内物价指数，那么在没有汇率失调的情况下，用同种货币计价的同一商品组合在不同的国家将有同样的价格⑦：

$$1) \quad e P^* = P$$

由于物价水平通常以指数形式衡量，实际汇率（ Q ）收敛于某一常数⑧：

$$2) \quad Q = \frac{e P^*}{P} = \text{常数}$$

从长期来看，名义汇率应发生变化以调节价格水平，从而确保上式比值不变。按 PPP 的标准，如果出现汇率失调，那么上述定义的实际汇率将是非平稳的。根据标准贸易理论，这既可缘于对市场的干预导致价格无法均等化，也可缘于汇率操纵导致名义汇率无法自行调整。对 PPP 进行经验评估的核心

① (Cheung, 2012)

② 本节主要考察的阶段。

③ (Almás et al., 2017, p. 19)

④ (Cheung, Chinn, & Fujii, 2010b)

⑤ (Ahmed, 2009; Cheung, Chinn, & Fujii, 2010a; Cheung, Chinn, & Fujii, 2010b; Dunaway & Leigh, 2006; Cline & Williamson, 2007)

⑥ (Cheung, 2012; Dunaway & Leigh, 2006).

⑦ 注：价格指数 P^* 和 P 须衡量商品构成相同且可贸易品—非贸易品比例相等的商品组合。另见第一节的论述。

⑧ 详见 Shaikh (2016, pp. 517-527)

困难在于找到待比较的国家间同一商品篮子的价格指数^①。PPP 方法的另一个根本性困境在于无法判断美元被高估还是被低估的问题（特别是在当前关于人民币失调争论的情境下），因为美元作为计价标准，其汇率永远等于市场汇率。^②

由于现实中的实际汇率并不收敛于任一平稳水平，因此 PPP 假说在经验上无法得到有力的支持^③。因此，学界对该假说进行了若干拓展，以期找到一个更为优良的对平衡贸易均衡汇率（trade-balancing equilibrium exchange rate）的识别。这些拓展通常被归类为拓展版（extended）PPP 方法^④，或加强版（enhanced）PPP 方法^⑤，我们将它们统称为拓展版 PPP 方法。这类方法的最大共同点是通过引进巴拉萨-萨缪尔森效应（Balassa-Samuelson effect）来处理实际汇率对购买力平价的偏离。^⑥

ACT 的论断与 PPP 的不同。后者基于一价定律（Law of One Price, LOP）认为考虑巴拉萨-萨缪尔森效应之后的实际汇率在长期将是平稳的——假定两国商品篮子大体相似。如前所述，PPP 假说在经验上的表现差强人意，因为现实中的实际汇率即使在很长的一段时期内也绝对不是平稳的。ACT 认为实际汇率根据相对实际成本的变动而变动，既然后者可随时间发生变动，实际汇率便不应该是平稳的。从这个角度来看，相对实际成本的不同是生产“篮子”（production “baskets”）不同的体现。因此，为了根据篮子的不同进行调整，我们应该考察实际汇率和背后的实际生产成本的比率，看其是否平稳——经验证据显示：是的！^⑦

（二）宏观基本面（Macroeconomic Fundamentals）方法

① 最简单且备受争议的 PPP 方法当属《经济学人》杂志编制的巨无霸指数（Big Mac index），它试图用只含一种商品——巨无霸汉堡包——的指数来回避这个问题。另见 Shaikh & Antonopoulos, 2012; Shaikh 2016, pp. 528-535

② (Cline & Williamson, 2007)

③ 见(Rogoff, 1996; MacDonald & Ricci, 2001)。实际汇率在短期内不是平稳的，见 (Isard, 1995, pp. 63-65)。尽管它在 10-20 年的期限内会返回到某个“目标值”，但这并不是 PPP 意义上的均衡汇率，见(Engel, 2000, p. 21)。即便它会返回到某个非平稳的均值，其“收敛速度也极度缓慢”见(Rogoff, 1996)。详见 Shaikh and Antonopoulos (2012) and Shaikh (2016, pp. 522-527)。

④ (Dunaway & Leigh, 2006)

⑤ (Cline & Williamson, 2007).

⑥ (Bosworth, 2004; Dunaway & Li, 2005)

⑦ 见 Shaikh 2016, pp. 519, 531 的文本及图 11.6.

宏观基本面方法试图对实际汇率“失调”的程度作出各种不同的识别。

①据此方法决定的汇率通常被称为行为有效汇率 (behavioral effective exchange rates, BEER)。②我们的分析将基于 IMF (2006) 对该方法标准化之后得出的版本。这里我们考察它的三个分支：宏观平衡

(macroeconomic balance, MB) 方法，均衡实际汇率方法 (equilibrium real exchange rate, ERER) 方法，以及外部可持续性 (external sustainability, ES) 方法。

MB 方法倚赖于一个包含众多国家在内跨度几十年的平滑混合样本 (smoothed pooled sample)，在计量上用诸如财政余额、人口增长、产出增长、相对 GDP、经济危机和银行危机等变量来“解释”样本国的经常项目余额，并用回归所得的样本系数估计值 (基于各国的解释变量实际值) 来预测该国应有的经常项目余额，即该国的所谓“经常项目标准值” (CA norm)；最后用所估得的进口和出口弹性来估计“均衡”实际汇率——使得一国实际的经常项目余额等于其“经常项目标准值”的汇率水平。一国的实际汇率与这一均衡汇率之间的偏离则反映该国汇率失调的程度。

简化型 (reduced-form) 的 ERER 也采用了类似的方法，但直接聚焦于模型的汇率估计值。该方法用面板回归来估计实际汇率与一系列如净外国资产、生产率差异、贸易条件、贸易限制等基本面变量之间的关系。由此得到的协整关系与国家层面 (country-appropriate) 的基本面一起定义 ERER 方法的均衡实际汇率，所得均衡与现实中实际汇率的差异则被视同汇率失调的程度。③

最后，ES 方法聚焦于一国经常项目的可持续性。该方法基于经济增长率、通货膨胀率及外部资产和负债的内部收益率，对每个国家均估计一个使得该国净外国资产 (net foreign assets, NFA) 稳定于某个“标杆”水平的 CA/GDP 比值，从而进一步估计出实现这个比值 (均衡) 所需要的实际汇

① 参见(e.g. Ahmed, 2009; Borowski & Couharde, 2003; Chinn & Prasad, 2003; Cline, 2007; Cline & Williamson, 2007, 2010; Dunaway & Leigh, 2006; Dunaway & Li, 2005)

② 参见(Cline & Williamson, 2007)。IMF 在其《CGER 汇率评估方法》(2006) 一文中将类似的方法称作“简化型 (reduced form) 均衡实际汇率”，而 Ahmed (2009) 则把 Cline 和 Williamson (2007) 所称的 BEER 方法归类到拓展版 PPP 方法之下。

③ (IMF, 2006, pp. 13-18).

率。同样地，现实中的实际汇率与这个均衡水平的偏离被用作反映前者的失调程度。^①

（三）汇率失调估计值的不可靠性

考虑到测量汇率失调所面临的困难，学界关于失调程度难以达成共识早在意料之中。实际上，甚至连人民币究竟是被高估了还是低估了也没有共识。图 4 和图 5 分别展示了来源于四篇文献综述收集的基于拓展版 PPP 和宏观基本面方法估算的 2000 年到 2011 年间人民币失调幅度的估计值。^②上述论及的所有超越其简单版本的 PPP 方法都被归类为拓展版 PPP 方法（包括宾大效应，和 BEER 方法的各种版本），所有遵循如上所述宏观基本面方法基本操作过程的方法都被归类为宏观基本面方法（包括 FEER）。正如以前一些文献综述所呈现的那样，使用相似方法进行关于人民币失调幅度的估算，即使估算的是同一个年份，或由同一个作者估算，其结果也往往相去甚远。例如，MacDonald 和 Dias 以同一 BEER 方法测得人民币根据不同的贸易平衡定义应升值 27.3%到 46.6%以实现贸易平衡。^③

所有的文献综述均指向一个共同的事实：关于汇率失调幅度的估计对变量的选择，模型的设定及样本年份和国家的选择都高度敏感。例如，Cheung, Chinn, 和 Fujii^④发现使用同一个拓展版 PPP 方法估计 2009 年人民币的低估程度，如果基于 1990-2009 年的数据来估计结果为 1.6%，如果基于 1980-2009 年的数据则为 38%。此外，关于拓展版 PPP 方法的敏感度分析显示，当去掉一个样本国或者改变代理变量时，由于解释变量的系数估计值会发生变化，中国实际均衡汇率的估计值也将产生巨大的变动。^⑤运用宏观基本面方法的时候，使用了同样方法和类似模型设定的研究也一样会得到差异巨大的估计值。^⑥例如，王^⑦得出人民币仅被轻微低估的结果，而 Goldstein^⑧则估算人民币的低估程度在 15%到 30%之间。我们十分认同

① (IMF, 2006, pp. 18-23).

② (Cline & Williamson, 2007; Dunaway & Li, 2005; Cheung, Chinn, & Fujii, 2010a; Cheung, 2012)

③ MacDonald and Dias (2007)

④ Cheung, Chinn, and Fujii (2010a), 第 20 页

⑤ Dunaway, Leigh, Li 2006

⑥ (Dunaway & Leigh, 2006; Bénassy-Quéré, Duran-Vigneron, Lahrière-Révil, & Mignon, 2004; Cline & Williamson, 2007; Cheung, Chinn, & Fujii, 2010b)

⑦ Wang (2004)

⑧ Goldstein (2004)

Schnatz^①的结论：评估一种货币的“公平价值”（fair value）所采用的方法随着研究者所作模型假设的不同而极大地不同。其中一个核心的困难是对贸易弹性（trade elasticities）的定义，而这一定义决定了汇率升值与经常项目之间的关系。例如，Ahmed^②发现人民币升值 20%会导致四年后中国对美出口下降 4000 亿美元。Cheung, Chinn and Fujii^③则发现同样程度的升值带来的影响只有 500 亿美元。由此可见，对人民币均衡汇率所作估计的稳健性非常脆弱。^④这也导致了严重的统计显著性问题。Cheung, Chinn 和 Fujii^⑤总结道：“一般而言，如果我们在作统计推断的时候遵循标准操作程序来处理样本不确定性问题，在一般显著性水平上并不存在证据表明人民币被严重低估。”IMF^⑥也承认：“尽管计量模型可以抓住实际汇率变动的总体趋势，但其对均衡汇率的估计却不可避免地充满了巨大的不确定性。”

我们认为，各种 PPP 方法和宏观基本面方法在测量所谓人民币失调上的失败（见第四节）并不简单是测量问题，而是因为其理论实质出了问题。这两类方法在测量汇率失调的过程中实际上隐含了 CCT 的前提假设。

就 PPT 方法而言，尽管其理论基础，即一价定律，并不要求贸易平衡，但是它自动默认了李嘉图贸易自动平衡假设。LOP 只是说用于国际交换的商品的价格在不同国家大致相同；这完全可以和不平衡贸易相容，因为一国的出口和进口可以不同，即使两者中的每一个商品都有相同的国际价格。LOP 只有在每个国家用于国际贸易的商品篮子都相同的时候（当然它们一般都不相同）才意味着 PPP 的成立。既然 LOP 并不意味着贸易平衡，那么 PPP 也就不意味着贸易平衡。所以我们不能像汇率操纵论那样用 PPP 作为估算使贸易平衡的均衡汇率的基础。拓展版 PPP 同样假定在长期内存在一个使贸易平衡的汇率稳定均衡值，但用各种不同的宏观基本面变量来解释实际的不平衡——并据此估算使得贸易平衡所需的汇率调整。简单版或拓展版 PPP 都不认为成本竞争力的结构性不同是持续性贸易失衡存在的原因。

上一节论及的三种宏观基本面方法均得出结论认为现实中人民币汇率存在失调甚至被操纵的情况，因为观测到的经常项目余额即使在进行充分产能

① Schnatz (2011)

② Ahmed(2009)

③ 2010a

④ (Dunaway & Leigh, 2006, p. 3; Cheung, Chinn, & Fujii, 2010b).

⑤ (2007)

⑥ 20062006, 第 18 页。

利用 (full capacity utilization) 调整之后也不符合理论上应有的均衡水平。三者均认为研究推算的经常项目缺口可通过实际汇率的适当调整而得以消弭；只要政府对汇率停止干预，这一调整便可自动实现。以上正是 CCT 的核心假设。

CCT 不仅是 PPP 和宏观基本面方法背后的理论依据，同时也是其他几种关于中美贸易失衡的解释的理论基础。

四、关于中美贸易失衡的其他比较成本解释

ACT 认为实际成本差异导致了贸易失衡，同时贸易失衡又被内生资本流动所抵消。这与中美贸易关系相一致。另一方面，CCT 认为贸易会自动实现平衡，贸易失衡必须由诸如外汇干预、美元作为国际储备货币的角色、新重商主义发展政策以及全球性储蓄或货币过剩等外生因素来解释。本节将揭示：上述所有关于持续性贸易失衡的外生性解释最终都依赖于 CCT 的逻辑。

(一) 外汇干预理论

有观点认为：中国及其他国家或地区的政府干预导致了美国的经常项目赤字。① 外汇干预理论经常假设资本流入可以被冲销掉 (sterilized) 因为它们只是代表了对系统的临时“冲击”。例如 Bayoumi 等人②从标准 CCT 假设出发，即认为在不考虑民间金融资本流动的情况下，中国的官方净资本外流会导致中国出现经常项目盈余和美国出现经常项目赤字。然而中国的官方资本外流会降低其资本存量从而导致边际资本产出上升，再而引起民间资本流入，最终抵消一开始的官方资本外流。因此，“在一个市场有效，资本充分自由流动的世界里”，由于民间资本流动的充分抵消效应③，用以冲销经常项目盈余的官方净资本外流将达不到其目的。另一方面，“当资本的流动性不够充分的时候”，一国的官方净资本外流不会被完全抵消，从而会导致其经常项目出现盈余。根据这一 CCT 推理，中国的贸易顺差以及相应的美国贸易逆差是由中国的官方资本流入美国**导致**的。这正是他们对一系列（包括他们自己的）关于官方净资本流动和经常项目余额之间联系的经验发现的解

① (Gangnon, 2017)

② Bayoumi et al. (2015, pp. 147-150, 172)

③ 不同研究表明：冲销 (sterilization) “很难得以实行，有时候甚至会自行溃败”，“当资本具有充分流动性的时候，冲销操作……在资本持续流入的情况下并不能长时间发挥作用”。见 (Jang-Yung Lee, 1997)。

释。因此，“停止官方净资本流动并允许汇率升值将会极大地减少”（172页）中国的经常项目盈余。

我们认为，美国的绝对成本劣势导致了其贸易逆差，该逆差由内生资本流入所冲销。基于这点，中国对美国的净官方资本流动会推高美元的名义汇率。资本流入也会导致美国流动性的增加并使其利率下降到双边套利等价（bilateral arbitrage equality）的水平之下。名义汇率的升值只会短期影响美国的成本劣势，美国的贸易逆差将会重现。另一方面，美国利率的下降会抑制部分来自中国的内生性资本流入。所以外生性资本流入会挤出内生性资本流入，直至净资本流入完全冲销贸易逆差，此时美国的利率低于中国的利率——这正是我们在中美贸易失衡加剧时期所观察到的现象。^①这解释了如前所引的净官方资本流动和经常项目失衡之间的经验联系。值得注意的是，这个 ACT 结果源自美国的成本劣势，而非如 CCT 所宣称的资本市场的不完美。

上述论断基于中国短期资本可自由流动的假设。但是在加入 WTO 的第一个十年内，中国对外资本账户的自由化程度十分有限。^②结果是，为冲销贸易顺差所需的自由市场短期资本外流由于资本管制而受到限制，而我们观察到的官方储备的增加正是弥补这一限制带来的缺口所必需的手段。在这个意义上，中国的外汇干预可以被视为市场机制的**替代**，而非扭曲。^③

（二）美元作为国际储备货币

另一种主张认为是美元作为国际储备货币的角色导致了美国贸易逆差。^④这个“特里芬悖论”（Triffin Paradox）认为由于国外要获取美元作为外汇储备，外生资本流入美国，从而使得美元升值到高于实现贸易平衡的水平，最终导致美国出现贸易逆差。同时，人民币被贬值到实现贸易平衡的水平之下，导致中国出现贸易顺差——这一切都是国际金融市场运作的结果。^⑤这个解释还是基于 CCT 的主张，即外生资本流入会导致美国贸易赤字。^⑥如前一小节所述，我们还是坚持认为外生资本流入会挤出内生资本流入，但并不会消除贸易赤字。这里我们仅补充一点：尽管美元作为储备货币，美国在

① 见 IMF 2019c

② (He, Cheung, Zhang, & Wu, 2012, p. 1).

③ (Harrod 1957, pp. 85-6)

④ 例如 (McKinnon, 2001; Bergsten, 2009).

⑤ (Bordo and McCauley, 2018).

⑥ (Bergsten 2009, p. 20)

1960 至 1970 年间却实现了贸易**盈余**。^①这个证据进一步反驳了上述储备货币假说。

（三）新重商主义发展政策

尽管汇率操纵论指责中国扭曲了国际贸易并损害了全球经济的稳定性，当代重商主义理论则把人民币汇率失调看作是布雷顿森林体系（新旧版本）之下的出口导向型发展策略的一部分。^②这与汇率操纵论仅在如何认识中国操纵汇率的动机上有所不同：汇率操纵论认为中国为了实现贸易盈余而操纵汇率，新重商主义则认为中国是出于促进出口拉动型增长的目的。这两种理论都深深植根于 CCT 的主张，即认为中国的贸易顺差来自其对自由贸易的干预，而 ACT 则认为它来自于其绝对成本优势。我们不禁要问：如果是汇率操纵使得东亚等国实现史无前例的出口拉动型增长，那么为什么第三世界的大部分发展中国家——尤其是非洲、南亚、东南亚和中美洲——一直保持着巨额贸易逆差，而不是简单地靠货币贬值来获取出口竞争优势？^③从我们的视角来看，建立高生产率的出口导向型产业是一个缓慢且昂贵的工业化和基础设施建设的过程。仅靠低工资是做不到的：尽管撒哈拉沙漠以南的非洲地区工资很低，那里的单位劳动成本却一直比中国高，其贸易逆差也持续存在。

④

（四）全球储蓄过剩假说和全球货币过剩假说

新古典理论认为储蓄会从资本富裕国向下（downhill）流入资本贫瘠国。这样的话，中国对美国的净资本流动，也就是“向上”（uphill）流动，这与新古典理论相悖。^⑤本·伯南克（Ben Bernanke）^⑥提出的储蓄过剩观点认为是国外净储蓄的过剩——尤其是中国的——导致了对美的净资本出口，从而导致美国的经常项目赤字。这些过剩的储蓄之所以会流入美国而不是其他发达国家是因为“美元（作为储备货币）的特殊国际地位”。这一假说的后续论断跟上一小节讨论的储备货币假说一样，在此无需赘述。^⑦

① (Shaikh 2016, p. 534, Figure 11.7; McKinnon, 2001),

② 参见(see e.g. Dooley et al., 2003; 2004; 2009).

③ (UNCTAD 2018 p. 17)

④ (Golup et al., 2018).

⑤ Lucas 1990; Skidelsky 2018, p. 336

⑥ Bernanke, 2005

⑦ 应该指出的是，关于上述过剩储蓄的来源存在争议：Ferguson 和 Schularick（见 2011）指出，根据 Kuijs (2005) 和 Wolf (2009) 的研究，中国储蓄的增加来源于其私营和国有企业的留存收益（retained corporate earnings），而非 Bernanke 所说的来源于居民（household）储蓄。这一发现与 ACT 理论完全一致：如果是中国的

Skidelsky^① 提出储蓄过剩假说是“伪凯恩斯主义”（pseudo-Keynesian），因为根据“凯恩斯主义的理论，‘超额储蓄’（excess saving）是投资不足的结果，而非一个独立的因素”（第 331 页）。他自己的“货币过剩”假说^②认为是“美国的在消费和房地产投机领域的过度支出迫使中国不得不维持贸易顺差。是美国经济而非中国经济出现了结构性问题”（第 340 页）。储蓄过剩和货币过剩的观点都是基于 CCT 的资本流动导致经常项目失衡的论断。而 ACT 则认为该因果关系恰恰相反。

五、结论

尽管事实上外汇市场干预、汇率贬值和经常项目失衡三者之间的联系在经验上尚未得以建立，汇率操纵论却始终是美国政策制定者的主要参考依据。大多数研究均致力于通过参照统计方法得到的均衡汇率来估算汇率失调，却未就失调的幅度和方向达成任何共识。

用于估算人民币失调的标准贸易模型，无论是基于拓展版 PPP 方法还是被广泛采用的宏观基本面方法，均植根于李嘉图主义的比较优势理论。汇率操纵论和对汇率失调的测量都依赖于 CCT 的假设，即在没有任何市场干预的情况下，实际汇率的变动会使得贸易余额根据资本账户进行调整。其他关于中美贸易失衡的解释，例如储蓄或货币过剩假说和美元作为国际储备货币的假说，也依赖于这一假设。

之前一些不遗余力地主张美国应阻止中国操纵汇率的经济学家最近采取了更为谨慎的立场。例如，曾于 2010 年提出汇率操纵论且呼吁“对中国及其汇率”采取行动的保罗·克鲁格曼最近则认为美国对中国的贸易逆差并没那么重要。^③现实中的贸易模式与正统贸易理论所推断出来的模式的差距如此之大，以致它已经成为一个急迫的关切点。我们和很多经济学家一样致力于解释这个差距，但我们认为停留在比较成本理论的框架内将无济于事。

基于实际成本差异的绝对成本理论（ACT）认为，即使在国际自由竞争的情境下也是有可能出现持续性贸易失衡的。贸易失衡倾向于催生利率差异并引致与净贸易流动（net trade flows）方向相反的短期资本流动，从而使国际收支得以出清。持续性贸易失衡本身源自实际生产成本的差异：绝对成

成本竞争力导致贸易顺差，那么可以预期到企业储蓄将会增加。

① Skidelsk 2018

② 这个假说与 Bernanke（2005）所称的“美国制造”假说类似。

③ Krugman 2018

本较高的国家倾向于出现贸易逆差并成为国际债务国，而具有价格竞争力的国家情况则相反。外生资本流动和外汇干预只会短暂影响名义汇率而无法长期影响实际汇率和贸易余额，后两者跟实际成本竞争力有关。

附录

图 1

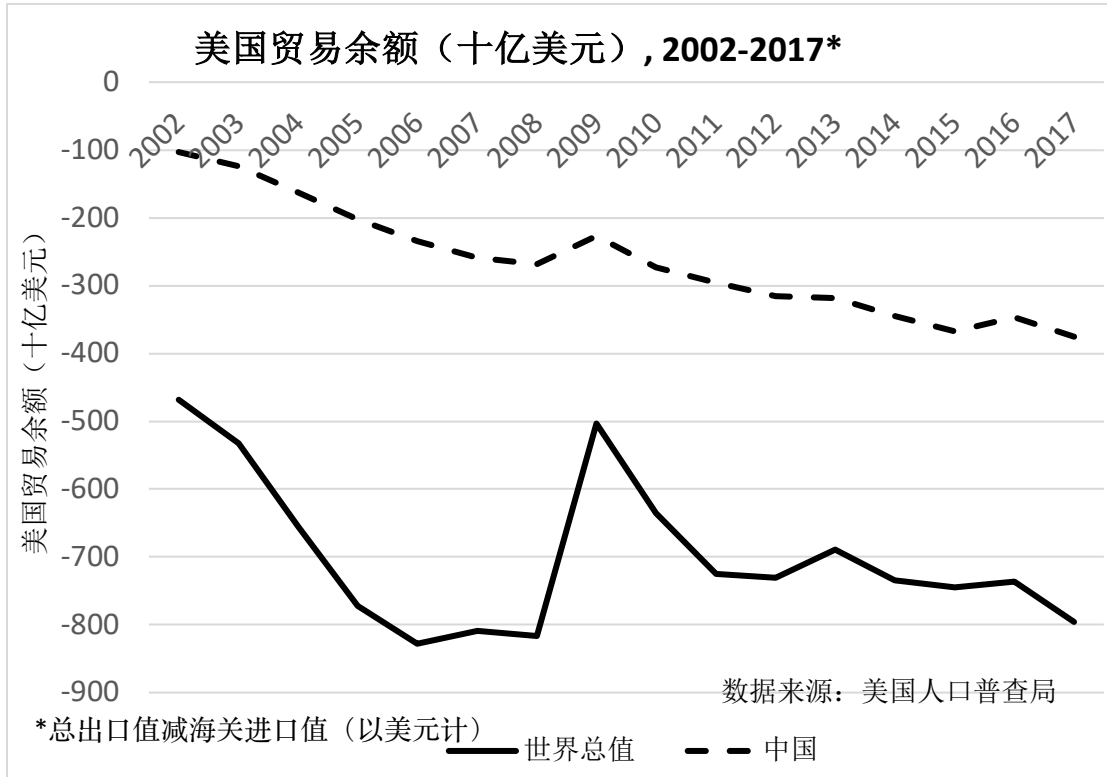


图 2

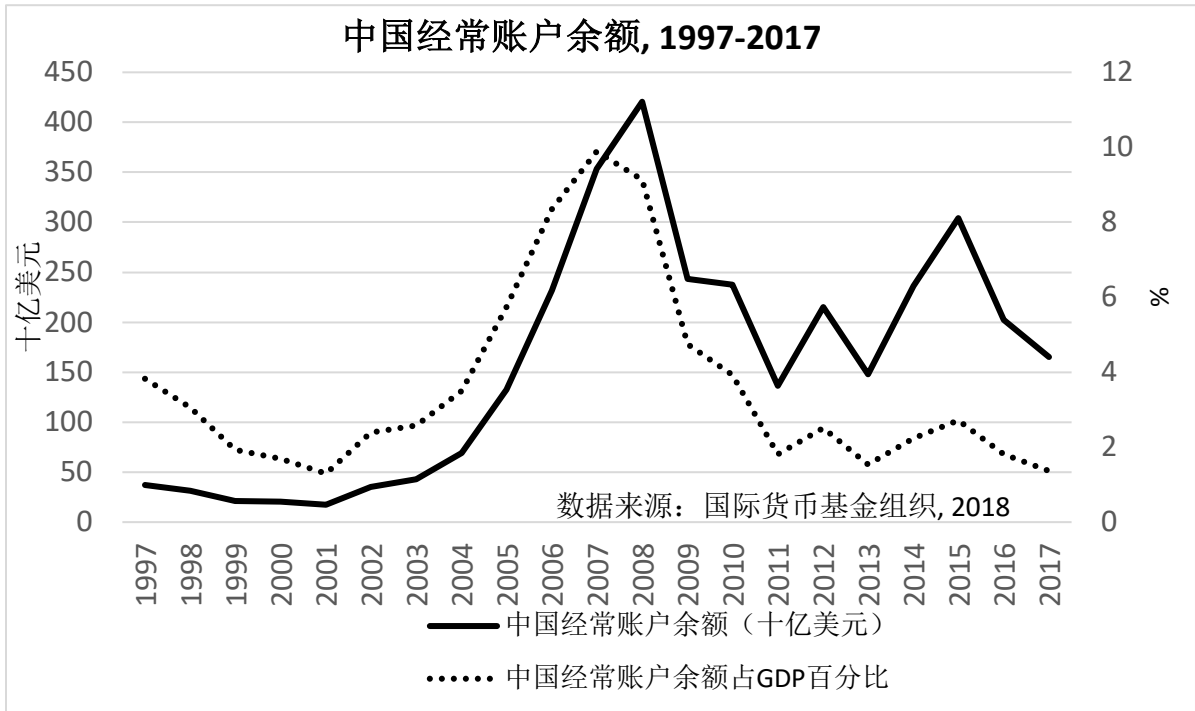


图 3

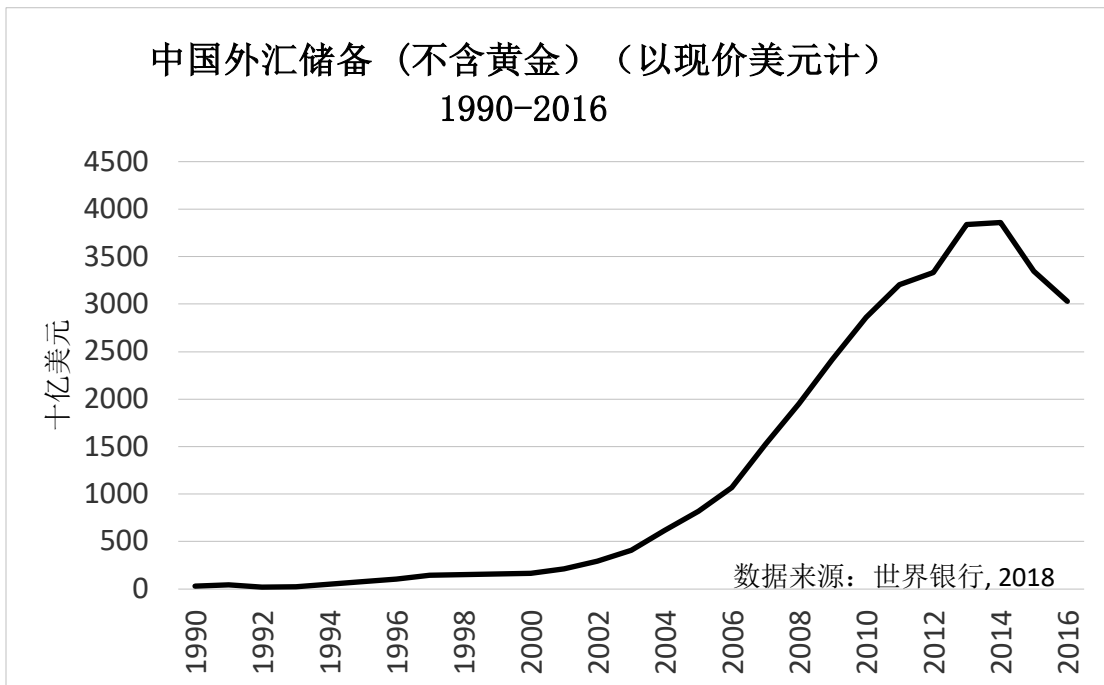


图 4^①

① 图 4 和图 5 基于四篇文献综述中所选研究编制而成(Cline & Williamson, 2007;

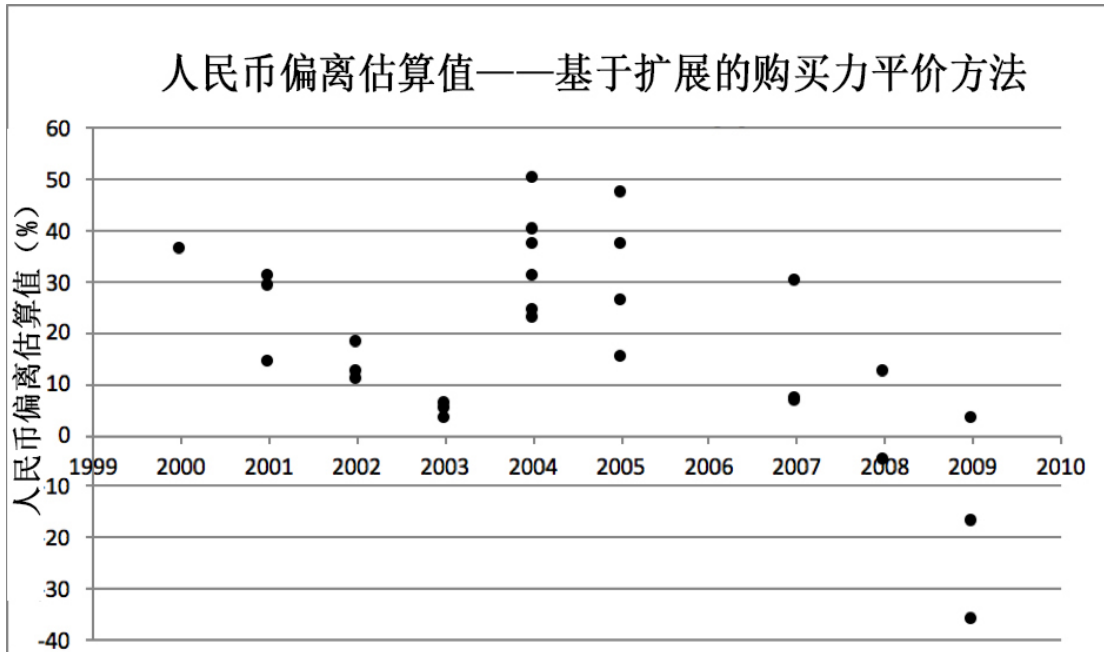


图 5^①

Dunaway & Li, 2005; Cheung, Chinn, & Fujii, 2010a; Cheung, 2012)。如果一个数据来源报告了多个人民币偏离的估算值，那么在散点图中，每个估算值被绘制为一个单独的数据点。如果对人民币偏离的估算是一个范围区间，那么在散点图中，分别以最大与最小值绘制为两个单独的估算值。

① 同上

人民币偏离估算值——基于宏观经济基本面方法

