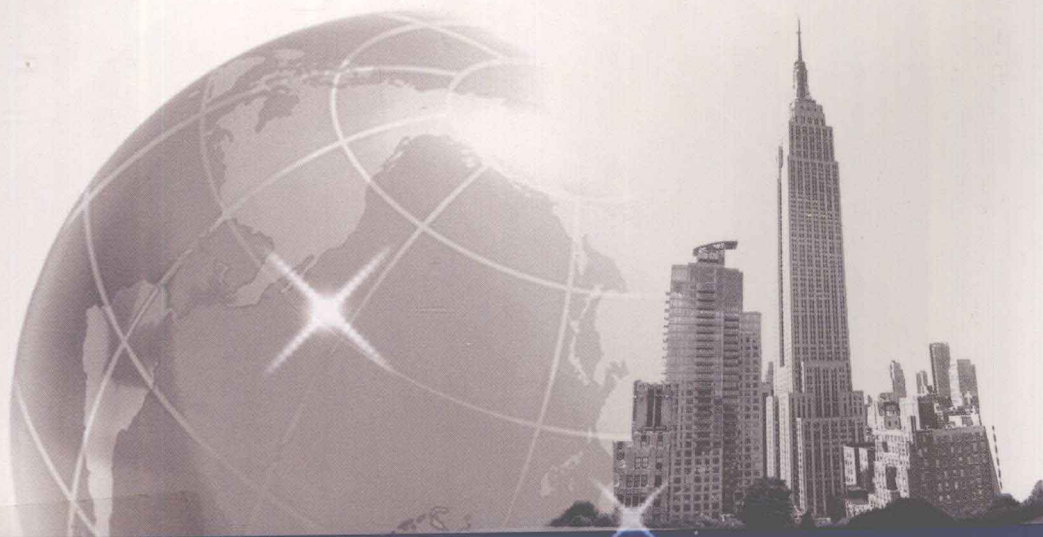


美国贸易与投资研究学术丛书

丛书主编：陈继勇

全球经常项目失衡 问题研究

张天顶 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS
武汉大学出版社

美国贸易与投资研究学术丛书

丛书主编：陈继勇

全球经常项目失衡 问题研究

张天顶 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

全球经常项目失衡问题研究/张天顶著. —武汉: 武汉大学出版社, 2011. 8

美国贸易与投资研究学术丛书/陈继勇主编

ISBN 978-7-307-08898-6

I. 全… II. 张… III. 国际收支—研究—世界 IV. F810.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 140741 号

责任编辑: 刘 阳 责任校对: 黄添生 版式设计: 马 佳

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 武汉市宏达盛印务有限公司

开本: 720 × 1000 1/16 印张: 10.75 字数: 152 千字 插页: 3

版次: 2011 年 8 月第 1 版 2011 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-08898-6/F · 1579 定价: 25.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

作者简介

张天顶，男，生于1978年3月，吉林乾安人，经济学博士，现为武汉大学经济与管理学院讲师，曾受国家留学基金委全额奖学金资助前往法国奥弗涅（Auvergne）大学国际发展研究院学习。主要研究方向为宏观经济学与发展经济学，主讲宏观经济学、微观经济学以及国际贸易理论等课程。近年来，负责主持国家自然科学基金项目1项，负责主持教育部人文社会科学项目1项，参与研究多项国家自然科学基金项目、国家社会科学基金项目、教育部人文社会科学重点研究基地重大项目以及国家发展与改革委员会重大研究项目等，在《世界经济》、《金融研究》、《数量经济与技术经济研究》、《世界经济研究》、《国际金融研究》等国内核心学术期刊发表学术论文十余篇。

本书的出版得到了以下项目资金资助：

1. 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“美国双赤字与世界经济失衡”
(项目编号：07JJD790142)。
2. 教育部人文社会科学基金项目“全球经常项目失衡与国际金融危机”
(项目编号：09YJC790201)。
3. 教育部人文社会科学研究项目“通货紧缩的风险测量以及应对政策研究”
(项目编号：09YJC790202)。

内 容 提 要

近些年，全球经常项目失衡问题成为经济研究者、国际机构和各国中央银行经济学家以及商务经济研究报告竞相研究的热点问题。当前的全球经常项目失衡主要表现为美国经常项目的巨额赤字以及一些国家主要是新兴亚洲经济体与之相对应的经常项目巨额盈余。自从 1997 年，全球经常项目失衡问题逐渐凸显，伴随着美国经常项目巨额赤字的持续加剧，解决当前全球经常项目失衡问题已经提升到世界经济中各主要经济体宏观经济调整的日程。至少从 20 世纪 90 年代中晚期以来，全球经常项目失衡问题就一直在国际货币基金组织所发表的各期《世界经济展望》中被视为影响未来全球经济活力的主要风险。而著名经济学家 Obstfeld 和 Rogoff 在研究美国的经常项目巨额赤字问题时则明确指出任何冷静的政策制定者或者是金融市场的分析家应该将美国经常项目赤字当做悬在全球经济上方的一把达摩克利斯剑。

2007 年，全球经常项目失衡问题的严重性变得更加突出，国际金融市场动荡对于多年累积的全球经常项目失衡问题的有序解决带来了全新挑战。2007 年 8 月，美国次级抵押贷款市场出现危机，次级抵押贷款危机（简称为次贷危机）随后不断蔓延并且已经波及美国住房按揭贷款、商业房地产以及公司的债务市场。尽管在发达国家中仅仅是美国处于次贷危机的震中，但是其他国家的一些金融机构也不断受到波及。根据国际货币基金组织 2008 年 4 月的《全球金融稳定报告》，美国次贷危机不断扩大和深化以及持续的后续效应带有深厚的金融体系和宏观经济影响。美国次贷危机所引发的金融动荡，尤其是对资产担保证券的冲击，影响着为全球经常项目失衡提供融资的国际资本流动。美国次贷危机所带来的金融动荡导致

美国净投资组合资本流入不断减弱，这意味着对美国经常项目巨额赤字提供融资的资本持续流入的前景堪忧。可以说，美国次贷危机所引发的国际金融市场动荡影响着当前全球经常项目失衡的有序调整。

现有针对全球经常项目失衡问题的研究大体可划分为两大类型：一种类型的研究认为全球经常项目失衡构成了全球经济和金融稳定的严重风险，已经将世界经济推向了危险处境；而另外一种类型的研究认为当前全球经常项目失衡是经济和金融全球化的副产品和自然属性。在处于全球经常项目失衡中重要一方的美国国内，研究者们对于美国经常项目巨额赤字问题的相关观点也呈现着明显的差异：擅长于国际金融问题研究的经济学家们认为它会导致金融危机发生，随之而来的就是痛苦的或许是漫长的经济衰退；而专于宏观经济问题研究的经济学家们恰恰相反地认为美国经常项目赤字所引致美元贬值不是一种危机，而是加速经济增长的一种机遇。

在全球经常项目失衡背景下，中国经常项目的长期盈余问题不断凸显，成为国际社会在探讨当前全球经济发展及远景展望时经常要提及的问题。尽管研究者们对于当前全球经常项目失衡问题的研究不断推进，当前全球经常项目失衡问题研究尚存在许多开放性问题值得研究者们进行深入探讨。例如，在可能影响经常项目收支的众多经济因素中，到底哪些因素对于当前全球经常项目失衡具有显著的影响作用；哪些因素会引致当前全球经常项目失衡的调整；全球经常项目失衡的调整会与哪些宏观经济因素密切相关；全球多边框架在全球经常项目失衡调整中能发挥哪些作用以及在中国经常项目长期盈余的影响因素中有哪些因素需要引起政策制定者的特别注意等。带着这些问题，本书针对当前全球经常项目失衡问题进行了一系列研究。

总 序

经济全球化是当今世界经济发展最重要的特征之一，它深刻影响着各国经济和整个世界经济的发展。国际贸易和投资的一体化既是经济全球化最重要的推动力量，也是其最主要的内容，而经济全球化的不断深化反过来又大大促进了国际贸易和投资的发展。美国作为世界头号经济强国，不仅是经济全球化的积极倡导者和推动者，还是全球最重要的贸易国和投资国。多角度深入研究经济全球化背景下美国的贸易与投资，不仅有助于我们准确把握美国经济和世界经济未来走势，而且对于我国进一步扩大开放，实施互利共赢的开放新战略，提高开放型经济水平都具有重要的理论和现实意义。

正所谓“他山之石，可以攻玉”，美国经济和世界经济研究的落脚点还是指导中国经济的发展。改革开放 30 多年来，中国经济始终保持了快速增长，综合国力显著增强，人民生活水平大幅提高，特别是 2001 年加入 WTO 后，中国加快了融入世界经济的步伐，目前已成为世界第四大经济体和第三大贸易国，对世界经济的影响力和辐射力不断加强，同时世界各国经济变动对中国经济的冲击也日益显著。面对新时期的新问题，中国必须更为成熟稳健地迎接新的机遇和挑战，而对美国贸易和投资的系统研究无疑会给中国参与国际竞争与合作提供有益的参考和借鉴。

美国作为世界上最大的发达国家，既是全球最大的消费市场，同时又是最大的对外投资国和投资东道国，在国际贸易和金融体系中居于中心地位，其对世界各国经济、国际贸易和投资均产生巨大影响，对美国经济各方面的深入研究是中国趋利避害，应对经济全球化变革的必要条件。改革开放以来，中美两个大国保持着密切的

经贸关系，在贸易、金融、投资、技术等方面有着全方位的合作和巨大的共同利益，两国经贸关系不仅对双方的国内经济，而且对世界经济都有着深远的影响。目前，两国经贸交往中虽存在一些问题，如两国经常项目收支失衡，各类贸易摩擦不断等，但共同利益大于分歧，解决这些问题的方法和途径仍有待进一步研究和探索。

武汉大学世界经济专业是国家重点学科，长期致力于世界经济领域的学术研究和相关人才的培养，取得了丰硕的成果。武汉大学美国加拿大经济研究所是全国高校首批成立的外国问题研究机构之一，是国内专门研究美国经济的著名研究机构。此次出版的《美国贸易与投资研究学术丛书》的作者主要是世界经济学科的年轻学者和新近毕业的博士，他们都接受了系统的现代经济学的严格训练，对当前世界经济和美国经济的研究动态和研究前沿有较全面的了解，对各种流行的经济学分析方法有较熟练的掌握。这些著作都是他们多年来从事学术研究的成果，他们以严谨、规范的学术态度展现了他们对美国贸易与投资的独特见解。虽然有些观点还不尽成熟，但其中所闪耀的思想火花必将引发人们进一步探索和研究的熱情。

中国美国经济学会会长

中国世界经济学会副会长

武汉大学经济与管理学院院长

武汉大学美国加拿大经济研究所所长

陈继勇

2008年12月3日于珞珈山

目 录

引 言	1
一、研究的背景及意义	1
二、文献综述	7
三、论文的研究方法	12
四、研究思路和主要内容	13
五、本书的创新及有待进一步研究的问题	15
第一章 全球经常项目失衡问题的理论回顾	18
第一节 经常项目的常用表达式	18
一、国际收支会计记录下的经常项目	18
二、经常项目的其他表达式	19
第二节 经常项目的理论基础	22
一、传统的国际收支理论分析	22
二、跨期方法下的经常项目理论分析	24
三、跨期方法下经常项目收支的影响因素	26
第三节 多种视角下的全球经常项目失衡	33
一、储蓄-投资关系与全球经常项目失衡	34
二、“双赤字”假说与全球经常项目失衡	36
三、“全球储蓄过度供给”与全球经常项目失衡	39
四、“复活的布雷顿森林体系”与全球经常项目失衡	42
五、新经济与全球经常项目失衡	43
六、基于统计视角下全球经常项目失衡	44
第四节 全球经常项目失衡的调整及政策建议	46
一、关于是否需要调整的争论	46

二、关于是否“美国制造”的争论	47
三、汇率与失衡调整	48
四、结构政策与失衡调整	49
第二章 全球经常项目失衡及其影响因素	51
第一节 全球经常项目失衡的发展概况	51
一、全球经常项目失衡的内涵	51
二、全球经常项目失衡的概况	52
三、全球经常项目失衡的主要特征	56
第二节 全球经常项目失衡影响因素的多元分析	58
一、模型和研究方法	59
二、相关变量及数据	60
三、实证研究结果	63
四、主要结论	69
第三节 FDI 对全球经常项目失衡的影响作用: 以东亚经济体为例	72
一、东亚经济体 FDI 流入与经常项目状况	74
二、FDI 影响经常项目收支的作用机制	75
三、FDI 影响经常项目收支的实证研究	79
四、主要结论	85
第三章 全球经常项目失衡的调整	88
第一节 经常项目收支调整的国际经验	88
一、相关文献回顾	89
二、调整期间的确定和数据	94
三、经常项目收支调整的动态	95
第二节 引致经常项目失衡调整的经济因素	102
一、实证研究的回归模型	102
二、实证研究的回归结果	103
三、对中国经常项目收支调整的启示	106
第三节 宏观经济因素与经常项目失衡的调整	107

一、相关文献回顾·····	109
二、模型和基本方法·····	111
三、实证研究结果·····	113
四、主要结论·····	117
 第四章 全球经常项目失衡与国际货币基金组织的作用·····	119
一、国际货币基金组织的起源及其宗旨·····	120
二、基金组织职责以及面临的挑战·····	121
三、基金组织对全球经常项目失衡的作用·····	128
四、小结·····	130
 第五章 预防性储蓄与中国的经常项目盈余·····	132
一、经常项目的理论模型·····	133
二、预防性储蓄与经常项目的实证研究·····	136
三、主要结论及对中国的启示·····	137
 参考文献·····	139
后 记·····	162

引言

一、研究的背景及意义

(一) 研究的背景

近些年来，全球经常项目失衡 (Global Current Account Imbalances) 一直是经济问题研究者、国际机构和各国中央银行经济学家以及商务经济报告竞相关注的焦点问题之一。研究者们也常常采用“全球不平衡” (Global Imbalances) 以及“全球宏观经济失衡” (Global Macroeconomic Imbalances) 等相关术语来称谓该项经济问题。所谓“全球经常项目失衡”就是指以美国为代表的发达国家经常项目赤字以及主要是中国等亚洲新兴市场经济体经常项目的对应盈余。

自 2003 年以来，全球经常项目失衡成为一个日益重要的问题，主要原因在于 2002 年以来美国经常项目赤字额的规模变得越来越大，到 2006 年它占美国 GDP 的比重约为 7% (Lin, 2009)。金融危机爆发以前，全球经常项目失衡是世界经济运行中主要的“经济恶棍” (Caballero, 2010)。根据 IMF (2007) 数据，2006 年美国经常项目赤字额为 8567 亿美元，这个巨额赤字使得美国成为当今全球经常项目失衡的重要一极。在 2006 年年底，美国经常项目赤字额占据世界 GDP 的 2%，美国净负债占世界总产出的 8%。2006 年其他国家或地区经常项目收支情况如下：欧元区经常项目赤字额为 291 亿美元，日本经常项目盈余额为 1704 亿美元，其他发达经济体经常项目盈余额为 1522 亿美元，新兴工业化亚洲经济体经常项目盈余为 870 亿美元，中国经常项目盈余额为 2385 亿美元。受金融危机的影响，世界范围内一些主要国家或地区的储蓄和投资方式都发

生了显著变化,经常项目失衡的绝对额相对有所降低,但是全球经常项目失衡问题并没有就此终结,而成为当前经济学家和经济政策制订者所面临的最复杂的宏观经济问题(Blanchard & Milesi-Ferretti, 2009)。

伴随着日益凸显的全球经常项目失衡成为世界经济发展中的一个重要特征,中国经常项目盈余问题颇受国际社会的关注。原因主要体现在以下几个方面:其一,中国成为经常项目盈余国中重要一极,从中国经常项目盈余额与美国经常项目赤字额的相对比率来看,根据IMF(2007)数据在2000年该比率约为5%,而在2006年该比率则上升至27.84%,并且该比率是在美国赤字额不断扩大情况下大幅度增加的;其二,从双边经贸关系来看,中国对美国贸易盈余额不断扩大,在美国国内认为中国政府利用出口促进政策和故意低估人民币汇率来谋取贸易盈余的观点颇有影响力。

同以往国际经济中所出现的国际收支失衡问题相比,当前全球经常项目失衡呈现出以下几个主要特征:

1. 美国经常项目出现前所未有的巨额赤字

20世纪80年代中期,美国经常项目出现程度较重的赤字,随后在1991年经常项目出现短暂平衡,此后美国的经常项目就持续赤字并且其赤字规模不断扩大。2005年后美国经常项目赤字额已经超过7000亿美元,在2006年美国经常项目赤字额占GDP的百分比为6.5%。Obstfeld和Taylor(2004)的研究表明了即使是在19世纪晚期美国处于兴起阶段其经常项目赤字额占GDP百分比也没有超过4%。目前美国经常项目赤字创下19世纪晚期以来前所未有的历史纪录,而且基于绝对量的比较来看美国经常项目赤字额吸收了世界现存的全部外部盈余额的75%。

2. 新兴亚洲经济体经常项目出现盈余

按照相关经济学理论,发展中国家理想的国际收支结构是经常项目赤字而资本项目盈余。但是,当前的全球经常项目失衡的一个重要体现就是发展中国家尤其是新兴亚洲经济体经常项目处于盈余状态,并且盈余状态持续时间相对较长。新兴亚洲经济体的经常项目盈余与这些经济体所选择的经济发展战略是不无关系的。在东南

亚金融危机中，东亚经济体发现自身持有较少的流动性国外资产在防止金融市场恐慌方面往往力不从心，甚至受制于人。于是东亚经济体逐渐意识到不断增加的流动性是应对经济危机一种重要的“自我保护”。在“自我保护”发展战略中，许多经济学家建议将流动短期负债转化为流动性较弱长期负债，但是绝大多数亚洲经济体选择通过提高本国外汇储备来增强“自我保护”能力。这样，新兴亚洲经济体为积累外汇储备，不得不保持着对储备货币发行国美国的贸易盈余。

3. 全球经常项目失衡的多边性与分散化

当前全球经常项目失衡是包括美国、中国、日本以及欧元区大国经济在内的国际收支失衡。第二次世界大战之后世界范围内国际收支失衡主要是双边的，首先是美国和欧洲，之后是美国和日本以及后来的美国和石油输出国。当前的全球经常项目失衡具有多边性，赤字方主要为美国而盈余方则包括了欧洲、石油输出国、日本、包括中国在内的发展中亚洲经济体以及拉丁美洲国家。而对于经常项目盈余国家数量来说，当前的全球经常项目失衡比 20 世纪 80 年代国际收支失衡要分散些。在 1985 年三个国家日本、德国以及荷兰占当时全球经常项目盈余的 50%，2005 年日本、中国、德国、沙特阿拉伯以及俄罗斯五个国家占据全球经常项目盈余的 50%。

(二) 研究的意义

全球经常项目失衡是当前世界经济运行中一个突出特征，已经成为影响世界经济健康发展的重要隐患。至少从 20 世纪 90 年代中晚期以来，全球经常项目失衡问题就一直被国际货币基金组织所发表的各期《世界经济展望》视为影响未来全球经济活力的主要风险。而著名经济学家 Obstfeld 和 Rogoff(2005) 在研究美国的经常项目巨额赤字问题时则指出任何冷静的政策制定者或者是金融市场的分析家应该将美国经常项目赤字当做悬在全球经济上方的一把达摩克利斯剑。

早在 2005 年 10 月 16 日，在中国召开的第七届 20 国集团财政部长和中央银行行长会议围绕“全球合作：推动世界经济平稳有序

发展”主题，大会的联合公报强调指出“不断扩大的全球经常项目失衡风险正在蔓延，这将加剧不稳定性并进一步恶化全球经济的脆弱性”。世界经济论坛在 2007 年全球风险网络报告中指出尽管从 2002 年以来美元贸易权重的实际汇率贬值了 23%，但是为了限制不断扩大的美国经常项目赤字状况美元仍会继续贬值，该报告认为美国经常项目赤字以及美元币值下降是全球经济的核心风险之一。可见，全球经常项目失衡已经成为影响当前世界经济发展的一个突出问题，对全球经常项目失衡问题的研究显然在经济全球化背景下具有重要的研究意义。

从理论方面看，国际收支决定理论是国际宏观经济学或者国际经济学一个重要的研究方面，现有流行的中高级教科书对于一国国际收支失衡以及如何应对失衡都有规范的理论分析。但是，现有教科书上的理论分析还不能很好地解决当前全球经常项目失衡这个涉及面广、关系各方利益的复杂问题。例如，Obstfeld 和 Rogoff 在其全球流行的《国际宏观经济学基础》教科书中提供了建立在消费者和企业跨期最优行为基础上的经常项目模型的综合版本，在多期的小国经济不存在代理人借款限制、消费者主观贴现因子不等于世界贴现因子以及世界利率可变的条件下，经常项目是由产出、投资和政府支出与这些变量持有水平下的值进行比较而综合决定的。而对于处于全球经常项目失衡的一方的美国，其 GDP 约占全球总产出的三分之一，其资本市场市值约占据全球资本市场市值的二分之一，像这样的“大国经济”处于失衡中，研究者应用“小国经济”假定所得到的基本结论以及据此在分析问题中得到的政策建议还不适用于现实经济运行情况。

从时代背景看，对经常项目失衡问题的研究对深化认识当前全球性金融危机有着积极的意义。全球经常项目失衡与本轮金融危机有着紧密联系，两者发展变化都与两个经济体——美国和中国所采取的经济政策密切相关 (Belke & Gros, 2010)。随着美国次贷危机逐渐演化为全球性金融危机，研究者们针对本轮金融危机的起因、传导机制以及其对实体经济冲击等问题进行深入研究。对于引起当前全球金融危机的原因，以下一些影响因素取得广泛的共识：美国

和欧洲金融部门中薄弱的监管环节、扭曲的激励机制以及金融机构的高杠杆率。而另外一个重要因素，即无法有效控制的全球经常项目失衡，也日益受到研究者的重视（Caballero，2009）。例如，Hust（2008）强调指出起源于美国次级抵押贷款市场的全球金融危机是美国外部失衡不可持续性的后果；而 Smaghi（2008）认为本轮全球金融危机背后的宏观经济根源则是过去十年间全球经常项目失衡的加剧。

从指导经济实践方面看，全球经常项目失衡对中国的影响以及相关对策研究在指导我国宏观经济政策制定或调整方面意义相当重大。对于应对全球经常项目失衡问题的政策调整，美国国内一些研究所给出的原因分析是从外因角度着手的，例如全球储蓄过度供给、亚洲经济体干预汇率等论断以及针对中国所提出的人民币汇率显著升值的论调，这些单纯从一个或两个角度出发将问题归咎于他人并进而得出相关政策建议对于解决当前全球经常项目失衡问题来说显然不能很好地解决问题。从国内学者现有政策类研究结果来看，全球经常项目失衡对中国经济会产生较大的影响，中国经济对外失衡甚至出现“双顺差”现象是中国经济结构失衡的体现，对于此问题深入研究为国家在今后中长期应用相关宏观经济政策调整经济结构显然具有重要的意义。经济学家林毅夫（2009）指出人民币汇率问题不是全球经常项目失衡的主要原因，全球经常项目失衡是中国和美国两国的结构性问题体现，需要中期、长期政策予以应对。从国内学者研究结果来看，经济学家余永定（2007）指出全球经常项目失衡对中国经济会产生较大的影响，中国经济对外失衡是经济结构失衡的体现。因而，对于此问题深入研究为国家在中长期内应用相关经济政策促进经济结构合理调整具有重要意义。

从国际经济协调方面来看，针对全球经常项目失衡问题的深入研究有助于明确中国在国际经济协调所应当发挥的作用。在国际货币基金组织最新改革中所推出的多边磋商机制为成员们讨论关键经济问题提供了新的论坛。目前，全球经常项目失衡问题成为国际货币基金组织多边磋商的一项重要议题。包括中国、欧元区、日本、沙特阿拉伯以及美国在内的五个经济体针对全球经常项目失衡问题