

丁骋骋 / 著 ◀

JINRON TIXI JIEGOU CHAYI
YU GOJI SHOUZHISHIHENG

金融体系结构差异 与国际收支失衡



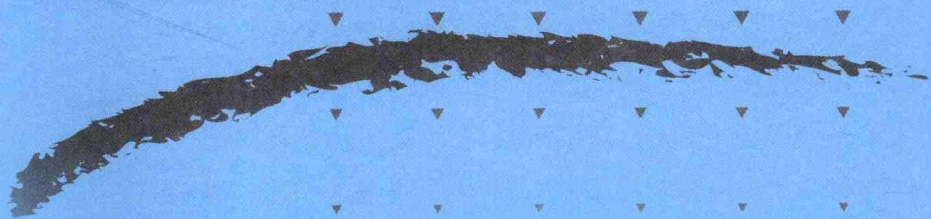
 復旦大學出版社

教育部人文社会科学重点研究基地重大项目资助出版
浙江省社科联省级社会科学学术著作出版资金资助出版

丁骋骋 / 著

JINRON TIXI JIEGOU CHAYI
YU GOJI SHOUZHISHIHENG

金融体系结构差异 与国际收支失衡



复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融体系结构差异与国际收支失衡 / 丁骋骋著. —上海:
复旦大学出版社, 2009. 6

ISBN 978-7-309-06640-1

I. 金… II. 丁… III. ①金融体系—结构—研究—世界
②国际收支—经济失衡—研究—世界 IV. F810.4 F831.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 077519 号

金融体系结构差异与国际收支失衡

丁骋骋 著

出版发行 复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 邮编: 200433
86-21-65642857(门市零售)
86-21-65100562(团体订购) 86-21-65109143(外埠邮购)
fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

责任编辑 徐惠平

出品人 贺圣遂

印 刷 句容市排印厂
开 本 890×1240 1/32
印 张 9.625
字 数 213 千
版 次 2009 年 6 月第一版第一次印刷

书 号 ISBN 978-7-309-06640-1 / F·1489
定 价 20.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

代 序

——从历史视角看世界经济失衡

自 2007 年美国次贷危机全面爆发以来,美国国内的金融局势日渐恶化,终于演变成一场危及全球的金融危机。“冰冻三尺非一日之寒。”从本质上讲,这场危机是世界经济长期失衡的一次总爆发。

自 2001 年以来,世界经济的失衡主要表现为美国国际收支经常性项目的巨额贸易逆差和债务的迅速增加,以及新兴国家或地区对美国巨额的贸易顺差。当前的世界经济失衡主要以国际收支失衡为特征。正是美国的巨额逆差而又“疯狂花钱”的消费意愿,导致了美国国内的“繁荣断层”和全球经济结构的恶化,使被美国“绑架”在全球产业链最下端的新兴国家或地区也深受其害。要认清美国的金融危机,必须在宏观的框架下理解世界经济失衡,而认清世界经济失衡,也不得不从历史的视角来看待这种失衡状况。自从 19 世纪末以来,世界经济共经历过多次失衡,而每一次失衡都对世界经济格局产生了重大的影响。

（一）金本位时期的世界经济失衡（1880—1914）

第一次世界经济失衡发生在19世纪末到一战前,在这个时期,国际货币体系确立了以英国为首的国际金本位制度。从1880年开始一直到1914年,国际贸易与跨国资本流动得到了快速发展,让人感觉“第一次全球化来得猝不及防”。在这三四十年的全球化过程中,资本从发达国家流向发展中国家,迅速产生了大量的境外债务和资产,以及长期贸易失衡。大量的私人资本从当时世界上的中心地区——西欧国家,流向移民国家——美国和澳大利亚,用于在当地投资、建设铁路等基础设施,购买这些国家的债券。最高时期,英、法、德拥有的平均顺差都高达GDP的9%;资本输入国,如阿根廷、澳大利亚、加拿大,平均经常账户逆差为GDP的5%。1914年英国是境外投资的最大主体,达到全球境外投资总额的50%,其次是法国为22%,再次是德国为17%。

第一次全球化产生的经常账户失衡很难得到明确的解释。虽然很多人认为此次世界经济的失衡来自对外投资的高收益率,但Paul Leroy-Beaulieu的研究表明,当时内外投资收益率差别不大,1900年英国虽然比对手国家的海外投资效率更高,但是依然小于本国的投资收益率。为什么在国外收益率不高的情况下,还愿意对这些新兴国家投资? Kennan认为对外投资的一个重要原因是银行的利益驱动作用,比如法国

银行通过出售国外债券给国内投资者可以收取很高的手续费；对外投资的另一个原因是政府扩张世界影响力的结果，因为对外资本输出可以增加本国的世界影响力，可以起到军事扩张难以达到的效果。

一战前的资本转移引起的世界经济失衡，通过金本位制下的“物价—金币流动机制”得到平稳调整，同时许多资本接收国是英联邦国家，这些国家的政府可以提供担保，这也是失衡平稳调整的一个原因。当然，1914年之前的世界经济失衡调整并不是都令人满意的。例如当时英国向拉丁美洲输出了大量资本用于建设铁路和开采金银矿，但几次由于拉美国家无法偿还债务，迫使英法等国停止了对这些国家的资本输出。

（二）金汇兑本位时期的世界经济失衡（1915—1979）

一战期间，各国禁止黄金出口，私人资本流动下降，金本位制度瓦解。一直到了1926年，世界主要国家采用了一种金本位的变形——金汇兑本位制，即世界上的其他国家外汇储备以美元、英镑、法郎的形式持有，美国、英国、法国则持有黄金。当一个国家发生逆差时，可以用外汇储备和黄金来平衡。1929年的经济大萧条，使金本位制度破产。

1944年，布雷顿森林体系建立。美国作为最大的黄金储备国家采取35美元对1盎司黄金的固定兑换比例；世界上其他国家采用可调整的钉住美元制度，并将美元作为国际储备和国际支付手段。在1959—1971年，布雷顿森林体系运行良好，美国保持长期的经常账户顺差，对外进行了大量投资。与此同时，欧洲国家和日本采取真实汇率低估的办法，促进出

口,拉动本国经济发展,积累越来越多的美元。1961—1967年,欧洲和日本持有大量可以兑换成黄金的美元,“悬突额”(Overhang)越来越高,促使美元对黄金的兑换比例发生变化。与之同时,越南战争升级,美国实行扩张性的货币政策和财政政策,加剧了美国的逆差,导致欧洲储备的美元越来越多。在“特里芬两难”作用下,经过三次美元危机和补救后,终于导致布雷顿森林体系于1973年瓦解。

布雷顿森林体系崩溃以后,世界上的主要国家采取有管理的浮动汇率制度。政府通过行政手段稳定外汇市场和平衡汇率。1970年代后期美国通过扩张政策防止经济萎缩和失业,导致1977—1979年的逆差高达GDP的2%,而联邦德国和日本拥有大量顺差,大量资本逃离美国,引起美元急剧贬值。欧洲国家经济衰退和通胀、第二次石油涨价加重了美元贬值压力,1979年9月美联储采取了提高存款准备金率等措施改善美元状况。

(三) 牙买加体系时期的世界经济失衡(1980—)

布雷顿森林体系崩溃以后,国际上为建立一个新的国际货币体系进行了长期磋商,1978年新的国际货币体系——牙买加体系建立。黄金不再是各国货币的平价基础,以美元为首的多种货币作为储备货币,实行汇率制度多样化。从牙买加体系建立到1980年代,美国始终没有摆脱巨额逆差、高额财政赤字和低储蓄率的困境。1987年美国经常账户赤字占当年GDP的3.4%。随后美国经常账户赤字趋势逆转,并于1991年走出逆差,实现了轻微盈余。

1987—1991年的逆差调整是通过美元贬值实现的,这就

是著名的“广场宣言”。在这次调整中,美国贸易条件并没有变化,逆差下降对美国和世界经济几乎没有什么影响,人们普遍担心的“硬着陆”并未发生^①。在逆差下降的两年前,也就是从1985年第二季度起,美元开始贬值,到1991年第二季度,美元贬值了40%。在调整期间,美元贬值使进口品价格上升并引起通胀,一直到1990年,通货膨胀率为6%。但美元贬值没有引起GDP大幅下降,也没有导致失业率急剧提升。

1991年后,美国经常账户余额消失,逆差迅速扩大。2006年经常账户逆差占美国GDP的比例高达6.4%,几乎是1980年代逆差峰值的两倍。全球经常账户赤字的绝大部分集中于美国,2004年它的经常账户赤字大约占全球赤字总额的75%,相当于全球GDP的1.6%。顺差国则主要是新兴国家和地区,特别是中国、日本、石油出口国等的顺差占到美国经常账户逆差的95%。

毫无疑问,21世纪之后的世界经济失衡主要表现为国际收支失衡,它是美国和东亚各国共同造成的。首先是奉行出口导向政策的亚洲经济体依靠廉价出口商品积累了巨额的外汇储备,并通过购买美国的资产不断使资本大规模回流美国,使美国能够依赖亚洲的巨额储备来维持过度消费、抑制通胀和实现低成本融资。正是通过这种“劫贫济富”效应,在一定时期内形成了美国和亚洲的共生,也拉动了世界经济的增长。但随着美国财政赤字持续恶化、私人储蓄持续降低,国家债务越来越多,越来越多的人热衷于花“明天的钱”,越来越多的金

^① 有很多学者认为美元贬值、日元升值导致了日本20世纪70年代末泡沫经济的破灭,以及后来的长期经济衰退。

融机构沉迷于金融创新的虚拟经济幻境中时,缺乏实体经济支撑的虚拟经济必然产生巨大的资产泡沫,美国经济的危机成为一种必然。在此情况下,亚洲国家或地区购买的美国资产不再是一种投资美国的债权,倒像是成为美国经济危机的“人质”和“抵押”,即通过输出危机,把亚洲和世界绑在美国的战车上,让它们分摊危机。

二

(一) 当今失衡与历史上世界经济失衡的纵向比较

从一战前到现在,世界经济曾经发生了多次失衡。虽然这期间西方国家在应对经济失衡的过程中总是交替使用“经济自由主义”和“政府干预主义”的手法,通过国家之间的协调和世界货币体系的调整达到了平衡,但总体而言,前几次的世界经济失衡的平衡基本上是在“看不见的手”的框架下实现的。问题是,这次世界经济失衡,会不会像前面几次失衡那样,在“看不见的手”的框架下得到缓慢调整直至均衡?

当今世界经济失衡与一战前的世界经济失衡明显有很大的差别。首先,在金本位下,当时美洲新兴国家经常账户逆差,欧洲的一些主要国家顺差。在当前,主要经济体和新兴国家顺差和逆差同时并存。其次,现代社会总体资本流动比以前大得多,资本和债务的世界结构却与1914年之前很相似。早期的失衡反映了主体国家的长期投资倾向,1980年以来的

失衡反映的是为了分散风险而进行的投资多样化和拉平消费周期。再次,调整机制是不一样的。1914年之前的调整机制主要是在金本位下的“物价—金币流动机制”。当今全球是有管制的浮动汇率制度,失衡的调整要通过汇率变动、国际储备、相对价格和短期资本流动来实现。最后,1914年之前,英帝国是主导国家,英镑作为世界通用货币,并且是主要的国际储备,当时英国拥有大量贸易盈余。但是当今美国是主导国家,美元是主要货币,却有巨额的贸易赤字。

但当今世界的经济失衡与布雷顿森林时代的世界经济失衡颇具相似性:一是中心国家发行货币作为全球储备,二是外围国家通过低估本币,获得出口优势来拉动本国经济增长。40年前的一个中心是美国,外围是欧洲和日本(当时许多发展中国家还没有完全融入世界体系中);从世界经济失衡角度看,当今的一个中心还是美国,外围换成了亚洲,而欧洲成了第三团体,既不是中心国家也不是外围国家。虽然教材上习惯将当前的国际货币体系视作“牙买加体系”,但是亚洲国家的货币实行钉住美元的汇率政策,本质上与布雷顿森林体系毫无区别。这就是 Dooly 等人为什么将目前的国际货币体系称为“复活的布雷顿森林体系”(或者布雷顿森林体系Ⅱ)的原因。中国、印度和许多国家像40年前欧洲和日本一样,采用钉住美元、低估本币的方法,鼓励出口,拉动本国经济发展,通过经常账户顺差,产生大量美元储备。而美国通过大量印钞来购买外国商品,从而以超出自身产出的规模进行消费并产生大量逆差。现在的世界经济环境与布雷顿森林体系末期极其相似。两个时期都存在双赤字,只是现在的双赤字比1970年代大得多,石油价格攀升比也有差异。

通过简单的比较,我们不仅可以发现,目前的世界经济失衡中不仅存在导致布雷顿森林体系崩溃的因素,而且也存在比布雷顿森林体系运行更糟的内外环境。因为在布雷顿森林体系下至少存在 35 美元等于 1 盎司黄金的硬性规定,而现在的美元价格却是模糊不清的;在布雷顿森林体系下,欧洲有共同的文化和利益,能够组成被称为“黄金总库”的卡特尔,根据共同的利益而采取一致行动,从而可以在世界经济失衡下维持相对平衡,但现在的亚洲很难做到,因为外围国家更多,处于不同的发展阶段,有不同的发展战略;当时国际储备的多样化受到很大限制,但是今天欧元是很有吸引力的替代储备货币,并且亚洲央行也加紧地区债券市场的建立;布雷顿森林体系建立后直至 1960 年代,美国经常账户一直顺差,美元地位不断加强,但是现在金融管制十分宽松,无法有效地对私人投资进行限制,这样政府为了保持稳定而干预金融市场的成本比以前就更高;最后,亚洲国家和地区越来越意识到出口导向型经济模式的缺陷和被美国绑在同一战车上的风险,这些国家和地区正在寻找内需多样化、投资多元化的道路。正是这些不完全相同于布雷顿森林体系的条件和环境,使当今的世界经济失衡难以通过简单的“看不见的手”的作用机制化解这种失衡的潜在危机,使世界经济失衡的矛盾通过此次危机迅速爆发出来。

在美国次贷危机爆发之初,许多经济学家基于美国化解历次危机的能力和经验,提出一系列理论,认为出现在美国的危机仍然可以像以前那样在“看不见的手”框架下解决,甚至能像 20 世纪 80 年代那样平稳调整以至长期维持世界经济的动态均衡,其中最具代表性的理论是:资本全球论(the Global

Capital Market)、暗物质论(the Dark Matter)、新经济论(the New Economy)、聪明投资论(the Savvy Investor)。

Greenspan(2004)等主张的“资本全球论”认为全球资本市场越来越一体化,20世纪80年代无法进行的消费和投资,现在可以通过金融市场从国外借款来实现。深化的全球资本市场,可以延缓世界经济失衡调整的时间。Hausmann和Sturenegger(2005)等主张的“暗物质论”认为,对当下世界经济失衡不能够持续是基于债务的数学计算,是不合理的。他们认为当下美国一部分出口,比如:流动资本服务、保险服务、知识服务等,没有完全记入经常账户。“新经济论”(Bernanke, 2005; Rajan, 2006)认为对当下世界经济失衡不能够持续存在的观点低估了美国资产对外国投资者的吸引力。高的生产率和企业利润率会吸引更多的外资进入美国,为弥补1万亿美元的贸易逆差(美国GDP的7%),美国只需要利用不到世界总剩余储蓄8万亿美元的15%就能化解。Lane和Milesi-Ferreti(2005)也认为,美国经常账户逆差和债务的增加是因为外国对美国金融资产需求的上升所引起的,只要美国保持较快的发展速度,对失衡的调整就不会对经济产生大的影响。“聪明投资论”(Kitchen, 2006)认为,因为美国比对手国家投资更加科学,美国对外投资收益率高于外国对美投资收益率。只要美国利用低成本外资不断地进行对外投资来赚取净利润,美国就只需要耗费不到1%的GDP就可化解占GDP规模50%的外债,所以巨额逆差并不是很严重的问题。

有鉴于此,在美国次贷危机爆发后,美国政府官员曾经多次用几乎相同的语言为美国消费者和金融机构打气,“美国的

自由资本主义具有强大的活力”，“相信市场经济这只看不见的手会对美国经济做出调整”，“美国人会以永不满足的消费拉动世界经济繁荣”，相信到2008年下半年美国经济会恢复增长。但随着美国经济危机的不断深化，美国式的资本主义越来越遭到世界的质疑，连一直坚信“看不见的手”的作用并为美国经济维持繁荣立下汗马功劳的格林斯潘也不得不承认美联储以前的政策有失误。

（二）当今世界经济失衡与历史上失衡的横向比较

近几十年来，许多国家都曾经保有巨额贸易逆差。通过对1970—2001年的157个国家的3655个样本数据的分析，可以看到其中的顺差样本有923个、逆差样本有2732个。顺差国家数量虽少，但顺差额大。逆差国家数量虽多，但逆差持续时间都不长，并且这些国家都是小国。这是因为一国在经历一段时期逆差之后，往往都要进行经常账户的调整所致。

从失衡的严重程度看，历史上也从来没有哪个发行主导货币的国家保持经常账户逆差占到GDP的6%的水平；从来没有哪个发行世界主要储备货币的国家，其外债占到GDP 25%的水平。例如，20世纪早期和二战期间英国的国际收支都曾经出现过逆差，与当时的美国相比，英国通胀要比美国高得多，英镑与美元的汇率也遭到一再贬值，但即使如此，也没有达到美国当今的经常账户逆差程度（二战期间英国的经常账户逆差占其GDP的4%）和外债占到GDP的比例。但是也正是看起来比美国当前的失衡程度轻得多的失衡因素，使英镑逐渐丧失了在世界经济中的主导地位。目前美国的逆差、

债务和美元的弱点超过了历史上的英国,因此世界对美元资产、美元的货币主导地位的担心是自然而然的事,当今响彻世界的“金融秩序重构论”和对美国式资本主义的质疑,也是这些担心的必然产物。

美国这次金融危机与历史上出现的世界经济失衡和英国的危机有许多差异,而应对危机的能力也比历史上有许多提高。虽然美元的货币主导地位也很有可能在这次金融危机的冲击下遭到很大挑战,但是美国竭尽全力借助自身和“体系”的力量转嫁危机的能力很强,更为重要的是,支撑美国超级大国的底蕴并没有因为此次危机而伤筋动骨。未来挑战美国的世界经济传统力量和新兴力量至少在短期内难以撼动美国的“董事长”地位。因此我们不能仅按简单的历史逻辑推理世界经济的明天,我们更不能因此染上“金融危机恐怖病”,大有世界末日来临的感觉。作为发展中国家当前更为重要的是清醒地认识形势,冷静应对,学会更好地与金融危机下的美国打交道。

三

人类的经济发展总是在螺旋形中不断前进,不间断地处于“失衡→危机→解救→重新平衡”,然后再继续下一个失衡与重新平衡的循环过程中。自19世纪末以来世界经济经历了多次失衡,同时也遭遇了多次金融危机,特别是1970年代布雷顿森林体系崩溃以后,几乎每隔十年都会有一次影响全球的金融危机。从布雷顿森林体系崩溃前的几次美元危机、

1987年的美国股灾,再到1997年的亚洲金融危机,最后到现在的美国金融危机。伴随着每一次经济失衡,世界上都会发生一次严重的金融危机,这也许就是全球化带来的负面影响。但每经历过一次金融风暴的洗礼,世界经济总会获得新生,金融市场的监管也趋于更加完善。但市场是不可能消除所有缺陷的。人们通过金融衍生工具的不断创新,又会冒出一些新的金融产品并冲击金融市场的漏洞,从而在世界经济失衡中爆发另一次金融危机。可以想见,美国的这次金融危机不是第一次危机,也绝对不是最后一次。

全球的国际收支失衡是世界经济失衡的主要表现,而美国的金融危机就是世界经济长期失衡的一个总爆发。美国的金融危机与国际收支的长期逆差存在很大关系。我们对历史上世界各国的失衡数据进行横向统计分析,就可以知道,像美国这样的高额持续逆差的大国,历史上是不存在的。这种巨额的国际收支逆差本来就是不可持续的,只不过大家都从来没有预料到经历过这么长期的经济失衡,世界会以席卷全球的金融危机这样一种方式结束这种失衡状态。

资本主义的基石就是“信托责任”。美国发达的资本主义经济建立在一个高度发达的金融体系之上,正是这样一种高度发达的金融体系造就了美国寅吃卯粮、通过高负债来运转的经济结构。美国经济体中的高负债不仅表现在个人对金融机构的负债,也表现在国家对公众的负债(巨额财政赤字),以及整个美国社会对全世界的负债(不断扩大的经常账户赤字)。这种靠高负债来运行的社会是有其局限性的,一旦信用链中的某个环节发生断裂,后果就是致命的。如果美国坚持恶化全球经济结构的模式,坚持“劫贫济富”高负债运行,

那么全球化的“双刃剑”必然在伤及世界的同时也会伤及自身。

另外,通过对世界经济失衡的比较分析我们可以看出,只要世界上发达国家与新兴国家并存,世界经济的失衡就必然出现。早期的失衡主要是英国与美洲国家之间,后来是在美国与日本、欧洲之间,现在是在美国与东亚新兴国家和地区之间。根据国际贸易经典理论,新兴国家可以通过本币贬值、出口拉动来促进本国经济的发展,而发达国家由于巨额的财富积累和货币优势,能够通过逆差来提高本国人民的福利,并为新兴国家提供市场,拉动世界经济发展,实现世界经济失衡条件下的均衡。此次发生在美国的金融危机说明,世界经济失衡条件下的重新平衡并不能仅仅依靠市场的力量、依靠各国在世界经济中的要素禀赋来维持。世界经济失衡条件下的动态均衡能否维持的关键,一方面在于美国能否通过市场基础上的政府政策,调整寅吃卯粮的消费模式;另一方面也在于新兴工业化国家能否通过科技创新政策不断提升其产业结构,转变经济结构以保持经济的高速发展。

虽然此次危机没有改变中国经济的上升周期,但毕竟我们也遭到了不小的直接和间接损失。这种损失的一大部分来自美国因素,但其中的一部分也来自我们的内因,来自中国外需拉动型的经济增长方式。Dooley认为中国这种以外需拉动的经济增长方式会一直持续到中国把2亿的农村过剩劳动力转移到工业部门才会停止,而这个过程需要近20年时间。但是中国作为资源匮乏的发展中大国,这种依靠劳动力成本优势的外需增长模式很难长期维持,所以中国需要越来越多的以内需为主,扩大消费,除了可以缓解中国目前的过高投资

引起的产能过剩,还可以减少对出口的严重依赖。但是由于中国经济转型、对外开放和金融体系的不成熟,因此,中国的内需扩大、储备投资、汇率调整和顺差平衡都将是一个渐进过程。美国从来就不是“仁慈的霸权国家”,摆脱经济全球化进程被动局面的关键在于中国自身。利用此次金融危机的机会,调整中国的经济结构,实现科学的发展观,走内需扩大的再生产之路,是中国经济的理想选择,也是中国对世界经济持续稳定增长继续做出贡献的“闪光点”。

我们深信,虽然中国目前正在进行的产业结构升级和经济结构调整遇到了世界经济危机,但由于这种调整还有很长的路程要走,因此只要我们坚持走内需扩大的再生产之路,中国的经济不仅不会一蹶不振,反而会因祸得福,实现中国经济结构调整的软着陆,确保中国经济的稳定和持续发展。

四

以上是我们从历史的视角对历次世界经济失衡所作的一个总体评价。从2006年开始,复旦大学世界经济研究所承接了教育部人文社会科学重点研究基地重大招标课题“世界经济失衡与中国的选择”,在前人研究成果的基础上,我们所的一些同事和研究生在这个课题的研究中取得了不少中期科研成果。特别值得一提的是,丁骋骋副教授在复旦大学世界经济研究所攻读博士学位期间,就一直关注“世界经济失衡”的研究,并在《经济理论与经济管理》、《经济学动态》等杂志上发