

全球经济失衡原因论争综述

——被忽视的基于美国视角的解释

王栋贵*

摘要: 本文提出了全球经济失衡原因研究的三个逻辑演进阶段,为全面理解全球经济失衡提供了一个合乎逻辑的框架。其中,国外研究者基于美国视角对全球经济失衡原因的研究被国内研究者所忽视,甚至被错误地理解。通过对该视角下全球经济失衡原因的研究发现,除了一些基本事实外,现有研究很少就此达成共识:美国扩张的财政赤字和生产率增速优势假说均没有定论;美国金融发展优势假说虽然得到较多经验研究的反对,但当与全球经济差异化增长事实相结合时,具有较好的解释力;而美国“过度特权”和美元国际货币地位假说存在较大问题。

关键词: 全球经济失衡 财政赤字 生产率增速优势 金融发展优势 过度特权

一、全球经济失衡解释研究演进和国内研究的问题

(一) 全球经济失衡解释的三个逻辑演进阶段

全球经济失衡^①规模虽然从 2007 年开始缩小,但 2011 年美国经常项目赤字占 GDP 的比重仍然超过 3%,为高峰期 2006 年的一半,接近 1999 年的水平。另外,主流经济学一直担忧的破坏性的突然调整虽然没有发生,但全球经济失衡原因的争论却没有停止,各种解释观点依旧纷然林立甚至截然冲突。

从静态两分法的角度看,全球经济失衡的原因可以分为美国国内原因和美国国外原因(Chinn and Ito, 2005)。但若考虑到全球经济失衡之所以受到关注,最初是出于对美国大规模经常项目赤字是否危险、是否会出现破坏性调整的担忧,那么动态的研究逻辑则是:最早对全球经济失衡的解释是从美国国内因素(过低的储蓄率、生产率增速优势、金融发展优势、“过度特权”与国际货币地位、美元汇率、进出口产品需求收入弹性差异、统计核算问题等)出发;之后随着全球经济失衡加剧和研究推进,关注点从美国国内转向美国国外——经常项目盈余国家,相关解释包括盈余国家危机后投资不振、外汇储备积累动机(储蓄过剩说)、重商主义动机(压低本币汇率)、石油价格上升(贸易条件)、复兴的布雷顿森林体系(追逐就业与高质量资本积累)以及金融发展滞后等因素;随着研究逻辑的进一步演进,第三类解释观点也逐渐呈现,即基于一般性全球因素的解释,如人口结构、经济发展阶段差异、比较优势与国际分工,以及不完全的金融全球化(Incomplete Financial Globalization)等。

需要指出的是,以上三种分类是基于解释观点的不同侧重,实际上,它们之间并无非此即彼的界线,而且,实际文献中也时有交叉重合。典型的如,当考察美国财政赤字、金融发展优势对其经常项目的影响时,不仅作美国的国别回归,还进行了跨国回归,此时基于美国视角的研究就与基于一般性全球因素视角的研究产生了重合。但这两种视角又确实存在差异,如跨国经验回归研究中某一因素的系数显著且符号与预期相符,

* 王栋贵,北京师范大学经济与工商管理学院,邮政编码:100875,电子信箱:wang_donggui@163.com。

本文是作者博士毕业论文文献综述部分的相关内容。作者十分感谢博士指导老师钟伟教授的重要指导,陈少克博士在全文文字疏通上的热心帮助,以及与徐建炜师兄的有益讨论,特别感谢匿名评审人的宝贵评审意见,但是文责自负。

①国内研究者多使用“全球经济失衡”一词,但也有使用“全球失衡”的。本文出于习惯,使用“全球经济失衡”。

仅能证明该因素与全球经济失衡可能有紧密联系,但这一因素对美国这一主要赤字国家有多强的解释力却并不明确^①。这可能也说明将基于美国视角的解释和基于一般性全球因素视角解释区分开来的合理性。当然由于全球经济失衡问题本身十分复杂,任何有助于厘清结构的分类法都会有不尽清晰的缺陷。

(二) 基于美国视角的解释被国内研究者忽视

按以上所述全球经济失衡原因研究的三个逻辑发展阶段,基于美国视角的全球经济失衡解释无疑是理解全球经济失衡原因的重要三方面之一。但是,国内研究者对这一方面的关注却相对不足。其原因主要是国内研究者的关注点与兴趣不同于美国和国际组织的研究者,由此导致国内对全球经济失衡解释研究的介入时间较晚。美国以及国际组织的研究者最初基于对美国出现破坏性调整的担忧,从美国视角出发作了大量的全球经济失衡解释工作。而国内研究者对此几乎没有关注。当全球经济失衡解释研究基本进入第二、第三逻辑阶段时,国内研究者才开始讨论全球经济失衡问题。目前,国外较新近的研究多处处在第三逻辑阶段,而基于美国视角的解释不再是讨论的重点,国内研究者也就更不太可能去回溯探讨基于美国视角的全球经济失衡解释。

其次,一些国内研究者错误地将基于美国视角的解释因素(相当部分是短期非结构性因素)与长期结构因素对立起来,认为此是彼非。这些研究者对全球经济失衡讨论重点的理解有误——需要解释的是全球经济失衡的巨大规模而非全球经济失衡本身(Chinn 2011),认为基于美国视角的短期因素不具有解释力,而全球化、国际分工等长期的、根本性因素才具有解释力(张幼文 2006;姚洋 2009)。另外一些研究者没有持如此明确的否定态度,但他们基本上也不再提及这些应有的解释因素,而仅强调全球化、产业转移(刘光溪, 2006)或经济发展水平差异、国际货币体系缺陷、消费储蓄习惯差异(刘丽伟 2011)等长期结构性因素。

最后,在国内涉及全球经济失衡原因讨论的文献中,大多不够系统深入、缺少逻辑结构。国内较重要的综述文献有胡晖和张自如(2006)、胡渊和陈继勇(2012)等,但深入性和逻辑性相对欠缺。而对于国内其他非综述性相关文献而言:一方面,对于全球经济失衡原因的讨论多是没有逻辑结构的观点罗列;另一方面,虽然也有研究者部分地基于美国视角,或基于美国、美国以外国家的两分法视角,或基于类似本文的三分法对全球经济失衡原因给出一些综述性论述,但都远不具有全面性和深入性。

因此本文将对基于美国视角全球经济失衡原因的论争给出一个较为系统深入的综述,以对这一被忽视的研究视角作出一个最直接有效的弥补。本文余下部分结构如下,第二到第五部分依次综述美国过低的储蓄率、美国的生产率增长优势、美国的金融发展优势、美国的“过度特权”与国际货币地位四方面解释与论争,最后是结论。^②

二、美国过低的储蓄率

(一) 美国下降的储蓄率

研究者一般都认同,美国大规模的经常项目赤字反映了美国储蓄的下降而非投资的上升。自20世纪90年代以来,美国的总投资率基本稳定,没有大的变动(Backus et al. 2009),因此,2001年后美国经常项目赤字的增加主要是财政赤字增加和消费繁荣所致(Chinn and Ito 2005, 2008),或者说美国储蓄不足是经常项目出现赤字的主要原因。

90年代后期以来,美国储蓄的急剧下降最初是私人储蓄下降加剧所致;2000年以来又增加了一个因素,即迅速扩大的预算赤字。从2007年之前的数据看,一般认为储蓄下降主要反映了公共部门储蓄的下降。2000-2004年,公共部门储蓄占GDP比重下降了5.6个百分点,2000-2006年下降了3.9个百分点;而美国私人部门中极高的企业储蓄和极低的家庭储蓄两相抵消后,2000-2004年私人部门储蓄有小幅上升,

^①大量经验研究是在跨国回归中考察某一因素对经常项目的影响(一般全球性因素视角),包括财政赤字、金融发展等因素。虽然如上文所述,这些研究和基于美国视角的研究有重合之处,但是考虑到文章篇幅和参考文献数量限制,下文仅综述对美国进行了专门讨论的经验(如在跨国回归中添加美国虚拟变量)和理论研究。

^②美国核算统计方面的解释,如暗物质说等也可以纳入本文,但受限于篇幅且该视角研究较为独立,因此本文不做讨论;而从进口收入弹性和美元汇率角度出发的失衡解释多为简单判断性论述,少有深入具体的探讨,因此后文也不纳入讨论。

1995 - 2006 年则有小幅下降,但都没有出现广泛被认为的急剧下降(Chinn 2005; Cooper 2006)。但是由于财政赤字快速缩减,从 2007 年之后的数据看,储蓄下降则主要反映为私人部门储蓄的下降。如 1995 - 2007 年美国的经常项目占 GDP 比重恶化了 4 个百分点,但政府部门逆储蓄只有小幅增长(期间波动很大),主要对应的是总投资和私人部门储蓄的缺口占 GDP 比重增长了 4 个百分点。其中私人部门中的企业储蓄几乎没有变化,个人储蓄则降到了接近于零(Feldstein 2008)。

用美国储蓄率下降来解释美国经常项目赤字或全球经济失衡,至少面临三方面的反对意见。首先,直接通过美国国民核算账户得出贸易赤字(经常项目的主要部分)与储蓄的因果关系,忽视了美国与世界经济的复杂性和交互性。如从 1993 - 2006 年的数据看,美国总储蓄率占 GDP 比重只下降了不到 0.5 个百分点,而同期经常项目赤字占 GDP 比重几乎增加了 5 个百分点(Cooper 2008)。其次,这一解释观点至少是不完整的,因为它没有对美国的低长期利率作出解释。如果仅声称美国的储蓄率过低,应该对应出现美国的高长期利率,但事实上美国的实际、名义长期利率都很低(Eichengreen and Park 2006)。最后,用美国储蓄率的下降来解释美国的经常项目赤字,仅仅是在复述经常项目恒等式,因为这种解释并没有给出美国赤字背后的真正原因,即美国的储蓄率为什么会下降(White 2006)。

(二) 美国公共部门财政赤字

由于可能存在内生性因素共同影响财政余额和贸易余额水平,因此,不能简单通过直接观察财政和贸易余额数据的联合走向来判断财政余额对美国贸易赤字的影响,而是需要剔除其他可能的影响因素(Erceg, et al. 2005)。由此,美国扩张的财政赤字对经常项目赤字影响大小的争议主要集中在了财政赤字对经常项目影响系数的估值上。最简化的考察是,财政赤字占 GDP 增加一个百分点,会对经常项目造成多大的影响。

1. 认为美国财政赤字重要

在理论解释方面,如 Gramlich(2004)^①指出,由于国民核算相关恒等式中储蓄、投资存在紧密联系,因此,财政赤字和贸易赤字存在严格的联系。但是两者并不存在分析或行为上的“孪生(Twins)”关系,因为如果两者要产生一比一的对应关系,需要满足私人国内投资和私人储蓄之差固定不变的苛刻条件(理论上也很容易想象出它们的不完美联系甚至相反变动的各种情况)。Obstfeld 和 Rogoff(2005)则认为,公共债务、税收的李嘉图等价在实际中基本不成立,因此,美国的财政政策在一些时期确实扮演了重要的角色。

在经验研究方面认为美国财政赤字重要的研究者给出的依据是,财政赤字对经常项目的影响系数可能很大,或远非反对者所认为的那么小。使用回归检验的一些近期研究,如 Chinn 和 Ito(2005, 2008)的研究结果显示,财政赤字影响系数在 0.1 ~ 0.5 之间,并且在固定效应下达到 0.4、0.5。他们认为,财政赤字 0.5 的系数与美国 2000 - 2005 年联邦赤字增加 4.3 个百分点、经常项目赤字增加 2.2 个百分点的表现是相吻合的。Ito 和 Chinn(2007)引入债券市场解释变量后,财政赤字对经常项目的影响系数明显提高。他们认为对于工业国家,财政赤字占 GDP 比重增加 1 个百分点会恶化经常项目与占 GDP 比重 0.5 个百分点,而单独回归下美国的财政赤字系数则达到 0.49、0.64 的水平。另一些研究者则采取构建理论模型考察,因为如 Kumhof 和 Laxton(2009)所认为的,财政赤字对经常项目的影响需要较长时间才能完全体现,因此,简化的经验研究不能准确鉴别出财政赤字影响的大小。Faruquee 等(2005)基于动态、多地区的 IMF 全球经济模型,考虑了金融中介技术对政府债务和净资产头寸联系的影响、永久性的政府债务变化对合意净外债水平变化的影响等机制^②,发现财政影响系数接近 0.5。Kumhof 和 Laxton(2009)沿用开放经济动态一般均衡模型,发现一国财政赤字占 GDP 比重永久性增加 1 个百分点,短期会导致经常项目占 GDP 比重恶化 0.5 个百分点,而长期则会导致美国这样规模国家的经常项目占 GDP 比重恶化 0.75 个百分点。

2. 认为美国财政赤字不重要

当认为财政赤字重要者援引 2000 年以来美国财政赤字和经常项目赤字呈共同扩大趋势的事实时,反对者一般都转而追溯美国 2000 年之前这两组数据的历史关系,进而指出这两者一般而言并没有强正相关关

^①Gramlich, E. M. 2004. "Budget and Trade Deficits: Linked, Both Worrisome in the Long Run, But Not Twins." Speech to National Association for Business Economics, Los Angeles, California, May 14.

^②后文的 Erceg 等(2005)则未考虑这些机制,他们仅考虑财政赤字通过流动性约束这单一机制起作用。

系,因此,简单的双赤字假说不能解释美国的经常项目赤字。如 Backus 等(2009)援引的两个事实反例:一个是 90 年代以来特别是后期,美国经常项目赤字和财政赤字变动方向正好相反;另一个是德国、日本等国财政赤字占 GDP 规模和美国相当,但是经常项目却持续盈余。而对财政盈余和经常项目长期相关关系的考察发现,大多数时期里两者之间并没有紧密关系(Abbas ,et al. ,2010);对美国 1960 - 2004 年财政盈余和净出口的考察结果则是,两者相关系数只有 0.15(Backus ,et al. ,2009)。

持财政赤字不重要观点的研究者进一步的证据是,正式计算得到的财政赤字对经常项目赤字影响系数较小或者没有显著性。使用回归检验的研究者,如, Bussière 等(2005)通过梳理过去的文献,发现双赤字假说既不稳健也不稳定,并且大多数研究结果得出的财政赤字系数在 0.3 以下。他们自己的结论则是,对于全部 OECD 样本,系数值只有不到 0.1,且没有一个 G7 国家的预算平衡系数显著。Corsetti 和 Müller(2006)对 1980 - 2006 年美国等国家的季度数据进行了回归检验,发现美国的政府支出增加对贸易没有显著影响。Gruber 和 Kamin(2007)采用面板回归对 1982 - 2003 年的 61 个国家的 5 年平均数据进行了考察,发现财政赤字系数只有 0.12 左右。他们认为,一个是由于系数小,另一个是由于 1997 - 2003 年美国的财政余额水平相对于国际水平是正的,因此,至少该时期财政余额水平不能用以解释美国的经常项目赤字。另外,还有研究者得出财政赤字对经常项目影响系数在 0.2、0.3 左右,如 Legg 等(2007)、Abbas 等(2010),等等。但是 Legg 等(2007)认为,这一估计系数水平说明,财政赤字扩大不太可能是美国经常项目赤字扩大的主要原因。甚至还有研究者发现,美国的财政赤字增加会改善经常项目。如 Monacelli 和 Perotti(2007)对 1975 - 2006 年美国等国家的季度数据进行 VAR 检验,发现美国的财政赤字扩张冲击对于贸易影响很小,并且长期效果为正。

另一些研究者使用理论模型考察,发现美国的财政赤字影响系数较小。如广为官方引用的 Erceg 等(2005)使用一个开放经济动态一般均衡模型模拟美国经济,他们发现无论是扩大支出还是减少税收,财政赤字占 GDP 比重增加 1 个百分点仅会恶化美国贸易余额占 GDP 比重 0.2 个百分点,即美国财政赤字占 GDP 比重恶化 5 个百分点也只会影响经常项目占 GDP 比重 1 个百分点。据此,他们认为美国的贸易赤字主要是财政赤字以外因素导致的。Ferguson(2005)^①援引美联储宏观经济模型的模拟结果称,美国 2001 年以来扩张的财政政策提高了私人储蓄率、降低了私人投资率,因此对于贸易赤字的总体影响很小。Caballero 等(2008)把美国的财政赤字纳入他们的模型后发现,虽然美国的经常项目赤字确实会增加,但是利率却出现了降低,由此他们认为财政赤字可能不是美国经常项目赤字的主要原因。^②

三、美国的经济/生产率增速优势

(一) 认同美国经济/生产率增速优势说

1998 - 2004 年,美国多要素生产率年均增长近 2 个百分点,比 1991 - 1997 年年均增长水平提高 1 个百分点,而其他 G7 国家的生产率增速却是下降的(Bems ,et al. ,2007)。相应的,多位美国政府官员^③用美国相对世界主要经济体(特别是发达经济体)较高的生产率或经济增速来解释美国的经常项目赤字,并认为这是美国经济能力的一种体现。理论方面的具体解释则是:一方面,美国 1990 年中期以来劳动生产率的增长可能导致美国资产回报率的上升,引致资本流入;另一方面,美国经济预期的高回报率也可能会刺激国内投资、股价上涨、长期收入上升,后两者则可能引发消费增长(Gruber and Kamin 2007)。支持者认为相比美国经济快速增长导致投资超过储蓄,欧洲、日本的经常项目盈余则是由于经济增长较慢导致储蓄超过投资

^①Ferguson, R. W. 2005. "U. S. Current Account Deficit: Causes and Consequences." Speech to Economics Club of the University of North Carolina, Chapel Hill, North Carolina, April 20.

^②认为美国财政赤字重要的观点同认为美国储蓄率过低观点一样,需要对美国的低利率给出进一步解释。

^③如当时的财政部长鲍尔森(Weisman, Steven R. 2006. "Paulson Shows Talent for Deflecting Criticism." International Herald Tribune, September 27.), 财政部副部长泰勒(Taylor, J. B. 2004. "The U. S. Current Account: Recent Trends and Policies." Keynote Address, American Enterprise Institute Conference on Policy Challenges of Global Payment Imbalances, Washington, D. C., November 4.), 财政部助理部长 Clarida(Clarida, R. H. 2005. "Japan, China, and the US Current Account Deficit." *CATO Journal*, 25: 111 - 114) 等。

(Edwards 2007);而进一步的事实证据则是,即使剔除美国、瑞士、德国和日本这些典型的经济增长缓慢或尚未从“衰退”中完全恢复的、重要的、经常项目盈余国家也和英国、西班牙这些过去 10-15 年平均经济增速超过欧盟的、大规模经常项目赤字国家形成对比(Backus, et al. 2009)。

使用经验回归的研究者,如 Bussière 等(2005)对 21 个 OECD 国家 1960-2003 年的年度数据进行了面板回归和单一国家回归,发现,生产率提高对经常项目有显著的负效果;而国别回归显示,美国的生产率提高 1 个百分点就能导致经常项目余额占 GDP 比重恶化 0.26 个百分点。Corsetti 等(2006)使用 VAR 研究发现,当一个 G7 成员国家的贸易(制造业)部门劳动生产率相对其他工业国家出现持久性提高时,该国的贸易项目一般都会出现持久性的恶化,而美国尤甚。Bems 等(2007)用 VAR 对 1982-2005 年的美国数据进行了考察,他们发现正的生产率冲击和扩张性财政货币政策能够解释 80 年代和 2000 年以来美国的贸易余额恶化,不过无法解释 90 年代后半期美国贸易的恶化。

另一些研究者构建理论模型进行考察,如 Erceg 等(2002)使用一个两国动态一般均衡模型,考察了生产率冲击对于美国 90 年代后半期经济表现的解释力。他们发现,当个体将生产率冲击视作长期现象时,他们的校准模型能够解释美国贸易恶化的一半。Ferguson(2005)^①援引美联储宏观经济模型模拟结果称,美国生产率的猛增对美国经常项目赤字的贡献超过私人 and 公共储蓄冲击的总和,并且由于该模型没有考虑股市、房地产等影响渠道,生产率的影响效果可能还被低估。

(二) 不认同美国生产率增速优势说

首先,反对观点质疑美国超一般水平的经济增速或生产率增速事实的真实性及重要性。反对者几乎都指出,若与新兴市场国家相比,美国的生产率增速优势肯定不再明显,也即仅仅将美国生产率增速与发达国家相比是不合理的(White 2006; Meredith 2007; Blanchard, et al. 2005; Eichengreen 2006; Eichengreen and Park 2006; Bracke, et al. 2010)。并且美国只是在近来才具有较其他工业国家更高的生产率增速,因为按照大多数测算方法,90 年代中期以前,欧洲大陆的生产率增速都高于美国(White 2006),当然还有研究认为美国与欧洲的生产率增速差异很小(Eichengreen and Park 2006)。另外,有研究显示,1990 年代以来,美国与贸易加权伙伴的经济增速是相同的(IMF 2004),同时对美国 GDP 占世界 GDP 份额变化的考察也不支持美国与世界其他经济体存在持续的实际增长率差异观点(Meredith 2007)。反对者还质疑美国经济增速相较日、欧更快的重要性,因为日本和欧洲只占美国出口的 35%(Blanchard, et al. 2005),而并不具有显著相对生产率增长优势的新兴亚洲国家才是美国贸易赤字的主要对应者(Bracke, et al. 2010)。

其次,反对者认为美国经济的自身表现、流入美国净资本的主体与形式,以及资产收益率现实都与美国经济优势说相冲突:其一,如果美国的经常项目赤字是由于预期未来生产率增长所致(经常项目赤字代表一种经济实力),那么美国的经济应该是由投资而非消费维持才对,但是,美国并没有出现投资的蓬勃增长(Eichengreen 2006; Chinn 2011)。其二,为美国经常项目赤字提供净融资的是外国中央银行而不是外国私人部门。^②大量不断增加的净资本流入是外国中央银行购买美国资产的反映(White 2006; Eichengreen, 2006; Bracke, et al. 2010),这表明流入美国的资本背后不是基于盈利动机(Chinn 2011)。其三,流入美国的净资本大量是以债权的形式。按照美国的经济或生产率增长优势假说,应该看到外国资本以 FDI、购买股票等回报率更高的资本形式流入美国,但这种现象直到 90 年代末才发生(White 2006)。事实上,外国基金涌入的是美国的债市而非股市(Eichengreen 2006),大量资金是以购买美国国债而非购买美国股票、直接投资的形式流入美国的(Chinn 2011)。最后,平均来看,美国的外国投资收益要高于外国在美国的投资收益,相差达到 2 个百分点,且美国海外股权投资规模超过外国在美国的股权投资规模,这些都与美国经济增长表现卓越的“新经济说”相冲突(Eichengreen 2006)。

^①Ferguson, R. W. 2005. “U. S. Current Account Deficit: Causes and Consequences.” Speech to Economics Club of the University of North Carolina, Chapel Hill, North Carolina, April 20.

^②Eichengreen 和 Park(2006)指出,如从近年来的数据看,虽然购买美国资产的主体(3/4)是外国私人部门,但是这很大程度上与美国私人部门购买外国资产相互抵消,而另外 1/4 购买美国资产(未被抵消部分)的外国中央银行是近年来真正为美国经常项目赤字融资的主体。

四、美国的金融发展优势

(一) 认同美国金融发展优势说

由于通常认为美国的金融发展水平即使在发达国家中也是长期领先的,且至2007年底美国81%的外部债务仍为外国私人部门所持有(Forbes 2010),同时,对全球经济失衡的解释又需要解决国际资本为什么独独流向美国这个发达国家的问题,因此,用美国的金融发展优势解释全球经济失衡成为一种十分常见的观点。

这种观点的典型逻辑是,发达的金融市场使得美国的国内储蓄需求下降,同时吸引金融发展滞后国家的储蓄净流入;而金融发展滞后国家的国内储蓄需求上升,同时储蓄被迫净流出^①。具体而言,一方面,美国发达的金融市场使得经济不确定性下降,导致预防性储蓄需求下降,允许较低的国内储蓄,同时积累净外部负债(Smaghi 2007; Bracke et al. 2010)。另一方面,美国金融市场的规模(深度、广度及占世界比重)、创新水平、灵活性以及产权保护等制度优势,使得美国的金融资产具有更好的流动性、安全性以及多元化的机会。另外,美国的生产率增速优势还意味着美国相较资本匮乏国家、其他富裕国家有更高的收益率。这些因素都使得美国的资产更具吸引力,国际资本从金融发展滞后、投资机会缺乏的国家流向美国(Gruber and Kamin, 2007; Cooper 2008; Bracke et al. 2010)。Gruber和Kamin(2009)进一步指出,美国作为金融市场最发达的国家,其资产能够享受最低的风险升水待遇,因此利率能够更低,进而促进投资、抑制消费,经常项目余额出现下降。相对应的,金融落后国家由于金融市场波动率高、市场深化不足、本地借贷成本高等因素,不得不需要更高的储蓄率;同时,这些国家由于国内金融市场无法承载国内储蓄,资本不得不净流出(Smaghi 2007; Bracke et al. 2010)。一些研究者使用经验回归进行了更正式的论证。如Forbes(2010)单独考察了资本流入美国的决定因素,发现金融发展因素具有显著影响,即金融越发达的国家流向美国的资本越少,金融越不发达的国家流向美国的资本越多。

(二) 不认同美国金融发展优势说

一些研究者根据一些简单事实认为,用金融发展差异解释国际资本流动并不合理。如Aguiar和Amador(2011)认为,简单将资本流动归因于金融发展差异忽视了发展中国家资本流动的特质性。如,虽然拉美国国家有着与韩国类似甚至更为波动的经济周期,并且金融市场更不发达,但拉美地区并不是强大的资本输出地。

多数研究者则是通过考察经常项目决定因素的(跨国)回归研究,证明金融发展因素对经常项目影响较小。Gruber和Kamin(2007)在美国1991-1995年和1997-2003年两个时期的回归中添加了金融发展变量后发现,金融发展指标数值微小、不显著,并且当添加美国这一虚拟变量后系数变为零。Gruber和Kamin(2009)在对1982-2006年21个工业化国家组的回归考察中发现,没有一个金融发展指标在各回归中显著且符号为负,由此,他们认为,金融发展因素不能解释美国相对于其他发达国家的经常项目赤字。还有研究者通过考察美国金融市场的吸引力指标(资本回报率差),得出结论认为美国金融市场并不存在被市场感知的特别优势。如Gruber和Kamin(2009)指出,按照美国的金融市场更具有深度、流动性和安全性,由此吸引国际资本流入的观点,应该能看到更低回报率的美资产为投资者所接受。但是他们无论是直接比较还是回归考察,都没有发现近10年来美国的长期利率明显比其他发达国家低的证据。^②

(三) 金融发展差异与经济增长差异的明确结合

将金融发展差异和经济增长水平差异明确相结合的观点是:当一国金融发展滞后时,由于持久的生产率

^①Ito和Chinn(2007)指出,金融发展对于投资的作用确定无疑是正向的,但是由于它提高回报率、降低资金成本及风险的作用,对储蓄会有类似收入效应和替代效应两种方向相反的效果。传统观点认为金融发展和储蓄是正相关的,因金融深化能够通过更加复杂、深度的金融市场引入更多的储蓄;而相反的观点(如储蓄过剩观点)则认为更发达的金融市场会减少对防御性储蓄的需求,两者负相关。

^②Gruber和Kamin(2009)的这一研究似乎存在严重的逻辑问题。如前文所述研究者们提到的,美国的金融资产回报率既有因为其安全性、流动性应该有偏低的理由,也有因为美国的相对生产率增长优势应该有偏高的理由(另外流入美国的资本还会推高资产价格和回报率),因此最终美国的金融市场优势应该体现为相对的低回报率还是相对的高回报率并不确定。

增长会导致对金融资产需求增加,而国内金融部门又不能提供满足生产率增长所需的金融资产,由此会出现投资增长趋弱、更高的储蓄增长以及资本净流出;而当一国金融发展充分时,生产率的持久增长一方面会使得企业去借贷以增加投资(投资机会增加),另一方面消费者也会去借贷以增加消费(预期未来收入增长),最终导致资本净流入(Prasad et al. 2006; Legg et al. 2007; Bracke et al. 2010)。并且 Smaghi(2007)指出,有活力的经济增长、金融市场发展滞后,以及一定程度的金融压抑在历史上确实共存过。如 1950 年代和 1960 年代,当时世界经济增长就活力充足(特别是欧洲和日本)且实际利率很低。

将金融差异和经济/生产率增长差异作为重要内容,构建理论模型进行考察的重要研究有,Faruqee 等(2005)将新兴亚洲经济体的强劲经济增长、欧洲和日本迟缓的经济增长以及美国财政赤字扩大、美国私人储蓄下降等 6 个因素结合起来,在一个动态四地区模型中模拟得到了能够较好地拟合实际数据的不平衡格局。Caballero 等(2008)则强调金融资产生产能力差异、金融抑制以及经济增长的差异。他们认为,美国比欧洲、日本这些同是金融资产生产国的经济体增长快,同时又比作为资产需求国的新兴市场国家和石油输出国家(无法生产足够的金融资产)增长慢,两方面因素共同导致世界对美国储蓄工具的需求增加、流入美国的资本增多以及实际利率下降。

五、美国的“过度特权”与美元国际货币地位

美国的“过度特权”和美元的国际货币地位都属于用美国在全球经济中的特殊地位来解释美国的大规模经常项目赤字,当然,前者一定程度也是美国金融发展优势的体现。

(一) 美国的“过度特权”

美国的“过度特权”(Exorbitant Privilege)一般是指,虽然美国负的净外部资产不断积累,但是美国的净外部资产收入却是正的,背后反映出美国超一般国家水平的净外部资产收益率(Gourinchas and Rey 2006; Meissner and Taylor 2008)。1990 年以来美国私人对世界其他国家的投资中,包括直接投资和股票投资的股权投资占到 61%,而国外私人在美国的投资中,股权投资只占到 35%。因此,美国的国外投资平均收益率在 10%,而国外投资在美国的收益率只有 6.2%(Cooper, 2007)。基于此,相比欧洲经常项目出现盈余但净外部资产头寸恶化,2002-2005 年美国却在经常项目持续赤字的情况下实现了外部头寸的轻微改善。

美国的“过度特权”通常被认为对维持美国的大规模经常项目赤字提供了额外支撑,但并不是美国出现经常项目赤字的直接理由。不过,若将美国这种外部债权、债务的回报率差视为美国作为“世界的银行”或(更准确的“世界风险资本家”的一种表现——认为其动机具有主动性,即美国一方面通过发行短期或固定收益负债(短借,同时为世界提供流动性),一方面主要以股权投资和直接投资形式投资于国外(长贷)(Meissner and Taylor 2008; Gourinchas and Rey 2006);或者由此认为美国是精明的投资者(Savvy Investors, Eichengreen 2006),那么“过度特权”也能成为美国出现大规模经常项目赤字的一种解释。并且在事实上可以确认的是,美国这一特殊的权力确实使得美国能够在均衡时维持更大的贸易赤字(Gourinchas and Rey, 2006)。

(二) 美元的国际货币地位

国内一些研究者认为,美国作为世界货币发行国,其经常项目必然出现赤字,但是他们并没有谈及全球经济失衡讨论的重点,即为什么近年来会有如此大规模的全球经济失衡,或者说美元的世界货币地位对此轮全球经济失衡能解释多少。如陈炳才(2007)认为,美国的经常项目赤字是美元境外发行的一种渠道,只有如此其他国家才能获得美元储备、国际经济金融发展才不会受限,所以,美国必然会出现赤字。中国经济增长与宏观稳定课题组(2009)构建了一个存在货币发行国的简单两国模型,证明当存在国际货币发行国时,由于该国要为世界提供流动性,必然会出现经常项目赤字。不过该模型同样没有研究国际货币发行国经常项目赤字理论规模及持续时间。王道平和范小云(2011)构建了一个存在国际储备货币的多国模型,虽然他们将非储备货币国家的经济增长与它们对储备货币的需求相挂钩,但是同样仅仅讨论了储备货币因素为什么会导致全球经济失衡,而未能论及为什么会出现规模不断加剧的巨大全球经济失衡。国外研究者对美元国际地位解释因素讨论较少,少数论及的研究者也没有讨论全球经济失衡幅度的扩张问题。

六、结论

从以上已有研究看,研究者仅就极少数事实达成了共识,如美国的经常项目赤字反映的是储蓄率过低而非投资过高,而大量观点是对立冲突的。如对于美国的财政赤字,虽然更多的研究者认为影响较小,但是支持者的各种经验研究并没有受到直接的反驳,反而能看到一些支持者对反对者理论模型不足之处的批评,因此,很难说有定论。美国生产率增长优势说在90年代曾十分流行,虽然,以此因素来解释当前的全球经济失衡遭到反对者观点鲜明且有力的反驳,但是仍很难说这一因素对美国的经常项目赤字确实没有影响。并且需要注意的是,提高欧洲和日本生产率增速一直是解决全球经济失衡的一个重要主流政策建议。美国的金融发展优势假说在经验研究上没有得到有力支持,而反对者则给出了一些经验研究支撑;但当金融发展差异和世界经济失衡事实相结合时,全球经济失衡能得到较好的解释,不过相关的经验研究较少。对于美国“过度特权”的观点,其实更多是在全球经济失衡的可持续性研究中被提及,如果要把它作为全球经济失衡的直接解释因素,需要证明美国在主动追求运用这一特权;而对于美元的国际货币地位,已有(国内)研究多为停留在论证它是出现全球经济失衡的必然原因,但对于为什么会出现如此巨大规模的全球经济失衡这一讨论重点,事实上并没有作出解释。

参考文献:

1. 陈炳才 2007 《对国际经济失衡和国内经济失衡的重新认识》,《金融研究》第5期。
2. 胡晖、张自如 2006 《全球经济失衡理论研究评述》,《经济学动态》第11期。
3. 胡渊、陈继勇 2012 《当前全球经济失衡的主要成因、可持续性及其调整——一个文献综述》,《国际商务:对外经济贸易大学学报》第4期。
4. 刘光溪 2006 《全球产业结构调整与世界经济失衡原因探讨》,《国际贸易》第10期。
5. 刘丽伟 2011 《全球经济失衡与再平衡研究》,《经济学动态》第4期。
6. 王道平、范小云 2011 《现行的国际货币体系是否是全球经济失衡和金融危机的原因》,《世界经济》第1期。
7. 姚洋 2009 《如何治愈全球经济失衡》,《中国金融》第18期。
8. 张幼文 2006 《要素流动与全球经济失衡的历史影响》,《国际经济评论》第2期。
9. 中国经济增长与宏观稳定课题组 2009 《全球失衡、金融危机与中国经济的复苏》,《经济研究》第5期。
10. Abbas, S. M. A., J. Bouhga – Hagbe, A. J. Fatás, P. Mauro, and R. C. Velloso. 2010. “Fiscal Policy and the Current Account.” IMF Working Paper WP/10/121.
11. Aguiar, M. and M. Amador. 2011. “Growth in the Shadow of Expropriation.” *The Quarterly Journal of Economics*, 126(2): 651 – 697.
12. Backus, D., E. Henriksen, F. Lambert, and C. Telmer. 2009. “Current Account Fact and Fiction.” NBER Working Paper 15525.
13. Bems, R., J. Dedola, and F. Smets. 2007. “US Imbalances: The Role of Technology and Policy.” *Journal of International Money and Finance*, 26(4): 523 – 545.
14. Blanchard, O., F. Giavazzi, and F. Sa. 2005. “The U. S. Current Account and the Dollar.” NBER Working Paper 11137.
15. Bracke, T., M. Bussière, M. Fidora, and R. Straub. 2010. “A Framework for Assessing Global Imbalances.” *The World Economy*, 33(9): 1140 – 1174.
16. Bussière, M., M. Fratzscher, and G. J. Müller. 2005. “Productivity Shocks, Budget Deficits and the Current Account.” European Central Bank, Working Paper Series, No. 509.
17. Caballero, R. J., E. Farhi, and Pierre – Olivier Gourinch. 2008. “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates.” *The American Economic Review*, 98(1): 358 – 393.
18. Chinn, M. D. 2005. “Getting Serious about the Twin Deficits.” Council on Foreign Relations, Special Report 10.
19. Chinn, M. D. 2011. “Evidence on Financial Globalization and Crises: Global Imbalances.” Forthcoming, *Encyclopedia of Financial Globalization*, ed. Gerard Caprio et al. Elsevier.
20. Chinn, M. D. and H. Ito. 2005. “Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World ‘Savings Glut’.” NBER Working Paper 11761.
21. Chinn, M. D. and H. Ito. 2008. “Global Current Account Imbalances: American Fiscal Policy versus East Asian Savings.” *Review of International Economics*, 16(3): 479 – 498.
22. Cooper, R. N. 2006. “Understanding Global Imbalances.” Mimeo, Harvard University, May.
23. Cooper, R. N. 2007. “Living with Global Imbalances.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 38(2): 91 – 107.
24. Cooper, R. N. 2008. “Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability.” *Journal of Economic Perspectives*, 22(3): 93 – 112.
25. Corsetti, G., L. Dedola, and S. Leduc. 2006. “Productivity, External Balance, and Exchange Rates: Evidence on the Transmission Mechanism among G7 Countries.” NBER Working Paper 12483.
26. Corsetti, G. and G. J. Müller. 2006. “Budget Deficits and Current Accounts: Openness and Fiscal Persistence.” *Economic Policy*, 21(48): 597 – 638.

27. Edwards , S. 2007. "On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances. " NBER Working Paper 12904.
28. Eichengreen , B. 2006. "Global imbalances: The New Economy , the Dark Matter , the Savvy Investor , and the Standard Analysis. " *Journal of Policy Modeling* , 28(6) : 645 – 652.
29. Eichengreen , B. , and Y. C. Park. 2006. "Global Imbalances and Emerging Markets. " Paper Prepared for the Conference on European and Asian Perspectives on Global Imbalances in Beijing on July 13 – 14.
30. Erceg , C. J. , L. Guerrieri , and C. Gust. 2002. "Productivity Growth and the Trade Balance in the 1990s: The Role of Evolving Perceptions. " Unpublished , Washington , DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
31. Erceg , C. J. , L. Guerrieri , and C. Gust. 2005. "Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit. " Board of Governors of the Federal Reserve System , International Finance Discussion Papers , Number 825.
32. Faruquee , H. , D. Laxton , D. Muir , and P. Pesenti. 2005. "Smooth Landing or Crash? Model – based Scenarios of Global Current Account Rebalancing. " NBER Working Paper 11583.
33. Feldstein , M. S. 2008. "Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the U. S. Saving Rate. " NBER Working Paper 13952.
34. Forbes , K. J. 2010. "Why Do Foreigners Invest in the United States?" *Journal of International Economics* , 80(1) : 3 – 21.
35. Gourinchas , P. – O. , and H. Rey. 2006. "From World Banker to World Venture Capitalist: U. S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege. " NBER Working Paper 11562.
36. Gruber , J. W. , and S. B. Kamin. 2007. "Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances. " *Journal of International Money and Finance* , 26(4) : 500 – 522.
37. Gruber , J. W. , and S. B. Kamin. 2009. "Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?" *Review of International Economics* , 17(4) : 667 – 688.
38. International Monetary Fund. 2004. "U. S. Selected Issues. " Article IV United States Consultation – Staff Report.
39. Ito , H. , and M. D. Chinn. 2007. "East Asia and Global Imbalances: Saving , Investment , and Financial Development. " NBER Working Paper 13364.
40. Kumhof , M. , and D. Laxton. 2009. "Fiscal Deficits and Current Account Deficits. " IMF Working Paper , WP/09/237.
41. Legg , A. , N. Prasad , and T. Robinson. 2007. "Global Imbalances and the Global Saving Glut—A Panel Data Assessment. " Research Discussion Paper , Reserve Bank of Australia , RDP 11.
42. Meissner , C. M. , and A. M. Taylor. 2008. "Losing Our Marbles in the New Century? The Great Rebalancing in Historical Perspective. " In *Global Imbalances and the Evolving World Economy* , ed. Jane Sneddon Little , 53 – 129. Massachusetts: Federal Reserve Bank of Boston.
43. Meredith , G. 2007. "Debt Dynamics and Global Imbalances: Some Conventional Views Reconsidered. " IMF Working Paper , WP/07/4.
44. Monacelli , T. , and R. Perotti. 2007. "Fiscal Policy , the Trade Balance , and the Real Exchange Rate: Implications for International Risk Sharing. " Paper Presented at the 8th Jacques Polak Annual Research Conference , Washington D. C. , November 15 – 16.
45. Obstfeld , M. , and K. Rogoff. 2005. "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments. " *Brookings Papers on Economic Activity* , 36(1) : 67 – 123.
46. Prasad , E. , R. Rajan , and A. Subramannia. 2006. "Patterns of International Capital Flows and Their Implications for Economic Development. " In *The New Economic Geography: Effects and Policy Implications* , ed. Martin Feldstein , Arminio Fraga and Rakesh Mohan , 119 – 158. Kansas City , MO: Federal Reserve Bank of Kansas City.
47. Smaghi , L. B. 2007. "Global Imbalances and Monetary Policy. " *Journal of Policy Modeling* , 29(5) : 711 – 727.
48. White , W. R. 2006. "Do Global Imbalances Matter?" Paper Presented at the Chatham House Conference on Global Financial Imbalances , New York , April 24.

A Survey of Controversies of Global Imbalances Explanations: From the Ignored U. S. Perspective

Wang Donggui

(School of Economics and Business Administration , Beijing Normal University)

Abstract: This paper puts forward a three – phase logic evolution for researches of the reasons of global imbalances , which is a logical framework for comprehensive understanding of global imbalances. Among them , studies of the reasons of global imbalances by foreign researchers based on the perspective of U. S. are ignored by domestic researchers , even are wrongly interpreted to some extent. Through exploration of reasons of global imbalances from this specific perspective , we find that besides some basic facts , little consensus has reached. The expansion fiscal deficit and higher productivity growth rate hypothesizes are both inconclusive. The U. S. financial development advantage hypothesis is opposed by some empirical researches , complemented with the fact of differential world economies growth rates , however , it can relatively well explain global imbalances. Extraordinary Privilege of U. S. and dollar ' s international currency position hypotheses , however , encounter some major problems.

Key Words: Global imbalances; Fiscal Deficit; Productivity Growth Rate Advantage; Financial Development Advantage; Extraordinary Privilege

JEL Classification: F41 , F32

(责任编辑: 陈永清)