

危机后全球失衡的进展与国际协调思路*

杨盼盼 常殊昱 熊爱宗

本文首先梳理了危机后全球失衡的新进展，全球失衡整体大幅缓解，中国为危机后全球经济再平衡做出了重要贡献，主要发达失衡国的调整则相对有限。然而，在全球失衡渐趋缓和的同时，失衡的政策协调压力却在上升，全球失衡再度成为2019年G20的核心议题。本文指出，当下政策讨论中采取的经常账户合意值的外部失衡评议方法存在诸多问题，针对各国的失衡评估报告也存在不一致。继而，全球失衡的政策协调方式应有所转变，需统合流量失衡和存量失衡的相互作用机制，促进各国有序协调，防范因外部失衡无序下降或波动以及因外部失衡过度调整带来的全球经济、贸易和金融风险。

关键词：全球失衡 外部失衡评估法 流量失衡 存量失衡 政策协调

全球金融危机之后，全球失衡规模大幅下降，中国的经常账户失衡问题逐渐改善。巴里·艾肯格林甚至以《全球失衡安魂曲》为题撰文，描述危机前后这一全球失衡的变迁。^[1]2018年，中国经常账户余额占GDP的比重为0.7%，相比2007年峰值时下降了9个百分点，为危机后全球失衡的调整做出了卓越贡献。然而，

杨盼盼系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，Email: pamelapanda@126.com；常殊昱系中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员；熊爱宗系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员。

* 作者感谢财政部与世经政所G20项目、发改委发展规划项目“‘十四五’时期国际收支情况、影响及应对举措研究”、自科青年基金（71503263）的资助。作者感谢姚枝仲研究员、张明研究员和徐奇渊研究员给论文提供的宝贵建议，感谢熊婉婷博士提供的研究协助。

[1] Eichengreen, Barry, “A Requiem for Global Imbalances”, *Project Syndicate*, 13 January 2014, <http://www.project-syndicate.org/commentary/barry-eichengreen-notes-that-a-decade-after-externall-imbalances-emerged-as-a-supposed-threat-to-the-global-economy--the-problem-has-disappeared?barrier=true> [2019-06-17].

近期中国面临的来自国际上的经常账户失衡调整压力却有所上升。全球失衡的国际政策协调通常是在二十国集团（G20）的框架下进行。2018年年末至今，在日本作为G20峰会主席国期间，全球失衡议题再度成为G20增长框架工作组的核心议题。日本副首相兼财政大臣麻生太郎也撰文指出，G20的当务之急是解决老龄化和全球贸易失衡问题。^[1]而根据2018年7月国际货币基金组织（IMF）发布的《对外部门报告2018》（*External Sector Report*，以下简称ESR报告），2017年全球经常账户仍存在40%~50%的失衡，这其中，IMF认为中国顺差的贡献在所有顺差国家中约占1/3。^[2]综合来看，中国的经常账户顺差余额在危机之后出现了大幅度的下降，但仍然面临着内外双重压力，从国内压力来看，经常账户由大规模的顺差转向基本平衡，非常考验政策智慧；从国际压力来看，中国面临的调整压力不小。基于上述背景，有必要对全球金融危机后的全球失衡问题进行全面的梳理。

危机后全球失衡的新趋势

全球金融危机后，全球失衡规模显著下降。衡量全球失衡的总体规模一般使用顺差国和逆差国的经常账户绝对值规模之和占全球GDP的比重^[3]，据此计算2018年全球失衡的规模约为3.24%。比照杨盼盼、徐建炜测算的一百年以来的全球失衡水平，2018年的全球失衡水平较全球金融危机前出现的全球失衡峰值已大幅度下降（图1）。^[4]而且，目前的全球失衡规模总体低于全球经济高速发展的大缓和时期（21世纪初至危机前）。大缓和时期的全球失衡中固然包含有不合理的“坏失衡”^[5]，但也是贸易自由化进程加快、金融全球化发展和国际间借贷普

[1] Taro, Aso, “Ageing and Global Trade Imbalances Are G20 Priorities”, *Financial Times*, March 31, 2019, <https://www.ft.com/content/b9265f7e-4f21-11e9-8f44-fe4a86c48b33>[2019-06-17].

[2] IMF, *2018 External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions*, July 19, 2018, <https://www.imf.org/en/Publications/ESR/Issues/2018/07/19/2018-external-sector-report>[2019-06-17].

[3] Blanchard, O. J. and Milesi-Ferretti, G. M., “Global Imbalances: In Midstream?”, CEPR Discussion Paper No. DP7693, 2010.

[4] 杨盼盼、徐建炜：“全球失衡的百年变迁——基于经验数据与事实比较的分析”，《经济学（季刊）》，2014年第2期，第625~646页。

[5] 布兰查德和米莱西-法莱替尼将失衡区分为“好失衡”和“坏失衡”，前者是国家发展差异、人口结构因素和其他经济基本面的自然反映，而后者则反映了国内和国际层面的扭曲和风险。Blanchard, O. J. and Milesi-Ferretti, G. M., “Global Imbalances: In Midstream?”, CEPR Discussion Paper No. DP7693, 2010.

遍开展的体现。换言之，全球经常账户规模的上升与经济全球化是相伴相生的。这意味着，从历史视角来看，当前的全球经济失衡水平并不高，尤其是在考虑历经多年的经济全球化和贸易全球化之后，这一水平已可算作历史较低。因此，无论是从近期调整还是历史视角，当前的全球经济失衡都已处于低水平。

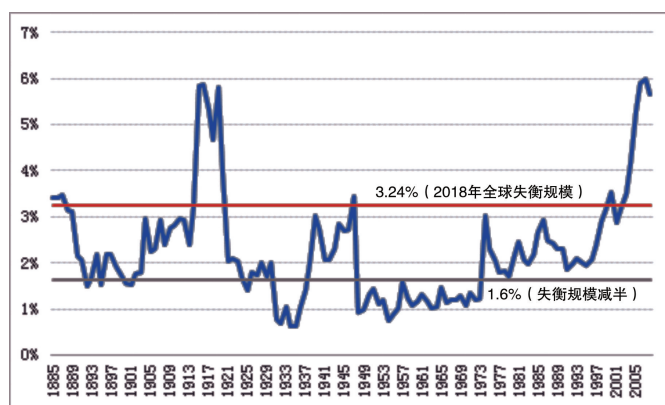


图1 全球失衡规模的历史比较

数据说明：全球失衡规模的定义同正文。因数据可得性原因，各时间段样本国家数不同。基于最大化数据可得性的考虑，1885-1945年的数据来自于Jones and Obstfeld (1997)，包括15个国家：阿根廷、澳大利亚、加拿大、丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、日本、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、英国和美国。金本位结束以来截至2008年的数据，主要国家数据从IMF的IFS数据库中获取，另一部分则从Mitchell (2007)中加以补充。最终，上图反映的时间段和国家数量为：15个国家从1885-2008年的数据，70个国家从1970-2008年的数据，98个国家从1982-2008年的数据。杨盼盼、徐建炜 (2014)的原文还提供了仅包含全程可得数据的15个国家，以及每年滚动选入GDP规模前15大的国家为代表的全球失衡规模数据，因不影响本文的主要结论，在此略去。Jones, M. T. & Obstfeld, M., "Saving, Investment, and Gold: A Reassessment of Historical Current Account Data", NBER Working Paper, 6103, 1997; Mitchell, B. R., *International Historical Statistics*, London: Palgrave MacMillan, 2007; 杨盼盼、徐建炜：“全球失衡的百年变迁——基于经验数据与事实比较的分析”，《经济学（季刊）》，2014年第2期，第625-646页。

数据来源：全球失衡规模数据来源为：杨盼盼、徐建炜：“全球失衡的百年变迁——基于经验数据与事实比较的分析”，《经济学（季刊）》，2014年第2期，第625-646页。两条反映失衡规模的辅助线为本文作者所加。

中国为危机后全球经济再平衡做出了重要贡献，这一贡献超过了其他的主要顺差国和逆差国（图2）。根据IMF世界经济展望数据库的最新统计和预测，2018年，中国的经常账户余额占GDP的比重为0.4%，这一比重仅为同期日本的1/10、德国的1/20，绝对规模也远小于这两个国家。中国在主要顺差国中是再平衡效果最为显著的国家。与中国相比较，其他主要发达经济顺差国和逆差国对全

球经济再平衡的贡献明显不足。从当前的失衡水平及失衡的未来走势来看，日本的顺差规模为3.5%，德国的顺差规模为7.4%，且在中长期内并没有显著向下收敛的态势。英国的逆差有所缩窄，但目前仍在-3.9%左右。美国尽管当前逆差水平为-2.3%，但是未来逆差的规模预计可能进一步扩大。

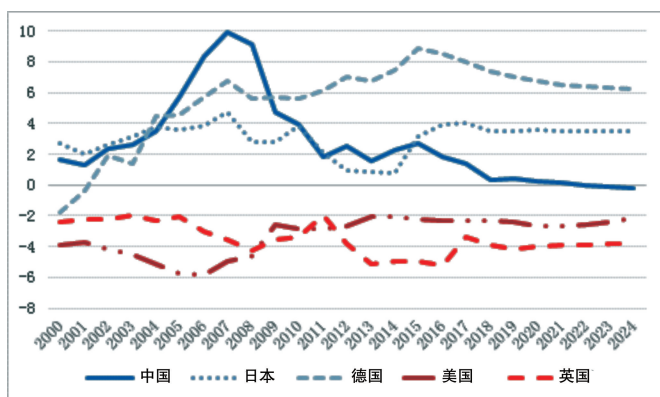


图2 代表性顺差国和逆差国经常账户走势 (2000—2024)

数据说明：数据为一国经常账户余额占本国GDP的比重。图中2019年及以后各年数据为基金组织工作人员预测值，美国2018年也为预测值。

数据来源：IMF世界经济展望（WEO）数据库2019年4月版。

从近三年对全球失衡的增量贡献来看，中国不再身处主要顺差国阵营，且为全球失衡的削减做出了重要贡献。根据美国财政部的宏观经济分析报告，在过去三年中，按贡献规模排序，对全球经常账户顺差的增量贡献主要源自德国、日本、中国台湾、瑞士和意大利等顺差经济体；逆差国的增量贡献主要集中于美国、加拿大和印度。就规模而言，德国、日本仍然是全球失衡顺差方的主要来源国，美国仍然是全球失衡逆差方的主要来源国。中国、韩国以及英国、墨西哥、法国、巴西分别是在顺差国和逆差国中为全球失衡的下降做出积极贡献的国家。总结而言，中国在主要经常账户顺差国中是再平衡做得最好的国家，这既体现在经常账户余额的绝对规模和占GDP的比重均较小，也体现为盈余在近三年中的继续下降。

综上，危机后全球经济再平衡的经济背景可总结为：全球失衡大幅缓解，中国再平衡贡献显著，主要发达失衡国调整不力。

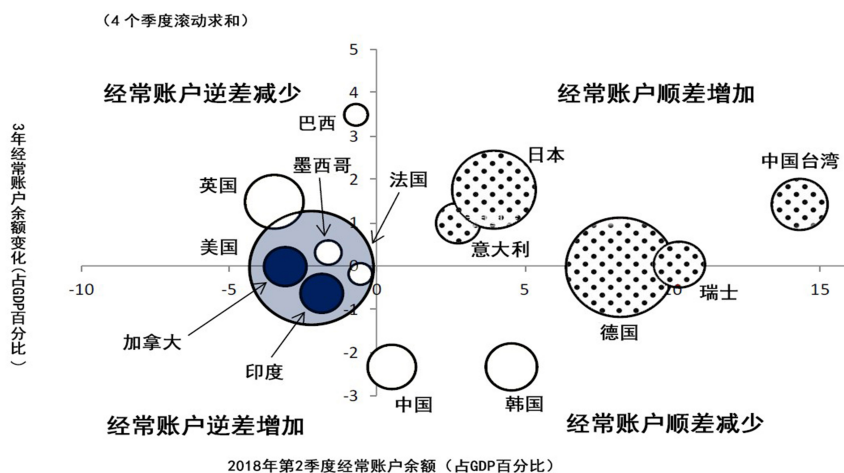


图3 全球经常账户收支余额调整（2015年第二季度—2018年第二季度）

图片说明：图中圆圈的大小、圆心位置、所处的不同象限和不同样式分别反映不同信息。圆圈大小代表一国经常账户规模占全球GDP的比重，也可以将其视为一国经常账户（相对于其他国家）的绝对规模。圆圈圆心所在位置体现了一国在横轴和纵轴上的两个信息：横轴对应的信息是2018年第二季度一国经常账户余额占GDP的比重，纵轴对应的信息是经常账户余额占GDP比重的3年变化。一到四象限分别反映经常账户盈余增加、赤字缩减、赤字增加和盈余缩减。圆圈为阴影、点状和空心分别反映了经常账户赤字增加、盈余增加和盈余/赤字缩减。

资料来源：美国财政部（2018，P14），是美国财政部提交国会的宏观经济分析报告“Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States”，<https://home.treasury.gov/system/files/206/2018-10-17-%28Fall-2018-FX%20Report%29.pdf> [2019-06-09]。中文图由中国社会科学院世界经济与政治研究所“全球智库半月谈”编译组编译。

但在全球失衡渐趋缓和的同时，对全球失衡开展宏观经济政策协调的压力却在上升。2018年7月，IMF发布的ESR报告称，2017年全球经常账户仍存在40%~50%的过度失衡。所谓过度失衡，是指IMF计算的各国经常账户的合意值与该国经常账户真实值之间存在的差异。ESR报告指出，以过度失衡的视角衡量，中国与德国、韩国、荷兰、瑞典和新加坡一道，是顺差国过度失衡的主要贡献者，以规模衡量，中国过度顺差的贡献在所有顺差国家中约占1/3，仍然面临着较大调整压力。ESR报告在总结这一过度失衡的政策影响时进一步指出，过度失衡的不可持续将增加全球经济的风险，并将加剧贸易摩擦。2018年年末至2019年中，日本作为G20峰会主席国期间，全球失衡议题再度成为G20增长框架工作

组的核心议题，经由多个渠道展开探讨。IMF 作为全球失衡政策协调议题最主要的智力支持方，其 ESR 报告则成为引导全球失衡问题磋商和协调的核心依据和焦点。综合来看，尽管中国的经常账户顺差余额在危机之后有了大幅度的下降，但是在国际层面上仍然面临较大的调整压力，且这一调整与经贸摩擦的交织增加了问题的复杂性。

全球失衡的测度：“名义值”VS“合意值”

以名义失衡水平衡量，全球经济整体以及中国的经常账户均不存在显著失衡问题。除了在第一节背景介绍中对失衡规模下降的分析可以佐证这一观点外，在上一轮 G20 全球失衡讨论中，也曾经有过一个失衡规模的“拇指法则”，即经常账户占 GDP 比重不超过 4%。按照这一标准，全球经济不存在严重失衡，中国在 2011 年后就不存在过度失衡，且预计将在中长期内处于经常账户总体均衡的轨道上。

但是，根据 IMF ESR 报告中所采取的经常账户“过度失衡”的缺口分析法来判断，在失衡衡量指标变化的背景下，中国面临的经常账户调整压力并未减轻。那么，在失衡绝对规模缓解的背景下，更换失衡的评价指标，采用合意值，并将经常账户名义值和合意值的缺口作为过度失衡的评价，是否合适？

IMF ESR 报告采取的核心分析方法是外部失衡评估法（External Balance Analysis, EBA），其本质上是一种缺口分析法。EBA 的基本框架为：第一步，基于主要的经常账户余额决定理论确定一国经常账户余额的解释变量，解释变量同时包含若干基本面变量和若干政策变量；第二步，将全球主要经济体的国别数据代入方程进行面板数据回归，获得回归方程的估计式；第三步，将各国的解释变量数据再代回回归方程的估计式中，其中基本面变量选取原始数据代回，政策变量选取 IMF 经由与各国磋商得出的合意政策值代回，继而得到一国的经常账户合意值；第四步，使用名义值减合意值，即可以得到一国的经常账户缺口，继而还可以进一步地从中分离出政策缺口的部分。这一框架可以使用公式（1）进行描述。

$$\begin{aligned} \text{经常账户过度失衡} &= \text{经常账户总体缺口} \\ &= \text{名义值} - \text{合意值} = \text{政策缺口} + \text{回归方程的残差项} \quad (1) \end{aligned}$$

不可否认，EBA 方法具有一定的创新性，特别是政策缺口的评估有较为明确

的政策含义，但是，缺口分析法却也存在着不可回避的缺陷。缺口分析法的理念本身并非EBA的独创。在经济政策评估中，存在着一种比较有名的“缺口”，即产出缺口。产出缺口被定义为一国当期实际产出与其长期潜在产出之间的缺口。产出缺口是用来判断一国的通胀压力、实现充分就业、经济上下行压力等的重要指标，在一国制定财政政策和货币政策中发挥了重要作用。

但是，在全球经济政策协调时，对于增长的讨论仍然是以经济增长而非产出缺口作为讨论的主题。这主要是因为产出缺口仍然具有较大的局限性^[1]，主要包括：第一，一国的潜在产出无法观测，只能估算获得，这使得产出缺口也是一个估计值，无论测量的方法如何改进，仍然存在着较大的不确定性，这种不确定性来自于方法本身、变量的局限性、各种变量之间的相互关系、经济结构变化等；第二，产出缺口和一些经济变量之间的关系并非总是确定，一些影响甚至还缺乏稳健的依据；第三，产出缺口只是诸多衡量经济走势的指标之一，需要综合考虑各类宏观经济指标。上述三个原因，导致产出缺口并不能作为全球经济增长协调的参照。

当将缺口分析方法运用于经常账户分析时，也会产生类似的问题。首先，一国的合意经常账户水平无法直接观测，只能通过估算的方法获得，这使得经常账户的合意值以及过度失衡水平也只能是估计值，合意值的估计方法、国别的差异性、变量的局限性等因素也会影响合意值估计的准确性和可靠性。第二，过度失衡与一些经济变量和政策因素之间的关系并非总是确定，例如失衡与全球经济风险、与贸易摩擦并不存在一致性、确定性的关系。第三，没有必要仅盯住过度失衡一个指标，全球失衡在国际政策协调层面上仍具有诸多可供各国合作的领域，关于这一点，本文将在最后一部分进行探讨。

具体到EBA方法的测算细节，其本身存在的最大问题在于，尽管该方法通过全球失衡的理论和实证研究建立了跨国面板回归模型，并得出了一些特定因素对一国经常账户余额的回归系数，但是这些系数严格来说只反映了所有国家的一个整体特征，并不能反映出一个国家的个性特征，这使得EBA方法在运用于国别因素分析时存在缺陷。

[1] 关于产出缺口及其不足的讨论参见：Sarwat Jahan and Ahmed Saber Mahmud, “What Is the Output Gap?”, *Finance & Development*, September 2013, Vol. 50, No. 3, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/09/basics.htm>[2019-06-17].

为了更好地理解EBA方法可能存在的缺陷，本文比较了IMF ESR 2018的主要方程回归结果和另一篇与EBA方法相似的文献^[1]回归结果（见表1）。通过比较两篇文章核心指标的回归系数，可以看出EBA方法存在的具体问题。

一方面，EBA方法不能反映出某一因素的差异性影响。由于回归方程估计的各解释变量的回归系数是唯一的，因此，每个国家一单位某一变量的变动对经常账户余额影响的强弱都是相同的。在表1的比较中，EBA方法下一国财政政策对经常账户余额的影响是显著的，但是根据Chinn的回归结论，“政府财政”对经常账户的影响强度在发达国家内部最强，新兴经济体最弱，发展中国家处于中间水平，这意味着政府财政对经常账户的影响会因国家发展阶段的不同而有所不同。^[2]

另一方面，EBA方法不能反映影响一国经常账户各类因素的相对重要性。在模型中，每个国家经常账户的决定因素及回归系数都是相同的，但是对于不同发展阶段的国家，决定经常账户的因素并不相同，一些对于某些国家有重大影响的因素，对于另一些国家可能没有影响。例如“对外净资产”和“长期经济增长”这两个因素对经常账户余额的影响都是显著的，这在ESR 2018和Chinn的所有国家样本回归中是一致的，但是在分组回归中仅有发展中国家这两个指标对经常账户有显著影响，在发达国家和新兴经济体的组别中，这两个因素对经常账户余额的影响并不显著。这将使得基于同一方程得出的最优经常账户水平并不总是能够反映任一收入阶段国家真实的合意经常账户水平。

此外，EBA方法也不能反映影响经常账户余额变动因素的时变性特征。由于EBA模型是基于1986—2016年的数据进行回归，它反映的是1986年以来各因素对经常账户余额的平均影响，但是危机之后，影响经常账户的因素发生了较大的变化，而这些变化并不能直接反映在模型之中。

[1] Chinn, Menzie M., “The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record”, paper presented at KC Fed Jackson Hole Symposium “Fostering a Dynamic Global Economy”, August 24–26, 2017.

[2] Chinn, Menzie M., “The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record”, paper presented at KC Fed Jackson Hole Symposium “Fostering a Dynamic Global Economy”, August 24–26, 2017.

表 1 影响经常账户余额变量的回归系数差异比较

影响经常账户余额 占GDP比重的因素	IMF ESR 2018	Chinn(2017)			
		全样本	发达国家	发展中国家	新兴经济体
政府财政	显著	中	强	中	弱
对外净资产	弱	弱	不显著	弱	不显著
相对收入	不显著	中	弱	强	中
少年抚养比	无此指标	显著	不显著	显著	不显著
老年抚养比	不显著	不显著	不显著	不显著	不显著
金融发展水平	2018版取消了金融中心虚拟变量	不显著	不显著	不显著	不显著
贸易条件	无此指标	正	负	正	正
长期经济增长	显著	显著	不显著	显著	不显著
贸易开放程度	无此指标	不显著	不显著	不显著	不显著

说明：（1）表格第一列是影响经常账户余额的核心指标，选取原则是某一指标同时出现在两篇文献中。

（2）在两篇文献中，具体的指标并不完全一致，但是指标选取背后所反映的影响因素基本一致。具体到某一指标，由于陈的文章中分别做了全样本回归和分组回归（分成发达国家、发展中国家、新兴经济体三个组别），因此，不同组别之间的该指标对经常账户的影响程度可以从系数大小和显著性中得到反映。

（3）如果该项指标的回归系数在各个组别中均显著且方向一致，表中用“弱、中、强”反映系数的差异。如果该项指标的回归系数在各个组别中显著但正负符号有差异，表中用“正”“负”反映差异。如果该项指标的回归系数仅在部分组别中显著，表中用“显著、不显著”反映差异。

资料来源：作者基于IMF ESR 2018和Chinn（2017）整理，Chinn, Menzie M., “The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record”, paper presented at KC Fed Jackson Hole Symposium “Fostering a Dynamic Global Economy”, August 24-26, 2017.

除了上述EBA方法本身存在的缺陷，ESR 2018的评估结果和国别评估报告也存在着一些不一致的因素。根据前文所述的过度失衡表达式，一国的过度失衡（总体缺口）由政策缺口和残差项两项组成。由于残差项是未知和不可调节的^[1]，这意味着，ESR报告中进行政策协调的唯一渠道，是通过调整政策，继而弥合政策缺口，从而降低总体缺口和过度失衡。据此，表2列出了主要经济体的总体缺

[1] ESR 2018也对残差项开展了分析的尝试，但目前尚不成熟。

口和政策缺口，并说明其政策含义。

表 2 IMF ESR 2018 对主要经济体缺口的测算及政策建议

		总体缺口(%)	总体缺口排序	
			五国	27 经济体
顺差国	中国	1.7	3	16
	日本	0.4	5	25
	德国	5.5	1	3
逆差国	美国	-1.6	4	17
	英国	-5.0	2	4
		政策缺口(%)	政策缺口排序	
			五国	27 经济体
顺差国	中国	-0.5	4	17
	日本	-1.6	1	6
	德国	1.2	2	10
逆差国	美国	-0.6	3	15
	英国	-0.4	5	22
调整总体缺口对经常账户余额的含义			调整政策缺口对经常账户余额的含义	
顺差国	中国	降低顺差		增加顺差
	日本	降低顺差		增加顺差
	德国	降低顺差		增加顺差
逆差国	美国	降低逆差		降低逆差
	英国	降低逆差		降低逆差

数据说明：(1) 总体缺口和政策缺口的数值正负号含义一致，正号表明该经济体经常账户的名义值和合意值之差为正，即名义值应当进一步下降以趋于合意值。对于顺差国而言，正号意味着削减顺差，对于逆差国而言，正号意味着增加逆差。负号表明该经济体经常账户的名义值和合意值之差为负，即名义值应当进一步上升以趋于合意值。对于顺差国而言，负号意味着增加顺差，对于逆差国而言，负号意味着削减逆差。

(2) 总体缺口排序和政策缺口排序是为了同时考虑经常账户的顺差国和逆差国，对缺口的数值取绝对值之后进行排序。排序包括仅对表格中五国的排序以及 ESR 2018 中所有样本经济体（共计 27 个）的排序。

第一，总体缺口和政策缺口存在着较大差异。考虑到总体缺口和政策缺口之间的差异实质上反映在残差项之中，被视作过度失衡的总体缺口的很大部分是模型不可解释的部分，针对这部分内容开展的失衡调节并没有明确的依据。例如，德国的总体缺口是5.5%，但是能被政策缺口所反映的仅有1.2%。中国的情况更值得关注，总体缺口是1.7%，但政策缺口却为-0.5%，二者数值相反，反映出中国的总体缺口几乎不能被政策缺口解释，更多反映的是模型所不可解释的部分。

第二，总体缺口和政策缺口的排序存在着较大的差异。以所有27个经济体的排序来看，总体缺口排名靠前的德国和英国，其政策缺口排名较为靠后。而总体缺口排序靠后的日本，其政策缺口排名却靠前。从中美两国来看，中国的总体缺口排名在美国之前，但政策缺口排名却在美国之后。这意味着，报告中反映的中国总体的过度失衡超过了美国，但这主要是由于不可解释的因素导致的，中国因政策所导致的失衡小于美国。

第三，政策含义存在不一致的情况。根据表2的总结，对于逆差国来说，依照政策缺口开展的政策调整是基本可行的，因为政策缺口的调整意味着逆差的下降，这与总体缺口中要求调降逆差的方向是一致的。但是在顺差国的调整中，只有德国能通过政策缺口的调整达到总体缺口调整的目的，日本和中国均不能实现。以中国的例子来看，中国的经常账户总体缺口是1.7%，这意味着，中国需要在当前的经常账户余额基础上，进一步调降1.7个百分点，才能降低过剩失衡。但是中国的政策缺口是-0.5%，这意味着政策措施的改革会将经常账户的余额进一步提升0.5个百分点。因此，从政策缺口的含义理解，中国的经常账户具有进一步上升而非下行空间。这与报告针对中国过度失衡做出的判断并不一致。

全球失衡协调失当的风险

上节的分析表明，IMF ESR 2018报告的主要核心EBA方法及其指向的政策含义方法上仍有着不可回避的“硬伤”。尽管报告开篇就写道“上述发现（指报告中的全球过度失衡）十分重要，因为持续的失衡会变得不可持续，让全球经济处于风险之中，加剧贸易摩擦”，但这一论断忽略了事情的相反面，即：过度强调全球经济存在过度失衡的主张，可能导致对全球经济失衡的协调失当，继而进一步加剧全球经济增长和贸易投资风险。

危机之后，全球经济失衡规模下降，但是问题并未解决。这里问题关键并不

在IMF ESR 2018当中所说的过度失衡仍然很大，而是危机带来外部失衡规模的被动下降，其代价是带来国内产出缺口的上升、失业率的上升、长期经济增长动力下降等内部失衡问题。从全球视角来看，危机后全球经济失衡规模下降伴随着全球产出放缓和全球经济增长前景不明。事实上，全球经济增长的放缓及增长前景不确定性的上升，是全球金融危机十年以来仍然困扰各国的问题，也是全球经济政策协调的核心议题。如果仅以降低所谓的过剩失衡为目的，反而可能不利于全球经济复苏，也无助于G20国家开展经济协调，共同抵制贸易保护主义。

为了分析以降低失衡为导向的经济后果，这里假定一个极端情形：过度失衡成为贸易保护主义者反对自由贸易的新说辞，降低过度失衡成为国际政策协调的目标。降低失衡将直接导致全球货物贸易受到不利影响。这里基于IMF ESR 2018报告以及现实的宏观经济数据做一个简单的情景分析。根据IMF ESR 2018报告，全球经常账户余额占全球GDP的比重约为3.25%，这其中有40%~50%被IMF视为不必要的余额。按照这一表述，如果政策协调的目标是削减这40%~50%的不必要的余额，那么这一举措对全球经济增长和贸易的负面影响是显而易见的。

根据IMF世界经济展望数据库2018年10月版的数据，2017年全球GDP规模大约为80万亿美元，按照ESR 2018报告中经常账户余额占全球GDP的比重进行推算，全球经常账户余额规模约为2.6万亿美元。图4给出了四种削减IMF过剩失衡情形对全球经济增长和全球贸易影响的情景分析。四种情形分别对应：两种过剩失衡比例（高过剩失衡50%，低过剩失衡40%）、两种对货物贸易的影响。^[1]

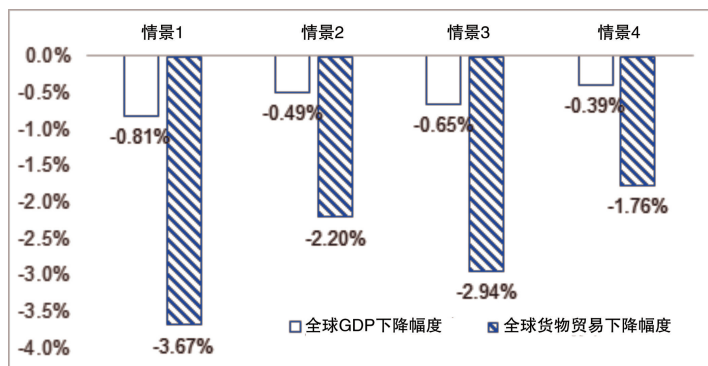


图4 过剩失衡调整对全球经济增长和贸易增长的情景分析

[1] 由于货物贸易是经常账户外部视角中的重要组成部分，因此，削减过剩失衡的同时意味着货物贸易规模的一定程度削减，假定削减过剩失衡对货物贸易影响较大的情景中货物贸易受到的影响为经常账户的50%，较小的情景中比例为30%。

说明：（1）情景1：高过剩失衡，高货物贸易比重；情景2：高过剩失衡，低货物贸易比重；情景3：低过剩失衡，高货物贸易比重；情景4：低过剩失衡，低货物贸易比重。

（2）全球GDP规模和全球货物贸易规模数据均为2017年数。

资料来源：全球GDP规模来源于IMF World Economic Outlook Database October 2018，指标名称为：Gross domestic product，current prices（billion US Dollars）。全球货物贸易规模来源于WTO数据（[http://data.wto.org/\[2019-02-08\]](http://data.wto.org/[2019-02-08])），指标为Merchandise Exports，报告国和伙伴国均为世界。

由图4可知，削减不必要失衡的后果带来货物贸易规模的进一步下降，这一下降规模按照不同情景的分析有所不同，约占全球GDP的0.4%~0.8%，占全球贸易规模的近1.8%~3.7%。如果以同期全球经济增长约为3.7%，全球贸易增速约为3.9%的情况来看，这一调整意味着全球经济增长在其他条件不变的情况下可能收缩至2.9%~3.3%，贸易增长在最极端的情况下将近乎停滞。即便是从四种情景中的平均下降幅度来看，其对全球经济及贸易增长前景的影响也是巨大的。平均来看，全球GDP增速将下降0.6个百分点，全球货物贸易将下降2.6个百分点。上述分析表明，在全球总体失衡规模不高的时期，不宜将降低总体失衡水平作为全球经济失衡国家政策协调的首要议题，否则其稳定经济增长前景的作用非但不能实现，还可能取得适得其反的效果。

全球失衡的政策协调也需要从历史的视角吸取经验教训。从历史的视角来看，当前的全球失衡规模已经不高，要再减一半会面临困难。如果按照IMF ESR 2018中所建议的，进一步缩减失衡的50%至1.6%，则这一失衡的低水平在整个后布雷顿森林体系时期都是比较罕见的，甚至接近于布雷顿森林体系时期的失衡水平（见图1）。尽管布雷顿森林体系的设立初衷是解决国际收支失衡问题，然而，在实际的运行过程中，汇率调整和IMF政策协调两个渠道发挥的作用均相当有限，国际收支的调节主要是依赖对资本流动的管制实现的。事后来看，以行政手段限制经常账户和实施资本管制的布雷顿森林体系并不稳定，也不可持续。这对于当前失衡问题的协调具有警示意义，特别是在贸易和金融自由化深入发展的背景下，不应再继续主张全球失衡规模的调降。

进一步说，历史上也曾出现过像2007年时高水平的全球失衡，这一高水平的失衡出现在第一次世界大战期间（见图1）。然而，在一战后的恢复时期，由于缺乏国际宏观经济政策的协调，各国采取的是“以邻为壑”的经济政策，主要通过提高关税来保护本国市场。在此期间，封闭的经济政策确实带来了全球失衡规模的持续下降，但也同时带来了各国经济发展的不均衡和矛盾的累积，随后全

球经济出现了1929—1933年“大萧条”，最终第二次世界大战爆发。这段历史也为当前的全球失衡调整提供了教训和启示，即如果在全球失衡已经快速下降的过程中，进一步推行强化全球再平衡举措，则很可能加速各国的协调失败和走向“以邻为壑”的道路，导致全球治理公共产品的进一步缺失，让全球经济乃至全球稳定受到冲击。因此，应当对全球经济失衡大幅下降的后果予以关注，并更多地从这个视角开展应对措施。

上述分析表明，在全球总体失衡规模不高的时期，不宜继续将降低总体失衡水平作为全球经济失衡国家政策协调的主要议题，否则，其稳定经济增长前景的作用非但不能实现，还可能取得适得其反的效果。

构建新的全球经济失衡协调框架

综上，在当前全球失衡已降至较低水平、全球经济增长动能仍不稳健、贸易摩擦频发和贸易保护主义抬头的背景下，再采用之前的一套框架来应对全球失衡问题，显然已不合时宜。G20增长框架工作组以及其他国际组织应对全球经济失衡的外部监督和协调重心进行调整。

在构建新的全球失衡协调框架的过程中，应当充分考虑全球失衡的两个核心调整渠道：流量失衡渠道和存量失衡渠道。近年来，存量失衡调整渠道越来越多地出现在学界和政策界的讨论中。^[1]所谓存量失衡，是指以国际投资净头寸（Net International Investment Position, NIIP）衡量的失衡水平。之所以称之为存量失衡，是因为经常账户余额是一个流量概念，而国际投资净头寸则是一个存量概念，且与国际收支失衡密切相关。具体而言，二者之间的关系可从NIIP和经常账户之间的跨期恒等式观察到。如（2）式所示，国际投资头寸在t期相对于上期的变动 $\Delta NIIP_t$ 等于t期的经常账户余额和估值效应 VAL_t ，其中，为了简便起见，经常账户由其主要的两个账目余额之和表示，分别为贸易余额 TB_t 和收益项 INC_t 。

$$\Delta NIIP_t = TB_t + INC_t + VAL_t \quad (2)$$

[1] IMF, “Are Global Imbalances at a Turning Point?”, *World Economic Outlook: Legacies, Clouds, Uncertainties*, Ch.4, October 2014; Alberola-Ila, E., Estrada, Á. and Viani, F., “Global Imbalances from a Stock Perspective: The Asymmetry Between Creditors and Debtors”, BIS Working Papers No. 707, 2018.

公式(2)解释了流量失衡和存量失衡之间的关系：一方面，流量失衡是存量失衡的重要原因，经常账户的持续失衡会积累至存量失衡之中，NIP中体现了多年流量失衡的历史积累，同时，估值效应也会影响NIP的变化；另一方面，NIP本身为一国对外的总资产和总负债之差，各类资产(负债)的收益变动又会体现在下一期的经常账户收益项之中，继而，存量失衡又在未来对流量失衡产生持续的影响。

存量失衡及调整的主要关注点可以区分为危机前后两个不同的阶段。在危机之前，对存量失衡的关注主要体现在解释为何美国持续的经常账户逆差却没有形成巨额的对外债务上，危机之前研究主要关注从收益项和估值效应视角解释美国为何可以长期保持逆差国地位，且未形成巨额对外债务。在危机之后，对于存量失衡的关注主要集中于频繁爆发的债务危机，一些债务国因为持续逆差导致债务积累，同时疲弱的经济增长进一步恶化了外部头寸，这使得重债经济体在市场情绪发生不利变动的情况金融不稳定性上升，呈现出较大脆弱性。

基于上述分析，具体到存量失衡在全球失衡调整中的角色，最主要的渠道是对外净资产的规模和结构将导致经常账户项下流量失衡的变化。不过，净债权国和净债务国的存量和流量失衡调整并非一一对应的关系。处于顺差国地位的经济体一般也是净债权国，拥有正的对外净资产，但是其对外总资产和总负债的净收益率未必为正，因而，NIP对经常账户顺差的贡献也未必为正。同样的，处于逆差国地位的经济体一般也是净债务国，对外处于净负债状态，但是其对外总资产和总负债的净收益率未必为负，因而，存量调整也未必会恶化经常账户逆差。

因此，关于流量失衡调整、存量失衡调整及全球失衡的协调，可以按照主要国家所处的位置，置于四象限图中进行讨论(见图5)。第一种模式是处于第一象限的国家，为顺差国和净债权国，其存量失衡会加剧流量失衡(即经常账户的顺差)。第一象限中的顺差国的对外总资产的收益高于对外总负债的成本，这意味着该国经常账户中的投资收益项为正，这将进一步推高该国的经常账户顺差，存量失衡就将加剧流量失衡。这一类模式的代表性国家是日本、德国，两国的经常账户顺差中很大部分源自于投资收益项，即存量失衡加剧了流量失衡。

第二类模式是处于第二象限的国家，即顺差国和净债权国，但其存量失衡在一定程度上缓解了流量失衡。第二象限中顺差国的对外净资产中，对外总资产的收益低于对外总负债的成本，这意味着该国的投资收益项为负，这将缩窄该国的经常账户顺差。因此在这种情况下，存量失衡调整会降低流量失衡。这一类模式

的代表性国家是中国，中国经常账户余额中的投资收益项长期为负，对经常账户顺差余额起到削减的作用。

第三类模式是处于第三象限的国家，为逆差国和净债务国，其存量失衡进一步恶化流量失衡。第三象限中的逆差国为对外总负债支付的成本高于其对外总资产获得的收益，因此该国的投资净收益为负，这将进一步恶化该国的经常账户逆差。因此，在这种情形中，存量失衡成为这些流量失衡的逆差国家金融稳定恶化的“加速器”。这类国家多为重债国，债务危机频发，金融脆弱性较高，在危机之后的多轮货币贬值潮中，贬值幅度较大的国家也多属于这一类。

第四类模式是处于第四象限的国家，也为逆差国和净债务国，但其存量调整在一定程度上缓解了流量失衡。第四象限中的逆差国从其对外总资产中获得的收益高于其为对外总负债支付的成本，因而该国的投资净收益为正，这将有助于改善该国的经常账户逆差。这一模式的代表性国家是美国。美国的对外负债主要为美国国债，由于国际货币体系的特征及美国国债的“安全资产”的属性，美国并不需要为债务支付较高的成本。而美国的对外资产则以直接投资为主，其收益率较高。因此，尽管美国是逆差国，其存量调整在一定程度上却缓解了经常账户逆差的压力。

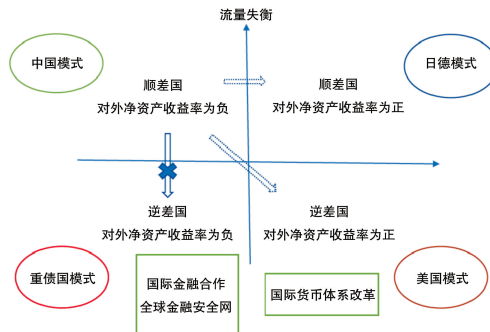


图5 流量失衡和存量失衡调整的四种模式

资料来源：作者自制。

基于前述对危机后全球失衡发展历程的梳理以及上述的存量和流量失衡调整的渠道和现状分析，全球失衡国际经济政策协调的重心应当由对各国逐一进行失衡合意规模的评估，并比照真实规模与合意规模之间的差距提出调整建议这一标准化的外部失衡评估流程，转变为通过建立一套机制，统合流量失衡和存量失衡的相互作用机制，促进各国有序协调，防范因外部失衡无序下降或波动以及因外

部失衡过度调整带来的全球经济、贸易和金融风险。具体而言，协调的框架应当包括如下四个方面。

第一，从全局视角来看，应当警惕以全球失衡为名行贸易摩擦之实的举动。当前，全球经济总体不存在过度失衡，国际协调更应关注的不是如何调整失衡，而是失衡无序调整和被动下降可能对全球经济和贸易造成的进一步打击。为此，在国际经济政策的协调中，应进一步采取一致行动，避免各国进一步采取“以邻为壑”的相关政策，促进经济政策的有序协调。

第二，从流量与存量调整互动的视角出发，应当进一步稳定国际金融环境。图5中第三象限内所涉及的重债国家以及金融的不稳定性防范，是G20全球失衡协调中可以实施的重点领域。各国需要通过国际金融合作避免存量失衡恶化流量失衡的“加速器”效应，进一步完善多层级的国际金融安全网。

第三，从改革国际货币体系的角度出发，美国能够在较长时期处于第四象限，暴露出的仍然是以主权货币作为国际储备货币的缺陷。国际货币体系需要进一步的改革，包括继续推动特别提款权（SDR）改革，进一步提升其在清算、定价、证券化等领域的功能；进一步在G20框架下推动IMF份额和治理结构改革。

第四，从防范中国自身金融风险的角度出发，应当警惕中国从第二象限国家跌落至第三象限国家的风险。目前，中国经常账户的顺差规模已经大幅度缩窄，同时，存量调整部分对经常账户顺差的贡献仍然为负，如果进一步出现经常账户逆差的流量失衡情形，就会跌落至第三象限，继而面临金融稳定恶化的“加速器”效应。IMF ESR 2018中关于中国的合意经常账户应为逆差的主张，实质上并未考虑到这种存量失衡调整可能带来的后果。

此外，图5还可以对中国未来的经常账户走势与调节提供模式选择的参考，进一步充实中国在开展与全球失衡国际协调相关问题时的框架。中国的理想路径应当是向第一象限（日德模式）或者第四象限（美国模式）发展，次优路径是维持第二象限的现状，最差路径是跌落至第三象限。在演进的过程中，向日德模式和美国模式发展可以并举。为此，一方面，应进一步深化双向开放举措，优化对外资产的结构，提升对外净资产收益率。另一方面，应当继续稳步推进人民币国际化，加快人民币汇率形成机制改革，发展人民币作为国际货币的各项功能，以“一带一路”倡议推进人民币真实需求提升。为避免跌落至重债国模式则应进一步防范系统性金融风险的积累，加快推进国内各领域结构性改革，提升经济增长的效率和动能。■