

# 全球经常账户再平衡： 特征事实、驱动因素与有效路径\*

刘 瑶 张 明

**内容提要** 2008年全球金融危机爆发后,全球经常账户失衡的状况显著缓解,主要经济体的经常账户呈先调整后分化的走势。储蓄投资缺口的调整、实际有效汇率的变动及全球价值链分工的变迁均是全球经常账户再平衡的驱动因素。美国经常账户再平衡的主要驱动因素是家庭部门储蓄率的提升;中国经常账户再平衡的主要驱动因素是危机后的新一轮基建与房地产投资浪潮,以及人民币实际有效汇率的显著升值;日本经常账户的调整主要源于家庭部门和政府部门储蓄率的变动;欧元区整体虽然不存在严重的经常账户失衡,但区内各国之间的失衡依然较为严重。未来全球经常账户再平衡的可持续性将更多地取决于结构性因素的变动。全球主要经济体既应该强化国内的政策调整,也应该加强彼此之间的沟通与协作。

**关键词** 经常账户失衡 储蓄投资缺口 实际有效汇率 全球价值链 再平衡

**作者单位** 1. 中国社会科学院研究生院;2. 中国社会科学院世界经济与政治研究所

## 一、引言

20世纪90年代末,全球失衡(global imbalance)开始成为学界热议的话题。以国际收支失衡<sup>①</sup>为考察对象,从全球范围来看,以美国、欧洲为代表的发达经济体出现了持续的经常账户逆差;与此同时,以中国为代表的新兴经济体、德国、日本以及部分石油输出国则出现了持续的经常账户顺差(图1)。其中,中国、美国分别成为最大的顺差来源国与逆差来源国。

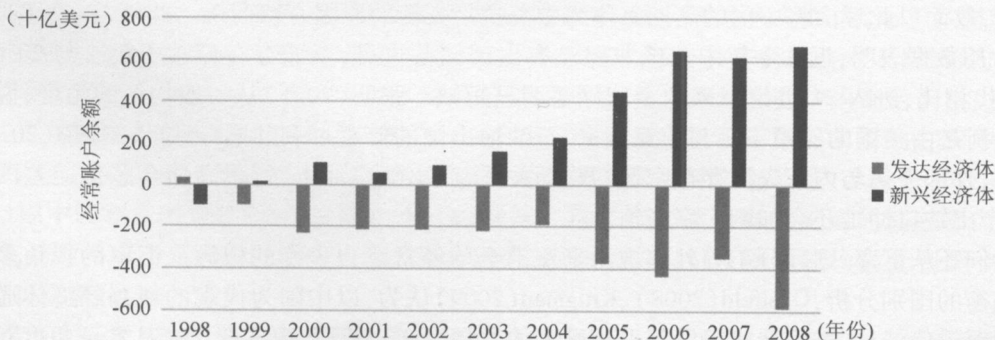


图1 1998~2008年全球经常账户余额

数据来源:IMF,世界经济展望数据库。

\* 国家社会科学基金重点项目“新常态下人民币从外围货币向中心货币升级的路径研究”(项目编号:17AJL016)。

① 国际收支失衡包括经常账户失衡、资本和金融账户失衡。本文主要论证经常账户失衡,这也是多数文献的研究对象。

全球失衡的加剧导致了国家间持续增加的贸易盈余、赤字及累积的债务存量,于2008年国际金融危机前的2006年、2007年达到顶峰,并被认为是金融危机的重要导火索之一。金融危机后,由于发达经济体经济增速放缓,外部需求缩减,发达经济体和新兴经济体的经常账户余额大幅缩减,全球经常账户失衡显著缓解,甚至呈现“再平衡”态势。

目前,学界关于全球经常账户失衡成因的讨论主要集中在三点:第一,从国民收入恒等式出发,依据“储蓄投资缺口”和经常账户余额的关系,寻求经常账户失衡的驱动因素;第二,通过汇率的变化,将经常账户失衡归因于主要经济体操纵汇率的结果;第三种观点认为国际分工是导致全球经常账户失衡的重要原因,并通过实证研究发现要素流动的国家结构、产业分工、市场成熟度及开放度等均是驱动经常账户失衡的主要因素。相对而言,危机后经常账户再平衡的研究视角单一,缺少对平衡路径、影响机制的深入探索。本文通过梳理危机后全球经常账户再平衡的特征事实,尝试从外部视角和内部视角的不同路径对再平衡驱动因素进行探讨。

## 二、文献回顾:从全球经常账户失衡到再平衡

全球失衡是20世纪90年代末世界经济出现的显著特征。进入21世纪以后,全球经常账户失衡愈演愈烈,引起了众多学者关注。Bernanke(2005)提出了全球储蓄过剩假说(global saving glut),将全球经济失衡归因为顺差国的储蓄过剩,并提出了顺差国应提高汇率弹性并且降低国内储蓄率的政策建议。随后,更多的学术讨论集中在中国的高储蓄是否是导致中美经常账户失衡乃至全球经济失衡的根源上。

高储蓄导致经常账户失衡这一观点的支持者认为,在开放经济条件下,假定不考虑政府的因素,依据国民收入恒等式,可以得出储蓄投资缺口等于贸易顺差的结论,因此顺差国的高储蓄的确是造成全球国际收支失衡的重要原因。一方面,顺差国的过度储蓄导致了发达国家的持续贸易逆差;另一方面,过剩储蓄的流入还导致了发达国家的实际利率下降、投资回报率降低以及信用膨胀等问题,进而为“全球金融发展不平衡”与“全球资产短缺假说”提供了理论依据。

针对全球失衡的“高储蓄”论,也有不少学者予以反驳。余永定和覃东海(2006)指出,国民收入恒等式是经济运行自动调节的结果,左边与右边并不互为因果,以此来解释全球经济失衡有失公允。李翀(2011)提出,国民收入恒等式所表达的产值核算关系属于总体经济分析,不适用于对单一国家贸易差额的分析,故而以此理由将中国的高储蓄作为中美贸易失衡的原因有待商榷。此外,Taylor(2009)、殷剑峰(2013)用数据表明,近几十年中全球非但没有出现储蓄过剩,反而存在储蓄不足。与20世纪70年代、80年代相比,进入21世纪以来的全球储蓄明显短缺。张明(2007)从一般均衡的角度,说明全球经常账户失衡是由美国的储蓄不足与东亚国家、石油输出国的储蓄过剩共同导致的。徐璐(2016)的实证研究表明,外部失衡与内部失衡存在密切的联动关系,产出缺口冲击、货币高估会恶化逆差国的经常账户赤字,产出缺口冲击还会加剧汇率高估。

学者们还从汇率、国际分工等外部视角来探求全球经常账户失衡的根源。汇率的视角多应用于经常账户失衡的国别分析,Obstfeld(2008)、Krugman(2009)认为,以中国为代表的新兴经济体通过操纵汇率导致本币币值低估,进而造成美国等发达国家的贸易失衡。然而,更多的学者从实证角度对这一观点予以反驳。例如,姚洋(2009)的实证研究表明,人民币低估对中美贸易失衡的贡献度不足2%;杨盼盼和徐建炜(2014)认为汇率黏性是全球失衡持续的短期因素,应针对性地予以解决。

国际产业分工也是影响全球经常账户失衡的重要因素。基于比较优势和全球价值链理论,美国等发达国家和中国等新兴市场国家的比较优势产业、市场成熟度及开放度、产业分工所在位置的差异等因

素,也是导致全球经常账户失衡的重要原因。徐建炜和姚洋(2010)的研究表明,国际分工与金融市场摩擦是导致全球经济失衡的重要原因,其测算说明此因素可以解释中美贸易盈余的三分之二。蔡兴和肖翔(2017)在以上研究的基础上,提出人力资本平均水平和分布的差异驱动产生国际分工新形态,并且也是导致全球经常账户失衡的根源。张幼文和薛安伟(2013)认为,在经济全球化背景下,要素流动的国家结构、产业结构和分工结构共同揭示了全球经济失衡的原因。

2008年全球金融危机爆发后,全球经济增长速度分化导致的“非对称效应”引发了关于全球经济平衡增长的广泛呼吁,并得到包括奥巴马和前IMF总裁卡恩在内的众多官员与学者的支持。2009年9月,G20峰会首次提出了“全球经济再平衡”的概念。平衡全球经济增长,改善各国经济结构,也成为危机后经济复苏的重要组成部分(Prasad,2009)。

根据以往的文献,全球经常账户再平衡主要指通过调节各国的经济结构、制定宏观经济政策和加强监管措施等来改善经常账户余额,进而实现经济平衡增长的过程。学界关于全球经常账户再平衡的研究大多集中于在全球范围内探求影响因素及调整措施,笔者对有关的代表性文献进行了梳理,见表1所示。

表1 全球经济失衡调整的研究文献分类与政策措施

文献	视角	影响因素或调整措施
余永定和覃东海(2006)	中美收支失衡	尽快调整外资、外贸和产业政策,加速市场化进程。
张明(2007)	一般均衡(宏观视角)	各国通过政策协调积极调整,通过金融市场情绪变动触发消极调整。
陈继勇和周琪(2011)	全球化	再平衡实质是转变经济增长方式,推动经济增长动力重新耦合;失衡方需要注重经济增长利益的重新分配和调整成本的合理承担。
刘伟丽(2011)	全球化	促进技术革新、技术合作;建立国际竞争新格局;加强区域间合作。
Uri Dadush(2013)	发达经济体与	调整国内经济结构,深化国内经济改革,最大限度扩张国内需求。
李杨(2014)	新兴经济体	
张幼文和薛安伟(2013)	国际分工	改变生产要素的不对称流动;调整要素流动的结构。
Karl Habermeier(2010)	资本流动	各国间的宏观政策协调与宏观审慎监管。
Ramin Toloui(2013)	一般均衡 (微观视角)	建立全球统一信用风险分析框架;建立统一主权信用评级体系;引入新的投资组合方法。
张坤(2015,2016)	金融发展	金融发展水平的提升能够推动全球经常项目失衡的调整与经济增长的复苏。

资料来源:笔者根据文献自行整理。

从长期来看,全球经常账户失衡的调整有利于各国的经济发展。然而在短期内,由于各国国情的差异,国际收支失衡的程度不同,调整速度也不一致,因此全球经常账户再平衡将会对不同国家产生不同影响。根据李晓和丁一兵(2007)的研究,由于美元霸权的存在,在全球经常账户失衡的调整过程中,调整的成本将主要由东亚经济体来承担。刘伟丽(2011)认为,在全球经常账户再平衡的过程中,可能会出现新贸易保护主义抬头、全球流动性过剩加剧、国际货币体系重新调整等问题。Mayer(2012)、雷达和赵勇(2013)以中国和美国为分析对象,指出全球经常账户再平衡必然会降低美国的家庭部门消费、进口及总需求,这意味着中美两国经济增长动力将会流失,盈余国的出口及就业也均会受到影响,此外全球外贸环境也会恶化。

目前,已有大量研究对全球经常账户失衡的事实及原因作了充分而详实的梳理。关于经常账户再平衡的研究,学者们大多从单一视角出发对经常账户调整进行解释,并从全球视角出发提出了一些政策建议。实际上,经常账户再平衡是一国实现内部均衡和外部均衡的调整过程。本文旨在梳理全球金融危机后全球经常项目再平衡的特征事实,选择同时从内部视角(储蓄投资缺口)和外部视角(实际有效汇率、全球价值链变动)出发,探求危机后影响各经济体经常账户再平衡的驱动因素,并展望未来的全球

经常账户走向。

### 三、全球经常账户再平衡的特征事实

2008 年全球金融危机爆发后,全球经济萎缩导致各经济体外部需求骤降和经常账户的迅速调整。危机后的全球经常账户再平衡呈现出以下主要特征:

#### 1. 全球经常账户失衡的规模较危机前显著下降

全球金融危机爆发后,全球经常账户失衡发生了显著变化,按照发达经济体和新兴经济体的分类,基于流量衡量的失衡规模较危机前显著下降(图 2)。根据 IMF 世界经济展望的数据,危机爆发前的 2007 年,全球经常账户余额的绝对值达到当年 GDP 的 5.6%;在全球危机爆发期间,2009 年的全球经常账户失衡缩减了约三成,随后全球经常账户的绝对规模虽然呈现小幅反弹,但失衡程度较危机前大大改善。其中,发达经济体和新兴经济体的经常账户失衡均发生了明显调整。

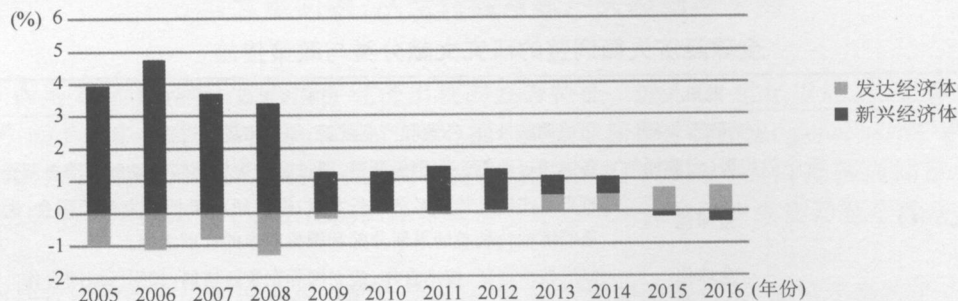


图 2 金融危机前后经常账户失衡相对规模对比图

数据来源:IMF,世界经济展望数据库。

#### 2. 各经济体的经常账户走势在调整中呈现分化态势

危机后主要经济体的经常账户失衡呈现出先调整后分化的态势,且各经济体之间存在显著的异质性。在全球金融危机爆发期间(2008~2010 年),各主要地区的经常账户失衡较危机前都呈现出不同程度的改善。从失衡的绝对规模来看<sup>①</sup>,调整最快的前三个地区依次为 G7 发达经济体<sup>②</sup>、亚洲、中东和北非地区;从失衡的相对规模来看<sup>③</sup>,把经常账户的绝对值与 GDP 之比的 3%~4% 作为一国或地区经常账户失衡的标尺<sup>④</sup>,不难发现,在此期间,全球大部分地区的经常账户失衡均显著改善,甚至已实现了经常账户平衡(图 3、图 4)。

随着金融危机结束与全球经济复苏,全球各地区的经常账户走势呈现出不同的路径。部分地区的经常账户失衡进一步缩小,而另一些地区的经常账户失衡却重新加剧(如图 3、图 4 所示)。例如,源于石油供给冲击,2010 年以后中东和北非地区的经常账户顺差持续上升,到 2012 年甚至逼近全球金融危机前的峰值;又如,自 2013 年以来,欧元区出现了不断扩大的经常账户盈余,中东和北非地区出现了不断恶化的经常账户赤字;与此同时,G7 经济体和发展中欧洲的经常账户失衡却进一步缩小。最后,自 2016 年以来,全球经常账户再平衡呈现出债务国失衡扩大、债权国加速再平衡的新趋势<sup>⑤</sup>。

① 失衡的绝对规模由经常项目余额的绝对数来衡量。

② G7 发达经济体包括美国、日本、德国、英国、法国、意大利和加拿大。

③ 失衡的相对规模由经常项目余额与 GDP 之比度量。

④ 例如,Cline 和 Williamson(2008)提出将经常账户余额的绝对值与 GDP 之比的 3% 作为失衡的界限;2010 年 G20 峰会上,美国政府提出将经常账户的绝对值与 GDP 之比的 4% 作为全球经常账户失衡的标尺。

⑤ 见 IMF2017 年 4 月的《世界经济展望》,http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/04/04/world-economic-outlook-april-2017。

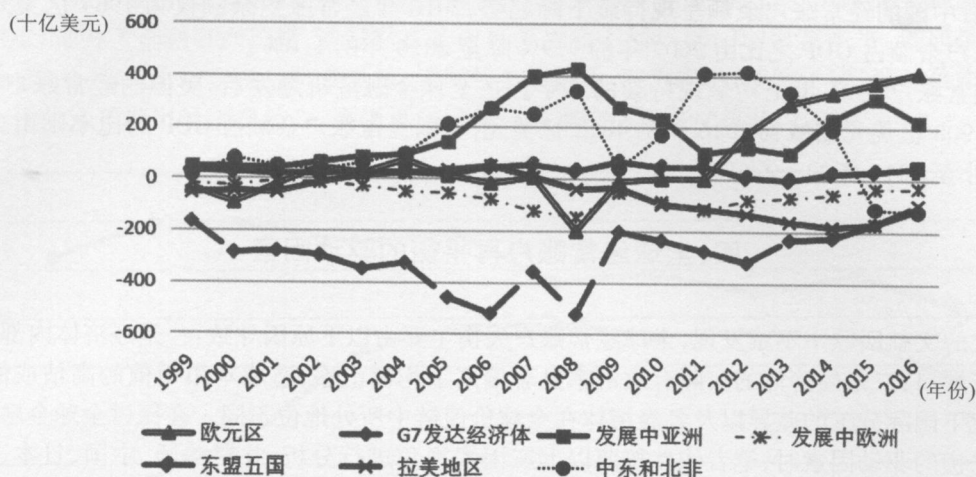


图3 全球主要地区经常账户失衡的绝对规模

数据来源:IMF,世界经济展望数据库。

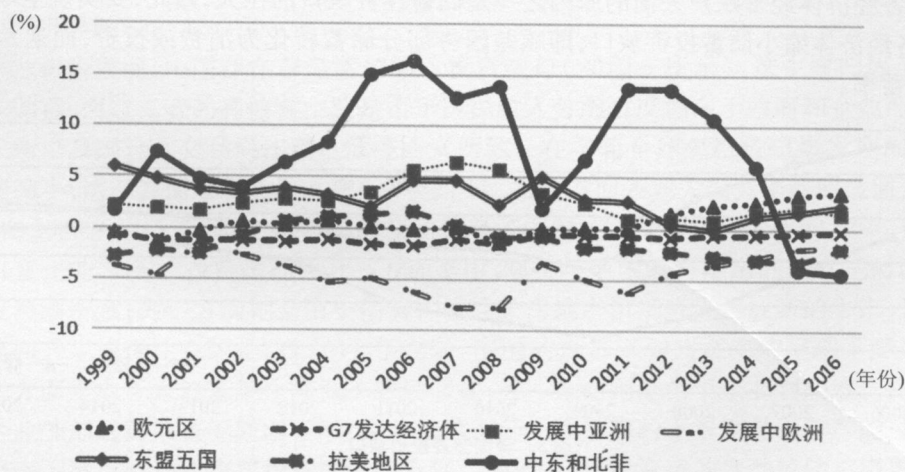


图4 全球主要地区经常账户失衡的相对规模

数据来源:IMF,世界经济展望数据库。

此外,自2008年以来,按照国际上通用的失衡标尺,欧元区整体保持着经常账户的大致平衡,但其内部成员国却存在严重的经常账户失衡。例如,全球金融危机后德国经常账户盈余持续上升,2016年其经常账户顺差高达2890亿欧元,占到GDP的8.3%<sup>①</sup>;又如,在欧债危机爆发之后,南欧五国经常账户失衡的调整速度存在着显著差异<sup>②</sup>。

### 3. 美国和中国在全球经常账户再平衡中扮演着重要角色

作为全球前两大经济体,美国、中国都一度是显著的经常账户失衡国。中国是全球最大的顺差来源国,美国是最大的逆差来源国。中美两国在危机后全球经常账户失衡的调整中均扮演着重要角色。

中国的经常账户余额自2000年以来一直呈上升趋势,2008年末经常账户余额达到4206亿美元的

① 数据来源于IMF世界经济展望数据库,下同。

② 2011年南欧五国的失衡程度分别为希腊(-9.93%)、西班牙(-3.17%)、爱尔兰(1.18%)、葡萄牙(-6.04%)、意大利(-3.01%)。2016年南欧五国的失衡程度分别为希腊(-0.58%)、西班牙(1.95%)、爱尔兰(4.88%)、葡萄牙(0.83%)、意大利(2.58%)。

峰值,危机后中国的经常账户余额呈现持续下降趋势,2016年经常账户余额仅为1964亿美元。同时,中国经常账户余额占GDP之比由2007年的9.9%降至2016年的1.8%。

美国经常账户在21世纪初呈现持续的赤字。在全球金融危机爆发后,美国的经常账户赤字已从2008年的6908亿美元缩减到2016年的4812亿美元,美国经常账户余额占GDP的比率则由2008年的-4.7%缩小至2016年的-2.6%。

#### 四、全球经常账户再平衡的驱动因素

从本文的文献回顾中不难发现,全球经常账户失衡主要由以下原因导致:一是经济体内部存在显著的储蓄投资缺口;二是经济体的实际有效汇率显著偏离了均衡汇率,造成本币币值的高估或低估;三是经济全球化下国际分工的差异以及各经济体在全球价值链中所处地位不同。在探讨全球金融危机后经常账户再平衡的驱动因素时,笔者依然按照以上三因素视角进行分析,并对美国、中国、日本、欧元区这四个重要经济体重点展开讨论<sup>①</sup>,以对各经济体经常账户再平衡的驱动因素进行比较研究。

##### 1. 储蓄投资缺口的调整

造成全球各经济体经常账户失衡的原因之一是储蓄投资缺口的拉大,因此,要实现全球经常账户再平衡,就需要各经济体缩小储蓄投资缺口,即顺差国将部分储蓄转化为消费或投资,而逆差国则应削减消费并提高储蓄率。

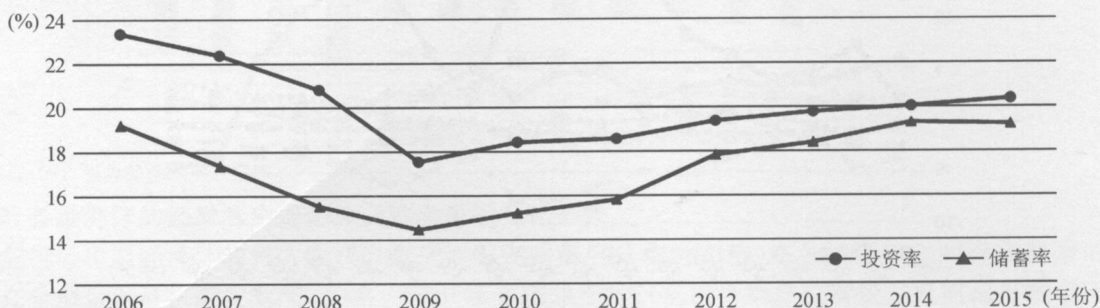


图5 美国储蓄投资缺口

注:投资率为资本形成总额与GDP之比;储蓄率为年度总储蓄与GDP之比。

数据来源:世界银行WDI数据库。

全球金融危机爆发后,美国的储蓄投资缺口迅速缩小(图5)。笔者的测算表明,在2008~2015年期间,储蓄率的变动解释了美国储蓄投资缺口变化的54%,而投资率的变动解释了缺口变化的46%<sup>②</sup>。2009年之后,美国储蓄率温和上升,在2014年更是达到了21世纪以来的峰值<sup>③</sup>。总储蓄由家庭部门、企业部门和政府部门的储蓄所构成。美国企业部门储蓄相对稳定,政府部门常年保持着负储蓄,因此危机后美国储蓄投资缺口缩小的主要原因是家庭部门储蓄的持续上升<sup>④</sup>。美国家庭部门的储蓄变动可以由四个主要因素来解释:一是社会保障程度;二是居民部门的财富效应;三是全要素生产率的增长速度(即持久性收入的变化);四是居民信贷的便利程度<sup>⑤</sup>。笔者认为,本轮全球金融危机后,美国居民部门

① 选择美国、中国、日本、欧元区四个经济体作为研究对象是因为其是全球四大经济体,解释了以流量衡量经常账户调整中的绝大部分,地理区域涵盖了北美、亚洲、欧洲三个全球重要区域,并且包括了发达国家和新兴市场国家。

② 笔者自行计算了2008~2015年间缺口变动中储蓄和投资贡献率,将得出结果取平均值,计算过程受篇幅限制省略,4个经济体计算方法相同。

③ 2014年美国储蓄率为19.27%,是进入21世纪以来的峰值,数据来源于世界银行数据库。

④ 危机后美国家庭部门储蓄率迅速上升,根据美国经济分析局的数据,2009年美国家庭储蓄率同比增长3.6%。

⑤ 邵科(2011)给出了影响美国家庭储蓄率变动的影响因素。

储蓄率的显著上升主要由以下两方面因素导致:第一,本轮全球金融危机后,美国政府实施的多轮量化宽松政策(QE)推升了金融资产价格,通过财富效应显著提振了居民部门的财富水平,进而推高了居民部门储蓄率;第二,本轮全球金融危机爆发后,美国的全要素生产率(TFP)持续下降,这显著影响了居民部门的持久性收入预期以及消费信心,增强了居民部门的预防性储蓄动机<sup>①</sup>。

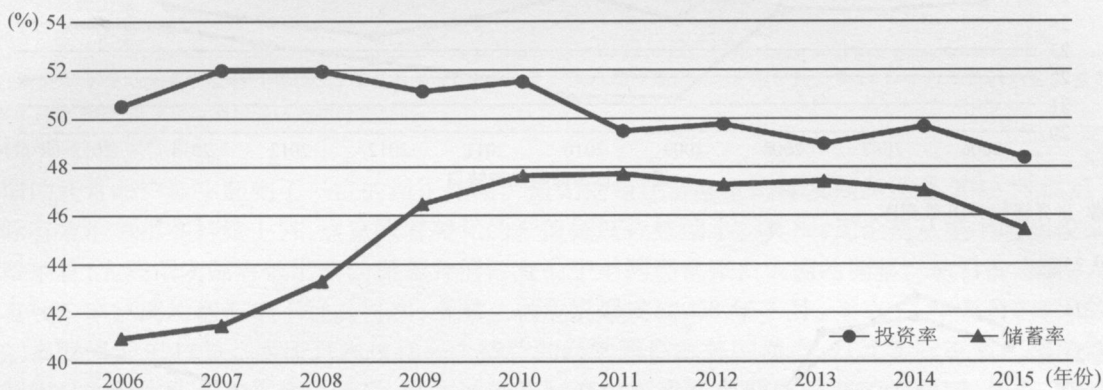


图6 中国储蓄投资缺口

数据来源:世界银行 WDI 数据库。

全球金融危机爆发前,中国存在着显著的储蓄投资缺口(如图6所示),这主要归因于政府部门和企业部门的高储蓄,而这二者的高储蓄主要是由于国民收入分配过度偏向于政府和企业部门、政府转移支付结构的失衡以及国企上交利润比重过低等因素所致。在本轮全球金融危机爆发期间,中国的储蓄投资缺口迅速缩小,这一方面表现为储蓄率的平稳下降,另一方面表现为投资率的明显回升。笔者的测算结果表明,在2008~2015年期间,储蓄率的变动解释了中国储蓄投资缺口变化的47%,而投资率的变动解释了缺口变化的53%。投资率的回升一方面是由2009年中国政府推出的四万亿财政计划掀起的基础设施投资浪潮所致;另一方面则是由于信贷扩张导致房地产市场进入一波新的牛市,进而推动了房地产投资增速回升。值得注意的是,自2014年以来,中国的投资率和储蓄率均呈现下降趋势。储蓄率的缓慢下降一方面是由于人口老龄化降低了居民储蓄;另一方面则是由于企业利润增长减缓、金融深化改革改善了企业外部融资渠道等原因,导致企业储蓄下降。投资率的下滑则是由于产能过剩凸显、民间资本投资回报率下滑以及外商直接投资流量的下降。相比之下,投资率的变动较储蓄率更为显著。

本轮全球金融危机爆发后,日本的储蓄投资缺口经历了显著调整,尤其是在2011~2014年间一度迅速缩小(如图7所示)。笔者的测算表明,在2008~2015年期间,储蓄率的变动解释了日本储蓄投资缺口变化的68%,而投资率的变动解释了缺口变化的32%。日本的企业储蓄长期保持稳定,政府部门长期面临负储蓄,家庭部门储蓄率近年来显著下降。造成这一现象的主要原因包括:第一,全球金融危机爆发后,日本实际国民收入明显下滑;第二,财政赤字和政府债务的居高不下,使得政府面临着越来越大的负储蓄压力<sup>②</sup>。日本投资率的缓慢回升则与危机后日本经济的复苏以及安倍上台后采取的一系列经济政策有关,包括量化宽松的货币政策、积极的财政政策以及结构性改革举措。

全球金融危机爆发以来,欧元区在初期保持着较小的储蓄投资缺口,但该缺口在2011年之后明显扩大(如图8所示),主要原因包括:第一,欧债危机的爆发重创了欧元区国家的国内投资热情;第二,对经济前景的黯淡预期强化了居民部门的预防性储蓄动机。笔者的测算表明,在2008~2015年期间,储蓄率的变动解释了欧元区储蓄投资缺口变化的47%,而投资率的变动解释了缺口变化的53%。值得一

<sup>①</sup> Chen(2006)、Iscan(2010)、杨天宇和刘莉(2013)的研究表明全要素生产率显著影响一国的储蓄率。

<sup>②</sup> 见Feldstein(2010)《日本的储蓄危机》一文,转载于财经网,http://www.caijing.com.cn/2010-10-21/110548766.html。

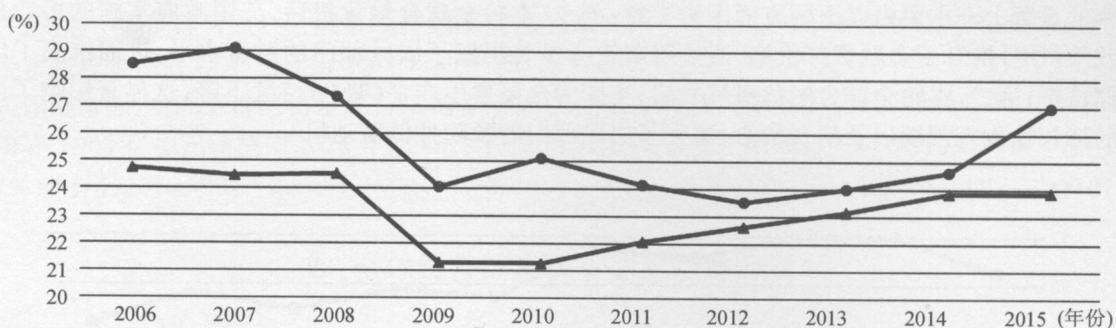


图7 日本储蓄投资缺口

数据来源:世界银行 WDI 数据库。

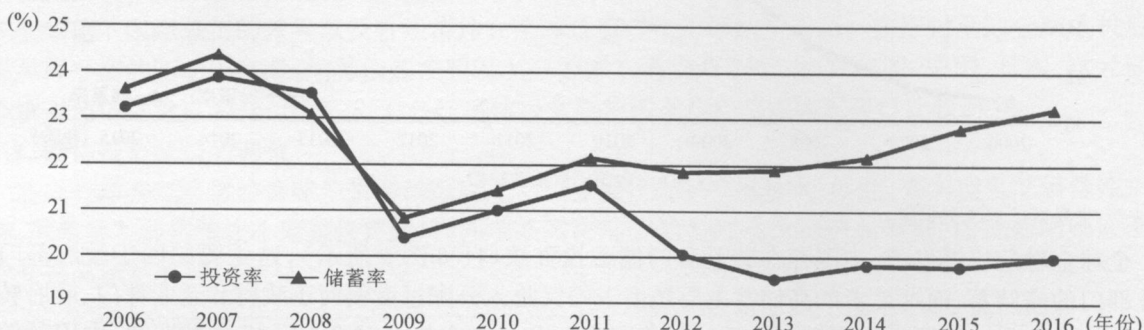


图8 欧元区储蓄投资缺口

数据来源:世界银行 WDI 数据库。

提的是,在欧元区内部,各成员国的储蓄投资缺口也存在着显著差异。

## 2. 实际有效汇率的调整

从实际有效汇率的角度来看,全球经常账户失衡是由于顺差国实际有效汇率被低估以及逆差国实际有效汇率被高估导致。因此,全球经常账户再平衡也是实际有效汇率回归均衡汇率水平的过程。

如图9及表2所示,通过分析三个时期全球主要货币实际有效汇率的变动,可以得出以下结论:首先,全球金融危机爆发(2008年7月)至2017年5月,美元的实际有效汇率总体上贬值了6.63%,这对

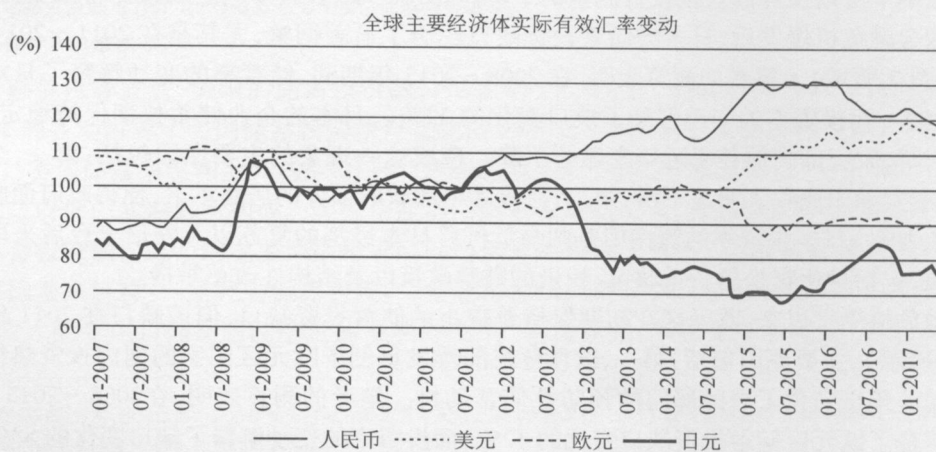


图9 全球主要经济体实际有效汇率指数走势

注:实际有效汇率指数的走势,基年为2010年

数据来源:国际清算银行 BIS。



表 2 全球主要货币实际有效汇率变动

时间	币种	2008年7月至2010年7月	2010年8月至2014年1月	2014年2月至2017年5月
	美元汇率	3%	-2.44%	17.46%
	人民币汇率	8%	19.54%	-1.72%
	日元汇率	25%	-27.48%	0.72%
	欧元汇率	-1.3%	1.47%	-8.21%

注:实际有效汇率变动为笔者自行计算;2008年7月至2010年7月为危机爆发期间,2010年8月至2014年1月为危机后经济复苏期间,2014年2月至2017年5月为全球经济增长分化期间。

数据来源:国际清算银行 BIS。

于美国的经常账户赤字起到了一定的纠正作用。但无论是在金融危机爆发期间还是2014年以后,美元的实际有效汇率都在持续上升,这意味着美元的贬值幅度依然偏小。其次,无论是从整个时间段来看还是分段来看,人民币实际有效汇率的显著升值都有助于中国经常账户失衡的调整。从目前来看,人民币实际有效汇率已离均衡汇率不远。再次,全球金融危机爆发(2008年7月)至2017年5月,日元的实际有效汇率贬值了9.11%。对于日本这样一个持续的经常账户顺差国而言,日元实际有效汇率的这一变动不利于日本经常账户再平衡。最后,欧元区的实际有效汇率在前两段时期较为稳定,但在2014年后欧元出现显著贬值,这也正是近年来欧元区出现持续的经常账户盈余的重要原因之一。

从上述分析中不难看出,从实际有效汇率的变动来看,中国的调整要比美国与日本更大。若要更加充分地实现经常账户的再平衡,美元应该有更大幅度的贬值,而日元应该有更大幅度的升值。

### 3. 全球价值链的调整

从全球价值链的视角出发,商品和服务贸易的不平衡可以归因于各国在全球价值链中的分工地位不同。位于全球价值链分工上游的国家掌握着产品和服务的专利或核心技术,这些国家在国际分工中负责产品设计及研发环节,并将生产环节转移至中下游国家。位于全球价值链中游的国家负责复杂度较高的产品生产环节,位于全球价值链下游的国家负责简单产品的制造及复杂产品的装配环节。在这一模式下,上游国家自然会比中下游国家更容易出现贸易逆差。根据2017年7月10日发布的《全球价值链发展报告2017》<sup>①</sup>,世界上存在深度参与全球价值链的三大生产中心,即美国、亚洲大陆(中国大陆、日本和韩国)以及欧洲(特别是德国)。因此,主要经济体的经常账户再平衡也可以通过调整全球产业链的分工结构来实现。

本轮全球金融危机爆发后,全球价值链加速调整,呈现“生产活动加速分散、生产功能不断集中”的新趋势。一方面,人力资本、技术等高级要素流向以中国为代表的新兴经济体,使得这些新兴经济体的企业能够承接更高层次的价值链分工,加速了其在全球价值链中的地位提升;另一方面,基于对“产业空心化”与蓝领阶层失业加剧的担忧,自2011年以来,美国、日本和德国等发达经济体先后开启了再工业化政策,例如2012年美国的“先进制造业国家战略”、2013年德国的“工业4.0”战略、2015年日本的“科技工业联盟”战略。笔者认为,上述全球价值链的重塑有利于促进经常账户的再平衡。

## 五、全球经常账户再平衡的有效路径

尽管自全球金融危机爆发至今,全球经常账户失衡得以显著改善。但关于这种改善究竟是周期性的还是结构性的,存在着较大争议。如果经常账户失衡的改善主要是周期性的,那么随着全球经济的复苏,经常账户失衡将会卷土重来。因此,如何通过结构调整来增强全球经常账户再平衡的可持续性,就

<sup>①</sup> 2017年7月10日,对外经济贸易大学全球价值链研究院发布《全球价值链发展报告2017——全球价值链对经济发展的影响:测度与分析》。

是各主要经济体面临的重要任务。笔者依然从储蓄投资缺口调整、实际有效汇率变动和全球价值链变迁这三个视角来探讨全球经常账户再平衡的有效路径。

### 1. 储蓄投资缺口的调整路径

从储蓄投资缺口的调整来看,主要的顺差国与逆差国应通过国内经济政策的调整来避免储蓄投资缺口的再度恶化。

美国在未来扩大基础设施投资与教育投资已经是大势所趋,为避免储蓄投资缺口再度恶化,美国政府的当务之急是保证储蓄率不发生显著下降。这就意味着:第一,一旦当前均处于历史高位的美国股市与债市发生显著下跌,美国政府如何保证资产价格的修正不会造成家庭储蓄率显著下滑;第二,美国政府应该注意避免政府负储蓄的恶化,这就意味着需要控制财政赤字,实现更加平衡的财政收支;第三,美国政府应该努力保持本轮经济复苏的可持续性,避免货币政策过快紧缩而扼杀来之不易的经济复苏。

为了实现更加可持续的经常账户再平衡,中国政府的主要工作包括:第一,通过向民间企业更快地开放服务业来促进服务业投资,以抵消产能过剩造成的制造业投资下滑;第二,通过提供更高质量以及更广受众的教育、医疗、养老等公共产品来降低居民部门的预防性储蓄,通过政府减税以及提供更多的公共产品来降低政府部门储蓄,通过扩大国有企业上交红利比率以及改善民营企业融资性约束来降低企业部门储蓄。

为了避免未来储蓄投资缺口的再度恶化,日本政府的主要工作包括:第一,在人口老龄化注定导致居民储蓄率下降的背景下,如何避免政府储蓄的持续恶化将是当务之急,这意味着日本政府必须尽快缩减财政赤字;第二,如何激发持续疲软的企业投资也是日本政府面临的重要挑战,而加快国内市场对外国企业的开放可能通过加剧国内竞争来提振企业投资。

欧元区政府的主要任务则包括:一是如何保障本轮经济复苏的可持续性,因为唯有持续的经济复苏才会激发企业部门的投资热情;二是如何改善欧元区各成员国之间的经常账户失衡,这意味着德国这样的顺差国需要削减储蓄扩大投资,而南欧诸多逆差国则需要反其道而行之。

### 2. 实际有效汇率的调整路径

从实际有效汇率的调整来看,全球经常账户再平衡进程将取决于主要经济体是否能够沿着正确的方向持续调整实际有效汇率,以显著改善本币高估或低估的状况。

首先,美元实际有效汇率应该继续贬值。Cline(2017)的测算表明,全球主要货币中美元实际有效汇率与均衡汇率的偏离程度最大,其币值被高估了8%<sup>①</sup>。然而,考虑到美元在国际货币体系与全球金融市场中的特殊地位,美元汇率回归均衡水平最好是一个平稳而渐进的过程,以避免对全球市场造成显著负面的外溢冲击。

其次,应继续增强人民币汇率定价机制中的市场化程度。近十年来,随着人民币实际有效汇率的显著升值,中国的经常账户失衡已经显著改善,外汇市场上的双向波动显著增强,这意味着人民币汇率已离均衡水平不远。因此,中国央行应该继续增加市场供求(即外汇市场收盘价)在人民币汇率定价机制中的作用,并在适当时候过渡至自由浮动的汇率制度。

再次,日元实际有效汇率应该继续升值。事实上,自安倍政府实施“三支箭”计划以来,加强版的量化宽松措施一度导致日元实际有效汇率显著贬值,这固然对出口导向的经济增长功不可没,但也加剧了经常账户失衡。因此,日本政府应选择在适当的时机降低量化宽松的规模,让市场力量更多地决定日元汇率的走向。

<sup>①</sup> William. R. Cline. Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rate[R]. May, 2017, PIIE Policy Brief.

最后,尽管从整体来看,由于欧元区并不存在显著的经常账户失衡,故而欧元的实际有效汇率不需要进行显著调整。但欧元区政府的任务在于如何通过非汇率手段来促进欧元区内部各成员之间的经常账户再平衡,这意味着欧元区国家应该进一步加强包括劳动力在内的各要素在欧元区内部的自由流动,并且加强财政层面的跨国转移支付。

### 3. 全球价值链的调整路径

与上述两种路径相比,全球价值链的调整是一个漫长的过程。各经济体可以通过优化产业结构、转变经济增长方式和调整全球价值链分工等手段来促进经常账户的再平衡。

美国位于全球价值链的上游核心地位,形成了美国以服务业为中心,外围国家以制造业为中心的分工结构,这事实上也是美国经常账户赤字凸显的根源之一。未来美国若想促进经常账户的再平衡,一方面应继续强化其在服务业出口方面的优势,另一方面也应该抓住新一轮技术革命的契机(例如3D打印、虚拟现实技术、人工智能等),重塑自身在高复杂度、高附加值制造业方面的优势。不过,特朗普政府提出的重振美国传统制造业(例如钢铁行业)的计划,显然违背了美国的比较优势,注定将会徒劳无功。

中国位于全球价值链的中下游,逐渐形成了“两头在外、中间加工”的产业模式,这意味着中国的贸易顺差表面上看起来很大,但实际上留在国内的附加值并不多。要改善这一状况并促进经常账户的再平衡,中国政府一方面要顺应比较优势的动态变化,推动技术进步与产业升级,努力引进国外先进技术,实现自己在全球价值链上位置的持续攀升;另一方面也要鼓励符合条件的中国企业在海外开展直接投资,将较低附加值的产业转移到成本更低的其他新兴经济体或发展中经济体。

日本和德国位于全球价值链的上中游,一方面将技术密集型和资本密集型产业留在国内,另一方面又承接了来自美国的产品制造的复杂环节,故而长期以来都面临经常账户的持续盈余。要想实现经常账户的持续再平衡,日本与德国政府的主要工作包括:一是提高研发实力,继续提升自身在全球价值链上的位置;二是进一步开放国内服务业市场,减少对进口与外商直接投资的限制,以促进国内服务业的发展;三是顺应全球技术变革,发展高端制造业。

## 六、结 论

自本轮全球金融危机爆发以来,全球经常账户失衡的状况显著缓解,各主要经济体的经常账户走势在调整中呈现分化态势,中国和美国在此轮全球经常账户再平衡进程中均扮演着重要角色。

储蓄投资缺口的调整、实际有效汇率的变动及全球价值链分工的变迁均是全球经常账户再平衡的驱动因素。美国经常账户再平衡的主要驱动因素是家庭部门储蓄率的提升。中国经常账户再平衡的主要驱动因素是危机后的新一轮基建与房地产投资浪潮以及人民币实际有效汇率的显著升值;日本经常账户的调整主要源于家庭部门和政府部门储蓄率的变动;欧元区整体虽然不存在严重的经常账户失衡,但区内各国之间的失衡依然较为严重。

要保证全球经常账户再平衡的可持续性,各国要通过国内经济政策的调整来避免储蓄投资缺口的重新扩大,继续推动实际有效汇率沿着正确方向调整,基于自身比较优势去挖掘在全球价值链方面的提升潜力。

最后值得一提的是,要实现全球经常账户的长期平衡,除各国自身努力之外,加强各国之间的政策协调与合作也是当务之急。当前全球地缘政治冲突不断,国内民粹主义与孤立主义情绪正在抬头,如何加强各国的政策协调与沟通合作,避免大规模贸易冲突甚至政治军事冲突的爆发,也是考验各国领导人勇气、智慧与决心的一大挑战。

参考文献

- [ 1 ] Bernanke, B. S. . The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit[R]. BIS Review, 16/2005.
- [ 2 ] Dadush U. . The Euro Crisis and the Developing Countries[R]. Carnegie Endowment for International Peace,2013.
- [ 3 ] Feldstein, Martin. Resolving the Global Imbalance:the Dollar and the Saving Rate[J]. Journal of Economic Perspectives, 2008, (22): 113-125.
- [ 4 ] Habermeier K. . Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries-A Cross Regional Perspective[J]. Social Science Electronic Publishing,2010(9):1-78.
- [ 5 ] Jorg Mayer. Global Rebalancing: Effects on Trade and Employment[J]. Journal of Asian Economics, 2012, (23):627-642.
- [ 6 ] M Obstfeld. Floating Exchange Rates:Experience and Prospects[R]. Brooking Papers on Economic Activity,2008.
- [ 7 ] M Obstfeld. The Unsustainable US Current Account Revisited[R]. NBER Working Paper Series, No. 10869, 2004.
- [ 8 ] Phillip R. Lane. Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis[R]. IMF Working Paper, 2007, WP/14/151.
- [ 9 ] Prasad Eswar S. . Rebalancing Growth in Asia[R]. NBER Working Paper Series, No. 15169, 2009
- [ 10 ] P Krugman. The Risk of Economic Crisis[M]. University of Chicago Press,2009.
- [ 11 ] Taylor, J. . The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong[R]. NBER Working Paper Series, 2009
- [ 12 ] Toloui R. . What Role for Emerging Markets After the Sell-off? [R]. Financial Market Research,2013.
- [ 13 ] 蔡兴,肖翔. 人力资本、国际分工新形态与全球失衡[J]. 经济科学,2017,(3):19-31.
- [ 14 ] 陈继勇,周琪. 经济增长动力耦合与全球经济再平衡[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版),2011,(6):5-10.
- [ 15 ] 雷达,赵勇. 全球经济再平衡下的中美经济:调整与冲突[J]. 南开学报(哲学社会科学版),2013,(1):11-18.
- [ 16 ] 刘伟丽. 全球经济失衡与再平衡问题研究[J]. 经济学动态,2011,(4):84-87.
- [ 17 ] 李杨. 失衡与再平衡[J]. 国际金融研究,2014,(3):3-6.
- [ 18 ] 李翀. 论中美两国贸易失衡的原因、效应和解决办法[J]. 马克思主义研究,2013,(4):54-64.
- [ 19 ] 李晓,丁一兵. 现阶段全球经济失衡与中国的作用[J]. 吉林大学社会科学学报,2007(1):5-10.
- [ 20 ] 徐建炜,姚洋. 国际分工新形态、金融市场发展与全球失衡[J]. 世界经济,2010,(3):3-30.
- [ 21 ] 徐璐. 全球经济失衡研究——基于 PVAR 的实证分析[J]. 区域金融研究,2016,(8):69-74.
- [ 22 ] 姚洋. 如何治愈全球经济失衡[J]. 中国金融,2009,(18):37-39.
- [ 23 ] 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[J]. 经济学:季刊,2014,13(2):625-646.
- [ 24 ] 余永定,覃东海. 中国的双顺差:性质、根源和解决办法[J]. 世界经济,2006,(3):31-41.
- [ 25 ] 殷剑锋. 储蓄不足、全球失衡与“中心-外围”模式[J]. 经济研究,2013,(6):33-44.
- [ 26 ] 张明. 全球国际收支失衡的调整及对中国经济的影响[J]. 世界经济与政治,2007,(7):75-80.
- [ 27 ] 张幼文,薛安伟. 要素流动的结构与全球经济再平衡[J]. 学术月刊,2013,(9):66-73.
- [ 28 ] 张坤. 金融发展与全球经济再平衡[J]. 国际金融研究,2015,(2):14-21.
- [ 29 ] 张坤. 全球经济失衡,逆转还是持续——基于金融发展不对称视角[J]. 财经科学,2016,(11):1-10.

(责任编辑:张 薇)