

# 经济增长、金融深化与全球经济失衡<sup>\*</sup>

王自锋, 张伯伟, 王 君

(南开大学 经济学院, 天津 300071)

**摘 要:** 文章建立了一个囊括经济增长、金融市场和资本流动等诸多因素的全球均衡模型, 并采用 ECM 模型实证检验了这些因素对全球经济失衡的影响。研究发现, 由于亚洲新兴国家和美国之间存在经济增长率的差异和非对称的金融市场, 导致全球经济失衡。解决全球性经济失衡的根本出路在于改变现有的资产组合的供求关系, 降低亚洲新兴国家对美元储备资产的需求, 而美元贬值则并不能纠正全球经济失衡。

**关键词:** 全球经济失衡; 经常项目; 经济增长; 金融深化

**中图分类号:** F113 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2009)08-0026-11

## 一、选题背景与文献回顾

近年来, 全球经济失衡呈现出三个主要特征: 一是美国经常项目持续赤字, 而亚洲新兴国家经常项目保持长期盈余, 欧盟经常项目基本持平。20 世纪末, 美国经常项目赤字规模开始攀升, 由原来约占世界 GDP 的 0.5%, 增加到 2006 年的 1.68%, 2007 年略有下降, 总额为 7 386 亿美元, 占世界 GDP 的 1.36%; 而亚洲新兴国家(如中国)一直保持盈余状态, 截至 2007 年年底经常项目盈余约占世界 GDP 的 0.96%。二是美元资产在全球资产组合中的比例不断上升, 美国海外资产净负债的比例不断升高, 2007 年美国海外资产净负债占世界 GDP 的 8%, 亚洲新兴国家海外净资产占世界 GDP 的 7.4%。三是工业国家(如美国、欧盟和日本)的长期实际利率呈下降趋势, 这与 20 世纪 80 年代长期实际利率上升截然不同。其中, 2000—2008 年美国 10 年期国债的回报率平均下降了 40%。

关于全球经济失衡的原因, 学者们提出了若干理论学说, 但迄今尚无统一的结论: (1) 孪生赤字假说。Mann(1999) 从投资与储蓄的角度考察经常项目赤字, 认为经常项目赤字和财政赤字存在很强的正相关性。Cline(2005) 认

**收稿日期:** 2008-12-31

**作者简介:** 王自锋(1978—), 男, 河南漯河人, 南开大学国际经济与贸易系讲师, 博士;

张伯伟(1969—), 男, 云南洱源人, 南开大学国际经济与贸易系教授, 博士;

王 君(1982—), 男, 天津市人, 南开大学国际经济研究所硕士生。

为,预算赤字是造成外部不平衡的重要因素。预算赤字增加,将减少公共储蓄,从而恶化经常项目赤字。若将私人储蓄和投资决策内生化,财政扩张将使国内支出上升,利率水平提高,吸引外国投资者进入美国市场且持有美元资产,从而进一步恶化经常项目赤字。但是,Bernanke(2005)指出孪生赤字不全是同向变动的,20世纪90年代美国投资繁荣时期就是反向变动的。(2)汇率贬值效应假说。Lane和Milesi-Feretti(2005)认为,经常项目赤字扩大并不意味着美国债务增加,当美元适当贬值时,外国人持有的美元资产将增加3万亿美元。Blanchard(2006)建立了一个汇率决定的资产组合均衡模型。模型表明,为了使美国经常项目恢复平衡,美元需要一个持续的大幅贬值,才能产生足够的贸易余额以弥补经常项目赤字。(3)全球储蓄过剩假说。Bernanke(2005)认为,亚洲新兴国家的高储蓄率、人口低龄化以及大量攫取的石油美元是造成全球储蓄过剩的重要原因。这些资本投向了美国证券和房地产市场,提高了资产价格,所产生的财富效应又降低了美国居民的储蓄,经常项目赤字也就随之攀升。(4)布雷顿森林体系II假说。Dooley、Folkerts和Garber(2003,2004)的布雷顿森林体系II假说建立在发展中国家为了维持其出口导向型的增长战略,在外汇市场上大量购进美元以保持汇率稳定,导致国内资源向出口部门转移。经常项目盈余的持续增加促使外汇储备逐渐累积,对美元资产需求的增加使长期实际利率保持在较低水平。相对于发展中国家低效的金融市场,美元资产具有比较优势,发展中国家由资本的净借款者变为净贷款者。(5)美国金融优势假说。美国金融优势主要体现在两个方面:一是美国金融业发达,金融资产具有较强的吸引力;二是流动性成为发展中国家购买美元资产的首要目标,投资收益率反而成了次要目标。美国利用回流的美元进行FDI和其他高收益的权益资产投资,这在一定程度上弱化了美元的债务约束,使美国经常项目赤字得以持续增加。(6)资产组合供求均衡假说。Ricardo J Caballero、Emmanuel Farhi和Pierre-Olivier Gourinchas(2006)认为,发展中国家过剩的储蓄以及国内低效的金融市场使其对美元资产的需求不断上升,美国良好的投资环境以及成熟的金融市场为国际资本提供了较高的风险补偿收益率。全球经济失衡是资产市场需求和供给实现均衡状态的体现。总体上,虽然每一种观点都有一定的理论依据和现实价值,但仅以其中的某一个观点单独去解释全球经济失衡,却又不够充分,只有综合起来才能比较全面地解释全球经济失衡。

本文在Ricardo J Caballero、Emmanuel Farhi和Pierre-Olivier Gourinchas(2006)模型的基础上,建立了一个符合这三个主要特征的全球均衡分析框架,以资产需求和资产供给曲线的移动来反映其对实际利率产生的冲击。由于美国和亚洲新兴国家之间存在经济增长率的差异和非对称的金融市场,美国将保持一个长期的经常项目赤字规模,国际资本始终由亚洲新兴国家流

向美国金融市场。对此,本文从以下三个方面作了拓展研究:一是初始条件设定为亚洲新兴国家经济增长率较高,而美国经济增长率较低,亚洲金融市场发展不完善,而美国金融市场相对成熟。这个假定比较符合亚洲和美国之间的现实情况。二是综合分析了经济增长、金融市场、实际汇率等因素对全球经济失衡的影响,并指出实际利率(包括世界利率)是产生这种影响的关键媒介。三是选取了 1994 年 1 季度至 2006 年 4 季度美国和中国的季度数据,采用向量误差修正模型(ECM)实证检验了经济增长、金融市场、实际汇率对全球经济失衡的长短期影响。

## 二、理论模型

假定经济体的人口规模处于稳定状态,采用 1 表示。消费者在出生时拥有一份初始禀赋  $(1-\mu)Y_t$  ( $0<\mu<1$ ),并进行终生储蓄。居民在一生中的消费呈均匀分布。经济中储蓄是同质的,每单位时间产生的红利为  $\mu Y_t$ ,其中  $\mu$  表示金融深化指数。Edward S. Shaw(1973)认为,金融深化是指解除对实际利率的限制,从而使其反映储蓄的稀缺性,刺激储蓄,提高投资的收益率。

$$V_t = \mu p V_t = \int_t^{\infty} \mu Y_s e^{-\bar{r}(s-t)} ds \quad (1)$$

$$W_t = W_0 e^{(\bar{r}-\epsilon)t} + \int_0^t (1-\mu) Y_s e^{(\bar{r}-\epsilon)(t-s)} ds \quad (2)$$

其中,  $V_t$  表示  $t$  时刻的储蓄价值,  $pV_t$  表示经济体未来产出的现值。金融资产的收益率  $r_t$  等于红利价格比率  $\mu \frac{Y_t}{V_t}$  与资本利得  $\frac{\dot{V}_t}{V_t}$  之和。  $W_t$  表示  $t$  时刻居民的储蓄积累量,储蓄会随着居民的退出而下降,  $\epsilon$  表示退出因子,即  $t$  时刻使居民退出经济体的全部因素之和,如死亡率等,随着居民的衰老或死亡,都会减少社会的总储蓄规模。通过计算,可以得到(1)式和(2)式的渐进表达式:

$$\frac{V_t}{Y_t} = \frac{\int_t^{\infty} \mu Y_s e^{-\bar{r}(s-t)} ds}{Y_t} = \frac{\mu \int_t^{\infty} Y_s e^{-\bar{r}s} ds}{Y_t e^{-\bar{r}t}} \xrightarrow{t \rightarrow \infty} \frac{\mu}{r - g} \quad (3)$$

$$\frac{W_t}{Y_t} = \frac{W_0 e^{(\bar{r}-\epsilon)t} + \int_0^t (1-\mu) Y_s e^{(\bar{r}-\epsilon)(t-s)} ds}{Y_t} \xrightarrow{t \rightarrow \infty} \frac{(1-\mu)}{g + \epsilon - r} \quad (4)$$

其中,  $g$  表示产出  $Y_t$  的增产率。当经济达到均衡状态时,满足条件  $g = \frac{\dot{Y}_t}{Y_t} = \frac{\dot{W}_t}{W_t} = \frac{\dot{V}_t}{V_t}$ 。渐近方程(3)表示资产供给是利率  $r_t$  的减函数。渐近方程(4)表示资产需求是利率  $r_t$  的增函数。当资产供给和需求函数处于均衡状态时,可以求得均衡利率( $r_t^*$ )。如果世界利率  $\bar{r}_t < r_t^*$ ,表明资产供给大于需求,储蓄收益率低于均衡水平,财富累积的积极性降低,导致居民消费和资产需求下

降。经常项目定义为一种对外的净资产需求： $CA_t = \dot{W}_t - \dot{V}_t$ 。该经济体存在一个渐近的正常项目赤字，可以表示为：

$$\frac{CA_t}{Y_t} \xrightarrow{t \rightarrow \infty} g \left( \frac{1-\mu}{g+\epsilon-\bar{r}} - \frac{\mu}{\bar{r}-g} \right) = -g \frac{r^* - \bar{r}}{(g+\epsilon-\bar{r})(\bar{r}-g)} < 0 \quad (5)$$

假定整个世界是由两个区域组成：一是以中国为代表的亚洲新兴国家，采用 A 表示，该区域拥有较高的潜在产出增长率，但缺乏将储蓄转化为投资的有效金融市场；二是以美国为代表的区域，采用 U 表示，该区域的潜在产出增长率低于亚洲新兴国家，但拥有成熟的金融市场可以提供优良的金融资产。模型忽略欧盟，因为欧盟经常项目基本保持平衡。假定每个区域只生产一种商品，价格分别为  $p^U$  和  $p^A$ 。根据 Armington(1969, 1970) 假设， $i(i=U, A)$  区域的综合价格指数  $P^i$  可以表示为：

$$P^i (a_i^U p^{U(1-\sigma)} + a_i^A p^{A(1-\sigma)})^{1/(1-\sigma)}; i=U, A \quad (6)$$

其中， $\sigma(0 < \sigma < 1)$  表示两种商品的常替代弹性， $a_i^U$  表示  $i$  区域居民对商品 U 的偏好程度，满足  $a_i^U + a_i^A = 1$ 。 $i$  区域居民对本区域内的商品更加偏爱，因此  $a_i^i > 1/2$ 。那么，U 区域和 A 区域之间的双边实际汇率可以表示为：

$$e^{AU} = \frac{P^U}{P^A} = \left( \frac{a^{UU} p^{U(1-\sigma)} + a^{UA} p^{A(1-\sigma)}}{a^{AU} p^{U(1-\sigma)} + a^{AA} p^{A(1-\sigma)}} \right)^{1/(1-\sigma)} \quad (7)$$

因为常微分方程具有可加性，所以世界经济总量指标可以表示为两个区域经济指标之和(无上标符号的变量表示为总量指标)。以 U 区域货币表示， $Y_t = Y_t^U + e^{AU} Y_t^A$ ， $W_t = W_t^U + e^{AU} W_t^A$ ， $V_t = V_t^U + e^{AU} V_t^A$ 。当全球商品市场和资产市场达到均衡时，世界均衡利率  $\bar{r}_t$  表示为：

$$\bar{r}_t = r_t^{U*} - y_t^A [\epsilon(\mu^U - \mu^A) - (g^A - g^U) - \dot{e}^{AU}] \quad (8)$$

其中， $r_t^{U*} = g^U + \mu^U \epsilon$ ， $y_t^A = \frac{e^{AU} Y_t^A}{Y_t}$ ， $\dot{e}^{AU} = \frac{\Delta e^{AU}}{e^{AU}}$ 。下面综合分析退出因子、

经济增长率、金融深化和实际汇率对全球经济失衡的影响(见图 1)。函数式  $\epsilon(\mu^U - \mu^A) - (g^A - g^U)$  符号的判断成为 U 区域经常项目为赤字还是盈余的关键。根据图 1 所示，纵坐标表示 A 区域与 U 区域之间的经济增长率之差( $g^A - g^U$ )，横坐标表示 U 区域与 A 区域之间的金融深化指数之差( $\mu^U - \mu^A$ )。 $g^A - g^U = (\mu^U - \mu^A)\epsilon - \dot{e}^{AU}$  ( $\epsilon > 0$ )，在图 1 中表示为通过原点向右上方倾斜的一条直线。相对于 A 区域，U 区域的金融市场比较完善，但经济增长率相对较低，所以模型中一直存在着限定条件： $\mu^U > \mu^A$ ， $g^A > g^U$ 。

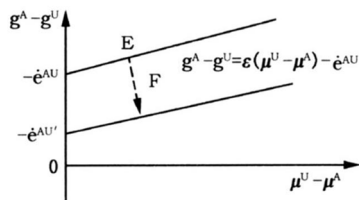


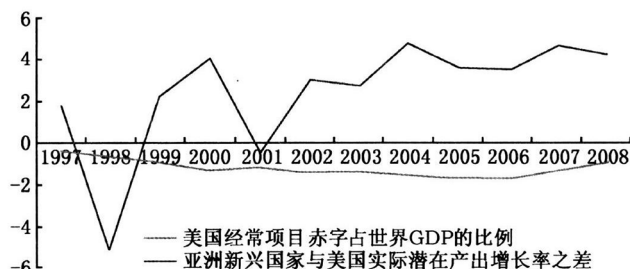
图 1 主要影响因素分析

(1) 当退出因子  $\epsilon$  增大时，那么该直线将绕原点向右上方移动。当退出因

子  $\epsilon$  减小时,那么该直线将绕原点向右下方移动。(2)该直线上的点,表示  $r_t^{U*} = \bar{r}_t = r_t^{A*}$ ,此时各个区域的经常项目都处于平衡状态。(3)假定 U 区域与 A 区域之间的金融深化指数差异不变,该直线左上角区域表示  $\epsilon(\mu^U - \mu^A) - (g^A - g^U) - \dot{e}^{AU} < 0$ 。这说明 A 区域与 U 区域之间的经济增长率差异较大,使  $r_t^{U*} < \bar{r}_t < r_t^{A*}$ ,U 区域经常项目呈现盈余状态(如 E 点)。如果 A 区域经济增长率越高,U 区域经济增长率越低,那么 U 区域经常项目将出现大额盈余,A 区域经常项目将出现大额赤字。离开该直线的距离越远,表明 U 区域的经常项目盈余越多。该直线右下角区域表示  $\epsilon(\mu^U - \mu^A) - (g^A - g^U) - \dot{e}^{AU} > 0$ 。这说明两个区域经济增长率差异较小,使  $r_t^{U*} > \bar{r}_t > r_t^{A*}$ ,U 区域经常项目呈现赤字状态(如 F 点)。离开该直线的距离越远,表明 U 区域经常项目赤字越多。(4)假定 A 区域与 U 区域之间的经济增长率差异不变,该直线左上角区域表示  $\epsilon(\mu^U - \mu^A) - (g^A - g^U) - \dot{e}^{AU} < 0$ 。这说明 U 区域与 A 区域之间的金融深化指数差异较小,使  $r_t^{U*} < \bar{r}_t < r_t^{A*}$ ,U 区域经常项目呈现盈余状态。如果 A 区域金融深化指数越高,U 区域金融深化指数越低,那么 U 区域经常项目将出现盈余,A 区域经常项目将出现赤字。离开该直线的距离越远,表明 U 区域经常项目盈余越多。该直线右下角区域表示  $\epsilon(\mu^U - \mu^A) - (g^A - g^U) - \dot{e}^{AU} > 0$ 。这说明两个区域经济增长率差异较小,使  $r_t^{U*} > \bar{r}_t > r_t^{A*}$ ,U 区域经常项目呈现赤字状态。离开该直线的距离越远,表明 U 区域经常项目赤字越多。(5)实际汇率变动,改变该直线在纵轴上的截距。当 U 区域实际汇率大幅贬值时,该直线将大幅向右下方平移,从而使 U 区域经常项目从赤字变为盈余状态,如 F 点从该直线的右下角区域,改变到处于该直线的左上角区域。但如果实际汇率变动率很小,将不能根本改变 U 区域经常项目赤字状态。

### 三、经验分析

20 世纪 90 年代以来亚洲新兴国家实现了快速的经济增长,被世界誉为“东亚奇迹”。这一方面得益于亚洲新兴国家长期奉行的外向型发展战略(包括金融国际化战略),另一方面也受惠于该区域内较高的储蓄率,能够被金融媒介转化为



资料来源: BVD 的《EIU 各国宏观经济指数宝典》数据库。

图 2 经济增长与全球经济失衡

较多的资本形成。1997年,东南亚突然爆发了经济危机,亚洲新兴国家经济增长放缓,金融市场功能恶化。根据本文结论,在退出因子保持不变的情况下,美国经常项目将出现大额赤字。1997年亚洲经济危机前后,美国的经常账户项目发生显著变化,经济危机之后美国经常项目赤字明显增加。1998年,美国经常项目赤字占世界GDP的比例,从1997年的0.466%攀升到0.715%(见图2)。

1998年之后,亚洲新兴国家经济逐渐恢复了快速增长趋势。同期,美国经济增长率却从1997年最高点的4.498%,逐步下滑到2001年最低点的0.751%,之后一直保持在1.5%—3.6%。1999—2005年,两个区域经济增长率之差一直较大,但是由于美国金融市场逐步完善,市场规模不断扩大,金融创新日新月异,吸引了大量资本从亚洲新兴国家流入美国资本市场。此时,亚洲新兴国家金融市场的比较劣势不断扩大。因此,1999—2005年,美国经常项目赤字占世界GDP的比例不断增加。

2006年以来,在美国和亚洲区域保持着较大经济增长率差异的情况下,美国金融市场遭受了次贷危机的冲击,金融深化指数急剧下降(这可以看作亚洲新兴国家金融深化指数的相对增加),其金融市场对外国投资者的吸引力减弱,同期亚洲新兴国家则通过金融改革和金融自由化等措施,提高了金融资产的红利报酬率,这反而为美国区域提供了一些更优良的金融资产,一些亚洲国家的资本流入量也不断增加。因此,美国经常项目赤字占世界GDP的比例逐年缩小,从2006年的1.675%、2007年的1.360%,下降到2008年最低点的1.023%。

#### 四、实证检验

本文采用向量误差修正模型(ECM),实证检验经济增长、金融市场、实际汇率对全球经济失衡的长短期影响。由于现实中退出因子 $\epsilon$ 变化不大,因此本文选取1994年1季度至2006年4季度美国经常项目余额占GDP的比重(CA)作为被解释变量,美国实际有效汇率(REER)、美国实际GDP增长率(MG)、中国实际GDP增长率(CG)、美国银行资产占GDP的比重(FM)、中国银行资产占GDP的比重(FC)作为解释变量。由于数据的可得性以及中国在亚洲新兴国家中的代表地位,这里以中国实际GDP增长率和中国银行资产占GDP的比重分别表示亚洲新兴国家的增长率和金融深化指数。其中,由于银行业在一国金融业中占有重要地位,也是金融市场的主要参与者,所以本文采用银行资产占GDP的比重表示一国金融的深化程度。在实证中对所有季节数据进行X-11季节调整以消除季节趋势。数据来源于IFS和BEA数据库和《中国季度生产总值核算历史》。

本文采用ADF(Augmented Dickey Fuller)单位根检验方法(Unit Root Process)来检验变量的平稳性。根据表1,可以看出这六个变量满足构造协整

方程组的必要条件。所有变量的水平序列都是非平稳的,而它们的一阶差分都是平稳的,即都是 I(1)序列。根据协整理论,如果涉及的变量都是一阶差分平稳的,这些变量的某种线性组合是平稳的,则称这些变量之间存在协整关系。

表 1 单位根检验

| 变量      | (C,T,L) | ADF 统计量  | 临界值     |
|---------|---------|----------|---------|
| CA      | (c,0,0) | -0.0456  | -3.5723 |
| REER    | (0,0,1) | -3.6640  | -4.1486 |
| MG      | (0,0,0) | -1.0735  | -2.6120 |
| CG      | (c,0,0) | -2.2350  | -4.1486 |
| FM      | (0,0,0) | 4.7996   | -2.6111 |
| FC      | (0,0,0) | -1.3387  | -2.6151 |
| D(CA)   | (c,0,0) | -9.5249  | -3.5713 |
| D(REER) | (0,0,1) | -12.1547 | -3.5713 |
| D(MG)   | (0,0,0) | -13.2535 | -2.6005 |
| D(CG)   | (0,0,0) | -9.9967  | -4.1525 |
| D(FM)   | (0,0,0) | -5.5579  | -2.6120 |
| D(FC)   | (0,0,0) | -4.1772  | -2.6151 |

注:(1)表中的临界值是由 Mackinnon 给出的数据计算出来的。1%的置信水平上拒绝非平稳的原假设。(2)检验形式(c,t,k)中三项依次表示检验式中有常数项、时间趋势项和差分项的滞后阶数。(3)根据 Eviws5.0 软件计算而得。

第一步,由于所采用的变量均为一阶单整序列,建立反映长期趋势的回归方程:

$$CA=0.0147-0.0128REER-0.2892MG+0.0861CG-0.2944FM+0.0298FC$$

$$(2.20) \quad (-0.45) \quad (-1.72) \quad (1.55) \quad (-18.42) \quad (3.46)$$

$$R^2=0.9243; F=112; DW=0.97$$

长期来看,美国实际汇率对美国经常项目赤字的影响是负向的,即美元贬值会改善美国经常项目赤字,但这种长期效应并不显著(T 统计量值为-0.449),系数仅有 0.0128。现实中,多数亚洲新兴国家都是钉住美元汇率,如果美元的汇率大幅度贬值,则亚洲各国的主要货币也会随之大幅贬值,抵消了美元大幅贬值的影响,因此美元贬值的实际效应并不显著。

美国经济增长率与美国经常项目赤字是负相关关系,在 7%的置信水平上显著;中国经济增长率与美国经常项目赤字是正相关关系,在 10%的置信水平上显著。美国经济增长率每提高 1%将增加美国经常项目赤字规模的 0.2892%;而中国经济增长率每提高 1%将减少美国经常项目赤字规模的 0.0861%。如果出现一些干扰因素(如经济危机等)造成亚洲经济增长率显著下降,美国经济增长率显著提高,这就会加剧全球经济失衡。由于亚洲新兴国家经济增长放缓,必然导致该区域内的需求下降,而美国区域内的需求上升,则加剧全球经济失衡。

从金融市场的角度看,美国金融深化程度与美国经常项目赤字是负相关关系,在 5%的置信水平上显著;中国金融深化程度与美国经常项目赤字是正相关关系,在 5%的置信水平上显著。美国金融深化程度每提高 1%将增加美国经常项目赤字规模的 0.2944%;而中国金融深化程度每提高 1%将减少美

国经常项目赤字规模的 0.0298%。由于亚洲国家金融制度薄弱,金融市场不完善,加之政府长期奉行的金融抑制政策,致使金融媒介不能有效地把区域内的储蓄转化为投资,致使区域内的实际利率长期低于世界实际利率,因此对区域外金融资产产生了巨大需求。随着亚洲新兴国家金融市场的逐步对外开放,在有效控制金融风险的前提下,必然对国际资本流动产生重要影响,也将会随之出现全球经济失衡的逆转效应。

第二步,对静态回归的残差序列作单位根检验。ADF 检验的统计量为 -3.5654,小于 1%显著性水平下的临界值 -3.5269,表明残差序列为平稳序列。由于经常项目赤字和各变量之间存在协整关系,根据格兰杰(Granger)定理,一定存在经常项目赤字由动态非均衡短期波动向长期均衡调整的误差修正模型(ECM),该模型由自回归分布滞后模型(ADL)变形得到,这种变形不影响模型对样本数据的解释能力,也不会改变回归参数的 OLS 估计值。由 ADL(1,1)得到的 ECM 模型为:

$$\begin{aligned} D(CA) = & 0.0159D(REER) - 0.2070D(MG) + 0.1044D(CG) \\ & (0.82) \quad \quad \quad (-1.88) \quad \quad \quad (1.17) \\ & -0.1274D(FM) + 0.0272D(FC) - 0.3998ecm(-1) \\ & (-1.37) \quad \quad \quad (5.33) \quad \quad \quad (-2.78) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.4452; F = 207; DW = 1.92$$

其中,DW 统计量为 1.92,说明扰动项无一阶自相关,这也是误差修正模型的优点。ecm(-1)为协整方程的一阶滞后残差序列,修正系数小于 0,表示短期非均衡向长期均衡状态的调整速度,即误差修正模型是一个负反馈过程。误差修正项系数为 -0.3998,这表明模型校正上一年非均衡的速度约为 40%,调整速度较快。全球经济失衡之中存在着一个从非均衡到均衡调整的自动调整机制。当受到外部冲击时,美国经常项目将出现大额赤字,随着时间推移,通过国内外资产供给和需求状况的变动,在新的世界利率水平上实现全球资产市场的动态均衡,美国经常项目赤字减少,并保持在较低的赤字水平。

短期来看,美国实际汇率对美国经常项目赤字的影响不显著,T 统计量值仅为 0.82,即美元贬值并不能改善美国经常项目赤字。美国经济增长率与美国经常项目赤字是负相关关系,在 10%的置信水平上显著;中国经济增长率与美国经常项目赤字是正相关关系,在 10%的置信水平上显著。美国经济增长率每提高 1%将增加美国经常项目赤字规模的 0.2070%;而中国经济增长率每提高 1%将减少美国经常项目赤字规模的 0.1044%。从金融发展角度看,美国金融深化程度与美国经常项目赤字是负相关关系,在 10%的置信水平上显著;中国金融深化程度与美国经常项目赤字是正相关关系,在 5%的置信水平上显著。美国金融深化程度每提高 1%,将增加美国经常项目赤字规模的 0.1274%;而中国金融深化程度每提高 1%,将减少美国经常项目赤字规模的 0.0272%。

## 五、政策建议

以 IMF 为代表的多数国际经济机构针对全球经济失衡问题所采取的解决措施,其核心思想有两点:一是通过汇率变动,即通过美元贬值达到调整全球经济失衡的目标;二是通过失衡国家的内部结构调整,产生协调效应以调整全球经济失衡,如美国提高储蓄率,亚洲国家提高消费水平,改变出口导向型经济增长模式等。但是 IMF 方案存在两大问题:第一,美元贬值不能解决全球经济失衡。在重复博弈的框架下,美元贬值所产生的债务缩水收益必将被亚洲新兴国家的报复性贬值所造成的损失抵消,甚至逆转。美元凭借其国际储备货币的地位,采取“以邻为壑”的汇率贬值策略无疑会加大亚洲新兴国家的外部风险,新兴市场国家也会采取相应的报复措施,如坚持盯住美元的汇率政策,扩大外汇储备以抵御外部冲击,从而加剧全球经济失衡。第二,失衡国家的内部结构调整没有触及全球经济失衡的本质。亚洲新兴国家对美元资产和美元的储备需求依然旺盛,美国主动放弃在世界范围内铸币税的收益是困难的,并缺乏提高储蓄的动机。美国提高储蓄的紧缩效应将被美元贬值的扩张效应抵消,总体经济遭受的损失并不大,而亚洲新兴国家不仅遭受货币升值和由美国紧缩政策所引致的双重紧缩效应,而且还面临国内经济调整和汇率动荡的风险,这将进一步加剧全球经济失衡。

上述方案虽然体现了失衡国家共同承担责任的原则,短期内具有一定的政策效力,但忽略了全球经济失衡的根源,即非对称的经济增长和金融市场产生了亚洲新兴国家对美国金融资产的超额需求。因此,上述方案无法从本质上解决全球经济失衡的问题,甚至会进一步加剧全球经济失衡。由于亚洲新兴国家和美国之间存在经济增长率和金融市场的显著差异,在全球金融一体化浪潮的推动下,美国经常项目将保持一个长期的赤字水平,资本始终由亚洲新兴国家流向美国金融市场,以实现资本收益的最大化。从一般均衡分析的角度看,解决全球性经济不平衡的根本出路在于改变现有的资产组合的供求关系,降低亚洲新兴国家对美元储备资产的需求。第一,降低亚洲新兴国家的外部脆弱性是减少对美元资产需求的关键。首先,提升亚洲新兴国家的产业结构,推进市场化制度建设,深化金融体制改革,健全和完善金融法律法规,提高金融从业人员素质,以增强抵御外部冲击的能力;其次,推进国际货币金融领域的合作,减轻对亚洲新兴国家的外部冲击压力;再次,推进主要国际货币发行国在稳定汇率方面的协作,使主要国际货币之间的汇率保持相对稳定。第二,增加和重新分配 IMF 的特别提款权(SDR),成立主权财富基金。SDR 是当今国际储备中唯一的非主权国家货币,SDR 的发行不仅能够部分替代美元储备,而且可以大大降低发展中国家的融资成本,从而降低发展中国家对美元储备的需求。国家主权财富基金在一定程度上可以多样化投资组合,提高资产的收益率,减少对美元资产的需求。第三,推进亚洲区域性的国际货币合

作。区域性的国际货币合作在一个有限区域内为成员国提供稳定的货币环境,它不仅有利于减少亚洲新兴国家对美元储备的需求,而且可以通过区域性货币合作产生区域性货币,从而提供新的国际储备货币,增加新的货币资产。

\* 本文是南开大学校内青年人文社会科学研究基金项目(NKQ07001)的阶段性成果,并受南开大学“985 工程”哲学社会科学创新基地“跨国公司研究”项目资助(985TNC20070202)。

#### 参考文献:

- [1]Bernanke Ben S. The global saving glut and the U.S. current account deficit[R]. Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, 2005.
- [2]Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi. Current account deficits in the Euro Area: The end of the Feldstein-Horioka puzzle? [R]. Brookings Papers on Economic Activity, 2002;147—209.
- [3]Cline, William R. The United States as a debtor nation: Risks and policy reform[R].Institute for International Economics, Washington D.C., 2005.
- [4]Chinn Menzie, Hiro Ito. Current account balances, financial development and institutions: Assaying the world “Savings Glut”[R]. NBER Working Paper, 2005.
- [5]Chinn M D, Prasad E S. Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration[J]. Journal of International Economics, 2003, 59: 47—76.
- [6]Dooley Michael, David Folkerts-Landau, Peter Garber. An essay of revived breton woods system[R].NBER Working Paper, 2003, No. 9971.
- [7]Dooley.The revived breton woods system: The effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries[R].NBER Working Papers, 2004, No. 10332.
- [8]Engel C, Rogers J H. The US current account deficit and the expected share of world output[J]. Journal of Monetary Economics, 2006, 5: 1063—1093.
- [9]Lane Philip R, Milesi-Ferretti, Gian Maria. A global perspective on external positions [R].CEPR Discussion Papers, 2005, No. 5234.
- [10]Mann C L. Perspectives on the US current account deficit and sustainability[J]. Journal of Economics Perspectives,2002, 16: 131—152.
- [11]Sachs J. The current account and macroeconomics adjustment in the 1970s[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1981, 1: 201—268.
- [12]Rajan. Global current account imbalances: Hard landing or soft landing[R]. Talk at the Credit Suisse First Boston Conference. Hong Kong, 2005.
- [13]Ricardo J Caballero, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas. A model of global imbalances and low interest Rates[R]. Bank for International Annual Research Conference, 2006;19—20.

## Economic Growth, Financial Deepening and Global Economic Imbalance

WANG Zi-feng, ZHANG Bo-wei, WANG Jun

(School of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** The paper builds up a global equilibrium model including such

factors as economic growth, financial deepening and capital flow, and studies the effects of the above factors on global economic imbalance through the empirical test of ECM. The results indicate that global economic imbalance is due to the different economic growth rates of Asian emerging countries and USA and the asymmetric financial markets. The key to resolving global economic imbalance is to change the supply and demand relationship of current assets portfolio, and decrease the demand of dollar-assets reverse of Asian emerging countries. And dollar depreciation could not change global economic imbalance into global economic balance.

**Key words:** global economic imbalance; current account; real interest rate; economic growth; financial deepening (责任编辑 喜 雯)

\*\*\*\*\*  
(上接第 14 页)

## An Empirical Analysis of Reputation, Wealth and Rural Credit Rationing: Study on the Supply Behavior of Different Rural Financial Organizations in Less-developed Areas

ZHU Xi<sup>1</sup>, MA Xiao-qing<sup>2</sup>, SHI Qing-hua<sup>1</sup>

(1. Antai College of Economics and Management, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200052, China; 2. Center Academy for Rural Development, Zhejiang University, Hangzhou 310029, China)

**Abstract:** Based on the survey data of about 800 rural households in Yunnan province and Ningxia province in 2006, the paper makes an empirical study on the credit supply behavior of rural financial organizations in less-developed areas. By differentiating between notional demand and effective demand, it indicates that rural cooperatives and banks favor the rich rural households. But informal financial organizations do not make a distinction between poor rural households and rich ones, so they cover more areas than formal financial organizations. Both of formal and informal financial organizations attach the great significance to the reputation of rural households, but the credit record is not shared. These difference stems from different information costs and transaction costs of financial organizations.

**Key words:** rural finance; credit rationing; reputation; wealth (责任编辑 喜 雯)