

全球经济失衡原因及其调整方式

——基于美国贸易逆差与长期利率的因果研究

肖文, 陈超

(浙江大学 国际贸易系, 浙江 杭州 310027)

[摘要] 全球经济失衡是当今世界经济增长的隐患,也是各界热议的话题。具体表现为美国持续增长的经常项目赤字和贸易逆差,以及相对应的以中国为代表的东亚国家的过度储蓄和巨大的贸易盈余与外汇储备。通过研究美国贸易逆差与长期利率的相互影响机制,得出结论:在失衡格局的调整中,美国提升利率、缩减财政赤字这一方式最为有效。然而最终的调整过程需要世界各国的共同参与,中国也应该适当调整经济,趋利避害。

[关键词] 全球经济失衡; 贸易逆差; 长期利率

[中图分类号] F8

[文献标志码] A

[文章编号] 1008-942X(2006)06-0090-05

全球经济失衡是近年来世界经济的焦点问题,主要表现为美国日益扩大的经常项目赤字、东亚国家特别是中国日益增长的经常项目盈余和逐渐积累的巨额外汇储备,这是一种经济全球化体系下的结构性失衡。而由于经济失衡不断扩大的趋势以及最终的不可持续性,引起了学界的普遍关注和担忧。失衡的根源何在?如何调整经济以实现逐步平衡成为了学界热议的话题。其中,美国和中国成为处在风口浪尖上的两个国家。

一、全球经济失衡现状及形成机制

根据经济学家 Dooley^[1-2]的观点,是否拥有国际货币地位的标准将当今世界划分为“中心—外围”国家的格局。美国作为世界最大流通货币美元的发行国,自然位于“中心”的中心,而外围国家则主要是那些出口导向型的国家,比如东亚地区,以及以欧盟、日本为代表的向中心国家输出资本的地区。在这一格局下,中心国家(美国)通过大量发行美元来购买出口国家的商品,同时又向资本输入国出售金融资产换得真实资本用以投资。该过程的结果就是中心国家美国贸易逆差的逐年扩大和对外负债的急速增长,而外围国家则积累起大量的美元外汇储备和对美债权。世界各国中央银行 3.8 万亿美元储备总额中约有 2.5 万亿为美元,其中亚洲央行 2.4 万亿美元国际储备中美元占 75%,即 1.8 万亿美元^[3]。笔者以美国——中国为例,从资本和商品流动的角度来简单描述这一框架(见图 1)。

这一“中心—外围”的框架使得作为中心的美国受益颇多,而外围国家则背负较大的风险。首

[收稿日期] 2006-06-16

[本刊网址·在线杂志] <http://www.journals.zju.edu.cn/soc>

[作者简介] 1. 肖文(1952-),女,上海人,浙江大学经济学院国际贸易系教授,博士生导师,浙江大学国际经济研究所副所长,主要从事国际经济学方面的研究; 2. 陈超(1983-),男,浙江杭州人,浙江大学经济学院国际贸易系研究生,主要从事国际贸易研究。

先,对于美国来说,这一循环使美国享受到了大量的廉价商品和低成本的融资,而负面结果仅仅是持续的贸易赤字和对外负债,然而由于外围国家大规模购买美国资产,资本的回流使得贸易赤字得以持续,虽然这同时引起了美国债务的增加,但是美国利用这部分借贷资金向国外进行投资,所得到的收益要远高于借贷的成本,这使得巨额的外债也得以延续。对于外围国家特别是东亚新兴市场国家来说,它们需要依靠对美的出口来拉动经济增长,因而对美顺差难以消除,积累起的巨额美元外汇储备在遭受美元贬值压力时,面临外汇储备减值的风险,也限制了国内货币政策的有效性;另一方面,外汇储备由于缺乏良好的投资渠道,更多地用于购买收益率很低的美国长期国债,这在某种程度上说相当于在被动地“贴补”美国。

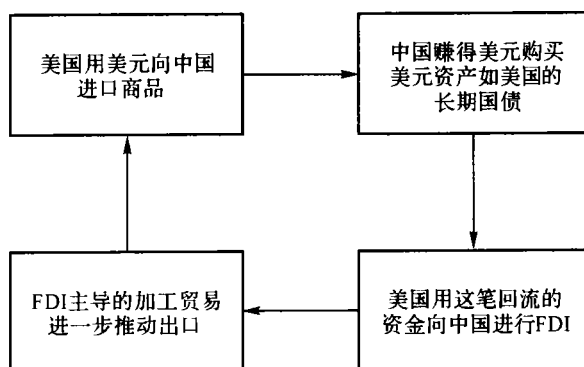


图1 中美资本与商品流动

二、全球经济失衡的调整方式

上述资本和商品在中心国美国和外围国家的循环使得全球经济失衡在短期内得以维持,然而按照斯蒂格利茨的说法,这种由一般国家向富裕国家的资本流动是“最匪夷所思的资本运动”。从长期看,经济学界的普遍观点认为这一格局将无法持续,如若外围国家放弃将美元作为储备货币或者说有其他的世界性货币替代了美元的地位(比如说欧元),那么,这种格局将被打破,世界经济也将遭受打击。而从美国经济的现状来看,美元的贬值伴随着它的国际储备货币地位的下降,已成为一种长期趋势,因此,各国需要尽快调整经济以缓解经济失衡,规避失衡带来的风险。

对于如何调整,主要形成了以下两种代表性的观点:一种以美国官方经济学家为代表,他们认为经济失衡的原因在于东亚新兴市场国家执行了不合理的贸易和汇率政策。新任美国联邦储备主席伯南克认为,这些国家通过阻止本币升值来获得出口型经济的增长,并且在全球金融市场的限制大大放松的条件下,仍然建立起过分强大的外汇储备。这部分储备用于购买美国的资产,又压低了美国的利率。Francis^[4]认为,过去一年里如果没有外资流入美国债券市场,美国十年期国债收益将会提高1.5个百分点。利率的下降致使美国消费膨胀,贸易赤字进一步扩大。因此,失衡的根源在于东亚国家。另一种观点,包括大多数的外国学者以及部分美国国内经济学家认为,是美国本身的经济存在问题才导致了它巨额的贸易逆差和外围国家的贸易盈余,根据两部门缺口理论,从 $C + I + G + X = C + S + T + M$ 得到 $(S - I) + (T - G) = X - M$,美国的低利率导致的储蓄率连年下降和政府的赤字财政是贸易逆差的根源。

对应于此两种观点,各国之间便被赋予了不同的调整经济的责任。第一种情况要求东亚国家削减出口和外汇储备,结合本币对美元升值,最终减少美国的贸易赤字。这样的调整对于东亚出口型经济体来说将是不小的打击,而调整的成本也将主要由它们承担。第二种情况则需要美国负起

主要的责任,通过紧缩性的政策,提升利率和缩减财政赤字,通过调整国内经济来缩小对外贸易的失衡。

究竟这两种调整方式孰优孰劣,让我们先来剖析一下前述两个观点所描述的失衡原因。综合来看,其实两种观点都描绘了这样一个循环:第一种观点,美国贸易逆差导致其他国家积累大量外汇储备,购买美国资产以后压低了美国利率,造成美国资产市场泡沫,继而引起居民“财富幻觉”,降低储蓄率扩张消费,又进一步引起进口增加,贸易逆差扩大。第二种观点,美国的实际利率一直较低,引发了储蓄率的持续下降和消费的持续扩张,再加上近年来赤字财政的影响,使得对外贸易逆差急剧增长,而其他国家的储备资本流入则进一步压低了利率。

不难发现,两种观点的差异就在于究竟是其他国家获得顺差(即对应于美国逆差)过多,储备资产流回美国压低利率,还是美国本身的过低利率导致了美国的贸易逆差。

三、贸易逆差与长期利率的因果检验

基于这样的思路,为了搞清楚美国低利率与贸易逆差之间的因果关系,笔者用美国的长期利率和美国的贸易逆差做格兰杰因果检验。之所以选用长期利率,是考虑到外围国家的储备资产主要是购买美国长期国债,因此直接影响到长期利率;另一方面,对于消费特别是美国民众庞大的借贷型消费来说,长期利率的影响也更为明显。不用美联储联邦基金利率是因为人为调控的因素较大,它不是一个完全意义上的市场化利率。数据样本为 1992 年 1 月到 2006 年 3 月的美国月度贸易逆差 TD 和 10 年期国债收益率 i ,对应的月度变化量为 ΔTD 和 Δi ,2 组样本个数为 171 的时间序列,来源为美国国会对外贸易司。

首先对这 2 组数据做序列平稳性检验,采用的是用增广的迪基—福勒检验(ADF 检验)来进行单位根检验。检验结果表明, i 和 TD 服从单位根过程,然而在一阶差分的情况下均通过了 ADF 单位根检验,变为平稳过程,可以继续格兰杰因果检验。

由于 i 和 TD 的非平稳性,这里对一阶差分变量 Δi 和 ΔTD 作格兰杰因果检验,检验结果如:

Δi 和 ΔTD 在滞后 1 期的情况下不构成因果关系;滞后 2 期、3 期时, Δi 是 ΔTD 的格兰杰原因,概率分别达到 95.12% 和 93.53% 且滞后 2 期时因果关系最为显著(F 值最大 3.07648);滞后 4 期时,两者不构成因果关系,但相对来说, Δi 为原因的 p 值离 10% 的置信还是较为接近的,相关相关率为 88.21%。整体上看,长期利率 i 的变化较大程度上引致了贸易逆差 TD 的变化,但这种影响从滞后 2 期开始产生,并逐步减小。对此检验结果的可能解释是:从利率降低到消费提升再到贸易逆差扩大是一个比较直接的过程,而外围国家顺差增加(美国贸易逆差增加)到购买大量美国资产直到最后压低美国长期利率,这一影响机制相对来说更为复杂。一方面并不是所有的顺差都转化为对美国资产的购买,另一方面,这里的 10 年期国债由于是市场交易品种,收益率受到多种因素的影响,诸如技术面因素、人们心理预期因素等等。而利率对贸易逆差的影响之所以存在滞后,是因为从利率变化引致消费提升这一过程明显需要一定的时间,而消费需求的增加到最终引起进口增加同样会有一定的时滞,因此,在检验结果里反映为需要有三个月的滞后期(一阶差分滞后期为 2)才能使这种影响最为显著。

从以上的实证检验可以得到如下结论:首先,美国长期利率的变化是能够解释贸易逆差变化的原因之一,而相反,贸易逆差的变动对长期利率不构成影响。其次,这种长期利率到贸易逆差的单项变动关系具有一定的时滞,在滞后三个月时影响最为显著,而随着时间的推后利率对贸易逆差的影响逐渐减弱。前述第二个观点即美国低利率引起贸易逆差在实证检验上得到了支持,而以美国官方经济学家为代表的第一种观点——将外围国家的巨额贸易顺差(美国逆差)作为经济失衡的根

原则在实证上并不那么显著。

四、结 论

通过对美国长期利率和贸易逆差之间互相影响机制的实证检验,得到美国低利率是贸易逆差持续存在的原因之一,而贸易逆差对美国利率变化的影响较为微弱,不足以成为低利率的原因。这一结论论证了对于缓解全球经济失衡(局部来讲减小美国与其他国家间的贸易失衡)这一目标来说,美国通过调整内部经济,提升利率并配合缩减财政赤字这一方式将优于其他国家缩减对美进口和美元外汇储备。然而我们可以看到,这一调整方式虽然有效,但却要求美国承担紧缩经济的调整成本,这是美国所不希望的,这也是美国官方经济学家大肆诟病东亚国家的贸易和汇率政策,要求这些国家调整经济的原因。由于美国在世界经济中的强势地位,基于其自身利益,注定了一味要求美国紧缩本国经济是不现实的。对于全球经济失衡的调整必将是一个各国共同参与的过程,并且外围国家很可能会承担更多的成本^[5]。

作为中心国家,美国的调整无可避免。能看到的一个可喜的迹象是美联储自2004年6月以来已经连续17次加息,将联邦基金利率调至5.25%,虽然此过程中长期利率一度处于长期下降趋势中,但从2006年起也逐渐出现回升势头,10年期国债收益率已升至5.25%以上。美联储的连续加息主要是为了抑制通货膨胀,但客观上对于减小贸易逆差也会有一定的帮助。然而另一个不容乐观的现象是美国政府的财政赤字仍居高不下,布什政府上任以来所推行的减税政策以及对外的军费开支,使得美国财政赤字连年增长,最近虽然缩减赤字的呼声很高,但是实施效果并不明显,财政赤字未见明显下降。这也是今年以来美国贸易逆差依然高企的原因。因此,长期来看,美国政府缩减财政赤字的措施是否得力,将是全球经济失衡调整中一个重要的不确定因素。

中国作为外围的代表国家,由于其美国最大顺差国和世界第一外汇储备国的地位,在这一调整过程中也必将扮演重要的角色。对于我国来说,通过调整自身经济来缓解全球经济失衡固然是大目标之一,然而更重要的是要考虑采用何种方式调整更为切合本国的利益,不能像20世纪80年代的日本一样,对美国的巨额顺差调整完成,整个国家的经济也从此一蹶不振。另一方面,我国目前的经济增长也确有诸多结构性的问题,外部账户连年盈余,且最近几年有加速之势,内部储蓄率一直居高不下,投资过热而内需却难以提振,可谓内外部经济同时失衡。客观上我国存在调整经济的要求,而在全球经济失衡的大背景下,我国自身的调整可以也应该契合调整全球经济的大目标。比如美国强烈要求的人民币升值问题,不用惧怕升值带来的出口下降、经济紧缩的影响,其实人民币的合理升值有助于我国调整经济结构,促进外部经济平衡。而反过来若要维持人民币兑美元的汇率,我国将付出相当大的成本:央行必须在外汇市场上频繁进行冲销操作,从而被动积累起庞大的外汇储备,也被动发放了大量的基础货币,这对于国内现在过剩的流动性来说无异于雪上加霜,严重影响我国货币政策的独立性;另一方面,过量外储的管理也是一大难题,美国国债的收益率非常之低,然而现阶段除了购买美国长期国债以外却没有更好的投资渠道,并且在当今美元持续贬值的情况下,外储也面临减值的风险。从这个角度来说,美国所要求的缩减外汇储备对中国来说也并不是一件坏事。具体到如何缩减,可以先从储备货币的调整开始,逐步加大对其他货币比如欧元的储备,再进一步考虑区域货币一体化,降低美元在贸易中作为计价货币的比重。

总之,全球经济失衡这一格局在长期看是无法维系的,需要世界各国的合作调整。这其中,美国需要担负起最大的责任。而作为外围国家,不能因为自己的力量对于调整这一失衡格局影响不大就听之任之,考虑到美国的霸权地位以及种种在调整中的不确定因素,外围国家更应该早做行动,提前采取措施,以防范风险,趋利避害。

[参 考 文 献]

- [1] DOOLEY M , FOL KERTS-LANDAU D , GARBER P. An Essay on the Revived Bretton Woods System[EB/OL]. <http://www.nber.org/papers/w9971> ,2003 - 09 - 14/2006 - 04 - 06.
- [2] DOOLEY M , FOL KERTS-LANDAU D , GARBER P. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rate & Exchange Rate in Center Countries[EB/OL]. <http://www.nber.org/papers/w10332> ,2004 - 03 - 21/2006 - 04 - 06.
- [3] ROUBINI N , BRAD S. Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon ? The risk of a hard landing in 2005 - 2006 "[EB/OL]. [http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/BW2 - Unraveling-Roubini-Setser. pdf](http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/BW2-Unraveling-Roubini-Setser.pdf) ,2005 - 02 - 08/2006 - 04 - 18.
- [4] FRANCIS E ,WARNOCK V C. International Capital Flows and US Interest Rates[EB/OL]. [http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/840/ifdp840. pdf](http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2005/840/ifdp840.pdf) ,2005 - 09 - 26/2006 - 04 - 21.
- [5] 何帆,张明.国际货币体系不稳定中的美元霸权因素[J].财经问题研究,2005,(7):32 - 37.

Causes of Global Economy Imbalance and Its Adjustment

——A study based on the causality test of US trade deficit and long-term interest rate

XIAO Wen , CHEN Chao

(*Department of International Trade and Economics, Zhejiang University, Hangzhou 310027, China*)

Abstract : Global economy imbalance is a hidden danger in the world economic growth. It is also a hot topic to discuss in the academic and political circles , which is embodied in the continuous growth of the U. S. current account deficit and trade deficit , in China and other East Asian countries ' excessive deposit , huge trade surplus and foreign exchange reserve as well. Nowadays , scholars have divided into two groups in the issue of how to decrease this imbalance. Some U. S. official economists argued that the primary cause of global economy imbalance is due to the excessive deposit and foreign exchange reserve of East Asian countries. They suggest that these East Asian countries , especially China , adjust their economy first. Other foreign economists and some U. S. economists have an opposite viewpoint that the huge U. S. fiscal and trade deficits have caused the global economy imbalance and that adjusting the U. S. economy is a more effective way to change the imbalance.

Using the Granger Causality test to study the U. S. trade deficit and the long-term interest rate mechanism , we find that the change of U. S. long-term interest rate could be the Granger cause of the trade deficit change. But on the contrary , trade deficit change does not have much influence on the long-term interest rate. This one-way influence has a certain time lag. The influence will be most obvious when the time lag is three months and will then weaken gradually. According to this result , we can draw the conclusion that the adjustment by the U. S. government to raise the interest rates and reduce the fiscal deficits will be most effective in decreasing the global economy imbalance.

However , the final alignment procedure needs various countries ' participation and the developing countries may have more pressure in the economic adjustment as the United States may not be so affirmative in adjusting its economy for its own benefit. In this condition , China must take appropriate adjustment in its economy , not only for the world but also for itself. Some policies should be established such as RMB appreciation , monetary cooperation in East Asia , etc.

Key words : global economy imbalance ; trade deficit ; long-term interest rate