

分报告 2

后危机时代全球失衡的调整趋势分析

于春海

内容摘要： 本文通过对全球失衡和美国贸易赤字调整趋势的分析，得出如下几个结论：1) 在金融危机和实体经济衰退的双重冲击下，国际贸易增长速度加速下滑，全球失衡加速调整。但是必须注意到，国际贸易增速下降和全球失衡的调整趋势始于 2004 年左右。即便危机后的国际金融供给条件能够恢复危机前的水平，由于发达国家潜在经济增长速度的下降，国际贸易实际增长速度在未来几年中将明显下降。在 90 年代以来所形成的新型国际分工格局和全球化生产体系中，贸易失衡规模的增长与贸易规模增长的必然结果。所以，随着国际贸易实际增速的下降，全球失衡规模的增长速度将加速下降，并低于世界 GDP 的实际增速，由此导致全球失衡占 GDP 的比重不断降低。2) 未来美国贸易赤字的可能调整路径是，利用多边和双边范围内各层次的国际磋商机制，推动国际贸易和投资体制的转变，特别是在投资保护、服务市场开放、知识产权保护 and 规范市场秩序等方面的协议，大量增加与美国资源禀赋和竞争优势相适应的生产型服务和高端制成品的出口。3) 随着美国家庭消费行为、消费信心和消费融资模式的转变，消费支出的减少自然会导致进口的减少，但是这不会成为美国贸易赤字调整的主要力量。非耐用品的相对供给不足和贸易逆差根植于美国国内供给和需求之间的结构性差异，在非耐用品方面的贸易赤字会持续存在。

一、导言

迄今为止，关于全球经济失衡的原因、影响和可持续性问题，在国内外理论研究中依然存在诸多争议。¹但是，毋庸置疑的是，2000 年以来全球失衡状况的持续存在和不断积累，为我国出口的迅速增长、非均衡增长战略的成功实施，创造了有利的外部市场环境，是我国整体经济超高速增长的外部基础。²基于此，金融危机以后全球经济失衡的调整和演变趋势，自然也就成为影响我国经济稳定和增长的重大问题。

进入 2009 年以来，各国持续、大规模的协同刺激政策的影响逐步显露，推动全球金融形势趋于稳定和好转，世界经济也逐步摆脱了全面衰退状态。为了支撑当前的复苏趋势，以及构建全球经济在长期中平衡和可持续增长的基础，各国政府在维持危机应对政策的同时，开始关注更为长远的问题，特别是在退出危机应对政策的过程中，如何重新平衡全球总需求构成的问题。³全球总需求构成的重新平衡，意味着全球失衡调整过程的加速。这将对中国经济构成巨大挑战，无论是短期宏观经济管理政策的选择，还是中长期经济增长前景的判断和增长战略的调整，都需要准确把握全球失衡调整的趋势与特征。

我们之所以持续关注全球失衡问题，在很大程度上是因为它会从需求层面对我国的出口产生重大影响，并通过出口的变动影响我国国内投资、生产、收入和消费。基于这样的目的，考虑到美国既是全球失衡中最大的赤字国，也是我国最大的出口对象国，所以，本文在对全球失衡调整趋势进行整体性分析的

¹ 参见：Dooley, Folkerts-Landau and Garber (2004); Bernanke (2005); Blanchard, Giavazzi and Sa (2005); Obstfeld and Rogoff (2005, 2007); IMF (2007); Caballero, Farhi and Gourinchas (2008); Cooper (2008); Faruquee and Lee (2008);

² 关于外需在中国经济中的作用以及全球失衡对中国经济的巨大影响，过去几年中有大量的分析和研究。参见：中国人民大学经济学院经济研究所 2007 年 3 季度的《中国宏观经济分析与预测》。

³ 全球总需求结构的调整和重新平衡涉及两个方面的问题。首先是国内总需求中公共需求和私人需求的关系。在应对危机的过程中，无论是美欧发达国家、还是新兴和发展中经济体，为了弥补出口和私人需求下降所带来的总需求缺口，大幅度增加政府公共支出。危机后如何降低公共需求的比重和提高私人需求的比重，成为目前政策考量的重大问题。其次是全球总需求的国别结构的调整。危机以前，新兴和发展中经济体对外需具有较高的依赖性，特别是过于依赖发达国家提供的外部需求。由此导致的全球经济失衡不仅是危机的原因，也使得新兴和发展中经济体对外需冲击具有较大的脆弱性。危机后如何重新平衡全球总需求的国别结构，降低对赤字国国内需求的依赖，提升顺差国的国内需求，这些问题也成为全球范围内政策考量的重点。相关分析参见：IMF (2009); Blanchard (2009)。

基础上，还将重点关注美国可能的调整路径与趋势。

二、全球失衡的总体走势分析

1) 次贷危机以来，在金融和实体经济冲击的双重打击下，全球贸易规模的增长速度大幅下降。但是，国际贸易实际增长速度的下降趋势，始于 2004 年全球失衡调整的多边政策行动的实施。2) 即便金融体系的供给条件能够恢复危机前的水平，由于发达国家潜在经济增长速度的下降，国际贸易实际增长速度在未来几年中将明显下降。3) 在新型国际分工格局和全球化生产体系中，贸易失衡规模的增长与贸易规模增长的必然结果。随着国际贸易实际增速的下降，全球失衡规模的增长速度将加速下降，并低于世界 GDP 的实际增速，由此导致全球失衡占 GDP 的比重不断降低。

2007 年以来的次贷危机及其引发的全球系统性金融动荡，使得全球实体经济遭受严重冲击，世界经济结束了 2006 年以前的高增长态势，发达经济体、新兴和发展中经济体以及全球经济整体的实际增长率都大幅降低。与 2007 年 5.2% 的峰值相比，世界经济在 2008 年的实际增长率下降了 2.2 个百分点，降至 3%。根据 IMF2009 年 10 月的预测，世界经济在 2009 年的实际增长率为-1.1%，发达经济体将出现 3.4% 的负增长。见图 1。

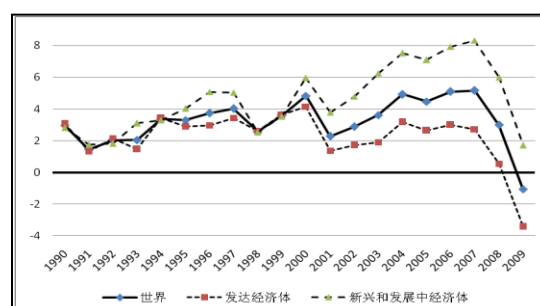


图 1 世界经济的实际增长率⁴

随着世界经济增长速度的下降，全球贸易规模的增长速度大幅下降。与 2007 年相比，2008 年全球贸易量的增长速度下降了近 4 个百分点，从 2007 年的 7.2% 将为 2008 年的 3.3%。根据 IMF 的预测，全球贸易量的增长率在 2009 年将会出现 11% 的负增长，这是 20 世纪 70 年代以来所没有出现过的情况。全球贸易增长速度的下滑趋势已经非常明显。但是需要注意的是，这种趋势并不是从危机爆发会开始的，而是从 2004 年就已经开始。在经历 2001 年的短暂衰退之后，

⁴ 2009 年为预测数，数据来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》。

无论是世界经济整体，还是发达经济体与发展中经济体，GDP 实际增长速度持续攀升，这种趋势一直延续到 2007 年。此后在金融危机的冲击下，这一趋势被逆转。在这个过程中，全球贸易增长速度的变化与世界经济增长速度的变化并不完全同步。2005 年之前，全球贸易实际增长速度不断提高；2005 年之后，虽然全球经济继续保持高速增长态势，但是全球贸易的实际增长速度开始呈现不断下降的趋势，从 2004 年 10.7% 的峰值一路下降到 2007 年的 7.2%，此后在金融危机和实体经济衰退的共同影响下呈现加速下滑的趋势。详见图 2。

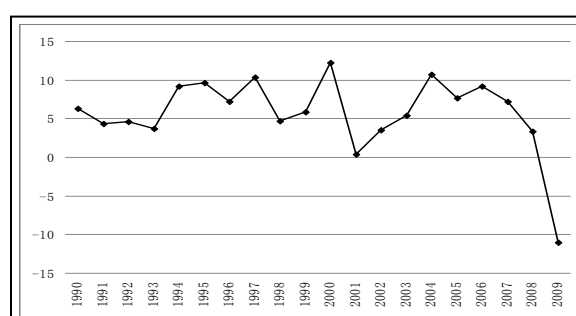


图 2 全球贸易量的增长速度 (%) ⁵

从全球贸易实际增长率的月度数据来看，2002 年 1 月至 2009 年 6 月之间，全球贸易实际增长率在 2003 年底和 2004 年初达到了峰值，从 2004 年中开始呈现较为明显的下降趋势，2007 年下半年以后呈现加速下降的趋势。这与年度数据呈现的趋势基本吻合。详见图 3。事实上，2004 年刚好对应着促进全球失衡平稳调整的多边政策行动的起步。2004 年 4 月，国际货币和金融委员会提出促使全球经济失衡有序调整的政策措施。2006 年 6 月，IMF 发起关于平稳解决全球经济失衡的多边磋商框架，希望促使全球失衡以一种有利于全球经济持续增长的方式得以解决。2006 年 9 月，在全球失衡多边磋商框架下明确了主要失衡国的调整职责。⁶基于对全球失衡不断积累的风险和负面影响的担忧，各国单独的政策调整以及全球失衡多边磋商框架下的协同调整政策，共同推动了全球贸易和全球失衡状况的缓慢调整。在全球贸易实际增长率逐步下降的同时，全球失衡占全球 GDP 的比重在 2006 年以后开始逐步下降，从 2006 年的 5.8% 降至

⁵ 2009 年为预测数，数据来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》。

⁶ 调整措施包括：1) 美国利用财政紧缩等措施促进国民储蓄率的提高；2) 欧洲实施促进经济增长的结构性改革；3) 日本实施包括财政改革在内的结构性改革；4) 新兴市场实施刺激内需的改革；5) 盈余国增加汇率弹性、刺激内需增长；6) 石油出口国增加支出，提高吸收能力和宏观经济稳定性。相关讨论参见：IMF (2007)。

2008 年的 5.6%。根据 IMF2009 年 10 月的预测，2009 年这一比重会降至 3.9%。
详见图 4。

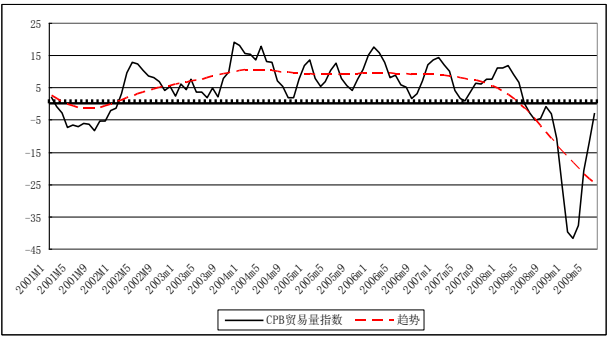


图 3 全球贸易量的月度增长率 (%) ⁷

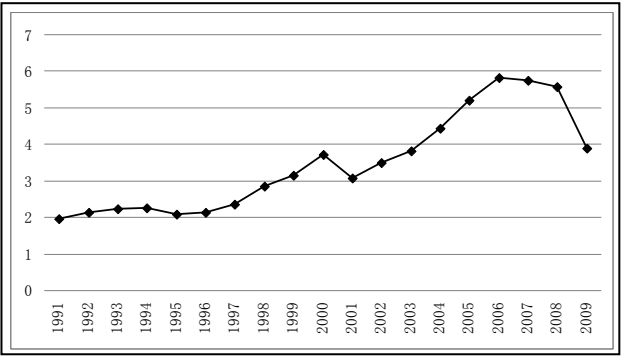


图 4 全球经常项目失衡占全球 GDP 的比重 (%) ⁸

2009 年以来，各国政府的政策性刺激和支持措施推动了全球金融形势的稳定和好转；政策性刺激以及企业存货周期的逆转推动了投资、工业生产以及经济增长等实体经济指标的好转；实体经济增长与金融形势改善之间的正反馈效应初步显露。⁹在此推动下，全球实际贸易规模迅速下滑的趋势得到遏制。虽然全球贸易的实际增长率依然为负值，但是自 2009 年 2 月以来负缺口逐步减少，并在 4 月由负转正，实际增长率超过潜在增长率，并且向上偏离的幅度不断扩大。详见图 5。

⁷ CPB 贸易量指数来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》；趋势来自原始数据的 HP 滤波， λ 值设为 1000。

⁸ 各国经常项目余额的绝对值之和占全球 GDP 的比重；2009 年是预测数；数据来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》。

⁹ 详见 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》的讨论。

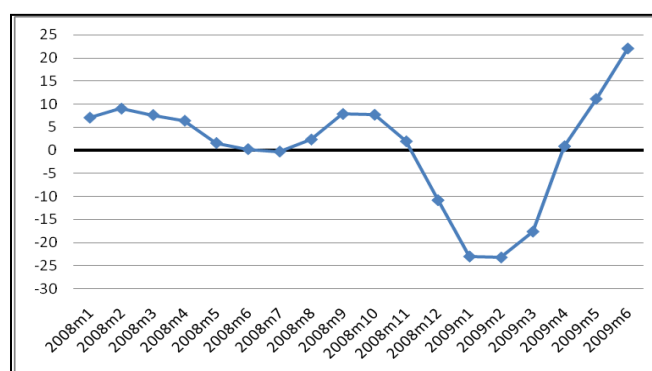


图 5 全球贸易月度增长率缺口 (%) ¹⁰

这是否意味着全球贸易的增长速度以及全球失衡的规模将会恢复到危机前的水平？影响国际贸易和全球经济失衡演变趋势的，分别有金融层面和实体经济层面的因素。在金融层面，主要是消费、投资和国际贸易的融资条件。从目前主要发达金融市场的形势来看，虽然很多市场指标在近期出现了明显的改善趋势，但是美国和欧元区银行体系对私人部门的信贷增长缓慢、甚至仍在紧缩，银行贷款条件也非常严格，低等级公司债券收益差和低质量贷款的利率仍然很高，证券化市场依然非常低迷。¹¹毋庸置疑，信贷紧缩和风险上升加大了贸易融资成本，会制约国际贸易增长速度的提高。但是，金融条件对贸易的影响应该是依附于经济增长的。在长期中，经济增长是决定收入增长以及消费和投资信心提升的关键力量，进而在根本上决定贸易的增长趋势。在此基础上，金融条件的宽松或紧缩通过影响消费、投资以及贸易融资成本，决定实际贸易增长对基本趋势的偏离程度。宽松的金融条件使得贸易增长速度超出经济增长速度，反之，贸易增长速度低于经济增长速度。

20 实际 70 年代以来，无论是发达国家的经济增长、还是新兴和发展中经济体的经济增长，都与国际贸易的增长之间存在显著的正相关性。发达经济体实际 GDP 增长率与国际贸易实际增长率的相关系数为 0.73，新兴和发展中经济体的实际 GDP 增长率与国际贸易增长率的相关系数为 0.53。进一步的因果关系分析表明，20 实际 70 年代以来，发达国家的实际 GDP 增长与国际贸易实际增长

¹⁰ 实际增长率与潜在增长的差额。实际增长率数据来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》；潜在增长率是世界增长率的 HP 滤波值。

¹¹ 此外，全球银行的资产损失减记规模高达 2.8 万亿美元，其中 1.5 万亿美元的减记有待实现。这些贷款损失的大部分归属美国、欧元区和英国的银行。相关分析参见 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》。

率之间存在双向因果关系，意味着两者之间存在相互促进和相互强化的关系；新兴和发展中经济体的实际 GDP 增长率与国家贸易实际增长率之间没有明显的因果联系。详见图 6 和表 1。

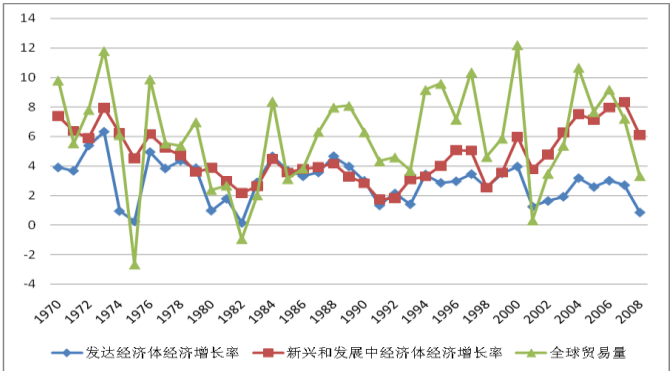


图 6 实际 GDP 增长率与国际贸易实际增长率（%）¹²

表 1 实际 GDP 增长率与国际贸易实际增长率的统计因果关系分析

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1970 2008			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
GROWTH_GL不是TRADE的格兰杰原因	37	9.88899	0.00045
TRADE不是GROWTH_GL的格兰杰原因		7.34206	0.00238
GROWTH_EM不是TRADE的格兰杰原因	37	0.66785	0.51981
TRADE不是GROWTH_EM的格兰杰原因		2.40588	0.10632
GROWTH_DE不是TRADE的格兰杰原因	37	7.92697	0.00160
TRADE不是GROWTH_DE的格兰杰原因		5.94745	0.00636

注：1）GROWTH_GL 代表世界的实际 GDP 增长率，GROWTH_DE 代表发达经济体的实际 GDP 增长率，GROWTH_EM 代表新兴和发展中经济体的实际 GDP 增长率，TRADE 代表国际贸易的实际增长率；

2）数据来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》。

进一步结合危机爆发以来的情况，根据 IMF 和银行家协会的调查，从 2007 年 4 季度到 2008 年 4 季度、再到 2009 年 2 季度，贸易的下降是导致贸易融资减少的主要原因。这就意味着，制约国际贸易增长速度提高的主要因素并不是融资约束，而是需求不足。¹³所以，即便金融体系的供给条件能够很快恢复危

¹² 数据来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》。

¹³ 80%以上的受访银行认为，贸易规模的下降是贸易融资下降的原因。2008 年和 2009 年上半年，无论是欧美发达国家，还是中东欧国家、拉美国家和亚洲新兴经济体，贸易规模的下降幅度都远大于贸易融资规模的下降幅度，这显示了需求因素对国际贸易的影响。这意味着导致国际贸易下降的主要原因是需求的下降，而不是贸易融资手段的约束。详细分析参见 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》。

机前的水平，国际贸易能否恢复到危机前的增长速度，关键在于需求因素能否恢复到危机前的水平，特别是发达经济体的增长速度能否恢复危机以前的水平。

利用 20 世纪 70 年代以来发达经济的实际增长率和国际贸易的实际增长率数据，估算国际贸易对发达经济实际 GDP 增长率的弹性。估算结果见图×××。根据估算结果，20 世纪 70 年代国际贸易增长对发达国家实际经济增长的平均潜在弹性¹⁴为 0.8，80 年代为 0.9，90 年代为 2.4，2000 年以后达到 2.8，20 世纪 70 年代以来的整体均值为 1.7。¹⁵详见图 7。

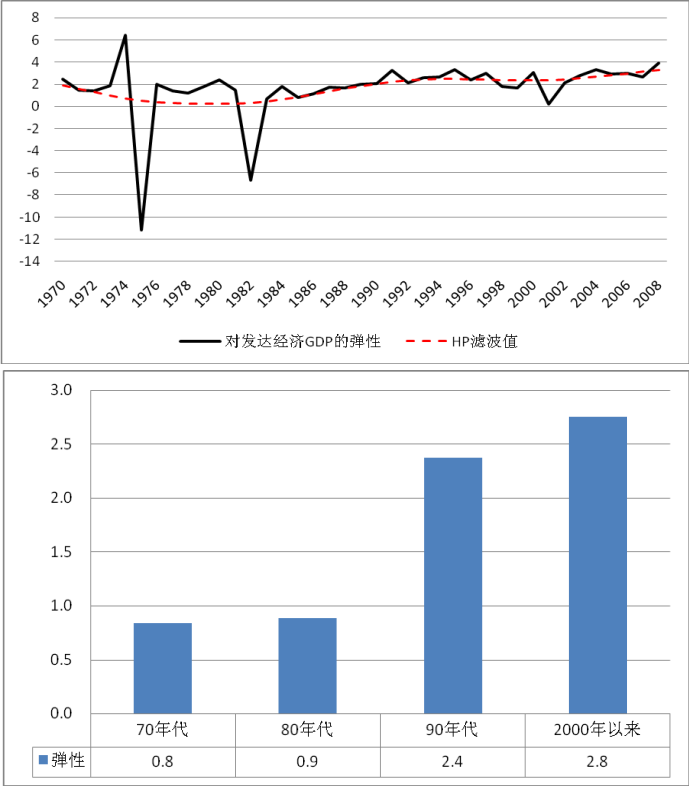


图 7 国际贸易的收入弹性¹⁶

为了预测国际贸易未来增长率，选择 90 年代以来的国际贸易弹性作为基准。90 年代以来平均的潜在贸易弹性为 2.6，标准差为 0.97。以此为基准，利用 IMF 在 2009 年 10 月的《世界经济展望》中关于发达经济体实际 GDP 增长率的预测值，对 2009 年以后国际贸易的增长率趋势进行预测。预测结果见图 8，2009 年至 2014 年，国际贸易实际增长率的基准预测值分别为-12.3%、3.4%、6.4%、6.7%、6.6%和 6.2%。进一步考虑到金融危机对贸易融资条件和私人部

¹⁴ 潜在趋势的均值。

¹⁵ 根据 Freund(2009)的研究，在过去几十年中国际贸易增长对 GDP 增长的弹性不断提高。

¹⁶ 国际贸易的收入弹性用贸易实际增长率对 GDP 实际增长率的比率来表示；H-P 滤波的 λ 值设为 100；贸易和 GDP 实际增长率数据来自 IMF2009 年 10 月的《世界经济展望》。

门支出行为的影响，贸易弹性向下偏离基本趋势的可能性较大，即在平均潜在弹性的基础上减去 1 个标准差，由此得到的预测值分别为-5.6%、2.2%、4%、4.2%、4.1%和 3.9%。与 2000 年至 2006 年之间平均 7%的增长速度相比，国际贸易实际增长速度在未来几年中明显下降。

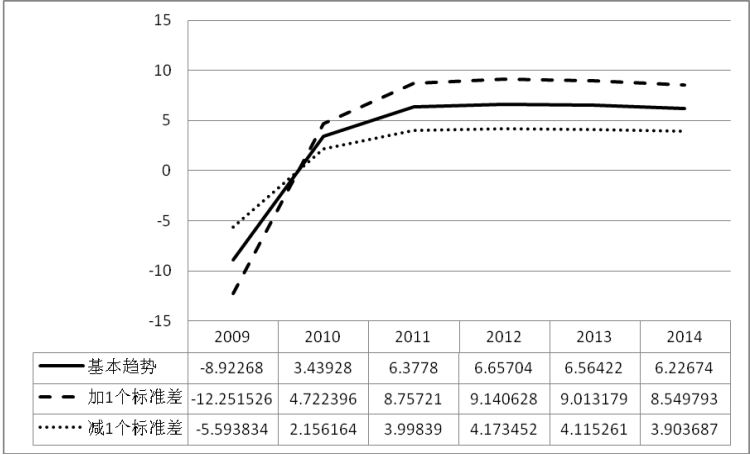


图 8 国际贸易实际增长率未来走势的预测（%）¹⁷

20 世纪 90 年代以来，随着国际分工体系的深刻调整，全球化生产体系逐步形成和发展。根据不同的国际分工地位，各个经济体被置于全球化生产体系的不同环节。在新的国际分工格局和全球化生产体系中，生产并向全球提供最终制成品国家，无论是提供高端制成品的日本和德国、还是提供一般制成品的东亚新兴经济体，经常项目收支必然处于顺差状态。美国在 20 世纪 70 年代以来的产业结构调整过程中，不断将贸易品部门，特别是制成品部门，转移到国外。美国作为全球最大的最终制成品的吸纳国，经常项目收支必然处于赤字状态。所以，经常项目失衡是过去 10 多年中所形成的国际分工格局和全球化生产体系的必然产物。在这样的体系中，随着经济规模的扩张，贸易规模以及贸易失衡规模必然随之扩张。

1990 年至 2008 年，全球总进口规模从 42832 亿美元增至 192042 亿美元，经常项目失衡规模从 4788 亿美元增至 33652 亿美元。¹⁸详见图 9。在此期间，随着全球化生产体系的形成和发展，经常项目失衡对全球贸易规模（CA/TRADE）的比率不断提高，从 1990 年的 0.11 增至 2006 年的峰值 0.2，

¹⁷ 2009 年至 2014 年的发达经济体实际 GDP 增长率来自 IMF 的预测。预测基本趋势时所用的弹性值为 2.6；
¹⁸ 国际贸易规模是指全球进口总额；经常项目失衡规模是所有国家或地区经常项目收支余额的绝对值之和。贸易规模数据来自 EIU 数据库；经常项目失衡规模的数据是根据 IMF2009 年 10 月《世界经济展望》的统计数据计算而来。

2007 年和 2008 年分别降至 0.19 和 0.18。详见图 10。

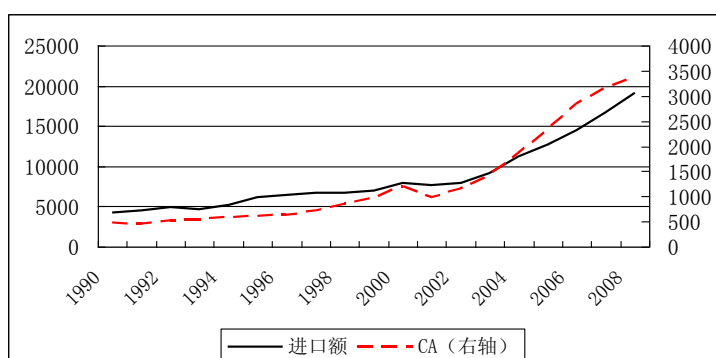


图 9 国际贸易与经常项目失衡余额（10 亿美元）¹⁹

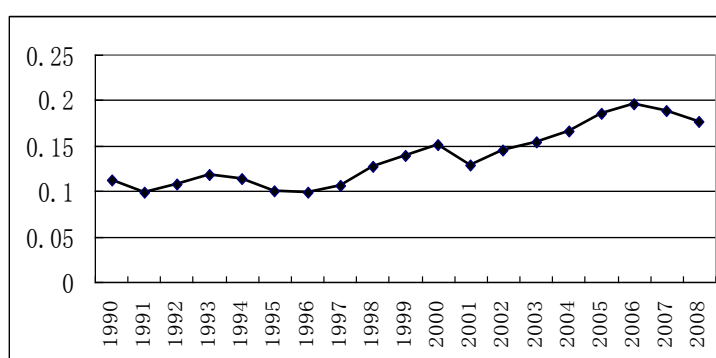


图 10 经常项目失衡规模与国际总进口的比率

考虑到新型国际分工格局和全球化生产体系刚刚形成并趋于稳定，国际贸易的加速增长将被平稳增长所替代²⁰，经常项目失衡对全球进口总额的比率将趋向稳定。取 2000 年以来的均值 0.17 作为 CA/TRADE 的基准，以 1990 年至 2008 年的标准差 0.03 为上下波动幅度，CA/TRADE 在 0.14 至 0.2 之间变动。利用前面关于国际贸易增长率的预测数据，可以得到全球失衡规模（CA）在未来可能的增长率。根据估算结果，2010 年之后全球经常项目失衡规模的增长率将趋向 1.1% 左右，上限在 1.8% 左右，下降在 0.6% 左右。这远低于 2000 年至 2007 之间 15.6% 的增长速度。详见图 11。经常项目失衡规模的增长率远低于全球 GDP 增长率，所以，经常项目失衡占全球 GDP 的比重将会呈现持续降低的趋势。

¹⁹ 同上。

²⁰ 对此的分析参见：中国人民大学经济学院经济研究所《中国宏观经济分析与预测》（2009 年 3 季度）。

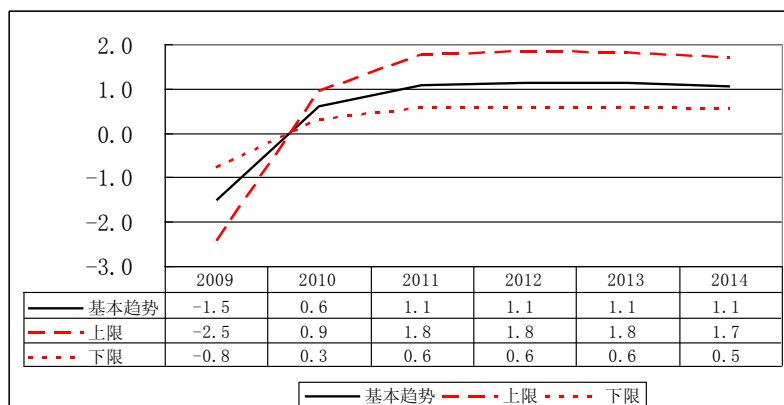


图 11 全球经常项目失衡的增长率预测（%）

通过上面的分析可以得出，在未来数年中，国际贸易和全球失衡规模的增长速度将会明显降低，全球经常项目失衡规模占全球 GDP 的比重会呈现明显的下降趋势。那么，国际贸易整体增速下降和全球失衡状况的调整，是否必然对我国的出口产生较大的负面冲击？答案是不确定的。关键还要看我国的主要贸易伙伴国，特别是作为我国主要出口市场之一的美国，在全球失衡调整过程中所采取的调整路径。

三、美国贸易赤字调整的可能路径和趋势分析

（一）关于美国贸易赤字可能调整路径的逻辑推演

从美国贸易赤字产生的基本逻辑出发，我们认为未来美国贸易赤字的可能调整路径是：1）利用多边和双边范围内各层次的国际磋商机制，推动国际贸易和投资体制的转变，特别是在投资保护、服务市场开放、知识产权保护 and 规范市场秩序等方面的协议，大量增加与美国资源禀赋和竞争优势相适应的生产型服务和高端制成品的出口，应该是美国在次贷危机以后促进贸易赤字调整的主要方向；2）随着美国家庭消费行为、消费信心和消费融资模式的转变，消费支出的减少自然会导致进口减少，但是这不会成为美国贸易赤字调整的主要力量；3）非耐用品的相对供给不足和贸易逆差根植于美国国内供给和需求之间的结构性差异，在非耐用品方面的贸易赤字会持续存在。

从美国实体经济供求结构的动态特征来看，服务的国内供给远大于国内消费性服务需求和投资性服务需求。2000 年以来，服务业供求缺口占 GDP 的比重维持在 12%至 15%之间。根据开放宏观经济的基本平衡机制，国内供求缺口会表现为贸易收支的失衡。服务供给的相对过剩对应着对外服务贸易的顺差。

从 1995 年以来的情况看，供求缺口与外贸顺差的变动轨迹非常类似。详见图 12。但是对比两者的具体水平，却发现外贸顺差规模远小于供求缺口的规模。

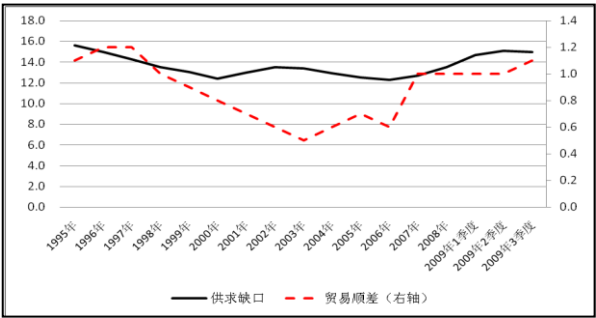


图 12 服务业的供求缺口与贸易顺差 (%) ²¹

与服务业的供求对比状况相反，在不包括建筑业的有形产品方面，美国处于国内供给小于需求的状态，由此决定了美国在产品方面必然会出现对外贸易逆差。具体来看，非耐用品的供求缺口维持在-1.8%至-3%之间，与此对应，非耐用品贸易逆差占 GDP 的比重维持在-1.6%至-3.2%之间，两者的变动轨迹非常一致。在耐用品方面，供求缺口和贸易收支的变动轨迹也非常类似。但是，耐用品在大部分时间内处于供给过剩的状况，缺口维持在-0.4 至 1.6 之间，而耐用品的对外贸易却始终处于逆差状态。详见图 13 和 14。

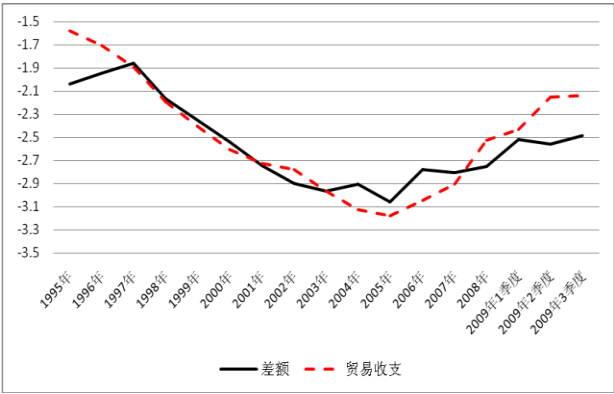


图 13 非耐用品供求缺口与贸易收支 (%)

²¹ 供求缺口=（服务产出 - 投资性服务支出 - 消费性服务支出）/GDP。投资性服务支出是在企业投资支出中用于服务的支出占 GDP 的比重。根据 IMF（2008）年的估算，美国企业投资支出中用服务的支出占总投资出的比重大概为 0.22。用 0.22 乘以投资支出占 GDP 的比重，即可得到投资性服务支出占 GDP 的比重。其他数据直接来自美国商务部经济分析局的统计数据。图中数据都是占 GDP 的比重。

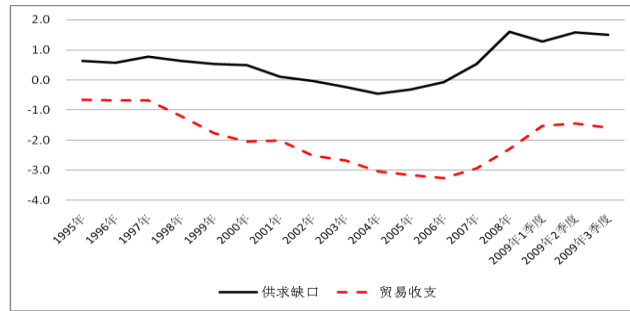


图 14 耐用品的供求缺口和贸易收支 (%) ²²

在上面的分析中，非耐用品的国内供给不足较为充分地体现为对外贸易逆差；耐用品和服务的国内供给过剩并没有充分地转变为对外贸易顺差，服务业存在较小规模的顺差，而耐用品方面却存在较大规模的逆差。除去数据统计口径的问题以及上述分析对建筑业产出和需求的忽略，更为重要的是不同产业类别所面临的国际贸易约束是不一样的。国内供给和需求之间的差异能否转变成相应的进口与出口？关键在于可贸易性的高低。在传统的国际经济分析中，影响可贸易性的关键因素是运输成本。受制于运输成本，服务业的可贸易性较低，难以进入国际交换过程。随着交通和通讯技术的发展以及服务提供方式的变化，运输成本的约束不断弱化，制度和政策层面的约束成为决定可贸易性的关键因素。特别是生产型服务业，不仅具有较高的技术含量和外部性，而且在很多国家是具有战略意义的产业。所以，生产型服务和高端制成品不仅对目标市场的知识产权保护和市场秩序具有较高要求，而且容易受到目标市场各种贸易政策壁垒的限制。90年代以来，全球多边贸易和投资体系在触及各国服务业市场开放、国内市场秩序、知识产权保护以及国内立法等问题时，进展缓慢，甚至陷于停滞。由此，美国相对过剩的服务产出受制于外部市场的政策性、法律性和制度性贸易成本，难以大规模地形成对外出口。在这种情况下，只能通过刺激国内需求来吸纳过剩的服务供给。但是，这导致国内耐用品和非耐用品需求的增加，非耐用品超额需求和贸易逆差进一步增加，耐用品供给从相对过剩变为相对不足，耐用品出现贸易逆差。²³

从上述逻辑中可以得出一个基本判断：大量增加与美国资源禀赋和竞争优势相适应的生产型服务和高端制成品的出口，应该是美国在次贷危机以后促进

²² 供求缺口= (产出 - 投资性支出 - 消费性服务支出) / GDP。图中数据都是占 GDP 的比重。

²³ 对上述逻辑的详细分析和数值模拟，参见于春海（2009）。

贸易赤字调整的主要方向。利用多边和双边范围内各层次的国际磋商机制，推动国际贸易和投资体制的转变，特别是在投资保护、服务市场开放、知识产权保护 and 规范市场秩序等方面的协议，促进美国服务业高端制成品的出口增加。随着美国家庭消费行为、消费信心和消费融资模式的转变，消费支出的减少自然会导致进口减少，但是这不会成为美国贸易赤字调整的主要力量。非耐用用品的相对供给不足和贸易逆差根植于美国国内供给和需求之间的结构性差异，在非耐用用品方面的贸易赤字会持续存在。

（二）关于美国贸易赤字调整路径的证据

数据层面的分析表明，剔除危机期间的异常变动，美国贸易赤字的调整路径应该是以产品和服务的出口增长为主导。具体地说，1）在进口和出口的比较中，出口增长是主导；2）在出口方面，服务和耐用出口的增长是主导。

作为最主要的赤字国，美国贸易逆差的缓慢调整进程在危机以前就已经开始。从 1995 年以来美国季度贸易收支余额及其占 GDP 比重的变化情况来看，按年率进行季度调整后贸易逆差在 2006 年 3 季度达到 7564 亿美元，随后呈现明显的不断减少趋势；贸易逆差占 GDP 的比重在 2004 年 4 季度达到 5.9%，随后维持在-5.8%左右，2006 年 3 季度以后呈现不断减少的趋势。²⁴详见图 15。由此可以看出。美国贸易赤字的调整过程在危机爆发之前就已经开始。²⁵

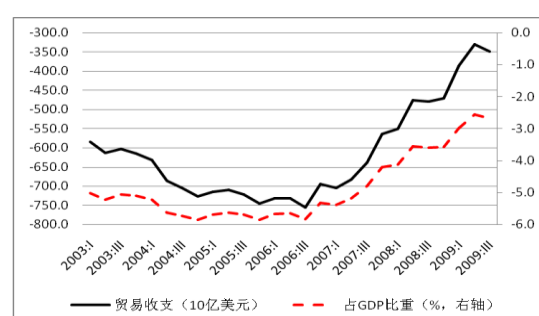


图 15 美国的贸易收支²⁶

在美国总贸易收支不断改善的过程中，产品贸易和服务贸易的相对贡献在危机爆发前后是不一样的。危机爆发以前，服务贸易收支的改善是推动美国总贸易逆差减少的主导力量，其贡献超过产品贸易；2007 年 3 季度以后，随着危

²⁴ 所有季度数据都利用年率调整成年度数据；数据来自美国商务部经济分析局。

²⁵ Milesi-Ferretti (2008) 和 IMF (2009) 都认为美国贸易赤字的调整过程在危机以前就已经启动。

²⁶ GDP 和贸易收支都是基于 2005 年环比美元价格的实际额，同时按年率进行季度调整后折算为年度数据。数据来自美国商务部经济分析局。

机的爆发和深化，服务贸易与产品贸易的相对贡献发生逆转，产品贸易收支的改善成为推动美国总贸易收支改善的主导力量。还必须注意到，进入 2009 年以后，随着美国金融和经济形势的稳定与好转，产品贸易收支的改善幅度开始下降，服务贸易顺差的下降趋势被逐步逆转。见图 16。

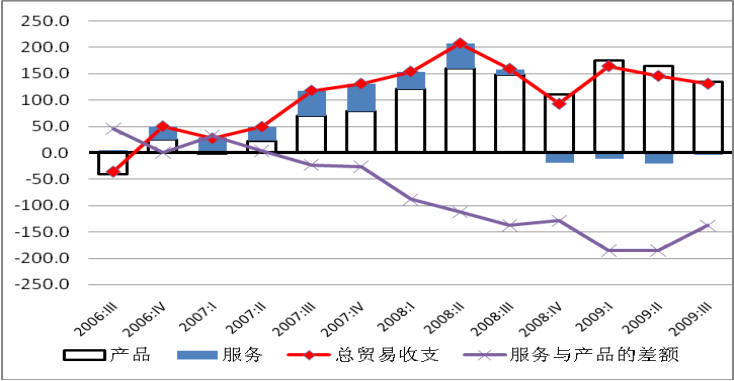
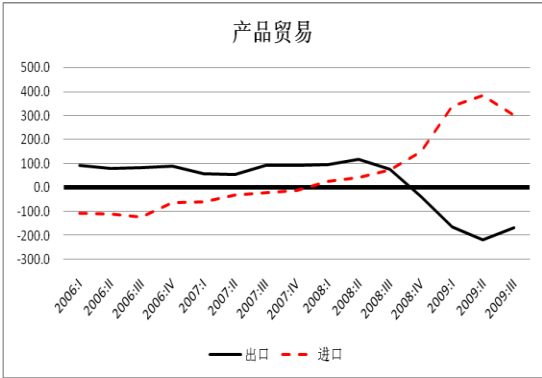


图 16 美国贸易收支增幅及构成 (%) ²⁷

2006 年 3 季度以后美国的产品贸易收支开始趋于改善，在这当中进口和出口的相对贡献是不一样的。2006 年 4 季度至 2007 年 4 季度，美国的产品出口和进口都是不断增加的，但是出口增幅超过进口增幅。所以在这段时间内，美国产品贸易逆差的减少完全来自出口的增长。2008 年 1 季度至 2008 年 3 季度，产品出口继续增长，进口则以越来越大的幅度减少。总体而言，出口和进口同时推动美国贸易逆差的减少，但是出口增幅大于进口减幅，出口增长是推动产品贸易逆差减少的主导力量。2008 年 3 季度以后，美国的产品出口开始减少，但是进口减少的幅度更大，所以，这段时间内美国产品贸易逆差的减少完全来自进口的减少。在服务贸易方面，2008 年 3 季度以前，进口和出口都是不断增加的，因为出口增幅更大，由此导致顺差的不断增长；此后，在进口减少的同时，出口大幅下降，由此导致服务贸易顺差不断减少。详见图 17。



²⁷ 服务与产品的差额是指服务贸易余额同比增幅与产品贸易余额同比增幅之差；贸易收支数据来自美国商务部经济分析局。

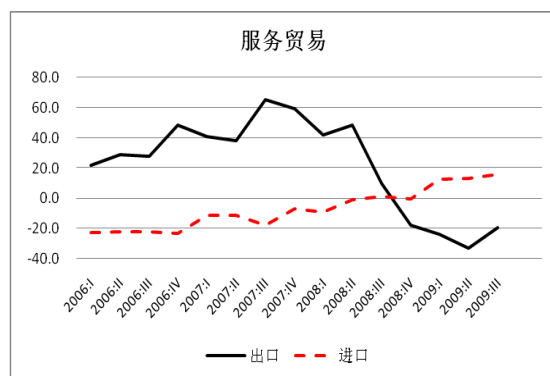


图 17 美国进口和出口增幅（10 亿美元）

总之，无论是产品贸易还是服务贸易，在 2008 年 3 季度以前，美国逆差的减少或顺差的增加主要是出口增长的结果，所以，美国整体贸易收支的改善，或者贸易赤字的调整过程，主要表现为出口增长。2008 年 3 季度以后，进口减少成为驱动美国贸易赤字减少的主要力量。但是后一阶段的表现并不能代表长期趋势。2008 年 3 季度以后，金融危机对实体经济的负面影响全面显露，并演变为实体经济的严重衰退，美国经济出现大幅度的负增长。随着金融形势的稳定和好转，实体经济的负增长不会是一种持久现象，进口减少作为美国贸易赤字减少的主导力量的现象也不会持久。从最新的数据中也可以看出这一点。2009 年 3 季度美国经济出现了 3.5% 的正增长，与此相对应，无论是在产品贸易收支中、还是在服务贸易收支中，进口对贸易收支改善的贡献开始下降，出口的贡献开始上升。

进一步考察美国产品出口的变动及其构成。可以看出，在 2008 年 3 季度以前，出口增长作为推动美国产品贸易逆差减少的主要力量，其变动主要来自耐用品，耐用品出口增幅超过非耐用品出口增幅。2008 年 4 季度以后，全球性实体经济衰退从供给和需求两个方面对美国的出口产生冲击，美国耐用出口大幅减少。但是如果剔除危机期间的异常变动，可以认为，在常态的调整路径中，耐用品出口增长应该是美国产品贸易赤字的主要调整方向。

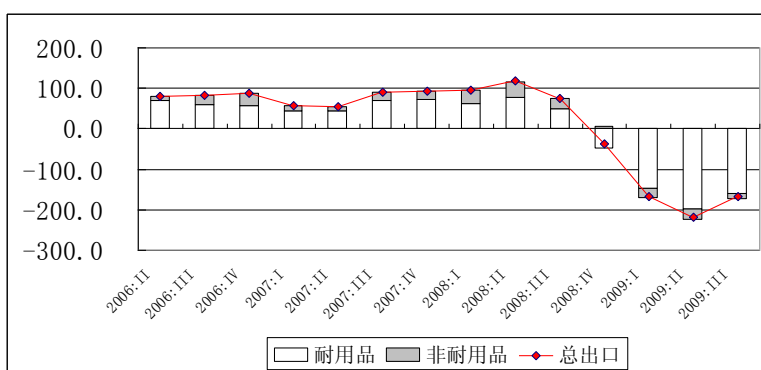


图 18 美国产品出口的同比变动及构成（10 亿美元）

数据层面的分析表明，剔除危机期间的异常变动，美国贸易赤字的调整路径应该是以产品和服务的出口增长为主导。具体地说，1) 在进口和出口的比较中，出口增长是主导；2) 在出口方面，服务和耐用出口的增长是主导。这可以进一步支撑前面的分析逻辑，即美国贸易赤字的调整路径应该以增加生产型服务和耐用品的出口为主。

（三）美国家庭储蓄率上升对贸易收支的可能影响

给定美国的供给结构，并且不考虑美国的外部需求约束和贸易成本约束。假定随着财政刺激的逐步退出，政府赤字能够降低到危机前的水平。那么，美国家庭储蓄率上升 3 个百分点，可以推动美国产品贸易逆差下降 1 个百分点；推动服务贸易顺差上升 2 个百分点；在美国总体贸易收支改善的背后，非耐用消费品和耐用品进口的减少分别贡献 0.68 和 0.32 个百分点，另外的 2 个百分点是服务出口增长带来的。所以，美国家庭储蓄上升和消费降低对美国进口施加的降低效应并不是很大，主要是推动出口的增长。

危机冲击之下，美国家庭储蓄率大幅增加。储蓄占可支配收入的比重从 2008 年 1 季度的 1.2% 升至 2009 年 3 季度的 3.3%；储蓄占 GDP 的比重从 0.9% 升至 2.5%。详见图 19。从目前的情况来看，随着经济的复苏、产出的扩张、收入的增加以及家庭信心和情绪的恢复，家庭储蓄率会随之变化。但是，即便美国家庭的财富能够恢复到危机前的水平，储蓄率也不会降到危机前的水平。²⁸但是另一方面，危机爆发以来美国政府储蓄占 GDP 的比重不断下降，从 2008 年 1 季度的 -3.2% 降至 2009 年 2 季度的 -9.3%。由此导致美国国民储蓄占 GDP 的比重从 -2.3% 降至 -5.6%。详见图 20。

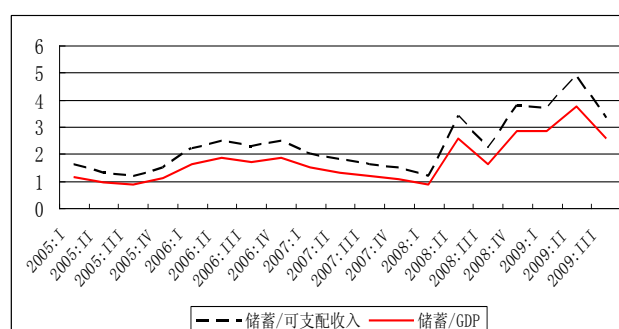


图 19 美国家庭储蓄 (%)

²⁸ 根据 IMF (2009) 以及 Blanchard (2009) 的分析，危机以一种极端的方式展示了尾部风险的毁灭性影响。为应对尾部风险，美国家庭肯定会增加储蓄。

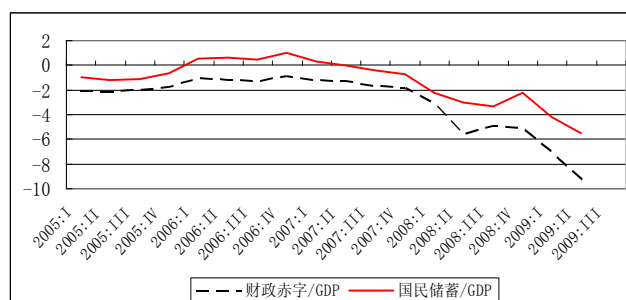


图 20 美国财政赤字和国民储蓄 (%)

在现有研究和分析中，很多人认为美国家庭储蓄占 GDP 的比重在外来较长时期内会维持在 4% 左右。与危机爆发前相比，这意味着美国家庭消费需求占 GDP 的比重降低了 3 个百分点左右。而应对危机的财政刺激是不可持续的，随着经济的复苏，财政刺激政策将逐步退出。也就是说，财政赤字水平会逐步回到危机以前的水平，甚至会进一步改善。如果假定美国财政赤字占 GDP 的比重会回到危机前的水平。那么在长期中，美国国民储蓄将会上升 2 个百分点左右，这意味着美国国内总消费需求占 GDP 的比重下降两个百分点。²⁹

家庭消费支出下降 3 个百分点会对美国贸易收支产生什么影响？取美国家庭消费支出中服务对产品的比率为 1995 年以来的均值 1.99；取耐用品对非耐用品的比率为 1995 年以来的均值 0.5。按照这样的比例关系，总消费支出下降 3 个百分点，将导致产品支出下降 1 个百分点，服务支出下降 2 个百分点；非耐用品支出下降 0.68 个百分点；耐用品支出下降 0.32 个百分点。³⁰

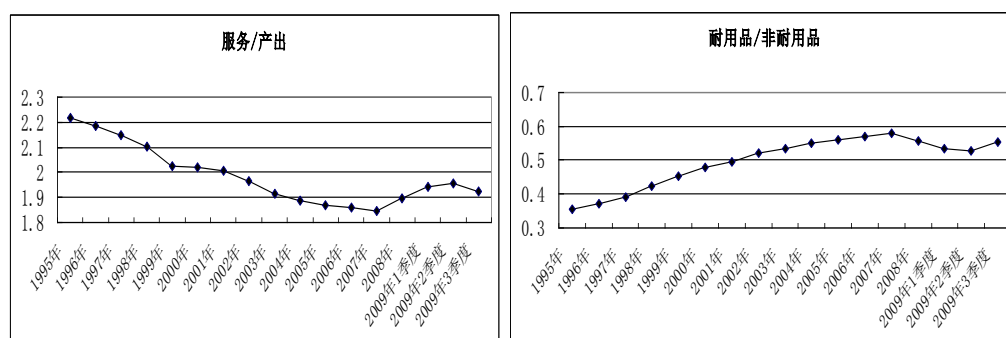


图 21 美国家庭的消费支出结构

给定美国的供给结构，并且不考虑美国的外部需求约束和贸易成本约束，与危机前相比，需求层面的这些变化可以推动美国产品贸易逆差下降 1 个百分

²⁹ 这里没有考虑政府的投资支出。

³⁰ 这里的数字都是占 GDP 的比重。

点；推动服务贸易顺差上升 2 个百分点；美国总体贸易逆差能够下降大约 3 个百分点。但是必须注意到，在这种变化的背后，只有产品贸易逆差的减少是国内需求减少和进口减少所导致的，非耐用品和耐用品进口减少分别贡献 0.68 和 0.32 个百分点；另外的 2 个百分点是服务出口增长带来的。所以，美国家庭储蓄上升和消费降低对美国进口施加的降低效应并不是很大，主要是推动出口的增长。这是由美国既有的供求结构性特征决定的。

四、结论

通过全文的分析可以得出如下结论：

1、即便金融体系的供给条件能够恢复危机前的水平，由于发达国家潜在经济增长速度的下降，国际贸易实际增长速度在未来几年中将明显下降。在 90 年代以来所形成的新型国际分工格局和全球化生产体系中，贸易失衡规模的增长与贸易规模增长的必然结果。所以，随着国际贸易实际增速的下降，全球失衡规模的增长速度将加速下降，并低于世界 GDP 的实际增速，由此导致全球失衡占 GDP 的比重不断降低。

2、未来美国贸易赤字的可能调整路径是，利用多边和双边范围内各层次的国际磋商机制，推动国际贸易和投资体制的转变，特别是在投资保护、服务市场开放、知识产权保护 and 规范市场秩序等方面的协议，大量增加与美国资源禀赋和竞争优势相适应的生产型服务和高端制成品的出口。

3、随着美国家庭消费行为、消费信心和消费融资模式的转变，消费支出的减少自然会导致进口减少，但是这不会成为美国贸易赤字调整的主要力量。非耐用品的相对供给不足和贸易逆差根植于美国国内供给和需求之间的结构性差异，在非耐用品方面的贸易赤字会持续存在。

参考文献：

1. Bems Rudolfs, Aggregate Investment Expenditures on Tradable and Nontradable Goods, IMF Working Paper, WP/08/45, February 2008.
2. Bernanke, Ben, "Remarks at the Homer Jones Lecture," St. Louis, Missouri, April 14, 2005.
3. Blanchard, O. and Giavazzi, F. "Rebalancing Growth in China: A Three-Handed Approach." MIT Department of Economics Working Paper No. 05-32, 2005.
4. Blanchard Olivier, Sustaining a Global Recovery, Finance and Development, September 2009, pp. 8-12.
5. Caballero, R., E. Farhi, and P. Gourinchas, "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates," American Economic Review, Vol. 98, No. 1, 2008, pp. 358-93.
6. Cottarelli Carlo and Jose Vinals, Looking Ahead, Finance and Development, September 2009, pp.

20-23.

7. Dooley, Michael P., D. Folkerts-Landau, and Peter M. Garber, "Savings Glut and Interest rates: The Missing Link to Europe." NBER Working Paper 11520, 2005.
8. Freund, Caroline, "The Trade Response to Global Downturns: Historical Evidence," World Bank Policy Research Working Paper No. 5015 (Washington: World Bank), 2009.
9. Giavazzi Francesco, Growth after the Crisis, *Finance and Development*, September 2009, pp. 24-25.
10. IMF, *World Economic Outlook*, April 2007, Washington: International Monetary Fund.
11. IMF, *World Economic Outlook*, October 2008, Washington: International Monetary Fund.
12. IMF, *World Economic Outlook*, October 2009, Washington: International Monetary Fund.
13. IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2009, Washington: International Monetary Fund.
14. Obstfeld, M. and Rogoff, K., The unsustainable U.S. current account revisited, NBER Working Paper 10869, 2004.
15. Obstfeld, M. and Rogoff, K., Global current account imbalances and exchange rate adjustments, *Brookings Papers on Economic Activity* 1:2005, 67-123.