

全球经济失衡与经济全球化的红利分配

——中心国家“角色”的转变与再平衡困境

孙中栋 赵勇

2007年底，美国爆发了一场旨在纠正全球经济失衡的次贷危机，虽然危机以后美国的经常项目逆差有所缩小，但是从2009年既有的现象来看，在中心国家美国的消费逐渐恢复的情况下，国内生产性投资并没有明显增加；对于外围国家（特别是中国）来说，由外需向内需的转变不可能一蹴而就，因此全球经济失衡问题不可能在短期内解决。与此同时，受危机的影响，美国国内经济增长率有所下降，失业率上升，国内贸易保护主义的呼声逐渐强烈，国家间的各种贸易摩擦不断，全球经济发展的不确定性增加，世界经济“二次探底”的可能性仍然存在。面对这些棘手的问题，我们不得不再次重新思考全球经济失衡到底为什么会存在？考察全球经济失衡的历史，尽管在不同历史时期，全球经济失衡的规模、格局特征有着很大的差异，但是，从历史的维度看，全球经济失衡的产生与中心—外围国家金融发展水平的差异和中心国家在国际货币体系中的地位有着密切的关系。另外，通过对比英国主导的全球经济时期和美国主导的全球经济时期，美国作为全球金融中心所扮演的角色发生了很大的变化，从布雷顿森林体系时期（1952-1973）到浮动汇率时期（1974-至今），美国已经从世界银行转变成为风险资本中心，继而使得在英国和美国主导的不同的全球经济失衡时期，中心国家经常账户呈现出较大差异。

美国金融角色的转变对于全球经济格局产生了较大影响，至少反映在如下几个方面：一是风险资本的盈利模式及金融机构资产负债结构的变化；二是一国资本的输出脱离了商品的输出；三是，全球资源的配置更加依赖于全球范围内的资本流动；四是中心国家的金融风险更容易向外围国家转移，转移渠道增加。在全球经济增长乏力以及短期内不可能出现推动全球经济增长的创新的背景下，国际分工格局不可能从根本上发生改变，全球利益的分配将成为各国关注的焦点。然而，伴随着中心国家美国从“世界银行”转向“风险资本”的中心，全球利益分配方式已经不仅体现在经常项目上，金融利益所得也成为全球利益分配的重要渠道，全球利益分配变得更加错综复杂，全球再平衡困难重重。对于这些问题的回答可以为全球经济失衡的形成提供一种内生的解释，也为我国在错综复杂的国际利益分配过程中做出金融发展和经济结构调整的恰当定位提供一些参考。

一 全球经济失衡的历史考察

全球经济失衡并不是近十几年来才出现的现象，也并非仅仅指美国和亚洲国家间的失衡。考察全球经济失衡的历史，第一次较明显的失衡出现在是英国主导下的全球经济失衡（1880 后的近十年中），后两次是以美国主导下的全球经济失衡（分别是：1982—1987，1990—2008）。尽管在不同历史时期，全球经济失衡的规模、格局特征有着很大的差异，但是，从历史的角度看，全球经济失衡产生的原因无非在于以下两个方面：中心—外围国家金融发展水平的差异、中心国家在国际货币体系中的地位。

1. 全球经济失衡与金融差异扩大化相伴随

对比两个阶段的全球经济失衡，我们发现无论是英国主导下的全球经济失衡时期，还是美国主导下的全球经济失衡时期，中心和外围国家都存在着比较明显的金融发展水平的差异，这一点在美国主导的全球经济失衡中更加明显，且并没有缩小的趋势。

在英国主导下的全球经济失衡时期，英国金融发展水平明显高于外围国家。早在 1802 年英国政府就建立了伦敦证券交易所，伦敦成为当时无可争议的全球金融中心。但是在 18 世纪初至 19 世纪中叶，包括英国在内的欧洲其金融活动量与国民财富（又称金融相关比率）仍然处于一个较低的水平（约为 0.25-0.51），债权凭证远超过股权凭证是主导的金融工具¹。

在美国主导的全球经济失衡时期，以美国为例，每次逆差的扩大都有一个共同点，即逆差增加的时期对应的恰好是金融发展水平迅速提高的时期。在 80 年代之前，美国虽然经历了石油危机的冲击，但经常账户仍基本保持了平衡状态。然而在 1982-1987 年期间，美国经常账户赤字迅速增加，最高时占美国 GDP 的 3.39%。1991 年至 2006 年，美国经常账户逆差再次迅速增长，其逆差无论在幅度和持续时间上，相比于前一段有过之而无不及（图 1）及。然而我们发现这两个时段恰恰是美国金融发展比较快速的两个时期：在第一阶段，里根总统上台后采取的“盎格鲁—撒克逊”式的经济发展模式，主张金融自由发展，放松管制；而第二阶段对应的是美国 90 年代的新经济时期，在新经济过程中，美国重点发展了金融服务业和高薪技术产业，并成为世界上金融创新最快的国家，集中了世界上最优秀的金融人才。

¹雷德蒙·W·戈德史密斯，《金融结构与金融发展》，1969，中译本，第 28 页。

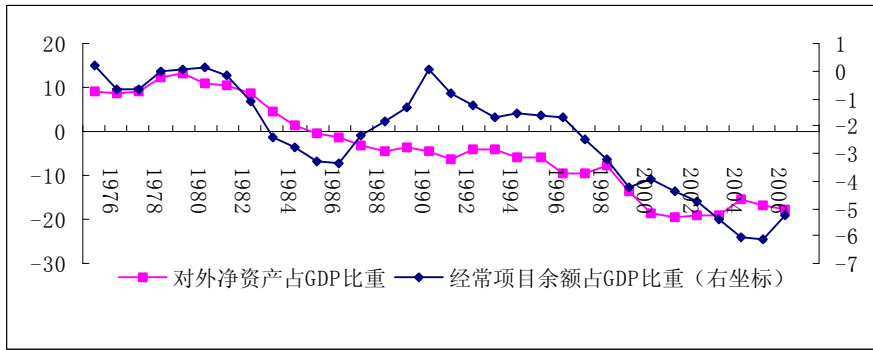


图 1：美国经常项目余额和对外净资产占 GDP 比重 (%)

从两个阶段中，美国金融发展的具体指标来看，美国的金融发展水平在这两个时期快速提高，金融市场规模不断扩大，运行效率也大大提高。如图所示，80年代后半期以来，美国股市交易额/GDP比率（图2）以及股市资本化市值/GDP（图3）不仅大大高于中低收入国家，而其远高于其他高收入水平和世界的平均水平。“新经济”结束后，美国在全球金融中心的地位得以确定，到了2007年美国私人部门信贷占GDP的比率为210%，不仅高于高收入国家的163%和欧元区的122%，更是大大高于世界的平均水平的136%。在股票市场的发展水平上，美国2007年的股市市值与交易额占同期GDP的比率分别为145%和310%，比欧元区国家分别高出71%和150%。与发达国家相比，大多发展中国家为了集中有限的资源发展工业经济，增加出口，降低外汇约束，以及为了控制金融风险，这些国家的政府普遍采取了干预金融市场的措施，金融发展水平较低。

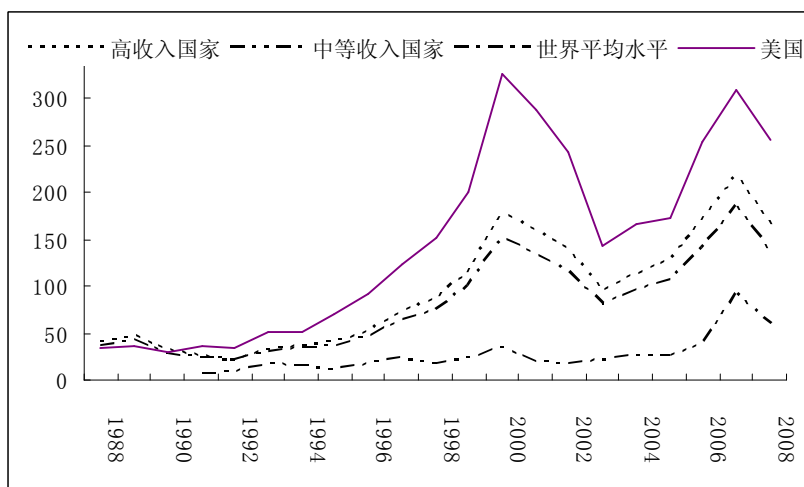


图 2 股市交易额/GDP (%) (1988-2008)

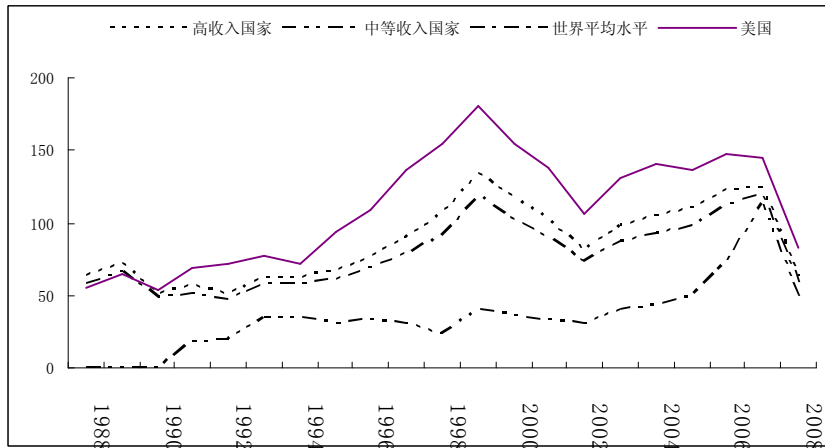


图3 股市资本化市值/GDP (%) (1988-2008)

数据来源：世界银行世界发展指数数据库 (WDI database)。

2. 美国在世界金融领域中角色的变化：从银行资本中心到风险资本中心

第二次世界大战之后建立的布雷顿森林体系确立了美元在国际货币体系中的中心货币地位，世界金融中心也从伦敦转移到了纽约。1945年美国的GDP占世界的40%，拥有世界黄金储备的59%，到了1948年则拥有世界黄金储备的72%，美国经济在全球经济中的地位达到了巅峰。1945年的布雷顿森林体系只不过是1936-1944年美元本位制的自然演进和强化。同时，由于其他国家大多处于对外赤字的状态，而且黄金分布的不均匀，美国通过出资不到30亿美元就获得了IMF27%和WB33%的具有一票否决权利的投票权。

在布雷顿森林体系时代，美国在世界金融中所扮演的角色，与英国在1840年代的角色有类似之处，即作为世界银行的资本中心，通过向全球提供流动性来维持美国的贸易顺差，在实现比较优势的同时，获得相应的贸易信贷利益，另外，美国通过在商品输出带动下的资本输出（长期信贷和直接投资）可以分享外围国家的投资利润。这是银行资本获得商业利润的主要途径。而在上个世纪50年代中期之后，美国商品出口的竞争优势下降，美国由贸易顺差国逐渐转变为贸易逆差国，国际贸易格局这一变化的原因有三个方面，第一，在布雷顿森林体系的固定汇率制度下，美国持续的贸易顺差，意味着贸易伙伴国持续的逆差，而这种逆差会造成贸易伙伴国国际货币储备量的下降，引起通货紧缩。在通货紧缩的环境中，本国商品价格相对于美国商品价格低廉，这有助于促使外围国家形成进口替代的发展模式；第二，为了恢复经济，欧盟和日本选择低估本币，高估美元，以限制消费，扩大投资，促进出口。第三，美国的两次对外战争以及国内扩张性的财政和货币政策，使美国的需求扩张开始依赖于国外商品的进口。一旦美国由顺差国转变为逆差国，美元对黄金的比价就难以维持，而在外

围国家货币兑美元的固定汇率不变的情况下，通过贸易逆差向外围国家所提供的美元，无疑使美国获得了巨大的铸币税利益，这也是信用货币制度下银行资本的活力手段之一，而与此同时，美国从未放缓过资本输出的脚步。

美国在世界金融体系中角色的转换开始于1958年出现的欧洲货币市场以及1960年出现的欧洲债券市场，这种境外美元市场的出现和发展，使得美元最终与黄金脱钩，开始了全球浮动汇率的新纪元，1968年欧洲的美元市场规模达到128亿美元，美国的黄金储备只有100亿美元。那时美国已无力按照布雷顿体系森林体系规定的1盎司黄金等于35美元的价格来进行兑换，黄金储备和美元供给两个工具之间产生了明显“错配”。同时由于这种境外美元市场的存在，对美国战后的金融管制体制形成了极大的冲击，在经历了资本账户管制的短暂尝试失败之后，美国在金融领域开始了全面的自由化创新，其结果不仅使美国国内的金融体系实现了银证融合的综合经营与监管模式，同时也使美国在世界金融领域的角色实现了从银行资本中心向风险资本中心的转变。

表 2 1952-1973 年美国对外资产负债回报率统计

	r^a	r^l	r^{ae}	r^{af}	r^{ad}	r^{ao}	r^{le}	r^{lf}	r^{ld}	r^{lo}
平均值	4.04	3.78	10.83	9.44	4.82	2.40	11.59	9.96	0.80	1.24
方差	4.79	9.60	36.83	16.32	17.67	1.75	36.29	21.33	10.66	1.32
夏普比率	84.51	39.34	29.41	57.85	27.29	137.10	31.93	46.68	7.47	94.63

来源：Gourinchas and Rey,2007a。

表格 3 1974-2004 年美国对外资产负债回报率统计

	r^a	r^l	r^{ae}	r^{af}	r^{ad}	r^{ao}	r^{le}	r^{lf}	r^{ld}	r^{lo}
平均值	6.82	3.50	15.54	9.65	4.05	4.11	9.43	9.31	0.32	1.16
方差	14.84	11.07	41.61	26.69	14.77	11.89	37.09	25.96	14.50	6.24
夏普比率	45.91	31.60	37.35	36.16	27.40	34.54	25.43	35.85	2.19	18.58

来源：Gourinchas and Rey,2007a。

表2和表3分别描述了布雷顿森林体系时期和浮动汇率时期，美国对外资产和负债总收益率以及资产和负债分类的回报率， r^{ij} 是相应资产和负债分类别的回报率，其中j代表资产

($j=a$) 或负债 ($j=l$), i 表示资产负债类别 (股权投资 (equity)、私人直接投资(FDI)、债券 (debt, 包括长期债券 (long-run debt) 和短期债券(short-run debt)) 以及其它类别资产 (other)²)。从表2和表3的对比分析中我们可以看到, 美国在国金融领域中角色的转变是显而易见的, 这表现在, 在两个不同时期中, 美国对外资产负债的收益率差异从0.26提高到了3.32, 而与此同时, 美国对外资产与负债的各项风险值都在提高, 其中对外资产方差提高了12.05, 而对外负债方差仅提高了1.47, 这说明美国在布雷顿森林体系之后对外投资逐渐转向高收益的风险资产, 而对外债务仍然主要集中在安全的低收益资产。

美国金融角色的这种转变, 对全球经济格局的影响至少反映在如下四个方面:

(1) 风险资本的盈利模式在于负债杠杆的运用, 当美国实现了角色转变之后, 自1986年开始, 美国一直是全球经济体系中的债务国。

1977年美国的家庭、企业和政府以及金融机构总债务大约为3万亿美元, 然而到了2008年, 这一数值增长到了50万亿美元, 增长了16倍。1977年至2008年间, 以住房按揭和消费贷款为主的家庭负债增长了14倍, 截至2008年底, 家庭部门整体负债相当于当年GDP的97%; 而金融机构的负债从1977年到2008年增长了50倍, 整体银行业平均杠杆率在危机前达到了25倍。³

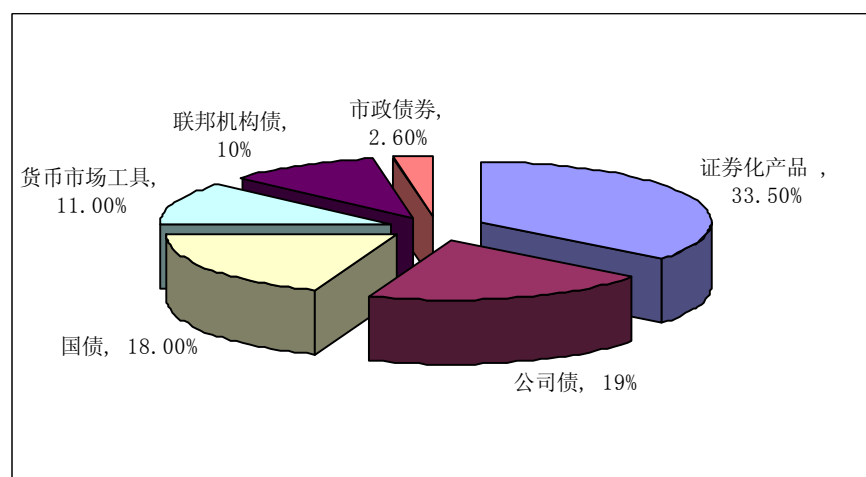
然而, 单纯的依靠传统的银行信贷增长模式是不可能支撑信贷规模以如此之快的速度增长的, 中心国家由“世界银行”资本中心转变为风险资本中心, 其背后的支撑因素在于金融体系结构的转变。20世纪80年代, 美国国内出现了自第二次世界大战后最重要的金融自由化改革, 以市场为主导的金融体系逐渐完善, 且逐步进入了证券化阶段。处于证券化阶段的金融体系最重要的特征就是, 以银行信贷为支撑的金融体系经营模式转变为以“资产证券化”为主的融资和盈利模式。这一转变对于银行的资产和负债结构产生了重大的影响, 从资产方面来看, 银行等金融机构不断地将住房按揭、杠杆收购等信贷资产进行结构化处理并出售, 从而不断地从资本与货币市场获得资金; 从负债方面来看, 以批发融资为代表的金融创新工具取代了储蓄存款成为银行的主要负债。在过去二十多年中, 以资产证券化为代表的固定收益产品超过国债成为美国最大的固定收益产品, 截止2008年年底, 这一比例高达35%。伴随着资产证券化市场的发展, 银行的盈利模式从传统的存贷款模式转变为以“短借长贷”为特征的“发起-分销”模式。杠杆率的提高在使得大规模和低成本的负债融资成为可能的同

² 其他类别主要包括诸如银行贷款、贸易信贷、官方储备资产 (黄金和外国货币) 等等。详细类别可以参考美国国家资产平衡表的详细分类。美国资产和负债的货币组成、类别组成以及分布地区的计算数据来源: <http://www.treas.gov/tic/fpis.html>。

³ IMF, Global Financial Stability Report, April 2009, Chapter 1, p34.

时，也为银行等金融机构带来了高额回报率。只要资本和货币市场保持足够的活跃程度，住房按揭、消费信贷等家庭负债就可以得到足够的支持，从而使得美国对外进口和负债快速增长。

图 4 2008 年美国固定收益市场产品构成



数据来源：IFS。

(2) 美国金融自由化的创新背景是欧洲美元市场的出现，欧洲美元市场出现意味着全球金融市场一体化时代的到来，全球资源的配置将会更加依赖于资本的流动。

20 世纪 80 年代的美国金融自由化改革动力来源于国内和国外的双重压力。从国内来看，由于 20 世纪 30 年代所形成的一系列监管措施，严重束缚了银行业在国内外市场上的竞争力和发展。另一方面，欧洲货币市场的出现，美国国内银行将大量信贷业务转向欧洲货币市场，这两个方面的综合作用导致美元大量外流。为此，从 1980 年开始，美国先后通过了 1980 年的《储蓄机构解除管制与货币控制法》、1982 年的《加恩—圣杰曼银行法》等企图放松微观金融管制，加强宏观调控的一系列法案。欧洲货币市场的出现打破了以往各国金融市场相互隔绝的状态，促使国际金融市场实现了真正的一体化。在这一时期，全球金融资产的增长速度远快于全球 GDP 的增长速度，金融资产成交量远大于商品和服务的成交量，各国金融市场更加紧密地联系在一起。国际金融市场的高度一体化放松了对一国储蓄投资平衡的约束，储蓄率和投资率的相关性在减弱，国际资本流动更加频繁。上世纪 80 年代末以来，特别是 2000 年以来，资本流动的流量和资本流动存量的规模都有了很大程度的提高，据统计，1987—2004 年全球资本流动存量比 1970—1986 年提高了一倍，从 8% 提高到了 18%。⁴

(3) 一国资本的输出脱离了商品的输出。

一般来讲，在资本自由流动的情况下，如果一国国际收支经常账户如果是赤字，需要同等的国外资本流入来进行弥补，相反如果经常账户顺差则会导致资本外流。然而从金融资本

⁴斯坦利·L·恩格尔曼，《剑桥美国经济史》，中译本，第 307~337 页。

往来的角度来看，以美国为例，美国持有的对外金融资产的 50%以上，对外负债的 40%以上都集中在欧洲地区，而美国在亚洲地区持有的资产不足其对外总资产的 20%，持有亚洲地区的负债也仅占到美国对外总负债的 30%左右。但若分析美国贸易地区分布情况发现⁵，美国的主要贸易往来集中在亚洲地区，亚洲地区与美国的贸易占到美国贸易权重的 41.2%，而欧洲地区与美国的贸易仅占美国对外贸易权重的 27.3%。因此，我们可以得出这样的结论：欧洲地区与美国的关系，准确的说应该是金融伙伴关系；而亚洲地区则与美国主要是一种贸易伙伴关系。在金融一体化的背景下，虚拟经济与实体经济的发展相脱离，这为全球经济调整带来更大的困难。

表 4 美国对外资产的主要地区分布 (%)

	1994	1997	2001	2003	2004	2005	2006	2007
欧洲	45.8	53.8	57.3	55.1	53.2	49.9	52.3	50.6
加拿大	12.4	10.1	9.1	9.5	9.1	9.1	8.0	8.1
拉美	14.1	14.5	14.3	13.6	15.5	16.0	15.8	18.0
亚洲	21.9	16.3	15.7	17.1	17.5	20.3	19.4	18.4
非洲	0.7	1.1	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
大洋洲	3.8	3.2	2.6	3.2	3.2	3.2	3.2	3.4
国际组织	1.1	1.0	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3

注：这里将国际组织纳入了地区分布范围。资料来源：根据美国财政部网站数据计算。

表 5 美国对外负债的主要地区分布 (%)

	1978	1984	1989	1994	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
欧洲	46.6	45.6	34.8	36.1	44.5	40.1	40.0	42.0	41.8	41.5	43.0
加拿大	8.6	8.3	8.1	4.7	5.9	4.8	5.2	4.8	4.5	4.9	4.9
拉美	3.4	4.6	4.5	9.3	11.9	11.4	12.8	13.5	13.9	13.8	15.2
亚洲	14.4	14.6	26.6	30.0	23.1	27.3	29.9	31.3	32.1	31.4	29.0
非洲	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
大洋洲	0.5	0.3	1.1	1.0	0.9	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8
国际组织	5.3	5.4	1.6	1.7	1.5	0.8	0.9	0.9	0.7	0.6	0.4

资料来源：根据美国财政部网站数据计算。

(4) 中心国家的金融风险更容易向外围国家转移。

中心国家的金融风险向外围国家转移无非有以下几种方式：一种是通过资本输出的增减影响外围国家生产性资金或流动性充足程度；二是，中心国家金融风险通过进口的下降间

⁵根据 BIS 提供的贸易加权有效汇率数据计算：<http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>

接地影响外围国家的出口；三是，中心国家金融市场的波动直接影响了外围国家在国外金融资产的市场价值和外国国家金融市场的稳定性。

在美国扮演“世界银行家”的角色时期，虽然美国对外贸易竞争力下降，但是贸易往来仍占主导地位，支配着中心外围国家经济关系，中心国家金融市场的角色体现在，以长期贷款的形式在全球范围内进行之直接投资以满足外围国家巨大的美元融资需求。二战之后，外围发展中国家才逐步取得民族独立的地位，但是受战争等原因的影响，其国内生产一方面普遍存在资本不足，另一方面就是对中心国家的高新技术产品存在较高的依赖，他们以出口初级原材料的形式换取更多的外汇收入，购买技术或设备以促进国内产业发展。因此，在中心国家还是“世界银行”的时期，中心国家金融风险向外围国家转移渠道主要是贸易渠道和长期信贷渠道，但是无论是长期信贷资金增减还是贸易渠道，对于外围国家的影响都具有一定的滞后性。

中心国家金融角色的转变使得全球金融市场的联动性增强。在中心国家从“世界银行家”转变为“风险资本家”的角色，由于金融发展水平的差异，中心国家金融市场主要功能体现在，向全球提供安全性金融资产以满足全球储蓄者的国际资产配置需求和流动性需求。外围国家对于中心国家的依赖由原来的融资依赖转变为金融市场依赖，外围国家将大量的外汇储备资金以购买美国国债等金融资产的形势投入到美国，而中心国家则动员全球的储蓄资金进行风险性投资。因此，在中心国家扮演“风险资本家”的时期，金融风险的转移渠道也发生了相应的变化，除了传统的贸易渠道外，国家之间金融市场的联动性增强，外围国家在获得中心国家流动性的同时，也为中心国家做出了风险分担的贡献。

二，全球经济再平衡的困境

本次危机的爆发本源是新经济以来全球经济分工格局矛盾累积的结果，因此，只要目前全球经济分工格局不变，全球经济失衡不可能从根本上进行调整，全球利益分配将取代经济增长成为各国关注的焦点。然而，伴随着中心国家美国从“世界银行”转向“风险资本”的中心，全球利益分配方式已经不仅体现在经常项目上，金融利益所得也成为全球利益分配的重要渠道，全球利益分配变得更加错综复杂，再平衡困难重重。

（一）。全球金融发展格局没有发生根本的变化

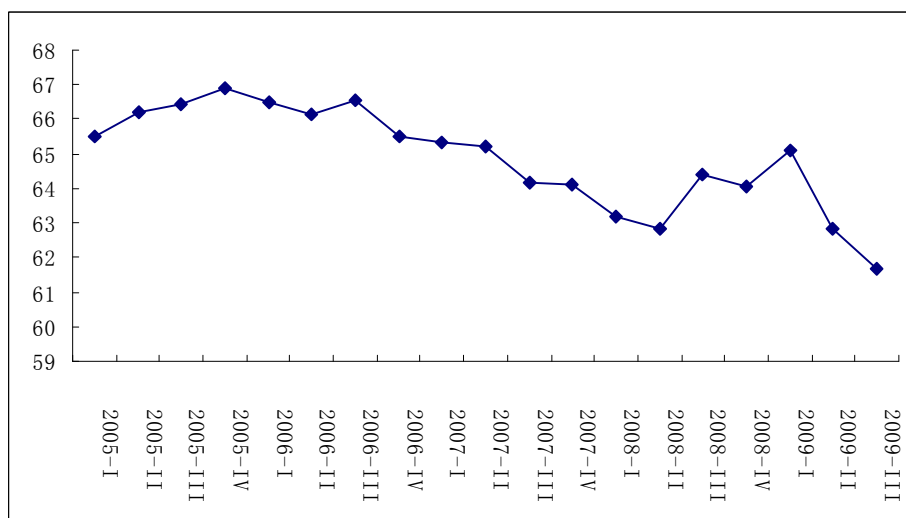
美国金融优势主要体现在两个方面：一是美元国际货币地位；二是，美国金融市场优势。

从这两个方面来看，这场危机并没有从根本上对美国金融优势造成破坏性的冲击。

1, 美元国际货币地位没有变化

从美元的国际货币地位来看，危机发生后美国的金融中心地位不会发生根本改变。在经济全球化的背景下，全球货币体系是全球金融体系的核心所在，危机前后美元在储备货币中的地位变化也直接反映了美国全球金融地位的变化。但从危机前后美元在储备货币中的比率来看，变化不大。如图 5 所示，危机发生前的 2006 年，美元在国际储备货币中所占的比重为 65.3%，而在外汇市场交易中，80%以上的份额为美元交易。金融危机发生后，美元在储备货币中的比重有所下降，但降幅有限。从 2008 年第一季度末到 2008 年底，美元在外汇储备中的比重一直在 64%的水平徘徊，到了 2009 年第一季度，这一比值为 64.97%，虽然 2009 年第二、三季度这一比重有所下降，但仍在 60%以上。事实上，至少有两个因素决定了美元在储备货币中的地位短期内不会发生根本转变。一是其他主要货币在当前全球储备货币中的占比过低，在美元比重最低的 2008 年第二季度，排在第二位的欧元在储备货币中的比值也仅有 27.75%，尚不足美元（61.5%）的一半。⁶二是美元在 SDR 一篮子货币中 40%的比重也直接决定了美元资产在储备货币中下滑的比例有限。三是，美元仍是其他国家对外债务构成的主要标价货币，这一点在发展中国家表现的更为明显。如图 6 所示，自上世纪 90 年代以来，发展中国家对外债务中美元计价债务占比一直处于上升趋势中。因此，从这些角度来看，无论是欧元、日元还是人民币在短期内都不能够动摇美元的国际货币地位。

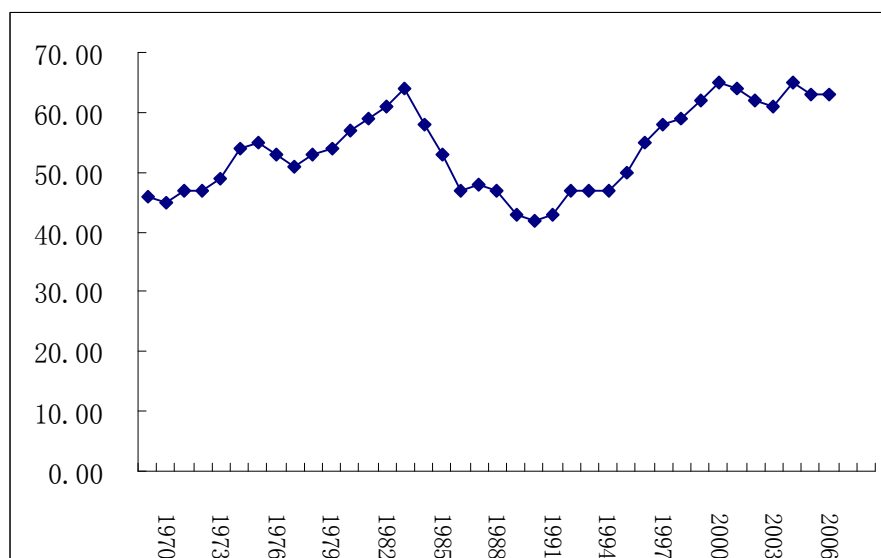
图 5: 美元在国际储备货币中的比重



数据来源：IMF “Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves” 报告。

⁶ 以上数据均来自 IMF 的 “Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves” 报告。

6: 发展中国家对外债务美元构成



2, 美国金融市场优势没变

从危机发生前后,美国国内金融市场发展的相应指标来看,美国的金融中心地位也不会发生根本性的改变。金融危机发生后,美国的金融发展水平有所波动,个别金融发展指标还出现了较大幅度的下降,但相对来看,美国的金融发展水平仍然具有较为明显的优势。具体来说,在信贷市场方面,美国私人部门所获得的信贷数量虽然有所波动,但整体波幅很小。私人部门信贷比率在最低的2008年第四季度也在190%以上,仍然远远高于其他国家(图7)。相对来讲,受金融危机影响比较大的主要是美国的股票市场。从金融危机发生到2009年初,美国道琼斯、纳斯达克等主要股票指数一路下跌,相应的股市市值和股市交易额也不断降低。2008年12月,纽约证券交易所的股市市值和股市交易额分别为9209亿美元和1609亿美元,比危机发生前分别降低了44.9%和35.6%。但在美国股票市场深受金融危机影响的同时,其余国家的股市也未能幸免于难,全球几个主要证券交易所的资本市值和交易额均出现了不同程度的下滑。相应的结果便是美国的股市发展水平仍然远远高于其他国家,而在金融危机影响最深的2008年,这种优势甚至被扩大了(图10)。⁷

⁷ 图10表示的是美国纽约证券交易所上市公司的市值及交易额与其他证券交易所相应指标之和的比值。

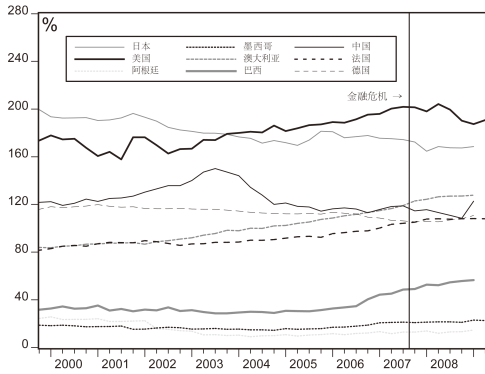


图 7 危机前后私人部门信贷的变化趋势

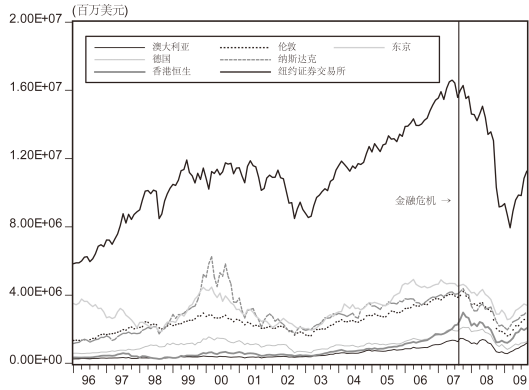


图 8 危机前后股市市值的变化趋势

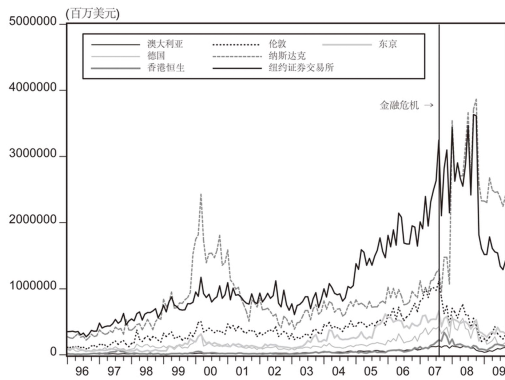


图 9 危机前后股市交易额的变化趋势

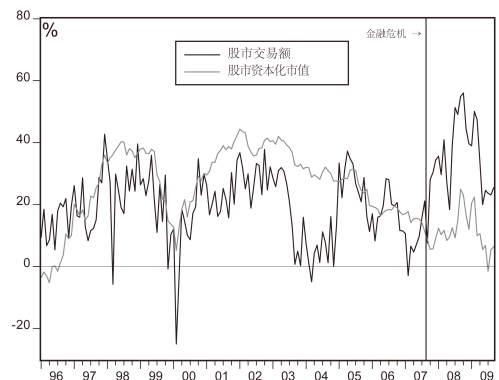


图 10 危机前后股市发展水平的相对值

数据来源：私人信贷的数据来源于 IFS 统计数据库，计算方法请参考 Beck 等 (2009)，股市发展的数据来源于 WFE 统计数据库。

(二) 全球经济焦点的转移：从红利的创造到红利的分配

在资源稀缺的约束条件下，每次全球经济的高速增长都离不开制度和技术的创新，这时，全球经济的参与者——各民族国家更多地关注创新的总体福利增长效益，即绝对的经济利益增长，各国间利益的协调相对容易。但是，当创新的经济增长效应衰退时，全球经济参与国，特别是全球经济的主导国家会更多地关注全球经济的红利分配。这种关注点的转移，几乎发生在历次科技创新和制度创新的浪潮之后，我们姑且不谈两次世界大战中各工业化国家的利益纷争。1973-75 年危机之后，美国也通过“广场协定”和“特别 301”条款，通过压日本汇率升值和改变日本外贸的条件，使日本更多地承担了全球经济调整的成本，其结果使日本经济经历了长达十年的衰退。另外，在 2001 年之后，美国新经济增长结束之后，小布什政府也改变了克林顿时期的对外经济政策，单边主义的内涵实质上是要将美国新经济时期对外的经济优势转化为对外的政治和军事优势，以便于在全球红利的分配中占得优势。

对于全球化红利分配的关注，其根本原因在于全球化参与国存在利益的差异性，而这种差异性在全球经济高速增长时往往被人们所忽略。除此之外，就全球经济的中心国家来说，对下一轮创新方向的把握是维持其中心国家地位的关键，一旦新一轮创新浪潮的出现，必然会产生外部性问题，而在缺乏超国家政府管制的情况下，创新活动的风险和收益在事后很难平衡。为了在全球范围内分散创新风险，中心国家往往会再创新出现之前，通过现存的经济全球化格局来集聚资源，资源向中心国家的集聚，意味着外围国家红利分配的减少。基于这一认识，我们认为，在每轮的全球经济调整中，总会有这样一些国家，其繁荣的终结并不是因为制度和技术的落后而悲怆新浪潮所淘汰，而是在创新浪潮出现之前，就已经因经济全球化进程中中心国家资源集聚效应的出现而导致了增长奇迹的消失。

（三）全球利益分配更加复杂

1. 利益分配方式的转变

20 世纪末，伴随着美国实体经济实力的逐渐衰退，欧盟日渐强大，发展中国家特别是中国和印度迅速崛起，美国的中心地位受到了一定程度的挑战。然而美国仍然是世界上最发达的国家，拥有者最强大的经济和军事实力，包括欧盟和日本在内，仍在政治和经济上依赖于美国。在 20 世纪 90 年代“新经济”过程中，中心国家，特别是美国重点发展了高新技术产业和金融服务业，而全球制造业的中心则越来越向外围国家转移。与此同时，中心国家美国逐渐从“世界银行”转向“风险资本”的中心，全球利益分配方式已经不仅体现在经常项目上，金融利益所得同样成为全球利益分配的重要渠道：

对于发达国家来说，实体经济地位的衰退决定了以往那种企图通过贸易渠道，通过增加出口带动经济增长和国内消费方式参与国际利益的分配已经失去了比较优势，而在金融服务业发展上的突出优势成为发达国家争取全球利益分配中有利地位的重要条件。这种转变具体表现在，中心国家依托较高的风险分担能力，在全球范围内，追逐高风险高收益的股权和 FDI 投资，通过估值效应来支撑国内消费的增长和弥补高额的贸易逆差⁸。Fair(2004)研究估计表明，美国因为汇率贬值所获得的转移财富使得美国消费增长 270 亿美元，相当于年均 GDP 的 0.25%。Pierre-Olivier Gourinchas, He' le'ne Rey. (2007) 利用美国的相关数据进行实证分

⁸ 关于估值效应的具体测算方法和影响因素，参考：雷达、孙中栋，《财富的转移与美国高消费时代的调整》，《经济理论与经济管理》，2009(5)。

析得出，估值效应对美国外部经济调整的贡献率达到 27%。

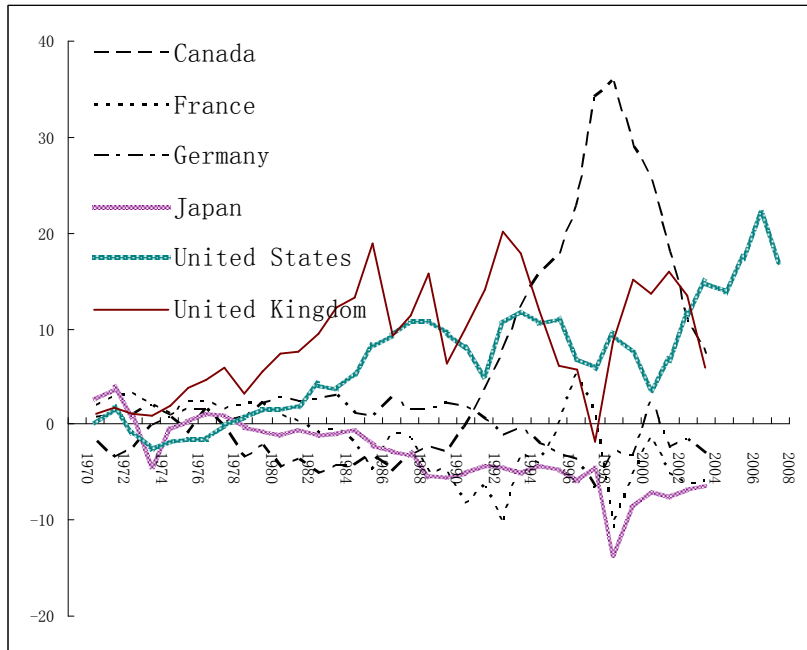
对于发展中国家来说，相对于英国主导下的全球经济失衡时期，随着国内各项制度的逐步建立和完善，基础设施的发展以及生产技术的进步，发展中国家在全球贸易产业链中的地位不断上升，贸易附加值提高，实体经济实力不断增强。但是，相对于中心国家来说，发展中国家，金融发展水平比较落后，科技研发能力比较低，因此，在这一轮的全球化过程中，发展中国家为了争取有利的利益分配地位可以利用的方式主要体现在：进一步融入到全球化过程中，利用贸易上的比较优势，促进出口增长和产业升级，特别质量升级，以此带动国内经济增长和居民消费的上升，并最终实现摆脱对外需的依赖，实现由外需向内需的转变。

2.金融项目利得对比分析

(1) 发达国家金融项目利得

图11和图12分别描述了6个发达国家和6个发展中国家在全球化过程中所得的累积估值效应（SUMVA/GDP），用此来表示一国金融往来获益情况。从图形中可以发现，不同的发达国家的估值效应表现出较大的差异。对于美国来说，自1980年代开始，美国经常账户基本上处于逆差状态，2001年以来这一赤字表现出加速增长的趋势，这使得美国对外债务不断增加。与此同时，我们也可以发现，美国从其他国家所获得的转移财富在增加，2001年以来表现出加速增长的趋势，最高时曾达到当年GDP的22%，因此可以推出，在全球利益分配中，估值渠道成为美国获得有利地位的重要方式。英国和美国有着相似的金融发展体系和发展水平，在上个世纪80年代和90年代，其经常账户和估值效应与美国表现出大致相似的趋势。对于德国、日本等银行主导的发达国家来说，相对于美英，金融发展水平较低，经常项目与估值效应趋势与美英表现出较大的差异。1986年以后，虽然日本的经常项目出现下降趋势（日本经常项目顺差维持在GDP的2%左右，而对于德国来说由于欧盟的成立，经济体内部的进出口去除后表现出逆差状态），但整体上仍然保持着顺差状态。从估值效应来看，无论是德国还是日本，在八十年代后半期以及整个九十年代都表现出一种快速下降的趋势，因此，对于德日等仍处于银行主导阶段金融体系的国家来说，在全球利益分配过程中金融渠道利益分配并不占太大优势，贸易利益仍非常重要。

图 11 发达国家累积估值效应占GDP比重（%）



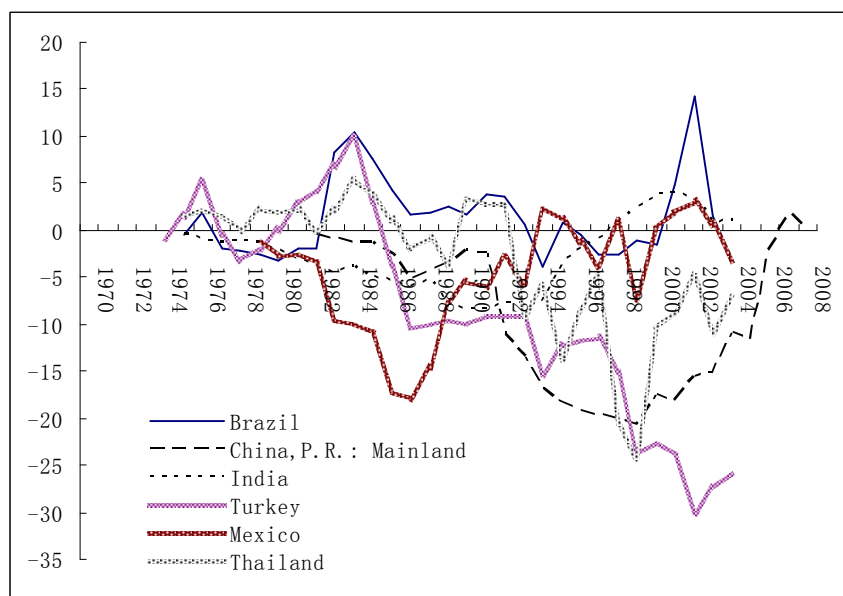
数据来源：笔者根据世界银行世界发展指数数据库（WDI database）数据计算所得。

（2）发展国家金融项目利得

从图12描述的估值效应情况来看，对于金融发展水平相对较高的墨西哥而言，90年代以来，经常项目基本上维持在逆差状态，即使进入21世纪，经常项目也没有太多改善，但是在90年代后半期以来，墨西哥所得累积的估值效应却在逐渐增加。对于印度而言，90年代后半期，印度经常项目仍处于逆差状态，但累积的估值效应比重在迅速提高，但进入21世纪后，印度经常项目大为改善，但估值效应却转为下降。对于巴西而言，在90年代经常项目余额呈现出整体下降的趋势，进入21世纪经常项目赤字才逐步由负转正；从累积估值效应上看，虽然在80年代末至96年巴西累积估值效应出现增长趋势，但是2000年以来再次转为下降。对于泰国而言，在美国主导的第一次全球经济失衡时期，无论从经常项目上看，还是从累积的估值效应上看，都是非常不利的分配地位，但是90年代后半期以来，泰国经常项目余额呈现明显的上升趋势，基本上保持着顺差状态。中国是发展中国家中情况比较乐观的一个国家，在90年代，中国对外出口迅速增长，但在金融往来上，累积估值效应下降非常明显，因此在全球利益分配中，中国贸易渠道相对获益，但是估值渠道存在较大的资本损失；2000年以来，中国出口加速增长，与此同时中国累积估值效应损失呈现快速上升趋势，并在2006年以后转为正值，因此，在2000年以来的全球经济一体化的利益分配过程中，贸易利益仍是中国参与全球利益分配的主要方式，但随着国内金融市场的逐步完善，在全球金融利益分配过程中，获益状况逐步改善。总结以上分析，对于发展中国家来说，在全球利益分配中，贸易利益仍是其参与全球利益分配的主要方式，在估值效应利益分配上，相对于发达国家来说，外围国

家并不具备优势，而对于发达国家来说，金融渠道上的估值效应成为其参与全球利益分配的重要方式，但受发达国家内部金融发展水平差异的影响，发达国家内部估值效应的分配也非常复杂。

图 12 发展中国家累积估值效应占 GDP 比重 (%)



数据来源：笔者根据世界银行世界发展指数数据库（WDI database）数据计算所得

参考文献：

- [1] 张纯威，“美元本位、估值效应与季风型货币危机”，《金融研究》，2007第3期，P50-61。
- [2]范志勇和沈俊杰，估值效应与中国外部均衡调整——以及外汇储备汇率风险研究[D]. 东海证券研究所，工作论文，2008 年。
- [3] 雷达、孙中栋：《财富的转移与美国高消费时代的调整》，《经济理论与经济管理》，2009(5)。
- [4]宋效军、陈德兵和任若恩，“我国外部均衡调节中的估值效应分析”，《国际金融研究》[J]，2006 年第 3 期，第 57-61 页。
- [5] Fair, Ray, 2004. Estimated size of the wealth effect for the United States, in Estimating how the macroeconomy works, chapter 5, pp 91-96.
- [6] Fabio Ghironi, Jaewoo Lee, Alessandro Rebucci, 2007. The valuation channel of external adjustment, NBER Working Paper, NO12937.
- [7] Gourinchas, Pierre-Olivier, and Helene Rey, 2007. International financial adjustment. *Journal of Political Economy*, vol. 115, no. 4.
- [8] Lane, Philip, 2004. Global financial trade: how far have we come? Institute for International Integration Studies paper 35, Trinity College.
- [9] Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2005a. A global perspective on external

positions, in: Clarida, Richard (Ed.), G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, University of Chicago Press, Chicago.

[10] Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2005b. Financial globalization and exchange rates. IMF Working Paper 05/3.

[11] Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2003. International financial integration. IMF Staff Papers 03/86.

[12] Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 2005. The unsustainable U.S. current account position revisited, in: Clarida, Richard (Ed.), G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, University of Chicago Press, Chicago.

[13] Roubini, Nouriel, and Brad Setser, 2004. The U.S. as a net debtor: the sustainability of the U.S. external imbalances, mimeo, New York University.

[14] Tille, Cedric, 2003. The impact of exchange rate movements on U.S. Foreign Debt. Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance 9(1).