



NO.C2009007

2009-8-20

国际分工新形态、金融市场发展与全球失衡*

徐建炜 姚洋

北京大学国家发展研究院、中国经济研究中心

No. C2009007 2009年8月20日

*通信地址：北京市北京大学中国经济研究中心 100871。电话：6275-3103。电子邮件：yyao@ccer.pku.edu.cn

摘要：本文从国际分工的角度考察了全球失衡问题。当今世界的分工格局是，在实体经济上具有比较优势的国家（制造业强国和石油输出国）出口货物，因而拥有大量的经常帐户盈余，而在虚拟经济上具有比较优势的国家（主要是美国和英国）出口金融服务，因此拥有大量的经常帐户赤字。本文构造了一个金融市场-制造业比较优势指标，并利用 1990--2006 年的 40 个国家的数据进行了系统的计量研究，结果证实了金融-制造业比较优势对于经常帐户赤字（盈余）的重要性。我们的一系列稳健性检验支持了我们的主要结论。特别地，我们发现，中国相对于美国的金融比较劣势（或制造业比较优势）可以解释 2001-2004 年中国对美国贸易盈余的 40% 以上。我们的发现对于我们理解全球失衡和中国的经济增长模式具有重要意义。

关键词：国际分工、金融发展、全球失衡

The New International Division of Labor, Financial Integration, and Global Imbalances

Xu, Jianwei and Yao, Yang

National School of Development & China Center for Economic Research, Peking University

Abstract: This paper studies global imbalances from the perspective of international division of labor. Countries with comparative advantage in the real economy (manufacturing and oil) export goods so they run large amounts of current account surpluses, and countries with comparative advantage in the virtual economy (mainly the US and the UK) export financial services so they run large accounts of current account deficits. We construct a finance-manufacturing comparative advantage index and study how it affects the current account surplus using a dataset of 40 countries in the period 1990-2006. Our baseline results support our story. Our robustness checks reinforce this conclusion. In particular, we find that China's comparative disadvantage in finance (or comparative advantage in manufacturing) relative to the US can explain more than 40% of China's trade surplus with the US from 2001 to 2004. Our findings have important implications for understanding global imbalances and China's export-led growth model.

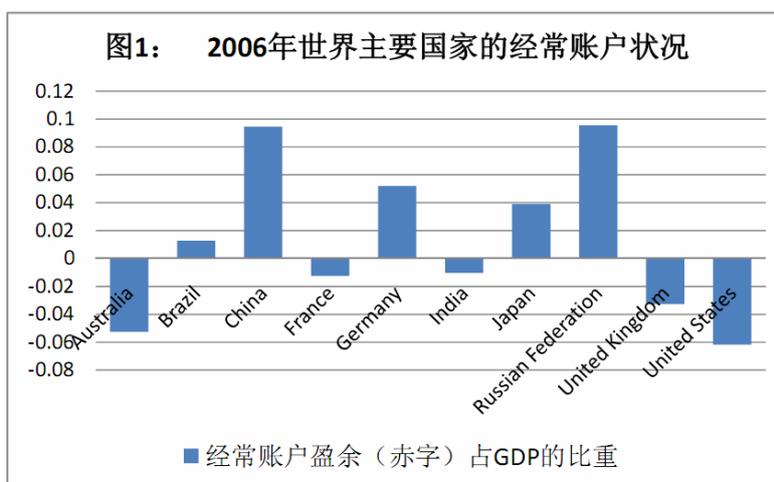
Keywords: International division of labor, financial integration, global imbalances

JEL codes: F32, F36, G11

国际分工新形态、金融市场发展与全球失衡

1. 引言

长期以来，中国经济的高速增长总是伴随着经常账户盈余，且盈余占经济总量的比重不断攀升，2006年之后更是高达9%以上。正当中国政府对于巨额盈余头疼不已之时，远在大洋彼岸的美国政府却在费尽心思消除巨额的经常账户赤字。事实上，这一现象不仅在中国和美国存在，英国、日本、德国都面临着类似的问题，如图1所示。这一问题被统称为“全球失衡”。近十年，这种失衡愈演愈烈，最终酿成2007年末的全球性金融危机。



准确认识当今的全球失衡难题就成为当务之急。普遍的看法认为，高（低）消费和低（高）储蓄是造成经常账户赤字（盈余）的根本缘由。但是，消费和储蓄又是由什么因素决定的呢？为什么有些国家会选择更多的消费，而另一些国家会选择更多的储蓄？在学术界，存在三种主流的解释。第一种是双赤字解释，认为政府的财政赤字带来更多的政府消费，从而引发经常账户赤字。但是，政府消费往往只是总消费的很小一部分。Backus, Henriksen, Lambert and Telmer (2005) 通过检验过去40年内美国、澳大利亚、加拿大、瑞典、瑞士的经常账户赤字与政府财政赤字之间的相关系数，发现二者关系并不明显。第二种解释是汇率操纵说，认为汇率的非充分调整是导致经常账户失衡的原因。诚然，汇率的低估或者高估会带来经常账户调整的不足，但绝非主要原因。日本和德国都曾经发生过实际有效汇率的快速上升，但结果是经常账户盈余依旧。第三种解释是经济基本面的解释，认为经济增长率的差异和人口转型是导致全球失衡的根源 (Henriksen, 2005)，较高的经济增长率和较高的人口抚养比刺激国内支出，从而导致经常账户赤字。可是，20世纪80年代美国经济增长率放缓，经常账户赤字仍然持续恶化，而且，美国的抚养比自上世纪70年代一直很稳定，经常账户赤字却反复波动。此外，德国和日本的抚养比高于美国，为什么它们却处在经常账户盈余位置？

上述种种关于全球失衡的解释，都旨在分析高（低）消费和低（高）储蓄出现的原因。然而，如果仅仅是政府财政、价格扭曲或者增长率差异所带来的经常账户失衡，其结果必然是暂时性的，最终，收入变化和物价调整会促使经常账户趋于均衡。这显然与我们所观察的事实是不符的。经常账户能够长期失衡，必然意味着资本与金融帐户提供了一种资金长期流入（流出）的缺口。那么，这种缺口究竟缘何产生？

基于这一思考，一些学者提出金融系统的国别差异是产生这种缺口的原因。Willen (2004) 在一个理论模型中证明，一国金融市场的“不完全”程度越高，该国的储蓄也就越高，从而导致全球失衡的产生。Caballero 等人 (2009) 则认为，一国向世界提供资产的能

力差异会导致全球失衡。Mendoza、Quadrini 和 Ríos-Rull（2009）对上述模型进行了推广，认为金融市场的整合会使金融发达国的储蓄下降，并且更多地向国外进行借贷，从而诱发长期的全球失衡。在国内研究中，祝丹涛（2008）指出，中国金融系统的低效率使得储蓄转换投资的能力不足，从而诱发资本与金融帐户的逆差和经常帐户的顺差。中国经济增长与宏观稳定课题组（2009）则认为，美元的货币霸权是导致全球失衡的重要原因。然而，Chinn 和 Ito（2005）的跨国实证研究却发现，金融系统发达程度对于经常帐户失衡的解释仅仅适用于发达国家，而对于发展中国家的效果恰好相反，在一定程度上质疑了上述观点。

本文认为，金融市场发展对于经常帐户失衡的影响是存在的，但是发达程度的界定不是绝对量，而是相对于制造业的发达程度，换言之，是国际分工新形态下一种基于金融市场比较优势的发达程度。以往的国际分工理论只关注实体经济，忽略了虚拟经济尤其是金融市场，但是金融市场可以通过提供金融服务业参与国际分工。二次大战之后，主要资本主义国家之间形成了实体经济和虚拟经济的分工形态。以美国和英国为代表的普通法国家的金融业发达，相对于制造业具有比较优势，而德国和日本这两个重新崛起的大国在制造业方面具有比较优势。因此，资本主义国家所形成的分工就是，美、英等金融强国进口制造业产品，出口金融服务，其表现就是经常项目的赤字；而德、日这两个传统制造业强国以及后起的亚洲四小龙和其他新兴工业化国家出口制造品，进口金融服务，其表现就是经常项目盈余；另外还有传统的石油输出国，它们的经常项目也长期保持盈余状态。以 1991 年苏东解体为标志，国际分工进入了新的阶段，主要表现是中国和俄罗斯的加入，中国变成了另一个制造业大国，而俄罗斯变成石油输出国。

本文将通过数据描述和跨国计量分析，阐述上述国际分工导致全球失衡的思想。具体的安排如下：第二节从一个崭新的视角诠释全球性分工的新进展，指出国际分工所带来的金融市场不平衡发展与全球失衡之间的关系；第三节使用 1990-2006 年的跨国数据，分析国际分工对全球失衡的影响；最后一节总结全文并提出相关的政策建议。

2. 国际分工新形态与全球失衡

2.1. 理解全球失衡

全球失衡的典型特征是经常帐户赤字与经常帐户盈余的长期并存。为探索问题之根本，我们首先看一看 2006 年经常帐户赤字和盈余前五位的国家，如表 1、表 2 所示。经常帐户赤字最多的五个国家中，美国、英国和澳大利亚是英美系国家，具有发达的金融市场，西班牙和意大利虽然金融市场不发达，但是制造业占国民经济的比重也都不到 30%；相反，经常帐户盈余最多的五个国家，中国、日本、德国都拥有当今世界最大的制造业规模，俄罗斯和沙特阿拉伯则是典型的石油输出国。可见，一国经常帐户的状况与金融业相对于制造业的发达程度有着千丝万缕的联系。

通过研究国际收支平衡表，可以为我们的分析提供依据。如果不考虑投资和资本收入以及误差与遗漏，国际收支平衡意味着

$$X + K_{in} = M + K_{out}$$

其中， X 是出口， M 是进口， K_{in} 和 K_{out} 分别是资本的流入和流出。移项，可得到：

$$X - M = K_{out} - K_{in}$$

这就是国际收支恒等式，即经常帐户的顺差（逆差）一定意味着资本帐户的逆差（顺差）。

表 1: 2006 年经常账户盈余最多的五个国家

2006 年经常账户状况		
国家	经常账户盈余 (10 亿美元)	占 GDP 比重
中国	249.9	9.4
日本	170.5	3.9
德国	150.71	5.2
沙特阿拉伯	99.1	28.4
俄罗斯	94.3	9.6

表 2: 2006 年经常账户赤字最多的五个国家

2006 年经常账户状况		
国家	经常账户赤字 (10 亿美元)	占 GDP 比重
美国	-811.5	-6.2
西班牙	-106.3	-8.78
英国	-77.5	-3.3
意大利	-47.3	-2.6
澳大利亚	-41.0	-5.3

如果等式右边没有出现资金流的长期缺口,任何经常账户的失衡都能够实现自我纠正。例如,当一国出现经常账户顺差时,要么收入增加,要么物价水平上升,要么汇率升值,最终都会促使经常账户回归均衡。但是,如果新增的收入流可以长期的放在国外,那么这种经常账户顺差就变成长期现象。

国际资本市场的出现,恰好使得顺差国的资金能够在海外获得长期的增值保值,而不能在短期内流回本国¹,为全球失衡的持续提供了温床。值得注意的是,这里强调的资本市场发展是相对于制造业而言的,如果资本市场尚不足以支撑国内制造业的融资需求,又何谈为吸纳他国资金呢?可见,金融市场相对于制造业的不平衡发展,即便不是国际收支失衡产生的导火索,也是使其长期持续的重要因素。

所以,美国、英国和澳大利亚这种金融业相对发达的国家,往往会产生长期的经常账户赤字;而中国、日本、德国这种制造业相对发达的国家,往往会出现长期的经常账户盈余。换句话说,金融业才是美国经济发展的比较优势。相应地,制造业是中国、日本和德国的比较优势。这种比较优势的形成,恰好是第二次全球化浪潮国际分工的新形态。

2.2. 国际分工形态的演变

传统的分工理论,一般强调实体经济内部的分工形态,根据所密集使用的要素的不同,可以把一个经济体划分为资本密集型或劳动密集型。但是,当今国际经济的最大特征是国际金融市场的蓬勃发展。在一些国家保持或者发展实体经济(传统制造业或者石油产业)比较优势的同时,另一些国家(主要是美国、英国)则利用自身的优势发展具有虚拟经济(金融市场)比较优势特征的产业结构。

二战结束之后,美国和英国作为资本主义世界最强大的两个国家,在制造业方面的优势逐渐被德国和日本所取代,如果不能发现新的增长点,就会失去在传统国际分工中的位置。为此,美国和英国着力发展金融服务行业。以英国为源头的普通法体系拥有对投资者最好的保护,有利于资本市场的建立(La Porta et. al, 1998)。因此,这些国家开始进一步专业化生产“金融产品”,而它们的制造业则出现“空心化”现象。

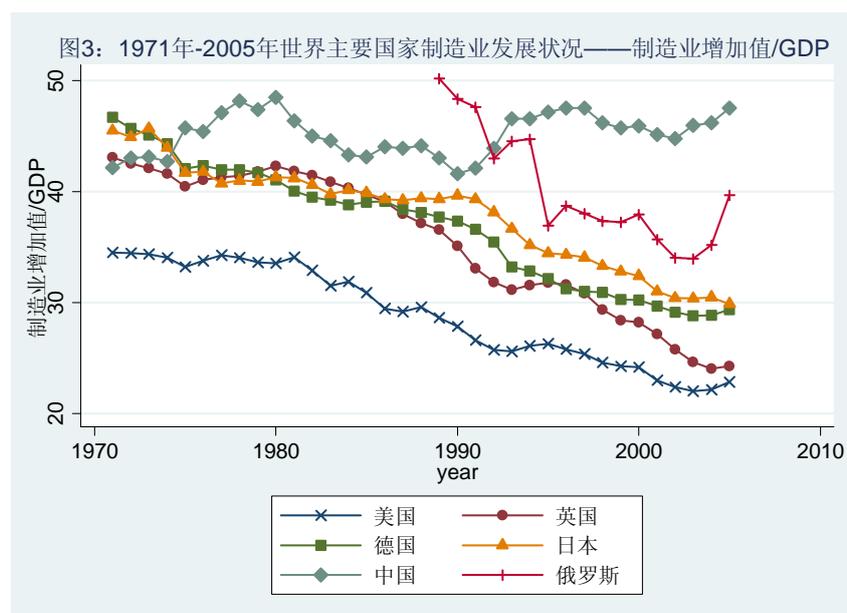
传统的制造业大国,如德国和日本,在战争结束后积累了大量的物质资本和人力资本,开始大量生产并向全球出口制造业产品,时至今日,它们的优势集中在高端消费品和高附加值的中间投入品上。相较之下,新兴制造业国家——如中国——主要出口低端消费品。它们的比较优势在于廉价且较高素质的劳动力。通过融入世界经济体系,这些国家可以充分发挥

¹ 这也就是文献中通常提到的国际投资的“本土偏好”,见French和Poterba(1991)。

其劳动力潜力。以中国为例，2001年加入世贸组织成为中国经济发展的重要转折点，从2001年到2007年，中国的出口年均增长率达到28%，而上世纪90年代的年均增长率是15%。不出所料，中国的巨额外汇储备也是从入世之后开始迅速积累的。

石油输出国一直都是石油美元的提供者，它们的制造业部门规模很小，但它们的石油收入远远超出了进口消费品所需要的美元数量。过去十多年里发生的一个大的变化是，俄罗斯也加入到了石油输出国的行列。尽管是一个传统的制造业强国，但俄罗斯也没有摆脱“荷兰病”的困扰，经济结构日趋单一化，通货膨胀率长期保持在两位数以上。

进入二十世纪八十年代，国际分工的新形态不仅没有消失，反而日趋明显。盎格鲁-撒克逊经济的资本市场发展远远超过其他发达国家，而制造业的比重却逐年下降。图2、图3分别描述世界主要国家股票市场市值和制造业增加值占GDP比重的变化。这种明显的分工形态的出现，是全球失衡产生的根源。



2.3. 国际分工新形态与经常账户失衡：定量研究

前文的叙述表明，金融市场相对于制造业的发展程度差异是经常账户能够长期保持顺差（逆差）的重要原因，而二战后国际分工的新形态使得金融市场在全球不平衡发展。所以，一国在国际分工中所处的地位决定了长期的经常账户状况。处在金融市场比较优势一端的国家，容易出现经常账户逆差；而处在制造业或者石油生产比较优势一端的国家，容易出现经常账户顺差。为了更加清晰的证实这一观点，我们需要进一步的定量研究，以获取数据的支撑。

首先，需要构造能够刻画一国比较优势状况的指标。最简单的处理方法就是从事后的角度看待金融市场总市值与制造业增加值的相对比例，参照货物贸易的情形，定义金融市场-制造业显示比较优势指标（CA），即

$$CA = \frac{\text{金融市场当年总市值}}{\text{制造业年度增加值}}$$

这里，金融市场总市值由股票市场市值、私人债券市场市值和政府债券市场市值三个部分加总而成，用于衡量一国金融业的发达程度。制造业年度增加值用于衡量制造业的发达程度²。如果CA指标越高，则一国的金融市场更具比较优势，反之则制造业更具比较优势。这一定义所暗含的假设是，如果事后观察到一国的金融市场相对制造业的发展更迅猛，则从事前的角度来看，金融市场就应该是它的比较优势，也就是说，一国的的发展路径是理性选择的结果。站在长期的视角，这一假设是合理的。

根据这一指标，世界上最具金融市场比较优势的国家是香港、美国和冰岛。美国和冰岛是2007年次贷危机爆发后损失最为惨重的两个国家，也是被公认金融服务过度发达的国家；香港是金融市场高度发达的地区，依附于中国大陆，并没有突出的制造业优势。另一方面，世界上最不具备金融市场比较优势的国家是哥伦比亚、中国和匈牙利。其中，中国的发达制造业有目共睹，哥伦比亚和匈牙利也是以实体经济为主导的国家。所以，这一指标与普遍的共识是相容的。当然，这个简单的CA指标也存在一些潜在的问题，例如没有考虑各国之间的相对比较优势，忽视了金融市场的效率问题。在之后的稳健性检验研究中，本文也会引入一些替代性指标进行验证，发现结论并不受影响。

现在，我们利用这个指标的变化来分析美国和英国的经常账户赤字。从上世纪90年代至今，美国监管当局不断放松金融管制，货币政策也相当宽松，金融市场逐渐发展至巅峰，超越制造业成为支撑美国经济增长的核心动力。与此同时，美国经常账户不断恶化，并在2000年以后呈加剧趋势。图4给出了美国的显示比较优势指标与经常账户逆差的散点图，可以清晰的看出，二者呈显著的负相关关系。英国的状况也类似于美国。图5给出了英国的显示比较优势指标与经常账户逆差的关系，也呈负相关关系，但不如美国显著。进一步，如果去掉1991年和1992年两个样本（图中左下方的两个点），英国的这种负相关关系明显增强。可见，随着金融市场显示比较优势越来越大，经常账户的逆差不断扩大。

² 文献中经常使用两项指标占GDP的比重来衡量金融发达程度和制造业发达程度，但两种衡量方式在这里是等价的，因为分子和分母的GDP恰好可以消掉。

图4：1991年-2001年美国的经常账户赤字率与金融市场比较优势的关系

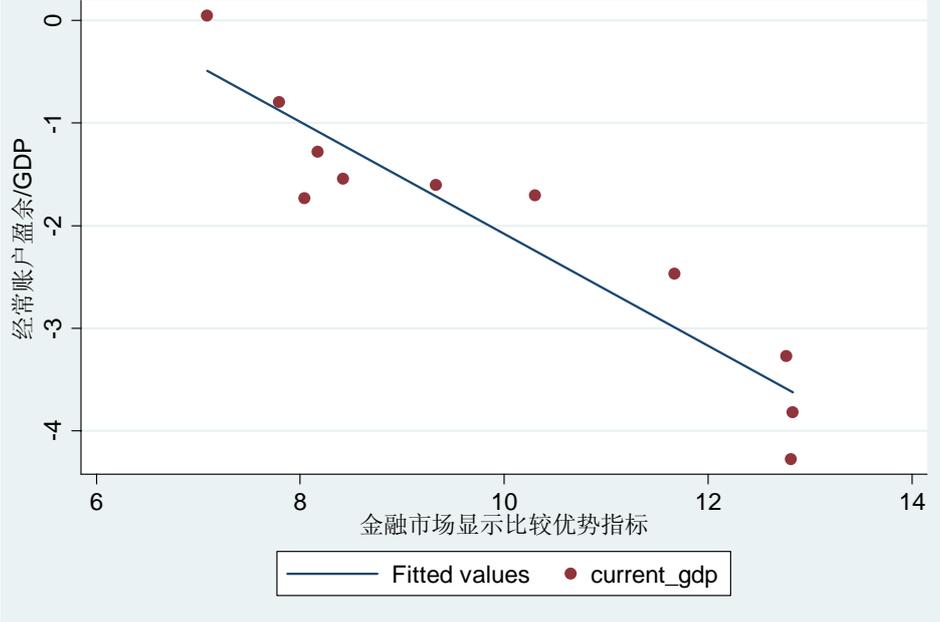
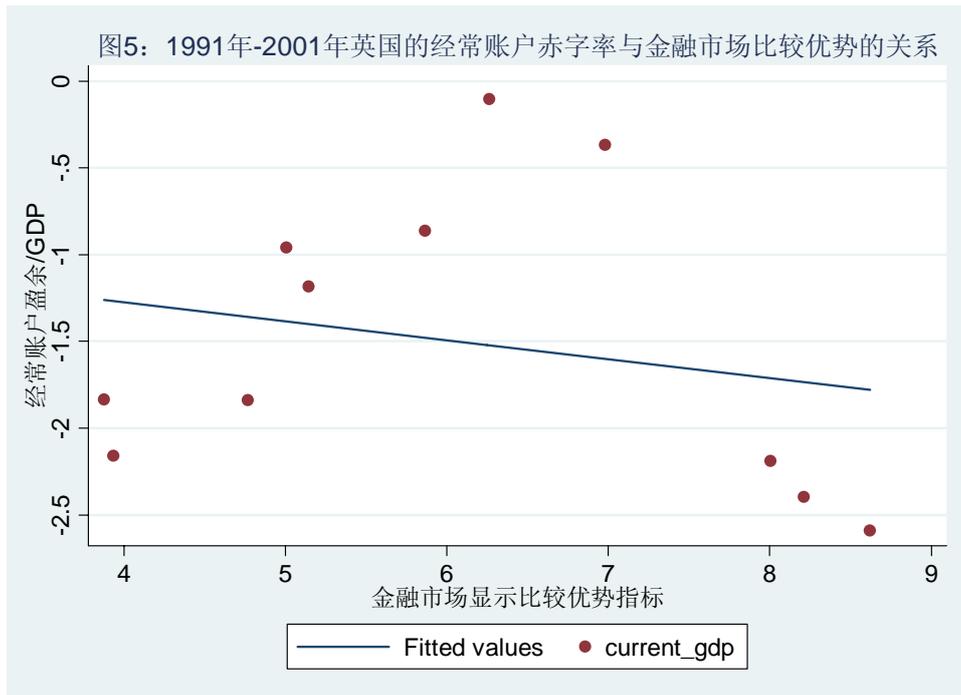


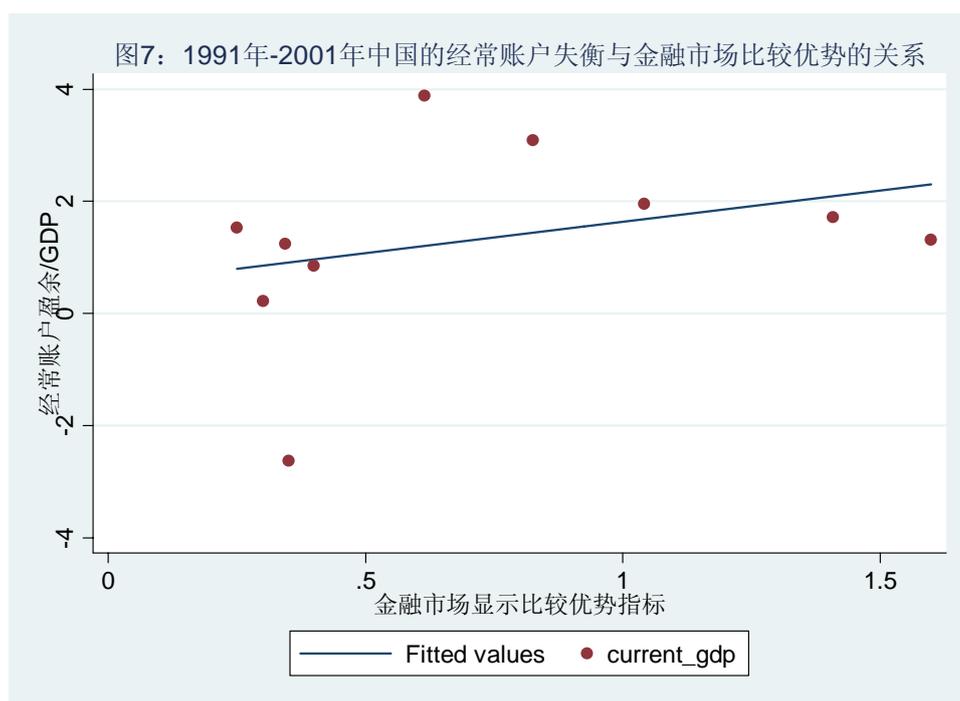
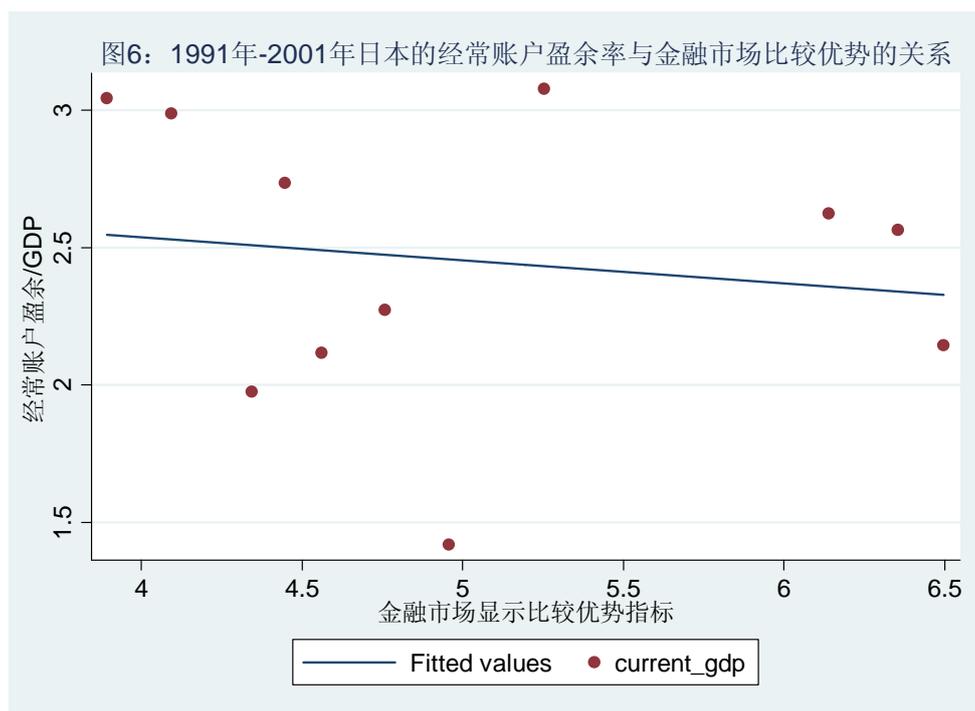
图5：1991年-2001年英国的经常账户赤字率与金融市场比较优势的关系



这一关系不仅对于逆差国成立，对于顺差国也不例外。图 6 绘出了日本的显示比较优势指标与经常账户盈余之间存在负相关关系。日本的制造业相对发展越快，经常账户的盈余也就越多。中国的情况略有例外，如图 7 所示，经常账户盈余与金融市场显示比较优势指标呈正相关关系。但是，这可能是一种伪相关关系。在过去二十多年里，中国发生了金融深化过程，随着改革的深入，经济的货币化程度加深，但这并不意味着中国金融业的强大。

尽管金融市场的相对比较优势决定着一国的经常账户的长期状态，但不能排除经济增长率、人口结构、汇率低估等因素在短期内的影响。因此在下一节里，我们将控制这些可能影响经常账户状态的因素，采用更加严格的计量经济分析研究金融市场相对比较优势的影

响。



3. 计量经济分析

3.1. 面板数据研究

通过整理 Penn Table 数据库、世界发展指标数据库、IFS 数据库以及 Becker 等人 (2006) 的金融结构数据库, 我们得到 40 个国家 1990 年-2006 年的面板数据。为估算国际分工新形

态对经常账户状况的影响，我们对下列方程进行回归，

$$\text{Current Account Ratio}_{it} = \alpha + \beta \ln CA_{it} + \delta X_{it} + f_i + f_t + u_{it}$$

其中，因变量是*i*国在第*t*年经常项目盈余占当年GDP的比例，CA是第二节所定义的金融市场显示比较优势指标，*X*是一系列可能影响经常账户状况的控制变量（包括人均经济增长率、抚养比和汇率低估程度³），*f_i*和*f_t*分别是国家和时间虚拟变量。本文所关注的参数是β，即金融市场显示比较优势指标对经常账户盈余率的影响。

表 3：面板回归的基本结果

	经常账户盈余/GDP			
	模型 I	模型 II	模型 III	模型 IV (GMM)
金融市场显示比较优势指标的对数	-3.30***	-2.99***	-2.95***	-1.23***
	(-0.52)	(0.48)	(0.47)	(0.34)
汇率低估程度的对数		11.43***	11.38***	6.64***
		(1.09)	(1.06)	(0.77)
实际人均经济增长率 (%)			-0.17***	-0.35***
			(0.04)	(0.03)
人口抚养比例 (%)			-0.17***	-0.08*
			(0.06)	(0.05)
滞后一期的经常账户盈余率				0.61***
				(0.03)
国家虚拟变量	Yes	Yes	Yes	Yes
时间虚拟变量	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	556	499	499	442
R ²	0.18	0.35	0.39	

注 1：*、**、***分别表示 90%、95%和 99%的置信度下显著

注 2：汇率低估程度的对数的取值在 (-4, 5) 之间，如果大于 0，则表示汇率高估；如果小于 0，则表示汇率低估。

计量分析的结果见表 3。第二列是只对金融市场显示比较优势指标进行回归的结果，系数为-3.30，与本文的预测一致，统计意义上显著。第三列和第四列分别加入了可能影响经常账户盈余率的控制变量，β的估计值仍然为负，统计上显著。在一国制造业规模不变的情况下，如果金融市场市值增加值扩大一倍，那么经常账户赤字增加 2.95 倍。第四列进一步考虑滞后一期的经常账户盈余率，并使用 GMM 方法进行估计，β的估计值虽然变小了，但

³ 实际汇率低估的计算方法，参见Rodrik (2008)。为证明结论的稳健性，作者也使用实际有效汇率代替这一估计值，发现结果仍然显著，系数没有太大变化。

仍然十分显著。

控制变量的系数符合现有理论的预测。汇率低估显著增加、而较快的经济增长和较高的人口抚养比显著降低一个国家的经常项目盈余率。滞后一期的经常账户对当期的经常账户有显著的正的影响，说明经常账户失衡具有持续性。

进一步，为了比较各项解释变量对于经常账户逆差的相对解释力，考虑分别对金融市场显示比较优势指标、汇率低估程度、人均经济增长率和人口抚养比进行回归，结论见表 4。可以看出，如果仅放一个解释变量的话，金融市场比较优势指标的解释力度是最高的，而汇率低估程度的解释力度较低。这与我们在第一部分提出的观点一致：即便人民币汇率得以充分调整，也不可能真正解决中国的巨额经常账户盈余和美国的经常账户逆差问题。

表 4：各解释变量的相对解释力度

	金融市场比较优势指标	汇率低估程度	人均经济增长率	人口抚养比
显著程度	99%下高度显著	99%下高度显著	99%下高度显著	99%下高度显著
R ²	0.18	0.04	0.03	0.03

有趣的是，本文分别使用发展中国家（人均收入小于 6000 美元⁴）和发达国家（人均收入大于 6000 美元）两个子样本进行回归，发现上述结论对于二者都显著成立，系数分别为 -4.13 和 -2.50。可见，制造业相对金融市场的发展，在发展中国家更容易形成经常账户盈余。这就解释了为什么中国自 90 年代至今能够迅速积累大量的外汇储备。这一结论与 Chinn 和 Ito（2005）的显著不同，原因就在于他们只考虑了金融市场的绝对发达程度，忽视了制造业因素。许多发展中国家虽然同时经历着制造业和金融市场的的发展，如果仅仅用经常账户盈余率对金融的发展程度回归，就会得出正的影响。但是，如果考虑制造业的发展速度及对经济增长的贡献远远超过金融市场的发展，那么这些国家实质上仍然是具有制造业比较优势的国家。制造业相对于金融市场的更快发展，促使了这些国家经常账户顺差的产生。

3.2. 稳健性检验之一：替代性指标

前述 CA 指标存在一些缺陷。首先，这一指标只是刻画一国国内金融市场相对于制造业的发达程度，缺乏各国之间的相互比较，也就没能体现比较优势的内在涵义。为了解决这一问题，我们以美国为基准，考察其他各国和美国的贸易盈余状况⁵与这些国家相对于美国的显示比较优势之间的关系。定义各国相对于美国的金融市场显示比较优势指标

$$CA_{it} = \frac{CA_{it}}{CA_{USA,t}}$$

然后，我们用 1990 年-2006 年各国与美国的贸易盈余对相对于美国的金融市场显示比较优势指标回归，结果见表 5。注意，这里的解释变量都全部更改为相对于美国的指标，即相对于美国的实际汇率、相对于美国的经济增长率和相对于美国的人口抚养比。表中的第一列到第三列分别对应控制不同解释变量的回归结果。研究发现，所有的系数的符号与表 4 基本一致，相对显示比较优势指标显著决定了各国与美国的贸易盈余状况。第三行的系数是显示比较优势指标的系数，绝对值比表 3 的对应数值小，这是因为一国金融市场的比较优势提高后，对其他各国的贸易盈余都会下降，而美国只是其中一国，相对比例较小。所以，哪

⁴ 这里借鉴 Rodrik（2008）对发展中国家和发达国家的分类方法。

⁵ 出于数据可得性，这里使用贸易帐户。由于贸易账户占经常账户的比例很高，贸易盈余（赤字）一般意味着经常账户盈余（赤字），所以不失一般性。

怕采用更加严格的相对比较优势指标，上述结论仍然成立，金融市场比较优势会在很大程度上影响一国的经常账户状况。

表 5：各国相对美国的显示比较优势程度及与对美贸易盈余率的关系

	各国对美国的贸易盈余占各国 GDP 比重		
	模型 I	模型 II	模型 III
各国相对美国的显示比较优势指标的对数	-1.62***	-1.63***	-1.74***
	(0.23)	(0.23)	(0.21)
各国对美元的实际汇率的对数 ⁶		0.23***	0.06
		(0.06)	(0.06)
各国相对美国的实际人均经济增长率 (%)			-0.03
			(0.02)
各国相对美国的人口抚养比例 (%)			-0.30***
			(0.03)
滞后一期的相对贸易盈余/GDP			
国家虚拟变量	Yes	Yes	Yes
时间虚拟变量	Yes	Yes	Yes
样本量	567	514	508
R ²	0.26	0.29	0.41

注：*、**、***分别表示 90%、95%和 99%的置信度下显著

根据表 5 的结果，我们可以对不同解释变量对于各国和美国之间的贸易账户缺口的贡献率进行排序。表 6 以 2001 年-2004 年中国对美国的贸易盈余为例，利用表 5 第四列的结果计算了各解释变量的贡献率。在 2001 年，中国对美国的贸易顺差占中国 GDP 的 6.8%，表 6 的结果显示，中国相对于美国的金融比较劣势（或制造业比较优势）可以解释其中的 53%，而汇率低估的解释力度不足 2%，即人民币汇率的低估并非中美巨额贸易顺差的决定因素。

表 6：各指标对中国对美国贸易盈余的贡献率（2001 年-2004 年）

变量	贡献率（2001）	贡献率（2002）	贡献率（2003）	贡献率（2004）
相对显示比较优势指标	53.26%	47.70%	44.53%	41.17%

⁶ 由于两国之间相对低估程度的估计准确性较差，这里直接使用各国对美元的实际汇率替代，并不影响结论。

实际汇率	1.88%	1.69%	1.59%	1.42%
人均经济增长率差异	-3.33% ⁷	-3.05%	-2.05%	-1.25%
人口抚养比差异	22.95%	23.07%	24.33%	24.41%
其他因素(未被解释因素)	25.24%	30.59%	31.60%	34.25%

进一步，我们还尝试使用平均的 CA 指标作为基准进行研究，定义平均金融市场显示比较优势指标如下：

$$\text{Average CA}_{it} = \frac{\text{CA}_{it}}{\text{CA}_{it}}$$

接下来，使用各国的经常账户盈余率对这一指标进行回归，并控制相应的解释变量⁸，发现系数高度显著，值为-2.95，与表 3 中的结论一致，具体结果不再列出。

最后，经常账户赤字或者盈余可能会对金融市场的发展产生反向的作用。当一国的经常账户持续逆差，可能被迫需要向国外举债，从而大力发展本国金融市场。所以，使用当期的 CA 值存在内生性问题。为了克服这一点，我们使用滞后一期的 CA 值重新进行估计，结论见表 7。第二列和第三列是直接用滞后一期的显示比较优势指标替代原有的解释变量估计，第四列和第五列则用滞后一期变量作为工具变量进行估计，发现结论都显著成立。可见，内生性问题并没有对结论产生太大影响。

表 7：内生性问题

	经常账户盈余/GDP			
	直接替代解释变量		工具变量	
	不控制其他变量	控制其他变量	不控制其他变量	控制其他变量
金融市场显示比较优势指标的对数	-3.29***	-3.08***	-3.55***	-3.94***
	(0.55)	(0.47)	(0.69)	(0.63)
样本量	555	463	517	461
R ²	0.16	0.40	0.17	0.38

注：*、**、***分别表示 90%、95%和 99%的置信度下显著。

3.2. 稳健性检验之二：法律与股权保护程度

金融市场的发展并不仅仅指总市值的增加，还包括市场运行效率的提高，而这在 CA 指标中并没有得到体现。例如，中国的资本市场在过去 15 年内得到极大发展，但是由于法律不规范，市场不健全，运行效率很低，所以相比中国的制造业高速发展，对经济增长的贡献小了许多。所以，我们需要寻找能够体现金融市场发展效率的指标进行检验。La Porta et. al

⁷ 由于中国的人均经济增长率远高于美国，按照一般的理论推断，如果其他条件不变，中国的国内支出也会较高，从而出现贸易逆差。但是在现实中，中国对美国却是贸易顺差，所以人均经济增长率差异对中美贸易盈余的贡献率是负的。

⁸ 与前面相对于美国的指标类似，这里所有的控制变量都更改为相对于世界平均水平的量。

(1998) 的研究发现, 金融市场的效率和发展程度与一国的法律起源和对股权保护等因素存在很强的关系。因此, 如果发展金融市场的比较优势与经常账户赤字存在很强的关联, 那么上述因素也会与经常账户赤字存在相关性。

因此, 我们利用 Levine (2002) 的数据, 加上 WDI 数据库中的数据, 整理出 1980-1995 年的年均横截面数据, 分别估算法律起源和投资者保护对一国经常项目盈余的作用, 结论见表 8。第二列和第三列分别是用经常账户盈余率对法律起源指数和股权保护程度进行回归, 发现英美法律起源的国家和股权保护程度越高的国家更容易出现经常账户赤字, 与之前的预测结果一致。第四列和第五列进一步增加汇率低估程度、年均经济增长率和人口抚养比作为控制变量, 结果仍然显著成立。这也从另一个层面证实, 金融市场效率越高的国家, 更容易出现经常账户赤字。

表 8: 法律、股权保护和腐败指标与经常账户盈余的关系

	经常账户盈余/GDP			
	不添加控制变量		添加控制变量	
	模型 I	模型 II	模型 I'	模型 II'
英美法律起源	-1.75**		-1.24*	
	(0.71)		(0.64)	
股权保护程度指数		-0.42***		-0.43*
		(0.16)		(0.24)
样本量	47	40	46	39
R ²	0.12	0.05	0.45	0.47

注: *、**、***分别表示 90%、95%和 99%的置信度下显著

3.3. 稳健性检验之三: 极端样本点

在第二部分曾经提到, 国际上处在金融市场比较优势最前列的国家是香港、美国和冰岛, 处在最末的国家是哥伦比亚、中国和匈牙利。前三个国家除香港外⁹, 都是经常账户逆差最严重的国家, 后三个国家同时也是经常账户顺差较高的国家。所以, 前面得出的金融市场比较优势与经常账户之间的关系, 有可能是由这种极端样本点所导致。确实, 一些学者已经提出, 极端国家的货币因素(如美元霸权)是导致全球失衡的重要因素。如果本文所证实的关系是普适性的, 那么在去掉极端样本点甚至仅仅保留中间样本点时, 结论也应该成立。

表 9: 极端样本点检验

	基准模型	CA>1.0494	CA>1.9599	CA<6.1935	CA<8.4495	1.9599<CA<6.1935
系数 β	-2.95***	-2.61***	-2.92***	-3.43***	-3.24***	-5.48***

⁹ 香港虽然拥有高度发达的金融市场, 但是真正停留在本地的资金很少, 而是大量以FDI或者热钱的形式流向中国大陆。也就是说, 他的资金没有“本土偏好”。所以, 它才能同时保持经常账户顺差。然而, 对于世界上绝大多数国家的金融市场而言, 投资的“本土偏好”都是相当强烈的。

样本量	499	441	363	382	455	246
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

我们将处理极端样本点之后的结果，整理至表 9。第一列是表 3 中估计的基本模型（控制其他因素）的结果。第二列和第三列分别考虑 CA 大于 1.0494（10%分位数）和 1.9599（25%分位数）的样本量的估计结果，发现结果与前基本一致；第四列和第五列分别考虑 CA 的绝对值大于 6.1935（75%分位数）和 8.4495（90%分位数）的估计结果，系数的绝对值略有增加，仍然显著；最后一列考虑 CA 处在中间范围（25%分位数到 75%分位数之间）的情形，系数不仅显著，而且绝对值更大。所以，金融市场发展对于经常账户赤字的影响，并不受到极端样本点的影响。在去掉极端值以后，系数还有增大的趋势，结果是显著的。美元霸权可能并不是造成全球失衡的重要因素。

3.4. 金融市场还是金融中介？

在前面的分析中，我们所研究的是金融市场比较优势对于经常账户失衡的影响，而不是金融系统比较优势对于经常账户失衡的影响，原因在于国际流动资金长期的外流，更多的是通过国际金融市场、而非银行等金融中介完成。对于那些银行业高度发达的国家，由于很难吸引大量的海外资金存款，也不会出现巨额的经常账户逆差。例如，德国和日本是典型的主银行制度，在吸引国际资金流入上的能力远不及英美金融市场的能力，不可能保持长期的经常账户逆差。所以，如果上述结论成立的话，一国所发展的金融结构也会影响到经常账户的状况。为了进一步验证结论的可靠性，我们用经常账户失衡对金融结构指标进行回归。

根据 Levine（2002），金融结构可以用金融市场总市值除以金融中介存款余额加以估算。回归的结果如下：

$$\text{Current Account Ratio}_{it} = 78.09 - 2.8\ln FS_{it} + \delta X_{it} + f_i + f_t + u_{it}$$

(15.19) (0.65)

其中，FS 代表金融结构，其值越大，则一个国家更偏向市场主导型，X 是控制变量。估计结果显示，金融市场相对于金融中介越发达，即一国越偏向市场主导型的金融结构，经常账户出现赤字的可能性也就越高。这也就是为什么今天的盎格鲁-撒克逊经济的经常账户赤字相比其他国家更高的原因。

4. 结论

国际分工的形态在二战结束后发生了新的变化。一方面，以美国、英国为首的部分发达国家逐渐形成以金融服务为比较优势的经济结构，能够长期吸引资本的流入；另一方面，以德国、日本和中国为首的后起之国则形成以制造业为比较优势的经济结构，能够创造远远超过自身消费能力的财富。这种新形态的国际分工，造成了当前的全球失衡问题。

本文的发现对于经济理论和实践都有重大的意义。首先，我们的发现表明，全球失衡是一个长期问题，虽然孕育着风险和矛盾，但也应该认识其合理性。这种失衡，不可能通过价格水平的自我调整或者短期政策一劳永逸的解决。其次，全球失衡和美元的主导地位可能无关，即使盈余国用自己的主权货币作为国际贸易的结算货币，它们也会把经常账户的盈余转化为美元资产，购买美国的金融服务。第三，解决中国的失衡问题，不仅要关注消费的增加，而且要关注国内金融体系的建设。我们的发现表明，增强我国金融业的效率可以提高国内资金的利用率，减少国际收支盈余。最后，对于全世界而言，降低全球失衡负面影响的方法可能是分散国际投资，以规避资金集中在少数国家所导致的资产泡沫。比如，国际货币基金组

织、世界银行以及一些区域性组织可以扩大现有的国际性基金或建立新的基金，吸纳盈余国的资金，并把它们投资到其他急需资金的国家。

参考文献：

- 祝丹涛，2008：《金融体系效率的国别差异和全球经济失衡》，《金融研究》第8期。
- 中国经济增长与宏观稳定课题组，2009：《全球失衡、金融危机与中国经济的复苏》，《经济研究》第5期。
- Backus D, Henriksen E, Lambert F, et al, 2005, "Current Account Fact and Fiction", Meeting Papers from Society for Economic Dynamics.
- Caballero R J, Farhi E, Gourinchas P, Pierre-Olivier Gourinchas, 2008, "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates", *American Economic Review*, Vol. 98(1): 358-393.
- Chinn M D, Ito H, 2006, "What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions", *Journal of Development Economics*, Vol. 81(1): 163-192.
- French K R, Poterba J M, 1991, "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review*, Vol. 81(2): 222-226.
- Henriksen E, 2005, "A Demographic Explanation of U.S. and Japanese Current Account Behavior", unpublished manuscript.
- La Porta R, Lopez De Silanes F, Shleifer A, et al, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106(6): 1113-1155.
- Levine R, 2002, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. (11): 1-30.
- Thorsten Beck, 2006, A New Database on Financial Development and Structure (1960-2006), World Bank Publications.
- Mendoza E G, Quadrini V, Ríos Rull J V, 2009, "Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances", *Journal of Political Economy*, Vol. 117(3): 371-416.
- Rodrik D, 2008, "The Real Exchange Rate and Economic Growth", Working Paper.
- Willen P, 2004, "Incomplete markets and trade", Working Paper, Federal Reserve Bank of Boston.