

资本流入的突然中断与经常账户赤字的有效调节

靳玉英 万超 周洁 丁浩员

内容提要 本文选择 93个国家在 1977~2007年的相关数据为样本,分析了全球性经常账户失衡的现状。在深入剖析经常账户高赤字的具体融资途径及其经济影响的基础上,本文利用 Probit模型对资本流入突然中断对经常账户赤字调节的影响进行实证检验,发现资本流入突然中断能够显著影响经常账户赤字的调节,并对其经济意义进行阐释。最后就此次金融危机后全球经常账户的状态进行预测,指出此次金融危机发生不会带来全球经常账户失衡的改善。

关键词 经常账户赤字 资本流入突然中断 经常账户逆转

作者单位 上海财经大学国际工商管理学院

中图分类号: F831.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-6964[2010]09-100402-0239

经常账户严重失衡是全球经济的一个典型特征,它令后者陷入一个脆弱的循环。经常账户盈余的回流对经常账户赤字国的赤字进行着融资,国与国之间的资本开放度和金融一体化程度不得不随之加大,实体经济与金融经济更加紧密地捆绑在一起,后者的脆弱性决定了这个世界经济循环的脆弱。

世界经济的稳定要求经常账户进行调节,当今国际货币体系下,国际收支调节压力的非对称性决定经常账户失衡的调节不得不以赤字国为主导。本文选择经常账户赤字的调节为研究对象,通过分析经常账户高赤字的融资途径以及资本流动突然中断等对经常账户赤字调节的作用,证实了这一循环的脆弱性。

一、全球经常账户严重失衡的现状

布雷顿森林体系解体以来,全球国际收支的一个典型特征是经常账户不均衡问题日趋严重。20世纪90年代后期以来这一现象越发显著,同时也引发一系列的矛盾乃至危机。2007年至今美国次债问题引发的全球性金融危机与全球性经常账户高度失衡密不可分。

从本文选择的93个代表性国家样本中¹可以看出

全球经常账户失衡的具体特征如下:

1 经常账户高不均衡²的国家普遍存在,高盈余问题不断显著

在1977~2007年93个样本国家共发生经常账户高赤字(HCAD)和高盈余(HCAS)1097次,占总体样本的39.4%。这说明经常账户高不均衡普遍存在。

在高赤字为主的同时高盈余问题不断突出。在1977~2007年间,93个样本国家共发生高赤字837次,达到所有样本的30.1%,共发生高盈余260次,达到所有样本的9.3%,前者远远超过后者。这说明,在经常账户的不均衡中HCAD是主要问题。以1995年为界,之前HCAD比例为32.6%,之后略有下降,为26.5%;之前HCAS达到相应样本的6.2%,之后有较大幅度的上升,达到13.9%。显然,HCAS在1995年之后更加显著。

¹ 在数据可得性的约束下,同时考虑到样本国家应具有较大的经济规模以及较高的贸易依存度,本文以2000年的GDP规模超过10亿美元同时同年贸易依存度达到20%的国家为样本,这些选择标准保证了国际贸易在样本国家经济发展以及世界贸易中的重要作用,从而保证其代表性。

² 通常将相当于GDP百分之五的经常账户赤字作为赤字警戒线,因此本文将绝对值大于等于GDP百分之五的经常账户赤字作为高赤字,目前尚没有认同的经常账户盈余的警戒指标,本文同样将5%作为高盈余的阈值,将大于等于5%的经常账户盈余称为高盈余。

2 经常账户高不均衡持续性增强

在 1977~2007 年间, 93 个样本国家共发生持续高赤字¹ 118 次, 占高赤字发生的 75%, 即高赤字中有 3/4 是连续 3 年以上发生的; 持续高盈余 30 次, 占高盈余的 67.3%, 即高盈余中有 70% 是连续 3 年以上发生的。

高盈余的持续性在 1995 年以后提高, 一方面体现在连续 3 年及 3 年以上高盈余在高盈余中所占比重显著上升, 从 48.5% 发展到 79.2%; 另一方面体现在高盈余的均值和中位数在 1995 年以后都显著提高。

3 经常账户高不均衡的有效调节差

在总体样本中, 能够得到有效调节的高赤字占 26.6%, 能够得到有效调整的高盈余占 35.4%。1995 年以来二者都有大幅度的下降, 前者由 32.6% 下降到 15.9%, 后者由 54.5% 下降到 23.3%。

以上数据说明, 经常账户高不均衡现象普遍存在, 且持续性强, 未能得到有效调整。同时, 这些特点从 20 世纪 90 年代后半期以来进一步恶化。

二、经常账户高赤字的融资方式

经常账户高不均衡将给经济带来严重的负面影响, 一国高赤字将导致该国失业和国际清偿能力不足, 高盈余则将导致通货膨胀和货币升值的压力, 二者可能会造成国与国之间的贸易战争。然而, 现实中贸易摩擦仍然是局部的, 并未出现全球性的贸易纠纷及普遍的贸易保护倾向, 以及经常账户全球性的高不均衡的持续性不断增强。这至少说明, 经常账户高赤字国家拥有持续的为赤字融通资金的渠道, 从而对大多数货币为非国际货币的赤字国而言并没有产生国际清偿能力不足的问题。

那么这些融资渠道是什么呢? 它具有怎样的特征? 可持续性如何? 是否将各国实体经济的矛盾转移到其他领域甚至演化为全球性的金融风险呢? 对于这些渠道及其相关特征的探析是进一步理解全球经常账户不均衡的潜在影响极其作用机制的关键。目前, 国内外尚无关于这一问题的研究。为此, 本文通过指标设计探析 93 个代表性样本国家在 1977~2007 年经常账户高赤字的融资手段。

1 融资方式的指标设计

众所周知, 以 CA、C&F 和 EO 分别代表经常账户余额、资本与金融帐户余额和误差与遗漏, 国际收支平衡表存在 $CA + C\&F + EO = 0$ 的关系式。显然, 经常账户的赤字是以资本与金融账户的盈余, 以及大规模正的误

差与遗漏项所反映的未记录的资本流入为手段来融资的。

总的来看, 资本与金融帐户分为资本项目和金融项目两大项目, 其中资本项目无论从规模还是从流动性上, 其重要性都远远低于金融项目。金融项目自身存在包括直接投资、证券投资、其他投资和储备资产在内的诸多项目, 且项目间差异很大。直接投资通常属于长期投资, 稳定性强, 而证券投资更多包括短期投资, 投机性强。显然, 二者对一国经济的影响是存在很大差异的。如果靠证券资产的盈余为经常账户赤字融资, 那么其可持续性就很差, 发生资本流入突然中断的可能性更大, 对经济的冲击也就更大。为了探析可能存在的差异, 本文在经常账户高赤字融资途径分析中将四者加以区分。这样, 国际收支平衡表的关系式进一步具体为: $CA + DI + PI + OI + RA + EO = 0$ 其中 DI、PI、OI、RA、EO 分别代表直接投资余额、证券投资余额、其他投资余额、储备资产和未记录的资本流入, 该式是本文细化探讨经常账户赤字融资途径的基础关系式。

考虑到不同国家类别在经常账户赤字融资上可能存在的差异, 本文将 93 个样本国家分为: 发达国家、新兴市场国、亚洲国家、拉美国家、非洲国家、石油出口国以及转轨国家。为显示经常账户高赤字的主要融资方式, 本文将 DI、PI、OI、RA、EO 项目中达到高赤字规模绝对值 60% 的盈余项目作为高赤字的融资途径。

2 统计结果及其分析

按照达到当期赤字绝对值 60% 规模的标准对 490 次高赤字融资途径的统计结果如表 1^o。该表显示经常账户高赤字融资途径具备以下几个特点:

第一, 储备资产之外的金融帐户项目是经常账户高赤字主导性融资途径。

金融帐户中的直接投资、证券投资、其他投资属于自主性项目, 是公众最大化原则下的行为结果。而储备资产是一个适应性的项目, 是自主性项目余额的接受者。可见, 金融帐户中自主性项目反映的是公众主导的资本流动, 该资本流动代表经常账户赤字的融资能力和可持续性。

从表 1 中不难看出, 除了石油出口国, 其他各类国家的直接投资、证券投资和其他投资三者在为经常账户赤字融资的比例均达到 80% 以上。显然, 金融帐户中

¹ 本文将持续 3 年及 3 年以上的高赤字和高盈余分别界定为持续性高赤字和持续性高盈余。

^o 考虑到计算中可能出现出现的四舍五入处理, 本文将 $CA + DI + PI + OI + RA + EO$ 的绝对值小于等于 1 的样本都视为有效样本。

公众主导的资本流入是高赤字的主要融资渠道。

第二, 在各类具体融资渠道中, 除了个别类别国家, 其他投资渠道的融资比例在其余各类国家中均最高。

除了石油出口国样本和转轨国家样本, 其他国家类别均以“其他投资”渠道为高赤字的主要融资渠道, 该渠道基本上都达到 50% 以上的比例。同时, 它也是石油出口国样本和转轨国家样本高赤字融资的第二主要渠道。

第三, 作为高赤字的融资渠道, 直接投资的重要性仅次于其他投资。

直接投资是新兴市场、亚洲国家和拉美国家高赤字的第二重要融资渠道, 是发达国家和非洲国家高赤字的第三融资渠道, 具有重要的地位。

第四, 储备资产和证券投资并非高赤字融资的主要渠道。

在各类国家中, 石油出口国家样本以储备资产的减少作为高赤字的第一融资渠道, 在拉美国家储备资产是第三融资渠道, 其余各类国家储备资产的减少均不是高赤字的主要融资渠道。证券投资是发达国家高赤字的第二融资渠道, 是新兴市场、石油出口国和转轨国家高赤字的第三融资渠道, 在其他类别国家则不是主要的融资渠道。美国高赤字完全靠证券资本内流融资, 澳大利亚、冰岛、匈牙利高赤字中证券投资融资比例较高。

表 1 高赤字的融资途径

国家类别	高赤字次数	直接投资融资比例	证券投资融资比例	其他投资融资比例	储备资产融资比例	未记录的资本流入融资比例
发达国家	55	11.3 [»]	35.8 [°]	47.2 ¹	3.8	1.9
新兴市场	89	15.7 [°]	13.3 [»]	61.4 ¹	7.2	2.4
亚洲国家	96	16.0 [°]	2.1	66.0 ¹	7.4	8.5 [»]
拉美国家	82	25.6 [°]	6.1	52.4 ¹	8.5 [»]	7.3
非洲国家	110	8.5 [»]	1.4	78.9 ¹	0	11.3 [°]
石油出口国	31	0	14.8 [»]	33.3 [°]	40.7 ¹	11.1
转轨国家	27	42.9 ¹	17.9 [»]	35.7 [°]	0	3.6
汇总	490	16.7 [°]	10.7 [»]	58.4 ¹	7.5	6.6

注: 表格中¹、[°]、[»]分别代表每类国家经常账户高赤字最主要的3种融资途径, 即表示某类融资渠道实现的融资比例在所有融资渠道中分别为第一、第二和第三位。

以上的研究与直觉不一致。首先, 直觉上, 对于资本与金融帐户开放度高的国家, 证券投资应该是经常账户高赤字的最主要融资方式, 但以上统计结果显示, 证券投资不是任何类别样本高赤字的最主要融资方式, 即便是资本与金融帐户开放度最高的发达国家整体, 该方

式也处于第二。其次, 直觉上, 储备资产应该是以固定汇率制度为主的发展中国家为高赤字融资的主要方式, 但以上统计结果说明, 储备资产只在石油输出国和拉美国家具有显著作用, 在亚洲等其他发展中国家高赤字融资中作用甚微。最后, 直觉上, 其他投资在样本国家高赤字的融资中的作用不应普遍远远大于证券投资或直接投资。其他投资包括的主要是外债性质的一些内容, 国内企业在国外商业银行的贷款融资、贸易信贷等内容。以上统计结果显示, 外债是各国高赤字融资的最主要方式。

这些研究发现有着重要的现实意义。

第一, 公众自主性的资本流动是经常账户赤字的融资手段, 这说明“贸易盈余回流”是维持贸易盈余国和赤字国双方国际收支均衡的主渠道。这一渠道维持着各国国际收支表面的均衡, 却将实体经济领域的冲突转移为全球金融风险。当更多的国家栖身于经常账户盈余国, 赤字必然越发集中在少数国家, 美国的赤字因此达到其 GDP 的 6%。美国要不断生产出大规模的证券才能满足经常账户盈余国因该盈余而产生的对美证券资产的需求, 年经济增长只有 3% 的美国只能通过制造虚拟经济泡沫的形式满足“贸易盈余回流”产生的对美证券资产的需求。美国的次债以及以此为基础通过金融创新所产生的金融产品就是顺应这一需求的产物。美国持续的大规模经常账户赤字决定其虚拟经济会不断偏离实体经济, 其金融风险随之不断加大, 这一风险通过持有美国证券而扩展到贸易盈余国。2007年起至今美国次债引发的金融危机恰恰印证了这一点。

第二, 其他投资为主的经常账户赤字融资渠道说明全球债务风险加大, 很可能引发全球性的债务危机。

在众多的高赤字国中, 只有美国的经常账户赤字完全靠证券资本流入来融资, 其他高赤字样本的融资途径基本上均以外债借入为主。这一特征与美元为主的贸易支付货币直接相关, 贸易盈余国形成的外汇储备主要是美元。1999年底至今全球外汇储备从 1.78 万亿美元增加到 2007年底的 6.40 万亿美元, 其中美元占 65% 左右。由于美国的货币美元是本土, 投资于美国的股票等证券资产不存在汇率风险, 因此大量经常账户盈余投向美国的证券资产。相反, 投资于其他经常账户赤字国的证券资产涉及汇率风险, 因此经常账户盈余国以不存在汇率风险的外债借出将资本流向赤字国。因此, 出现经常账户高赤字主体融资渠道为其他投资的局面。这一局面意味着, 全球经常账户失衡规模越大、持续性越强, 发生债务危机的可能性越大。

三、资本流入的突然中断与经常账户的调整

以上分析说明,当前经常账户高赤字的主要融资手段是自主性的资本流动,但这一融资方式又带来全球金融风险不断累积和包括债务危机在内的金融危机发生概率的提高。金融危机的巨大代价表明了当前经常账户全球性失衡调整的必要性。由于缺乏结构性、制度性的有效约束机制,经常账户的有效调节很难成为各国的主动选择,往往是经济条件变化下的被动调整。由于当前经常账户高赤字的主要融资手段是自主性因此资本流入,因此资本流入突然终止就可能成为经常账户赤字的有效调整的条件。美国次债引发的金融危机发生后,全球流动性不足很可能导致赤字国资本流入的突然中断,这就使得对资本流入突然中断在经常账户调节中作用的研究越发具有现实意义。

1 已有研究

2000年以来,学者们提出经常账户逆转(current account reversal以下简称CAR)来描述短时间内经常账户赤字的较大规模下降。有关CAR的具体界定很多,Edwards(2002,2005)将此界定为经常账户赤字占GDP的比重在一年内下降3%以及在3年内累计下降至少6%。关于CAR研究的一大热点是探讨CAR发生的因素(Milesi-Ferretti & Razin, 2000; Edwards, 2002, 2005)。在导致CAR发生的影响因素分析中,资本流入突然中断(sudden stop 简称SS)是学者们集中讨论的一个因素。SS描述的是一国资本流入突然减少甚至改为流出的这样一种现象,它可能发生于资本流出国利率上升带来其投资收益上升所造成资本回流,也可能来自于资本流入国债务不能按时偿付的预期。Edwards(2007)的研究发现,CAR和SS常常同步发生。由于经常账户赤字往往靠的是资本流入来融资,因此资本流入的中断很可能是经常账户逆转的原因。

国内学者对全球性经常账户失衡的研究不多。张建清和张天顶等(2008)从经常账户赤字和盈余两个角度分析了经常账户失衡调节的影响因素及调节过程的经济影响;另有文章从单个国家的角度讨论其经常账户失衡的原因(艾瑶和叶德磊,2009;伍戈,2006),但目前尚没有从SS角度对经常账户赤字调节的研究。

当面对来自资本和金融账户下不同项目资本流入的突然中断,官方在经常账户的调节上可能有不同的态度。因此,本文对已有研究进行深入分析和拓展,将SS细化为资本与金融账户中的各子项目的突然中断,并分别分析其对CAR的作用。

2 指标界定

有关SS的界定,从标准差角度对SS的定义方式较普遍(Guilotti等,2004; Frankel和Cavallò,2004)。本文采用一年内资本流入减少百分比的方式来界定SS,即如果某一年资本流入和GDP的比值下降至少4%就视为这一年发生SS。本文将经常账户赤字的有效调整等同于CAR,因此,借鉴Edwards(2005)对CAR的设定,本文将经常账户赤字有效调节类似地界定为:以每一个赤字的年份为起始年,在接下来的两年内至少有一年经常账户赤字与GDP的比例下降不少于3%,两年最小总体下降不少于4%。考虑到资本与金融账户盈余是经常账户赤字的融资渠道,二者状态的改变在阈值的设定上应具有对称性,本文将SS和经常账户赤字有效调节的阈值设为相同,都为GDP的4%。

3 估计方法及数据说明

本文采用面板数据Probit模型来进行经常项目逆转影响因素的实证分析。Probit模型是基于不可观测的潜变量 y^* 的二元选择模型。假定连续变量 $y^* = x\beta + u$,其中 x 和 β 分别为解释变量与其估计系数向量, u 为独立同分布的随机误差项。假设能够观察到的事件发生结果, y 为二元决策的虚拟变量,则该离散的结果可以表示为:

$$\text{如果 } y = \begin{cases} 1, & y^* > c \\ 0, & y^* < c \end{cases} \quad (1)$$

其中 c 为事件发生的临界值向量。设 u 的分布函数为 $F(x)$,可以得到 y 的条件概率为:

$$\begin{aligned} P(y = 0 | x) &= F(c - x\beta) \\ P(y = 1 | x) &= 1 - F(c - x\beta) \end{aligned} \quad (2)$$

当 u 为标准正态分布,即 $F(c) = (1/\sqrt{2\pi}) \int_{-\infty}^c \exp(-z^2/2) dz$ 时,通过极大似然估计便可以得到未知参数 β 的估计值。

由于数据限制,实证研究将包括发达国家、新兴市场国家等在内的93个样本国家在1977~2007年的经常账户赤字年份作为样本。为全面分析经常账户赤字有效调节的影响因素,本文选取滞后一期的经常账户赤字/GDP(CAGDP)、货币供给变化率(MSCR)、当期贸易开放度(TOD)、金融开放度(KAOPEN)和资本流动突然中断(SS1)6个变量作为解释变量,分析各变量对经常账户高赤字有效调节的影响。其中资本流动突然中断和当年的经常账户赤字调节分别设置为二元虚拟变量。金融开放度的指标选取Hio Ito和Menzie Chinn构建的综合评价指标,其他数据均来自MF《国际金融统计》统

计数据库 (IFS online)和《世界发展指标》(World Development Indicator)。

4 实证结果

本文从两个层面进行关于经常账户赤字调节的影响因素分析: 一个是包括资本与金融帐户整体资本流入突然中断的影响, 另一个是资本流入包括直接投资、

证券投资、其他投资、储备资产、未记录资本流入 5 个子项目各自资本流入突然中断对经常账户调节的影响。

(1) 基于整体资本流入突然中断的分析

基于资本与金融帐户整体发生 SS(由 SS1表示)的样本, 本文得到结果具体如表 2。

表 2 经常账户赤字调节影响因素回归结果

解释变量	模型 (1)	边际效应	模型 (2)	边际效应
CAGDP	-3.07 (-3.26)**	-0.62 (-3.13)**	-3.25 (-4.52)**	-0.71 (-4.34)**
TOD	0.44 (2.51)**	0.09 (2.45)**	0.38 (3.54)**	0.08 (3.52)**
KAOPEN	-0.10 (-1.87)*	-0.02 (-1.85)*		
MSCR	-0.01 (-0.40)	-0.00 (-0.40)		
SS1	0.81 (6.96)**	0.20 (5.66)**	0.76 (8.47)**	0.19 (7.18)**
常数项	-1.83 (-11.21)**		-1.75 (-15.08)**	
观测样本	1143		1682	
对数似然值	-421.06		33.95	

注: 回归结果反映整体资本与金融帐户效应。()中为变量 z检验值, ** 和* 分别表示在 5% 和 10% 水平上通过显著性检验。

这些结果有着重要的经济意义, 表现在:

第一, 金融开放度的提高令经常账户赤字调整滞后。经常账户高赤字从金融开放中获得广泛的融资渠道。一国资本流动的便利和投资渠道的多样性有利于正常的投资者通过灵活的资产配置分散投资风险, 保持较为稳定的投资信心, 从而避免资本流动的突然大规模变动, 进而提供了经常账户赤字的持续融资。20 世纪 90 年代后半期以来, 全球经常账户不均衡程度加深, 持续性增强, 有效调整比例下降, 这与同期全球金融开放度提高密切相关。这种靠“经常账户盈余回流”为赤字国赤字融资的方式延迟了实体经济的调整, 同时累积着全球金融风险。这也支持了上文关于经常账户高赤字融资途径分析得出的经常账户高赤字以自主性资本融资的结果。自主性资本趋利的特性决定其高流动性和金融脆弱性。金融开放针对的主要是自主性资本, 不断增大后者自由出入的范畴, 使经常账户赤字从中可以获得更多的融资途径, 而经常账户赤字也越发不能得到有效调整, 金融风险加重。因此, 从国际收支失衡调节的角度来看, 应限制金融全球化。

第二, 资本流入突然中断令经常账户赤字调节更容易发生。以上实证结果表明, 资本流入突然中断导致经常账户赤字失去融资渠道, 从而不得不进行调整。但是, 受此影响而进行的经常账户调整是被动的、激进的, 对经济的冲击会更大。在很短的时间内将净进口降下来只能是进口的全方位收缩, 在产业、产品、区域上很难

有选择。此外, 资本与金融帐户盈余的融资会助长经常账户赤字的加大, 而资本流入的突然中断又会迫使经常账户在短时间内调整, 这样净出口的波动会很大, 显然会加大国内经济波动。

第三, 贸易开放度的提高有助于经常账户赤字的调节。一个国家贸易开放度越高, 其进出口中价格弹性大的数量越高, 进而利用汇率等价格手段调节进出口的空间越大。例如, 当经常账户赤字时, 通常货币会贬值, 进而减少进口、增加出口。在贸易开放度高的国家, 这种作用会更显著。提高各国贸易开放度有助于全球性经常账户失衡的调节。从这一点上讲, 贸易保护主义不利于全球经常账户失衡的调节。

第四, 货币主义提出的紧缩货币供给来调节经常账户赤字的思想在现实中得不到支持。从实证的结果来看, 紧缩货币并不能显著改善经常账户赤字。一个原因是, 随着各国金融开放度的逐渐提高, 紧的货币政策带来利率的上升并引发逐利的外国资本流入, 从而经常账户赤字的融资渠道越充分, 调整的动力越差。这一点从东亚金融危机后各国运用紧的货币政策未能改善经常账户赤字的事实中可以得到印证。

(2) 基于子项目资本流入突然中断的分析

为研究资本与金融帐户各子项目资本流入突然中断对经常账户赤字调整的影响是否存在差异性, 本文将各子项目资本流入的突然中断界定为该子项目资本流入量 /GDP 下降至少 3%。具体包括: 直接投资资本流

入的突然中断 (SS2)、证券资本流入的突然中断 (SS3)、其他投资资本流入的突然中断 (SS4)、储备资产的突然

减少 (SS5)和未记录资本流入的突然中断 (SS6)。融资项目细化后得到的估计结果如表 3。

表 3 经常账户调节影响因素回归结果

解释变量	模型 (1)		边际效应		模型 (2)		边际效应	
CAGDP	-4.15	(-4.44)**	-0.86	(-4.12)**	-3.90	(-5.28)**	-0.86	(-4.95)**
TOD	0.35	(1.98)**	0.07	(1.96)**	0.40	(3.36)**	0.08	(3.34)**
KAOPEN	-0.13	(-2.48)**	-0.03	(-2.44)**	-0.09	(-2.27)**	-0.02	(-2.26)**
MSCR	-0.02	(-0.76)	-0.00	(-0.76)				
SS2	0.21	(1.22)	0.05	(1.11)	0.34	(2.36)**	0.09	(2.07)**
SS3	0.23	(1.32)	0.05	(1.20)				
SS4	0.19	(1.72)*	0.04	(1.67)*	0.25	(2.88)**	0.06	(2.80)**
SS5	0.28	(2.48)**	0.06	(2.31)**	0.26	(2.79)**	0.06	(2.63)**
SS6	0.16	(1.15)	0.03	(1.08)				
常数项	-1.82 (-10.85)**				-1.79 (-14.06)**			
观测样本	1143				1651			
对数似然值	-436.49				-655.49			

注: 回归结果反映出资本与金融账户子项目效应。()中为变量 z 检验值, ** 和 * 分别表示在 5% 和 10% 水平上通过显著性检验。

结果表明,直接投资、其他投资和储备资产三者的突然中断都显著影响经常账户的有效调节,证券投资 and 未记录的资本流入的突然中断则不显著。这表明,相对于不确定性强的资本项目的资本流入突然中断,更加稳定的资本项目其资本流入的突然中断更能促进经常账户赤字的调节。证券投资 and 未记录的资本流入的流动性强,受利率、汇率以及其他短期因素的影响显著,短期的波动性强,而直接投资、其他投资和储备资产更多受长期性、趋势性因素的影响。这样,直接投资、其他投资和储备资产一旦出现中断,往往会持续多期,而证券投资 and 未记录的资本流入的突然中断之后下一期的资本流入状态则具有不确定性。为此,一国面对前者资本流入的突然中断,其对经常账户赤字的调节会更加重视。同时,储备资产项目下的资本流动突然中断在任何类别国家都重要,也符合相关文献的判断,即说明了储备资产作为一国随时能够动用的可自由兑换资产和国际清偿能力的重要体现,的确对于平衡国际收起到重要的作用。此外,其他投资和直接投资资本流入的突然中断显著影响经常账户调节的特征也印证了表 1 中二者作为经常账户高赤字两个最主要融资渠道的结果。

四、结 语

以上研究说明,资本流入的突然中断是影响经常账户赤字调节的有力因素,金融危机的发生自然被视为经

常账户调节的“契机”。原因是,金融危机的出现常常会造成流动性不足,流动性不足会引发资本流入的突然中断,全球性经常账户失衡将因此得到调整。然而,2007年美国次债问题引发的全球金融危机似乎并未带来这样的效果。受数据可得性的约束,本文只对新兴市场中的 16 个国家和地区¹ 在 2007 年第一季度至 2008 年第四季度资本与金融帐户整体余额进行了 SS 的判断,只发现 18 次资本流入的突然中断。与非危机阶段相比,资本流入突然中断的次数和程度都未显著上升。原因可能是,各国为避免流动性不足给经济带来的冲击纷纷通过扩张性货币与财政政策以及向金融机构注资等方式扩大流动性。因此,此次金融危机不会通过资本流入中断而带来全球经常账户失衡的改善,后者如果能够实现的话也只是基于危机对实体经济冲击而产生贸易保护主义的结果。

可见,各国对于流动性不足的畏惧决定了金融危机不会是全球经常账户不均衡调整的契机,全球经常账户不均衡将继续存在,资本与金融帐户依然是其融资渠道,世界经济将处于脆弱的均衡和危机的交叠中。限制资本的流动性和加强对金融创新的监管将有助于经常账户失衡的调节。

(下转第 69 页)

¹ 这 16 个国家和地区分别是阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥、中国香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、希腊、以色列、南非、波兰、匈牙利。

参考文献

- [1] Bagwell K., R. W. Staiger The Sensitivity of strategic and Corrective R&D Policy in Oligopolistic Industries Journal of International Economics 1994, 36: 133-150.
- [2] Benhofen D. M. Strategic Trade Policy in a Vertically Related Industry. Review of International Economics 1997, 5(3): 429-433
- [3] Eaton B. C., G. M. Grossman Optimal Trade and Industrial Policy under Oligopoly Quarterly Journal of Economics 1986, 101: 383-406.
- [4] Ishikawa J., Spencer B. J. Rent shifting export subsidies with an imported intermediate product Journal of International Economics 1999, 48: 199-232
- [5] Leahy, D., P. J Neary. Robust Rules for Industrial Policy in Open Economies Journal of International Trade and Economic Development 2001, 10: 393-409
- [6] Maggi G. Strategic Trade Policies with Endogenous Mode of Competition American Economic Review, 1996, 86: 237-258.
- [7] Park J. Y. Strategic R&D policy under vertically differentiated oligopoly. Canadian Journal of Economics 2001, 34(4): 967-987.
- [8] Spencer B. J., Brander J. A. International R&D Rivalry and Industrial Strategy. Review of Economic Studies 1983, 50: 707-722
- [9] Spencer B. J., Jones R. W. Trade and protection in vertically related markets Journal of International Economics, 1992, 32: 31-55
- [10] Tirole J. The Theory of Industrial Organization. The MIT Press 1988
- [11] Zhou, D. S., Spencer B., Vertinsky I. Strategic trade policy with endogenous choice of quality and asymmetric costs Journal of International Economics 2002, 56: 205-232.
- [12] 黄兆基, 刘瑶. 开放经济条件下的最优产业政策——横向与纵向的利润转移分析 [J]. 世界经济文汇, 2008(4): 59-63
- [13] 李长英, 谢申祥, 王孝松. 异质产品、中间品贸易与最优研发政策 [J]. 制度经济学研究, 2009(4).

(责任编辑: 段锡平)

(上接第 27 页)

参考文献

- [1] 艾瑶, 叶德磊. 人民币名义有效汇率与经常账户失衡的实证研究: 1982~2007 金融理论与实践, 2009(3).
- [2] 伍戈·豪斯克-麦奇. 不对称效应与经常账户失衡的结构性成因. 世界经济, 2006(1).
- [3] 张建清, 张天顶. 经常账户失衡的调整: 国际经验及其对中国的启示. 世界经济, 2008(10).
- [4] Chinn, M., H. In What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions Journal of Development Economics 2006, 81(1): 163-192
- [5] Edwards S. Does the Current Account Matter? In Edwards S. and J. A. Frankel (Eds.): Preventing Currency Crises in Emerging Markets. University of Chicago Press 2002: 21-69
- [6] Edwards S. The end of large current account deficits 1970 ~ 2002 Are there lessons for the United States? In The Greenspan era: Lessons for the future The Federal Reserve Bank of Kansas City, 2005: 205-268
- [7] Edwards S. On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalance. NBER Working Paper No. 12904, 2007.
- [8] Frankel J. A., E. A. Cavallo. Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops or Less? Using Gravity to Establish Causality. NBER Working Paper No. 10957, 2004.
- [9] Guilotti P., Villar A., F. Stutzenegger. On the Consequences of Sudden Stops. Economia 2004, 4(2): 171-241
- [10] Milesi-Ferretti G. M., A. Razin. Current Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities. In P. Kuczman (Ed), Currency Crises. University of Chicago Press 2000.

(责任编辑: 段锡平)

Contents & Abstracts

Research on Current China's Optimal Export Scale in International Carbon Emission Entitlements Trading

Shi Yadong(3)

International carbon emission entitlements trading is the least cost environment policy to cope with global climate change. Currently, China connects itself with international carbon exchange mainly by clear development mechanism (CDM). CDM is developing very fast in our country, and the certified emission reductions of export are getting more and more. However, CDM items should not be developed as many as possible. As the carbon reduction capacity is limited, there exists optimal export scale in current carbon emissions trading, considering the increasing emission reduction pressure. Through setting worst stage optimal model, the paper analyses this issue in detail. After that, it analyses the unfair problems when China joining international carbon trade, and gives some suggestions for the future.

G20's Institutionalization: Trends and Impacts

Zhang Habing(8)

Due to current financial crisis, G20 acts as the prime mechanism of global economic cooperation, and starts its process of institutionalization. In nature, it is the inevitable result that the adjustment of world economic system leads to G20 upgrading. As to G20 and G8, whether they can play an important role in steering the world economy still need further observation. G20 faces many uncertainties, such as legitimacy, efficiency, agendas, etc. For China, G20 means more challenges than opportunities.

Research on World Economic Situation of Post-Crisis Era and Countermeasures

Mao Yanqiong(13)

The economic and financial crisis has changed the development trend and structure of world economy. Although the world economy is boosting up, it's too early to tell that recovery has been made successfully. Furthermore, protectionism will exist for long term. Low-carbon economy is the development trend of world economy. World trade friction involving China will burst out. Exchange rate of USD against RMB would be a big problem between US and China for long time. These situations make it difficult for China to promote the pattern of economic development and readjust the industrial structure. We should take measures to achieve those goals.

Sovereign Debt Crisis of the Euro Zone Countries: the Euro and EU Economy

Xu Mingqi(18)

This paper argues that the essence of the Euro Zone countries' sovereign debt crisis lies on the fiscal problems of over spending by those southern European countries. However, the institutional and operational dysfunction also contributed to the crisis that caused a credibility crisis of the Euro as well. The member countries of the Euro Zone as well as the EU have been already aware of the defects of the EMU. It seems inevitable for them to enhance the fiscal policy integration to overcome current contradiction. The Euro will not collapse despite the sovereign crisis while the EU economy will be negative affected and its growth prospect is not so bright.

Sudden Stops of Capital Inflow and Effective Adjustment of Current Account Deficit

Jin Yuying Wan Chao Zhou Jie Ding Haoyuan(22)

In this paper the problem of current account deficit is analyzed. A detailed analysis on its present situation is first given, followed by the deficit's financing channels and its economic influences. Then the effects of capital inflow's sudden stop on the adjusting of deficit is explored using the Probit model based on the data of 93 countries from 1977 to 2007. Some important results are found, such as the effectiveness of sudden stop of capital inflow on the deficit adjustment, with the economic significances expatiated. Based on the analysis and observations, the conclusion is given as that the current financial crisis will not make the global current account disequilibrium better as expected.