

金融危机与全球失衡

杨颢怿 陈匡淇 董婉琪 许锦添 吕天琪

17 经济学

School of Economics, Fudan University

Dec. 2019



1

《金融炼金术的终结》读书报告

- 全球失衡如何导致金融危机

2

小组研究

- 危机后的世界——失衡现状
- 外部压力：中国应该为失衡“背锅”吗
- 世界范围内中国的位置
- 中国的未来：新的全球失衡协调框架

A large, dark blue diamond shape is centered on the page. Inside this diamond, there is a smaller diamond shape formed by the intersection of two lines that cross at the center. The text is centered within the large diamond.

读书报告

《金融炼金术的终结》
从全球失衡到金融危机

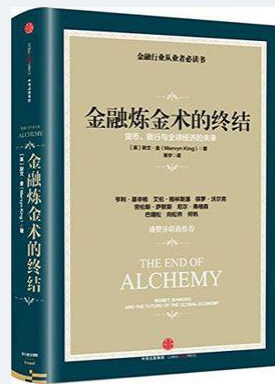


默文·金 (Mervyn King)

英国经济学家、前任英格兰银行行长（2003-2013）。

《金融炼金术的终结》

《金融炼金术的终结》主要内容：对当今世界的货币金融理论进行了深刻的批判，并将08年金融危机根源指向了“全球失衡”。



关于起因的争论

对于2007年美国爆发的次贷危机和2008年升级为金融危机的原因，目前还没有定论。主要解释包括：

- ◆ 全球经济失衡导致世界实际利率水平过低，促使美国过度举债；
- ◆ 2001年以来美国过于宽松的货币政策导致资产价格泡沫化；
- ◆ 美国金融自由化之后金融创新过度 and 监管缺失。

经济金融全球化，资金在全球自由流动



柏林墙倒塌



苏联解体

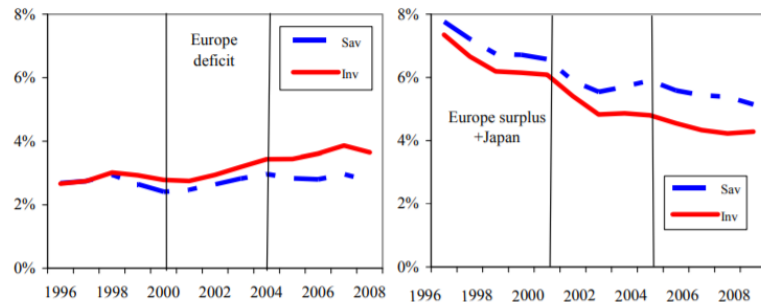
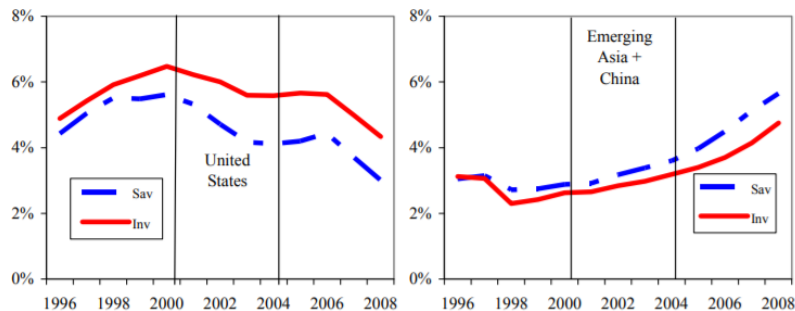


印度、中国逐渐融入
全球性交易体系当中

全球失衡→金融危机

- 经济金融全球化，资金在全球自由流动
- 新兴经济体在出口贸易的高额顺差中不断积累财富，导致全球范围内储蓄过高
 - 新兴市场经济体以出口拉动本国经济增长
 - 一些国家国情特殊，国民储蓄意愿强烈
 - 亚洲金融危机后遗症

Figure 2. Saving and Investment Trends (in percent of world GDP)



Source: Authors' calculations based on IMF, World Economic Outlook, October 2009.

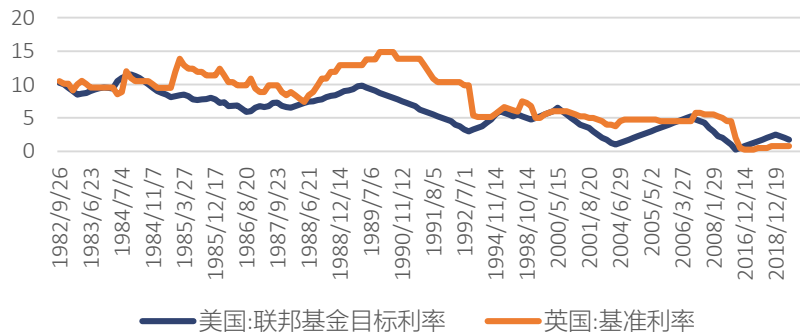
Source: Olivier J Blanchard, Gian Maria Milesi-Ferretti. Global Imbalances: In Midstream?[J]. Cepr Discussion Papers, 2010, 2009(7693).

全球失衡→金融危机

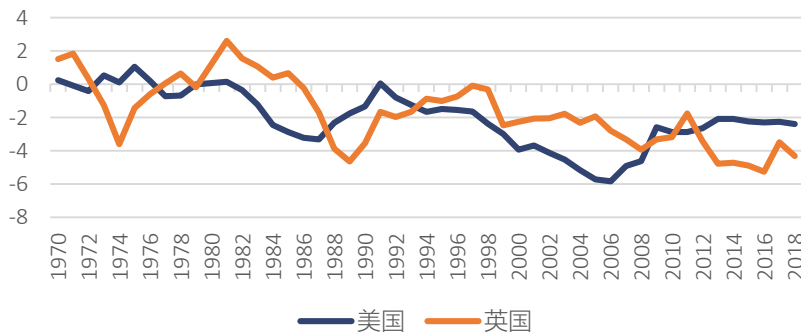
- 经济金融全球化，资金在全球自由流动
- 新兴经济体在出口贸易的高额顺差中不断积累财富，导致全球范围内储蓄过高；
- 发达经济体在面对结构性贸易逆差时为了稳定增长，只能通过降低官方利率来刺激国内需求；

$$\begin{array}{ccccccc} \bullet & Y & = & C+I+G & + & NX \\ \text{社会总需求} & & & \text{国内需求} & \uparrow & & \text{国外需求} \downarrow \end{array}$$

美国、英国央行基准利率

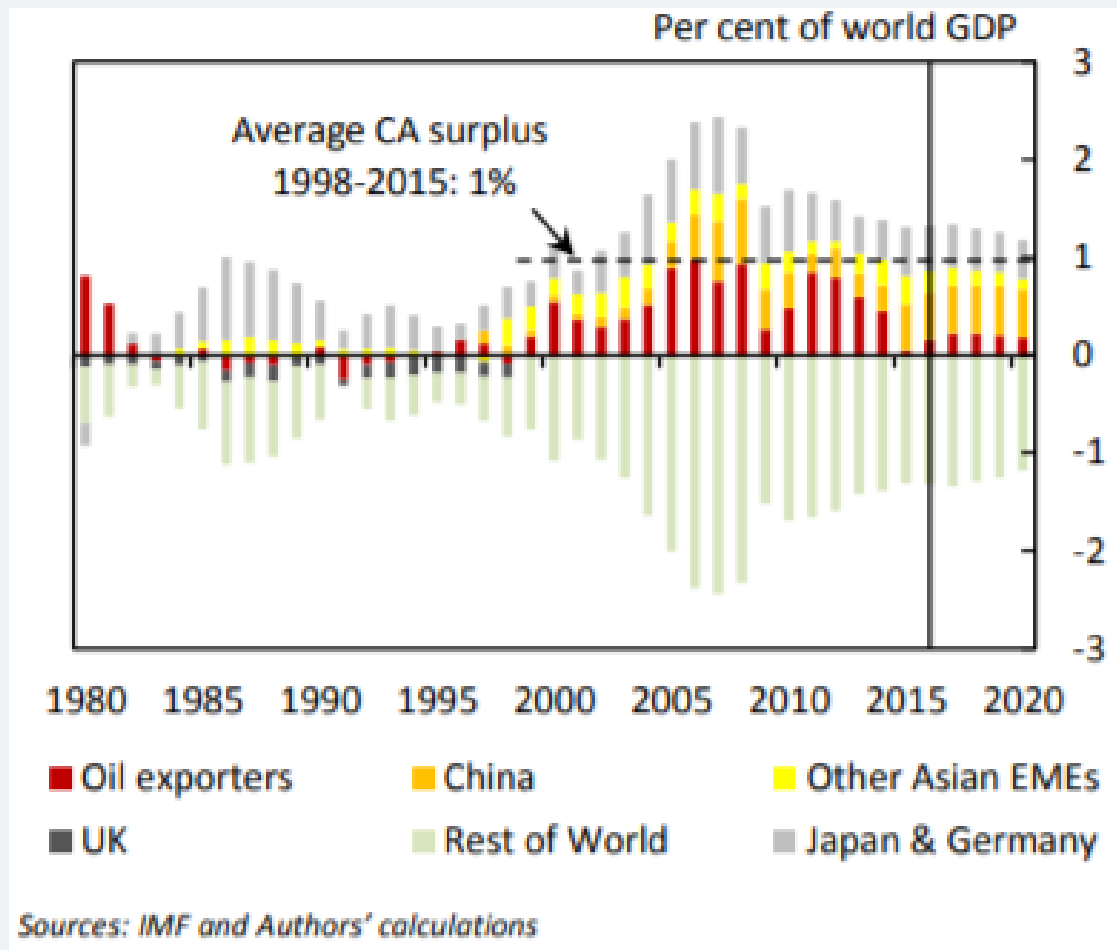


美国、英国经常账户余额（占GDP）





质疑一



全球失衡→金融危机

- 经济金融全球化，资金在全球自由流动
- 新兴经济体在出口贸易的高额顺差中不断积累财富，导致全球范围内储蓄过高；
- 发达经济体在面对结构性贸易逆差时只能通过降低短期官方利率来刺激国内需求；
- 全球各重要经济体内部及经济体之间的宏观经济呈现失衡状态。



全球失衡→金融危机

- 经济金融全球化，资金在全球自由流动
- 新兴经济体在出口贸易的高额顺差中不断积累财富，导致全球范围内储蓄过高；
- 发达经济体在面对结构性贸易逆差时只能通过降低短期官方利率来刺激国内需求；
- 全球各重要经济体内部及经济体之间的宏观经济呈现失衡状态。
- 全球失衡状况反映在实际利率水平长期走低。

按照国民收入恒等式，经常项目的差额即为国内储蓄和投资之间的差额，外部失衡(经常项目的不平衡)其实是内部失衡(储蓄和投资的不平衡)的镜像

默文·金认为不断扩大的全球失衡状况始于高顺差国的财富积累、全球储蓄过剩，进而实际利率长期走低。

质疑二



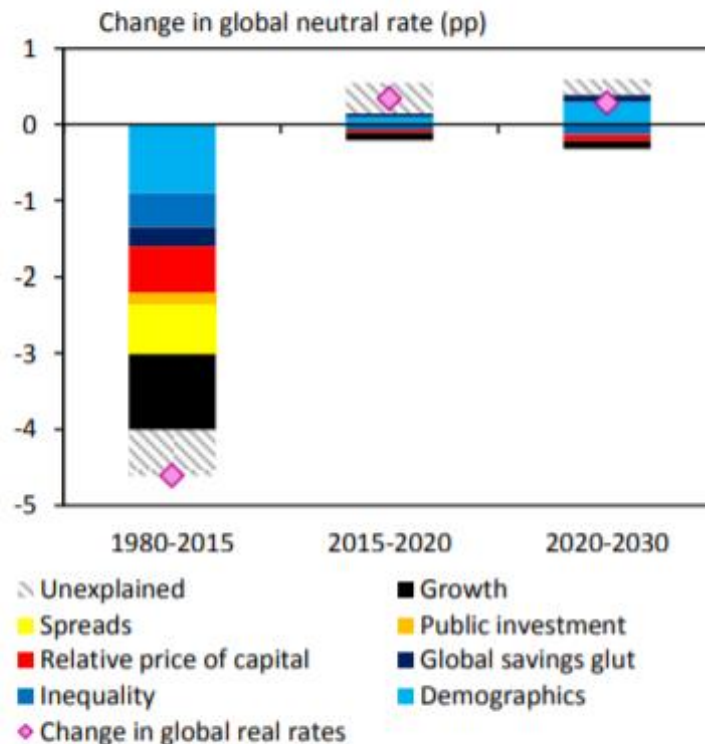
BANK OF ENGLAND

Staff Working Paper No. 571

Secular drivers of the global real interest rate

Lukasz Rachel⁽¹⁾ and Thomas D Smith⁽²⁾

Chart E2: Secular drivers of global real interest rates



全球失衡→金融危机

- 经济金融全球化，资金在全球自由流动
- 新兴经济体在出口贸易的高额顺差中不断积累财富，导致全球范围内储蓄过高；
- 发达经济体在面对结构性贸易逆差时只能通过降低短期官方利率来刺激国内需求；
- 全球各重要经济体内部及经济体之间的宏观经济呈现失衡状态；
- 全球失衡状况反映在实际利率水平长期走低；
- 随着利率走低，银行的资产负债表迅速扩大

银行的资产负债表急速扩大



资产价格提升，债务水平高企

银行追求高风险高回报率，大量使用杠杆

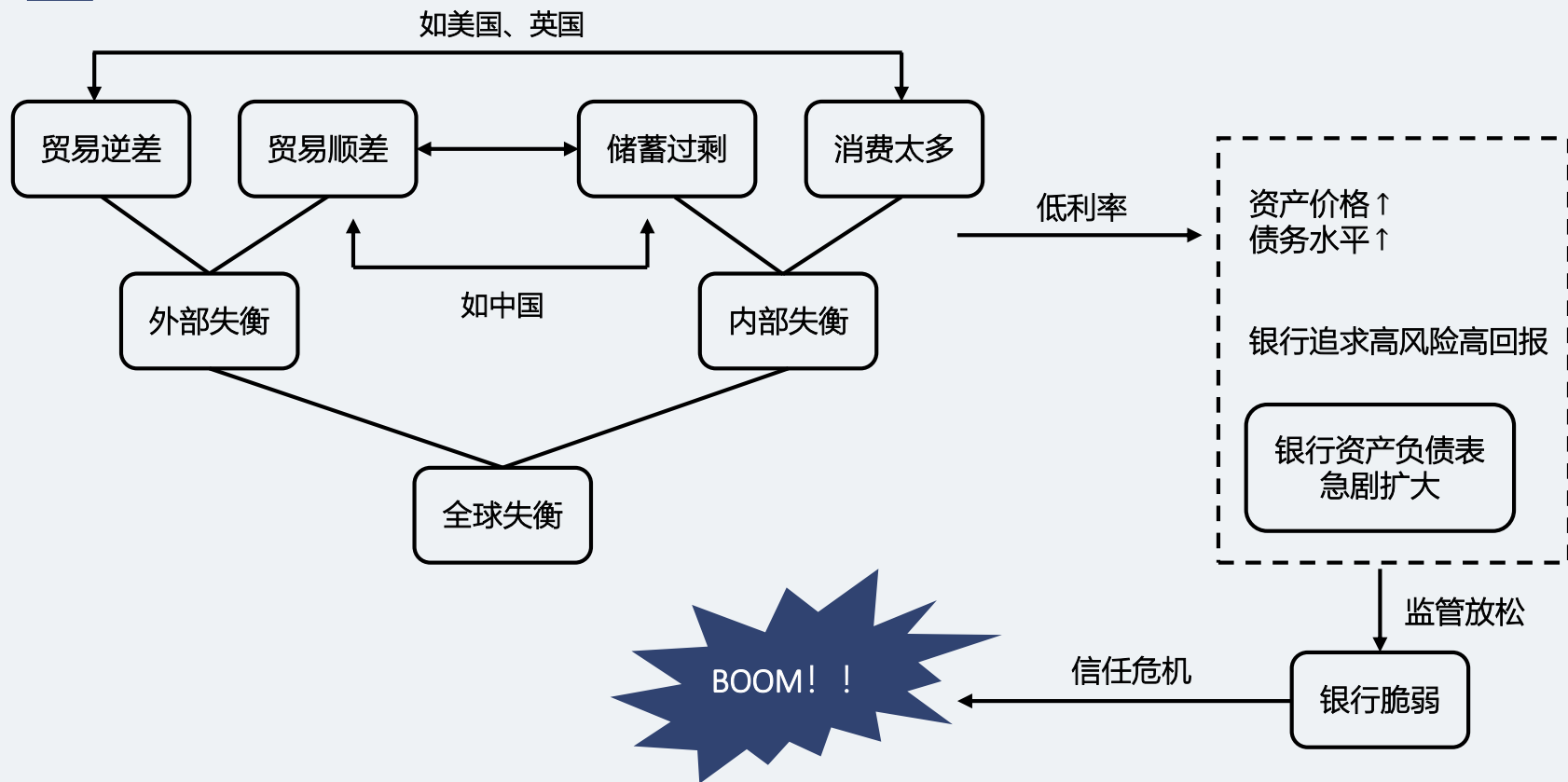
全球失衡→金融危机

- 经济金融全球化，资金在全球自由流动
- 新兴经济体在出口贸易的高额顺差中不断积累财富，导致全球范围内储蓄过高
- 发达经济体在面对结构性贸易逆差时只能通过降低短期官方利率来刺激国内需求
- 全球各重要经济体内部及经济体之间的宏观经济呈现失衡状态
- 全球失衡状况反映在实际利率水平长期走低；
- 随着利率走低，银行的资产负债表迅速扩大
- 外加监管宽松，金融资产的复杂程度和规模爆炸式增长，整个银行体系变得异常脆弱

全球失衡→金融危机

- 经济金融全球化，资金在全球自由流动
- 新兴经济体在出口贸易的高额顺差中不断积累财富，导致全球范围内储蓄过高
- 发达经济体在面对结构性贸易逆差时只能通过降低短期官方利率来刺激国内需求
- 全球各重要经济体内部及经济体之间的宏观经济呈现失衡状态
- 随着利率走低，银行的资产负债表迅速扩大
- 外加监管宽松，金融资产的复杂程度和规模爆炸式增长，整个银行体系变得异常脆弱
- 金融危机前，世界两大风险点，一是世界经济严重失衡，另一是银行业资产负债表的爆发式膨胀。
 - 哪一个泡沫会率先破灭呢？是投资者先对银行健全程度产生怀疑，还是本就不可持续的储蓄消费模式率先终止？
 - 最终，银行脆弱的资产负债表成为火山爆发的导火索。

全球失衡→金融危机 传导图



A large, dark blue diamond shape is centered on the page. It is formed by two overlapping squares. The top square is rotated 45 degrees, and the bottom square is also rotated 45 degrees. The lines of the squares intersect to form a smaller diamond in the center. The text is centered within this large diamond.

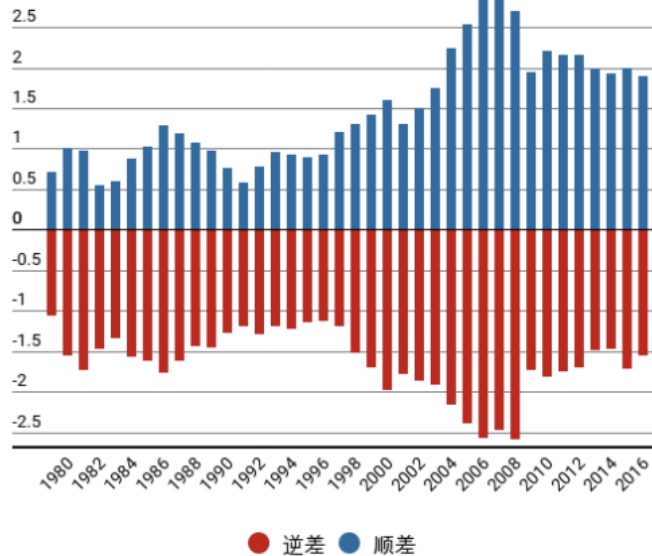
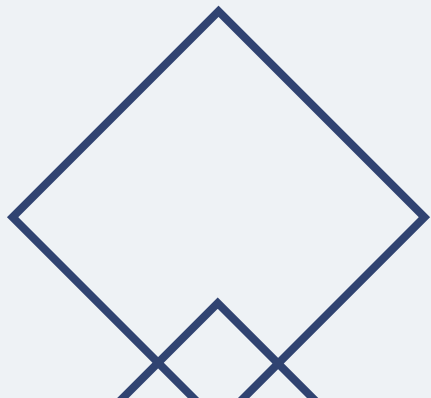
小组研究

危机之后的失衡、中国的现状及未来

危机之后——失衡现状如何了？

➤ 什么是全球经济失衡（global imbalances）？

在全球范围内出现的经济体之间投资和储蓄不平衡的现象，即东亚新兴市场国家、石油输出国家、德国和日本等国的经常账户顺差以及美国、英国等国的经常账户逆差并存的现象



来源：基金组织《世界经济展望》和基金组织工作人员的计算。

注：由于统计差异，顺差和逆差总额稍微有所不同。

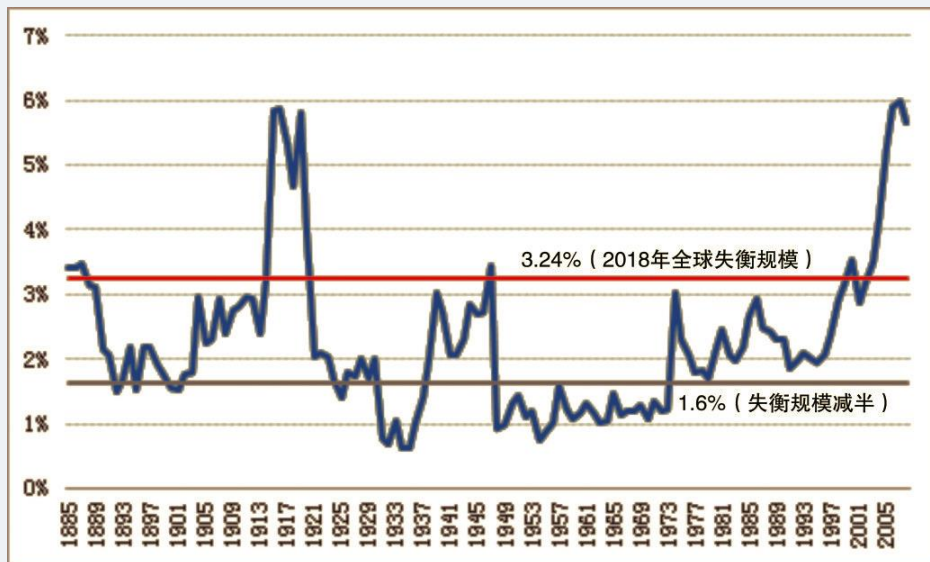
Source: 2017 World Economic Outlook

全球经济失衡——规模维度

- 规模维度：全球每个国家的经常账户顺差与逆差的绝对值之和占世界GDP的比重

$$GI_1 = \frac{\sum_i |CA_i|}{\sum_i GDP_i}$$

GI_1 越高，表示全球失衡的程度越严重；
 GI_1 越低，表示全球失衡的程度在降低。



Source: Jones, M. T. & Obstfeld, M., "Saving, Investment, and Gold: A Reassessment of Historical Current Account Data", NBER Working Paper, 6103, 1997; Mitchell, B. R., International Historical Statistics, London: Palgrave MacMillan, 2007;

外部压力：中国需要继续调整吗



G20：重提全球失衡议题

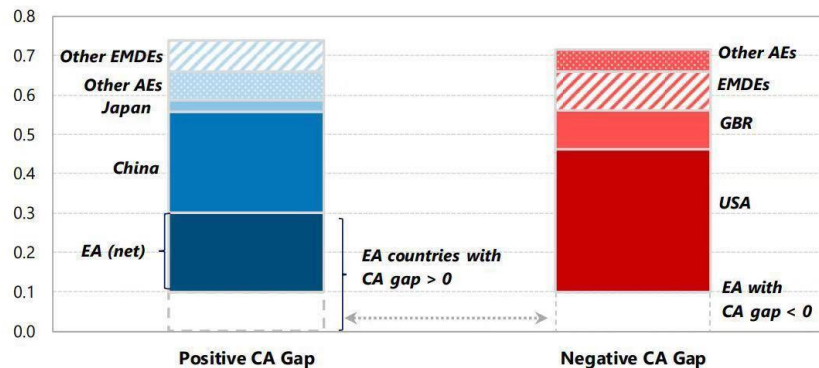
2018年年末至今，在日本作为G20峰会主席国期间，全球失衡议题再度成为G20增长框架工作组的核心议题。日本副首相兼财政大臣麻生太郎也撰文指出，G20的当务之急是解决老龄化和全球贸易失衡问题。



IMF：全球失衡形势依旧严峻，中国负有重要责任

2018年7月国际货币基金组织（IMF）发布的《2018年对外部门报告》（External Sector Report）中指出，2017年全球经常账户余额约占全球GDP的31%，其中存在40%~50%的过度失衡，这其中，IMF认为中国顺差的贡献在所有顺差国家中约占1/3，应当进一步作出调整。

Figure 10. Global Current Account Gaps, 2017 ^{1/}
(Percent of world GDP)

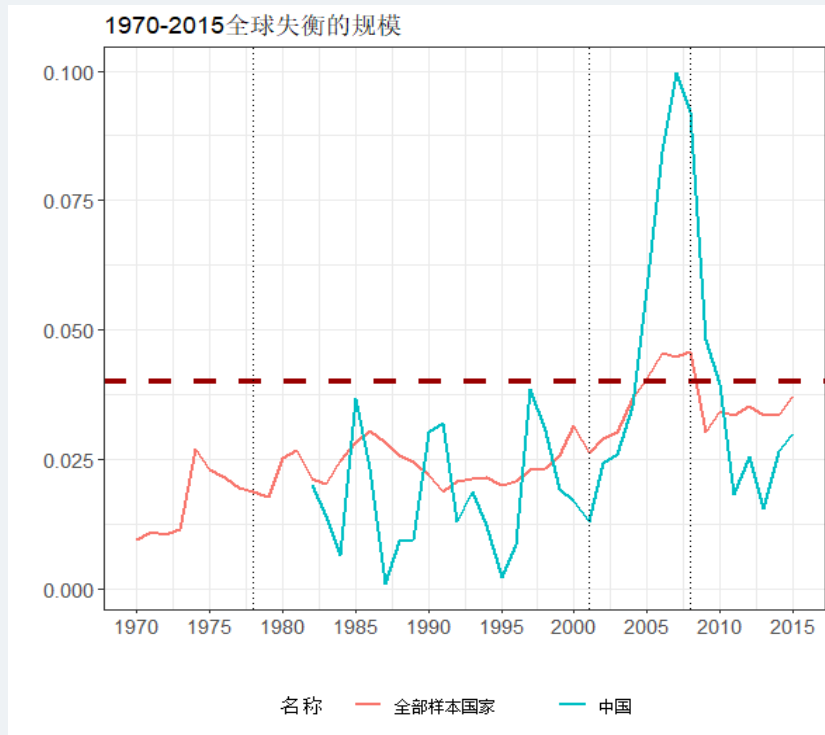


Source: IMF staff calculations.

1/ Only ESR countries are included, and systemic 5 economies reported individually. EA economies with positive (negative) CA gaps include Germany and the Netherlands (Belgium, France, Italy and Spain).

外部压力：中国需要继续调整吗

- 名义水平测量：全球经济整体以及中国的经常账户均不存在显著失衡问题
- “拇指法则”：经常账户占GDP比重不超过4%
- 按照这个标准，中国在2011年及之后就不存在过度失衡，且预计将在中长期内处于经常账户总体均衡的轨道上



Source: Data from Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti (2017), "International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis," IMF Working Paper 17/115

外部压力：中国需要继续调整吗

➤ IMF：外部失衡评估法(External Balance Analysisim)

- 第一步：基于主要的经常账户余额决定理论确定一国经常账户余额的解释变量，进行面板回归，获得回归方程的估计式

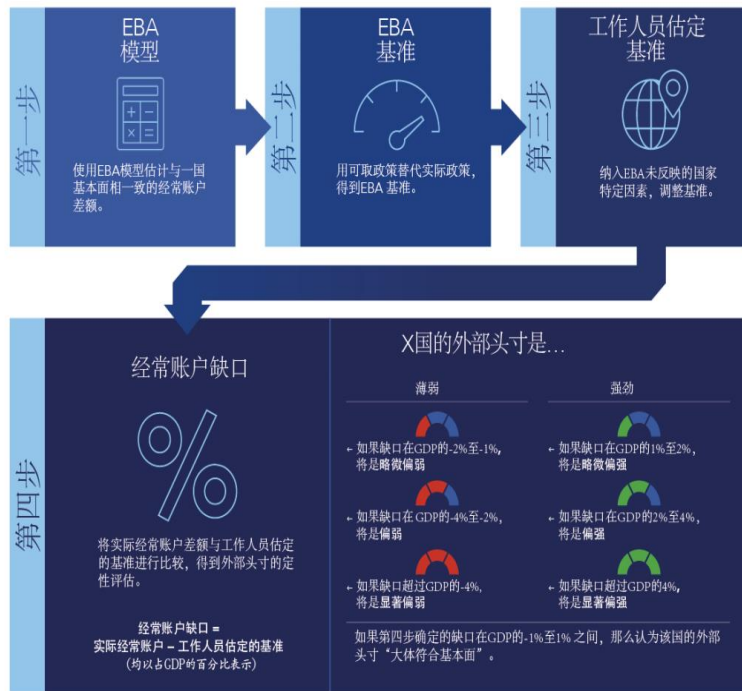
$$\frac{CA}{GDP} = B_1(Structural) + B_2(Policies) + B_3(Cyclical) + e$$

- 第二步：将基本面变量选取原始数据代回，政策变量选取IMF经由各国磋商的合意政策值代回，得到一国的经常账户合意值
- 第三步：纳入其他国家特有因素，对基准进行调整
- 第四步：名义值减合意值，得到一国的经常账户缺口

经常账户过度失衡=经常账户总体缺口

=名义值-合意值

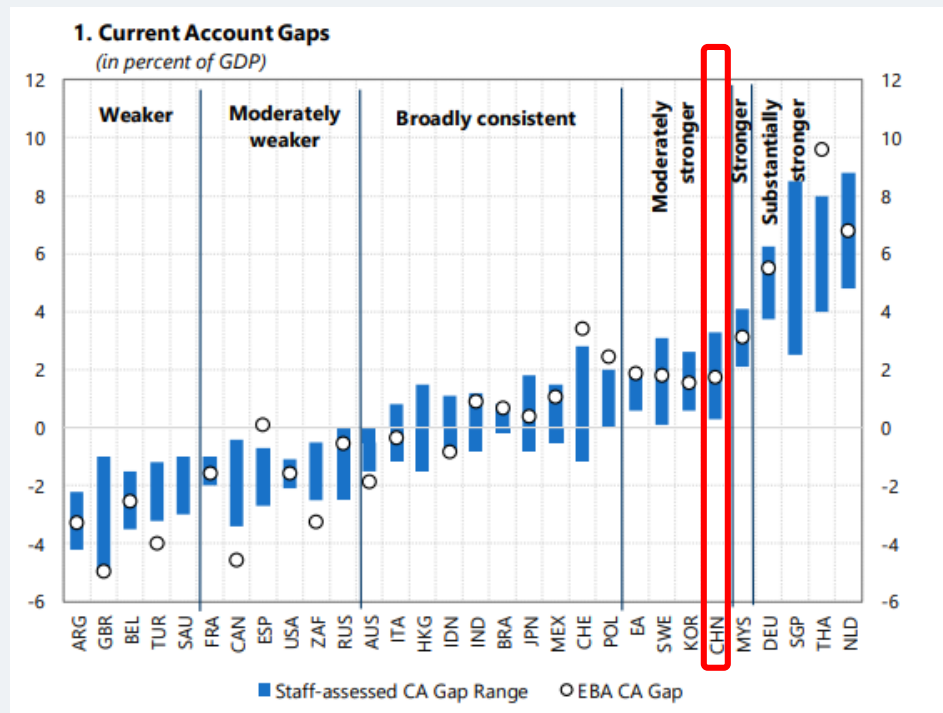
=政策缺口+回归方程式的残差项



外部压力：中国需要继续调整吗

➤ IMF：外部失衡评估法(External Balance Analysisim)

根据IMF的测算，德国、荷兰、新加坡、泰国的外部头寸被认为“大幅走强”（substantially stronger），超出了中期基本面和合意政策（经常账户差额占GDP的差额超过4%），而中国被认为“中等走强”(moderately stronger)，即差额占GDP的比率在1%-2%之间。



反驳：EBA方法存在缺陷

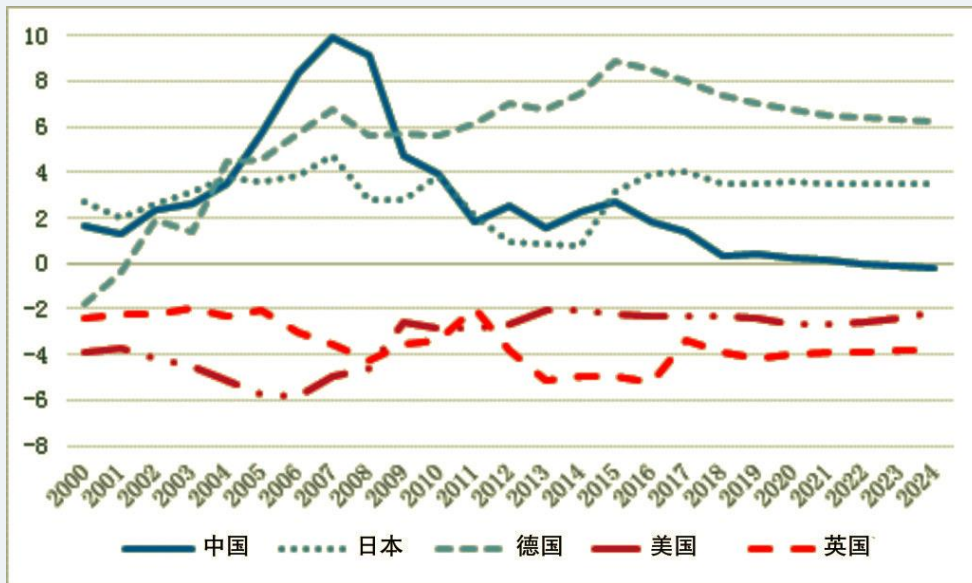
- 针对所有成员国获得一个单一的回归方程，国别分析方面说服力不足
 - 没有考虑到成员国在经济规模、发展阶段、开放程度与政策框架等方面的差异性。该方法尤其难以适用于分析包括中国在内的转型国家。

- 合意经常账户水平无法直接观测，估算可靠性存疑
 - 这使得经常账户的合意值以及过度失衡水平也只能是估计值
 - 变量存在局限性

- 没有反映出某一因素的差异性影响
 - 各解释变量的回归系数都是唯一的，即每个国家一单位某一变量的变动对经常账户余额的影响都是相同的
 - ex. 财政政策
 - 根据Chinn的回归结论，“政府财政”对经常账户的影响强度在发达国家内部最强，新兴经济体最弱，发展中国家处于中间水平，这意味着政府财政对经常账户的影响会因国家发展阶段的不同而有所不同。

中国：为全球失衡的削减做出了重要贡献

根据IMF世界经济展望数据库的最新统计和预测，2018年，中国的经常账户余额占GDP的比重为0.4%，这一比重仅为同期日本的1/10、德国的1/20，绝对规模也远小于这两个国家。



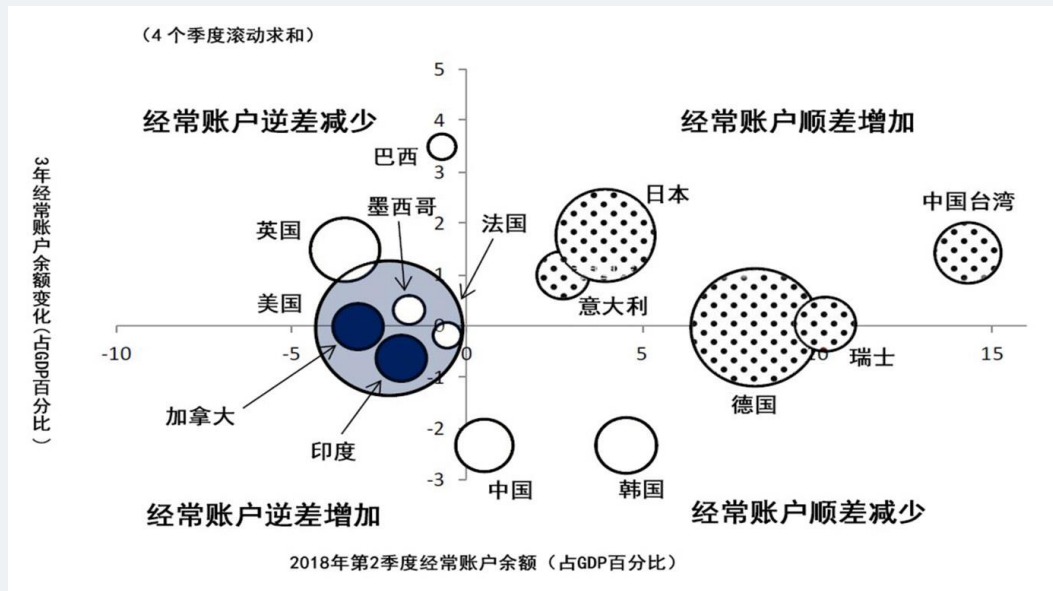
Source: 2019 External Sector Report

世界范围：中国不再身处主要顺差国阵营

顺差的主要贡献国：德国、日本、中国台湾、瑞士和意大利等

逆差的主要贡献国：美国、加拿大和印度

中国、韩国以及英国、墨西哥、法国、巴西分别是在顺差国和逆差国中为全球失衡的下降做出积极贡献的国家。



Source: 2019 External Sector Report

中国的未来：新的全球失衡协调框架

➤ 两个核心调整渠道：流量失衡渠道和存量失衡渠道

存量失衡：以净国际投资头寸（NIIP）衡量的失衡水平

$$\Delta NIIP_t = CA_t + VAL_t = TB_t + INC_t + VAL_t$$

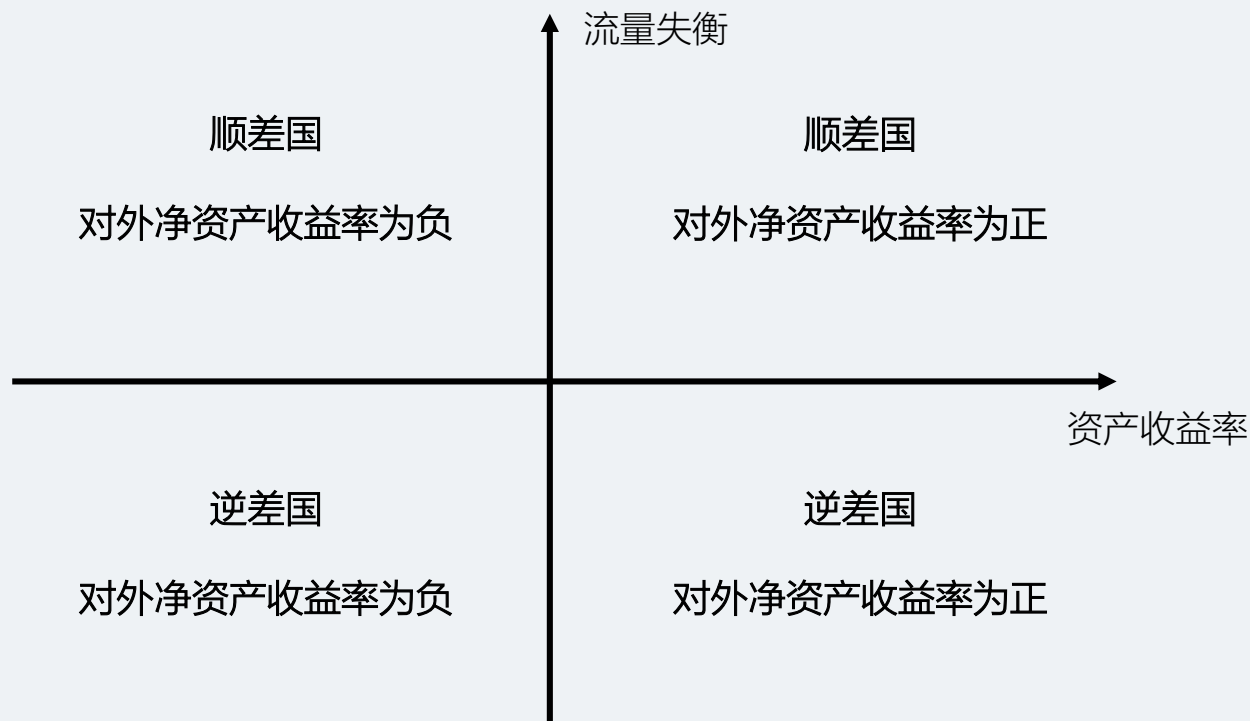
流量失衡与存量失衡之间的关系：

- 流量失衡是存量失衡的重要原因，经常账户的持续失衡会积累至存量失衡之中，NIIP 中体现了多年流量失衡的历史积累；
- NIIP本身为一国对外的总资产和总负债之差，各类资产（负债）的收益变动又会体现在下一期的经常账户收益项之中，继而，存量失衡又在未来对流量失衡产生持续的影响。

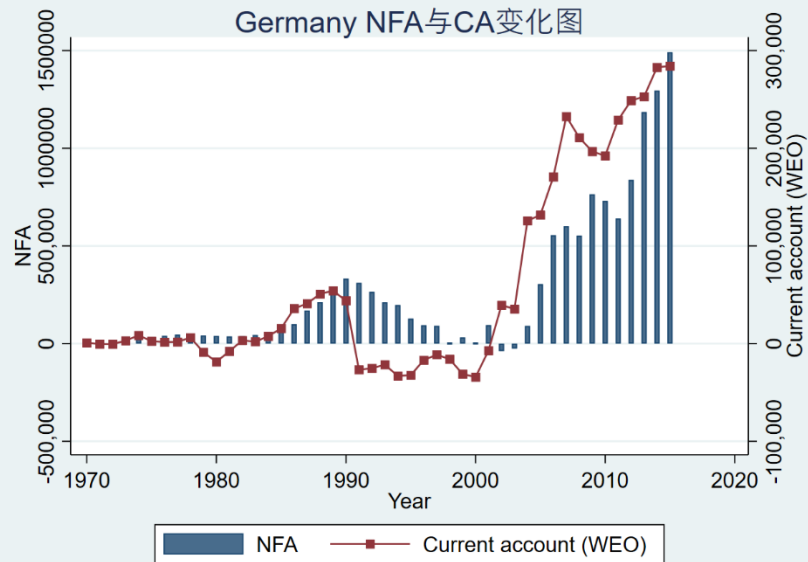
存量失衡在全球失衡调整中的角色：对外净资产的规模和结构将导致经常账户下流量失衡的变化

但是，净债权国和净债务国的存量和流量失衡调整并非一一对应的关系

中国的未来：新的全球失衡协调框架



四种模式：代表国分析



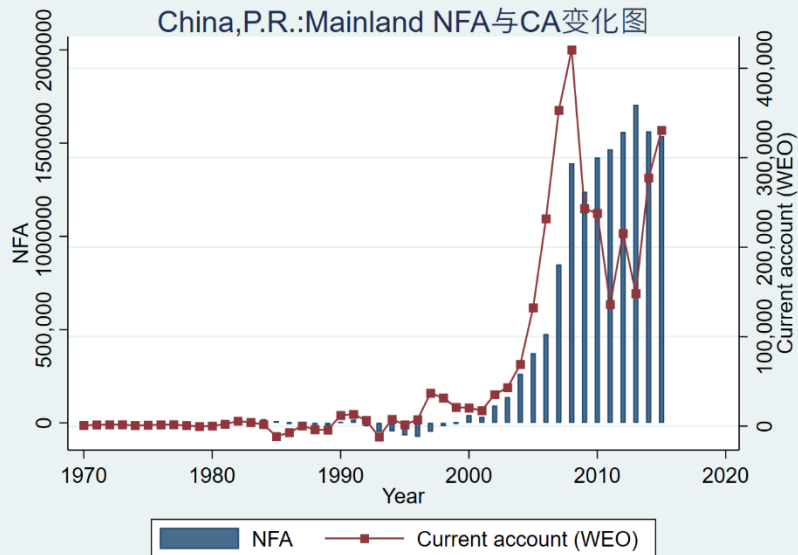
Source: Data from Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti (2017)

第一象限：顺差国、对外净资产收益率为正

- 代表国家：日本、德国
- 顺差国 + 净债权国，且存量失衡会加剧流量失衡

对外总资产的收益高于对外总负债的成本，这意味着该国经常账户中的投资收益项为正，这将进一步推高该国的经常账户顺差（经常账户顺差中很大部分源自于投资收益项）

四种模式：代表国分析

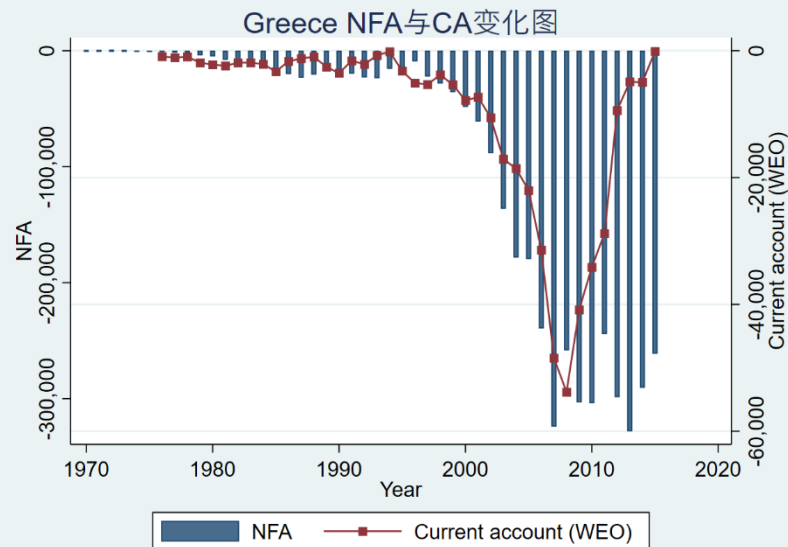


Source: Data from Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti (2017)

第二象限：顺差国、对外净资产收益率为负

- 代表国家：中国
- 顺差国+净债权国，但存量失衡在一定程度上缓解了流量失衡：投资收益项为负，对下一期的经常账户顺差起到削减的作用

四种模式：代表国分析

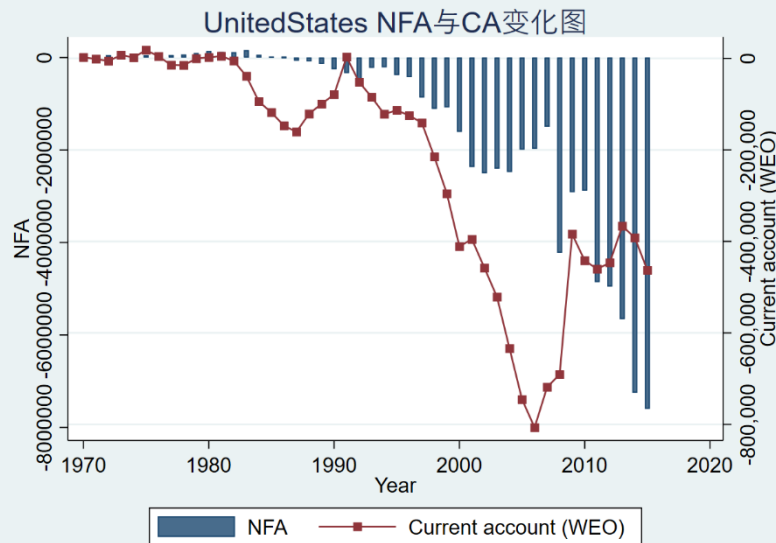


Source: Data from Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti (2017)

第三象限：逆差国、对外净资产收益率为负

- 代表国家：希腊
- 逆差国+净债务国，且存量失衡进一步恶化流量失衡：净投资收益为负，存量失衡成为这些流量失衡的逆差国家金融稳定恶化的“加速器”

四种模式：代表国分析

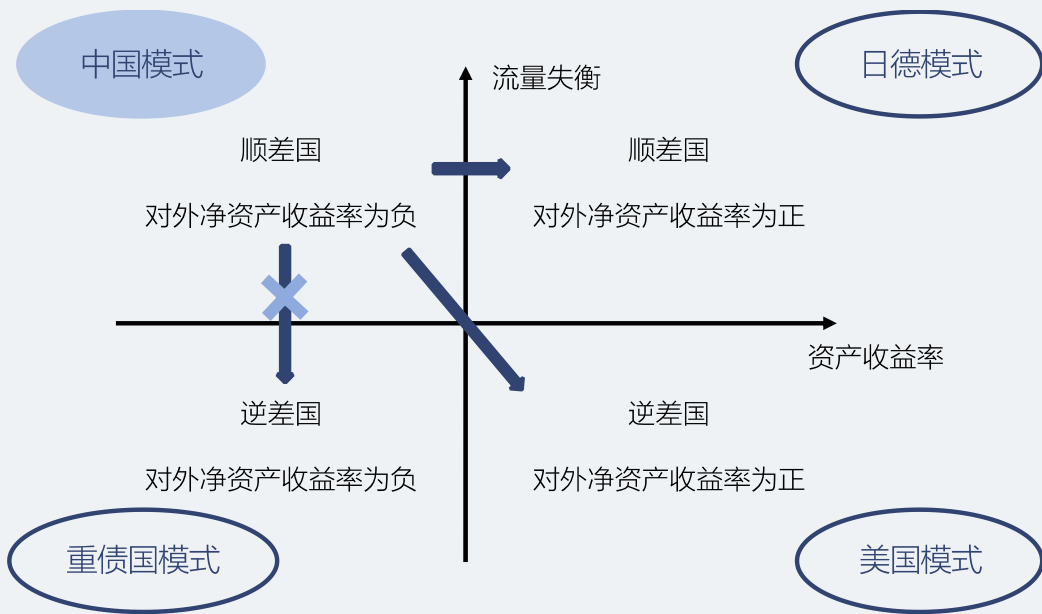


Source: Data from Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti (2017)

第四象限：逆差国、对外净资产收益率为正

- 代表国家：美国
- 逆差国+净债务国，但其存量调整在一定程度上缓解了流量失衡：
- 美国的对外负债主要为美国国债，由于国际货币体系的特征及美国国债的“安全资产”的属性，美国并不需要为债务支付较高的成本。而美国的对外资产则以直接投资为主，其收益率较高。因此，尽管美国是逆差国，其存量调整却在一定程度上缓解了经常账户逆差的压力。

中国的未来：警惕从第二象限跌落到第三象限



中国的理想路径：

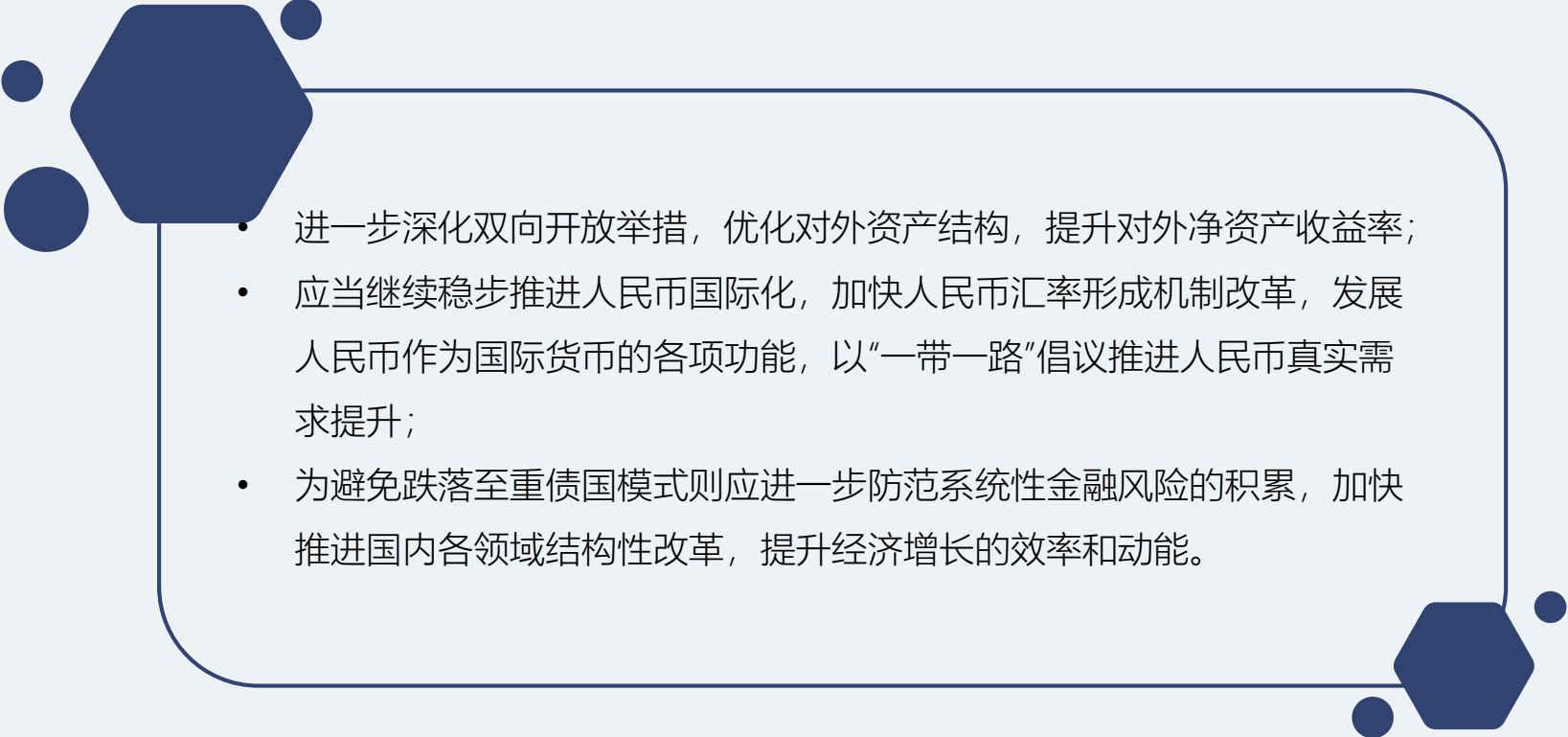
第一象限（日德模式）或者第四象限（美国模式）

次优路径：维持第二象限的现状

最差路径：跌落至第三象限

风险：中国经常账户的顺差规模已经大幅度缩窄，同时，存量调整部分对经常账户顺差的贡献仍然为负，如果进一步出现经常账户逆差的流量失衡情形，就会跌落至第三象限，继而面临金融稳定恶化的“加速器”效应

演进：日德模式与美国模式并举

- 
- 进一步深化双向开放举措，优化对外资产结构，提升对外净资产收益率；
 - 应当继续稳步推进人民币国际化，加快人民币汇率形成机制改革，发展人民币作为国际货币的各项功能，以“一带一路”倡议推进人民币真实需求提升；
 - 为避免跌落至重债国模式则应进一步防范系统性金融风险的积累，加快推进国内各领域结构性改革，提升经济增长的效率和动能。



参考文献 Reference

- [1]Olivier J Blanchard, Gian Maria Milesi-Ferretti. Global Imbalances: In Midstream?[J]. Cepr Discussion Papers, 2010, 2009(7693).
- [2] BIS Annual Economic Report, Bank for International Settlements, 2018
- [3]2018 External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions[OL],IMF,2018
- [4]2019 External Sector Report: The Dynamics of External Adjustment[OL],IMF,2019
- [5]Balance of Payments and International Investment Position[DB],IMF Data
- [6] Data Source: Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti (2017), "International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis," IMF Working Paper 17/115
- [7]Rachel, Lukasz and Smith, Thomas, Secular Drivers of the Global Real Interest Rate (December 11, 2015). Bank of England Working Paper No. 571.
- [8]杨盼盼,常殊昱,熊爱宗.危机后全球失衡的进展与国际协调思路[J].国际经济评论,2019(04):9-25+4.
- [9]杨盼盼,徐建炜.“全球失衡”的百年变迁——基于经验数据与事实比较的分析[J].经济学(季刊),2014,13(02):625-646.
- [10] 张明.IMF评估汇率失衡的新方法EBA述评[J].经济学动态,2012(07):117-121.
- [11] 国际货币基金组织,《世界经济展望——复苏加强,但力度仍不均匀》[R],2014.4
- [12]国际货币基金组织,《世界经济展望:稳定增长面临的挑战》[R],2019.4
- [13]屈庆东.中美国际投资头寸表的比较分析[J]对外经贸,2015(03):115-118