

G20 参考性指南: 治理全球经济失衡的第一步*

黄薇 韩剑

[摘要]不平衡问题由于其长期性、破坏性以及各国政策协调的复杂性,成为 2011 年 G20 全球治理平台上热点议题之一。然而,学术界对于经济失衡问题并没有形成共识性看法,甚至对于全球失衡也缺乏严格的定义。本文从全球失衡问题研究和“参考性指南”产生的背景入手,讨论了“参考性指南”指标体系的形成以及方法论基础和四种测度失衡方法的优缺点。总体而言,“参考性指南”的产生与发展体现了各国间的政策博弈结果,也是首次在超国家领域设立的系统化全球经济失衡评价体系。该体系的设立不仅有助于鉴别和监督各国失衡状况,同时也有利于促进各国政府采取负责任的调整措施。

关键词:参考性指南 全球经济失衡 G20

JEL 分类号:F01 F40 F42

进入 21 世纪以来,全球经常账户失衡迅速扩大,并成为推动全球金融危机爆发的重要因素之一。美国的经常账户余额占国内生产总值(GDP)的比率从 1991 年顺差,转变为 2004 年的逆差 5.3%,并在之后三年中持续超过 5%的高水平。这一现象引发了国际社会的广泛关注。2010 年韩国庆州 G20 财长会前夕,美国财长盖特纳在信函中首次提出以 $[-4\%,+4\%]$ 作为经常账户占 GDP 之比的合理范围,仅对能源等原材料出口国予以例外。按照这一标准,美国从 2000 年起、德国从 2004 年起、中国从 2005 年起、日本从 2007 年起均出现了经常账户失衡。

大体而言,21 世纪的全球经济失衡具有几个基本特征:首先,全球经济失衡主体不再局限于发达国家,中国、印度、韩国和印尼等发展中国家在失衡问题中也扮演着越来越重要的角色。其次,主要失衡国家均有调整失衡现状的诉求。历史经验表明持续而严重的外部经济失衡,往往会引致经济产生剧烈波动并出现强制性调整。而初始失衡程度越大,则温和调整方式实现再平衡的成功可能性越小。第三,全球经济需要一个超国家的经济治理平台加以规范。尽管全球金融危机以来,由于经济收缩需求减弱等因素造成外部失衡程度有所下降。但是,如果在政策层面不对经济失衡有所作为,全球经济失衡问题将会在一段时间后卷土重来,成为始终笼罩在全球经济增长上空的阴霾。为了避免全球经济大起大落,也是为了避免贸易保护对世界经济的侵蚀,治理失衡在全球化分工不断加深的今天成为一个亟待解决的超国家经济问题。

2008 年全球性金融危机以来,G20 峰会为代表的新型全球治理框架构架逐步确定。在该框架下既拥有全球主要国家领导人峰会所赋予的领导力和影响力,也具备财长与央行行长会的执行能力、副手和工作组会的操作能力,同时享受 IMF、WB、UNCTAD、WTO、ILO、WHO、FAO 等联合国框架下各类机构以及 BIS 等其他国际机构的专业信息和咨询服务配套^①。这一背景使得 G20 对于全

* 黄薇,中国社会科学院世界经济与政治研究所,副研究员,管理学博士;韩剑,南京大学商学院,副教授,经济学博士。本研究得到国家社科基金重点项目(11AGJ001)与国家自然科学基金项目(71001070)的资助。

① IMF:国际货币基金组织;WB:世界银行;UNCTAD:联合国贸发会;WTO:国际贸易组织;ILO:国际劳工组织;WHO:世界卫生组织;FAO:联合国粮农组织;BIS:国际清算银行。

球经济再平衡的治理工作被赋予了更大的期望,韩国首尔 G20 峰会上确定由 G20 财长会负责“参考性指南(Indicative Guidelines)”的设计工作。“参考性指南”从此成为迈向全球再平衡经济治理制度化的第一步。

作为政策层面的全球治理工作与学术探索存在本质差异。经济治理机制是一种包含经济、政治、制度、文化等多方面因素在内的复杂体系。在 G20 平台上对于全球再平衡工作的治理在满足基本平衡诉求的同时,也包含着政策博弈过程中的权力和各种策略性控制。对于“参考性指南”的设计的倡议体现了各国对于失衡问题的社会认同感,但其产生和发展则有赖于权力的意志。最终达成的成果表明,只有那些最符合各国基本诉求的内容,才能够得以生存并获得发展。

本文各部分的安排如下:第一节为关于全球经济失衡问题的文献综述;第二节分析了“参考性指南”诞生的背景;第三节从技术原因和政治博弈两个角度对“参考性指南”指标体系的构建过程进行了评论;第四节阐述了“参考性指南”的方法论基础及主要方法的优缺点;最后一节为评价和展望。

一、文献综述

经济学中被普遍接受的分析框架为均衡分析,例如微观经济学中的价格形成机制,宏观经济学中的价格水平、利率、汇率(自由汇率市场)等的形成机制均属于典型的均衡分析。所谓均衡即供需两方达到一种平衡状态,并使得市场出清得以实现。如果引入时间维度,那么均衡可以是跨期的、动态的,但其基本原理与静态分析并无太大差异。失衡则是相对于均(平)衡的概念。

进入二十一世纪,全球经济失衡问题日益突出,它不仅表现为一些国家之间贸易收支、国际投资的外部失衡,也表现为一些国家因宏观经济政策所导致的债务与储蓄、投资与消费等多方面的内部失衡。经济从封闭走向开放产生内部经济部门和外部经济部门的划分,这两个部门的运行存在着紧密联系,外部经济失衡实际是国内经济失衡的部分镜像。当一国内部经济存在着储蓄、投资、消费过度膨胀或者严重不足的情形下,全球分工、产品和要素自由流动必然会将这种内部失衡向外转移,导致各国经常项目和资本项目的外部失衡,而外部平衡能力的变化也会反射至国内并影响国内经济的平衡能力。例如,第二次世界大战之后日本经济的腾飞起步于 20 世纪 50 年代朝鲜战争时期为美军提供军需品供应基地,其服装纺织以及机械钢铁等产业得到技术支持和充分的市场需求,因此获得了极佳的外部推动力。

从长期来看,全球经济失衡是各国发展水平、人口结构和其它经济因素跨国差异的自然反映,短期则更容易受到各国对外经济政策的影响。大致而言,研究者对于失衡问题的研究集中在四个方面:

首先,是对全球经济失衡表现和重要性的关注。如 Cooper(2007)等认为经常账户和对外负债状况应该作为重点指标加以关注。部分研究者指出资本和金融账户以及外汇储备等国际金融往来失衡也是全球经济失衡的重要表现,在关于新兴市场国家高企的外汇储备的分析文章中大多表达了此类担忧。关于失衡问题的重要性方面,如 Blanchard and Milesi-Ferretti(2011)从强制调整所带来的溢出效应、公平竞争以及逆差国可能遭遇的流动性陷阱问题等角度,分析了一国愿意减少经常账户赤字或盈余的主要原因以及国际社会应该做出的努力。

其次,是对全球经济失衡原因的探寻。如 Higgins(1998)和 Summers(2004)等指出经常账户失衡存在的主要基本面因素和其可持续性。从国际货币体系的角度,联合国的高级经济学家 Hong(2005)以及 Collignon, Cooper, Kawai and Zhang(2010)等强调全球失衡是由于国际间的储蓄投资失衡以及现行的存在缺陷的国际储备体系,然而 Alfaro, Kalemli-Ozcan and Volosovych(2011)的研

究证明债务率与生产率的增长间存在正相关关系,至少官方储蓄行为成为全球失衡原因是有条件的。Blanchard and Milesi-Ferretti(2009)则将失衡原因划分成“好”和“坏”,前者为基本面因素导致的失衡,而后者则为政策失当导致的失衡。

再次,是研究全球失衡与经济危机之间的关系。研究者认为美国的次贷危机以及后来的经济危机与全球经济失衡之间存在着密切联系。如 Obstfeld and Rogoff(2009)认为 2000 年以来美联储宽松的货币政策以及中国高估美元汇率并不断增持美元资产,降低了借贷成本,催生了借贷者并鼓励了超额消费行为。Caballero and Krishnamurthy(2009)则认为宽松的货币政策只是问题的一面,由于新兴市场国家追求的是美国的安全资产,此举导致间接导致美国金融结构有效杠杆率的提高。但也有学者如 Karl(2010)、Borio and Disyatat(2011)等认为这种联系并不足以导致金融危机的发生。

最后,人们开始寻求解决全球经济失衡的方案或对策。学者们指出国际组织应成为治理国际经济失衡的主要平台,同时关于是否存在失当汇率和其他政策的争论也在逐步升温,如 Ahearne and Hagen(2006)、Chinn, Eichengreen and Ito(2011)等。学者们普遍认为,仅靠汇率调整是无法纠正外部失衡的,反而容易诱发国内外金融动荡,同时强调应该更多地通过国内的财政金融改革以及制度安排逐步解决内部失衡问题,从而有效促进外部平衡。

全球金融危机爆发以来,由于经济活动的活跃程度下降,失衡似乎得到了一定程度的缓解。但是,这种由经济周期所带来的暂时性再平衡,显然并非解决全球经济失衡的有效途径。尽管失衡问题具有极大的社会经济效应,但目前学界和政界并未就其形成共识,有关全球经济失衡问题的争论并未结束。

二、“参考性指南”产生背景分析

(一)旧全球治理体系对于经济失衡治理的不足

由于各国经济联系程度不断提高,同时现行国际货币体系缺乏自动调整机制,使得全球失衡现象得以持续和不断扩大。尽管曾经定位为维持全球平衡发展的功能性多边组织,如国际货币基金组织(以下简称 IMF)与世界贸易组织,在国际经济往来所带来的失衡问题上已经做出了大量努力,然而由于这些组织仅拥有监督提议权而缺乏执行力,这些努力更多地体现在信息和理论基础的支持上,在针对失衡问题的政策层面几乎毫无建树。如 IMF 于 1992 年建立了国际收支委员会,专门负责追踪和研究全球账户失衡问题,并从 1995 年起发布年度统计报告。2006 年,IMF 首次尝试针对全球经济失衡的“多边磋商机制(Multilateral Consultation on Global Imbalance)”,从过去的双边监管向多边监管迈进。

20 世纪 80 年代的失衡难题主要发生在发达经济体内部,可以通过 G7 平台上的政策协调加以解决,如 1985 年的广场协议和 1987 年的卢浮宫协议等。然而,随着国际贸易格局的改变,全球经济失衡主体已经从发达经济体逐渐扩展到新兴经济体。发达经济体已经无法像过去一样,通过发达国家俱乐部的内部协调来解决面临的失衡问题。如果要解决全球经济失衡,势必需要一个包含世界主要失衡主体的全球治理机构。

(二)全球经济失衡的两大主体均存在治理意愿

作为全球治理主导者,拥有全球话语权的美国拥有改善或治理失衡的政治意愿。全球最大经济体美国的经常账户占 GDP 比重从 1991 年的顺差 0.05%逐步上升转变为 2006 年空前的逆差 6%,同时伴随的是国民储蓄率的下跌和经济与货币稳定性的下降。流量失衡的长期累积已经给存量带来了显著威胁,2010 年美国的净国际投资头寸为负的 2.47 万亿美元。经常账户、国际投资头

寸以及政府负债等因素的综合结果体现为美国经济地位的动摇。综观近代发展史,自从 16 世纪的西班牙以后,荷兰、英国以及美国,几乎每一代经济霸权国家的崛起都伴随着贸易实力的快速上升。贸易实力并非霸权产生的充分条件,却是其产生的必要条件之一。以持续的贸易逆差形式表现的贸易实力衰落则会带来经济危机或者严重的长期衰退。从国内来看,美国需要专注于特别严重的消费需求短缺问题。2011 年 10 月,美国消费者信心指数降至两年半来的最低点。美国失业率居高不下,居民个人财务状况恶化是这场危机最直接的后果,如何修复被危机重创的资产负债表,同时避免采用定量宽松的货币政策将债务从私人部门向政府部门转移,导致国家资产负债表的进一步恶化,是美国政府再平衡政策中需要重点关注的目标。

尽管顺差国在面临外部调整时的痛苦和幅度要远小于逆差国,但是面临外部经济失衡的主要大国也都有纠正失衡的意愿。作为全球最大的经常账户顺差国,中国也经受着顺差的“苦恼”。首先,中国经济和贸易的增长速度和总体规模都非常可观,使得其货币与金融政策长期被外部国家所诟病,如尽管人民币自 2005 年以来已经升值了 30%,对于人民币汇率操纵和汇率低估的指责却一直未有停息。其次,中国政府也为伴随经常账户顺差而来的大量外汇储备所困扰,保障国家财富不缩水的难度随着外储的增加而增大。2010 年中国的外汇储备占 GDP 的比重达到了 48.4%,是非大宗商品出口国中该比例最高的国家。在未来数年内,美国和欧洲经济的低迷可能使中国出口导向型的增长失去两个最大的外部资源需求,再加上国内资源消耗和环境恶化的顾虑,中国必须尽快采取行动重归平衡状态。

IMF(2011)指出,如果不能纠正引发全球失衡的扭曲,那么全球经济很可能会陷入“困境(midstream)”,从而威胁到全球经济的可持续复苏。因此,全球经济失衡问题长期以来不仅受到了各国经济、政治以及国际关系学者们的极大关注,也是国际社会面临的全球性问题。

在市场经济体系下,单个国家对外经济政策的力量受到他国经济政策或规则的牵制,全球经济失衡问题的解决从根本上需要建立一套新的全球治理框架。鉴于此,G20 在 2010 年 11 月首尔峰会上提出将通过增强共同评估程序(Mutual Assessment Process, MAP)来促进外部可持续性,并建立增长框架工作组(Framework Working Group, FWG)负责“参考性指南”的设计工作。

三、“参考性指南”指标体系构建

G20 平台中“共同评估程序(Mutual Assessment Process)”下的再平衡工作分为两个阶段:第一阶段为鉴别失衡的“参考性指南”方案设计;第二阶段为针对失衡国家的政策协调。“参考性指南”是衡量各国内外外部失衡的一揽子方案,其主要内容包括设计一套合适的失衡指标体系,并就该指标体系建立衡量标准以确定是否存在需要阻止或纠正的严重失衡。为降低达成一致协议的难度,该方案的测算结果并不必然作为第二阶段再平衡的政策参考。

(一)全球失衡度量的指标选择与体系设计

在 IMF 提出其设计的指标体系框架后,各国代表及主要国际机构代表纷纷提出各自设计的指标,其中出现频率较高的包括:财政余额占 GDP 比重、经常账户余额占 GDP 比重、私人储蓄率、外汇储备、海外净资产头寸、实际有效汇率、私人信贷、总债务占 GDP 比重等。其他被各国代表提出的指标还包括:单位劳动成本、市场开放程度、汇率、贸易条件、资产价格、老龄化率、家户收入、储蓄动机、银行信贷、金融机构建设情况、资源价格扭曲程度、要素价格扭曲程度等等。由于各国提供的参考性指标繁杂,涉及面太广,加拿大联席主席设计了参考性指南设定应遵循的六条基本准则:指标数量应有限;注重结构性因素;关注政策能够影响到的指标;反映内外部失衡;指标度量的最小化重叠;协调行动效果显著(G20, 2011a)。

外部经济失衡并非一个孤立事件，它与各国国内经济表现以及经济政策安排均有密切联系。衡量全球经济失衡的指标体系设计决定了治理失衡问题的主要逻辑线索。首先，在指标设计中需要明确衡量期限的选择。显然高频数据入信贷等指标，以及具备长期趋势的低频数据如老龄化、储蓄动机等指标并不适宜构成“参考性指南”指标体系。其次，确定主要的衡量目的。指南的目的在于鉴别是否存在失衡，而非对政策进行干预。因此，政策性的指标，如汇率、信贷等，亦不适合放在指标体系中。最后，指标体系需具备一定的结构性和完整性。结构性有助于厘清失衡脉络，避免指标选择方面的过度或者遗失。完整性则意味着需要将内部失衡放到与外部失衡同样重要的位置上来，以避免忽视可能造成严重后果的失衡。如 IMF 提供的指标构建了一个包含内外部以及金融的失衡脉络（图 1 所示），但其结构上并不对等，完整性也欠佳。一方面，金融部门实际是内外部经济的联系与传导环节，已经包含于内外部失衡之中；另一方面该指标体系没有考虑私人部门，有失完整。

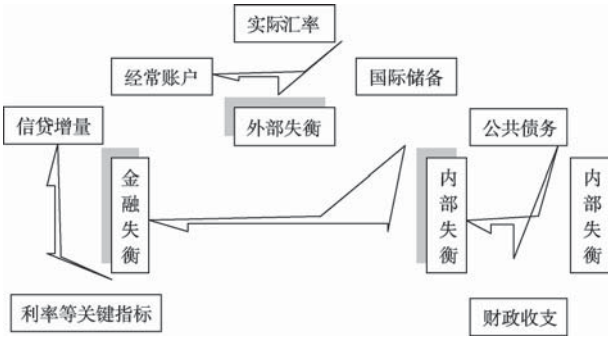


图 1 IMF“参考性指南”指标体系构架

资料来源：IMF(2011)。

（二）全球失衡度量指标体系构建中的中美考量

由于失衡问题中最重要的两个国家为中国和美国，这里的分析将以两国为主要对象。在指标体系构建过程中，逆差国和顺差国的态度存在较大差异。作为逆差国，美国早已明确其主要失衡国家的定位，因此对于指标体系的构建该国官员唯一的意见仅是无论如何最终的失衡国家中必须将中国划归其中。

中国在对待指标选择问题上相当谨慎，对汇率（包括实际汇率）指标、外汇储备指标较为抵触，同时对经常账户指标也较为敏感，其原因在于：首先，对于汇率偏离的评估是一个充满争议的领域，这将导致再平衡工作陷入困境。其次，外汇储备指标明显对中国、印度、巴西等外储增长较快国家不利，沙特、俄罗斯等国的外储偏高可以通过原材料出口大国的特别条款得以豁免或降低要求。新兴市场积累的大量外汇储备是由于不合理的国际货币体系所导致的，是出于防范外部投机资本冲击而做出的不得已选择，并非是引致全球失衡的原因。最后，正如 UNCTAD(2011)所指出的，经常项目由货物与服务贸易、转移支付和收入项组成，各个组成成分之间并没有绝对的同向变动关系，应区别对待。由于多边协商采取一致同意的方式才能通过，最后的指标体系必须满足各方要求。

最终，2011 年 2 月巴黎财长与央行行长会议确定的“参考性指南”指标体系包括分别反映私人部门、政府部门和对外部门平衡能力的 6 个评估指标：私人储蓄率、私人债务率、公共债务、财政盈余、贸易盈余以及净投资收益与转移支付。其中，传统用于衡量外部经济失衡的指标经常账户被拆分成了两个部分，即贸易盈余以及净投资收益与转移支付。而曾经呼声很高的汇率和国际储备则被认为是失衡的原因和结果，排除在指标体系之外。

四、“参考性指南”失衡度量方法评价

由于 G20 平台上的磋商细节外界很难获知，导致大家对于“参考性指南”的评价方案有种种猜疑。例如谢平(2011)认为其采用的主要分析框架可能是 IMF 国际收支货币分析法和蒙代尔-弗莱明模型。但是，国际收支理论和汇率决定的货币分析方法并不是“参考性指南”的主要理论依据。

目前主流国际收支货币模型有一个共识,即国际收支平衡本质上是一个货币现象。这一观点显然无法说服中国等仍对汇率控制持保留态度的失衡国家。

实际上,“参考性指南”除了在外部失衡度量方面部分引入了国家层面的储蓄投资平衡分析以及类似财政约束的国际收支约束框架以外,其主要的失衡度量方法来源于历史统计研究。尽管统计方法在科学性上不尽如人意,但是相较于存在大量争议的宏观经济模型和其他经济学分析框架而言,统计方法由于其简单性和实证性在国际多边协调中受到了更多的青睐。

“参考性指南”的失衡状况度量方案由 IMF 提供草案,并由世界银行、WTO、BIS 以及联合国贸发组织协助,最终由 G20 财长会议协商确定。由于各国都希望获得有利于自身的衡量标准,同时由于失衡度量方法技术细节繁杂,最终的多边博弈结果是采用 IMF 提供的所有方法并增加了部分国家提出的细节要求,并在 2011 年 4 月华盛顿财长会议上就参考性指南量化方案达成一致。

方案采用两套样本区间(1990~2004 年和 1990~2010 年)和四种量化方法来确认各国的失衡状况,同时引入系统重要性国家概念^①。量化方法包括结构法(Structural Norms)^②,基于各国历史时间序列的统计法(Time series),对发达经济体和新兴市场经济体两大国家组群分别采用组内分析的统计分组法(Cross-section)以及建立在对所有 G20 国家数据分析基础上的统计四分位法(Quartile Analysis)。按照 FWG 提供的最终技术文件,中国、印度、日本、美国、法国、德国和英国已确定将进入第二阶段。

四种度量方案对于失衡判断的主要方式如下:利用各指标的样本区数据确定该指标的基准值,并在基准值加上阈值形成基准带,若度量值^③超出基准带越远,则意味着失衡程度越大(G20, 2011b)。各指标的标准值及阈值的具体设置详见附表 1。对于系统重要性国家将采用更为严格的标准,即如果各指标的检验考量值(即 2015 年估计值)出现一次(或以上)超过正负两个标准方差,同时出现一次(或以上)超过正负一个标准方差(***)和(**),或者出现两次(及以上)超过一个标准方差(**和**),则需要进入第二阶段的评估和改进工作。对于非系统重要性国家采用相对宽松的标准,即出现两次(或以上)超过两个标准方差(***)和(***),才需要进入整改阶段。一旦在四种方法中有两种或两种以上的方法确认失衡,则表示该国在该项指标上存在失衡。

(一)针对外部均衡指标的结构法

针对外部指标的度量方案在很大程度上吸收了 IMF 长期以来用来评估均衡汇率水平的 CGER(Consultative Group on Exchange Rate Issues)方法(Lee et. al, 2006)。该方法试图运用三种不同的模型——宏观经济均衡法(Macroeconomic Balance,以下简称 MB)、均衡实际汇率法(Equilibrium Real Exchange Rate)和外部可持续法(External Sustainability,以下简称 ES)——来综合评价一国的汇率水平。在 IMF 提交给 FWG 的结构法模型中,对经常账户指标分别采用 MB 和 ES 模型进行测算,将两种方法的估计均衡值取算术均值作为其标准。

MB 模型的基本原理是 $CA=S-I$,即经常账户应该反映一国的储蓄与投资差额。测算者利用面板数据方法估计 1973~2004 年间 54 个国家经常项目 CA 和各个经济基本面指标间(如表 1 所示)的关系,然后利用各国的中期基本面预测值,计算出均衡的 CA 水平,并根据经常账户均衡水平与

① 该概念来自于 Cline and Williamson(2009)的研究,它明确指出美国和中国是在不平衡问题中具有系统威胁性的国家。如果一个国家用购买力平价 PPP 或者市场汇率衡量的 GDP 占全球份额高于 5%,则认为是系统重要性国家,应被要求用更加严格的标准判定是否失衡。

② 基于经济模型和经济理论,根据各国情况单独设计的模型。

③ IMF 指出为避免短期周期性因素(如此次危机造成的产出缺口)的影响,应采用产出缺口恢复后的预测数据作为度量值。原提议采用 2015 年预测值为度量值,后经 FWG 工作组讨论后,确定采用 2013~2015 年预测均值作为度量值,且该数据将会根据 WEO 提供的修正预测值做相应调整。

当前经常账户余额的差距来评估一国实际有效汇率的失调程度。

MB 法具有原理相对简单、评判标准单一和建模变量标准化等特点,多年来一直是 IMF 使用的主要汇率评估方法。但是,该方法也存在明显的不足:(1)为了简化建模,而不得不施加较强的假设^①,部分假设并不适合所有国家^②;(2)由于研究建立在面板数据基础之上,研究期限不能反映各国不同的经济周期与结构变动,也无法区分特殊冲击带来的波动;(3)模型复杂,参数和期限设置将直接影响建模结果;(4)对于新兴市场国家而言,各国差异较大,重要的宏观经济变量之间的关联关系不稳定,同一理论框架并不适合组内国家。

ES 模型采用跨期预算约束的假设,在假定经济增速、通胀率、资产负债回报率保持相对稳定的前提下,测算为维持一国可持续的对外净资产余额所需的经常账户差额^③,由此来推断一国当前的实际汇率是否失调。其中,一国可持续的对外净资产余额根据国家发展阶段、人口结构、财政状况和经济稳健性要求来选定或测算。它同样需要利用面板数据方法估计经常账户余额与净海外资产头寸、经济增长速度、海外资产收益率等主要经济变量之间的关系。如果海外资产收益率大于经济增长率,则贸易盈余可以较小。如果海外资产收益率大于海外负债的收益率,则贸易盈余较大。

ES 模型的优点是可以了解不同时期贸易余额与国内外资产收益率、经济增长率和国外资产之间的关系,但由于它属于局部均衡分析,存在以下重要缺陷:(1)假设其他宏观经济因素不起作用或者不变,与现实差距太大;(2)不适用于双顺差(或双逆差)的国家,也不适用于国际货币发行国;(3)根据模型设计理念,得到的贸易顺差标准是用于满足未来偿债的最低水平,而非合意水平;(4)传统的封闭经济模型并不能完全解释目前的全球经济失衡问题,现实情况无法在 CGER 模型中得到反映,例如新兴国家大量吸收直接投资,形成出口能力,而发达国家输出直接投资,形成投资收益。

(二)针对公共部门均衡指标的结构法

这一方法考虑公共债务占 GDP 比重,参数设置为对于发达国家该指标应控制在 60%,新兴市场国家为 40%。该结果参考了欧盟对于欧洲国家制定的标准;根据《马斯特里赫特条约》,公共债务占 GDP 目标比率应控制在 60%以内。IMF 同时指出经验研究中常将新兴市场国家的标准设置为

表 1 外部均衡指标的选择

指标名称	计算方法	与 CA 关系
财政余额	财政盈余占 GDP 比重	正相关
人口结构	老年人口比例	负相关
人口增长率	人口增长率	正相关
金融账户	净国外资产	正相关
产业结构	石油净出口占 GDP 比重	正相关
经济发展水平 (相对收入)	以 PPP 方法计算的人均收入与美国人均收入的比率	倒 U 关系
经济增长	实际人均 GDP 增长率	正相关
经济危机	虚拟变量	负相关
金融中心	虚拟变量	正相关

资料来源:作者整理。

① 假设 1:假定未来产出和资本积累是双向一致的;假设 2:假定宏观经济变量本身独立于 CA(或者实际汇率)。但这两个假设都在很多情况下未必成立。

② 如在 MB 方法的假设中,经济增长率与贸易账户存在反向关系,即起步阶段的发展经济体投资率高、进口较大、CA 盈余较少。但发展经济体,如阿根廷、中国、印尼等实行出口导向政策,因此尽管投资率高,但出口也高,CA 盈余也会较高。假设与现实差异的原因在于:(1)MB 假设逻辑是在其他条件不变时,只考虑经济增长,进口会增加,其他变量不变,CA 会减少。但实际中,经济增长会伴随着出口的增长,经济增长与贸易账户并不一定存在反向关系。(2)中国由于所处发展阶段和要素禀赋特点,加工贸易占整个贸易的比例超过 50%,表现在进口增长的同时,出口也在增长。加工贸易部分是顺差,对经济增长率与贸易账户反向关系存在抵消作用。(3)经济增长上升的同时往往伴随着贸易项目的长期顺差,而不是反向关系。又如,MB 方法基于一个隐含假设,即合意的资本流动可以弥补国内储蓄投资缺口,而资本流动完全由基本经济要素决定,因此资本会自然向着劳动资源丰富、投资回报率高的国家流动,而投资存量的增加,意味着生产率的提高和产出水平的上升,从而导致出口上升。从这一角度而言,国际不平衡实际是跨国跨时空的资本的最优配置导致的结果。

③ 利用面板数据方法估计 1973~2004 年间 54 个国家 CA 和各个经济 $bgst^* = -\frac{r-g}{1+g} \cdot b^*$ 。其中 $bgst^*$ 为均衡时的贸易余额(含服务于转移支付),假定海外投资与海外负债的收益率一样都是 r , g 为实际 GDP 的增长率, b^* 表示均衡时的净海外投资比重。

40%, 因此在其财政监测报告中也沿用这一标准。由于缺乏在全球不平衡条件下较为全面的债务分析框架, 因此在公共部门均衡指标的结构法中利用统计法给出了阈值范围。

IMF 提出采用 CAPB(周期调整后的基本财政平衡)作为财政收支均衡与否的代理指标。CAPB 即在预算基本平衡表中去掉与失业相关的支出。但是, 目前只有发达国家公布 CAPB 数据, 发展中国家只提供预算基本平衡表, 这种数据口径差异会带来较大的误差。相形之下, 时间序列法只针对本国数据统计, 因此数据口径的影响相对较小。

(三) 针对其他均衡指标的统计法

除了结构法较为特殊以外, 时间序列法、分组法和四分位法均属于传统的统计方法, 即通过数据的历史表现设定基准值和阈值。其中, 时间序列方法是每个国家分别对本国 1990~2004 年的数据取简单平均并作为基准值, 而标准差作为阈值。分组方法将 G20 国家分成发达经济体和新兴市场经济体两个大组, 对组内所有国家的历史样本数据汇总, 求组内均值作为基准值, 标准差作为阈值。分位数法则将 G20 所有国家的历史样本数据汇总到一起, 分别确定中位数、第一四分位数(位于所有样本点的从小至大 25% 的位置的数值)、第三四分位数以及整体样本的标准差。

统计法的优点在于方法简单^①, 验证容易, 过程透明, 人为干预程度低, 技术方面争议较小, 从而使得其博弈成本相对较低, 有助于最终协议的达成。统计法存在的主要问题在于: (1) 统计法的基本假设是, 过去的历史是均衡的、可参照的。但是, 实际在不均衡现象的背后, 既存在合理的成分, 也存在不合理的成分。如由于人口结构、发展阶段、资源禀赋等差异引起的不平衡, 实际是全球化程度提高下的正常变动, 其存在具有合理性和可持续性^②。显然统计法无法对此做出区分。当样本本期一国指标持续处于上升或下降阶段时, 统计法可能引致的错误辨识问题显得更为严重。(2) 以标准差作为合理或不合理水平的确定, 但指标波动性较大的国家(尤其是经历过严重危机冲击的国家)标准差也较大, 而历史上该数据表现稳定的国家标准差则较小, 因此这种判断并不科学。

五、“参考性指南”的评价和展望

尽管“参考性指南”对于失衡问题的测度并不完美, 但这是第一次由全球主要经济体首脑认可的系统化识别方案。而在 G20 框架下, 囊括发达与新兴经济体、逆差与顺差国、商品贸易、服务贸易以及大宗商品贸易大国等各种类型的经济行为主体, 同时也拥有国际货币基金组织、国际贸易组织、联合国贸易与发展会议等专业性跨国机构的共同商议, 有助于从更为全面、公正的角度治理全球失衡。而且在设计“参考性指南”的过程中, 新兴经济体对于 IMF 的 CGER 模型的诸多质疑, 也使得 IMF 开始反思这一模型对于发展中国家的适用性, 在 2012 年 IMF 组织的第四条款中期磋商中, 已经不再将其作为衡量中国均衡汇率水平和预测经常账户失衡的主要依据。显然, 在“参考性指南”实际进程中, 多边专业机构以及各国对于自身具体情况的介绍给 IMF 等机构提供了更为全面的视角。

随着“参考性指南”的确立, 人们开始将关注重点从过去的外部失衡表现延展至内外部失衡。2011 年下半年愈演愈烈的欧债危机正是对这一方案具有一定预见性的充分肯定, 避免了因外部经济失衡与全球经济表现之间逆周期影响所带来的治理缺位。在“参考性指南”的指标体系中, 政府部门、私人部门的平衡能力与对外部门的平衡能力同等重要。三者之间相互制约, 其中任何一项

① 在多国政策协调中“简单”的力量不可忽视。

② 人口年龄结构差异会引起投资储蓄行为模式差异; 老龄化程度高的社会储蓄率也相对较低; 发展阶段较低的国家, 劳动力成本较低, 劳动密集型产业的投资回报率较发达国家更高, 因此导致投资生产活动的转移。

的严重失衡都将带来大麻烦。2011 年 11 月 G20 峰会在“戛纳行动宣言”中对于“参考性指南”的肯定(G20,2011c),增强了指南的合法性和适用性。

金融危机以来,在“自动稳定器”作用机制下,发达经济体的政府收支失衡状况进一步恶化:税收减少的同时,刺激经济以及社保需求加大而造成政府财政支出增加。2012 年发达经济体需要面对约 7.6 万亿美元债务的再融资,其中最大的三个借款国分别为:日本需筹资超过 3 万亿美元,美国需筹资 2.8 万亿美元,意大利则需融资 4280 亿美元。除了欧元区已经暴露出来的债务问题以外,日本的政府债务失衡问题也在不断积累。21 世纪以来日本的贸易账户余额持续下降。2005 年其经常账户下净投资收益首次超过贸易账户,2011 年贸易账户则在时隔 31 年后首次出现赤字。随着贸易表现的持续恶化,经常账户可能在不远的将来出现赤字。就中长期而言,老龄化、产业中空化以及对于外部资源的严重依赖,将使得日本对外部门和私人部门对于政府收支失衡的调节力量逐步减弱。

但是,“参考性指南”目前的最大贡献仅在于指示出存在严重失衡问题的国家,具体的整改建议依然主要依赖于各国自我评估和自我约束。如果全球失衡治理需要获得更有效力的进展,仅仅依靠“参考性指南”显然是不够的。能否在全球形成超国家的监督力量,以协助各国在 G20“强劲、均衡、可持续增长”框架下实现自我约束,并督促各主要失衡国家加快失衡部门调整,恢复经济再平衡,将成为影响未来全球经济稳定发展的进程和方向的关键步骤。

参考文献

- 谢平(2011):“关于 G20‘参考性指南’的理论基础”,中国金融 40 人论坛(CF40)视点。
- Ahearn, A. and J. von Hagen(2006):“European Perspectives on Global Imbalances”, Bruegel Working Paper.
- Alfaro, L., S. Kalemli-Ozcan, V. Volosovych(2011):“Upstream Capital Flows and Global Imbalances”, NBER Working Paper, No. 17396.
- Blanchard, O. and G. Milesi-Ferretti(2009):“Global Imbalance: in Midstream?”, IMF Staff Paper, SPN/09/29.
- Borio, C. and P. Disyatat(2011):“Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?”, BIS Working Paper, No. 346.
- Caballero, R. and A. Krishnamurthy(2009):“Global Imbalances and Financial Fragility”, NBER Working Paper, No. 14688.
- Chinn, M., B. Eichengreen and H. Ito(2011):“A Forensic Analysis of Global Imbalances”, NBER Working Paper, No. 17513.
- Cline, W. and J. Williamson(2009):“Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates”, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, June.
- Collignon, S., R. Cooper, M. Kawai and Y. Zhang (2010):“Rebalancing the Global Economy: Four Perspectives on the Future of the International Monetary System”, *Europe in Dialogue*, No. 1, 17–51.
- Cooper, R.(2007):“Living with Global Imbalances”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 91–110.
- G20(2011a):*Indicative Guidelines Note for Discussion*, the G20.
- G20(2011b):*G-20 Mutual Assessment Process: “Norms” or “Reference Values” for Indicators*, the G20.
- G20(2011c):*The Cannes Action Plan for Growth and Jobs*, the G20.
- Higgins, M.(1998):“Demography, National Savings, and International Capital Flows”, *International Economic Review*, 39, 343–369.
- Hong, P.(2005):“Global Imbalances and the International Reserve System”, UN Link Conference, Mexico.
- IMF(2011):*World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks*, the IMF.
- Karl, W.(2010):“Global Imbalances and the Financial Crisis”, University College Dublin Centre for Economic Research Working Paper Series, WP 1013.
- Lee, J., G. Milesi-Ferretti, J. Ostry, A. Prati and L. Ricci(2008):“Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies”, IMF Occasional Paper, No. 261.
- Mann, C.(2005):“Breaking Up is Hard to Do: Global Co-dependency, Collective Action, and the Challenges of Global Adjustment”, CESifo Forum.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff(2009):“Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”, CEPR Discussion Paper, No. DP7606.
- Summers, L.(2004):*The US Current Account Deficit and the Global Economy*, Washington D. C.: The Per Jacobsson Lecture.
- UNCTAD(2011):*Global Imbalances and External Sustainability*, UN.

(责任编辑:程 炼)

附表 1 四种量化方法的具体设置^①

	贸易账户占 GDP 比重	公共债务占 GDP 比重	财政盈余占 GDP 比重	私人储蓄占 GDP 比重	私人债务占 GDP 比重
标准值	CGER-ES(外部可持续模型) 计算参考值	60%(原方案对不同国家区别 对待:发达国家为 60%,新兴 市场国家为 40%)	CAPB 标准值	G20 中位数 (1990~2004)	均值 (1995~2009)
结 构 法	*(参考值±1 个标准差 ^②) 以内 ** (参考值±1 个标准差)~参 考值±2 个标准差) *** 大于(参考值±2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	*2011 公共债务≤2030 年目 标值 **2030 目标值≤2011 公共债 务≤2030 年目标值+20%GDP ***2011 公共债务≥2030 年 目标值+20%GDP	*调整值小于 GDP 的 0.5% ** 调整在 0.5~1%GDP *** 调整大于 1%GDP (调整值:CAPB 标准值与 2011 年预算值之间的差异)	* 位于全局四分位间距 (0.25 分位数~0.75 分位数) ** 高于四分位间距<(G20 中位数±2 个标准差) ***>(G20 中位数±2 个标准差 (基于 1990~2004 历史数据)	*z-score<1 **1≤z-score≤2 ***z-score>2 z-score=[近期(如 2009 年数) -全局均值]/标准差 (基于 1995~2009 历史数据)
时 间 序 列	均值 (1990~2004)	均值 (1990~2004)	均值 (1990~2004)	均值 (1990~2004)	均值 (1995~2009)
	*(均值±1 个标准差) 以内 **(均值±1 个标准差)~(均值 ±2 个标准差)之间 ***≥(均值±2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	*(均值±1 个标准差) 以内 **(均值±1 个标准差)~(均值± 2 个标准差)之间 ***≥(均值±2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	*大于均值-0.5 个标准差以内 ** (均值-1 个标准差)~(均 值-0.5 个标准差)之间 *** 小于 (均值-1 个标准差) 以上 (基于 1990~2004 历史数据)	*(均值±1 个标准差) 以内 ** (均值±1 个标准差)~(均 值±2 个标准差)之间 ***≥(均值±2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	* 小于(均值+1 个标准差)以内 ** (均值+1 个标准差)~(均 值+2 个标准差)之间 *** 大于(2 个标准差)以上 (基于 1995~2004 历史数据)

① 在 FWG 提交的文件中,仅给出了经常账户和贸易账户的度量方案,并未给出净投资收益与转移支付项。可能的考虑是,贸易余额(含商品和服务)加上收入与净转移支付项后就是经常账户。

② 标准差(Standard Deviation),也称均方差(mean square error),是各数据偏离平均数的距离的平均数。

续表

	贸易账户占 GDP 比重	公共债务占 GDP 比重	财政盈余占 GDP 比重	私人储蓄占 GDP 比重	私人债务占 GDP 比重
标准值	发达国家 AD(或新兴市场国家 EM) 中位数 (1990~2004)	发达国家 AD(或新兴市场国家 EM) 中位数 (1990~2004)	发达国家 AD(或新兴市场国家 EM) 中位数 (1990~2004)	发达国家 AD(或新兴市场国家 EM) 中位数 (1990~2004)	发达国家 AD(或新兴市场国家 EM) 中位数 (1995~2004)
分 组 法	* (AD/EM 中位数 ± 1 个标准差) 以内 ** (AD/EM 中位数 ± 1 个标准差)~(AD/EM 中位数 ± 2 个标准差) 之间 *** $\geq$ (AD/EM 中位数 ± 2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	* (AD/EM 中位数 ± 1 个标准差) 以内 ** (AD/EM 中位数 ± 1 个标准差)~(AD/EM 中位数 ± 2 个标准差) 之间 *** $\geq$ (AD/EM 中位数 ± 2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	* 大于 (AD/EM 中位数 -0.5 个标准差) 以内 ** (AD/EM 中位数 -1 个标准差)~(AD/EM 中位数 -0.5 个标准差) 之间 *** 小于 (AD/EM 中位数 -1 个标准差) 以上 (基于 1990~2004 历史数据)	* (AD/EM 中位数 ± 1 个标准差) 以内 ** (AD/EM 中位数 ± 1 个标准差)~(AD/EM 中位数 ± 2 个标准差) 之间 *** $\geq$ (AD/EM 中位数 ± 2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	* 小于 (AD/EM 中位数 +1 个标准差) 以内 ** (AD/EM 中位数 +1 个标准差)~(中位数 +2 个标准差) 之间 *** 大于 (AD/EM 中位数 +2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)
标准值	G20 中位数 (1990~2004)	G20 中位数 (1990~2004)	G20 中位数 (1990~2004)	G20 中位数 (1990~2004)	G20 中位数 (1995~2009))
结 构 法	* 位于全局四分位间距 (0.25 分位数~0.75 分位数) ** 高于四分位间距 $<$ (G20 中位数 ± 2 个标准差) *** $>$ (G20 中位数 ± 2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	* $<$ G20 中位数 ** [G20 中位数, 中位数 +1 标准差] *** $>$ (中位数 +2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	* $>$ G20 中位数 ** [G20 中位数 -0.5 标准差, G20 中位数] *** $<$ G20 中位数 -0.5 标准差	* 位于全局四分位间距 (0.25 分位数~0.75 分位数) ** 高于四分位间距 $<$ (中位数 ± 2 个标准差) *** $>$ (中位数 ± 2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)	* $<$ G20 中位数 ** [G20 中位数, 中位数 +1 标准差] *** $>$ (中位数 +2 个标准差) (基于 1990~2004 历史数据)