

# 全球经常账户失衡的调整： 周期性驱动还是结构性驱动？\*

刘 瑶 张 明

**内容摘要：**本文采用 EBA 经常账户法，针对全球 49 个国家 1986—2015 年度数据，考察了全球经常账户失衡及调整的驱动因素。实证结果表明，2008 年金融危机后，结构性因素是影响发达国家经常账户变动的显著因素，但却加剧而非缩小了发达国家的经常账户失衡，周期性因素则是发展中国家经常账户失衡改善的显著因素。这说明，危机后各国均未做出有利于经常账户再平衡的积极结构性调整。随着全球经济的周期性反弹，全球经常账户失衡可能再度加剧。

**关键词：**经常账户失衡的调整 EBA 驱动因素 结构性调整

**中图分类号：**F831 **文献标识码：**A

## 引 言

20 世纪 90 年代末以来，日益严重的全球经常账户失衡反映了各国经济结构中的不合理性和全球经济的脆弱性，并被认为是导致 2008 年国际金融危机爆发的重要导火索。危机后，全球经常账户失衡出现了基于流量上的再平衡特征：一是发达经济体和新兴经济体的经常账户失衡规模都出现了较危机前显著的调整；二是各国经常账户失衡在调整中分化；三是 2016 年以来全球经常账户呈现债务国失衡继续，债权国加速再平衡的新特征。

如果此轮全球经常账户失衡的改善是周期性因素驱动，那么随着全球经济复苏回暖，经常账户的失衡又会卷土重来；如果这种改善是结构性因素推动，各国可继续沿此路径进一步调整，实现经济平衡增长。笔者依据 IMF 外部平衡法（EBA）的思路框架，将影响全球经常账户走向的因素分为周期性、结构性和政策性因素。本文的主要贡献在于：第一，大多数全球经济失衡的探讨都停留在理论上，本文将从实证上对此问题予以充分说明；第二，首次将 IMF 判断实际汇率变动幅度的 EBA 外部平衡评估法分解用于经常账户失衡的测算上；第三，将影响全球经常账户走向的驱动因素分类，为危机后经常账户的改善是否具有可持续性提供更有力的实证证据；第四，基于时间和国别两个维度进行实证分析，分别说明各阶段经常账户失衡及调整的驱动因素，并考虑了 1997 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机可能造成的结构性突变。

**作者简介：**刘瑶，中国社会科学院研究生院博士研究生；张明，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员、国际投资室主任、博士生导师。

\* **基金项目：**本文获国家社会科学基金重点项目“新常态下人民币从外围货币向中心货币升级的路径研究”（17AJL016）资助。

本文剩余部分的结构安排如下：第一部分梳理全球经常账户失衡调整的文献脉络；第二部分进行EBA方法的简介和模型的构建；第三部分说明各变量的经济涵义和实证思路；第四部分给出全样本、分样本、分阶段回归的具体结果和经济解释；最后为结论。

## 一、全球经常账户失衡的调整：文献述评

进入 21 世纪以来，全球经常账户失衡愈演愈烈，从绝对失衡规模来看<sup>①</sup>，各经济体失衡程度分别于 2006、2007 年达到顶峰。2008 年全球金融危机后，各经济体经常账户发生显著调整，无论从绝对失衡程度还是相对失衡程度来看，全球经常账户都出现了流量失衡规模的缩小。

学者们从各个视角探求全球经常账户失衡调整的影响因素和调整路径。第一类文献从国别视角探讨经常账户调整。余永定和覃东海（2006）指出，中国应尽快调整外资、外贸及产业政策，加快要素市场化进程；Uri Dadush（2013）、李杨（2014）的研究表明，新兴经济体应调整国内经济结构、深化国内经济改革、最大限度扩张国内需求。第二类文献从全球化视角分析失衡的调整路径。陈继勇和周琪（2011）认为，失衡方需要注重经济增长利益的重新分配和调整成本的合理承担。刘伟丽（2011）的研究则指出，各国应促进技术革新与技术合作。第三类文献从要素流动的视角研究全球经常账户调整的有效路径。Habermeier（2010）等认为，宏观政策协调及宏观审慎监管是经常账户失衡调整的关键因素。张幼文和薛安伟（2013）则指出，需要改变生产要素的不对称流动。第四类文献则将微观与宏观因素结合起来。张坤（2015）认为，金融发展水平的提升能够推动全球经常账户失衡的调整。Toloui（2013）指出，建立全球统一的信用风险分析与信用评级体系至关重要。

实现经常账户失衡调整的关键在于，发现造成各经济体失衡的驱动因素，之后再寻求特定的调整路径。Sebastian & Edwards（2007）的实证分析发现失衡具有不对称性，经常账户失衡与经济周期、实际有效汇率、财政平衡和国际投资净头寸显著相关。Lane & Milesi-Ferretti（2014）发现，从存量上看，全球经济失衡在未来仍会加剧。张坤（2016）发现各经济体经常账户失衡的调整存在显著的异质性，全球经济失衡的调整将依赖于美国、石油输出国及存在调整刚性的国家。

从方法上看，现有的实证研究多运用动态面板的回归方法，将被解释变量经常账户规模的滞后期引入方程，容易引起本期经常账户余额由上一期决定的误解。

2012 年年底，IMF 推出了汇率监测的新方法——外部平衡法（External Balance Assessment, EBA）。该方法将影响经常账户失衡程度的经济基本面因素归为四类：结构性、金融性、周期性和政策性因素。方程中不再引入因变量的滞后 1 期项，而且还加入了变量的交乘项以考察其对经常账户失衡的非线性作用。该方法的优点在于回归方程具有鲜明的经济含义，并且度量了多方面因素对经常账户的影响。

## 二、EBA 方法的简介及模型的构建

EBA 由三种互补的方法组成，前两种是基于面板技术回归的经常账户法（CA）和实际有效汇率法（REER），第三种是相对灵活的外部平衡可持续法（ES）。EBA 的关键在于第一步，通过回归方程计算成员国的经常账户基准，然后计算出实际经常账户与基准趋同时需要的实际汇率升值幅度，本文中笔者探讨经常账户失衡及调整的驱动因素主要采用 CA 法。

为说明 EBA 中经常账户法（CA）背后的理论框架和机理，笔者建立了如下方程<sup>②</sup>：

$$S(NFA, Y, r, X_s) - I(Y, r, X_I) = CA(Y, REER, Y_w, X_{CA}) \quad (1)$$

<sup>①</sup>绝对失衡规模用经常账户余额的绝对值来衡量。

<sup>②</sup>参考了 IMF（2017）的研究，参见 2017 年 EBA 技术手册。

$$CA(Y, REER, Y_{wo}, X_{CA}) + CF(r - r_{wo}, REER, X_{CF}) = \Delta R \quad (2)$$

其中,  $Y$  为国内产出缺口,  $REER$  为实际有效汇率,  $NFA$  为净国外资产,  $r$  为本国实际利率,  $\Delta R$  为外汇储备变动,  $CA$  为经常账户变动,  $CF$  为资本金融账户变动,  $X$  为所有影响储蓄、投资、净出口及资本流动的因素 [ $X_s$  为影响储蓄的变量, 包括单位资本收益、人口结构、预期收入、社会保障及预算平衡等;  $X_i$  为影响投资的变量, 包括单位资本收益、预期收入、监管因素及金融政策等;  $X_{CA}$  为影响进出口的变量, 包括国际商品价格、各国进出口份额等;  $X_{CF}$  为影响资本与金融账户的变量, 包括全球风险转化 (储备货币地位、金融母国、资本管制等)]。

以上可以看出, 方程 (1) 描述了储蓄投资缺口与经常账户余额之间的恒等关系, 方程 (2) 描述了基于国际收支平衡表 (BOP) 经常账户与资本金融账户之和与外汇储备变动的关系。上述方程还揭示了经常账户余额是内生的, 由系统里其他变量共同决定, 同时, 假定货币政策的制定可以以消除产出缺口为目标而设定给定的利率。据此, 可以得出  $CA$  决定式的方程 (3)。

$$CA = CA(X_i, X_s, X_{CA}, X_{CF}, Z, Z^{wo}, \Delta R) \quad (3)$$

在方程 (3) 中,  $Z$  表示产出缺口或短期利率。由方程 (3) 可知,  $CA$  法选取的影响经常账户的变量主要是基于上述因素的考虑。此外, 根据 2017 年 EBA 技术手册, 经常账户法的回归方程中还加入了诸如人口变量的交乘项, 以度量这些变量对经常账户余额的非线性作用; 为说明人口变量交乘项对经常账户的传导机制, 我们建立了简单的世代交替模型 (OLG), 依据经济理论, 人口结构因素会对储蓄、消费产生影响。

假定: 任意时期, 有  $N$  个人出生, 生存到下一期的概率为  $p$ , 所有人在下一期结束前死亡; 在第一期时, 每个人都拥有  $y$  的收入用于当期消费或预防性储蓄; 所有未活至下一期的人当期都花光所有收入, 未留至下一期。

在  $t$  期出生的人效用函数为:

$$U(C_t^y, C_{t+1}^0) = \log(C_t^y) + p_t \beta \log(C_{t+1}^0) \quad (4)$$

其中,  $C_t^y$ 、 $C_{t+1}^0$  表示年轻时和年老时的消费。

消费的预算约束为:

$$C_t^y + \frac{C_{t+1}^0}{1+r} = y \quad (5)$$

储蓄率的约束为:

$$s_t^y = s^y = -\frac{\beta p_t}{1+\beta p_t} y \quad (6)$$

总储蓄率为:

$$s_t = \frac{S_t}{Y_t} = \frac{N_t s_t^y + N_{t-1} s_{t-1}^0}{N_t y} = \frac{N_t s_t^y - N_{t-1} s_{t-1}^y p_{t-1}}{N_t y} = \frac{\beta p_t}{1+\beta p_t} - \frac{1}{1+n_t} \frac{\beta p_{t-1}^2}{1+\beta p_{t-1}} \quad (7)$$

其中, 老年人负储蓄, 且人口增长率为  $n_t$ 。

人口结构因素可划分为三个变量, 分别是老龄人口抚养比例 (DR)、老龄化速度 (AS) 以及生存风险 ( $p_t$ )。假定每一期总人口规模不变, 即  $n=0$ , 老龄化速度可视为 DR 的预期增长率:

$$DR_t = \frac{N_{t-1} p_{t-1}}{N_t} = \frac{p_{t-1}}{1+n_t} = p_{t-1} \quad (8)$$

$$AS_t = \frac{DR_{t+1}}{DR_t} = \frac{p_t}{p_{t-1}} \quad (9)$$

$$p_t = DR_t \times AS_t \quad (10)$$

将式 (10) 代入式 (7), 可得:

$$s_t = \frac{\beta AS_t \times DR_t}{1+\beta AS_t \times DR_t} - \frac{\beta DR_t^2}{1+\beta DR_t} \quad (11)$$

$$\frac{\partial s}{\partial DR} = \frac{\beta}{(1+\beta DR \times AS)^2} - \frac{\beta DR(2+\beta DR)}{(1+\beta DR)^2} \quad (12)$$

OLG 模型显示，人口结构通过两种效应影响储蓄率：一种是生命周期效应；另一种是复合效应。两种效应通过非线性关系影响储蓄率，进而对经常账户平衡 CA 产生影响。因此，修订后的 EBA 模型中人口结构变量中不但包括 DR、AS，还包括它们的交互项乘积 DR×AS。

这样，笔者建立了度量经常账户失衡及调整的面板回归方程：

$$\frac{CA}{Y} = B_1 \text{Structure} + B_2 \text{Cylical} + B_3 \text{Policy} + \mu \quad (13)$$

其中，被解释变量为经常账户与 GDP 之比 (CA/Y)，笔者将回归方程的解释变量分为三类<sup>①</sup>：

第一类是基于基本面的非政策性变量（结构性变量），此类变量大部分在以前 IMF 的经常账户汇率评估法 (CGER) 中采用，主要包括：经济发展类变量（包括产出水平、资本账户开放度、就业人口比例等）；预期 GDP 增长率；净国外资产与 GDP 之比；石油或天然气贸易平衡；人口结构变量；制度或政治环境风险。

第二类是周期性变量，主要包括：产出缺口占比；商品贸易条件；国际资本市场状况。

第三类是政策性变量，主要包括：财政政策；公共支出占 GDP 比重；外汇市场干预；资本管制；私人贷款占 GDP 比重。

如方程 (13) 所示，Structure、Cylical、Policy 分别为向量矩阵，分别对应结构性、周期性、政策性三类变量集。B<sub>1</sub>、B<sub>2</sub>、B<sub>3</sub> 为估计系数矩阵，μ 为残差项。

### 三、变量的选择及实证思路

#### (一) 变量的选择及说明

我们选取经常账户与 GDP 之比为被解释变量；在解释变量方面，将经济基本面因素分为三类：结构性因素、周期性因素、政策性变量。由于政策性变量较易变动，反映了相对短期的调整，因此选取政策性变量为控制变量，周期性、结构性变量为解释变量构建面板回归方程。

#### (二) 各变量的描述性统计

如表 1 所示，将全样本国家的经常账户与 GDP 之比作为考察对象，危机后 (2008—2015 年) 各国经常账户失衡的调整速度和方向具有显著的异质性，大多数国家经常账户失衡有显著改善。从地理分布

表 1 变量的说明及数据来源

类型	变量名	变量含义	数据来源
结构性变量	NFA/Y	净国外资产占 GDP 比重	WDI 数据库
	output_perK_openness	人均产出占 GDP 比重	WDI 数据库
	output_perK_openness	人均产出占比×资本开放度	WDI 数据库
	Resource Trade Balance	石油或天然气贸易平衡	WDI 数据库
	Population Growth	人口增长率	WDI 数据库
	Dependency Ratio	人均抚养比例	WDI 数据库
	Aging_Speed	老龄化人口比例	WDI 数据库
	GDP Growth	产出增长率	WDI 数据库
	cu_share	储备货币份额	IFS 数据库
周期性变量	Safer political environment	政治稳定性	ICRG 数据库
	vix×K_openness	VIX 指数×资本开放度	Wind 数据库 Fraiser Institute
	vix×K_openness×cu_share	VIX 指数×资本开放度× 储备货币份额	Wind 数据库 IFS 数据库 Fraiser Institute
	commodity TOT×trade openness	大宗商品贸易条件	IMF 网站
政策性变量	output gap/GDP	产出缺口占 GDP 比重	Wind 数据库
	private credit/GDP	私人贷款占 GDP 比重	WDI 数据库
	adjusted fiscal balance	可调整的周期性财政平衡	IFS 数据库
	health spending/GDP	医疗支出占比	WEO 数据库
	(Reserves/GDP) ×K controls	储备资产占比×资本开放度	IFS 数据库 Fraiser Institute

<sup>①</sup>根据 IMF (2013) 的研究，EBA 经常账户法解释变量可分为结构性、周期性、金融性与政策性四类变量。我们认为，金融性变量与其余三类变量划分维度不同，根据涵义本身就包含于其余三类变量中。因此，将选取的金融性变量归类到结构型和周期性变量中，以便更好地发掘经常账户失衡及调整的原因。

来看,亚洲国家经常账户失衡的改善最为显著,欧洲国家经常账户失衡调整的步伐最不一致。

从描述性统计可以发现,发达国家经常账户失衡具有显著的异质性,人口结构中老龄人口占比较高,人口增长缓慢,经济基本面较好,政治环境较为稳定,周期性变量对经常账户冲击相对较小<sup>①</sup>。

### (三) 各变量的经济解释

#### 1. 结构性变量

人均产出占比。其反映了一国生产率的发展状况,由总产出与劳动人口比重除以 GDP 度量。人均产出占比通常对经常账户相对规模起到正向促进作用。

GDP 增长率。GDP 增长率对经常账户起到负向抑制效应。

净国外资产占比:由净国外资产与 GDP 比重来度量。净国外资产占比会对经常账户规模起到正向促进作用。

石油或天然气贸易平衡。主要由石油或天然气净出口占比决定。由于所有样本国家都是石油或天然气的净出口国,该指标对经常账户产生正向促进作用。

人口变量。老龄化比例(AS)越高,储蓄率往往越高,进而对经常账户产生正向促进效应。人口抚养比例(DR)则通过两种效应影响储蓄率:一种是生命周期效应;一种是复合效应。人口抚养比例通过生命周期效应对经常账户产生正向促进作用,通过复合效应对经常账户产生负向抑制作用。此外,人口增长率越高,对经常账户相对规模的负向作用越大。

政治风险。政治风险越高,投资的积极性越低,储蓄需求越高,进而对经常账户规模起到正向的促进作用。

储备货币份额。储备货币份额大的国家会透支经常账户,为其他国家提供借款。因此,该指标通常与经常账户呈负相关关系。

#### 2. 周期性变量

国际资本市场状况。主要由资本市场恐慌指数(VIX)度量。对于非储备货币国家而言,VIX 指数的大幅波动会引起经常账户余额上升;而对于储备货币国家而言,效应正好相反。

大宗商品贸易条件。由大宗商品出口价格指数与进口价格指数之比来度量。大宗商品贸易条件与贸易开放度的乘积是显著的周期性变量,两者的乘积通常对经常账户产生正向促进作用。

产出缺口占潜在 GDP 比重。低产出缺口占比意味着高储蓄和低投资,因此,产出缺口占比对经常账户产生负向抑制效应。

#### 3. 政策性变量(控制变量)

私人贷款占 GDP 比重。反映了金融政策的因素,私人贷款过剩会导致需求膨胀,缩小经常账户。因此,私人贷款占比对经常账户产生显著的负向抑制效应。

周期性财政平衡。此变量为工具变量,由于没有考虑跨期代际效应,李嘉图等价定理在此并不成立。财政支出扩张通常会引起经常账户余额上升,因此,该变量对经常账户产生正向促进作用。

医疗支出占 GDP 比重。社会保障政策会降低预防性储蓄需求,减少家庭部门储蓄率,因而对经常账户起到负向抑制效应。

外汇干预程度。该变量为工具变量,用储备资产占 GDP 之比与资本管制程度的乘积表示,反映了一国的外汇政策。大多数实证结果表明,外汇干预程度对经常账户余额起到正向促进作用。

### (四) 样本和方法选择

本文选取了包括中国、美国、日本、德国等全球主要经济体在内的 49 个国家<sup>②</sup>,涵盖了基于流

<sup>①</sup>受篇幅限制,描述性统计图表略去,如有需要,可向作者索取。

<sup>②</sup>49 个国家和地区包括:阿根廷、澳大利亚、奥地利、比利时、巴西、加拿大、智利、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、捷克、丹麦、埃及、芬兰、法国、德国、希腊、危地马拉、匈牙利、印度、印度尼西亚、爱尔兰、以色列、意大利、日本、韩国、马来西亚、墨西哥、摩洛哥、荷兰、新西兰、挪威、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、波兰、葡萄牙、俄罗斯、南非、西班牙、斯里兰卡、瑞典、瑞士、泰国、突尼斯、土耳其、英国、美国、乌拉圭。

量衡量的全球经常账户失衡的90%以上。由于EBA方法的限制,样本中剔除了诸如沙特阿拉伯等以石油为单一经济的国家。笔者将样本分为发达国家和发展中国家两组,总样本区间为1986—2015年,选取1986—1996年为基期,考虑到1997年亚洲金融危机和2008年全球金融危机的影响,划分为1997—2007年全球经常账户失衡加剧阶段和2008—2015年危机后经常账户失衡调整两个阶段分别讨论回归结果<sup>①</sup>。

由于被解释变量经常账户失衡程度通常表现出很强的自相关性,以往研究的实证文章大多将经常账户的被解释变量滞后1期引入回归方程中,造成经济意义上难以解释。本文在实证方法上做出如下改进:主回归采用pooled FGLS法建立面板回归方程,考虑了可能存在的异方差和多重共线性,并引入部分解释变量的AR(1),克服了自相关性,同时在模型估计时我们考虑了可能存在的个体效应和时间效应。

## 四、实证结果分析

### (一) 全样本的回归结果

#### 1. 全时间段回归: 1986—2015年

结果显示(见表2):第一,选取政策性变量为控制变量后,在10%的显著性水平上,所有的结构性和周期性变量均是发达国家或发展中国家经常账户失衡调整的驱动因素,在1%的置信区间内,大多数结构性和周期性变量显著。第二,发达国家和发展中国家的驱动因素有所不同。例如,在1%的显著性水平上,人口变量对发展中国家经常账户的驱动作用更为显著,在10%的显著性水平上,资本市场状况、大宗商品贸易条件只是发达国家经常账户走向的驱动因素。第三,在结构性变量中,净国外资产占比、人均产出占比、石油和天然气贸易平衡对经常账户起到正向效应;人口增长率、GDP增长率、储备货币份额、政治稳定性对经常账户起到负向效应;值得注意的是,生存风险在发达国家组别中对经常账户起到正向效应,在发展中国家组别中起负向效应,这可能是由于生存风险对储蓄率的复合效应及生命周期效应的大小不同所致。

#### 2. 基期: 1986—1996年

可以发现,影响发达国家和发展中国家经常账户走向的因素具有很大的差异。第一,就发达国家而言,10%显著性水平上,净国外资产、人均产出占比、GDP增长率、人口增长率、储备货币份额、稳定的政治环境是影响经常账户走向的结构性因素,资本市场波动程度、大宗商品贸易条件、产出缺口占比是影响经常账户走向的周期性因素。第二,就发展中国家而言,1%显著性水平上,净国外资产、GDP增长率是影响经常账户走向的结构性因素,产出缺口占比是影响经常账户走向的周期性因素。第三,人口增长率和GDP增长率分别是影响发达国家和发展中国家经常账户最重要的结构性因素,大宗商品贸易条件是影响发达国家经常账户最重要的周期性因素,产出缺口占比是影响发展中国家经常账户最重要的周期性因素。此外,值得注意的是,这一阶段,资本市场状况对发达国家经常账户走向呈现显著的负向效应。可能的解释是此段时间发达国家普遍开放了资本账户,而大多数发展中国家采取了严格的资本管制措施,导致国际资本相对在发达国家间流动,显著提高了发达国家的投资率,对经常账户产生负向影响。

#### 3. 全球经常账户失衡: 1997—2007年

将此阶段回归结果与基期作比较,可以得出:第一,在5%的显著性水平上,净国外资产比重、人均产出占比、生存风险、GDP增长率、储备货币份额和政治稳定性是发达国家经常账户失衡的结构性因素,大宗商品贸易条件、产出缺口占比是发达国家经常账户失衡的周期性因素;第二,与基期相比,影响发达国家经常账户失衡的结构性驱动因素有所变动,人口增长率不再显著,但GDP增长

<sup>①</sup>受篇幅限制,回归结果略去。如有需要,读者可向作者索取。

表2 全球经常账户失衡及调整的驱动因素

类型	变量名	全时段		1986—1996年		1997—2007年		2008—2015年	
		发达国家	发展中国家	发达国家	发展中国家	发达国家	发展中国家	发达国家	发展中国家
结构性 变量	L.NFA/Y	0.027*** (6.71)	0.022*** (3.87)	0.040*** (5.52)	0.046*** (3.66)	0.015** (2.45)	0.015** (1.97)	0.015 (1.4)	0.023*** (2.59)
	L.output_per	0.109*** (3.67)	0.136*** (7.09)	-0.086*** (-2.96)	0.032 (1.14)	-0.114* (-1.78)	0.191*** (6.15)	0.029 (0.2)	0.163*** (4.88)
	L.output_per×K_openness	0.197*** (6.27)	0.017 (0.88)	0.131*** (4.33)	0.078** (2.33)	0.248*** (3.62)	-0.027 (-0.87)	0.010 (0.67)	-0.013 (-0.40)
	Resource Trade Balance#	0.193*** (4.41)	0.620*** (5.18)	0.055 (0.54)	0.527* (1.78)	0.121* (1.71)	1.162*** (5.41)	0.093 (1.00)	0.472*** (3.14)
	Population Growth#	-0.942*** (-3.12)	-1.168*** (-3.89)	-1.241*** (-2.45)	-0.076 (-0.14)	-0.142 (-0.32)	-2.219*** (-4.23)	-3.074*** (-3.32)	-1.387** (-2.14)
	Dependency Ratio	-0.012 (-0.34)	-0.228*** (-4.86)	0.004 (0.08)	-0.094 (-0.99)	0.046 (0.69)	-0.352*** (-4.39)	-0.025 (-0.32)	-0.209** (-2.52)
	DR×Aging_Speed	0.143*** (6.3)	-0.188*** (-3.24)	0.136*** (4.92)	-0.221 (-1.03)	0.143*** (4.79)	-0.202* (-1.93)	0.007 (0.1)	-0.086 (-1.12)
	GDP Growth#	-0.647*** (-3.38)	-0.443*** (-3.62)	-0.339 (-1.48)	-0.622*** (-3.17)	-1.267*** (-3.62)	-0.142 (-0.72)	0.236 (0.48)	-0.276 (-1.26)
	Currency share	-0.077*** (-8.38)		-0.040*** (-2.88)		-0.097*** (-6.82)		-0.149*** (-5.76)	
	Safer political environment#	-0.180*** (-7.73)	-0.097*** (-5.12)	-0.087*** (-2.66)	-0.029 (-0.76)	-0.266*** (-8.14)	-0.122*** (-4.43)	-0.369*** (-5.47)	-0.069* (-1.86)
周期性 变量	L.d_vix×K_openness	0.029* (1.94)	0.045 (1.59)	-0.120*** (-3.52)	0.070 (0.64)	0.065* (1.68)	0.017 (0.39)	-0.030 (-0.57)	0.075* (1.88)
	L.d_vix×K_openness×cu_share	-0.001 (-0.06)		0.265 (1.32)		0.010 (0.06)		0.105 (0.45)	
	commodity TOT×trade openness	0.133* (1.96)	-0.005 (-0.08)	0.641*** (3.8)	-0.260 (-1.53)	0.434*** (3.81)	0.020 (0.23)	-0.074 (-0.63)	-0.037 (-0.48)
	output gap/GDP#	-0.378*** (-6.60)	-0.299*** (-7.33)	-0.246*** (-3.68)	-0.178*** (-3.08)	-0.349*** (-3.60)	-0.257*** (-4.13)	-0.518*** (-4.19)	-0.507*** (-4.73)
政策性 变量 (控制 变量)	d_private credit/GDP #	-0.019*** (-3.16)	-0.004 (-0.46)	-0.035*** (-3.14)	-0.039* (-1.76)	-0.048*** (-3.45)	0.020 (1.34)	0.016 (1.19)	-0.079*** (-4.42)
	adjusted fiscal balance # (IV)	0.763*** (9.6)	0.250*** (3.03)	0.410*** (3.5)	0.083 (0.59)	1.206*** (8.66)	0.334*** (2.67)	1.356*** (6.14)	0.699*** (4.82)
	L.health spending/GDP#	0.009 (0.07)	-0.662*** (-5.08)	0.143 (0.85)	-0.453* (-1.79)	-0.312 (-1.61)	-0.892*** (-4.37)	-0.738** (-2.15)	-0.556*** (-2.90)
	(Reserves/GDP)×K controls#(IV)	-0.284 (-0.68)	1.092*** (7.09)	1.112 (1.56)	0.424 (1.28)	-0.036 (-0.05)	0.965*** (4.45)	-4.141*** (-2.92)	1.000*** (4.2)
	constant	-0.012*** (-3.77)	-0.022*** (-4.57)	-0.011** (-2.25)	-0.008 (-0.75)	-0.097 (-0.96)	-0.035*** (-4.01)	-0.033*** (-2.66)	-0.030*** (-3.40)
	观察值 N	690	756	253	273	253	286	184	197
chi2	1248.15	595.72	335.76	118.18	949.01	411.74	455.9	384.05	

注：结果保留三位小数。\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平上显著；“L.”表示 1 年滞后期；“d”表示剔除趋势项处理；“#”表示该变量经过基于 GDP 权重的加权平均处理；“IV”代表外生工具变量。下同。

率份额显著提升；影响发达国家经常账户失衡的周期性因素减少，控制变量中政策性因素对经常账户失衡的权重明显加大；第三，发达国家此轮经常账户失衡与更多的结构性和政策性因素有关，特别是与经济增长和政策调整有关；第四，在 5% 的显著性水平上，净国外资产比重、人均产出占比、石油或天然气贸易平衡、人口增长率、老年人口抚养比例、政治稳定性是影响新兴市场国家经常账户失衡的结构性驱动因素，产出缺口是影响其失衡的周期性因素；第五，与基期相比，影响发展中国家经常账户的结构性因素明显增多，权重加大，人口类变量代替经济增长成为此轮失衡的重要结构性因素，影响其经常账户失衡的周期性因素基本不变，影响经常账户失衡的政策性因素增加，可以看出发展中国家经常账户失衡主要与结构性和政策性因素有关；第六，引入个体效应的 FGLS 回归结果显示，在 5%

的显著性水平上，大多数发展中国家<sup>①</sup>表现出很强的个体效应，发达国家组别个体效应不显著。

4.危机后经常账户失衡的调整：2008—2015年

将危机后的估计结果与危机前进行比较（见表2），可以看出：第一，从数量上看，与危机爆发前相比，发达国家和发展中国家经常账户调整的结构性和周期性驱动因素均减少，政策性驱动因素增加；第二，从权重上看，发达国家结构性驱动因素权重显著增加<sup>②</sup>，最明显的是人口增长率的变动，发展中国家周期性驱动因素的权重增加，政策性因素在两个组别中占权重显著增加；第三，尽管发达国家更多结构性变量显著性发生变化，但是这些结构性变量对此轮经常账户调整起到负向效应，即加剧了发达经济体的经常账户赤字，周期性因素对发达国家经常账户失衡的负向冲击减弱；第四，发展中国家此轮调整与周期性因素有关，产出缺口占比权重的加大使新兴经济体经常账户盈余发生改善；第五，2008—2015年，结构性因素触发了发达经济体经常账户的消极调整，这也印证了危机后发达国家经常账户在调整中分化、加剧失衡的事实；而发展中国家此轮经常账户失衡的调整与周期性因素的积极改善有关。

(二) G20 经济体的回归结果

由于危机后全球经济平衡增长成为 G20 各国经济实现复苏的共同主题，我们选取了 49 个国家样本中的 G20 经济体<sup>③</sup>进行研究。

1.全时间段：1986—2015年

如表3所示，控制政策性变量后，从全时间段看，全部的结构变量是 G20 国家经常账户失衡走向的驱动因素，大宗商品贸

表3 1986—2015年G20经济体经常账户的回归结果

G20 经济体类型	变量名	时段：1986—2015		
		全样本	发达国家	发展中国家
结构性变量	L.NFA/Y	0.024*** (6.05)	0.006 (1.25)	0.033*** (4.33)
	L.output_per	-0.060*** (-3.78)	-0.093** (-2.57)	-0.029 (-1.38)
	L.output_per×K_openness	0.177*** (9.11)	0.265*** (6.90)	0.093*** (2.76)
	Resource Trade Balance#	1.112*** (7.46)	0.495 (1.48)	1.204*** (6.30)
	Population Growth#	-1.362*** (-5.01)	-3.433*** (-8.77)	-0.356 (-0.81)
	Dependency Ratio#	-0.009 (-0.33)	0.083** (2.15)	0.047 (0.71)
	DR×Aging_Speed	0.110*** (5.37)	0.108*** (5.11)	-0.041 (-0.58)
	GDP Growth#	-0.942*** (-7.65)	-0.287 (-1.39)	-0.951*** (-5.45)
	Currency share	-0.078*** (-8.52)	-0.093*** (-9.46)	
	Safer political environment#	-0.182*** (-10.57)	-0.182*** (-6.74)	-0.129*** (-5.75)
周期性变量	L.d_vix×K_openness	0.008 (0.33)	-0.005 (-0.19)	0.016 (0.42)
	L.d_vix×K_openness×cu_share	0.104 (0.91)	0.052 (0.46)	
	commodity TOT×trade openness	-0.111* (-1.65)	0.096 (0.95)	-0.233*** (-2.85)
	output gap/GDP#	-0.249*** (-5.74)	-0.330*** (-5.10)	-0.177*** (-3.39)
政策性变量	d_private credit/GDP#	-0.011** (-2.01)	-0.002 (-0.34)	-0.018 (-1.49)
	adjusted fiscal balance# (IV)	0.713*** (10.13)	1.031*** (10.49)	0.293** (2.59)
	L.health spending/GDP#	-0.544*** (-4.32)	-0.438*** (-2.99)	-0.875*** (-4.01)
	(Reserves/GDP) ×K controls# (IV)	0.029 (0.18)	-0.183 (-0.32)	0.432** (2.43)
	constant	-0.017*** (-7.11)	-0.041*** (-10.01)	-0.024*** (-3.95)
	观察值 N	864	540	324
chi2	828.08	665.31	468.41	

<sup>①</sup>这些国家包括：巴西、中国、哥伦比亚、哥斯达黎加、埃及、危地马拉、印度、印尼、墨西哥、摩洛哥、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾、俄罗斯、南非、泰国、斯里兰卡、突尼斯、土耳其。

<sup>②</sup>由于各阶段选取变量相同，使用方法相同，因而通过比较回归系数判断结构性和周期性变量驱动作用大小。

<sup>③</sup>选取 EBA 样本 49 个国家中的 G20 成员国，即剔除了沙特和部分欧元区国家。



易条件与产出缺口占比是 G20 国家经常账户走向的周期性驱动因素。如果进一步将 G20 国家分为发达国家和发展中国家两个组别, 不难发现: 第一, 发达国家和发展中国家的结构性驱动因素有所不同, 发达国家经常账户走向主要取决于经济发展、人口结构等因素, 发展中国家经常账户走向主要取决于净国外资产、经济增长、资源等因素; 第二, 产出缺口占比是决定发达国家经常账户走向的周期性因素, 商品贸易条件、产出缺口占比是决定发展中国家经常账户走向的周期性因素。值得关注的是, 在此期间, 大宗商品贸易条件对发展中国家经常账户起到负向驱动作用, 这可能与此阶段发展中国家进出口商品结构发生了较大调整有关。

## 2. 基期: 1986—1996 年

如表 4 所示, 可以得出: 第一, 影响发达国家经常账户的结构性变量显著多于发展中国家; 第二,

表 4 G20 经济体经常账户分阶段回归结果

G20 经济体类型	变量名	1986—1996 年		1997—2007 年		2008—2015 年	
		发达国家	发展中国家	发达国家	发展中国家	发达国家	发展中国家
结构性变量	L.NFA/Y	0.048*** (4.82)	0.0602*** (2.69)	-0.001 (-0.17)	0.038*** (3.29)	-0.006 (-0.62)	-0.009 (-0.65)
	L.output_per	-0.143*** (-3.10)	0.009 (0.34)	-0.149** (-2.02)	0.022 (0.53)	0.433*** (3.16)	-0.138** (-2.00)
	L.output_per×K_openness	0.211*** (4.75)	0.077 (1.13)	0.346*** (4.38)	-0.016 (-0.30)	-0.139 (-1.01)	0.226*** (2.1)
	Resource Trade Balance#	1.270*** (3.27)	2.162** (2.01)	2.014*** (3.14)	1.222*** (3.97)	3.216*** (3.57)	0.983*** (2.75)
	Population Growth#	-1.678*** (-2.76)	-1.220 (-1.61)	-1.914*** (-3.02)	-3.148*** (-3.68)	-7.275*** (-8.29)	-1.705 (-1.20)
	Dependency Ratio#	-0.054 (-1.03)	0.0603 (0.46)	0.306*** (3.51)	-0.344*** (-3.63)	0.202*** (2.64)	-0.022 (-0.13)
	DR×Aging_Speed	0.118*** (3.93)	0.860*** (2.93)	0.114*** (3.83)	-0.309** (-2.05)	-0.017 (-0.23)	-0.138 (-1.53)
	GDP Growth#	-0.407 (-1.45)	-0.401 (-1.58)	-0.365 (-0.93)	-0.350 (-1.33)	0.347 (0.67)	-0.751** (-2.15)
	Currency share	-0.068*** (-3.61)		-0.097*** (-5.94)		-0.150*** (-6.83)	
	Safer political environment#	-0.018 (-0.43)	-0.011 (-0.22)	-0.290*** (-7.22)	-0.137*** (-4.51)	-0.481*** (-7.61)	-0.026 (-0.51)
周期性变量	L.d_vix×K_openness	-0.101** (-2.43)	-0.157 (-1.02)	0.044 (1.03)	0.057 (1.08)	-0.130*** (-2.76)	0.050 (1.17)
	L.d_vix×K_openness×cu_share	0.152 (0.72)		0.052 (0.30)		0.265 (1.42)	
	commodity TOT×trade openness	0.656*** (2.82)	0.470 (0.75)	0.344 (1.60)	0.038 (0.31)	-0.196 (-1.38)	0.074 (0.87)
	output gap/GDP#	-0.216*** (-2.83)	-0.282*** (-4.16)	-0.465*** (-3.68)	-0.123 (-1.47)	-0.067 (-0.48)	-0.490*** (-4.42)
	d_private credit/GDP#	-0.036*** (-3.09)	-0.105*** (-4.27)	-0.009 (-0.56)	-0.040* (-1.91)	0.043*** (3.54)	-0.023 (-1.19)
政策性变量	adjusted fiscal balance# (IV)	0.217 (1.48)	-0.169 (-0.65)	1.734*** (8.74)	-0.062 (-0.30)	1.634*** (8.63)	0.664*** (3.66)
	L.health spending/GDP#	-0.131 (-0.61)	-1.176*** (-3.51)	-0.537** (-2.56)	-0.100 (-0.25)	-0.434 (-1.26)	-0.570 (-1.30)
	(Reserves/GDP) ×K controls# (IV)	1.686** (1.98)	-0.703* (-1.79)	-0.372 (-0.36)	0.640*** (2.79)	1.863 (1.24)	1.149*** (3.51)
	constant	-0.012* (-1.68)	0.038** (2.08)	-0.049*** (-7.52)	-0.063*** (-4.35)	-0.052*** (-4.96)	-0.044*** (-3.15)
	观察值 N	198	115	198	121	144	88
	chi2	196.35	106.64	517.79	486.06	473.17	421.35

资本市场状况、商品贸易条件、产出缺口占比是发达国家经常账户走向的周期性驱动因素，产出缺口占比是发展中国家经常账户走向的结构性驱动因素；第三，受可能的资本管制措施影响，此阶段人均产出占比与资本市场状况对发达国家经常账户走向起到负向驱动作用。

### 3. 经常账户失衡：1997—2007年

第一，就发达国家而言，经常账户结构性驱动因素发生变化，在5%的显著性水平上，政治风险变量的影响较为显著，净国外资产占比不再是此期间经常账户失衡的驱动因素；发达国家周期性驱动因素数量减少，在1%的显著性水平上，产出缺口占比是经常账户失衡的周期性驱动因素；第二，就发展中国家而言，在1%的显著性水平上，结构性驱动因素数量明显多于基期，全部的周期性变量不显著；第三，1997—2007年间，G20国家中发达国家和发展中国家经常账户失衡均由结构性因素推动。

### 4. 危机后经常账户失衡的调整：2008—2015年

不难发现：第一，发达国家结构性驱动因素显著性未发生较大调整，但考虑到发达国家多为经常账户赤字国，人口变量的负向冲击不利于发达国家经常账户失衡的调整，发达国家的周期性驱动因素对经常账户调整有较大幅度的改善，但结构性变量驱动作用强于周期性变量；第二，发展中国家此轮经常账户调整由产出缺口占比的周期性因素导致，并且触发了经常账户的积极调整。

### (三) 稳健性检验

根据IMF(2013)研究<sup>①</sup>，引入是否为金融中心的虚拟变量，不考虑人口结构的非线性影响，全样本国家(1986—2010时间段)回归结果显示，在5%的显著性水平上，全部的结构性和周期性、政策性变量均是全球经常账户走向的驱动因素；如果考虑货币政策冲击的影响，回归中再引入实际利率与资本管制的交乘项，结果显示：实际利率并不影响经常账户的相对余额，其他变量的显著性与符号均未发生显著变动；如果将储蓄和投资分解，改变被解释变量为经常账户与GDP之比加上投资率。回归结果显示，全部的结构性和周期性变量的符号和显著性未发生改变，大部分政策性变量显著性水平不变。

此外，将自变量中将部分变量的交乘项分解，全样本国家和G20国家分阶段分阶段的回归结果显示，资本账户开放度在不同时期对不同国家的作用不同，有时对经常账户起到促进作用，有时对经常账户起到抑制作用；结构性和周期性变量的显著性和引入交叉项的回归结果大体一致，呈现相同的趋势和特征<sup>②</sup>。

## 五、结论

首先，在2008—2015年期间，危机后发达国家经常账户失衡的调整主要由结构性因素决定，但考虑到发达国家多为经常账户逆差国，此轮结构性因素触发了发达国家经常账户的消极调整；发展中国家经常账户失衡的调整主要由周期性因素导致，且触发了经常账户的被动改善。

其次，针对G20国家的分阶段回归结果显示：在2008—2015年期间，人口结构的变化触发了发达国家经常账户的消极调整，而发展中国家此轮经常账户失衡的改善主要与周期性因素有关。

最后，人均产出水平、生存风险、资本市场状况和大宗商品贸易条件表现出显著的阶段特征。这可能由国家间经济发展状况的差异、抚养比例对储蓄率的复合效应、资本管制下资本流向改变、国家间贸易结构的异质性等因素导致。

<sup>①</sup>参见 Steven Philips et al., The External Balance Assessment(EBA)Methodology[R]. IMF Working Paper, No.WP/13/272, 2013

<sup>②</sup>受篇幅限制，此部分结果省去。如有需要，读者可向作者索取。

本文的研究表明,大多数发达国家和发展中国家均未做出有助于经常账户再平衡的结构性调整。随着全球经济的周期性复苏,全球经常账户失衡的问题很可能卷土重来,并可能引发新一轮国际经贸冲突。

(责任编辑 马 曼)

#### 参考文献:

- [1] 陈继勇,周琪.经济增长动力耦合与全球经济再平衡[J].武汉大学学报(哲学社会科学版),2011(11):5-10
- [2] 李杨.失衡与再平衡[J].国际金融研究,2014(3):3-6
- [3] 刘伟丽.全球经济失衡与再平衡问题研究[J].经济学动态,2011(4):84-87
- [4] 余永定,覃东海.中国的双顺差:性质、根源和解决办法[J].世界经济,2006(3):31-41
- [5] 张坤.金融发展与全球经济再平衡[J].国际金融研究,2015(3):14-22
- [6] 张坤.全球经济失衡,逆转还是持续——基于金融发展不对称视角[J].财经科学,2016(11):1-10
- [7] 张明.IMF评估汇率失衡的新方法EBA述评[J].经济学动态,2012(7):117-121
- [8] 张幼文,薛安伟.要素流动的结构与全球经济再平衡[J].学术月刊,2013(9):66-73
- [9] Dadush. Global Rebalancing: The Dangerous Obsession[R]. January 10, 2011, <http://carnegieendowment.org/2011/01/10/global-rebalancing-dangerous-obsession/1mj>.
- [10] Habermeier K, et al. Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries—A Cross Regional Perspective[J]. Social Science Electronic Publishing, 2010(9):1-78
- [11] IMF. External Balance Assessment(EBA): Technical Background of the Pilot Methodology[R]. August 3, 2012
- [12] IMF. Technical Background Note: 2015 Refinements to the External Balance Assessment (EBA) Methodology[R]. July 26th, 2017
- [13] IMF. 2017 External Sector Report[R]. IMF Policy Paper, July, 2017
- [14] Phillip R. Lane. Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis[R]. IMF Working Paper, WP/14/151, 2014
- [15] Sebastian Edwards. On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances[R]. NBER Working Paper Series, No.12904, 2008
- [16] Toloui R. What Role for Emerging Markets after the Sell-off? [R]. Financial Market Research, 2013

**Abstract:** This paper uses EBA current account method, and makes panel regression based on periods of time and stages according to the annual data of 49 countries from 1986 to 2015. It investigates the driving forces behind the global current account imbalances and adjustment, while the empirical study shows that after the 2008 financial crisis, structural factors influenced the current account of developed countries significantly while exacerbating rather than easing imbalances, though cyclical factors do help easing current account imbalances in developing countries. That is to say, after the 2008 financial crisis, no countries have made positive structural adjustment in favor of global current account rebalancing. With a cyclical rebound of global economy, the serious current account imbalances could rise again and trigger a new round of international trade and investment conflicts.

**Keywords:** Global Current Account Adjustment; EBA; Driving Forces; Structural Adjustment