

双向资本流动与全球失衡*

王鹏飞¹ 文一² 许志伟³

1: 香港科技大学; 2: 美联储圣路易斯分行; 3: 上海交通大学

如何理解国际资本流动一直是国际经济领域的重要议题之一。Lucas (1990) 提出了著名的“Lucas 悖论”，即：发展中国家的资本更稀缺且回报率也更高，但为何资本不从发达国家（北）流向发展中国家（南）？标准的新古典增长理论表明发展中国家较低的资本积累会导致较高的资本边际收益，从而该理论预测国际资本应从发达国家流向发展中国家。然而，最近 20 年的经验事实恰恰相反：发展中国家往往具有更高的储蓄，以及更多的资本流向发达国家。

为了解释国际资本“逆流”而导致的全球失衡（global imbalances）现象，主流文献认为发展中国家由于过剩储蓄而导致资本收益低于发达国家，因此国际资本呈现由南向北的逆流现象。本文则认为资本逆流现象之所以成为理论上的悖论，部分原因是因为现有研究仅关注加总后的资本而未区分不同类型的资本。事实上，将国际资本进一步划分为固定资本（fixed capital，如 FDI）与金融资本（financial capital，如证券投资），数据呈现双向流动的模式：固定资本主要以 FDI 的形式从发达国家流向发展中国家，这与经典理论的预测一致；而金融资本的流动方向则相反。由于金融资本流量远大于固定资本流量，加总后的国际资本表现出由南向北的“逆流”形式。

以工业国家与新兴经济体为例。2000 年至 2011 年，工业国家作为整体，年均流入金融资本 4980 亿美元，输出固定资本（FDI）2950 亿美元；而新兴经济体则年均输出金融资本 3540 亿美元，输入固定资本（FDI）2460 亿美元；且这种国际资本的双向流动随时间有加剧趋势。此外，伴随着金融账户失衡的是全球的商品贸易失衡：发达国家对发展中国家整体上呈现持续的、高额的贸易逆差。中美两国是全球（金融与贸易）失衡的最主要贡献者。具体而言，中国是世界上最大的外汇储备持有国（截至 2011 年底外汇储备高于 3 万亿美元，且大部分为美国国债）、最大的 FDI 接受国（截至 2011 年底 FDI 累积超过 1.4 万亿美元），以及全球贸易失衡的主要贡献者（2005-2011 年经常账户年均盈余达 2500 亿美元）；而美国则是最大的金融资本输入国与 FDI 输出国，其贸易赤字在 2005-2011 年间达到了年均 6000 亿美元，居世界首位。

尽管物质资本（FDI）在南北经济贸易中扮演重要角色，且在平衡国际资本流动和经常账户方面的作用也日益显著，但大部分讨论全球失衡的文献并没有将 FDI 与金融资本严格加以区分。忽视这两类资本的区别，一方面无法提供正确的理论分析来解释国际资本流动模式以及全球失衡现象，同时也无法为不同模型的实证检验提供理论支持。

本文将不完备市场下的金融摩擦（financial frictions）引入标准的新古典增长模型中，为理解双向资本流动提供了一个理论与定量的分析框架。具体而言，本文根据 Gourinchas 和

* 本文系王鹏飞、文一和许志伟所著论文“Two-way Capital Flows and Global Imbalances”的非技术综述，为 2016 浦山青年论文奖颁奖准备。原文可于 Economic Journal 官方网站下载：DOI: 10.1111/eoj.12290。

Jeanne (2013) 在新古典增长模型中引入储蓄与投资两类楔子 (wedge)。储蓄楔子扭曲了家庭的最优储蓄行为, 而投资楔子则扭曲了厂商的最优投资行为。与 Gourinchas 和 Jeanne (2013) 外生地引入楔子不同, 本文从金融摩擦的角度内生地推导出储蓄与投资两类楔子, 因而具有更强的微观基础以及统一的理论框架。

以下为本文理论的详细描述。由于以银行信贷为主的金融系统欠发达, 发展中国家的家庭和厂商受到较为严重的信贷约束。其结果是, 家庭会预防性地持有超额储蓄来应对不可预测的风险; 企业则不得不严重依赖内部资金对投资进行融资。由于金融系统的欠发达, 家庭部门的高额储蓄 (资本供给) 无法有效率配置到进行固定资本形成 (资本需求) 的企业部门。直接后果是, 生产部门的固定资本较稀缺而家庭部门的储蓄又相对过剩。在均衡情况下, 发展中国家的金融资产回报率 (经风险调整后) 显著低于固定资本回报率。以中国为例, 近 20 年来中国的固定资产实际回报率长期稳定在 20% 以上, 然而金融资产的实际回报率 (如银行储蓄利率) 则非常低甚至为负。与发达经济相比, 发展中国家相对较高的固定资本回报率以及相对较低的金融资本回报率使得金融全球化导致国际资本在南北之间出现双向流动的特性。进一步, 由于金融资本相较于物质资本流动性更强, 前者在流量上居于全球资本流动的主导地位, 直接导致中国等新兴经济体的经常账户短期出现顺差。此外, 由于两种资本的回报率存在显著差异, 中国并不会因为输出大量金融资本而必然具有正的国际资本净收益。相反, 中国向发达国家 FDI 支付的高回报率使其国际资本净收益持续为负, 这进一步加剧了国际贸易的长期失衡。

因此, 不同于经典的新古典理论将发展中国家的高资本回报率 (或者资本边际产量) 归因于较低的家庭储蓄, 本文理论证明了低效率的金融市场能够导致发展中国家企业投资不足同时家庭过度储蓄, 最终出现物质资本高回报率与金融资本低收益率并存的现象。而发达国家由于其金融市场更加完备, 两种资本的回报率较之发展中国家更为趋同。两类资本回报率的跨国差异, 驱动了发达国家与发展中国家之间的双向资本流动现象。本文的另一个重要发现是, 我们从理论上证明了双向资本流动使得中美之间的贸易不平衡能够长期存在, 即便两国的经常账户项目完全平衡。

将金融市场不完备引入主流宏观的分析框架---动态一般均衡模型中, 本文从定量角度进一步分析了国际资本流动的宏观效应。基于实际数据, 本文将模型中的两国分别校准为中美两个经济体。数值模拟显示, 模型能够很好地解释中国经济中的过度储蓄与融资不足现象; 模拟的转移路径能够很好地拟合中国与发达国家之间的双向资本流动特征; 稳态均衡显示全球金融账户失衡问题仍将长期存在, 并且中国长期均衡的贸易顺差将占 GDP 约 3%。以上定量结果表明, 低效率的金融市场而非普遍认为的汇率操纵, 是中国对外贸易不平衡的主要成因。因此, 要从根本上解决资本市场与国际贸易的失衡问题, 关键在于如何有效地推进金融改革, 在降低过剩储蓄的同时, 将资本更有效率地配置于生产性部门。此外, 动态模拟显示, 尽管中国向发达经济体输出了大量的金融资本, 但全球金融市场利率并未显著降低, 因此本文认为, 新兴经济体的过剩储蓄导致全球低利率这一主流观点并不正确。

参考文献:

1. Gourinchas, P.-O. and Jeanne, O. (2013). 'Capital flows to developing countries: the allocation puzzle', *Review of Economic Studies*, vol. 82(1), pp. 1–32.
2. Lucas, R. (1990). 'Why doesn't capital flow from rich to poor countries?', *American Economic Review*, vol. 80(2), pp. 92–6.