

中国经济专题——2020秋北大国发院双学位课程

第九讲 外部失衡与经济危机

《宏观经济学二十五讲：中国视角》第11讲

徐高

2020年11月21日



北京大学国家发展研究院
National School of Development

议程

- ◆ 开放模型拓展
- ◆ 国际收支危机
- ◆ 次贷危机与中美贸易战

封闭经济体：私有经济与国有经济

◆ 私有经济

$$\begin{cases} u'(c_1) = \beta u'(c_2) [1 + AF_1(k_1, L)] \\ c_1 = k_0 + AF(k_0, L) - k_1 \\ c_2 = k_1 + AF(k_1, L) \end{cases}$$

◆ 国有经济 ($k_{f0} \triangleq \theta k_0$)

$$\begin{cases} u'(c_1) = \beta u'(c_2) [1 + AF_1(k_1, L)] \\ c_1 = k_0 + AF(k_0, L) - k_1 \\ c_2 = k_1 + AF(k_1, L) - [1 + AF_1(k_0, L)][1 + AF_1(k_1, L)]\theta k_0 \end{cases}$$

开放模型均衡

◆ 本国（国有经济）

$$\begin{cases} u'(c_1) = \beta u'(c_2)[1 + AF_1(k_1, L)] \\ c_1 = k_0 + AF(k_0, L) - k_1 + b_1 \\ c_2 = k_1 + AF(k_1, L) - [1 + AF_1(k_0, L)][1 + AF_1(k_1, L)]\theta k_0 - [1 + AF_1(k_1, L)]b_1 \end{cases}$$

◆ 外国（私有经济）

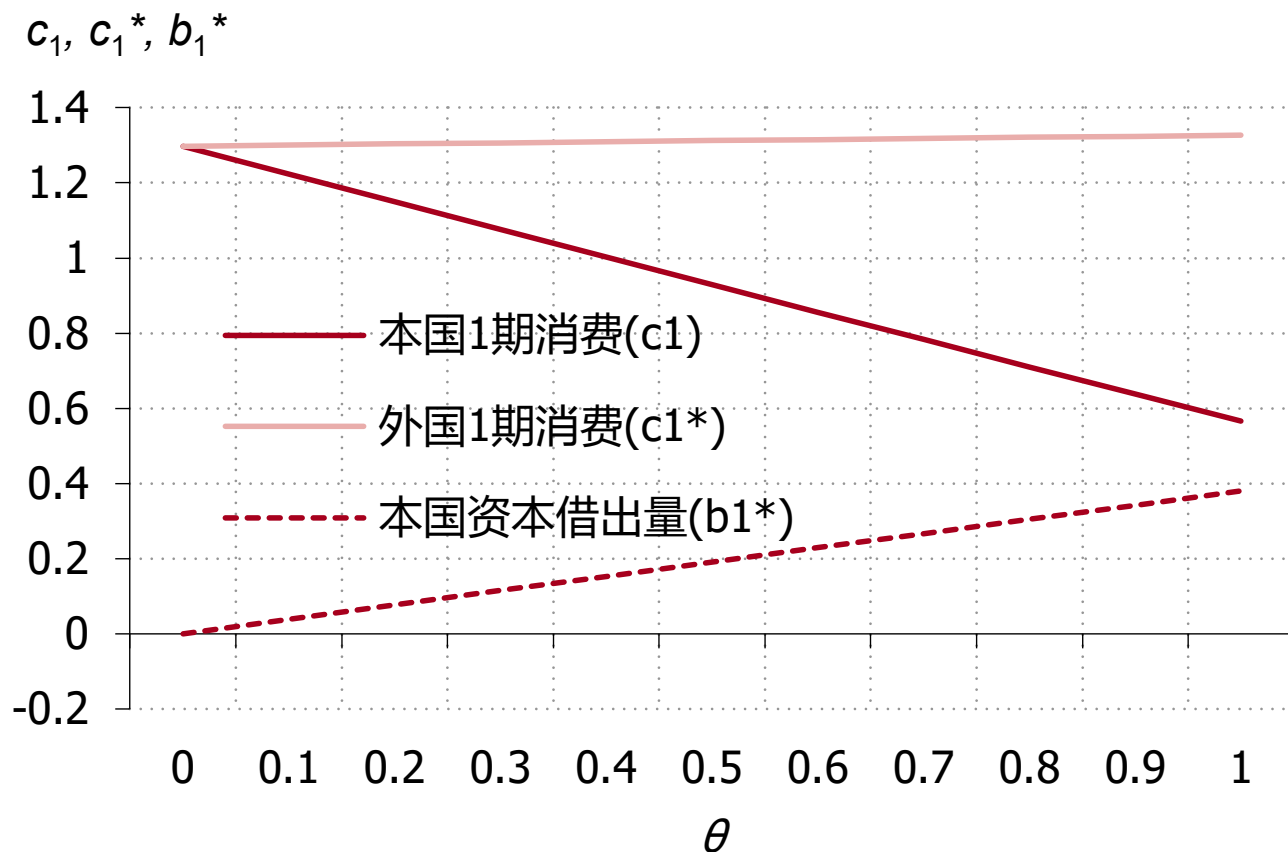
$$\begin{cases} u'(c_1^*) = \beta u'(c_2^*)[1 + AF_1(k_1^*, L)] \\ c_1^* = k_0^* + AF(k_0^*, L) - k_1^* + b_1^* \\ c_2^* = k_1^* + AF(k_1^*, L) - [1 + AF_1(k_1^*, L)]b_1^* \end{cases}$$

◆ 两国联系

$$\begin{cases} b_1 + b_1^* = 0 \\ k_1 = k_1^* \end{cases}$$

开放模型模拟：外国居民从本国过度储蓄中获得的好处似乎不多？

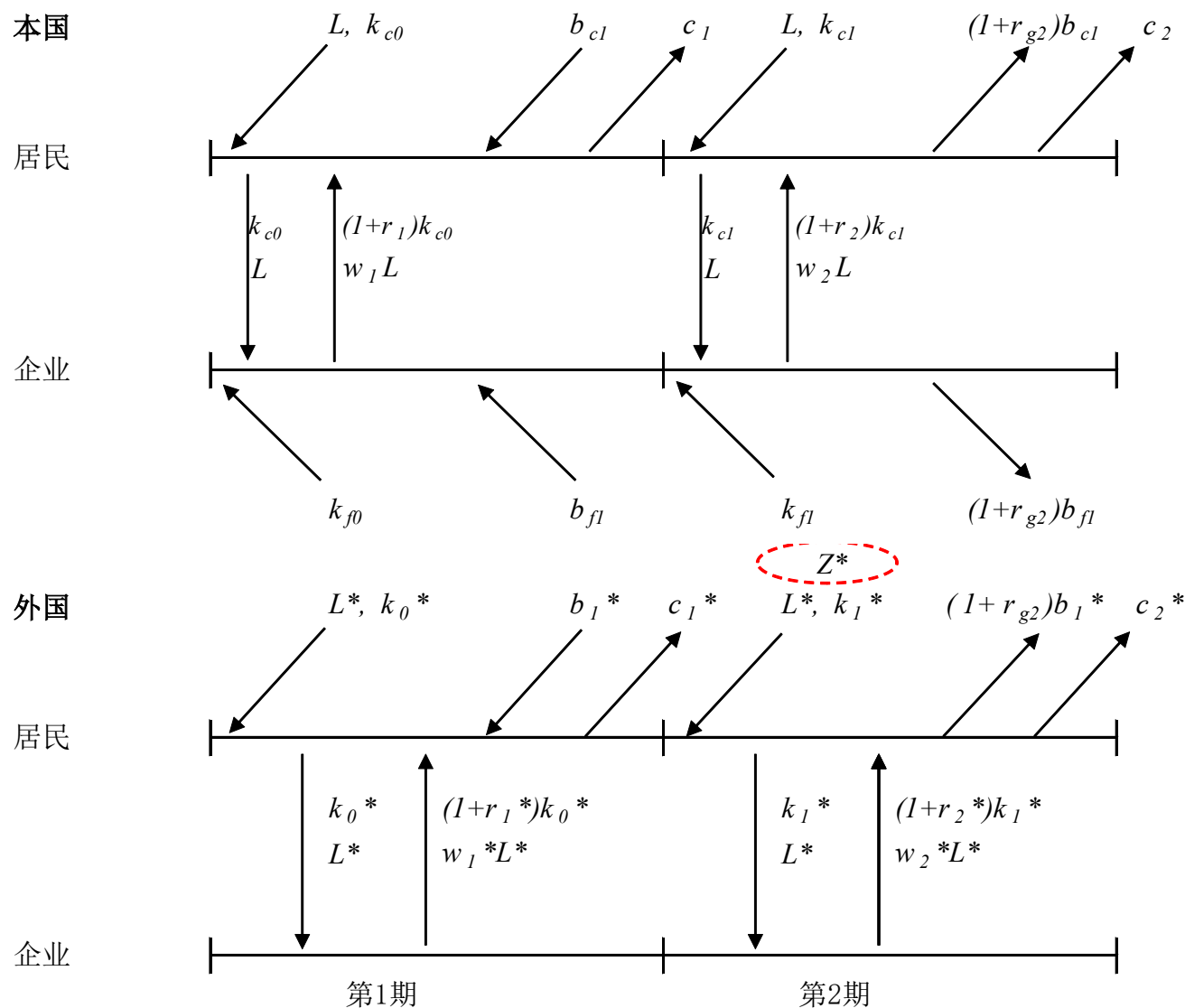
中国经济专题——2020年秋季学期



资料来源：作者估算



开放模型拓展：外国加入“国际支付工具” (Z^*)



拓展的开放模型均衡（引入国际支付工具 Z^* ）

◆ 本国（国有经济）

$$\begin{cases} u'(c_1) = \beta u'(c_2)[1 + AF_1(k_1, L)] \\ c_1 = k_0 + AF(k_0, L) - k_1 + b_1 \\ c_2 = k_1 + AF(k_1, L) - [1 + AF_1(k_0, L)][1 + AF_1(k_1, L)]\theta k_0 - [1 + AF_1(k_1, L)]b_1 \end{cases}$$

◆ 外国（私有经济）

$$\begin{cases} u'(c_1^*) = \beta u'(c_2^*)[1 + AF_1(k_1^*, L)] \\ c_1^* = k_0^* + AF(k_0^*, L) - k_1^* + b_1^* \\ c_2^* = k_1^* + AF(k_1^*, L) - [1 + AF_1(k_1^*, L)]b_1^* + Z^* \end{cases}$$

◆ 两国联系

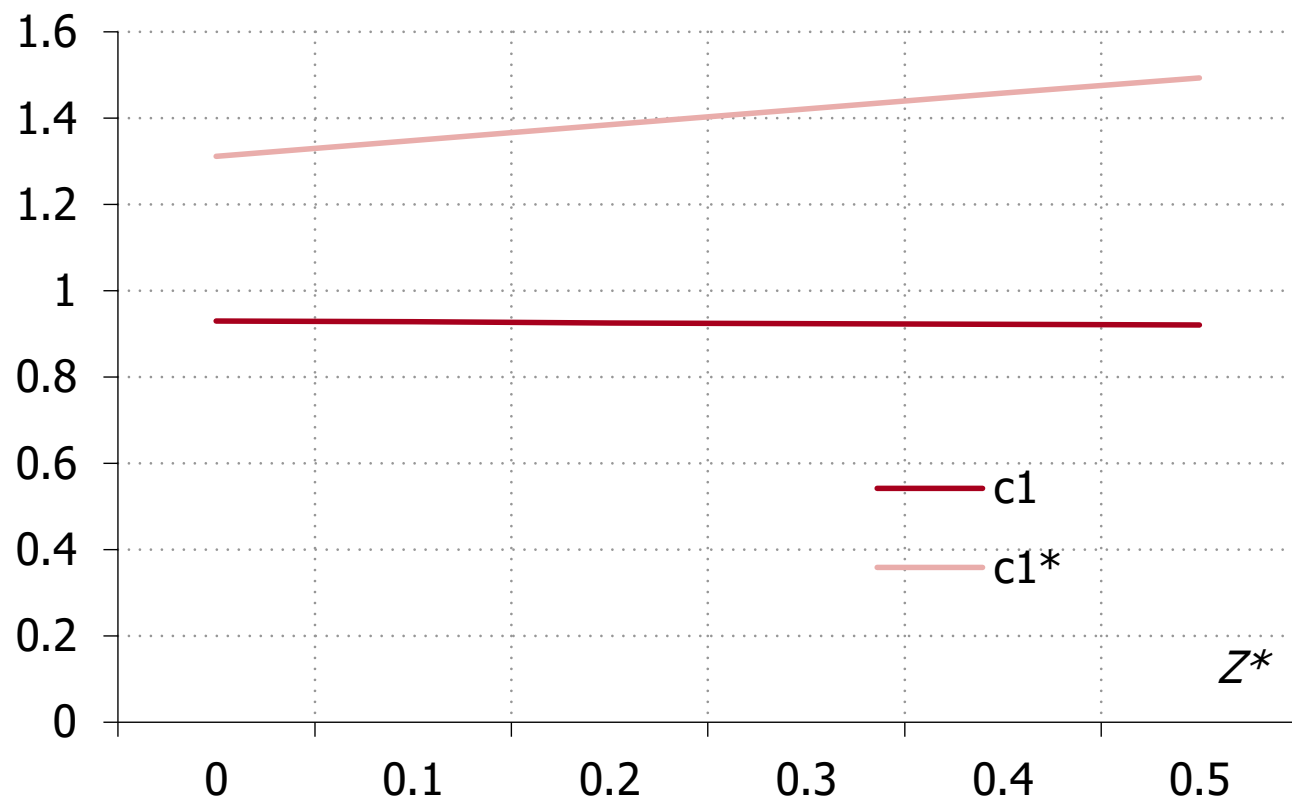
$$\begin{cases} b_1 + b_1^* = 0 \\ k_1 = k_1^* \end{cases}$$

◆ 资源约束

$$Z^* \leq [1 + AF_1(k_0, L)][1 + AF_1(k_1, L)]\theta k_0$$

两国消费的敏感性分析（假设 $\theta=0.5$ ）：

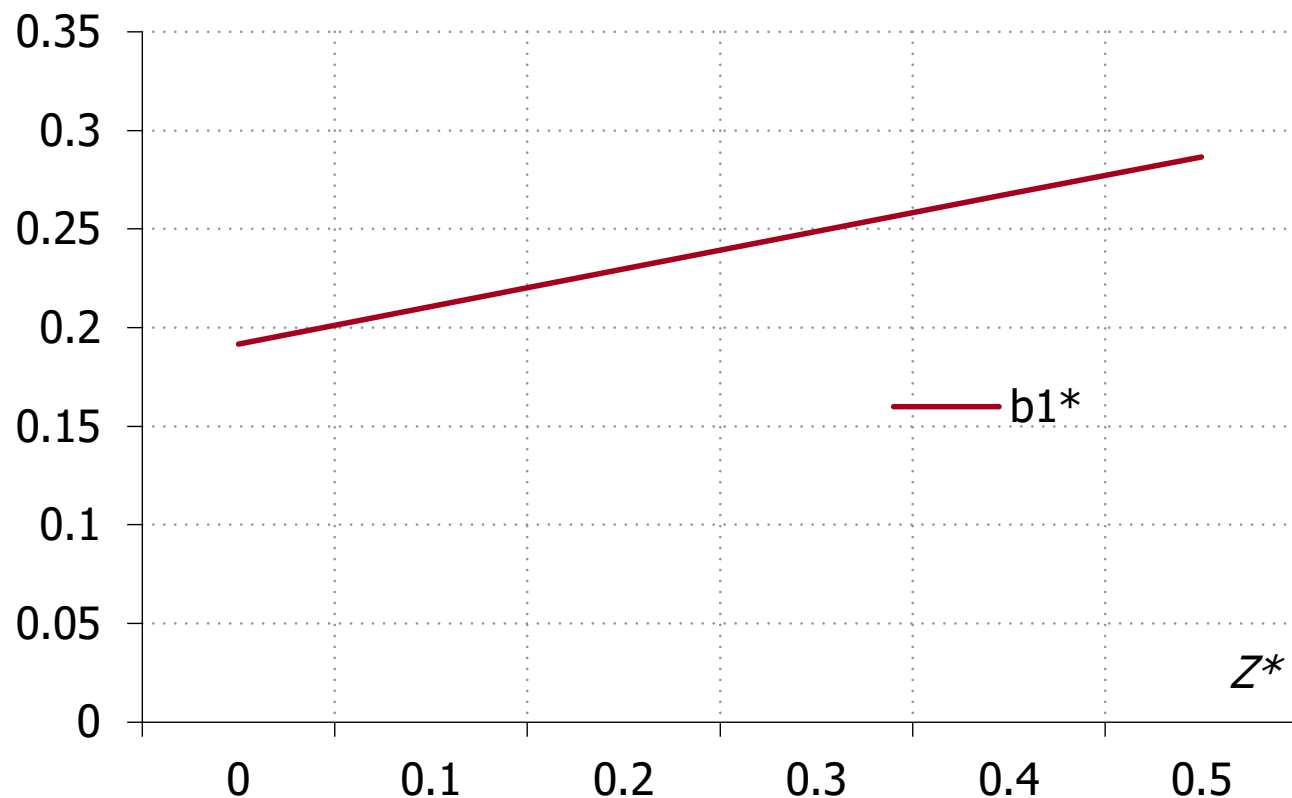
外国“支付工具” Z^* 越多，外国居民消费水平越高



资料来源：作者估算



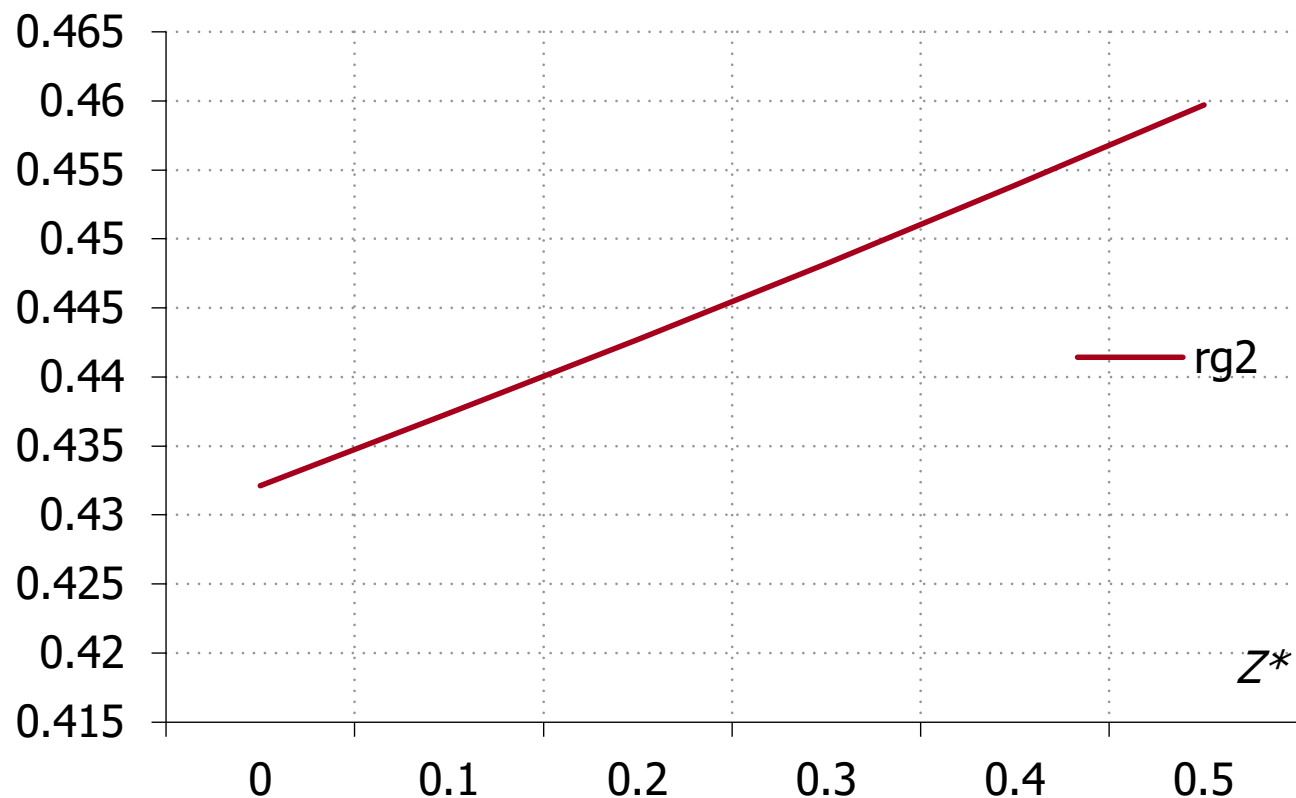
外国1期资本借入量的敏感性分析（假设 $\theta=0.5$ ）：外国“支付工具” Z^* 越多，外国居民1期借入的资本量越多



资料来源：作者估算



2期资本回报率的敏感性分析（假设 $\theta=0.5$ ）： 外国“支付工具” Z^* 越多，2期资本回报率越高

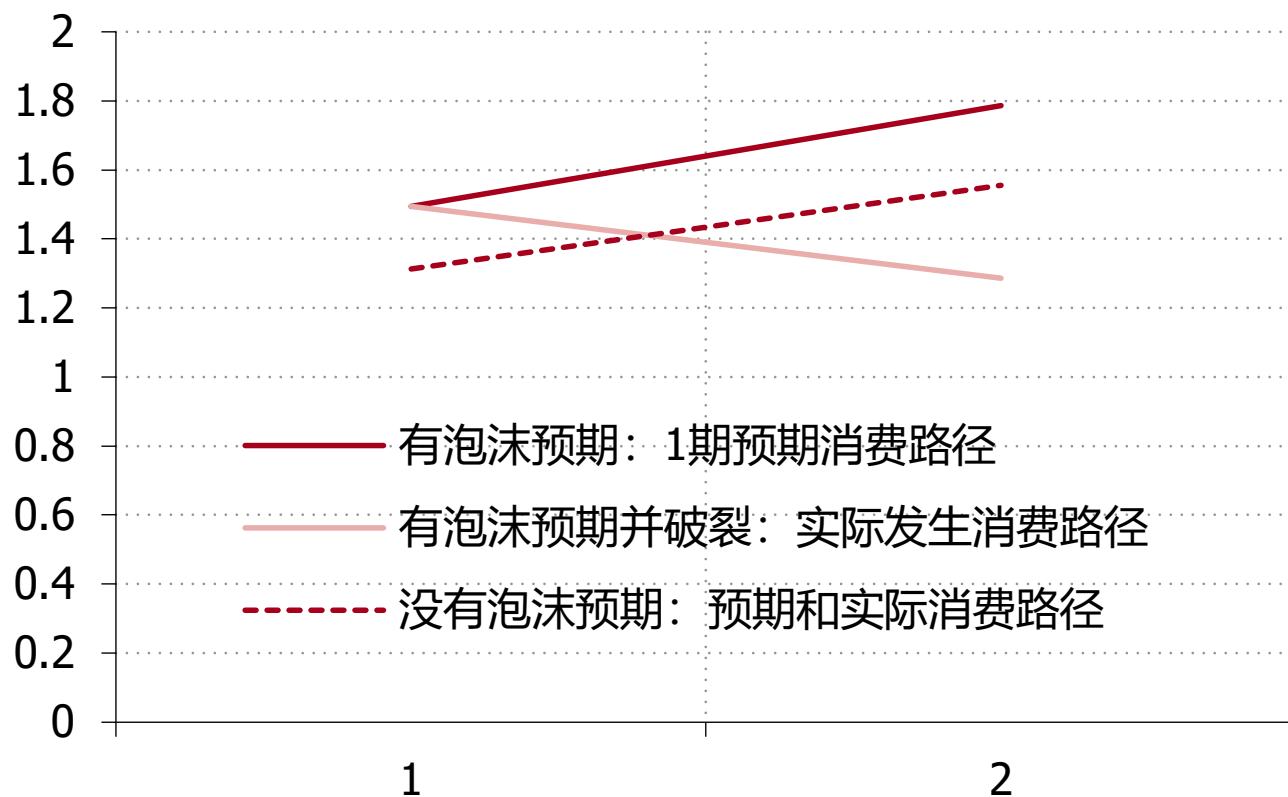


资料来源：作者估算



资产价格泡沫的破灭让外国居民实际消费路径偏离其预期路径.....

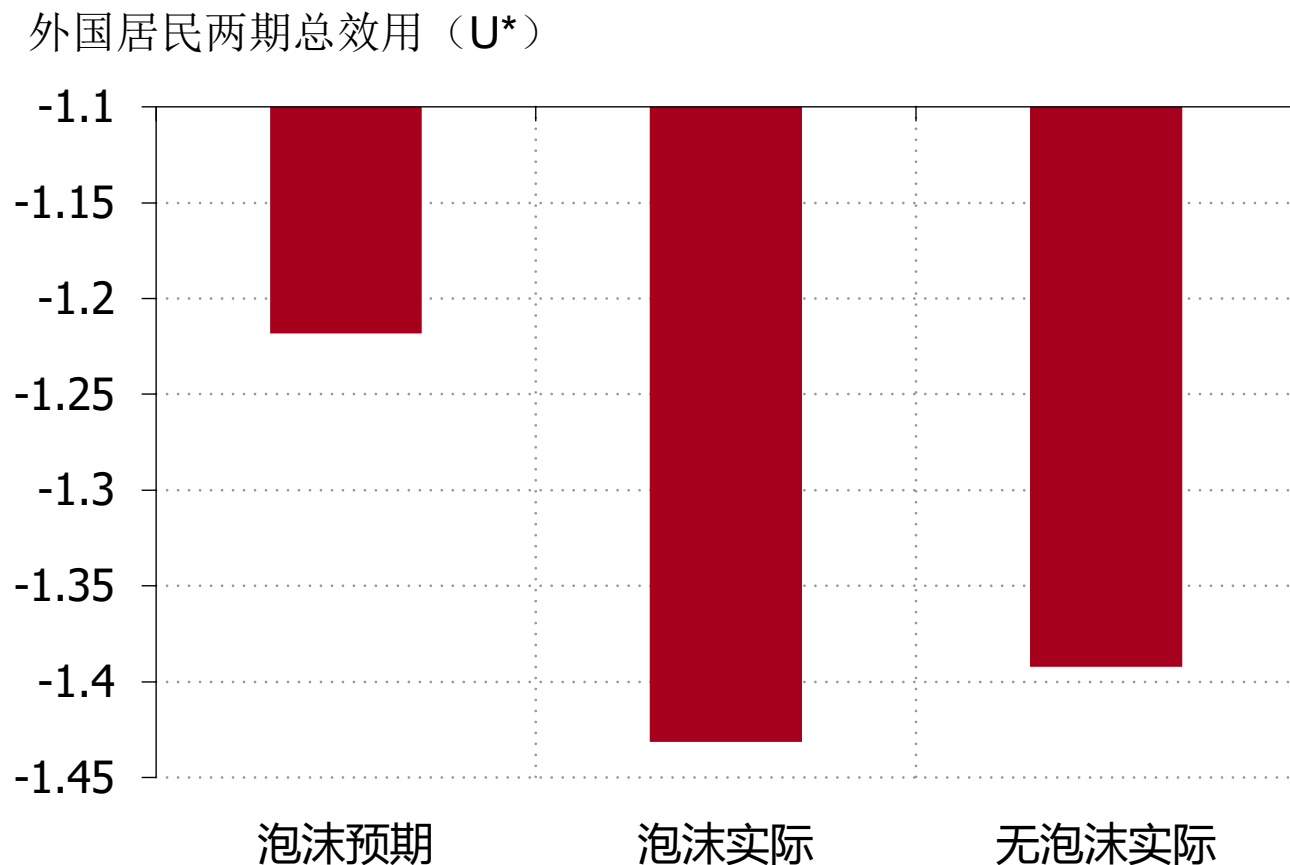
外国居民1期、2期消费



资料来源：作者估算



.....资产泡沫破灭造成的实际消费路径产生了比没有泡沫时更低的效用水平



资料来源：作者估算



议程

◆ 开放模型拓展

◆ 国际收支危机

◆ 次贷危机与中美贸易战

经常账户的两种解读

$$CA = \underbrace{Y}_{\text{产出}} - \underbrace{(C + I)}_{\text{内需}}$$

$$CA = \underbrace{S}_{\text{储蓄}} - \underbrace{I}_{\text{投资}}$$

国际收支危机

- ◆ 国际收支危机（**Balance of Payment Crisis**）：经济体因无法偿付其外债而产生的经济和金融危机
 - 产生于持续的经常账户逆差而带来的大量外债
 - 资本流入的“突然终止”（**Sudden Stop**）让国内债务资金链断裂，国内爆发经济危机
 - 本币会因国际收支危机的爆发而快速大幅贬值——国际收支危机因而又被称为“货币危机”（**Currency Crisis**）
 - 国际收支危机的爆发会让本国投资大幅萎缩，经济增长大幅下滑
 - 除美国之外，经常账户逆差国都面临着国际收支危机的约束

1997年7月2日，泰铢对美元大幅贬值，揭开了亚洲金融危机的序幕

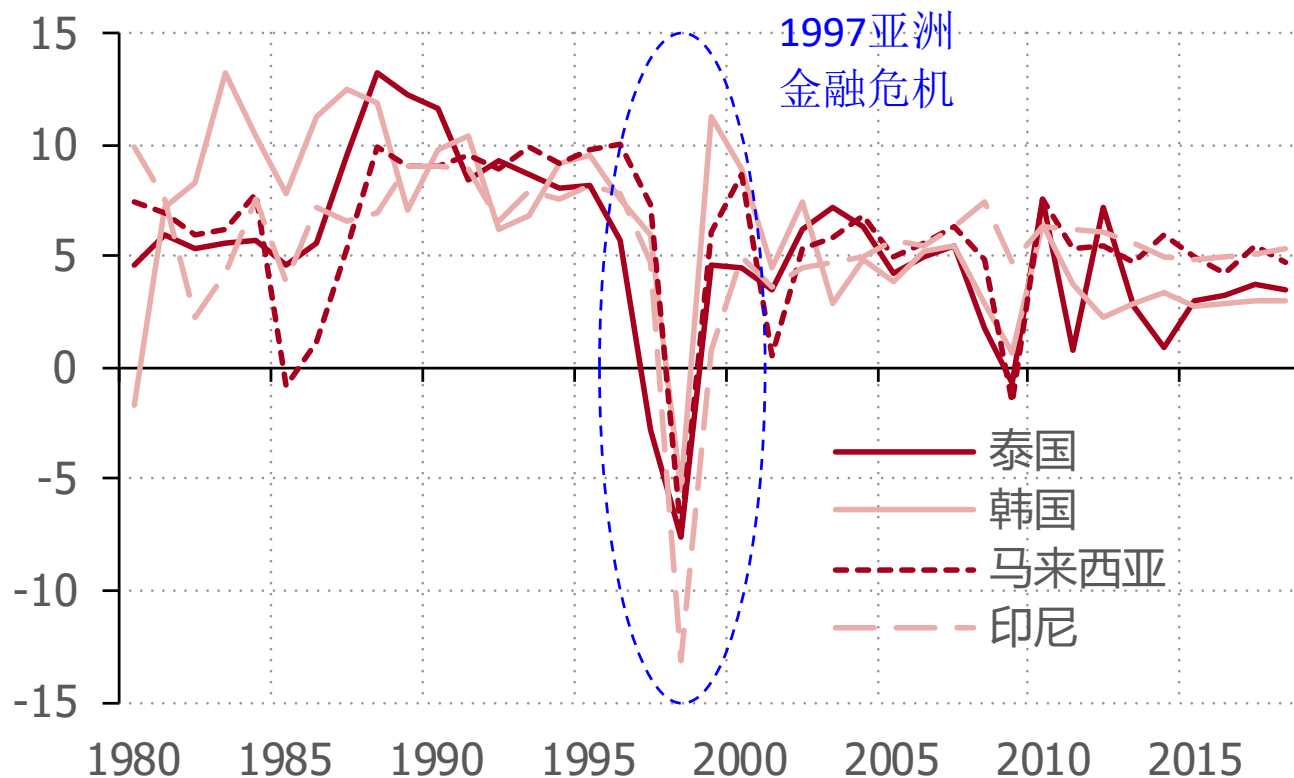


数据来源: Wind



1997年的亚洲金融危机重创了东亚经济体

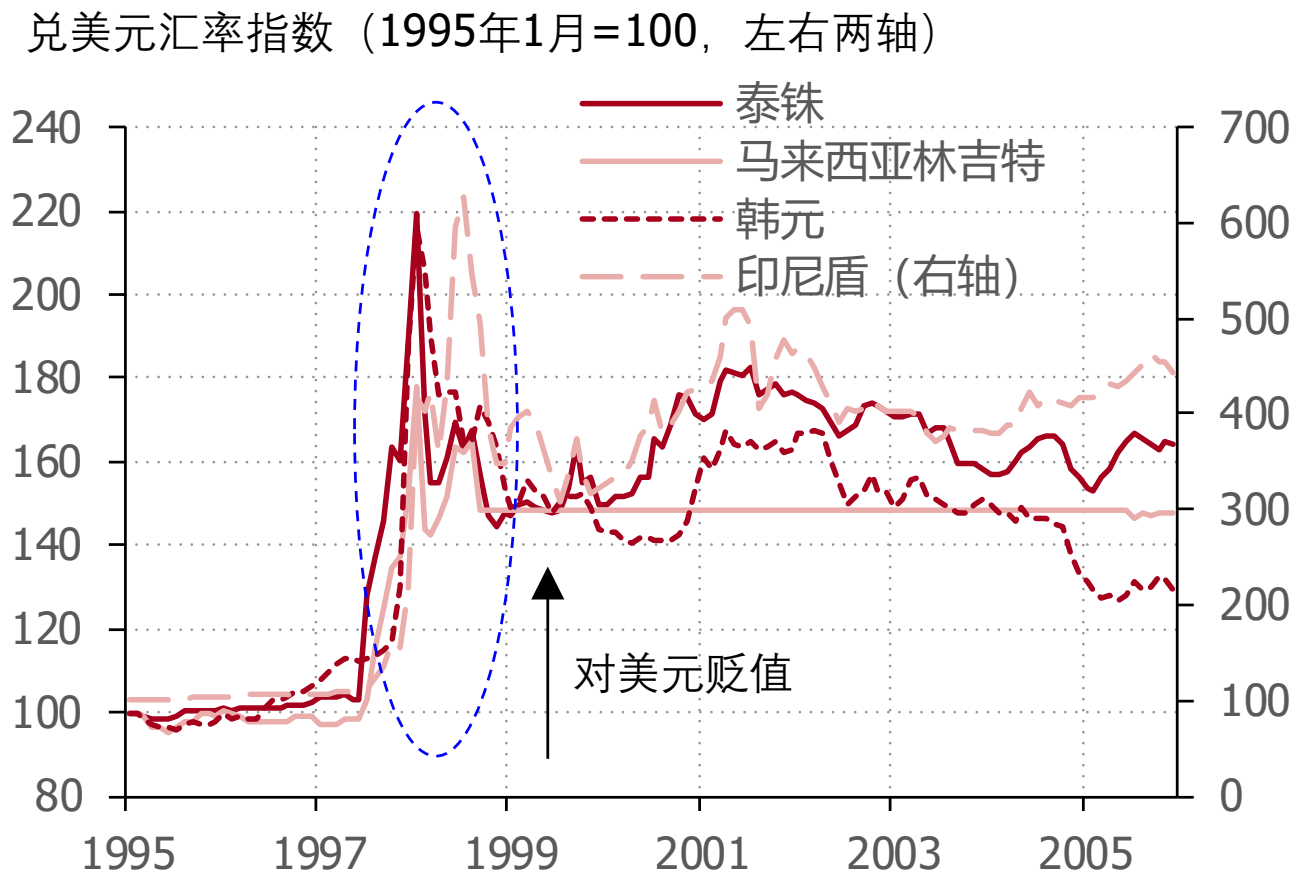
GDP实际增速（%）



数据来源：IMF



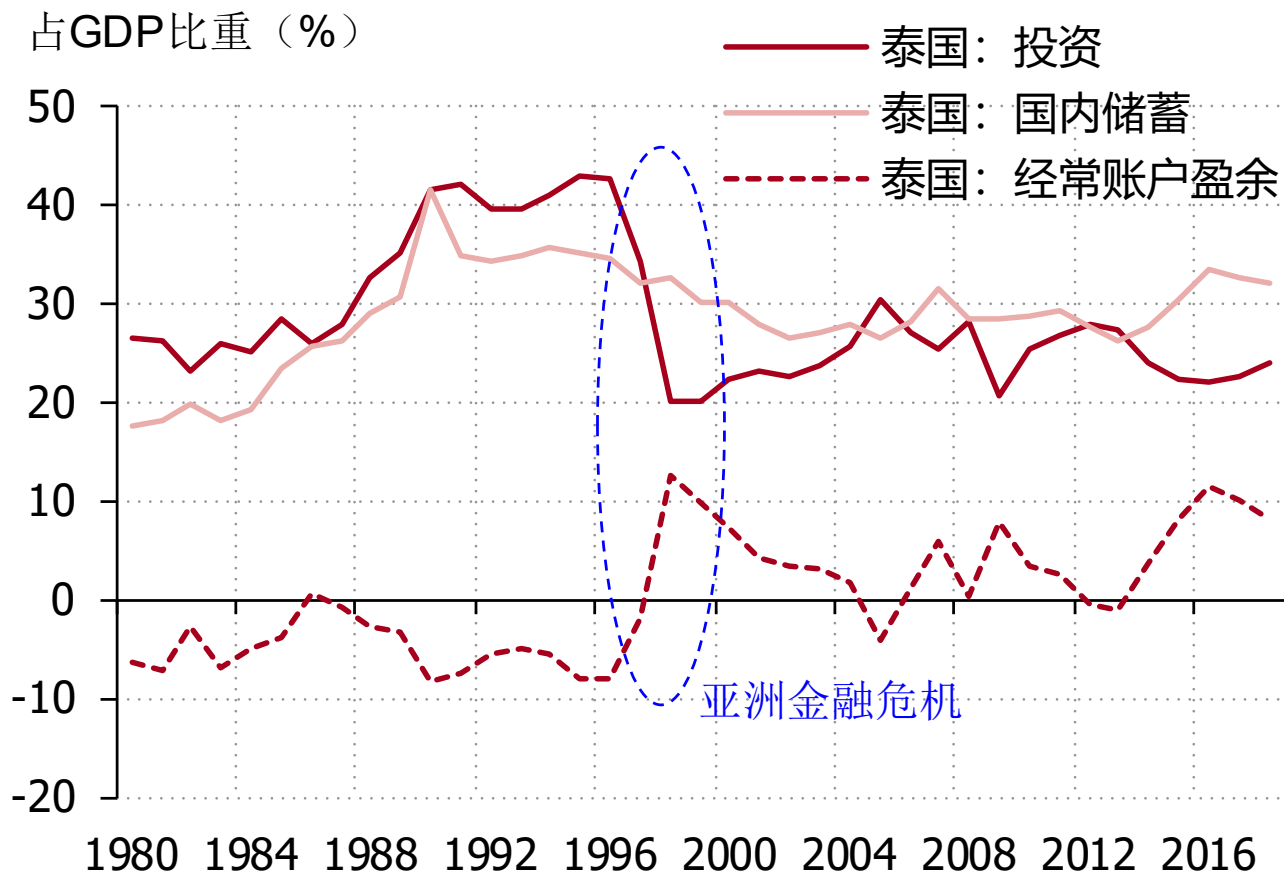
1997年亚洲金融危机爆发后，大部分亚洲经济体的货币都相对美元大幅贬值



数据来源：IMF



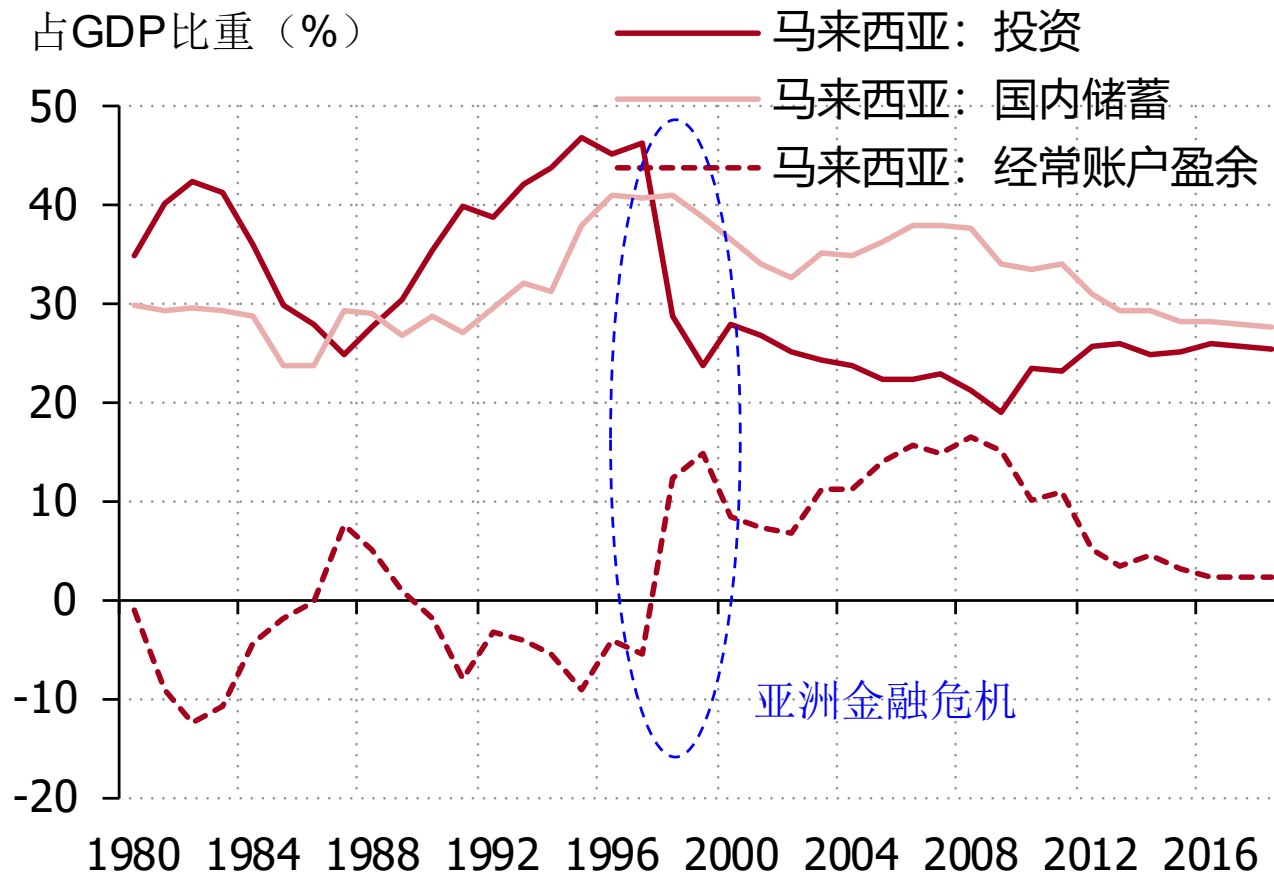
亚洲金融危机：泰国



数据来源：IMF



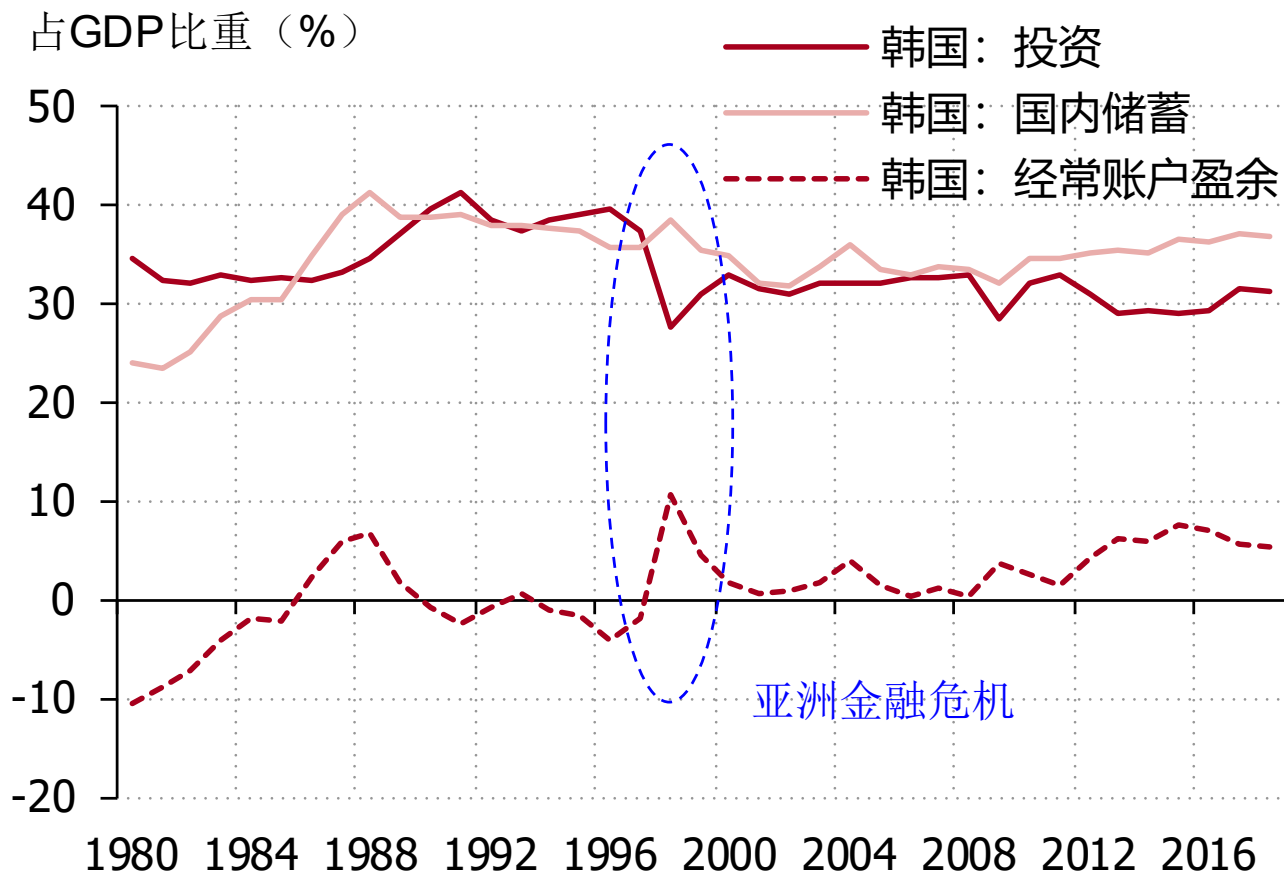
亚洲金融危机：马来西亚



数据来源：Wind



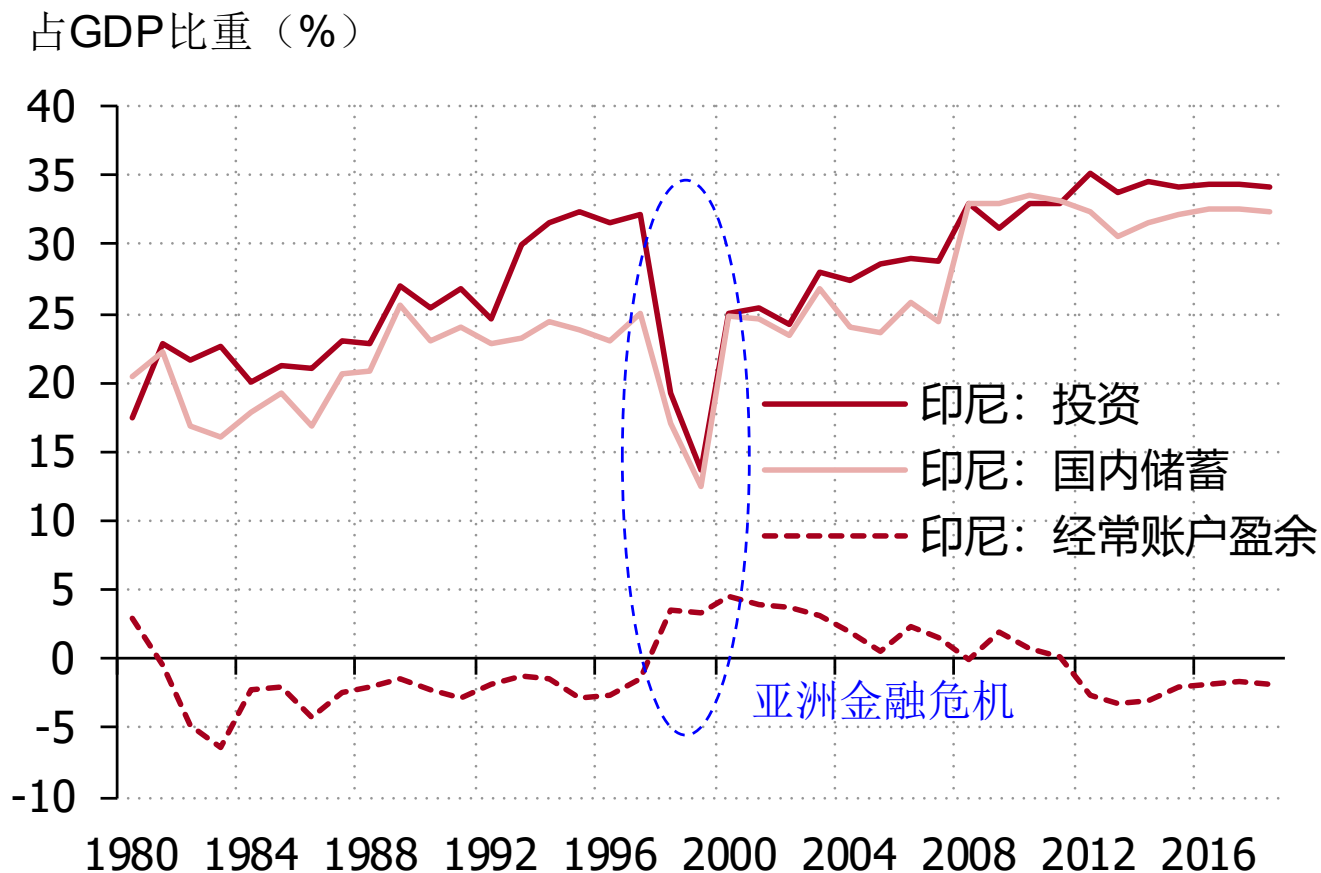
亚洲金融危机：韩国



数据来源：Wind



亚洲金融危机：印度尼西亚



数据来源：Wind



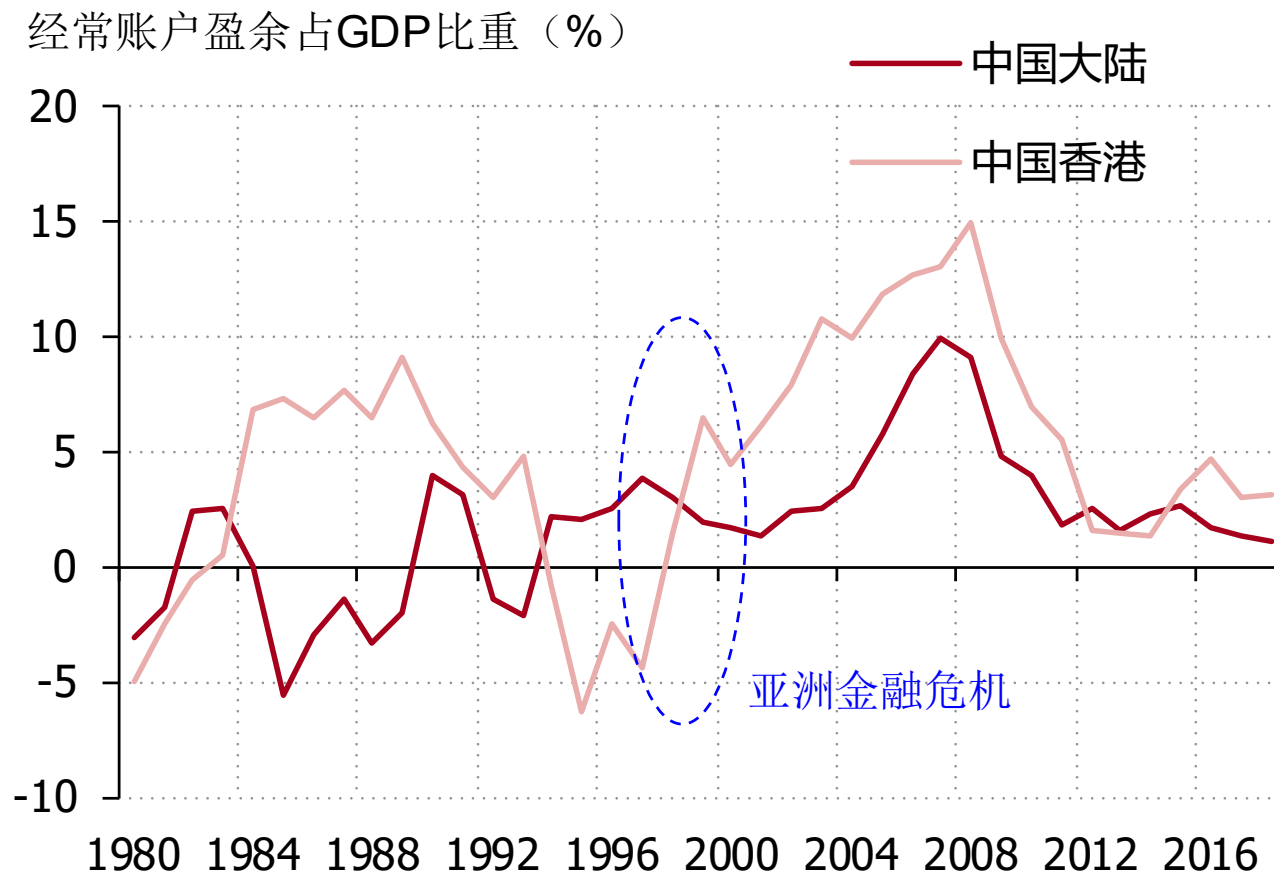
中国大陆与中国香港的汇率在亚洲金融危机中保持稳定



数据来源: Wind



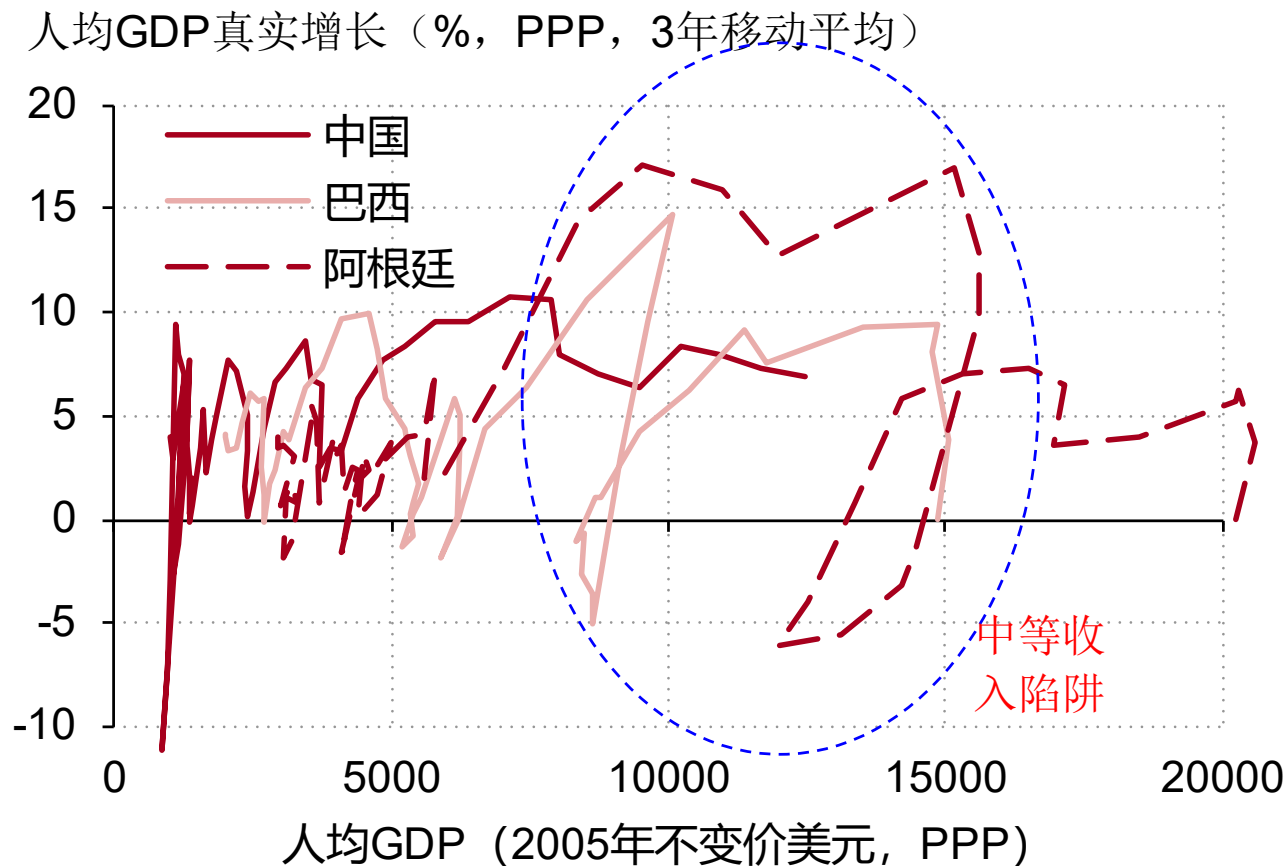
亚洲金融危机前中国大陆的经常账户盈余是大陆和香港应对亚洲金融危机冲击的后盾



数据来源: Wind



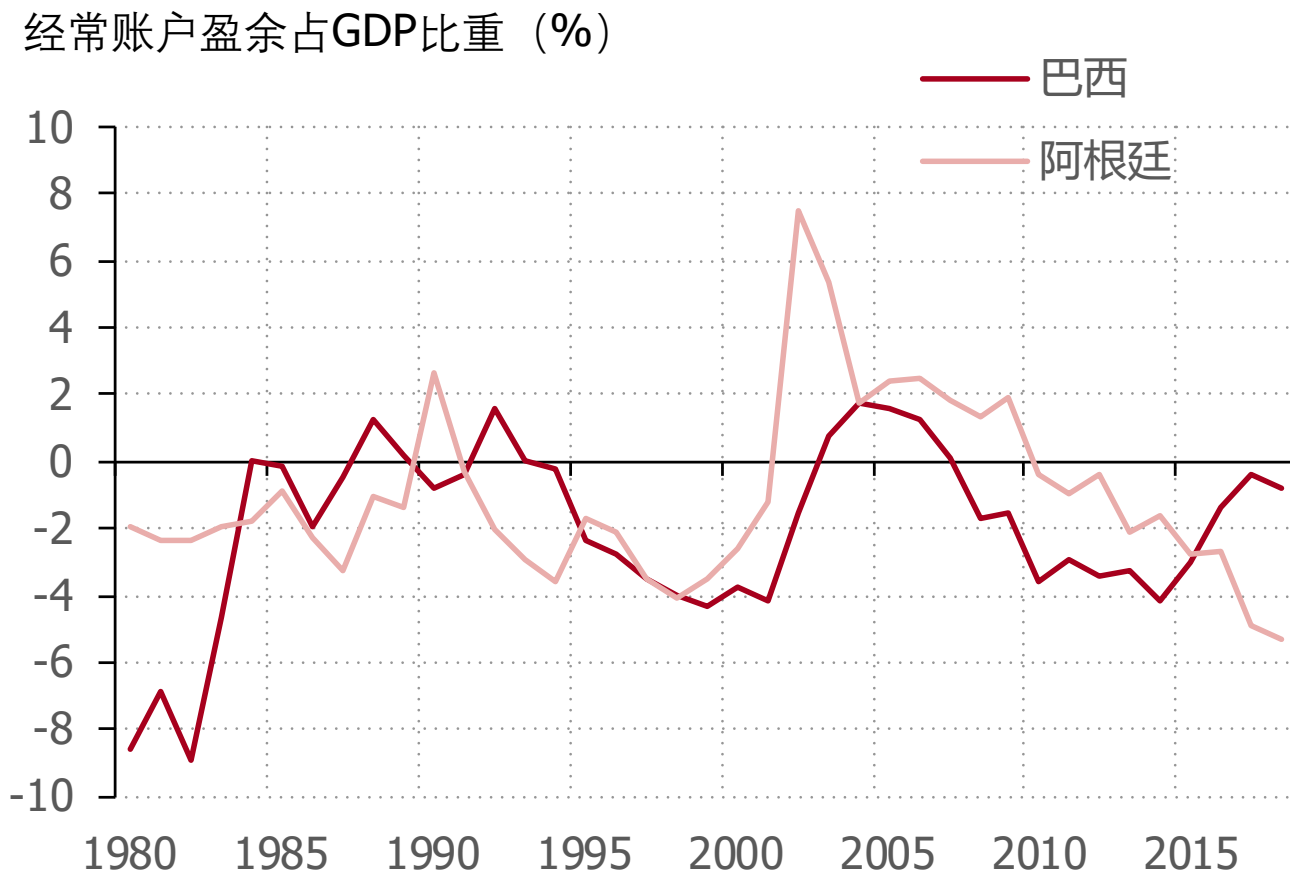
中国会像巴西和阿根廷那样落入“中等收入陷阱”吗？



数据来源：PWT



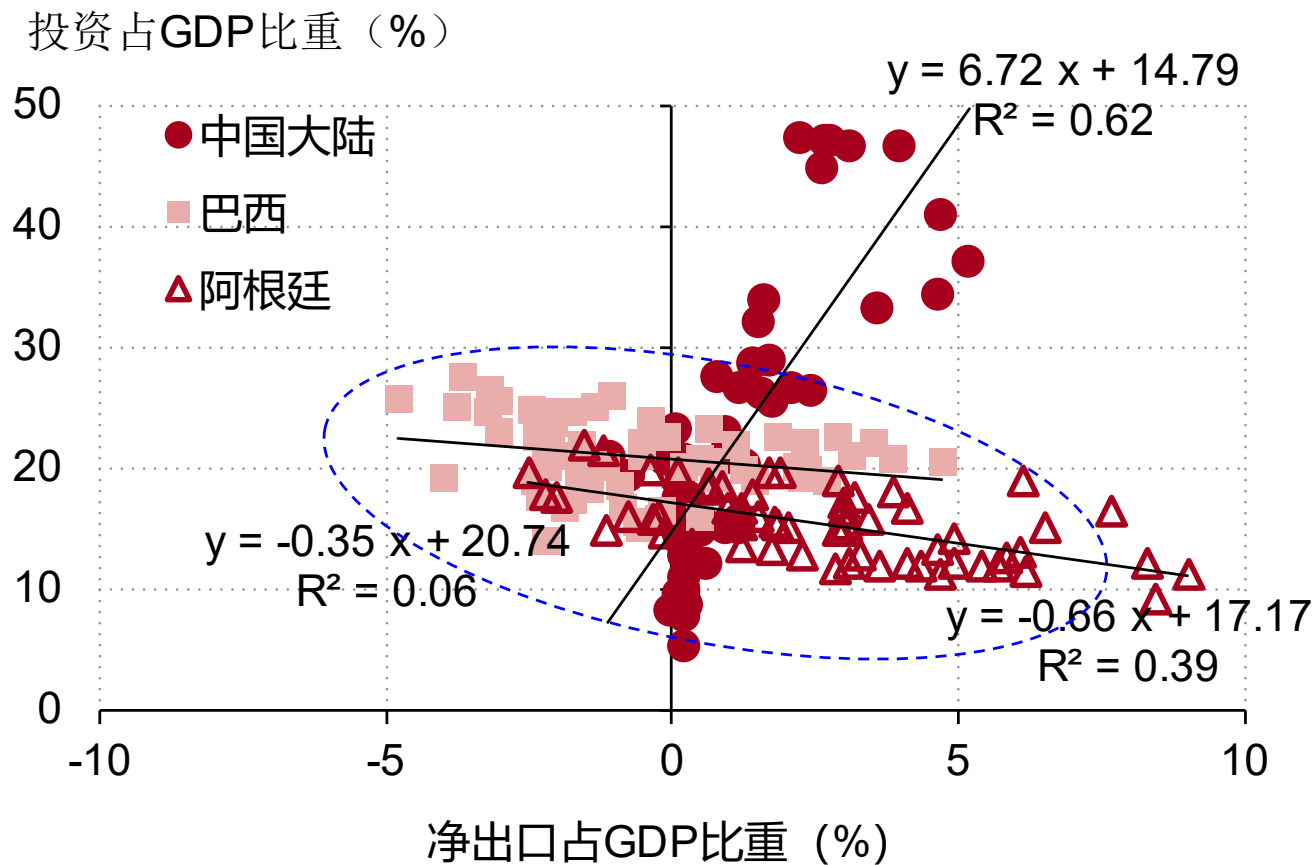
巴西与阿根廷经常性地会出现经常账户逆差，以及经常账户逆差带来的国际收支危机



数据来源: Wind



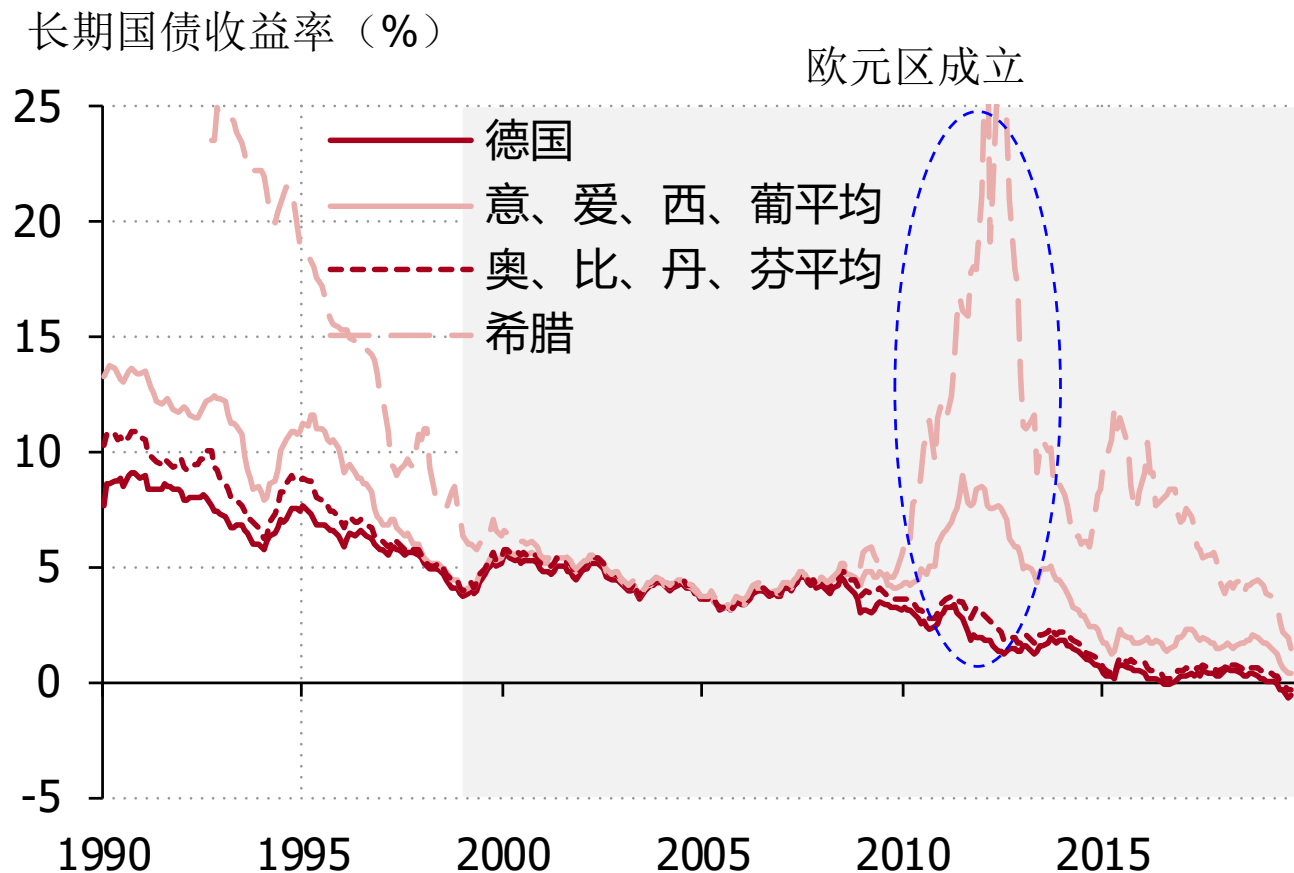
巴西、阿根廷落入“中等收入陷阱”的核心原因是它们国内的储蓄不足；中国不会重蹈其覆辙



数据来源：PWT



2011年欧元区爆发了“欧债危机”，“欧洲边缘国家”国债收益率大幅飙升



数据来源: Wind

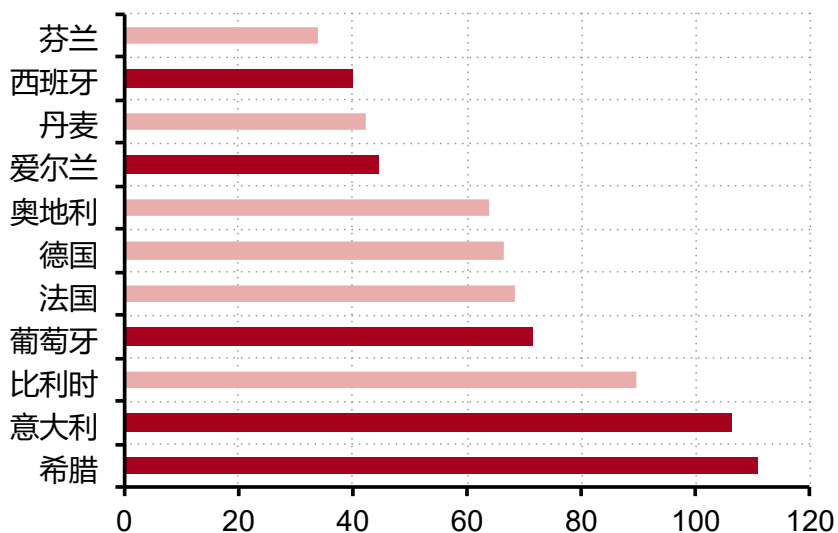


什么让“欧洲边缘国家”如此特殊？不是国债的数量

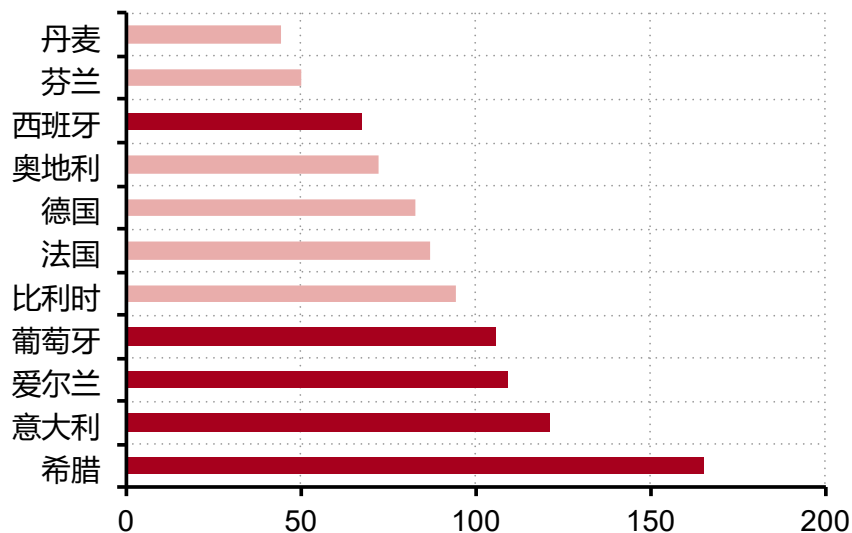
次贷危机前，西班牙、爱尔兰国债水平低于德国

“欧洲边缘国家”国债的膨胀是次贷危机的结果，而非原因

国债占GDP比重（2008年，%）



国债占GDP比重（2011年，%）

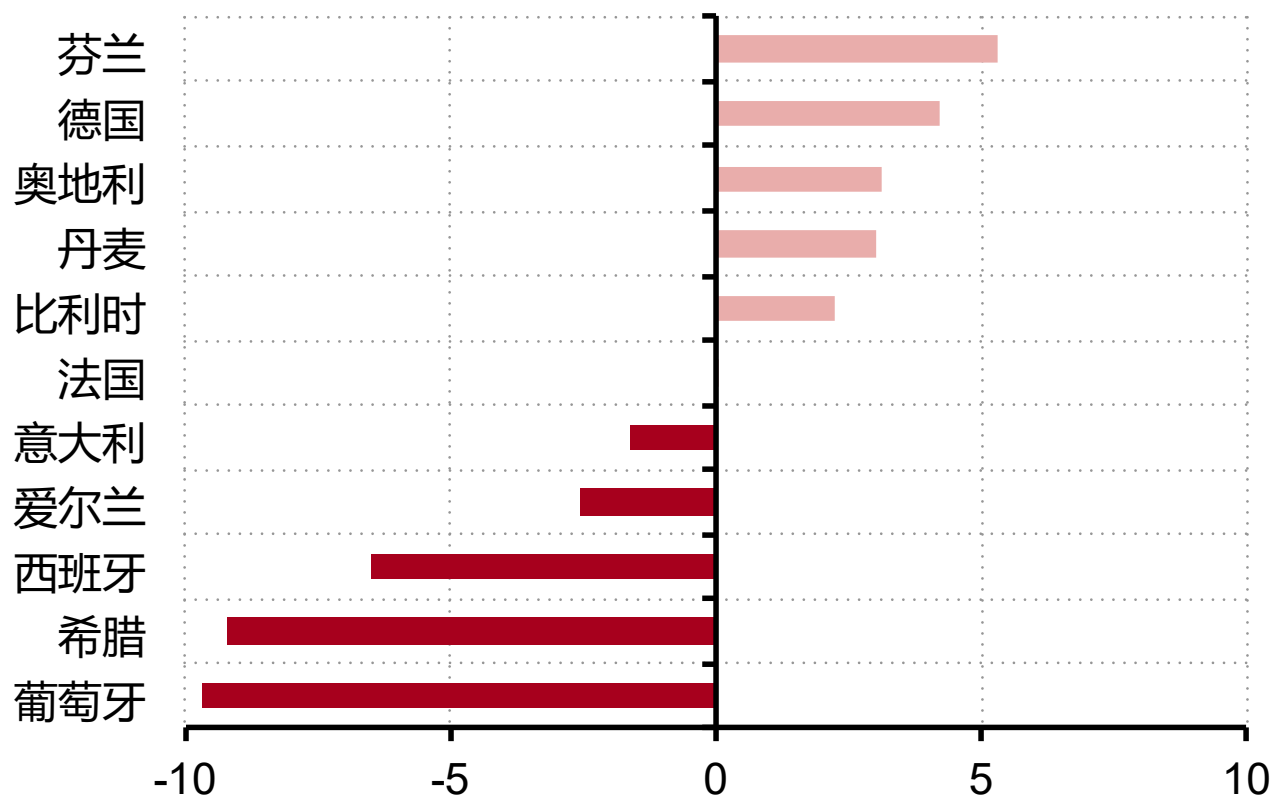


数据来源：IMF



经常账户的赤字才是“欧洲边缘国家”的共性

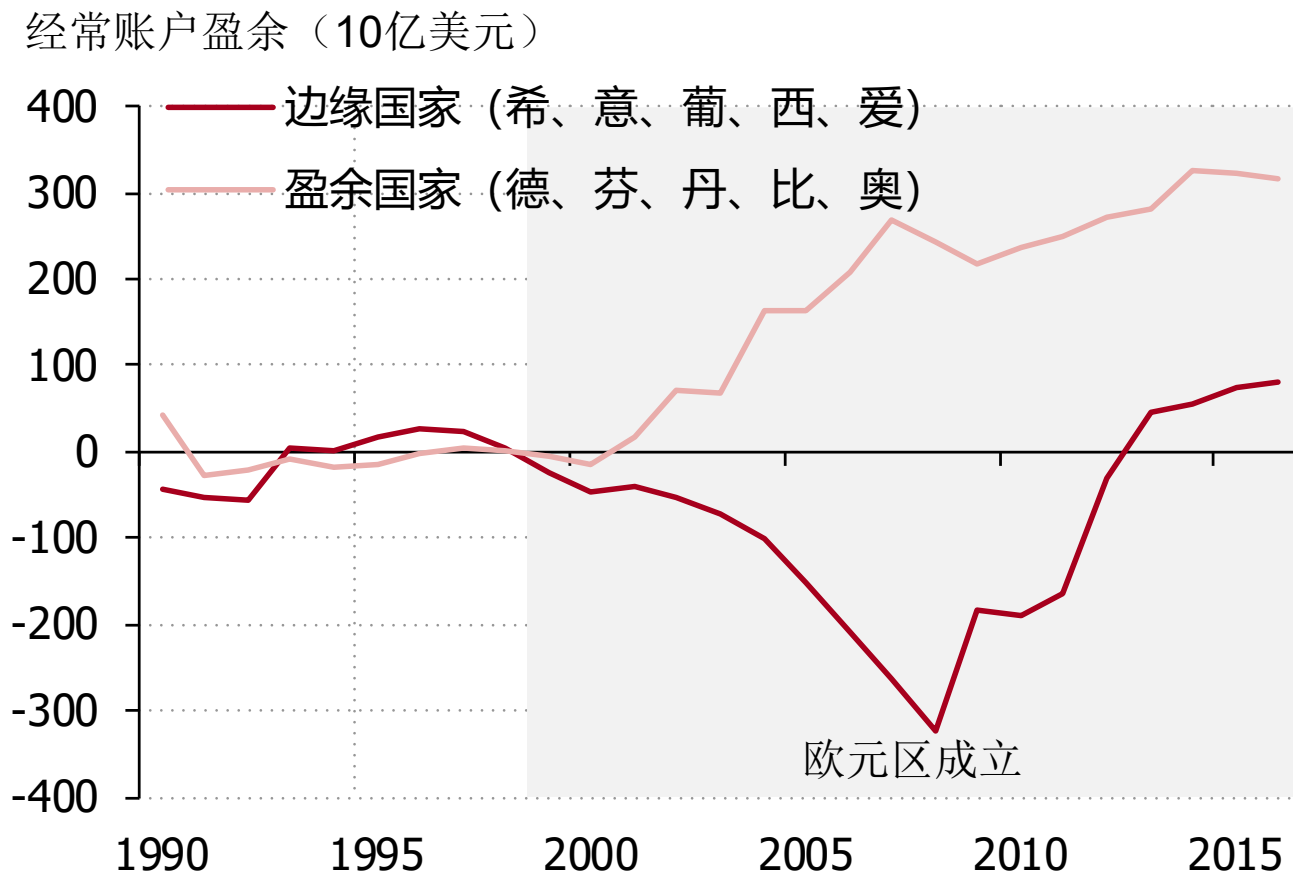
经常账户盈余占GDP比例（2001-08年均值，%）



数据来源：IMF



欧元区成立之后，欧元区内部呈现出了愈演愈烈的失衡格局

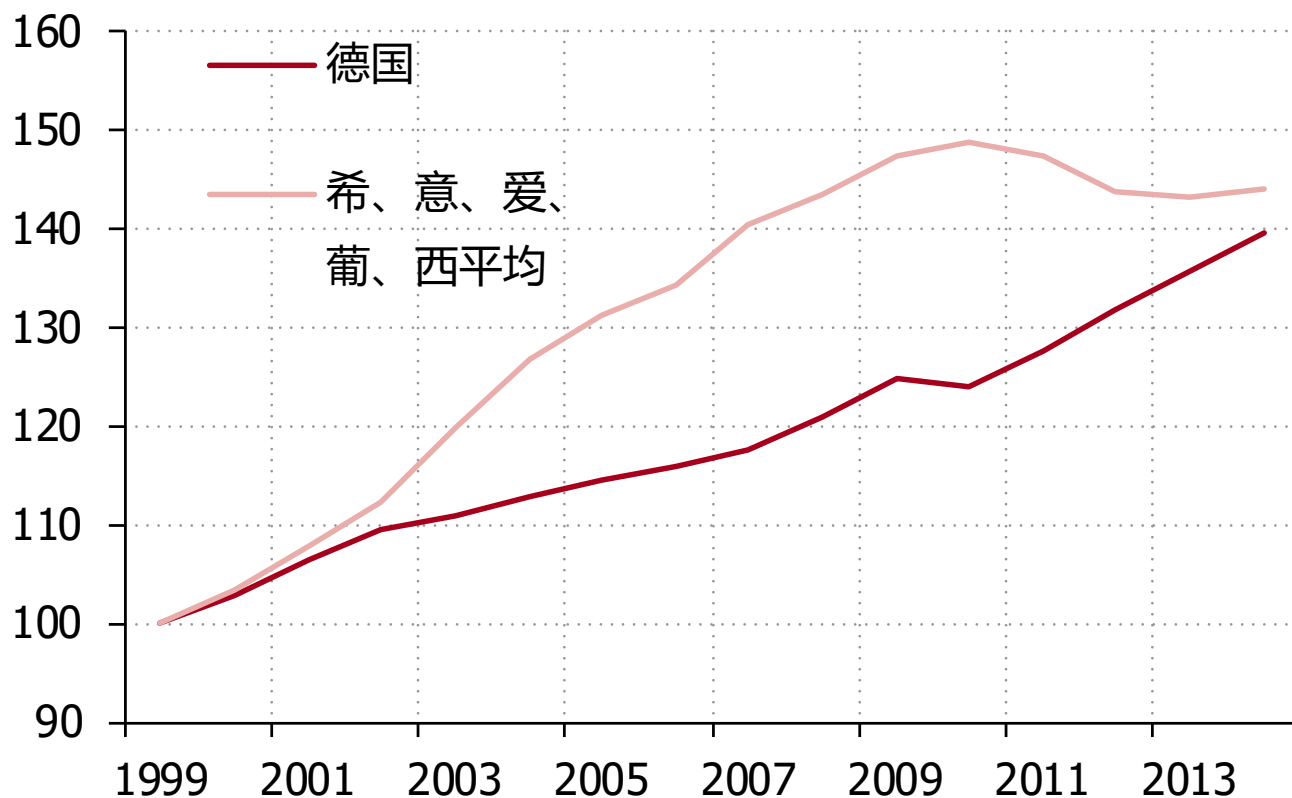


数据来源：IMF



从欧元区成立到次贷危机，德国相对欧元区边缘国家的劳动力成本优势日渐明显

工资指数（1999年=100）

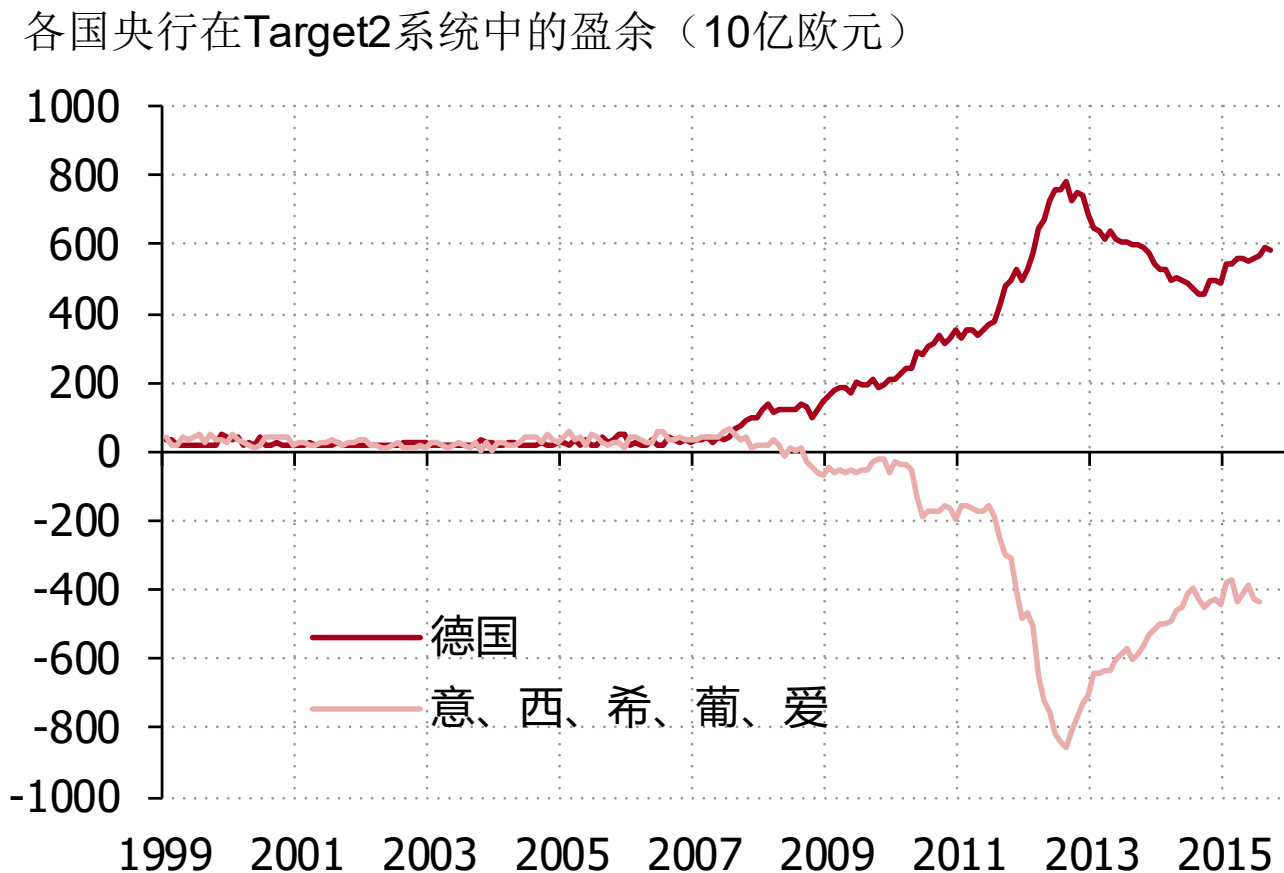


数据来源：CEIC



北京大学国家发展研究院
National School of Development

欧央行为什么这么重要?欧央行结算账户下隐藏了欧元区内部跨境转移支付



注：TARGET2 是Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System的缩写

资料来源：CEIC



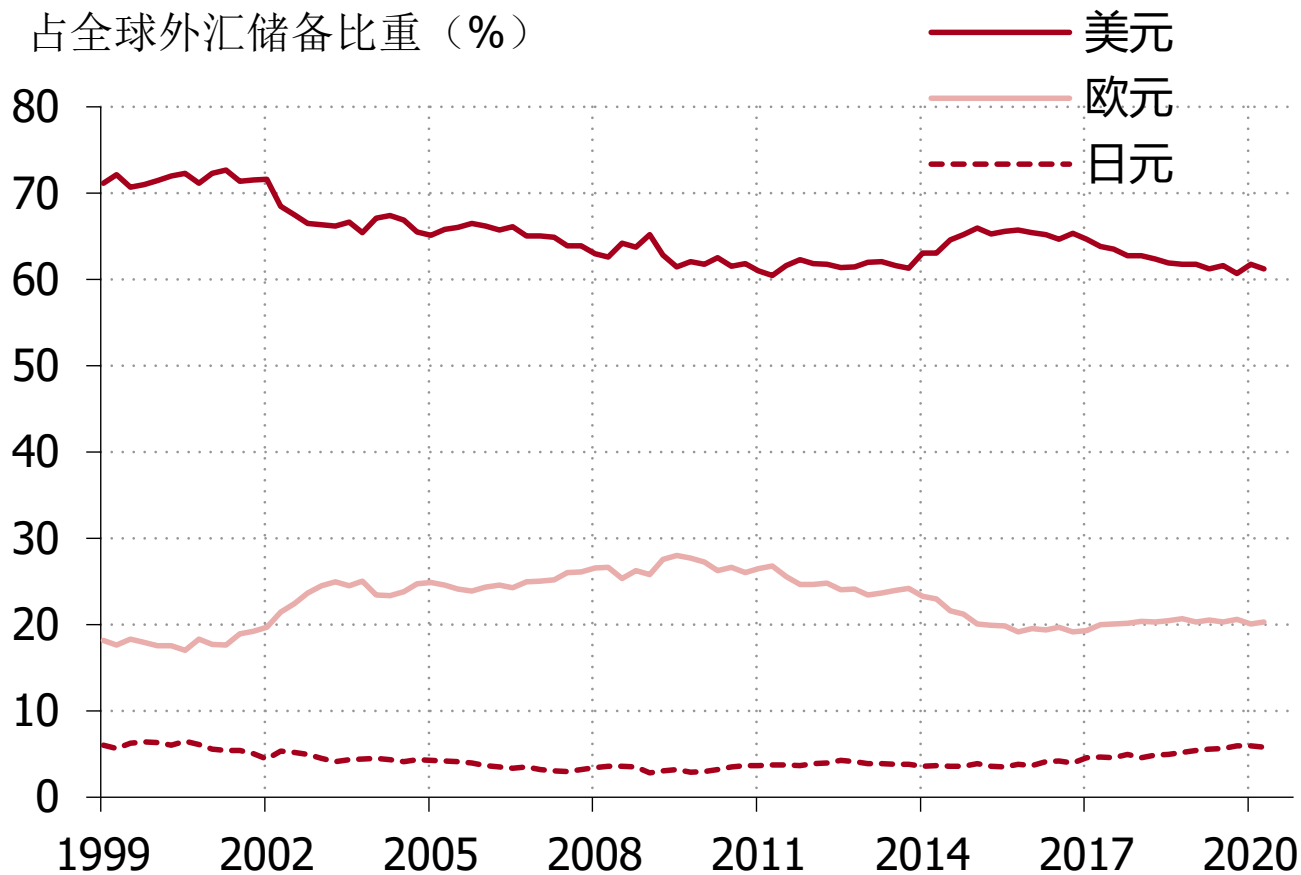
小结： 在国家间失衡的框架下才能透彻理解“欧债危机”

- ◆ “欧债危机”在“欧洲边缘国家”爆发是因为它们危机前债台高筑吗？
 - 不是，爱尔兰和西班牙的国债水平在次贷危机前并不高
 - 将“欧洲边缘国家”与其他欧元区国家区分开来的，是它们在次贷危机前累积的经常账户赤字
- ◆ 为什么说“欧债危机”实质上是“国际收支危机”？
 - 欧元区成立后，区内逐渐形成了国家间的不平衡问题
 - “欧洲边缘国家”国内需求大于国内产出，因而持续累积外债，直至难以偿还，而导致危机
- ◆ 欧元区的根本出路何在？
 - 不平衡的增长：德国等顺差国持续向逆差国融资。但这只有在一个统一的国家内部才能持续。因此需要成立欧洲国。
 - 平衡的衰退：欧洲边缘国家需要做痛苦的经济调整，降低其生活和福利水平，重建国家的外部平衡，但这意味着欧元区内各国（包括顺差国）经济增长的大幅减速

议程

- ◆ 开放模型拓展
- ◆ 国际收支危机
- ◆ 次贷危机与中美贸易战

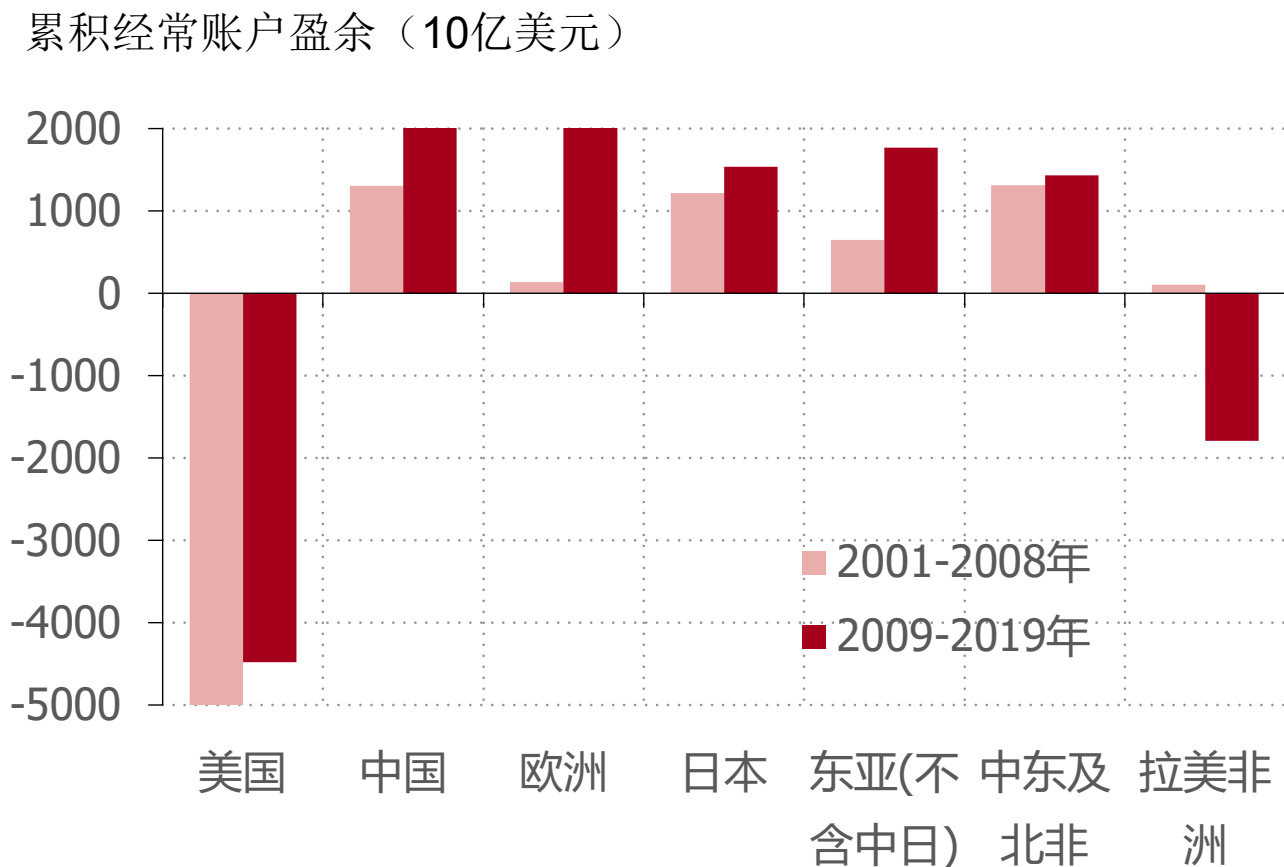
全球外汇储备的绝大部分是美元资产——美元是美国自己低成本印制的国际支付工具Z*



资料来源: Wind



因为美国是世界主要储备货币发行国，所以过去十几年只有美国持续大量积累经常账户逆差

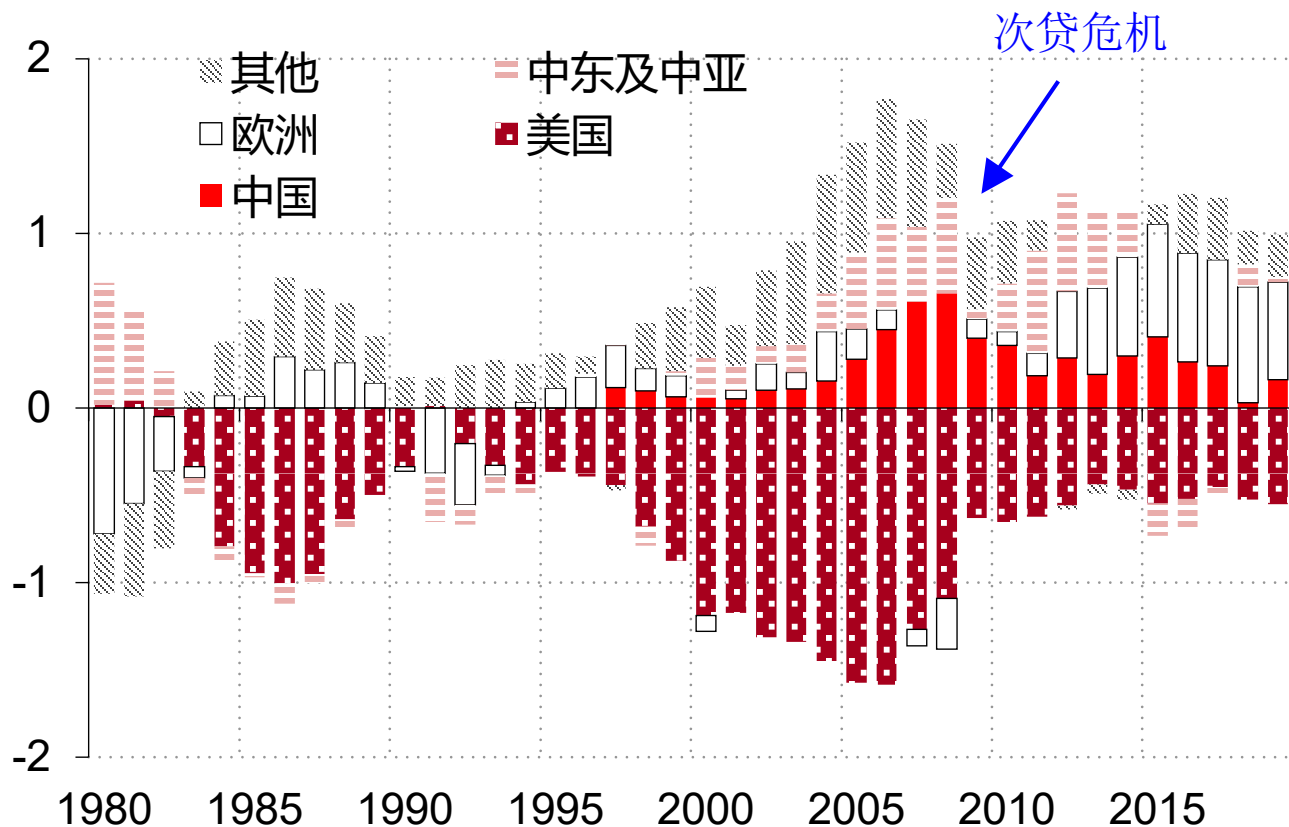


资料来源：IMF



中国的富余储蓄（对应我国的贸易顺差）在次贷危机前明显推升了全球失衡的水平

经常账户盈余（%，占世界GDP比重）



数据来源：IMF

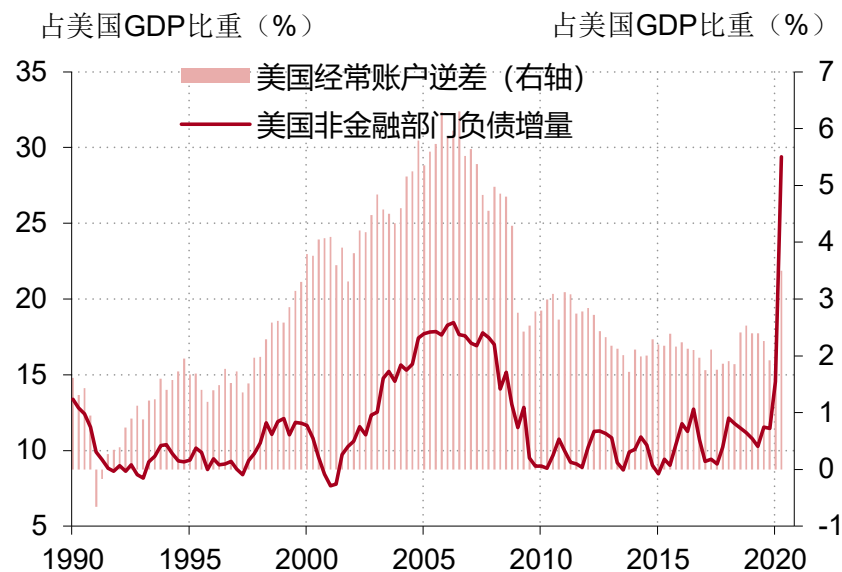
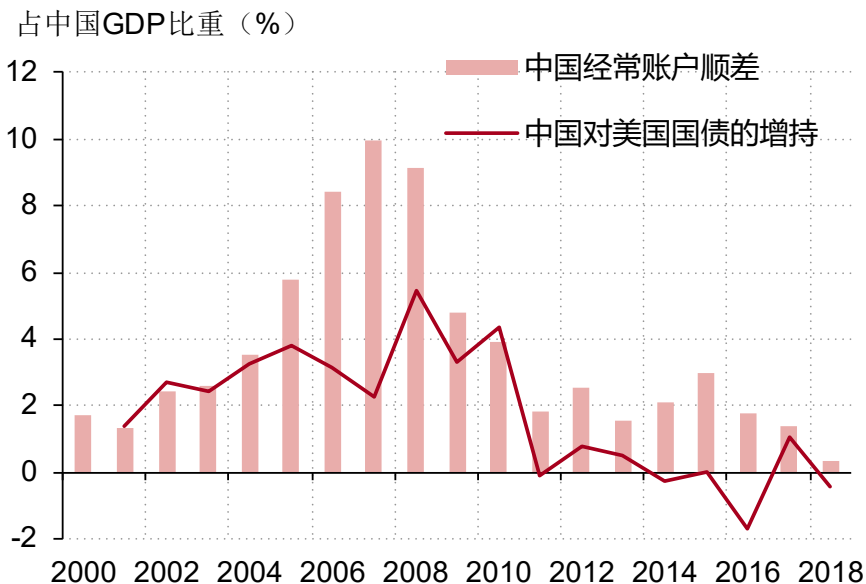


北京大学国家发展研究院
National School of Development

全球失衡背后是全球资本流动的链条： 顺差国（主要是中国）的储蓄流向逆差国（主要是美国）

中国的顺差大部分借给了美国

美国的逆差对应其国内杠杆率的上升

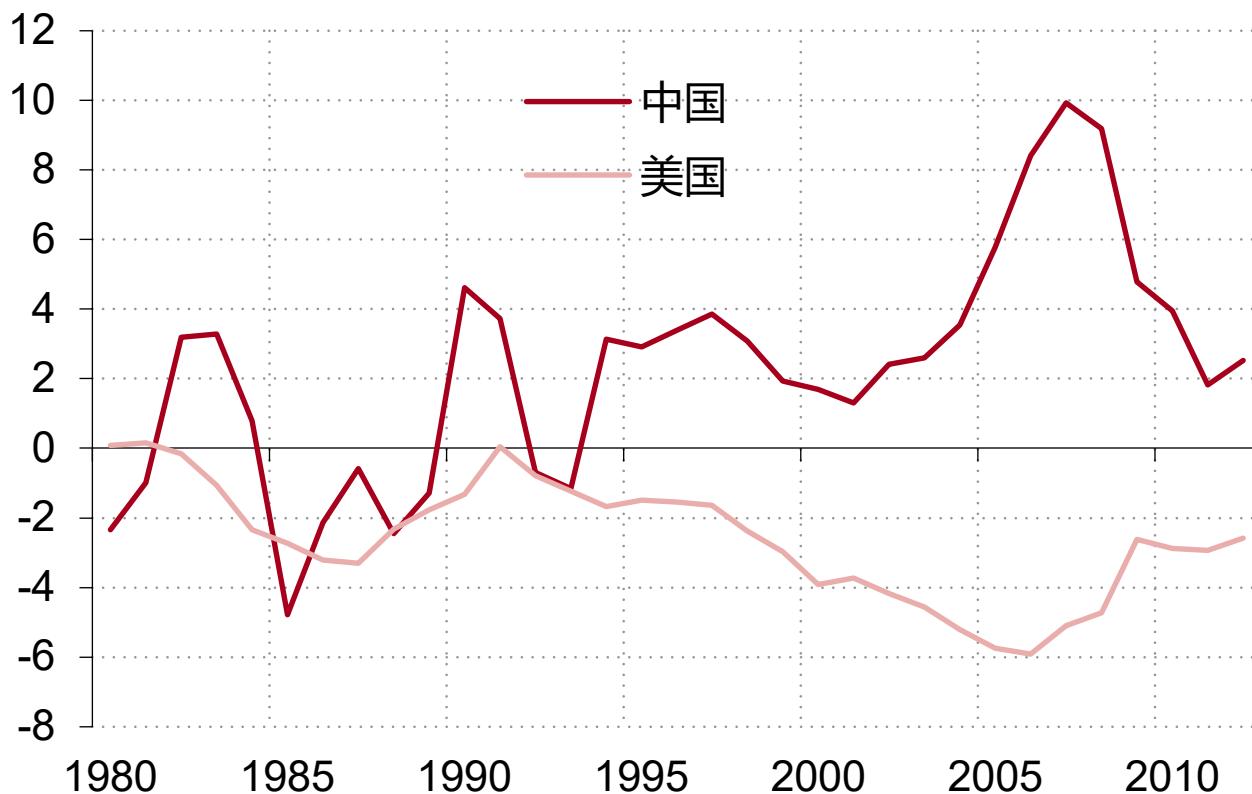


资料来源：万得



近30年来中美经常账户的镜像走势，反映了“中国生产—美国消费”（中国储蓄—美国借债）的国际大循环机制

经常账户盈余占各自国家GDP比重（%）



资料来源：IMF



北京大学国家发展研究院
National School of Development

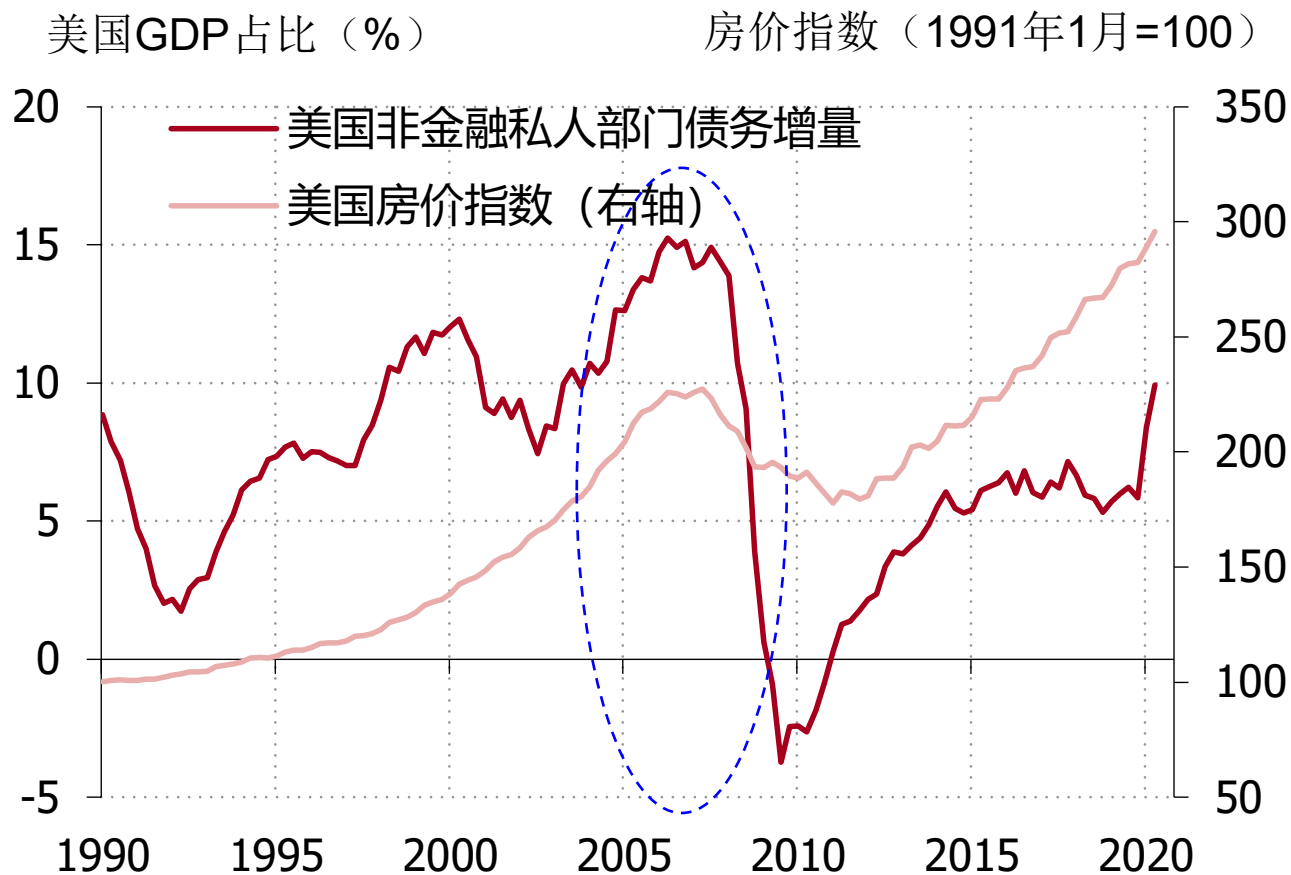
伯南克的“储蓄过剩”（saving glut）理论讲述了全球过剩储蓄压低美国利率、推升美国资产价格泡沫的故事

“在过去的十年中，几种不同力量合起来造成了全球储蓄供给的显著增加——全球储蓄过剩——可以解释美国经常账户赤字的增大，以及全球较低的长期利率水平。”

——伯南克（Ben S. Bernanke），2005年



全球储蓄推升了美国国内债务，催生了地产泡沫，并最终带来了次贷危机

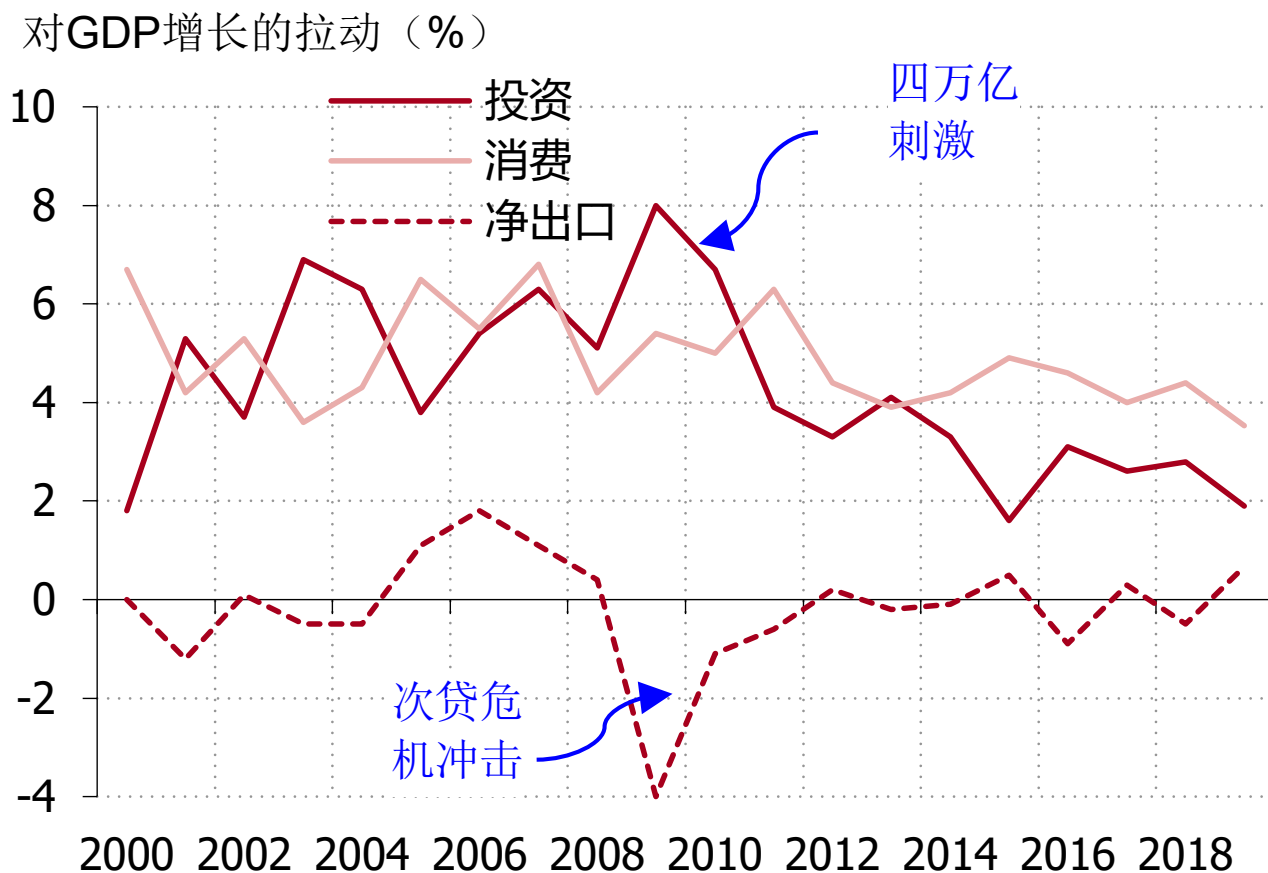


资料来源: CEIC



北京大学国家发展研究院
National School of Development

次贷危机所带来的全球失衡收缩打击了我国外需，令我国 经济面临沉重下行压力



资料来源：CEIC



中国的高储蓄和高投资带来了我国产能的快速扩张，增速远远高于发达国家

工业产能同比增长率（%）



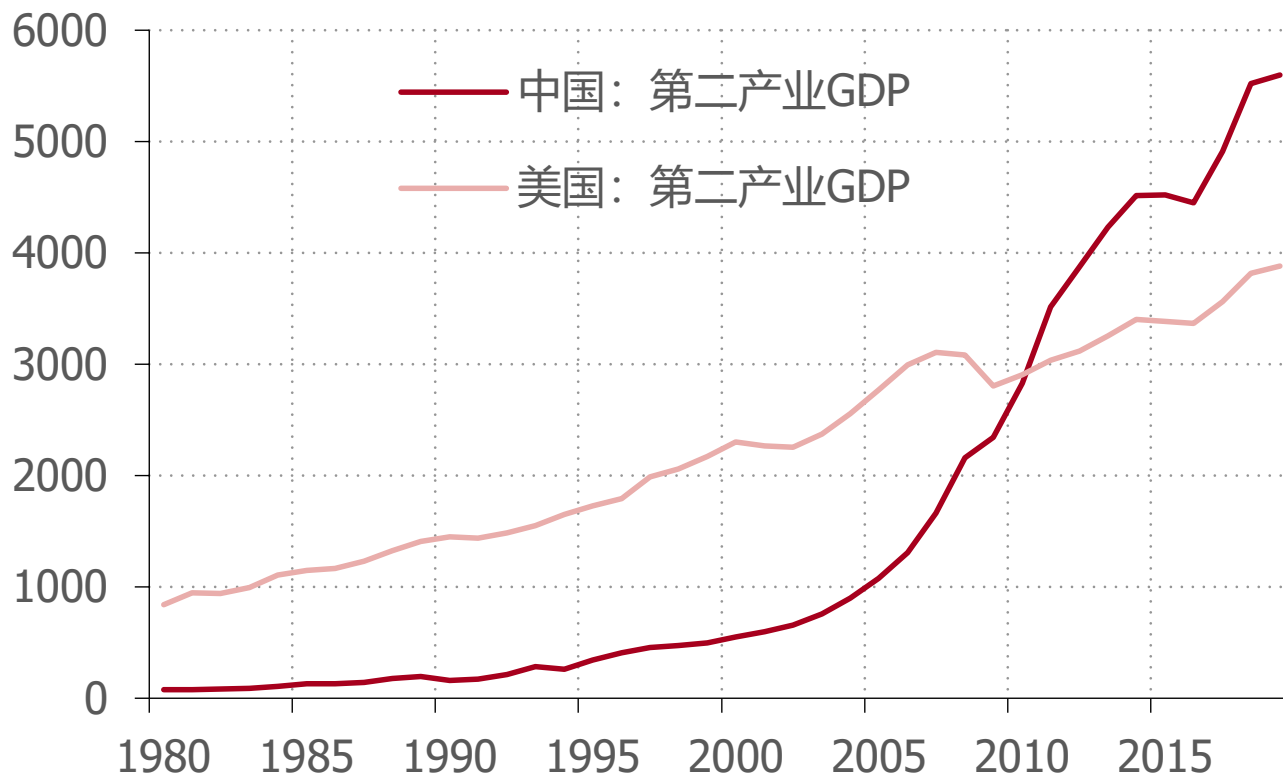
资料来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

按市场汇率计算，中国的第二产业（工业和建筑业）GDP已经明显超过美国

现价年度GDP（10亿美元）



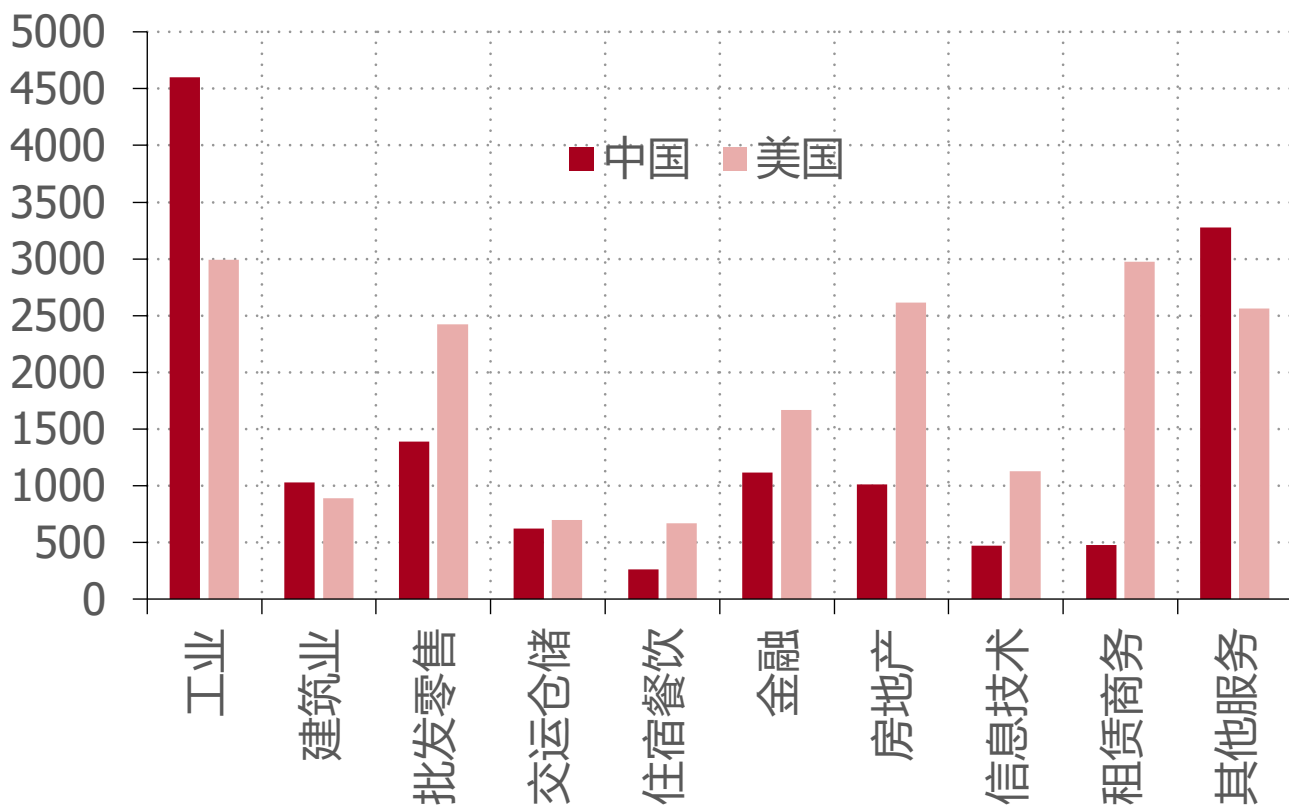
资料来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

中美之间GDP体量的差距仅仅表现在服务行业上

2019年中美GDP（10亿美元）

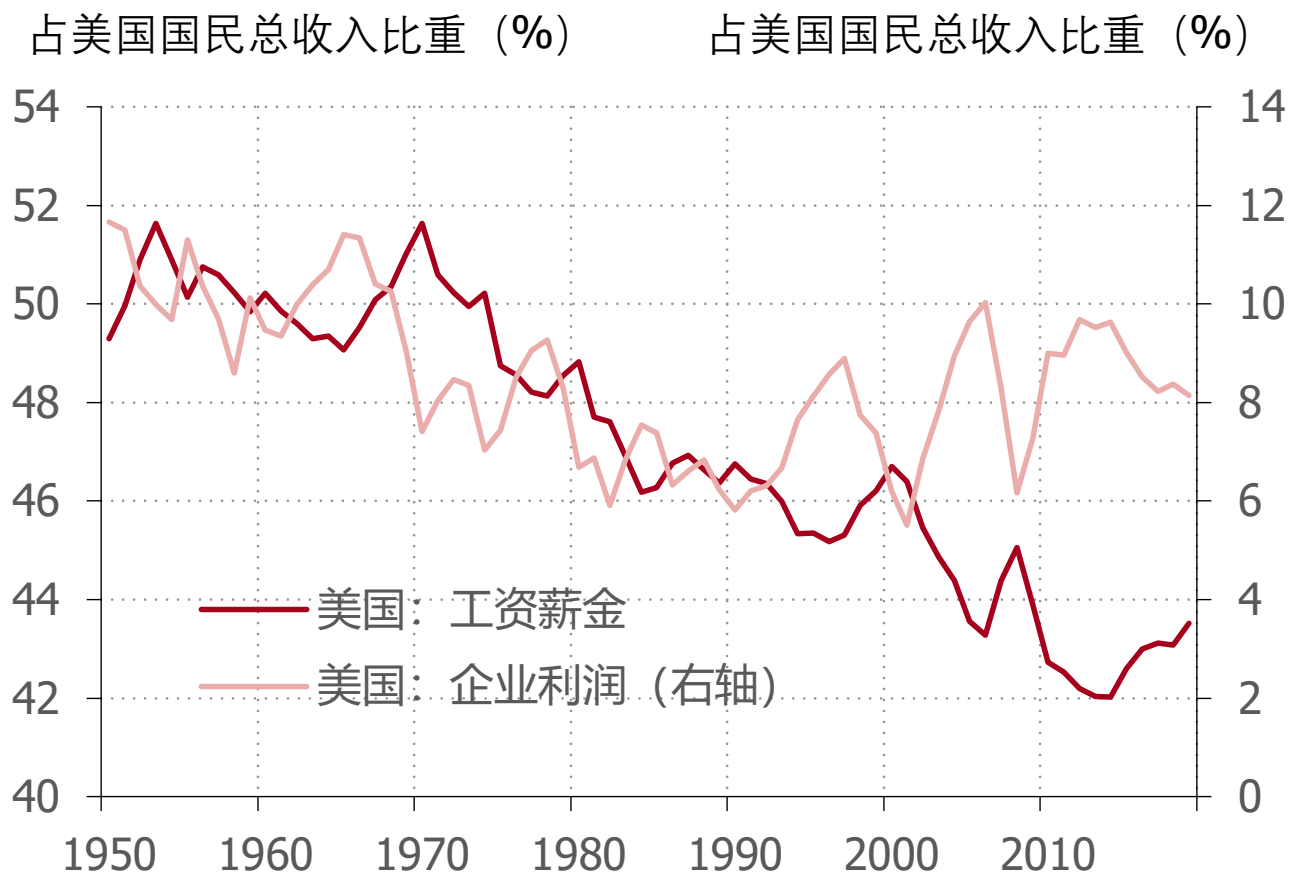


资料来源: Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

在最近30年的全球化中，美国工资与企业利润的走势背离，反映了美国居民与企业家之间收入差距的拉大



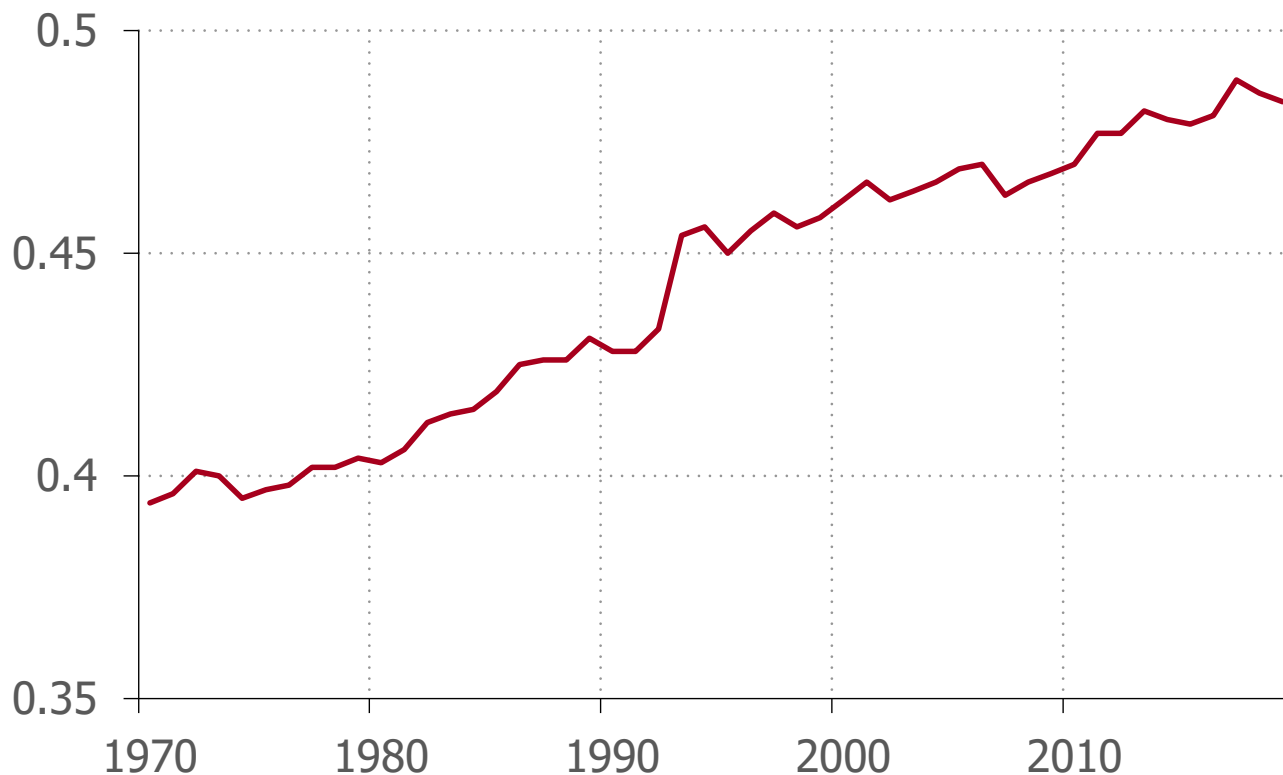
资料来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

美国居民的收入不平等情况（基尼系数）持续攀升

美国居民收入基尼系数



资料来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

中美贸易战的经济背景

- ◆ 中国的失衡经济结构已经对美国产生了难以忽视的负面外溢效应
 - 中国的储蓄过剩催生了美国资产价格泡沫，引发了次贷危机
 - 中国产能的快速扩张挤压了美国产能的空间（表现为美国企业因来自中国企业的竞争而倒闭）
- ◆ 美国国内收入不平等拉大，美国社会被撕裂
 - 全球化配置的资本与本土劳动者这二者间的收入差距拉大
 - 资本回报与工资收入差距的拉大（《21世纪资本论》的核心观察）
 - 高收入阶层（拥有资本和全球化能力）和低收入阶层（仅拥有低水平劳动力技能）间收入差距的拉大
- ◆ 中美贸易战的经济源头
 - 全球失衡令美国（资本家与劳工间）的阶级矛盾加剧
 - 资本主义的制度难以从内部调和资本及与劳工间加剧的矛盾
 - 减轻外部压力（贸易保护主义、逆全球化、中美脱钩）是美国的一个选择

谢 谢

授课教师简介

徐高博士是中银证券总裁助理兼首席经济学家，分管公司的研究部和机构业务部。他还是北京大学国家发展研究院兼职教授，在北京大学给研究生和本科生开设宏观经济学、金融经济学和投资研究等课程。他目前还是中国首席经济学家论坛理事，中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员。之前，徐高曾历任光证资管首席经济学家、光大证券首席经济学家、瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家等职。徐高毕业于北京大学国家发展研究院（原中国经济研究中心），获经济学博士学位。徐高出版了《宏观经济学二十五讲：中国视角》和《金融经济学二十五讲》两本畅销的经济学教科书。

