

经常账户恶化是否会加大国内资产价格波动？

——基于 G20 国家数据的作用机制

张明 刘瑶

【摘要】 为分析一国经常账户恶化是否会加大国内资产价格波动，本文在 Obstfeld 与 Rogoff (1996)（以下简称 OR (1996)）相关模型与风险资产定价模型的基础上，构建了理论框架，并以 G20 国家为样本，采用动态面板回归与时变参数向量自回归（TVP-VAR）方法开展了实证研究。结果表明：首先，2008 年全球金融危机后，经常账户恶化不仅导致 G20 国家整体资产价格下跌，而且增强了国内风险资产价格的波动性；其次，经常账户余额由顺差转为逆差，这一现象对资产价格的负面冲击更为强烈；再次，逆转国经常账户调整对资产价格波动的冲击主要源自贸易渠道，非逆转国经常账户调整对资产价格的影响则主要源自收益渠道；最后，经常账户恶化对美、中、日、德四大经济体资产价格的冲击表现出显著的异质性与时变效应。

【关键词】 经常账户恶化；资产价格波动性；金融风险

【文章编号】 IMI Working Papers NO.2117



微博 · Weibo



微信 · WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

经常账户恶化是否会加大国内资产价格波动？ ——基于 G20 国家数据的作用机制及时变效应研究

张 明¹ 刘 瑶²

【摘要】 为分析一国经常账户恶化是否会加大国内资产价格波动，本文在 Obstfeld 与 Rogoff（1996）（以下简称 OR（1996））相关模型与风险资产定价模型的基础上，构建了理论框架，并以 G20 国家为样本，采用动态面板回归与时变参数向量自回归（TVP-VAR）方法开展了实证研究。结果表明：首先，2008 年全球金融危机后，经常账户恶化不仅导致 G20 国家整体资产价格下跌，而且增强了国内风险资产价格的波动性；其次，经常账户余额由顺差转为逆差，这一现象对资产价格的负面冲击更为强烈；再次，逆转国经常账户调整对资产价格波动的冲击主要源自贸易渠道，非逆转国经常账户调整对资产价格的影响则主要源自收益渠道；最后，经常账户恶化对美、中、日、德四大经济体资产价格的冲击表现出显著的异质性与时变效应。

【关键词】 经常账户恶化；资产价格波动性；金融风险

一、引言

近年来，中国经常账户余额无论绝对规模还是占 GDP 的比率均显著下降。在 2018 年第一季度，中国经常账户更是在十余年来首次迎来逆差。2018 年，中国股票市场显著下跌，不同板块跌幅达到四分之一甚至三分之一。2019 年至今，中国股票市场波动性较强，且市场越来越关注“北上资金”波动对股市的影响。那么，中国经常账户顺差下降或者由顺差转为逆差，是否会对国内风险资产价格波动性产生显著影响？我们能否从全球主要国家相关经验数据中发现特定规律？

2008 年全球金融危机爆发后，主要经济体经常账户变动的方向与路径呈现分化态势，且经常账户金融渠道调整的贡献度日益上升³。一国外部失衡在“存量”与“流量”方面的调整速率与方向并不一致，其中估值效应扮演着愈加重要的角色。对那些对外资产与负债头寸占 GDP 比率较高的国家而言，经常账户变动对国内经济金融的潜在影响就更加显著。当一国经常账户余额由正转负时，通常意味着该国需要更多的外部资金来实现国际收支平衡。而鉴于外部资金的波动性显著高于国内资金，这就可能导致该国国内资产价格的波动性显著上升。本文的主要工作即是提出并检验这一研究假设。

本文的主要贡献包括：第一，在 OR(1996) 与风险资产定价模型的基础上，构建了一个理

¹ 张明，中国人民大学国际货币研究所学术委员，中国社会科学院金融研究所副所长、研究员、博士生导师，国家金融与发展实验室副主任；

² 刘瑶（通讯作者），中国社会科学院研究生院博士研究生，国家金融与发展实验室研究员。

³ 经常账户金融渠道调整主要指从一国持有的对外金融资产负债的收益率及汇率敞口来考察经常账户调整机制。

论框架来阐明经常账户调整对一国资产价格影响的作用机制；第二，基于G20国家¹数据构建的动态面板模型的实证结果表明，经常账户恶化会增强国内风险资产价格的波动性，其中，经常账户顺差转为逆差将会引发资产价格更加剧烈的震荡；第三，通过构建TVP-VAR模型来比较分析美、中、日、德四个大国经常账户调整对资产价格的影响，发现经常账户恶化对四大经济体资产价格的冲击表现出显著的异质性与时变效应。

本文余下部分的结构安排如下：第一部分为文献综述；第二部分构建理论框架；第三部分为数据说明与模型选取；第四部分是实证分析；第五部分为稳健性检验；最后一部分是结论与政策涵义。

二、文献综述

关于经常账户调整与资产价格变动的关系，首先，少数文献探索了资产价格波动如何通过对外部门影响经常账户，这类实证研究将资产价格波动作为外生冲击进行实证分析。例如，Fratzscher et al.（2010）通过构建贝叶斯 VAR 模型，发现股票价格与房地产价格能够解释美国五年内 32% 的贸易余额走向；Fratzscher & Straub（2009）具体测算了 1994-2007 年 G7 经济体中股票冲击对经常账户调整的贡献因素，发现资产价格冲击对经常账户的影响存在国家间的显著异质性。Guschanski & Stockhammer（2017）通过对 1971-2014 年 28 个 OECD 国家数据进行检验，发现近二十年资产价格在经常账户决定中扮演着主导作用。其次，一些经验研究分析了经常账户失衡与资产价格波动的关系。Ferrero（2015）发现，在经历严重金融动荡的国家中，房价上涨与经常账户赤字之间存在显著正相关关系；Bergin（2011）的研究表明，许多国家在出现严重经常账户赤字时，经常面临资产价格暴涨，而危机后部分资产价格下跌也容易缓释经常账户失衡。但该研究并未区分风险资产与避险资产，也并未考虑两者之间联动是否属于因果关系。

通过梳理以上文献不难发现：第一，现实中确实鲜有关于经常账户对资产价格波动影响的理论分析研究和定量实证研究；第二，针对危机后经常账户逆转的异质性，也很少有文献进行刻画。为补充现有研究，本文参考 OR（1996）小型开放经济体模型，类比构建两国模型，并融入风险资产定价模型（以下简称 CAPM），为探索经常账户调整对一国风险资产价格波动的影响提供理论框架。在实证中，本文通过构建动态面板模型和 TVP-VAR 模型来分析全球金融危机之后 G20 经济体与中美德日四国经常账户调整对一国资产价格波动的冲击大小，并考察了各经济体间经常账户冲击的时空异质性。

三、理论框架

（一）理论模型

¹ 选取 G20 国家数据作为分析样本，一是由于数据可获得性，二是由于 G20 国家拥有相对完善的金融市场。

为了将经常账户与资产价格融入同一维度进行分析，本文参考了 OR（1996）小型开放经济体模型及 CAPM，类比构建两国模型（国内和国外部门）来分析经常账户变动对一国风险资产价格波动构成的影响。假定资本不完全流动，国内存在一定程度的资本管制，造成国外与国内风险资产价格不一致。假定本国居民与外国居民除消费外可以持有本国和外国资产，即为 F_t 与 B_t ，设本国资产与国外资产收益率分别为 r_d 与 r_f ，由于存在一定程度的资本管制，对本国居民部门购买外国资产与外国居民部门购买本国资产分别收取 σ_d 与 σ_f 的价格税，假设本币对外币预期汇率为 e 。

对于本国居民部门，为实现跨期效用最大化，即有 $\max \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(C_t)$ ；

其中， β 为贴现因子， $0 < \beta < 1$ ，效用函数满足边际效用递减规律。

国内居民部门持有资产跨期预算约束可表示为：

$$F_{t+1} + B_{t+1} = (1 + er_f - \sigma_d)B_t + (1 + r_d)F_t + Y_t - C_t \quad (1)$$

因此，可得到本国居民的效用最大化的一阶条件：

$$u'(C_t) = \beta(1 + r_d) * u'(C_{t+1}) \quad (2)$$

$$u'(C_t) = \beta(1 + er_f - \sigma_d) * u'(C_{t+1}) \quad (3)$$

对于国外居民部门而言，有类似对称的效用最大化条件，即 $\max \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(C_t^*)$ ，

国外居民部门持有资产的跨期预算约束为：

$$F_{t+1}^* + B_{t+1}^* = (1 + r_f)B_t + (1 + \frac{1}{e}r_d - \sigma_f)F_t + Y_t^* - C_t^* \quad (4)$$

同样，可得到国外居民效用最大化的一阶条件：

$$u'(C_t^*) = \beta(1 + \frac{1}{e}r_d - \sigma_f) * u'(C_{t+1}^*) \quad (5)$$

$$u'(C_t^*) = \beta(1 + r_f) * u'(C_{t+1}^*) \quad (6)$$

迭代预算约束，可以得到：

$$\sum_{i=1}^t (Y_i - C_i) = F_0 + B_0 + r_d \sum_{i=1}^t F_i + (er_f - \sigma_d) \sum_{i=1}^t B_i \quad (7)$$

$$\sum_{i=1}^t (Y_i^* - C_i^*) = F_0^* + B_0^* + (\frac{1}{e}r_d - \sigma_f) \sum_{i=1}^t F_i + r_f \sum_{i=1}^t B_i \quad (8)$$

由于短期内经常账户当期并非平衡，存在可能的跨国借贷，即有净国外资产变动表达式：

$$\Delta NFA = NFA_t - NFA_{t-1} = (F_{t+1}^* - F_t^*) - (B_{t+1} - B_t) \quad (9)$$

如果不考虑误差与遗漏项及估值效应，一段时期内经常账户余额应该等于净国外资产期初与期末值的变动，则有：

$$CA_t = TB_t + IN_t = \Delta NFA \quad (10)$$

如果将经常账户继续分解为贸易账户与收益账户，考察分别来自于两细分项的冲击，则有：

$$CA_t = \alpha CA_{t-1} + \varepsilon_t = \alpha_1 TB_{t-1} + \varepsilon_{1t} + \alpha_2 IN_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (11)$$

依据上述均衡模型，虽然从模型中无法直接获取具体解析解，但本国资产收益率是经常账户、汇率预期、国外利率、资本管制与本国与国外产出等变量的函数，即有：

$$r_{dt} = g(CA_{t-1}, \varepsilon_t, e, \sigma_d, r_f, Y, Y^*) = g(TB_{t-1}, IN_{t-1}, \varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}, e, \sigma_d, r_f, Y, Y^*) \quad (12)$$

由于资产收益 r 中含有风险资产 r_r （股权投资）与相对的无风险资产 r_n （例如国债投资等），因此（12）式同时可以表示为：

$$r_{dt} = r_{dnt} + r_{drt} \quad (13)$$

其中，风险资产与无风险资产收益仍与（12）式右侧变量有关。但其中，风险资产收益占比更大，其波动性显然也更大。

又根据风险资产价格决定理论，资产价格等于无风险资产收益率与资产的风险溢价，设本国资产价格为 P ，外国资产价格为 P^* ， $\bar{r}$ 为国债无风险收益率，风险资产溢价由资产收益率的预期 $E(r_r)$ 决定，则有：

$$P = f(E(r_{dr}), \bar{r}) \quad (14)$$

$$P^* = f(E(r_{fr}), \bar{r}^*) \quad (15)$$

（二）影响机制

根据以上分析，经常账户调整对国内资产价格的影响主要通过改变金融市场投资者预期发挥作用。经常账户冲击主要通过波及国内风险资产收益率，进而影响收益率预期及风险资产溢价程度，并最终驱动金融资产价格变动。特别是当一国经常账户出现逆转（由正转负、由负转正）时，将造成较大的不确定性预期 $E(r_{dr})$ ，导致资产风险溢价程度较高，对于风险资产价格的波动性影响更大。具体机制分析如下：

第一，跨境资本流动机制。一国经常账户恶化（即经常账户顺差显著缩小、逆差扩大或者余额由正转负）时，意味着一国需要动用较多的外部资金来实现国际收支平衡，外部资金的波动性通常高于国内资金，通过外溢效应将改变国内资产收益率与国内投资者对于风险资产价格预期，从而加强国内资产价格的波动性。

第二，财富效应机制。经常账户盈余通常意味着国内积累了较多的“储蓄”，这些“储蓄”可视为国民财富的积累。当一国经常账户由正转负时，通常意味着较多的国民财富流失，这将导致投资者对经济基本面的预期发生改变，从而加剧国内资产价格波动性。

第三，汇率传导机制。当经常账户顺差下降或由顺转逆时，意味着本币汇率的波动性短期内上升，这将降低外国投资者投资本币资产的积极性，改变投资者预期，从而导致短期内国内风险资产价格波动性显著上升。

四、数据说明与模型选取

（一）样本数据

本文数据来源于国际货币基金组织（IMF）的国际金融统计（IFS）数据库、环亚全球经济数据库（CEIC）与万得（Wind）数据库。由于本文重点考察 2008 年全球金融危机爆发后经常账户恶化对一国资产价格波动的影响，考虑到全球主要经济体经常账户规模变化对全球失衡的主要贡献作用，同时保证数据的可获得性，本文选取 G20 国家作为样本，选取时间阶段为 2009 年第 1 季度—2019 年第 1 季度的季度数据。此外，在分组研究中，我们依照样本期内经常账户是否发生数次逆转（3 次以上由正转负或由负转正），将国家分为逆转组与非逆转组别，样本期间内发生过经常账户逆转的国家包括法国、意大利、阿根廷、印度尼西亚、韩国、土耳其与沙特阿拉伯；非逆转组国家包括中国、日本、美国、德国、英国、加拿大、澳大利亚、巴西、印度、墨西哥、俄罗斯与南非。

（二）指标选取

结合理论模型的推导与文献梳理，本文选取如下指标：

经常账户规模：采用经常账户余额/GDP（CA/GDP）度量一国经常账户相对规模。此外，为区分冲击来源，本文将经常账户继续分解为贸易账户（包括商品和服务项）与收益账户（包括初次收入与二次收入项），分别采用贸易余额/GDP（X/GDP）、投资收益/GDP（IN/GDP）度量，数据来源于 CEIC。

风险资产价格：本文选择股票价格（assetprice）作为代理变量，具体由各国国内的主要证券指数度量，数据来源于 CEIC，为日度或月度数据的季度平均。资产价格一阶差分的绝对值 fluctuate 即为资产价格波动率的度量指标。

预期汇率：根据适应性预期假设，同时参考毛日昇、郑建明（2011）的研究¹，本文选取实际有效汇率的变动率 e 作为代理变量，采用直接标价法表示，数据来源于 IFS 数据库。

资本管制程度：选取 Chinn & Ito（2008）²构建的资本开放度指数衡量资本管制程度，用 kaopen 表示。需要指出的是，该指标为年度数据，由于该指标为慢变量，短期变动较小，本文对于季度数据做出假设不变处理。

利率：本文借鉴 Ahmed & Zlate（2013）³，构建了国外市场利率与本国政策利率之差度量指标，本国政策利率选用货币市场政策利率作为替代指标，用 r 表示，数据来源于 CEIC 和 Wind。

经济增长：依据理论模型，本文使用本国经济增长率与国外经济增长率之比度量一国相对经济增长，表示为 Y/Y^* ，其中，国外部门经济增长用中心国美国的经济增速替代，数据来源于 Wind。

¹ 毛日昇，郑建明.人民币实际汇率不确定性与外商直接投资择机进入[J]. 金融研究，2011(5): 42-57

² MD Chinn, Ito H . Global Current Account Imbalances: American Fiscal Policy versus East Asian Savings[J]. Review of International Economics, 2008, 16

³ Ahmed S , Zlate A . Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?[J]. International Finance Discussion Papers, 2014, 48:221-248

货币政策冲击：根据 CAPM，资产价格源于对收益率的预期，而政策因素显著影响预期，货币政策首当其冲。考虑到跨国数据的可获得性与统一性，本文选择基础货币同比增长速度（M1 同比增速）作为货币政策冲击的代理变量，来源于 Wind。

市场情绪冲击：波动率指数是市场情绪冲击的最佳替代指标。为刻画发达国家与新兴市场国家间市场情绪冲击的差异，本文选取芝加哥期权交易所 VIX 指数作为发达国家市场情绪的代理变量，选取新兴经济体 ETF 波动率指数作为新兴市场国家市场情绪的代理变量，本文均用 VIX 表示，由于两者的相关程度为 0.58，并非高度相关，因此有必要做出区分，数据来源于 Wind。

（三）实证方法

由于经常账户相对规模与资产价格是模型系统中决定的内生变量，而资本管制程度、货币政策冲击及市场情绪则为外生冲击。因此，在度量经常账户恶化对一国资产价格波动的影响时，经常账户的负面调整通常由其它外生冲击导致。由于资产价格具有强烈的自相关性，同时为克服变量间存在的较强的内生性，本文在实证方法中，主回归中选择构建系统 GMM 模型探索 G20 经济体中经常账户恶化对资产价格波动的共性规律，并将中、美、德、日全球四大经济体单独作为分样本，选择构建 TVP-VAR 模型，探究经常账户调整对各国资产价格波动的异质性及及时变特征。

本文使用系统 GMM 法，提升估计效率的同时，能够有效控制内生性。资产价格作为被解释变量时，模型基本设置为：

$$Assetprice_{it} = \alpha + \beta_0 Assetprice_{it(t-1)} + \beta_1 CA_{it(t-1)} + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 USGDP_{it} + \beta_4 e_{it} + \beta_5 r_{it} + \beta_6 vix_{it} + \beta_7 kaopen_{it} + \beta_8 monetary_{it} + u_{it} + v_{it} \quad (16)$$

其中，*assetprice* 表示被解释变量资产价格，*CA* 为经常账户相对规模，*GDP* 为本国经济增速，*USGDP* 为美国经济增速，*e* 为预期汇率，*r* 为利差（国外市场利率减去本国政策利率），*vix* 为市场情绪冲击，*kaopen* 为资本账户开放程度，*monetary* 为货币政策冲击， α 、 β 为各项系数，下角标 *i*、*t* 为具体国家和时间，*u* 与 *v* 为可能存在的个体与时间固定效应。

本文更关注经常账户对资产价格波动的影响，选择资产价格波动作为被解释变量时，我们更关注于短期快变量的变动，其余变量暂时作为控制变量，我们将模型设置为：

$$fluctuate_{it} = \alpha + \beta_0 fluctuate_{it(t-1)} + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 e_{it} + \beta_3 vix_{it} + \beta_4 kaopen_{it} + \beta_5 control_{it} + u_{it} + v_{it} \quad (17)$$

其中，*fluctuate* 为资产价格波动，*CA* 为经常账户相对规模，*e* 为预期汇率，*vix* 为市场情绪冲击，*kaopen* 为资本账户开放程度，*control* 为其它控制变量， α 、 β 为各项系数，下角标 *i*、*t* 为具体国家和时间，*u* 与 *v* 为可能存在的个体与时间固定效应。

当本文论证逆转国经常账户恶化是否对其风险资产价格波动构成更大冲击时，采用了分组回归方法，采用偏差校正的 LSDV 法（简称 LSDVC），蒙特卡洛模拟结果显示对于 *n* 较小的面板，无论在偏差大小还是均方误差（RMSE）方面，LSDVC 法均明显优于 GMM 法（Judson & Owen, 1999）。但是由于 LSDVC 法要求变量具有严格的外生性，我们将引入部分解释变量的滞后一期，最大可能的缓解内生性及反向因果的关系。

此外，为探索主要经济体（即重要失衡调整国）经常账户调整对资产价格传导的异质性，

本文拟采用带有随机波动的时变参数向量自回归模型（TVP—VAR）模型对中国、美国、日本、德国四个主要经济体进行单独考察。

五、实证分析

（一）变量的描述性统计

根据描述性统计结果¹，不难发现，G20 国家间主要经济指标经常账户相对规模、股价、利率与实际有效汇率等指标分化较大，尤其是各国风险资产价格表现出变动不居的趋势。

（二）G20 国家全样本实证分析结果

根据理论模型假定，选取货币政策冲击、VIX 指数及资本账户开放度作为模型的外生变量，其余指标为系统的内生变量，实证分析前，先对数据进行季度调整。

依据一阶序列相关检验，在 5%的显著性水平之下，均拒绝不存在序列相关的原假设，而在二阶检验中，则无法拒绝原假设。因此，该部分的回归中都采用滞后一阶的 GMM 回归。而根据 Sargon 检验，其 P 值均为 1，强烈拒绝原假设，因此选择系统 GMM 进行估计。如表 1 所示，为了增加回归结果的经济涵义，将因变量资产价格取对数处理（后文同）。根据表 1，不难发现：第一，在 0.05 显著水平下，经常账户盈余扩增总体驱动一国资产价格上升；第二，升值预期有助于推升资产价格；第三，对于外生性冲击而言，在 0.05 的显著水平下，货币政策、市场情绪均对一国资产价格构成显著影响，相比而言市场情绪对一国资产价格的驱动作用更加显著，而货币政策冲击对其影响则并不稳健；第四，与中心国经济增速差距越大，将驱动资产价格下降；第五，贸易项的调整似乎比收益渠道调整对资产价格的驱动作用更大。

表 1 经常账户调整对一国资产价格的影响：全样本回归结果

模型	(1)	(2)	(3)	(4)
滞后阶数	系统GMM 一阶	系统GMM 一阶	系统GMM 一阶	系统GMM 一阶
L.CA/GDP	0.700** (0.669)	0.218*** (0.921)		
L.X/GDP			0.448** (0.984)	
L.IN/GDP				0.273*** (1.621)
dreer	0.005*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)
GDP	0.005***			

¹ 篇幅限制，描述性统计结果省略，读者可以来信索取。

	(0.003)			
GDP_gap		-0.003***	-0.004***	-0.003***
		(0.001)	(0.001)	(0.002)
r	0.033	0.031	0.013	0.036
	(0.023)	(0.017)	(0.014)	(0.018)
monetary	0.002*	0.002**	0.002***	-0.002*
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
vix	-0.003***	-0.003***	-0.004***	-0.003***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
kaopen	-0.006	-0.018*	-0.006*	-0.021
	(0.073)	(0.074)	(0.068)	(0.076)
N	687	687	687	687
AR1	0	0	0	0
AR2	0.061	0.070	0.035	0.117
Sargon	1	1	1	1

注：*、**、***分别表示 10%、5%、1%的显著性水平；“L”代表滞后一期；“d”代表变量的差分形式，（）为稳健标准误。结果最多保留至小数点后三位。下同。

依据理论模型，我们猜想经常账户恶化将加剧一国风险资产价格的波动性，并导致金融风险上升。我们采用资产价格本期与上期之差的绝对值作为波动率指标，依据理论模型建立回归方程，经过定阶后得到如表 2 所示回归结果：第一，在 0.01 的显著水平下，经常账户盈余增加或逆差减少将缓释一国资产价格波动，而经常账户恶化将加剧 G20 国家资产价格波动性；第二，区分贸易渠道调整和收益渠道调整后，发现单一渠道的调整并不会驱动资产价格波动性，经常账户整体对资产价格波动性的传导可能体现在两种渠道的交互作用及未计入的误差与遗漏项中；第三，将资产价格波动性作为被解释变量时，不难发现经济基本面变量与市场情绪变量对其驱动作用更大，外生性政策冲击对资产价格波动性驱动作用有限。可能的原因是资产价格波动率是快变量而政策的调整相对较为缓慢而滞后。

表 2 经常账户变动对 G20 资产价格波动性的影响：全样本回归结果

	(1)	(2)	(3)
模型	系统GMM	系统GMM	系统GMM
滞后阶数	二阶	一阶	一阶
L.CA/GDP	-5,661*** (2,123)		
L.X/GDP		-4,005 (4,341)	
L.IN/GDP			-13,613 (17,073)
dreer	52.27*** (15.14)	42.88** (21.59)	33.97*** (30.63)
GDP_gap	10.24*	14.32**	4.540*

	(5.974)	(6.888)	(4.718)
r	143.2***	150.9***	154.5***
	(24.82)	(28.81)	(23.25)
monetary	26.13*	29.87*	41.10***
	(13.87)	(15.75)	(10.48)
vix	27.19**	27.10**	20.66*
	(11.21)	(12.13)	(12.20)
kaopen	181.8	91.78	394.3
	(124.8)	(110.3)	(482.0)
N	671	671	671

（三）进一步探索：逆转国调整是否会加剧资产价格波动性？

根据理论模型假设，我们设想逆转国将面临更频繁的对外部门资金流入，这会对本国资产价格构成更大的冲击，因而有必要进行分组讨论¹。由于进行分组后，样本国家较少而时间相对较长，属于“N 小 T 大”的短面板，因此选择适合短面板的 LSDVC 法进行估计，同时为了克服模型存在的内生性，我们将部分变量滞后一期处理。如表 3 所示：第一，逆转国经常账户对资产价格驱动的显著性水平高于非逆转国，这与我们的假设相符；第二，对于逆转国而言，只有贸易渠道调整对资产价格产生显著驱动作用，而对于非逆转国而言，只有收益渠道调整对资产价格构成冲击，这似乎表明逆转国经常账户失衡更多表现为贸易渠道的失衡；第三，相对经济增速对资产价格的驱动作用具有显著的异质性，对于非逆转国的驱动作用更强，却不是逆转国资产价格的显著影响因素。

表 3 对资产价格的影响：逆转国与非逆转国分组回归结果

模型	逆转国			非逆转国		
	LSDVC	LSDVC	LSDVC	LSDVC	LSDVC	LSDVC
滞后阶数	一阶	一阶	一阶	一阶	一阶	一阶
L.CA/GD	0.324***			0.601**		
P	(0.109)			(0.259)		
L.X/GDP		0.339***		0.372		
		(0.114)		(0.316)		
L.IN/GD			0.413			0.993**
P			(0.786)			(0.403)
dreer	0.000*	0.000***	0.000	0.002***	0.003***	0.003***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
L.GDP_g	-0.003	-0.003	-0.003	-0.000**	-0.000**	-0.001**
ap	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.001)

¹ 分组依据见正文的数据说明。

L.r	0.011*** (0.002)	0.011*** (0.003)	0.011*** (0.002)	-0.013*** (0.002)	-0.013*** (0.003)	-0.013*** (0.002)
monetary	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.002** (0.001)	0.002** (0.001)	0.001** (0.001)
vix	-0.003*** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)	-0.004* (0.001)	-0.003* (0.001)	-0.004* (0.001)
kaopen	0.001 (0.011)	0.001 (0.012)	0.006 (0.012)	-0.076*** (0.018)	-0.071*** (0.018)	-0.081*** (0.017)
N	251	251	251	431	431	431

进一步探讨相对于非逆转国而言，逆转国经常账户恶化是否加剧资产价格波动。同样采用 LSDVC 法进行动态面板回归（表 4），可以发现：首先，经常账户盈余缓释逆转国资产价格波动，经常账户恶化加剧逆转国资产价格波动，但是经常账户调整并非非逆转国资产价格波动的显著驱动因素；其次，对于逆转国而言，贸易渠道的调整更为显著，而对于非逆转国而言，收益项的调整似乎决定了经常账户对资产价格的传导；最后，市场情绪对资产价格波动的驱动作用较为显著，货币政策因素对于资产价格的冲击在逆转国中并不明显。

表 4 分组讨论调整对资产价格波动性：逆转国与非逆转国

模型 滞后阶数	逆转国资产价格波动			非逆转国资产价格波动		
	LSDVC 一阶	LSDVC 一阶	LSDVC 一阶	LSDVC 一阶	LSDVC 一阶	LSDVC 一阶
L.CA/GD P	-987.69* (1904.97)			-690.86 (3559.23)		
L.X/GDP		-932.61** (1943.82)			-102.76 (4441.83)	
L.IN/GD P			- 4785.82* (13381.5)			- 12510.21* (5535.74)
L.dreer	17.60*** (33.70)	17.25* (33.58)	17.36** (33.84)	32.95** (15.52)	33.73** (15.60)	30.45** (14.22)
L.GDP_g ap	-26.40 (37.36)	-26.79 (37.10)	-26.95 (37.23)	-35.30** (15.04)	-34.10** (16.87)	-34.02** (16.77)
L.r	86.84**	86.60**	91.11**	-9.13	-9.02	-13.08

	(34.30)	(34.48)	(35.24)	(38.50)	(38.52)	(38.39)
monetary	44.57*	44.44*	43.06*	16.67*	16.86*	14.52
	(24.06)	(24.09)	(23.85)	(9.64)	(9.59)	(9.69)
vix	20.28*	20.09*	20.13*	33.36**	33.11**	35.04**
	(16.16)	(16.23)	(16.08)	(8.20)	(9.59)	(8.00)
kaopen	89.51	88.91	71.77	-293.41	-290.36	-387.45*
	(322.25)	(322.37)	(327.27)	(241.86)	(239.46)	(229.64)
			)		)	)
N	251	251	251	431	431	431

（四）来自四大经济体的冲击结果

考虑到中国、美国、德国、日本四个经济体的异质性及危机后四国在面对周期性、政策性冲击时经常账户调整的分化，本文在构建考虑资本管制程度的理论框架内，根据国际收支调整的利率、汇率、预期、政策渠道，引入了四个关键时点，从时间和空间异质性的层面考察了经常账户调整对一国资产价格波动的冲击，并且探索了冲击来源及大小。

为探索中美德日四大经济体经常账户调整的时变规律，我们依次选择 2010 年第 1 季度、2011 年第 1 季度、2014 年第 1 季度、2018 年第 1 季度四个时间节点作为观察点，选择依据如下：第一个时点对应全球金融危机的终结及经济体资本流向的分化；第二个时点对应欧债危机的爆发；第三个时点对应着美联储量化宽松政策（QE）的基本终结；第四个时点对应着全球主要经济体经济政策的分化。

根据理论框架的分析，经常账户逆差增加或顺差减少引致的冲击会驱动一国资产价格波动性上升，资产价格波动性上升意味着金融风险的提升。因此构建了资产价格波动率、汇率预期、经常账户相对规模、资本管制程度、货币政策冲击与市场情绪六个变量的 TVP-VAR 模型，其中，资产波动率用资产价格一阶差分的绝对值表示，然后根据 AIC 准则，选择滞后阶数为 1 阶，模拟结果如下：

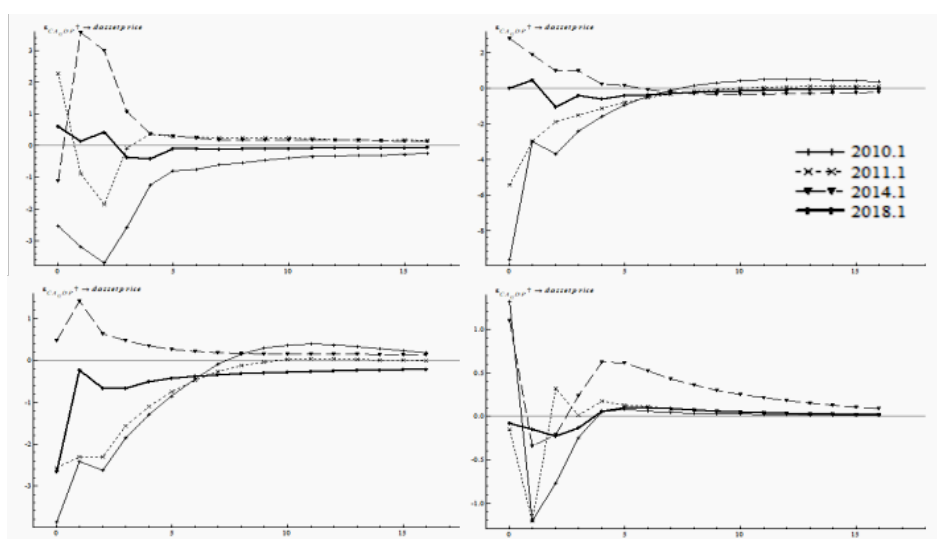


图 1 危机后中美日德经常账户调整对资产价格波动的冲击

注：左上角顺时针依次为中国、美国、日本与德国的脉冲响应图。

图 1 为危机后中美德日经常账户调整对资产价格波动的时变冲击，若响应为正，即表示资产价格波动率增强，反之，响应为负表示资产价格波动率下降。总体而言，在第 2 期后，大多数时点四个经济体经常账户盈余扩增或逆差缩小将缓释资产价格波动，而经常账户逆向调整将会加剧一国资产价格波动；第四期以后，四个时点经常账户调整的冲击将出现衰减及趋同的态势，这表明经常账户调整对资产价格波动的冲击相对短暂而非持久。但是，值得注意的是，在美联储退出 QE 之时引致的经常账户盈余扩增将导致资产价格波动率上升，可能的原因是退出美联储 QE 后国际资本流向发生双向变动，导致经常账户调整的利率渠道被阻碍，外部资金使用成本显著提高导致各经济体转而减少境外资金使用比例，同时美联储货币政策不确定性引发了投资者对于对外部门资金变动的敏感性，该时段经常账户调整易驱动投资者风险预期，导致资产价格波动率上升。

同时，依据危机后经常账户调整对一国资产价格波动的等间距脉冲响应图¹，可进一步分析变量之间的调整关系及冲击是否具有持久性。

首先，从时间的维度上看，各国经常账户调整对资产价格的冲击具有时间上的异质性，2012 年前，经常账户正向调整总体对资产价格波动构成负向冲击，即缓释了一国资产价格波动；2012 年第四季度起，经常账户正向调整反而驱动资产价格波动性上升，2017 年第四季度起，经常账户调整对资产价格波动的冲击趋于缓和。

其次，从国别的维度上看，各国经常账户调整对资产价格波动的冲击呈现较强的异质性。对于中国而言，经常账户调整引起的冲击在 2012 年第一季度后方向开始逆转，并且一度衰减后再次持续；对于美国而言，经常账户调整对其资产价格波动程度总体小于中国，但是也呈现出方向逆转、冲击持续的不确定性特征；日本经常账户调整对资产价格波动冲击走势最为清晰，呈现先正为负的态势，并且与 2015 年后逐渐衰减；德国经常账户不同滞后期脉冲响应图分化最为严重，冲击逆转的频率最为快速。

再次，从冲击滞后期看，短期经常账户调整的脉冲响应图震荡最为显著，而中期与长期的脉冲图相对走势平稳，这反映了经常账户调整对四国资产价格波动的短期冲击远大于长期影响。

六、稳健性检验

本文运用 G20 国家面板数据，探索了一国经常账户调整对资产价格波动的冲击，为保证估计结果稳定性，故采用如下方法进行稳健性检验²：

首先，在探究对于资产价格波动率的冲击时，本文改变估计方法，采用面板 VAR(PVAR)对 G20 经济体重新进行估计。脉冲响应图显示，在滞后 1 期时，经常账户调整对资产价格波动产生最大负向冲击，在第二期后冲击逐渐递减，并于 6 期后逐渐衰减。其背后的经济涵义是，经常账户盈余的扩增、逆差的缩减将缓释一国资产价格波动，而经常账户逆差的扩大

¹ 篇幅限制，脉冲响应图省略，读者可来信索取。

² 受篇幅限制，稳健性结果省略，读者可来信索取。

（经常账户恶化）则会加剧 G20 国家资产价格波动率。这与前文中回归结果较为一致，说明实证结果较为稳健。

其次，改变被解释变量，将资产价格序列进行 HP 滤波，得到对应的周期波动序列，当其绝对值越大时，反映出资产价格波动性越强。系统 GMM 估计结果显示，经常账户调整对资产价格波动性结果未发生显著性降低及符号方向的改变。因此，经常账户负向调整总体驱动资产价格波动率上升，结果较为稳健。

再次，由于美国是全球重要的逆差国，2008 年金融危机后，美国经常账户逆差有所缩减，美股价格持续上涨；同时，美国作为全球最大的资本市场，金融自由化程度全球几乎最高，跨境资金进出容易引发股价的上下波动。本文剔除美国样本后，发现经常账户恶化依旧将放大一国资产价格波动，但是经常账户调整对于资产价格影响的显著性有所降低，这与笔者预期相符；同时，收益渠道成为经常账户对资产价格影响的主要渠道。

最后，由于新兴经济体经济基本面较为脆弱，一旦出现经常账户逆差可能引起较强的避险情绪，导致资产价格波动性更大，笔者区分发达国家与发展中国家组进行稳健性检验。改变样本分组后，不难发现经常账户调整对于新兴市场国家资产价格波动的驱动作用更为显著，其它变量的符号与理论假设基本一致，这进一步证明本文的实证结果是较为稳健的。

七、结论与政策涵义

本文研究了一国经常账户恶化对国内资产价格波动性的影响方向、显著程度与作用机制。

首先，本文基于 G20 经济体的面板数据构建了系统 GMM 模型。实证结果表明：第一，经常账户恶化将加剧 G20 国家国内风险资产价格波动，但相比其他因素贡献度较为有限；第二，逆转国经常账户调整对资产价格波动的冲击主要源自贸易渠道，非逆转国经常账户调整对资产价格的影响则主要源于收益渠道。

其次，本文通过构建 TVP-VAR 模型，分析了 2008 年金融危机后，经常账户调整对美、中、日、德四大经济体资产价格冲击的异质性。结果发现，第一，不同时间经常账户调整对资产价格的冲击体现出先分化后共振的趋势；第二，经常账户逆转对中国与日本资产价格的短期冲击更大，美国与德国则表现出极强的非对称性；第三，上述冲击具有显著的顺周期性与货币政策协同性。

本文的结论具有较强的政策涵义：首先，对于重要经济体而言，需要密切关注经常账户的调整方向与程度，并作出合理的政策调整，以避免一国经常账户恶化加剧国内资产的波动性程度；其次，政策决策者需要密切关注经常账户频繁逆转的风险，避免经常账户逆转对本国资产价格带来不利冲击，防范对外部门金融风险向国内部门转化；再次，各国要建立资本流动流向预警机制，完善宏观审慎监管框架；第四，各国应积极调整国际投资头寸结构，避免不当的估值效应造成国内金融风险的提升；最后，各国央行要完善利率调控机制与货币政策传导路径，压缩经常账户调整带来的套利空间。

参考文献

- [1] Arellano M, Bond S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations[J]. The review of economic studies, 1991, 58(2): 277-297
- [2] Bergin P. Asset price booms and current account deficits[J]. FRBSF economic letter, 2011, 37: 1-4
- [3] Ferrero A. House price booms, current account deficits, and low interest rates[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2015, 47(S1): 261-293
- [4] Fratzscher M, Straub R. Asset prices and current account fluctuations in G-7 economies[R]. IMF Staff Papers, 2009, 56(3): 633-654
- [5] Fratzscher M, Juvenal L, Sarno L. Asset prices, exchange rates and the current account[J]. European Economic Review, 2010, 54(5): 643-658
- [6] Guschanski A, Stockhammer E. Are current accounts driven by competitiveness or asset prices? A synthetic model and an empirical test[R]. Greenwich Papers in Political Economy, 2017
- [7] Judson R A, Owen A L. Estimating dynamic panel data models: a guide for macroeconomists[J]. Economics letters, 1999, 65(1): 9-15
- [8] Obstfeld M , Rogoff K S . Foundation of International Macroeconomics[M]. Cambridge: MIT Press. 1996
- [9] Ross S A. The capital asset pricing model (CAPM), short-sale restrictions and related issues[J]. The Journal of Finance, 1977, 32(1): 177-183

Will a deteriorating current account increase domestic asset price fluctuation?

——A Study Based on Mechanism and Time-varying Effect of G20 Countries

Zhang Ming and Liu Yao

Abstract: Whether current account adjustment has significant effects on one country's asset price is an important issue to study and may be high related to guarding financial risks.

To analyze whether the deterioration of a country's current account will increase domestic asset price fluctuation, we developed the Obstfeld and Rogoff (1996) (hereinafter referred to as "OR" (1996)) model and the related Capital Asset Pricing Model. There are three key mechanisms that current account may affect asset price: cross-border capital flows mechanism, wealth effect mechanism and exchange rate mechanism. In our empirical analysis, we choose G20 countries as samples, establish dynamic panel regression and adopt time-varying parameter vector auto-regression (TVP - VAR) method to do empirical analysis.

The results demonstrate that: First, after the global financial crisis in 2008, the current account deterioration not only led to the decline in the overall asset prices of G20 countries, but also make the volatility of domestic risk asset prices increase. Second, the process of current account balance turning from surplus to deficit has a stronger negative shock on asset prices. Finally, the impact of current account deterioration on asset prices in the US, China, Japan and Germany shows significant heterogeneity and time-varying effects.

The conclusions have strong policy implications. First, it is necessary to pay close attention to the direction and extent of current account adjustment, and make reasonable adjustment of economic policy. Second, policy makers need to pay close attention to the risk of frequent current account reversals to avoid the adverse impact of current account reversals on domestic asset prices and prevent the transformation of financial risks from external sectors to domestic sectors. Third, countries should establish an early warning mechanism for capital flows and improve the macro-prudential regulation framework. Fourth, countries should adjust the structure of international investment positions to avoid improper valuation effect resulting in the promotion of domestic financial risks. Finally, Central Banks should improve the interest rate control mechanism and monetary policy transmission path, and reduce the arbitrage space by current account adjustment.

Key words: Current account deterioration; Asset price fluctuation; Financial risk



中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn