



中国社会科学院金融研究所

# 金融论坛

2006年第15期(总第127期)

2006年5月8日

---

## 全球经济失衡与美元的地位

中国社会科学院金融研究所 闫小娜

伴随着人类进入新千年的，不仅仅是技术进步与制度创新，也有世界经济的无规则与国际经济的失衡。

1973年布雷顿森林体系解体后，各国相继实行了经济自由化和浮动汇率，加速了资本的跨境流动并推动了金融全球化的进程。而美国则凭借美元在全球货币金字塔中的顶端位置，成为“唯一可以不论美元汇率变动情况如何，仅仅根据国内目标（就业、外贸出口）来推行某种国内政策的国家”。

布雷顿森林体系的解体，也使世界经济失却了被清楚界定的政府

干预规则，失却了各国在国际收支调节中的义务，致使各国经济的决策只能在非正式的货币安排中做出。基于这种没有制度规定的制度框架，国际货币体系中潜在冲突的可能性增大了。这样，持续和大规模的经常账户不平衡，就成为新体系的一个重要特征。然而，尽管布雷顿森林体系规定的美元本位已被正式废止，但是，美元在国际货币体系中仍然居于中心地位，因而，当今的全球经济依然是围绕美国为中心而组织的——美国经常项目的巨额赤字得以长期延续，就是这一事实的最好说明。这种状况的长期存在同时也意味着，要实现构建新的国际货币体系的目标，我们仍然有相当长的路要走。

### **一、全球经济的失衡**

美国作为全球最发达的国家，其经常账户赤字和对世界其他地区的净负债从未累积到今天这样大的规模。在世界的另一边，亚洲国家的贸易顺差和外汇储备增长也从未达到如此大的规模。由此带来的全球经济失衡，构成了进入新世纪后国际经济领域讨论的焦点。

在 1970 年代的大部分时期，世界经济的不平衡主要表现是石油输出国的巨额顺差和与之相对应的发展中国家的逆差；不平衡的调节主要是通过银行来安排所谓“石油美元回流”。到 1980 年代，国际经济不平衡的地理位置以及金融调节的形式开始发生变化：美国变为最大的逆差国，而联邦德国和日本则成为顺差国；主要发生在这些工业化国家之间逆差和顺差的调节模式也发生了变化：资本市场取代银行，成为媒介资金流动的主要机制。

进入新千年后，新一轮全球经济不平衡的重点再次转移，亚洲新兴市场国家和美国之间的矛盾成为新的焦点。

从经常账户上考察，这种不平衡表现为美国的经常账户赤字日益扩大和亚洲新兴市场国家经常账户盈余同时也在不断增加。2005 年，美国经常账户赤字达到 7260 亿美元，占本国 GDP 的 6.4% 和世界 GDP 的 1.8%；而亚洲新兴市场国家经常账户盈余已经占世界 GDP 的 0.5%

(其中中国为 0.17%)。作为亚洲经济最发达的国家,日本经常账户盈余占世界 GDP 的比重也达到 0.4%。

从各国外部净资产角度考察,这种不平衡表现为美国巨额净外部负债的积累和亚洲国家外汇储备快速增加。2004 年,美国净外部负债达到近 2.5 万亿美元,2005 年,包括中国和日本在内的东亚国家的外汇储备则超过 2.2 万亿美元。与之相对应,美国成为世界最大的资本进口国,2004 年其资本输入量占全世界资本净输入量的 71.5%;而亚洲则成为最大的资本输出地:2004 年,日本和中国的资本输出分别占世界资本净输出的 20.5%和 6.9%。德国排第二,资本输出占比为 7.8%。

从各国的投资与储蓄对比关系来考察,这种不平衡表现为美国投资率和储蓄率双双下降以及出现储蓄缺口;亚洲新兴市场国家则是投资率与储蓄率双双上升且出现储蓄盈余。例如,2004 年美国的投资率为 20%,储蓄率为 13%;而亚洲新兴市场国家的投资率为 23%,储蓄率高达 30%。在这种格局下,亚洲国家的储蓄盈余流向美国,弥补了美国的储蓄缺口和经常账户赤字。

## **二、失衡中的新体系与美元的地位**

以上描述的全球经济失衡现象说明:在全球经济运转中,存在这样的机制:一方面是美国向世界提供美元,形成了本国的经常账户逆差,而美国凭借发达的金融市场体系吸引亚洲国家的储蓄盈余流向美国,流入的资本作为其资本和金融项目的盈余,在弥补美国经常账户赤字的同时,还为美国带来了不菲的资本收益。另一方面,亚洲国家在出口导向战略的模式下,依靠向美国大量出口得到贸易顺差,并将贸易顺差累积的外汇储备和本国剩余的储蓄用于购买美国的金融资产,弥补了美国的账户赤字。通过这种机制,全球经济在失衡中达到一种均衡,这种均衡可以被称作一种新的“中心—外围”体系。

在这个体系中,美元作为中心,依然扮演着重要的角色。

第一，各国汇率软钉住美元，为这一体系提供了相对稳定的中心货币。Guillermo Calvo and Carmen Reinhart（2002）曾运用155个国家的月度数据，对这些国家货币的汇率制度进行了研究。他们的研究发现：真正对美元实行浮动汇率制度的货币，只有欧元、日元、英镑和瑞士法郎。证据是：这些货币对美元汇率的月度波动方差较大。对于新兴市场国家，Guillermo Calvo and Carmen Reinhart（2002）的研究显示：这些国家实行的是低频钉住美元的汇率制度，证据是，这些国家货币对美元汇率的月度波动方差甚小。

第二，美国通过经常项目赤字向世界经济的运行提供了流动性。由于美元作为国际交易手段、国际支付手段和国际储备资产，在世界经济的运行中被广泛使用，使得了美元货币的供给不仅仅要满足其国内的流动性需求，也要满足世界对国际流动性的需求。而国外居民得到美元流动性的重要途径，就是对美国保持贸易顺差。反转来说，美国通过其经常项目赤字，向世界提供了流动性。必须指出的是：美国经常项目出现赤字并长期持续，在多数情况下并不表明美国经济走向衰弱，相反，在多数情况下，它倒是说明：世界经济至今依然围绕着美国在进行组织。<sup>1</sup>

第三，作为“世界金融市场”，美国的金融市场事实上为亚洲及其他新兴市场经济国家提供了有效的资金使用的场所。亚洲国家金融市场体系不发达，投资渠道受到各种限制。市场分割与投资工具的缺乏，使亚洲国家的高储蓄不能有效在本国直接转化为投资。而金融全球化和美国发达的金融市场体系则为亚洲国家的高储蓄找到了收益率较高和较便利的投资对象。正是在这个意义上，美国的金融市场长期扮演着“世界金融市场”的角色。

### **三、失衡的调整与美元中心地位的持续性**

针对美国巨额经常账户赤字的调整，不少人认为，美元贬值是最

---

<sup>1</sup> 《美国在世界金融体系中的非对称优势》，（美）艾林·弗兰克，2004年第4期《国外理论动态》）

行之有效的解决办法。上个世纪 80 年代赤字的调整实践似乎也肯定了这一解决方案。因此，美国有不少研究者的文章就分析认为：美元对人民币至少应贬值 40% 以上。这种分析的假设前提是，美国的贸易是美元汇率的函数。认真的研究者都会承认，当前美国的贸易赤字以及相应的主要表现在亚洲国家的贸易盈余，事实上是经济全球化所导致的全球资源重新配置和全球分工格局再调整的结果，是世界各国在这一全球化的浪潮中根据自己的比较优势相应调整本国经济结构的结果。对于这种主要发生在实体经济领域中的结构调整，诸如汇率、利率等金融因素，是很难发挥重要作用的。

从另一角度分析，美国的经常项目虽然连年发生赤字，但其资本和金融账户却相应地连年出现盈余。换言之，美国的贸易赤字，已经通过资本和金融项目的回流得到平衡。在这样的循环中，美国不仅以低价格享受到世界各国的消费品，而且通过吸收他国的过剩资本获得了不菲的资本收益。应当说，这种循环本身是能够持续的。倘若如这些建议所说，美元大幅度贬值，这不仅是扭转美国的赤字无补，反而，因贬值造成的汇率的不稳定，倒会损害美元作为主导货币的地位，阻碍资金通过资本账户向美国回流。如此下来，美国的国际收支会出现经常项目和资本和金融项目的双赤字，均衡反倒难以维持了。

对于本次美国经常账户赤字产生的原因，一致的意见认为，美国的低储蓄率是问题的根本所在。因此，提高本国的储蓄率，也成为调整美国经常账户赤字的关键。其次，作为货币中心的美国对于在高科技产品生产上有比较优势，而外围国家在全球分工的价值链中处于低端，在加工制造业方面有比较优势。在这种格局下，正常的平衡途径，应当是外围国家的产品出口到美国之后，换回价值相等的美国产品。但是，美国政府对其高科技产品的出口设定了严格限制，因而使得外围国家在将其产品出口到美国之后却换不回美国的高科技产品。这种进出口的不对称，或者说美国方面片面的贸易保护主义，也是造成美

国经常账户赤字的一个重要原因，而这一问题在现行贸易框架下是难以解决的。

同样也应当看到，如果鉴于美国经常账户赤字的巨额累积，就预言美元就要发生危机等等，也是不客观的。

第一，美元的中心地位是以美国雄厚的经济实力和发达的金融体系为基础的。美国经济已经连续 4 年持续高增长，美国经济规模更是远远大于世界其他国家。1995~2004 年，美国 GDP 年均增长达到 3.2%，而同期日本的 GDP 年均增长率只有 1.1%，欧元区也只有 2.3%。2004 年，美国 GDP 占全球 GDP 的 28.5%，欧盟 15 国 GDP 总量与美国 GDP 总量相当，日本 GDP 占 11.48%，中国仅占 4.1%。

美国发达的金融市场体系，不仅成为美国居民的主要投资场所，更是吸引了世界资本源源不断地流入。美国股票市场较高的收益率、外国居民投资美国股票市场可免资本利得税、以及方便快捷的多管道投资，使美国股票市场不仅是国内居民的主要投资场所，也吸引了大量的国外资本投资于此。2004 年，美国纽约证券交易所的上市公司的全球市值达到 19.8 万亿美元，遥遥领先于东京证券交易所和伦敦证券交易所。而市场融资额占 GDP 的比重达到 11.4% 的美国债券市场，更是在吸引国外资金和推动金融全球化方面发挥了非同一般的作用。到 2005 年 12 月底，海外投资者总计持有 2.177 万亿美元美国国债。美国金融衍生品交易额增长速度远远超过了国民经济及其他金融资产的增长速度。尽管从事金融衍生品交易的国际市场日渐扩张，美国市场占全球比重缩至不足 1/3，但美国金融衍生品交易的中心地位仍然不可动摇。

因此，从经济的基本面和金融基础设施来看，尽管在战后 60 年中美国的经济地位已经相对下落并仍将随着全球经济的发展而继续下落，但美元的地位在短期是不会发生动摇的。

第二，从美国经常账户赤字与弥补机制来看，尽管美国经常账户

赤字已经达到本国 GDP 的 6% 以上，但是，从资本和金融账户来看，流入美国的资本不仅弥补了美国的经常项目赤字，还为美国带来了可观的资本收益。

从 1980 年开始，美国的国际收支基本上保持着经常账户赤字和资本账户盈余的格局，只有 3 年例外。而最近美国的资本流入开始剧增更引人关注。2004 年，6680 亿美元的资本净流入几乎比 3 年前多出 3000 亿美元，其占美国 GDP 的比例从 1995 年的 1.5% 增加到 2000 年的 4.2%，到了 2004 年，更达到了 5.7%。

资本流入的可持续性直接关系到美国经常项目赤字的弥补和“中心—外围”体系的可持续性。

为了衡量资本流动的可持续性，经济学家设计了一种叫做“国家的外部债务负担”指标来进行分析。债务负担有外部资本存量 and 外部资本流量之分。这两个分析指标有着不同的分析意义。

从存量的角度看，2004 年，美国净外部债务占 GDP 的比重已经达到 22%。据此来分析，美国资本流入的可持续性是可以存疑的。

衡量外部债务负担的流量指标是一个国家的净资产收益。根据国家的外部资产或负债情况，这个国家或者向外支付收益或者接受外部收益，当一个国家接受的利息、分红、利润遣返、专利使用费等外部资产收益大于本国对外部负债的支出时，这个国家就是净外部收益接受国；当支出超过接受时，就是净外部收益支出国。

美国国际收支的一个重要特点就是，尽管美国的外部债务不断增加，但是美国却是净外部收益接受国。2004 年，美国的净外部债务达到 2.5 万亿美元，同时，他却获得了 300 亿美元的净外部收益。与美国相比，2004 年日本净外部资产达到 1.8 万亿美元，却只获得了 860 亿美元的净外部收益。1995~2004 年，尽管美国的经常账户赤字达到 3 万亿美元，美国获得的净外部收益却累计达到 2000 亿美元。从这个角度说，美国的净资本流入还能继续持续下去，但是，从趋势

上看，其未来的净资本流入会相对趋缓。

如果将美元汇率贬值因素考虑进来，美国的资本收益将更加显著。因为，在其他条件相等的条件下，美元贬值会使美元资产升值，美元负债贬值，从而使净对外资产收益增加。到 2004 年底，美国对外资产净头寸为-2.5 万亿美元，占 GDP 的 22%，其中对外资产为 10 万亿美元，占 GDP 的 85%；负债为 12.5 万亿美元，占 GDP 的 107%。如果美元贬值 10%，则将会有相当于美国 GDP 的 5.9% 经济总量从别的国家转移到美国，而美国的经常项目账户赤字占 GDP 的比重也将下降为 5.3%。

第三，从另一方面来看，在短期内，亚洲国家仍然不可能“去美元”化。虽然经历了金融危机，对外贸易仍然是亚洲国家或地区经济增长主要动力之一。如果以对外贸易总额占 GDP 的比重来衡量一个国家的开放程度，亚洲新兴市场国家尤其是泰国和马来西亚的开放程度已经超过 100%，并且，近几年来，亚洲新兴市场国家的开放程度还有不断上升之势。1990~2004 年，新兴市场国家在世界贸易中的份额已经由 13% 上升到 20%。

出口导向型发展战略对于每一个处于赶超阶段的国家经济发展都是非常重要的。但是，出口导向型发展战略也使本国经济对外国经济过度依赖。改出口导向战略为内需拉动型战略已经成为很多国家政府的共识。例如，泰国政府就已宣布要将发展的重点从鼓励以出口为主的制造业部门转向鼓励以满足国内需求为主的产业，并采取了包括一系列刺激国内需求的政策。马来西亚和韩国也采取了经济结构多元化政策。但是，尽管如此，这些国家仍然没有出现内需导向型经济增长，出口在经济增长中仍然扮演很重要的角色。

出口导向型战略的事实上的维持，使得这些国家的汇率必须保持稳定。这是因为，汇率的不稳定会影响贸易和资本流入，并进一步影响国家的经济稳定。出口导向型战略的维持，还需要世界存在着一个



巨大的进口吸收国，迄今为止，美国仍然是这种吸收国。近年来，美国每年大约吸收了世界2/3的贸易盈余。这种状况充分说明：美国在这些地区经济发展中，事实上发挥着重要作用。

这种软钉住美元汇率制度的实施，也必然给外围国家带来外汇储备的快速累积与增长。外围国家中央银行积累外汇储备，对中心国家会产生两个方面的影响：首先是，外围国家的外汇储备是为中心国家经常账户赤字提供融资的重要渠道，这样，中心国家的真实利率就比正常值要低；其次，因为外汇储备被集中投资于美国国债，美国国债的收益率相对其他金融产品的收益率就会偏低。而外汇储备资产的多元化或“去美元化”不仅与本国的出口导向战略不符，而且更加加剧外汇储备资产的缩水倾向。

第四，从历史角度来看。主要国际货币的更替既相当鲜见，而且要经过几乎天翻地覆的变化和相当长的时间。例如，虽然英镑的衰落在上个世纪初第一次世界大战结束后就已开始，但全球大规模的“去英镑”、“取美元”的潮流却迟至半个多世纪以前方才发生。英镑所以没有这么快失去储备货币地位，固然可以从成员国的忠心和殖民地别无选择上找到原因，但更重要的，则在于英镑区的国家处于维持本国经济稳定的考虑，并没有足够的动力就很快将储备货币进行重新配置。原因至少有两个，其一，储备货币由英镑转为美元，直接的结果就是会加速英国经济的恶化，而英国却是他们出口的主要目的地，因此，英国经济的恶化同时就意味着这些国家经济的恶化；其二，将储备货币从一种转变为另一种，涉及一系列成本收益的比较和缜密的转换安排，特别是，在汇率变动不居的条件下，这种转换往往会带来巨大的调整成本。由于上述原因，去英镑而取美元的变化一直到1967年才真正发生。当时，英镑再次大幅度贬值，致使英镑区国家再次蒙受巨大资本损失，同时，在1968年巴塞尔协议下，英国承诺英镑与美元汇率保持固定，这使得去英镑取美元的成本得以降低。

回顾这段历史无非是要说明，在本国中央银行和财政部持有大量美元资产的情况下，即便从技术和财务的原因来考虑，去美元都是十分困难的事情。因此，我们看到，为了保持本国资产的价值，维护本国的经济稳定，同时也为了维持国际货币体系正常运转，符合世界各国利益的共同行动就是维护美元的价值。这样，以美元为中心的国际货币体系就是可维持的。

#### **四、美元的未来与责任**

美元能否保持其货币体系的中心地位，首先取决于美国自己的政策。如果继续允许经常账户赤字扩大，相应地继续累积大量外债，美元汇率继续贬值，这将会不可避免地引致储备货币的替代。在历史上，正是英镑的不稳定和贬值引致美元取代英镑，同样，也正是美元汇率在上个世纪 70 年代的大幅波动，催生了欧洲共同体和其后欧元的诞生。

如果这个全球货币体系的“中心国家”愿意对全球金融稳定做出强有力的承诺，包括发生国际性经济危机时期能够为跌价出售的商品保持比较开放的市场，提供反经济周期的长期贷款，在危机时期开放贴现便利，维持国际汇率结构稳定和协调各国的宏观经济政策等等，货币体系中的“外围国家”就愿意放弃很大一块货币政策自主权，将货币与中心国家货币挂钩，以共享经济稳定的好处。对于美国是否能做出这样的承诺并承担调节经济运行不平衡的责任来，大家都在拭目以待。

---

**主 办：中国社会科学院金融研究所**

**主 编：李 扬**

**副 主 编：王国刚**

**联 系 人：刘戈平**

**电 话：010-85195338**

**电子信箱：ifb@cass.org.cn**