



您的位置：首页 - 文章选登

东亚货币需对美元联合升值(施建淮；3月24日)

文章作者：施建淮

全球经济的失衡正在加剧：全球经常项目逆差正在越来越集中到美国一个国家，2005年美国经常项目逆差比上一年增加了20.4%，达到了创记录的8049亿美元；而另一方面，全球经常项目顺差则越来越集中到东亚国家和地区。全球经济失衡的调整除了美国财政赤字需要减少外，也需要东亚国家货币对美元升值。

N-1问题与国际汇率政策协调

众所周知，布雷顿森林体系存在所谓的N-1问题，即由于美元作为该体系的第N种货币——本位货币，美国因此失去了运用支出转换政策调整国际收支的能力。事实上，只有其他国家同意将其货币在新的水平上钉住美元，美元的贬值才能够实现，因此为了实现美元贬值，国际汇率政策协调必不可少。

在国内我们常常可以听到这样的议论：如果美国房地产泡沫破灭美元将大幅度贬值，这将使高度依赖外需的中国经济受到极大冲击，可能导致中国出口增长速度暴跌、经济增长速度下降和失业增长。然而，这个结论只有在中国同意让人民币对美元大幅度升值的情况下才有可能。否则，美元不可能大幅度贬值（在贸易加权平均的意义上），或者仅仅是对欧元和日元大幅度贬值，在这种情况下，中国不仅对欧元区和对日本的出口竞争力极大增强，而且对美国出口的竞争力保持不变，这样怎么还会出现上述结果呢？

虽然布雷顿森林体系已经于1973年崩溃，从此主要工业化国家的汇率制度转为浮动汇率制度，然而许多发展中国家仍然将其货币钉住美元，特别是东亚金融危机之后，东亚国家纷纷重新将其货币钉住了美元（麦金农教授在其新作《东亚美元本位下的汇率》中对这一现象进行了深入分析），为此东亚国家持有了大量的美国政府债券作为外汇储备以支持钉住美元的汇率政策。这种新的国际货币关系被杜雷等经济学家称为复活的布雷顿森林体系。虽然对于用复活的布雷顿森林体系来描述上述国际货币关系是否科学有不同的看法，但它确实揭示了当前美国仍然面对着与布雷顿森林体系类似的N-1问题。

对于全球经济失衡的调整而言，美元对主要贸易伙伴的货币贬值是必要的。加拿大、欧盟、日本、中国以及其它东亚经济体为美国主要的贸易逆差对象国，2005年它们占到美国贸易逆差的76%左右。自最高值的2002年2月到2005年底，美元已经累计对欧元、加元和日元分别贬值了39%、28%和16%，而同期按贸易加权的美元汇率仅仅贬值了15%。由于作为美国主要贸易逆差来源的东亚国家和地区采取事实上（或硬或软的）钉住美元的政策，美元不能实现调整全球贸易不平衡所必需的贬值（N-1问题），所以东亚国家和地区允许其货币对美元升值是调整全球经济失衡的一个必要条件。

东亚汇率政策与美国长期利率

从全球经济失衡调整角度看，美国的长期利率需要提高以抑制房地产市场过热，从而鼓励美国居民减少消费，增加储蓄。通常情况下，美联储提高联邦基金利率将推动美国长期利率的上升，自2004年6月以来美联储连续多次提高联邦基金利率，联邦基金利率已由开始加息时的1%上升至目前的4.50%的水平，但美国长期利率却并没有随之得到相应提高，相反，美国10年期政府债券的收益率反而低于2004年6月美联储开始提高利率时的水平。这是让包括格林斯潘在内许多人感到困惑的美国利率之谜。

美联储虽然能够决定短期利率水平，但未必能决定美国的长期利率水平，后者是由资本市场决定的。显然美国国内因素，即美国巨额财政赤字和居民过度消费对美国长期利率水平偏低的现象不能提供解释，对于长期利率水平偏低，资本市场资金供给过度显然更具有解释力，美国长期利率水平没有升高表明流入美国的外部资金不仅充足，而且到了过度的程度。

东亚国家和地区是美国的主要资金供给者。根据美国财政部的统计，东亚国家和地区现在已经成为美国国债最大的外国买家。截至2005年11月底，仅日本、中国内地、中国台湾、韩国、中国香港、新加坡和泰国所购买的美国国债就达到11573亿美元，占美国国债境外持有存量的比重高达53%。

近年来中国购买的美国国债增长迅速，2005年的持有额是2000年的4倍多。中国外汇储备自2001年以来大幅增长，2005年底其余额已达8188.72亿美元，其中70%投资到了美元资产上。除中国之外，东亚新兴市场国家和地区的外汇储备资产在2004年增加了1570亿美元，同样，相当大的比例投资到了美元资产上。

这种外汇储备资产的增加反映了东亚国家和地区为了不让其货币升值而进行外汇干预的结果。东亚国家和地区普遍实行事实上的钉住或准钉住美元的汇率政策以支持其出口导向的经济增长战略，为此东亚国家和地区不得不对外汇市场进行不断的干预。这种干预外汇所得的美元大部分源源不断地投向了美国资本市场。在这样的情形下，美联储的加息政策在提高抵押贷款利率，降低房地产市场投机方面的能力就只能是有限的。如果东亚国家和地区改变其汇率政策，允许其货币对美元升值，那么东亚国家和地区将不再需要高频率和高强度地入市干预，买进美元资产，这将减少流入美国的资金，从而推动美国长期利率的上升，促进全球经济失衡的调整。

文章出处：《国际金融报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所