



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

热点研究

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《世界经济》2006年第3期

全球国际收支失衡及变化

姚枝仲（国际贸易研究室） 齐俊妍

一 全球国际收支失衡的基本状况

当前全球国际收支失衡主要体现在美国巨额的经常账户逆差和迅速上升的净对外债务，以及世界其他国家对美国的经常账户顺差和迅速累积的对美国的债权。

2004年，美国的经常账户逆差为6681亿美元，其中商品贸易逆差为6654亿美元，占GDP的5.7%，可见美国的经常账户逆差主要体现为商品贸易逆差；净对外债务余额为2.54万亿美元，净对外债务余额与GDP的比为22%。与此相对应的是世界其他国家对美国的巨额贸易顺差。按照美国的统计，美国第一大贸易逆差来源国是中国，达1619亿美元，日本以756亿美元排在第二位，接下来依次是加拿大、德国、墨西哥、委内瑞拉、韩国等。显然，亚洲是美国贸易逆差的主要来源，其中中日韩和东盟五国（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国）对美的贸易顺差为2917亿美元，占美国贸易逆差总额的43.8%。同时，也应该看到，亚洲并不是美国贸易逆差的唯一来源。美国贸易逆差的来源具有世界性。其中，在北美自由贸易区内部，2004年美国的贸易逆差达1115亿美元，占美国贸易逆差总额的16.8%；美国对欧盟的贸易逆差达1093亿美元，占16.4%；对拉美的贸易逆差为807亿美元，占12.1%；对OPEC的贸易逆差为718亿美元，占10.8%。美国对这些地区的贸易逆差均是不可忽视的。

在这种格局中，美国表面上好像是全球国际收支失衡中的一个受害国，似乎巨大的贸易逆差剥夺了美国大量的就业机会。美国也常常以此为借口发起贸易摩擦或者要求其他国家调整贸易余额。但美国实际上在这一格局中获得了大量的利益，它通过发行美元和日益增加的债券“免费”获得了外国的商品。按照这一逻辑，美国似乎应该承担调整经常账户逆差的责任。美国政府应该主动削减财政赤字，降低财政支出，并且应该鼓励居民降低消费和增加储蓄。因此，国际上要求美国调整经常账户逆差的呼声一直很高。

亚洲国家在这一格局中则处于非常尴尬的地位。一方面，大量的贸易顺差和快速的外汇储备积累表明亚洲国家的货币存在低估现象，这些国家常常被“指控”为通过操纵汇率向外“倾销”商品，因而必须让其货币升值；另一方面，这些亚洲国家又不得不继续通过大量购进美元来维持美元汇率稳定，以避免其储备资产的价值损失，同时也试图避免本国货币的急剧升值。

另外，美国巨额的经常账户逆差和迅速累积的净对外债务似乎迟早都要调整。事实上，美元汇率也已经发生变动，并继续处于预期不稳定状态。国际货币体系也似乎需要新一轮的变革来适应或改变目前全球国际收支不平衡的格局。因此，如何看待这一失衡状况及其变化趋势是当前国际经济中一个十分重要的问题。

在分析当前的全球国际收支失衡之前，简要回顾上世纪70年代的国际失衡状况及其引起的问题和相关争论是十分有益

的。与目前的国际收支失衡不同，上世纪70年代的国际收支失衡主要表现在三个方面：OPEC巨大的顺差、欠发达国家迅速增长的债务和许多发达国家空前的经常项目逆差。其后果是引发了20世纪80年代和90年代一系列的货币危机（Sachs et al., 1981）。

尽管当时很多学者认为是石油价格上涨造成了当时的国际收支失衡，但是后来越来越多的学者认为石油价格不是唯一的因素，甚至不是最主要的因素。这也引发了对经常账户分析的革命性的变化，即跨期优化方法的引入。这一方法的引入带来了一个颠覆性的结论，即经常账户平衡或贸易平衡不是一个国家的最优选择，不是一个国家最优资源配置的结果。在一段时期内出现经常账户逆差，在另一段时期内出现经常账户顺差反而是一国进行最优资源配置的表现（Sachs, 1982）。这一结论推翻了所有以贸易平衡或经常账户平衡为原则或前提的分析结论。由于贸易平衡在贸易理论和人们的观念中已经根深蒂固，因此这场革命至今还在继续。

现在大多数经济学家认为一个国家不会在每一时期都保持贸易平衡或经常账户平衡。一个国家可能在一段时期出现贸易顺差或经常账户顺差，而在另一个时期出现贸易逆差或经常账户逆差，甚至长期出现贸易逆差或顺差（Obstfeld and Rogoff, 1996）。

在理论上，目前关于经常账户的分析，也不再以余额平衡为基本原则，而主要集中于经常账户余额的决定和变化，及其与各种相关因素之间的关系。其中，一个重要的课题是经常账户余额的可持续性问题以及经常账户与汇率之间的关系。本文主要从可持续性的角度来探讨当前国际收支失衡的变化趋势。

二 失衡的内在稳定性和不可持续性

全球国际收支失衡状况已经持续了很多年，经济学家也普遍认为这种失衡状况迟早要调整。而现实情况是，目前的失衡状况不仅没有向平衡的方向发展，反而愈演愈烈。美国贸易逆差的规模依然在扩大，各国或地区对美国贸易顺差的规模依然在增加，美元也没有持续的贬值，反而在2005年出现了较大幅度的升值。可见，目前的失衡状况有一定的内在稳定性。考察失衡状况的变化趋势，首先需要清楚这种内在稳定性到底是什么。

全球国际收支失衡的内在稳定性有两个基础：第一，东亚国家的外汇储备大量购买美国债券，维持了美国的低利率，而美国低利率又刺激了美国国内消费与投资增长，造成储蓄不足和贸易逆差，同时也造成了东亚国家的贸易顺差，而东亚国家的贸易顺差又导致外汇储备积累和外汇储备流入美国债券市场，继续维持美国的低利率。第二，美国在通过贸易逆差积累外债的同时，也对外输出资本。其积累的外债以美元和国债这种无息与低息负债为主，而输出的资本以直接投资这种高收益资产为主。这使得美国虽然于2004年出现了2.5万亿美元的对外净债务，但是仍然有362亿美元的对外净资本收益。因而从总体上来看，美国虽然对外借钱，但是不需要付利息，甚至借钱的国家还要倒贴利息给美国。这种格局使得美国的对外债务没有自累积机制，即债务利息不会加快美国的债务累积，债务利息没有造成美国的经常账户逆差，美国经常账户逆差几乎完全来源于贸易逆差。

以上两个因素维持了目前全球国际收支失衡在机制上的内在稳定性。但是，这种稳定性完全可能因外力作用而受到破坏。因此，有必要考察全球国际收支失衡的可持续性问题。

以美国为基点，考察美国贸易逆差或经常账户逆差的可持续性考察全球国际收支失衡可持续性一个很好的视角。因为美国经常账户的可持续性决定了当前全球国际收支状况的可持续性，也决定了当前全球货币体系的可持续性。

贸易逆差是经常项目逆差的一个主要组成部分，而经常项目逆差表现为对外债务的累积。因此，要考察贸易逆差是否可持续，就要从对外债务的可持续性来考察。

考察对外债务是否可持续，实际上就是分析一个国家能否持续获得足够的外债。其中，最简单的办法是考察未来对外债的偿付能力。对外债务的偿付能力是指预期未来经常账户差额的累积贴现值是否大于当前的对外债务水平。如果预期未

来经常账户差额的累积贴现值大于或等于当前的对外债务水平，则该国对这一债务水平是具有偿付能力的；如果预期未来经常账户差额的累积贴现值小于当前的对外债务水平，则该国对这一债务水平是不具有偿付能力的。遗憾的是，没有一个可靠的办法来估计一个国家未来的经常账户差额。考察对外债务的可持续性还需要其他的办法。

考察债务是否可持续的另一个办法是分析债务/GDP是不是处于一个稳定的水平，或会不会收敛于一个稳定的水平。如果债务/GDP处于一个稳定水平或者收敛于某一个稳定水平，则该国的债务具有可持续的基础；如果债务/GDP处于不断扩大的一个发散过程，则该国的债务就是不可持续的；如果债务/GDP处于一个不断缩小的发散过程，则该国的对外债务将会消失，并出现对外债权，从而没有必要再考虑债务的偿付问题。

需要说明的是，即使债务/GDP处于一个稳定水平或者会收敛于某一稳定水平，也不能说这一稳定的债务水平就是可持续的。因为要维持这一稳定的债务水平还需要资本的继续流入。资本的流入意愿决定了这一稳定的债务/GDP水平是否真正可持续。

可见，一个可持续的贸易逆差或债务水平至少需要具有两个条件：一是债务/GDP处于稳定水平或将收敛于某一个稳定水平，二是资本有继续流入的意愿。以下就从这两个条件来考察美国的贸易逆差是否具有可持续性。

首先来看美国的对外净债务/GDP是否处于一个稳定的水平。一个简单的办法是考察美国对外净债务的增长率是否与GDP的增长率相同。如果对外净债务的增长率与GDP的增长率相同，则对外净债务与GDP的比显然处于一个稳定的水平。如果对外净债务的增长率大于GDP的增长率，则该比值会不断扩大，相反，如果对外净债务的增长率小于GDP的增长率，则该比值会不断缩小。后两种情况都表明当前的对外净债务/GDP不是稳定的。

从2004年的数据来看，美国对外净债务的增长率为7.2%，而名义GDP的增长率为6.5%。对外净债务的增长率略高于GDP的增长率。因此，债务/GDP不是处于一个稳定的水平，而是在不断扩大。

我们再考察美国的对外净债务/GDP是会无限扩大，还是会收敛到某一个较大的值。在理论上，对外净债务的变化主要由经常账户逆差组成，而经常账户逆差主要由两部分构成，分别是贸易逆差和净收益（或利息）支出。如果对外支付的收益率大于GDP增长率（如对外债务完全是外国直接投资），则即使贸易逆差额不发生任何变动，甚至不断缩小，对外净债务的累积速度也会快于GDP的增长速度，从而对外净债务/GDP就会无限扩大。在这种情况下，只有出现一定的贸易顺差，对外净债务/GDP才会收敛到某一水平。

在美国的国际收支中，有一个非常独特的现象；美国虽然是净的对外债务国，但是美国的对外净资本收益却是正的。也就是说，尽管美国欠他国很多钱，但是还能从他国获得一些利息。其原因在于美国的对外投资能够获得4.2%的平均收益率，而其他国家在美国的投资却只能获得2.9%的平均收益率。这使得美国可以从国外借钱然后投资到国外而获得利益。例如，美国从国外借入100美元时，只要将其中的70美元投资于国外，就能获得收益上的平衡，而另外的30美元可以在国内消费或投资。这30美元对外净债务不会给美国带来收入流失。

在这种情况下，尽管美国会出现贸易逆差，甚至贸易逆差较大，但是美国的对外净债务/GDP仍然可能稳定于某一个特定的不是很高的水平。因为贸易逆差会被资本收益抵消一部分。当然，如果贸易逆差增长太快，以至于对外净债务超过了对外债权总额的45%，则对外净债务/GDP又会朝更高的水平运动。美国2004年的贸易逆差相对于2003年增长22%。如此之高的增长率将使得美国对外净债务/GDP不断上升，并趋于无限大。在这种情况下，完全可以认为，美国的贸易逆差和对外债务/GDP是不稳定的，并且也是不可持续的。

即使假定美国的贸易逆差占GDP的比例保持不变，美国的对外债务/GDP也会攀升到94%的水平，美国需要越来越多的资本流入。此时，尽管美国的对外债务/GDP在技术上能实现稳定，但是这种稳定是否可持续，还取决于资本的流入意愿。

近年来，美国的资本流入以亚洲国家的官方储备为主。官方储备的主要功能是维持宏观稳定，而不是资产收益。持续过量的外汇储备增长会给亚洲国家带来通货膨胀压力。为了维持宏观稳定，亚洲国家有很强的动机去降低储备资产的增长，从而减少对美国的资本流入。因而从资本的流入意愿上说，即使对外债务/GDP能收敛于94%的水平，美国的贸易逆差和对外债务也很可能是不可持续的。

三 失衡的变动趋势

美国贸易逆差和对外债务水平是不可持续的，因此，美国贸易逆差的调整也是不可避免的。美国贸易逆差的调整意味着世界贸易格局的变化，意味着国际资本流量与流向的重大变化，甚至意味着国际货币体系的深刻变化。但是，不同的调整方式对世界经济的影响程度和范围是不一样的。

从理论和历史上看，美国贸易逆差的调整可能存在六种方式：美元主动大幅度贬值，国际资本流向突然发生变化导致美元突发性被动贬值，亚洲货币主动升值，美元对世界主要货币的缓慢贬值，美国降低财政赤字，美国调整居民的消费储蓄和投资结构。以下逐一讨论各种调整方式带来的影响和可能性。

第一，美元突然大幅度主动贬值。这是对美国最有利的方式。但是，由于美国实行自由浮动汇率，因而现在缺乏单方面主动贬值的手段。这里的主动贬值是指美国政府自主决定的美元贬值。历史上，美国曾经在尼克松时期两次通过美元主动贬值来克服外部不平衡问题，并直接导致了布雷顿森林体系的解体。美元突然主动贬值可以使美国在国际资本还没来得及反应就完成了汇率和经常账户调整。而世界其他国家将承担美元资产缩水、净出口减少和国际货币价值体系紊乱带来的经济滑坡等损失。幸运的是，在当今国际金融市场上，美国政府虽然能干预美元汇率，但已经不能单方面决定美元汇率，因此也没有能力实现美元的突然大幅度主动贬值。

第二，美元的被动恶性贬值。这是对美国最不利的一种方式。美元的被动恶性贬值伴随着国际资本大量抛售美元资产，并直接导致美国经济衰退，因而是对美国最不利的方式。美国政府会尽量避免美元被动贬值，避免国际资本对美元资产丧失信心。同时，世界上其他国家和地区，尤其是欧元区和日本，也包括中国和亚洲其他国家，为避免美元资产缩水和对国内经济的冲击，也会尽量避免美元的恶性贬值。

第三，亚洲货币主动升值。由于亚洲国家对美国的贸易顺差和官方储备上升是当前全球国际收支失衡的主要特征之一，因而一般认为，亚洲国家货币普遍存在低估现象。不管亚洲国家宣布的汇率制度是单一钉住美元，还是钉住一揽子货币，或是有管理的浮动和自由浮动汇率制度，官方储备快速上升的现象表明，亚洲国家普遍对货币汇率进行了较强的干预。在这一逻辑下，亚洲国家的货币主动升值就成为解决当前国际收支失衡的一种手段。

亚洲货币的主动升值存在两种不同的方式：其一为各经济体自主决定升值与否、升值幅度以及升值的时间路径；其二为各主权经济体同时升值。

在第一种情况下，由于亚洲国家之间经济紧密相连，商品之间存在较强的竞争关系，因此，很难有一个国家首先采取升值行动。或者即使有某一个国家首先升值，其他国家也可能不跟进。但是中国例外。这是因为中国与其他亚洲国家之间存在不对称的竞争压力。

因此，在各经济体自主决定升值的情况下，主要取决于人民币的升值状况、升值幅度和路径。中国政府可能主动承担调整全球国际收支失衡的责任，但是中国政府还面临两方面的制约。其一，中国的汇率政策以维护国内宏观经济稳定为依据，只有在不破坏国内宏观经济稳定的前提下才会承担调整全球国际收支失衡的任务。其二，人民币升值对调整全球国际收支失衡的作用是有限的。即使人民币升值带动了亚洲货币的升值，这种升值也是有限的，尤其是要调整全球国际收支失衡，美国消费储蓄和投资结构的调整是必要的，单纯依靠人民币升值和亚洲货币升值不能完全解决问题。

对于亚洲货币升值的第二种方式，即亚洲货币同时升值的方式，其实现难度较大。首先，亚洲现在没有有效的货币合

作和汇率协调机制。其次，对于升值幅度难以存在共识。由于同样的升值幅度对各经济体的影响程度是不一样的，因而各经济体难以同意实行相同的升值幅度，同时又缺乏一个标准来具体识别每个经济体应该的升值幅度。

第四，美元对世界主要货币缓慢贬值。缓慢贬值意味着缓慢的调整。这是一种冲击较小的调整方式。但是，在调整过程中，世界经济尤其是美国经济仍然要付出较大的代价。首先，美国在调整过程中需要担负艰巨的维持宏观稳定的任务。其次，美元作为国际货币的地位将受到较大的削弱，美国因美元作为国际货币而获得的利益将受到较大的损失。另外，由于美国市场吸纳各国商品的能力将会降低，美国作为世界经济发展推动力的作用将受到削弱。同时，在这个过程中，随时可能受到国际资本的剧烈冲击，导致美元急剧的被动恶性贬值。美国可能需要付出很大的努力才能防止这种冲击。

第五，美国缩减政府支出。美国的失衡常常被描述为双赤字，即财政赤字和经常账户赤字同时存在的现象。从20世纪80年代初期到90年代中期，双赤字一直是美国主要的经济问题之一。政府过度支出一度被认为同时制造了财政赤字和经常账户赤字，双赤字的原始含义实际上是“孪生赤字”。“9.11”事件以后，美国财政支出急剧增加，财政赤字迅速扩大，并带动了经常账户赤字进一步增加。但是，克林顿政府的实践否定了政府过度支出的同时制造了财政赤字和经常账户赤字的这一认识。1998至2000年美国实现了财政盈余，但是经常账户赤字却并没有消失，反而呈扩大趋势。双赤字不一定同时出现，政府过度支出不是经常账户赤字的惟一决定因素。美国经常账户赤字还是美国居民过度支出和储蓄不足的结果。因此，美国缩减政府支出有助于降低财政赤字，降低经常账户不平衡程度和全球国际收支失衡程度，但是不能完全解决美国的经常账户不平衡和全球国际收支失衡问题。

为了降低财政赤字，新一届布什政府开始缩减政府支出。为了防止由此产生的宏观经济不稳定，布什政府同时实行减税政策，刺激投资增加，以弥补政府支出减少导致的总需求下降。这一政策有助于降低甚至消除美国的财政赤字。但是由于不能改变美国居民储蓄不足的状况，因而不能从根本上改善其经常账户。

第六，美国调整居民的消费储蓄和投资结构。美国的经常账户逆差在核算上由两部分组成：一是居民储蓄不足投资的部分，二是政府的财政收入不足支出的部分，即财政赤字。因此，美国居民的低储蓄和高消费、高投资是其经常账户逆差的又一个重要原因，甚至是一个更主要的原因。要调整美国的经常账户逆差，就必然要涉及到调整美国居民的消费储蓄和投资结构。美国居民的低储蓄与美国社会保障体系、住房按揭体系等鼓励消费的制度密不可分。因此，调整居民收入支出结构，从鼓励消费转向鼓励储蓄，是美国政府改善经常账户的现实选择。从鼓励消费向鼓励储蓄的转变，会产生总需求不足的宏观经济风险，但这是美国避免美元恶性贬值的现实选择。为了防止在调整过程中出现经济衰退，美国会尽量放慢调整速度，并采取必要的财政政策和货币政策维持宏观经济稳定。

在现实中，除了第一种方式不能实现以外，其他五种方式都是可行的。同时，后四种方式还可以同时实现。而且，在美国贸易逆差的调整过程中，财政支出的缩减和居民消费及储蓄结构的变化总是不可避免的，美元贬值也往往是美国贸易逆差调整过程中的伴生物。

总体来看，全球国际收支失衡的调整缓慢而长期。缓慢调整的理由主要有四个：一是造成失衡格局的因素很多，美国和东亚国家由于动力不对称，很难采取有效的行动进行协同一致的政策调整。美国的调整动力主要来自于贸易逆差所产生的国内政治压力，而东亚国家的调整动力主要来自外汇储备过快增长带来的宏观稳定压力、资源配置不合理造成的效率损失以及美元贬值带来的储备资产价值损失。二是美国丧失了单方面宣布美元大幅度贬值这一快速调整的手段。这一手段可以使美国在国际资本还没来得及反应就完成了经常账户调整。在当今国际金融市场上，美国政府虽然能干预美元汇率，但已经不能单方面决定美元汇率。三是美国、欧元区和东亚国家会尽量避免美元被动恶性贬值。美元的被动恶性贬值伴随着国际资本大量撤出美元资产，并直接导致美国经济衰退。美国政府会尽量避免美元被动贬值，以避免国际资本对美元资产丧失信心。同时，世界上其他国家和地区为避免美元资产缩水和对国内经济的冲击，也会尽量避免美元的恶性贬值。四是美国会尽量避免急剧的国内政策调整，以免造成经济波动。

Obstfeld, Maurice. "Transitory Terms-of-Trade Shocks and the Current Account: The Case of Constant Time Preference." NBER Working Paper W0834, 1982.

Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth. Foundation of International Macroeconomics, The MIT Press, 1996.

Sachs, Jeffrey; Cooper, Richard N. and Fischer, Stanley. "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s." Brookings Papers on Economic Activity, 1981, 1, pp.201-282.

Sachs, Jeffrey. "The Current Account in the Macroeconomic Adjustment Process." Scandanavian Journal of Economics, 1982, 84(2).

(责任编辑: 李元玉)

推荐好友

相关文章

- ▣ 姚枝仲 “港股直通车” 与国际收支平衡目标的实现 《银行家》2007年第10期 (2008-3-20)
- ▣ 张明 全球国际收支失衡的调整及对中国经济的影响 《世界经济与政治》2007年第7期 (2007-7-13)
- ▣ 王信 两次经济全球化时期主导国家国际收支的根本差异 《国际经济评论》2007年第3 (2007-4-27)
- ▣ 余永定: 全球国际收支不平衡与中国的对策 《国际金融研究》2007年第1期 (2007-4-27)
- ▣ 全球国际收支失衡及其对中国的影响 / 姚枝仲 (2005年) (2007-1-24)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时, 请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768 分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号