

## 美国经常项目赤字研究

<http://www.crifs.org.cn> 2007年4月9日 陈建超 何鲁冰

美国的经常项目赤字首次出现于1971年，除1973年和1975年为小额顺差外，其余年份均呈现出逆差不断扩大的趋势，其中1981年至1987年和1991年至1998年是两个高速增长的时期，两个阶段分别增长了582%和155%，2000年后增长速度继续加快，到2004年经常项目赤字已经高达6660亿美元，占美国GDP的5.7%。在经常项目赤字持续增高的同时，美国国内储蓄持续下降，表现为居民储蓄降到历史的最低点，甚至出现负储蓄的现象。财政方面除1998-2000年出现财政盈余以外，均表现财政赤字，“9·11”事件以后，美国财政支出急剧增加，财政赤字迅速扩大，到2004年，美国财政赤字已达4255亿美元，占美国GDP的3.6%，持续的储蓄率降低和持续增长的经常项目赤字，引起了世界各国的广泛关注。为此，布什政府表示，到2009年时要把政府的财政赤字削减一半。实际上，在截至2006年9月30日的2006财政年度，美国的财政赤字已经下降到2477亿美元，比2005年度下降了22%。美国的经常项目赤字是否是由储蓄率持续下降引起的？而通过国际资本的流入是否能够持续满足美国的资金缺口？经常项目赤字是否具有可持续性，人民币升值是否能够化解巨额赤字？各国学者对此进行了深入分析。

### 一、美国经常项目赤字的原因

以麦金农为代表的相当一批国外学者从储蓄——投资缺口的角度对美国经常项目赤字产生的原因进行了分析。经常项目赤字实际上表现为一种国际借贷，国际借贷的发生是由于本国国民储蓄率较低，不足以为本国的投资提供足够的资金，因而需要从其他国家借入储蓄，所以经常项目等于储蓄——投资的缺口。例如，2004年美国国民储蓄为16390亿美元，而国内投资为23070亿美元，国民储蓄不足以为国内的投资提供足够的资金，缺口6680亿美元需要通过国际借款来融通。由于美国私人储蓄率近年来一直在下降，而政府财政赤字则年年扩大，因此美国不得不靠在国际金融市场上大量借款来为其国内消费和投资融集资金。因此，他们认为美国严重的经常项目逆差问题是由于美国的不节俭造成的。改善美国经常项目赤字的方法是提高国内的居民储蓄率，缩减财政赤字。这种分析方法有一定的合理性，但是由于其固有的缺陷，如1998年至2000年克林顿政府执政期间财政预算出现大幅盈余，而经常项目赤字却持续增长，美国GDP增长的71%是靠消费推动的，因储蓄增加而减少的消费很可能使美国经济出现总需求不足，这个问题让储蓄解释说遭遇困难，并最终逐渐被其他理论解释所取代。

美国国内的一些贸易保护主义则从国际贸易的角度来解释经常项目赤字产生的原因。国际借款的发生是由于本国商品和服务的出口收入和其他经常性收入（如来自国外的劳务工资、利息、利润等）不足以弥补本国对商品和服务的进口支付和其他经常性支付，因此经常项目等于贸易余额加上来自国外的净要素支付，由于贸易余额占经常项目的很大比重，因此经常项目逆差或国际借款的主要原因便是国际贸易出现逆差。如2004年美国商品和服务的出口额为11472亿美元，而进口额为

17643 亿美元，商品和服务的进口大大超过出口，导致2004年美国贸易逆差达到了6171 亿美元。由于从出口获得的收入不足以弥补对进口的支付，这6171亿美元的差额构成了当年美国需要国际净借款（美国经常项目逆差）的绝大份额。该理论的拥护者认为美国经常项目赤字持续增长的原因是由于其他贸易对手国故意压低汇率造成的。为此，持贸易保护主义观点的分析人士要求对其他国家施压，实现货币升值，这点从最近人民币面临的升值压力就可看出。但实际上，该理论也并不能很好地解释经常项目赤字的持续增长。因为自2002 年以来，欧元已经对美元升值了65%，日元对美元升值了30%，中国进行汇改，美国并没有出现经常项目赤字减少的情况，反而出现大幅的增长。也就是说该理论并不是解释美国经常项目逆差的原因。

以上两种观点由于忽略了当前全球化不断加深的趋势和美国在全球经济中的地位而使自身的理论存在缺陷。美国是一个大国，是一个庞大的经济体，其国内生产总值目前占全球经济总产出的34%，资本市场市值占全球资本市场市值52%，如果仅从一国的角度分析问题会存在一定的片面性，美国经常项目赤字需要从全球的视角来认识。全球经济作为一个整体是一个封闭经济，因而全球总储蓄一定等于全球总投资。美国的经常项目与除美国的其他国家的经常项目一定数额相等，因此美国经常项目呈现巨大逆差一定意味着其他国家经常项目呈现巨大顺差。也就是说分析美国经常项目赤字的产生必须同时考虑其他国家产生经常项目顺差的原因。

美联储主席伯南克从全球视角对美国的经常项目赤字给出了解释。他认为美国产生巨额经常项目逆差的根本原因是全球性的储蓄结构失衡。全球性的储蓄结构失衡又是由下述原因所造成：

首先，面临老龄化问题的富裕国家中存在强烈的储蓄意愿。由于未来会有急剧增加的退休人口，这些国家的居民需要更多的储蓄来应对退休以后的生活。伴随着劳动力数量的缓慢增长或下降，以及由此产生的资本劳动力比例下滑，许多国家面临着国内投资机会明显不足的困境。高储蓄率和低预期回报的共同作用促使成熟的工业化国家在整体上倾向于将经常项目盈余借贷给其他国家。

其次，1997 年至1998 年的亚洲金融危机使发展中国家和新兴市场经济国家清楚地认识到“原罪”问题。“原罪”理论认为，如果新兴市场国家的金融市场有较大的脆弱性，就会出现两种情况：一种是该国的货币不能用于国际借贷。另一种是，在国内本国的金融部门不愿意发放长期贷款。因此，企业在融资时存在两难，如果从外国借贷，存在货币不匹配问题，如果从国内借贷，则存在“借短用长”的期限不匹配问题，这就是原罪。其后果是，无论汇率浮动还是利率变动都会使企业的成本上升，企业经营出现困难，并进而影响到金融部门和整个经济。此外，在货币政策和汇率政策方面，如果存在货币不匹配，那么政府不愿意汇率浮动，在汇率固定条件下，就不能通过汇率的适当贬值来减少投机冲击。在期限不匹配条件下，政府也不能提高利率来保卫货币，在投机冲击时，只好等待金融崩溃。因此，在“原罪”条件下，无论是浮动汇率制还是固定汇率制都会存在问题，在有些国家，最好的解决方式就是美元化。作为亚洲金融危机的教训，发展中国家和新兴市场国家选择了新的谨慎的国际资本管理战略：

从国际资本市场的净借款者转为净放贷者。为此，发展中国家和新兴市场国家需要保持强健的经常项目状况，从而需要超过国内投资以上的巨额储蓄。这些国家往往采取出口导向政策，从而压抑了国内消费需求，导致了相对于国内投资机会更高的储蓄率，从而表现为经常项目的大量顺差。第三，2004 年除中东外的发展中国家和新兴市场国家经常项目顺差达到了2226 亿美元。此外，近年来石油价格的飙升使产油的发展中国家的储蓄也出现大幅上升，如中东国家经常项目顺差在2004 年猛增至1125 亿美元。

以上这些因素的共同作用造成全球储蓄结构的巨大失衡，由于美国国内储蓄不足，资本快速流入美国，导致了美国经常项目赤字的持续增长。

## 二、美国经常项目赤字是否具有可持续性

判断一国的经常项目赤字是否具有可持续性，一般要考察经常项目融资的来源、投向和结构问题。如果经常项目逆差所吸纳的资本是用以增加国内投资，则增长可以持续，因为生产能力的提高为偿还债务提供了物质基础。如果经常项目逆差的增长是用来投资于可贸易品部门，则增长是可以持续的，因为靠强劲的出口可以提高偿还债务的能力。如果为美国经常项目逆差融资的是外国私人长期投资者，则增长是可持续的，因为私人长期投资比较稳定，不容易使接受国爆发债务危机。对应以上三个标准，美国的经常项目赤字增长并不具有可持续性。

首先，2001!2004 年美国家庭和政府消费支出的增长迅速，国内投资在前两年明显下降，而后虽有所回升但仍然明显低于90 年代中期的水平，这表明2001年以来美国经常项目逆差的扩大主要是为美国家庭和政府消费支出的增大融资。

其次，在储蓄过剩导致低利率，以及制造业受到外国竞争压力的背景下，美国的国内投资结构发生了显著变化，投资越来越多地转向诸如房地产这样的非贸易品部门，这表明美国经常项目逆差为国内投资融资的部分不是为增加贸易品部门的生产能力，而是在为非贸易品部门特别是房地产部门融资。

第三，与90 年代后期外国资本绝大部分是以直接投资和购买美国股票的形式流入美国不同，近两年美国股票净买入量发生了逆转，外国投资者转而卖出美国股票。同时，购买美国国债成为外国资本流入美国的最重要形式，而且增幅最大，其中购买美国国债的主体又是外国的中央银行。这表明近年来美国经常项目逆差主要是由外国投资者购买美国国债的方式来融资的，而不是由外国投资者购买美国公司股票的方式来融资的。

## 三、人民币升值是否有利于降低赤字

对于人民币升值是否有利于美国经常项目赤字的缩减，首先要分析中美两国贸易差额产生的原因。中国贸易顺差有相当部分是东亚国家和地区对美贸易顺差转移到中国的结果。中国的加工贸易大部分来自日本、韩国、香港、台湾等东亚国家和地区。中国企业从上述国家和地区进口原辅材料、零配件等进行加工组装，而后出口到美国和欧洲，使得原先这些地区和国家对美国的出口转为中国对美国的出口。

此外，比较优势是中美两国贸易顺差快速增长的重要原因。

中国的比较优势在于劳动力相对密集的产业，而美国则在技术和人力资本密集的产业。随着经济全球化的发展，在一些资本密集或高技术产业，美国集中于研究与开发核心和关键部件的生产，而将产品的组装加工环节转移到中国等发展中国家进行。

在美国政府的财政赤字和私人消费状况没有明显的改变以前，人民币单方面升值只能使中国对美国的商品出口转由其他国家对美国的出口，并不能从根本上减少美国的经常项目赤字，正如罗戈

夫所说，人民币升值只能是“其他国家”中与中国处于竞争状态的国家的出口替代了中国商品对美国的出口，并转由这些国家继续为美国的财政赤字“买单”而已，同样无法解决美国经常项目巨大且不断增长的逆差问题。

即使人民币升值一倍，中国的成本优势也不会在长期内消除。

中美制造业中的劳动力成本差异非常明显，中国平均工资只有美国的3%左右。中国的劳动力成本之所以特别低廉，主要是由于农村剩余劳动力的近乎无限供应，这种优势不是简单地通过人民币升值或者美元贬值就能抵消的。

由于美国经常项目赤字的不可持续性，因此利用国外储蓄来满足国内缺口将面临巨大的困难。一个原因在于，发达的工业化国家中日本和德国这两个高储蓄国家的经济出现复苏，这可能导致储蓄资金的回流，从而减少对美国国内资金的供应。另一个原因是，欧元成为储备货币中的重要组成部分，随着美元的持续走低，美元在国际储备货币的地位将有所下降，持有巨额美国国债的外国中央银行储备货币的转换将对资本流入产生巨大影响。

为此，美国经常项目赤字的问题需要通过国际协调机制来解决，通过缓和的方式来解决，并不能单纯依靠人民币升值实现经常项目赤字的缩减。虽然我们提到提高储蓄将降低短期的总需求，但提高储蓄率将成为现实的选择。另外，美国国内投资更多地投向可贸易品部门，发展中国家和新兴市场经济国家扩大内需，减少贸易顺差的扩大等，也都可以作为相关的解决措施。

文章来源：国际经济合作                      （责任编辑： x1）