

美国研究

标题:

作者:

关键词:

搜索

美国债务经济的国际循环

作者:	段彦飞	封面:	
关键字:	美国经济 债务经济 美元本位 流动性膨胀 国际货币体系		
年 号:	2008		
期 号:	第4期		
PDF文件:			
出版社:			
英文标题:	The International Cycle of American Debt Economy		
中文标题:	美国债务经济的国际循环		

《美国研究》2008年第4期

美国债务经济的国际循环

段彦飞

（内容提要）随着美国经常项目逆差的不断扩大，美国境外债务不断积累起来，形成庞大的境外美元资产，这是美国债务经济的国际循环。美国债务经济根源于美元本位的国际货币体系，美元国际本位货币的地位和美国各类金融资产的国际流动渠道畅通是形成其国际循环的两个支柱。美国债务经济的持续扩张使全球流动性因此而加速膨胀，于是不断膨胀的美元流动性最终将导致国际货币体系的危机，引起全球金融系统的严重动荡。国际货币体系正处在发生巨变的前奏，它必须适应发生了巨大变化的世界经济格局。

关键词：美国经济 债务经济 美元本位 流动性膨胀 国际货币体系

美国日益增长的经常项目赤字使其积累了庞大的境外债务，这些债务主要以美元计价的债券形式存在，是世界各国外汇储备的主要组成部分。在这个债务经济的循环过程中，一方是美国经常项目持续的巨额逆差和资源性商品（如石油）输出国、新兴市场国家（东亚地区特别是中国）日益增长的经常项目盈余，另一方则是充斥着全世界的美国发行、美元计价的各种金融资产，尤其美国发行的巨额债券进入到各国官方的外汇储备和债券市场的交易中。这就形成了美国独有形式的“债务经济”：美国国内债务不断增加，而美国一般制造业却由于寻求低成本地区而不断外移到美国境外，于是美国消费的产品必须靠国外提供，国内债务就引起了国际贸易的逆差；由于美国不需要用外汇去进口，于是贸易逆差导致大量美元外流，各国持有的美元现金增加，导致对美元资产的需求增加。这样，美国便通过金融项目不断向外输出债券和其他金融资产，进而导致美元现金回流、美元金融资产不断在境外积累的情况。

美国债务经济究竟是怎样维持的？它为什么会导全球性的流动性膨胀？美国能否长期维持这种经济循环方式？这种循环方式对美元本位下的国际货币体系有何影响？本文拟在分析美国债务经济的形成和表现、美国债务经济的国际循环过程等问题的基础上，进而对美国债务经济及其对全球经济的影响进行探讨。

一美国债务经济的形成和表现

美国债务经济的形成根源于美元本位的国际货币体系。第二次世界大战后确立的布雷顿森林体系是一个金汇兑本位制，其核心是“双挂钩机制”，即美元与黄金挂钩、其他货币与美元挂钩。在这种体系下，一旦各国的非自愿储备增加，就必然将非自愿储备拿去兑换黄金，从而减少美国的储备资产，迫使美国紧缩银根、减少美元的发行，进而减少美国的国际收支逆差。黄金制约着美国对外提供过多的美元，同时也抑制了美国境内的债务经济向全球范围的扩张。尽管1970年代美国人的储蓄倾向已大大低于其他国家，但金汇兑本位制却不会导致美国进入后来的债务经济。不过，1970年代以后，黄金的非货币化使得美国对外提供美元失去了黄金的束缚，美国不再担心国际收支逆差会导致黄金外流，这就为美国大规模持续的经常项目逆差敞开了大门，这意味着美国经济可以向一种靠美元换取世界其他国家资源的债务经济发展。只要美国人需要，它可以直接用美元购买任何国家的任何商品及资源。这种理论上的可能性很快就变成了现实。在世界其他地区不断向美国提供实物商品和资源的同时，美国则不断向世界其他地区输出美元。各国持有美元之后，不再能兑换黄金，而只能去购买美国的债券和其他金融资产。于是，持续的收支逆差导致美国累计的债务负担越来越大，而美元资产则充斥于世界各个角落。

美国债务经济的国际循环美国研究

美元本位的国际货币体系是美国债务经济形成的基础。由于美元对外发行失去了限制，理论上就出现了大规模用美元购买其他国家产品和资源的可能性。这种可能性则依赖于美国国内必须不断地有人借债来实现。首先，关于美国债务经济在美国国内的发生机制。对于个人或者家庭来讲，他们可以得到各种贷款提前消费，这就大大增加了个人的消费意愿而同时降低了储蓄意愿，引起个人储蓄在其可支配收入中的比例很快下降。这一比例从1992年的7.7%直降到2006年和2007年的0.4%。美国个人储蓄在1992年曾达到3660亿美元，占总储蓄的38.6%，但此后个人储蓄骤减，2006年、2007年分别是388亿美元和427亿美元，在总储蓄中的比例仅为2%。【注释】个人储蓄、居民个支配收入和总储蓄的相关数据来源于美国联邦储备系统网站发布的《美国资金流量账户》（Flow of Funds Accounts of the United States），参见网页<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/data.htm>。1992年数据来源于《美国资金流量账户（1985-2004）》，第6-7页；2006年和2007年数据来源于《美国资金流量账户（2005-2007）》，第6-7页。【注尾】究其原因，就是虚拟资产的膨胀，尤其股市和房地产市场的相继繁荣，产生的财富效应使美国人进一步扩大消费；而抵押贷款也使负债更加扩大，其中80%以上的住房抵押贷款，它对居民拥有住房起到了重要作用，同时也使居民有可能大幅度提高消费水平。家庭和非营利机构的资产负债率因此而不断上升，从1975年的12.9%到2006年的19.4%、2007年的19.9%。【注释】数据来源于《美国资金流量账户》，第102页，参见网页<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1.pdf>。【注尾】

对于美国政府部门来说，大量持续的国防支出和个人支付（包括直接支付与对州和地方政府的补贴），使美国的联邦政府支出基本上维持在国内生产总值（GDP）的20%左右。【注释】参见U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*, 2008, p. 306。【注尾】这意味着美国政府的财政赤字不断刷新历史记录，累计的政府债务总额不断上升。这一赤字曾因为美国经济的强劲增长和克林顿政府减少财政赤字为核心的政策控制而迅速转为盈余。克林顿卸任之前曾主张把财政结余专门用于充实社会保障和减少债务，而此后的布什政府却用举债实现其减少富人和大企业税收负担，使美国联邦财政预算由克林顿时期的连续四年盈余变为从2002年出现赤字，2006年赤字达到4230亿美元。于是，联邦政府通过财政部发行的政府债券和支持企业发行的机构证券数量【注释】机构证券（Agency Securities）是指由美国政府支持的、企业发行的低风险债务证券。【注尾】致使联邦债务总额迅速增长，从1970年的3809亿美元到1980年的9090亿美元，直至2007年的9.0078万亿美元，与国内生产总值的比值从不到40%直至2007年的65.1%。【注释】参见U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*, 2008, p. 306。【注尾】这里还不包括州政府及地方政府的赤字数额。

美国居民的低储蓄意愿和联邦政府的高赤字表现直接导致了美国国内总投资远远大于总储蓄。【注释】参见陈宝森：《美国的债务经济和全球经济失衡》，载《世界经济与政治论坛》2007年第3期，第1页。【注尾】从国民经济账户看，第二次世界大战以后，美国国内总投资占国内生产总值的比重一直比较稳定在17%-22%之间，而美国的年度总储蓄占国内生产总值的比重从1960年代最高达到22%，逐步下降，2000年以后已经降到14%左右。【注释】总储蓄数据来源于《美国资金流量账户》，国内生产总值数据来源于美国经济分析局公布的《美国经济账户数据》（U.S. Economic Accounts），参见网页<http://www.bea.gov/national/index.htm#gd>。【注尾】国内总投资与总储蓄的差额在1970年代中期还基本为零，但之后，国内总投资开始超过总储蓄，2000年之后迅速拉大，2007年这个差距已到达6380亿美元。【注释】数据来源于《美国资金流量账户》。【注尾】

与此同时，制造业向海外大规模转移的现象加剧了美国债务经济的程度更加深化。随着发展中国家经济开放和经济全球化的不断加深，国际投资秩序逐步建立，投资自由化趋向日趋明显，新兴市场国家的出现及其优惠的投资政策、廉价的劳动力成本，吸引了发达国家的众多企

业，进行外包生产，以此降低成本，获取更高的利润。美国更是如此，国内的制造业纷纷转移到国外，“去工业化”程度不断加深。现在，美国居于世界产业链的最高端，技术进步的成果转化为高技术产品的高价值，低端低价的产品美国不再多生产，因为其不能获得高的利润收入，用高技术产品换取这些低端和低价的产品要比生产它们来得更合算。即使如此，所有的高技术出口和其他美国优势产业产品的出口收入之和仍不足以抵扣美国进口低端产品和资源的支出，美国进出口贸易逆差开始出现并持续增大。

美国自1976年首次出现贸易逆差以来，就走上了这样一种债务经济的不归路。进出口贸易加上国际投资的收支，以及国际单方转移支付的调整而形成经常项目。1982年，当国际投资的盈余不能再弥补贸易赤字的差额，美国便开始了经常项目的持续逆差。从1982年到2007年的26年中，只有1991年是经常项目顺差，其余25年持续出现经常项目逆差。而且其经常项目逆差的规模呈急剧增大趋势，1982年为55亿美元，到2000年超过了4000亿美元，2006年达到8115亿美元，2007年缩小到7386亿美元。【注释】数据来源于美国经济分析局公布的《美国国际交易账户数据》（U.S. International Transactions Accounts Data），U.S. International Transactions, 1960-present, 参见网页<http://www.bea.gov/international/index.htm>。【注尾】于是，随之而来的就是美国持续的国际债务膨胀。1987年美国成为世界上最大的净债务国，这种债务至今仍在不断增长。截止到2008年第一季度，美国的外债总额已达13.78万亿美元，平均每户家庭负债超过10万美元（如表1所示）。净国际投资头寸是一国对外资产与负债相抵后的净值，综合反映了一国在海外的资产负债情况。美国商务部公布的数据显示，2007年末，美国的净国际投资头寸会维持在负2.5万亿美元以下（如表2所示）。美国连续多年都是世界上最大的债务国。如果放任美国这种情况持续下去，根据美国经济学家威廉·克莱因（William Cline）的预计，美国的净国际债务在2010年将达到国内生产总值的52%。【注释】William R. Cline, The United States as a Debtor Nation (Washington, DC: Institute for International Economics, 2005), p. 5. 【注尾】

表1美国外债总额的变化（单位：10亿美元）*

季度**	外债总额	季度外债总额	季度外债总额	季度外债总额	
2003-II	6570.16	2004-III	7957.54	2005-IV	9476.40
2007-I	11787.29	2003-III	6712.56	2004-IV	8353.47
2006-II	12249.41	2003-I	6946.28	2005-II	10373.31
2007-III	12495.91	2004-I	7391.79	2006-III	10753.19
2007-IV	12877.88	2004-II	7744.96	2006-IV	11204.10
2008-I	13773.13				

* 数据为年末值。

** I、II、III、IV分别表示第一、二、三、四季度，例如2003-II表示2003年第二季度。

数据来源：美国财政部公布的美国外债总额（U.S. Gross External Debt），参见网页<http://www.treas.gov/tic/external-debt.shtml>。

表2美国净国际投资头寸的变化（单位：10亿美元）*

年份	净投资头寸	年份净投资头寸	年份净投资头寸	年份净投资头寸	
1976	165.37	1984	171.55	1992	-404.28
2000	-1330.63	1977	172.40	1985	67.12
2001	-1868.88	1978	208.05	1986	-21.77
2002	-2037.97	1979	319.84	1987	-63.97
2003	-2086.51	1980	365.50	1988	-160.87
2004	-2245.42	1981	346.09	1989	-239.79
2005	-1925.15	1982	336.78	1990	-223.41
2006	-2225.80	1983	307.53	1991	-284.75
2007	-2441.83				

* 数据为年末值。

** 2007年外债总额为初步预期的数据。

数据来源：美国经济分析局公布的《美国国际投资头寸：1976-2007》（U.S. International Investment Position, 1976-2007），参见网页<http://www.bea.gov/international/index.htm>。

美国的债务经济引起各国经济学界及政策制定者的广泛关注。大多数研究是从美国国际收支账户的整体情况考虑经常项目逆差的持续性。本·伯南克 (Ben Shalom Bernanke) 提出全球储蓄过多 (global saving glut) 的观点,【注释】B. Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," remarks at the Homer Jones Lecture, St. Louis, April 14, 2005. 参见网页<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>。【注尾】认为东亚各国投资衰退而储蓄过剩造成了全球的资金剩余,相应地也造成东亚各国的经常账户顺差及美国经常账户逆差。【注释】类似的观点如萨博斯丁·爱德华 (Sebastian Edwards)、莫瑞斯·奥博斯特弗尔德 (Maurice Obstfeld) 和肯尼斯·若戈夫 (Kenneth Rogoff) 等,他们认为,美国的经常项目赤字可以通过调整贸易产品的需求来解决,以出口导向为特点的亚洲经济增长方式决定了很长一段时间亚洲各国仍将愿意为美国巨额的经常项目赤字融资。参见Edwards S., "Financial Openness, Sudden Stops, and Current Account Reversals," American Economic Review, Vol. 94 (May 2, 2004), pp.59-64; Obstfeld and Rogoff, "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," NBER Working Paper, No.11189, May 2005, pp.10-17。【注尾】大卫·格鲁因 (David Gruen) 和杰森·哈里斯 (Jason Harris) 从资本账户的顺差情况入手,预计未来美国吸引资金流入的能力不会被削弱。【注释】David Gruen and Jason Harris, "Might the United States Continue to Run Large Current Account Deficits?" both papers presented at conference on Strategies for East Asia Growth and Openness, August 1-2, 2005, Bogor, Indonesia。【注尾】米切尔·科帕里特思 (Michael Kouparitsas) 和理查德·库柏 (Richard Cooper) 认为贸易逆差不会损害美国利益,流入美国的资金可以继续支撑美国经常账户的逆差。【注释】Michael Kouparitsas, "Is the Current Account Deficit Sustainable?" Chicago Fed Letter, June 2005, No. 215。【注尾】【注释】Richard Cooper, "Living with Global Imbalances: A Contrarian View," in Policy Briefs in International Economics, No. PB05-3, Nov. 2005. 参见网页<http://www.iie.com/publications/pb/pb05-3.pdf>。【注尾】迈克尔·杜里 (Michael Dooley) 等人甚至认为,美国经常账户的逆差与资本账户的顺差是一种利益上的交换,债务经济的国际循环是对美国 and 经常账户顺差国都有利的循环,是可以持续运行下去的。【注释】Michael Dooley, D. Folkerts Landau and P. Garber, "An Essay on the Revived Bretton Woods System," NBER Working Paper, No. 9971, September 2003。【注尾】也有学者,如埃德文·杜鲁门 (Edwin Truman) 和罗伯特·拉宾 (Robert Rubin) 则担心美国将无法继续维持经常项目的高额逆差,美国最终将不得不提高利率和紧缩开支,其结果就是包括美国在内的全球经济衰退。【注释】Edwin M. Truman, "Budget and External Deficits: Not Twins but the Same Family," paper presented at the Annual Research Conference, held at the Federal Reserve Bank of Boston, June, pp.14-16; Robert E. Rubin, "Attention: Deficit Disorder," New York Times, May 13, 2005。【注尾】

二美国债务经济的国际循环过程

威廉·塔布 (William Tubbs) 指出,美国自1970年代以来债务膨胀和经济泡沫愈演愈烈,美国已从以工业生产作为核心的经济转变为金融化的、以食利主义为主的经济发展模式。【注释】威廉·塔布:《美国债务膨胀、经济泡沫与新帝国主义》(吴妮、付强摘译),载《国外理论动态》2006年第11期,第41页。【注尾】这种发展模式必然造成了美国债务经济的持续扩张。但是,在美国债务经济的扩张过程中,形成的外债绝大多数并不需要付出实际资源去偿还,美国所要做的只是向世界供应美元就可以,贸易逆差对美国来说只不过是“无泪赤字”。【注释】法国经济学家雅克·吕夫 (Jacques Rueff) 说美国可以任凭贸易赤字居高不下而安然无恙,所以将美国的贸易赤字称为“无泪赤字”。罗纳·麦金农 (Ronald McKinnon) 指出,因为美元的国际货币地位,美国所谓的外债如同同一国的中央银行在自己权限范围内发行法定货币一样,并没有要求被偿还。参见MacKinnon, R., "The International Dollar Standard and Sustainability of the US Current Account Deficit," Instructions to Stanford Economics Working Paper, No.01-013, 2001。【注尾】正是这些“无泪赤字”,让美国的对外债务不断扩大,与之对应的则是全球美元资产或外汇储备资产的持续增加。这是因为,布雷顿森林体系崩溃以后,黄金的非货币化使国际货币的支撑与是否有足够的黄金储备无关了,政府债券 (主要是各国官方持有)、企业债券和股票 (主要是非官方机构和个人持有) 等这些虚拟资产就可以替代黄金成了对外提供流动性的支柱。国际视角下的美国债务经济的扩张过程中,新兴市场经济国家由于实行出口导向型的发展战略,产生对美国的贸易顺差,此后再把外汇储备重新投入到美国;美国由于具有了虚拟经济及资本市场的优势,吸收了这些顺差国的短期资本,同时输出长期资本 (以对外投资为主)。

美国用美元购买其他国家的产品和资源，美元流通到这些国家之后成为美元储备，而各国经营外汇储备的金融机构又回过头来购买美国的债券和其他金融资产，结果一方面流出的美元又从金融项目流回美国，另一方面却将大量债券留给了世界各国。随着美国经常项目逆差的不断扩大，美国境外债务就会积累起来形成庞大的境外美元资产。这就是美国债务经济的国际循环过程（下图）。

美国债务经济的国际循环机制简化图

说明：

- ①商品和劳务交易，美国输出美元
- ②债券及其他金融资产交易，美国输出各类债券及金融资产，换回美元的回流
- ③商业银行或其他金融机构以债券或其他金融资产作抵押或出售给美联储，从而获得美元进入市场流通，美元供应量增加
- ④政府、企业或居民以债券或其他资产作抵押从金融机构获得美元（这里指标出了美元债券）
- ⑤政府、企业或居民使用美元购买商品或劳务
- ⑥美元通过结汇增加经常项目顺差国内本国货币的供给
- ⑦顺差国央行或其他机构通过购买美元计价的债券或其他金融资产促使美元回流

美国的债务经济在国际循环过程中，推动了新兴市场国家出口贸易的发展，对它们的工业化进程起到了一定的推动作用；而美国第二次世界大战后以制造业为核心的实体经济却不可避免地向衰落，单纯依赖美元货币流通来获取收入的虚拟经济空前繁荣。战后的三大支柱产业——汽车、钢铁和建筑业早已不再有往日的辉煌了，代之而起的是金融服务业和房地产服务业增加值的迅速增长。1980年之前，美国制造业和建筑业的增加值占到国内生产总值的25%以上，金融保险和房地产服务业的增加值占国内生产总值的比重不足15%。1980年以后，制造业和建筑业的在国内生产总值中的比重开始下滑，2007年仅为15.8%；而金融保险和房地产服务业的比重迅速上升，2007年达到20.7%。【注释】2007年数据来源于美国经济分析局公布的《美国年度产业账户（2007）》（Annual Industry Accounts 2007），参见网页http://www.bea.gov/scb/pdf/2008/05%20May/0508_indy_acct.pdf；其他数据根据历年的《美国统计摘要》计算得到。

【注尾】

美国债务经济的国际循环在目前为止能够较稳定地持续下来，在于其有两个支柱因素：一是美元作为国际本位货币的地位，包括计算国际收入的本位货币地位和主要储备货币的地位；二是其各类金融资产的国际流动渠道畅通。布雷顿森林体系崩溃之后，美元的世界霸主地位仍得以延续，美元仍是主要的国际交易媒介、计价单位和支付与储备手段。在世界经济活动中，各种技术标准的制定权同国际间的价值标准制定权相比都不算什么，而美国就在为世界制定价值标准和提供价值尺度、提供交易媒介和财富储藏工具，它获取的是与其对外提供全部货币的价值相等的利益。美元交易媒介的职能直接决定了美国在国际间的计价单位和支付与储备职能，因为要把美元作为交易媒介就必须首先储备美元，并选择美元作为计价单位。美元作为事实上的世界储备货币，在全球官方外汇储备资产中的比重达到2/3左右，【注释】国际货币基金组织公布的数据，数据来源：Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)，参见网页<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>。【注尾】超过九成以上的外汇交易与美元有关，【注释】根据国际清算银行公布的数据估算，参见网页<http://www.bis.org/>，Triennial Central Bank Survey 2004。【注尾】全球贸易出口的一半以上也以美元来计价的。此外，所有的国际货币基金组织的贷款也是以美元计价；在当前的国际石油交易中，美元更是垄断了计价货币的地位。另一方面，开放的虚拟经济交易平台和发达的资本市场在相当程度上保证了美元资产的国际化流动，同时也保证了美元回流的吸收。当兑换黄金的承诺没有了，境外美元迅速扩大的基础则必须是美国全部市场上可交易物的市场价值，这不仅包括实体经济中的各类商品（其中有部分的高技术产品），更包括大量可交易的金融资产。黄金之所以可以成为货币发行的基础，是因为它本身有价值、可以保值，美元也必须有这样的功能才能维持其国际货币的地位。而强大的虚拟经济系统正是提供给美元保值增值的。美国有世界上最大的、开放型的虚拟经济系统，提供了大量债券、股票、房地产，以及其他无形资产的交易市场，

可以利用纽约、伦敦、东京、法兰克福等国际资本市场迅速进行大规模的国际虚拟资产的交易。其交易量之巨大、交易品种之丰富、国际化程度之高、流动性之强，足以吸收和占用大量的美元而不致引起消费价格指数（CPI）短时间内的大幅上涨。正是如此发达的虚拟经济支撑了美元向国内的回流，也提供了美元保值增值的机会，延续了美元的霸主地位和美国债务经济国际循环。

在美国债务经济的国际循环过程中，持续的、巨额的经常项目造成了全球经济失衡。全球经济失衡表现为日益两极化的发展趋势：一极是美国经济项目逆差的不断上升；另一极是资源性输出国和新兴市场国家经常项目顺差的不断扩大。1970年代初，美国经常项目时而顺差时而逆差，但经常项目差额与国内生产总值的比值在1%以内；到了1980年代，美国因经常项目的持续恶化而诱发了严重的全球经济失衡，最后以“广场协议”的签署、美元的大幅贬值得到一定程度的解决，当时经常项目差额与国内生产总值的比值不过3%多一点；进入本世纪后，虽然美元汇率指数持续走低，但经常项目差额与国内生产总值的比值不降反升，2005年和2006年分别达到5.4%和5.5%，已超过了5%的国际警戒线；2007年，根据得到的初步预期数据计算，该比值稍有回落，达到4.6%。【注释】数据根据美国经济分析局公布的国内生产总值和《美国国际交易账户》中的经常项目计算得到，参见网页<http://www.bea.gov/newsreleases/rels.htm>。【注尾】这一次可能比以前任何一次都要严重得多。

三全球流动性膨胀与国际货币体系的危机

在美国债务经济的国际循环过程中，美元不断的流出（经常项目顺差）和流入（金融项目顺差）导致了美国发行了大量美元债券充斥世界，全球流动性由此而加速膨胀。流动性是任何资产都具有的性质，它广义上是指资产的变现能力。资产的流动性依其变现能力排序依次是现金（包括现钞、支票账户）、短期债券、中期债券、长期债券、股票及其他资产等，现金具有完全的流动性。当代的流动性膨胀是从现金膨胀开始的，而现金膨胀则主要是美元流出境外规模的不断膨胀所致。在布雷顿森林体系崩溃之前，美国提供世界流动性主要是通过资本项目的逆差，也就是对外借出美元（包括援助和对外商业性的贷款）。而布雷顿森林体系崩溃以后，黄金的非货币化使所有的货币都失去了自然控制其在流通中数量的机制，货币数量开始必须依靠各国的货币当局来控制。最初在各国内部大致都有有效控制货币数量的能力，除非货币当局有某种特殊原因和需要，货币供应量的增长率可以比较有效地被控制在与国内生产总值增长率相适应的水平上，以控制本国的物价水平。而全球化的经济使得任何一个进入世界经济大家庭的国家和地区都失去了独自有效控制货币供应量的能力，国际货币的发行当局只根据本国的需要对境外提供流动性。美国债务经济的国际循环中，巨额的经常项目逆差导致各国外汇储备增加，进而会使各国央行的基础货币投放增加，因为各国央行在获得美元储备的时候要投放基础货币，基础货币的增加通过各国国内及国际金融机构的信贷创造，形成全球性的货币供应。美国每一美元经常项目的逆差，即美国增加一美元的对外债务，将导致世界扩张大致两到三倍的流动性，这其中还不包括银行乘数扩大的货币量。【注释】刘骏民：《理解流动性膨胀：美元与国际货币体系的危与机》，《第一财经日报》2007年8月15日，第A8版。【注尾】美国的债务经济在国际循环中持续扩张，美国几乎是在毫无限制的情况下，对外提供流动性的高倍数扩张。欧元作为后起之秀，近年来对外提供的流动性扩张迅速超过美元，加剧了全球流动性膨胀的程度。充足的国际货币以不同的资产形式在不同的区域循环流动，推动着全球虚拟资产和大宗商品的价格不断高涨，而全球虚拟资产的膨胀又进一步放大了国际货币的流动性。

美国无法在短期内出现经常项目逆差的改善，也就不可能停止提供境外美元和美元资产，流动性扩张在短期内也就无法停止，也就是世界上必然会出现更多的美元债券，以及美元计价的其他金融资产。美元国际货币地位的支撑主要是美元资产的国际信用和美元国际购买力，美元计价的资产（以美元计价的国际债券为主体）已经成为美元汇率最直接的支撑物。随着美国债务经济的循环规模越来越大，美国境外美元计价的金融资产涉及的数额也越来越大，美元的信用基础更依赖于美元计价的金融资产的信用，国际信用是美元资产持有者的根本所在。但是，以美元资产为核心的全球流动性膨胀，使得美元信用已经不是建立在美国人自己信任的基础上了，而是建立在境外美元资产持有者对美元的信心上。境外持有者有三部分：一是政府，二是企业和一般投资者，三是寻求差价收入的投机者。这是十分不可靠的。对冲基金具有很强的投机性已经被多数学者公认，经营国际业务的大银行也会经常参与投机活动，特别是金融危机到来时，“利益驱使”“生存需要”都会逼使它们参与投机；此外，政府也是一个潜在的推波助澜者。在危机发生的时候，政府往往为了自保而抛售正在下跌的资产，这将会加剧波动和危机。

要减少日益膨胀的境外美元资产只有两个途径：一是到期美元债券不再用美元支付而是用其他货币（如欧元）支付，这要求美国必须有足以维持美元汇率的外汇储备，而美国的外汇储备和黄金储备与境外美元资产相比太小了。当美国遭遇美元汇率风险时，美国700亿美元的外汇储备，【注释】截止到2007年底，美国的黄金和官方外汇储备为706亿美元，其中黄金和特别提款权205亿美元。数据来源于《美国资金流量账户（2005-2007）》，第74页。【注尾】相对于1

2万亿美元甚至更多的境外资产来说，无异于杯水车薪。美国既没有足够的黄金，也没有足够的外汇来支撑美元汇率。美国还有什么办法来支撑美元和美元资产呢？二是通过货币贬值，这会引来美元资产价格大幅度下跌。一方面美元资产的大幅度缩水会直接减少境外的美元资产，引起持有美元持有者的损失；另一方面流回的美元充斥整个经济，这会导致金融资产的膨胀，而美元资产的价格下跌则会引来美国金融机构产生大量呆坏账。2007年8月爆发的次贷危机暴露出的问题已经向世人敲起了警钟。美国的处理办法是继续直接向金融业注入资金，这在短期内可以缓解危机；从长期来看，却是饮鸩止渴一样又进一步增加了美元及其计价资产的流动性。

美国债务经济的国际循环直接导致了全球流动性膨胀，加剧了国际货币体系的不稳定性。2001年前后，在美元对欧元、日元和英镑等货币短暂的升值之后，美元开始经历大幅贬值的过程，尤其是对欧元贬值最高幅度曾达50%以上。【注释】数据来源：根据美联储网站公布《美元汇率历史数据》（Foreign Exchange Rates: Historical Data）整理计算得出。2000年10月25日，1欧元兑换0.827美元；2008年4月22日，1欧元兑换1.610美元，美元对欧元最大贬值51.4%。参见网页http://www.federalreserve.gov/releases/h10/Hist/dat00_eu.txt。【注尾】次贷危机的出现并不是美国银行业一时疏忽大意，而是美国长期自私的内外政策效果的积累。毕竟，美元资金的对外过度提供，使得美国金融机构的资产证券化业务获得了飞速的发展机会。但一旦投资者意识到全球流动性过度膨胀的问题，投资者对房地产和其他美元金融资产的信心就开始动摇，各国对于使用其他货币作为外汇储备单位的呼声就越来越大。美元的持续、大幅贬值使越来越多的国家选择欧元作为储备货币，国际上对欧元及其计价的资产开始出现持续的、大规模的需求，欧元资产成为各国减持美元资产的部分替代品，这当然就会引起欧元汇率的持续走高。但欧盟已经处于经济减速和高通胀的两面夹击中，欧元升值对其可谓雪上加霜，不断走强的欧元令欧洲各国出口商更是叫苦不迭。欧洲为了解决欧元对美元升值面对的经济压力，只能大举增发欧元（以欧元计价的包括各种国际债券等大量金融资产）来应对国际市场上对欧元的需求，欧元的强势也使全世界各国发行更多欧元计价的各类债券。2003年底，全球发行的以欧元计价的国际债券余额已超过美元。从2008年4月下旬美元对欧元比价跌至最低纪录以来，美元又开始出现转跌反升。美元的贬值只能将欧元也拉下水，劣币使良币也变成劣币（也许我们称之为“滥币”更加合适，因为这不是源于货币本身的不足值，而是货币及其计价资产的滥发），欧元也只能随美元的波、逐美元的流。在当前的国际货币体系下，即使其中一种货币币值保持稳定，而如果另一种主要货币滥发，就一定会逼使稳定的货币滥发，于是整个货币体系将掉进一个“滥币牵连良币”的陷阱。欧元的诞生是欧洲国家消除汇率风险、减少货币动荡对经济产生负面影响的积极尝试，但单独的欧元最终却并不能解决整个国际货币体系的危机，反而增加了更多不稳定性。

四结论

由美国债务经济的国际循环开始，引发的国际货币体系的危机必将给世界经济的发展带来不稳定性。因为美元问题不再是美国一国的的问题，更是世界各国面临的问题；美元的汇率的风险不仅是美国的风险，也是整个世界货币体系的风险。危机一旦发生不但美国会遭受衰退的打击，世界的高增长也将会停顿。美国背负如此庞大的境外美元债务，是不可能依靠美国自己的经济增长来还清，需要世界各国一定程度地替美国买单。货币格局归根到底是利益格局，根源于经济实力形成的世界经济格局。国际货币体系的风险向世界表明，一切不和谐来源于旧有的货币格局不再适应新的世界经济格局。世界货币格局必须依照世界经济格局做出一些合适的调整，唯一的缓解途径就是本着宽容、克制、合作的精神进行多国间的谈判，增强国际货币合作以修正当前不稳定的国际货币体系，重建稳定、和谐、公平的国际货币新秩序。

段彦飞：南开大学虚拟经济与管理研究中心在读博士研究生