

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



## 学术论文

《国际经济评论》2006. 3-4

全球经济失衡及其对中国经济的影响

世界经济与政治研究所副所长 李向阳

全球经济失衡及其发展方向的争论已成为国内外经济学界关注的焦点之一。我们在2005年初确定《世界经济形势分析和预测》报告的体系时就把“全球经济失衡与人民币汇率”列为一个热点问题讨论。年末再次就这一问题邀请国内学术界和有关政府机构代表进行探讨，其目的就是要把研究引向深入。迄今为止，有关全球经济失衡的一系列重大理论与实践问题还远未取得共识。因此，我们在这里首先对全球经济失衡提出一些问题，以求教于各位与会代表。

## 一、全球经济失衡只是经济学家的幻觉吗？

2005年美国贸易赤字再次创出历史新高，为7258亿美元，占GDP的5.8%。目前美国的经常账户逆差总额相当于全球主要顺差国顺差总额的四分之三。也正是在这种意义上，我们把美国经济的失衡称之为全球经济失衡。全球经济失衡本身并不是一种新现象。在20世纪80年代，因美国经常账户赤字持续恶化（占GDP的比例最高超过了3%）而诱发了第一次全球经济失衡。众所周知，最终以“广场协议”的签署、美元贬值得到了解决。此轮失衡始于90年代，美国经常账户逆差从1996年的1202亿美元升至2004年的6659亿美元。与此相对应，美国的净对外债务余额（即海外净资产为负数）从3600亿美元升至25610亿美元。更为严重的是，美元的实际汇率在2002—2004年大幅贬值以后，其经常账户逆差不仅没有改善，而且持续恶化：2005年在经常账户逆差创出新高的同时，美元汇率却稳中走强。汇率作为调节国际收支差额的一个主要手段失灵了。

日益恶化的经常账户收支状况与美元汇率、经济增长走势的脱节引发了人们对全球经济失衡真实性的质疑。2005年两位美国经济学家提出了一个大胆的设想——“暗物质”假说(Hausmann, Sturzenegger, 2005)。他们的基本看法是，全球经济失衡根本就是一个伪命题。他们算了这样一笔帐：1980年美国的海外净资产为3650亿美元，投资收益为300亿美元。1980—2004年美国经常账户逆差累计45000万亿美元，按理说美国的海外净资产应该为-41000亿美元，但统计显示美国的海外净资产只有-25000亿美元（为了方便说明问题选择了25610亿美元的近似值）。这两者之间的差额（16000亿美元）可以看成是美国对外投资的资本收益。

如果对海外债务每年支付5%的利息（美国国库券的利率），那么美国2004年应该支付2100亿美元利息。实际结果如何呢？统计显示，2004年美国仍然有300亿美元净投资收益，和1982年相等！这意味着美国在免费使用这45000亿美元的债务。如果不考虑这16000亿美元的投资收益，那么可以说美国根本就没有过真正意义上的经常账户赤字！现在美国仍然是债权国！

以300亿美元净投资收益为前提，以5%的利率为标准推算，美国现在应有6000亿美元的债权。那么，官方统计中的25000亿美元债务与6000亿美元债权之间的差额就被称之为“暗物质”。“暗物质”是借用天文学的一个概念，表示能够创造收益但看不到的一种东西。

“暗物质”的来源主要有三个。一是美国企业在海外直接投资过程中，可以在东道国融资借款。它们没有反映在美国的海外直接投资统计内，但却能给美国带来投资收益。这相当于美国企业出口了一种Know—how(技术诀窍)。第二个来源是美元的世界货币地位。美国的债务源于其他国家美元有强大的需求，这等于美国以债务形式向世界出口了流动性，本质上是美元的铸币税收益。第三个来源是流入到美国的投资收益率远低于美国对外投资的收益率。这种差别收益相当于美国向世界出口了一种保险。由于这种“暗物质”的存在，人们对所谓全球经济失衡的担忧完全是杞人忧天。

## 二、全球经济失衡是否可持续？

无论全球经济失衡是否只是一种幻觉，但国际收支统计显示，美国不断扩大的经常收支逆差必须有赖于外部资本的不断流入来弥补。问题的关键在于，这一趋势是否可持续。乐观派的经济学家认为，美国的贸易逆差和全球经济失衡还会持续相当长一个时期(Dooley, Folkerts-Landau and Garber, 2003; 2004)。其逻辑是，和布雷顿森林体系条件下美国与西欧、日本的关系相似，目前的全球经济仍然划分为“中心”(美国)与“外围”(新兴市场经济国家)国家。“外围”国家推行出口导向型发展战略，为此需要钉住“中心”国家的货币，低估本币汇率，其结果是对“中心”国家贸易顺差增加。进而再把外汇储备重新投入到“中心”国家。这就是90年代以来支撑全球经济增长的“双循环”机制。由于“中心”国家具有资本市场优势，它可以从“外围”国家吸收短期资本，同时输出长期资本(对外直接投资)。只要亚洲、拉美新兴市场经济没有从“外围”阵营中“毕业”，这种循环就不会出问题，美国的贸易逆差就可以持续下去。这种机制也被称之为“新布雷顿森林体系”。

悲观论则不接受上述逻辑(Blanchard. et al, 2005; Eichengreen, 2004; Obstfeld, Rogoff, 2004)。其一，和布雷顿森林体系下的环境不同，目前并不存在一套完整的固定汇率机制。“外围”国家并不是一个利益和行动一致的共同体，任何国家都没有义务使本国货币与美元保持稳定的关系。庞大的国际游资对汇率市场的冲击也是布雷顿森林体系时代所无法比拟的。即使“外围”国家愿意保持与美元的稳定关系，面对国际游资的冲击也可能无能为力。在布雷顿森林体系下，美元作为世界货币具有排他性，而目前欧元的出现至少是对美元世界货币地位的一种可替代的选择。近来，为对抗美国，伊朗着手筹建石油交易市场，宣称将以欧元作为石油的计价货币就是一例。

其二，不断扩大的贸易逆差正在诱发美国国内的贸易保护主义势力抬头。从根本上来说，经常账户不断恶化源于美国的低储蓄率，但包括美国政府在内的贸易保护主义势力都把它归结为外部世界的不公平贸易政策，并要求新兴市场经济调整对美元的汇率。

其三，即使美国愿意接受目前的“双循环”机制，国际金融市场是否愿意永远接受美国不断扩大的经常账户赤字还是一个未知数。近年来，东亚某些国家政府官员每每谈及调整外汇储备的构成时，都会引起美元汇率的大幅波动。

其四，与美国相对应，贸易顺差国能否承受不断扩大的对美贸易顺差和美元储备也在成为一个风险来源。为维护本币对美元汇率的稳定，顺差国中央银行需要不断地买进美元，从而以外汇占款的形式增发货币。亚洲金融危机以来，东亚地区经济大多实施宽松货币政策，以这种形式增发货币客观上也适应了经济发展的需要。但反过来一旦需要紧缩货币政策时，这就成了一个巨大的包袱——本国货币政策失灵。

无论是全球经济失衡的风险有多大，调整的必要性有多充足，但迄今为止的事实是，失衡本身并没有阻碍美国经济和全球经济的强劲增长。这就为乐观论提供了强有力的支持。对此，我们还需要看一看目前全球经济与美国经济增长的基本机制。

美国经济与全球经济的增长很大程度上有赖于上述的“双循环”机制：美国经济增长的主要动力来源于私人消费需求。在2000年之前支撑美国消费需求增长的主要动力是证券市场繁荣的“正财富效应”。证券市场的泡沫崩溃后，房地产市场繁荣成为支撑消费需求增长的主要来源。而房地产市场繁荣主要得益于低长期利率。“9·11”事件以来，美国短期利率已经从1%提高到4.25%，同期美国的长期利率却几乎没有变化，一直维持在历史低水平。一个重要的原因是外国资

本源源源不断流入美国，尤其是亚洲新兴市场经济体资本的流入。这些资本的流入又来自于它们对美国的贸易顺差。以这种“双循环”为基础，美国经济与亚洲经济共同成为全球经济增长的“双引擎”。

2005年的一个新变化是美元汇率在连续下跌之后开始止跌回升。这要追溯到全球石油价格的上涨。一方面，油价上涨扩大了美国的贸易赤字，美国仅对OPEC国家的贸易赤字就从2002年的200亿美元左右上升到2005年的近800亿美元。另一方面，石油出口国又把增加的石油出口收入回流到美国资本市场。伴随大量资金流入石油输出国家，他们并没有像前两次石油危机阶段那样大量用于消费，而是更多用于储蓄。这部分储蓄回流美国成为支撑美元走强的一个重要因素。

以这种“双循环”为基础的美国经济与全球经济增长要得以持续，需要每一个环节都要运转良好。而全球经济失衡处于循环的核心位置，这就是为什么人们担心的原因所在。

### 三、全球经济失衡的原因及其调整的方向

对于全球经济失衡形成的原因，美国的低储蓄率负有难以推卸的责任。2000年之前，美国经常账户恶化主要源于私人投资率太高。泡沫经济崩溃以后，投资率下降，经常账户恶化更多反映了储蓄率的降低。但近来，美国和一些国际组织越来越强调外部世界(尤其是东亚地区和石油输出国)过度储蓄对失衡的影响(IMF, 2005)。毫无疑问，全球范围内的储蓄与投资应该是平衡的。强调外部世界过度储蓄的目的还是要其他国家与美国共同分担失衡调整的风险。

与此相对应，对于未来的调整方式，经济学家尽管有不同的看法，但多数人认为最终仍然是由全球来承担调整的压力(Blanchard, et al, 2005; Obstfeld, Rogoff, 2005)。

第一种可选择的方式，也是最理想的方式，即在既定的汇率水平下消除经常账户赤字。这要求美国贸易伙伴的增长率高于美国的经济增长率。只有贸易伙伴实现更高的增长率才能吸纳更多的美国出口。1990-2004年间，美国经济累计增长幅度为45%，欧洲和日本分别为29%和25%，而其他贸易伙伴的增长率都高于美国。在美国经济增长率不变的条件下，欧洲和日本要弥补这种增长缺口是很困难的。即使能够做到，他们也只占美国出口的35%，并不能从根本上解决美国的经常账户收支不平衡问题。

与此相关的另一种出路是美国降低消费，提高储蓄率，减少进口。这将有可能引发美国与全球的经济衰退。第二种方式是投资者的投资偏好发生变化，更多投向美国资产，即外国投资者购买更多的美国债券和股票，增加美元储备。这只会带来美元暂时的升值，长期内是更大规模的调整。

第三种方式是美国提高利率。同样的逻辑，如果仅提高利率，美国将会积累更多的债务和需要支付更多的投资收益。面对“双赤字”，美国需要提高利率与降低财政赤字并举。需要说明的是，减少经常账户赤字需要降低财政赤字，但降低财政赤字本身并不足以解决经常账户收支不平衡问题。

第四种方式是亚洲国家的中央银行改变决策，停止购买美元，降低持有美元的比例。这将是全球范围内对美元需求的重大调整。其中，如果人民币不再钉住美元，在美元大幅贬值的同时，欧洲货币将会大幅升值。很显然，在美国看来，解决其对外失衡的根本出路是外部世界。

与此相联系的最后一种方式，也是美国最希望的，就是签署第二个“广场协议”：美元贬值。这既不会触发美国经济衰退，又能够解决经常账户失衡问题。考虑到美国已经成为一个净债务国，美元大幅贬值客观上还将减轻其债务负担。正像美国泡沫经济崩溃由全世界共同分担损失一样。

### 四、全球经济失衡调整对中国经济的影响

无论是采取哪一种调整方式，中国经济受到的影响都将是首当其冲的。原因至少有一下几个方面。第一，中国是美国

贸易逆差的主要来源国。虽然2003年以来美国对石油出口国的逆差大幅上升，但那是油价上涨的结果。除非美国能够抑止油价的上涨，否则他就不能要求石油出口国为失衡的调整承担责任。第二，中国处于东亚国际生产网络的最末端——加工组装阶段。东亚地区对美国的贸易顺差一定程度上体现为中国对美的贸易顺差。因此，只要东亚地区经济的出口导向型发展模式不做根本性调整，中国对美的顺差格局将很难发生改变。第三，中国的外汇储备已经仅次于日本，位居世界第二。由此也决定了中国是美国逆差融资的主要提供者。第四，人民币汇率的市场形成机制尚未完成，这也为美国向中国施压提供了口实。

总之，全球经济失衡的调整已经成为影响中国经济发展的一个主要外部风险。未雨绸缪，提出符合实际的对策是这次会议的最终目标所在。

推荐好友

#### 相关文章

- 余永定 全球经济不平衡与中国的调整 《中国金融》2007年第12期 (2007-6-29)
- 课题组 解读石油美元：规模、流向及其趋势 《国际经济评论》2007年第3-4期 (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)
- 卢锋 中国的双顺差、日本经验及失衡调整 《国际经济评论》2006年第9-10期 (2007-4-24)
- 余永定 全球不平衡条件下中国经济增长模式的调整 《国际经济评论》2007年1-2 (2007-2-2)

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