

怎样正确分析美国经常项目逆差

北京大学中国经济研究中心 施建淮

近年来,美国的经常项目逆差一直在以显著的幅度扩大。据美国商务部经济分析局的统计,美国经常项目逆差由 1996 年相对温和的 1202 亿美元(占国内生产总值的 1.5%)急剧扩大到 2004 年的 6659 亿美元(占国内生产总值的 5.6%),美国净对外债务余额也因此由 1996 年的 3600 亿美元不断攀升至 2003 年的 26510 亿美元,占国内生产总值的比重由 1996 年的 4.6% 猛增到 2003 年创纪录的 24.1%。美国巨大且不断增长的经常项目逆差和庞大的净对外债务余额已经成为世界经济的一个重要不确定因素,因而引起了全球经济学家和政策制定者们的广泛关注。为什么美国经常项目会出现如此巨大且不断增长的逆差?美国经常项目逆差目前的增长态势是可持续的吗?怎样才能平稳有序地实现美国经常项目的调整、达到减少美国经常项目逆差的目的?这些都是人们普遍关心并试图寻找答案的问题。

一、两种流行的经常项目分析方法

经常项目的经济学意义是国际借贷,[1]而国际借贷的发生可以分别从微观和宏观两个角度来进行分析。从微观的角度,国际借款的发生是由于本国商品和服务的出口收入和其它经常性收入(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它经常性支付,因此经常项目等于贸易余额加上来自国外的净要素支付,即: $CA=TB+NF$ (其中 CA 表示经常项目, TB 表示贸易余额, NF 表示来自国外的净要素支付)。对通常的国家而言,经常项目主要由贸易余额构成,其它收支所占比重较小,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。例如,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。由于进出口价格弹性对贸易收支有重要的决定作用,所以这种从微观角度的贸易分析方法被称为弹性方法。另一方面,从宏观的角度,国际借款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,因而需要从其它国家借入储蓄,因此经常项目等于储蓄-

投资的缺口，即： $CA=S-I$ （其中 S 和 I 分别表示国民储蓄和国民投资），这种从宏观角度的分析方法被称为储蓄—投资缺口法。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，因此按储蓄—投资缺口法 2004 年美国的经常项目逆差为 6680 亿美元。[2]

在近来对美国经常项目逆差问题的分析中，这两种分析方法都得到了广泛的运用。例如，美国的贸易保护主义者是运用弹性方法来分析美国经常项目逆差问题的。自 1996 年以来，美国商品和服务的进口显著地超过了美国商品和服务的出口，导致美国贸易逆差不断扩大（图 1）。而中国逐步成为美国的最大双边贸易顺差国，按照美国的统计，2004 年美国对中国的双边贸易逆差达到 1620 亿美元，占美国当年全部贸易逆差的 26% 左右。按照经常项目弹性方法，为了减少美国的经常项目逆差，美元需要对美国贸易伙伴国的货币贬值。自 2002 年以来，欧元已经对美元升值了 65%，日元也对美元升值了 30%。在欧元和日元已经对美元大幅度升值的情况下，美国的贸易保护主义者自然将美国严重的经常项目逆差问题归咎于中国，认为中国通过将人民币钉住美元而获得了不公平的国际竞争力。因此，美国的贸易保护主义者将人民币自由浮动作为解决美国经常项目逆差问题的主要手段（在人民币存在升值压力的情况下，自由浮动即意味着升值）。另一方面，麦金农教授等大部分经济学家是运用储蓄—投资缺口法来分析美国经常项目逆差问题的。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（图 2），2004 年美国政府财政赤字已达到 4995 亿美元，占国内生产总值的比重已达到了 4.3%。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提供资金。因此麦金农教授等经济学家将美国严重的经常项目逆差问题归咎于美国的不节俭，他们认为美国要求人民币升值没有道理，美国必须解决好自己的问题，特别是私人过度消费和政府庞大的财政赤字，才能解决美国严重的经常项目逆差问题。

经常项目的上述两种分析方法本身都没有错，而且事实上，它们是完全等价的。因为根据国民核算恒等式可以推出：经常项目恒等于贸易余额加上来自国外的净要素支付，也恒等于国民储蓄减去国民投资（萨克斯和拉雷恩，1997）。但是，美国贸易保护主义者和麦金农教授等经济学家运用这些方法对美国经常项目逆差问题的分析和相应主张却都是片面的，因为他们都只是从孤立的一个国家的角度进行分析，他们的分析和主张只适用于“小国经济”，而不适用于美国这样的“大国经济”。[3]他们都没有能揭示出导致美国贸易逆差扩大和美国国民储蓄下降背后的共同因素是什么。

图1 美国的出口和进口 单位：百万美元

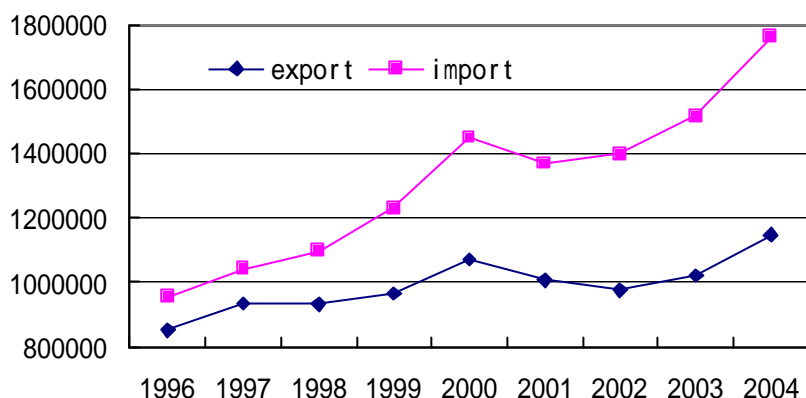
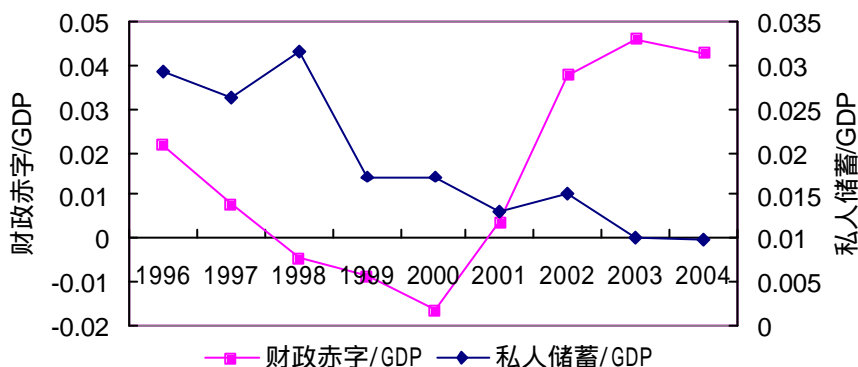


图2 美国私人储蓄和财政赤字占GDP的比重



二、全球视角的经常项目分析方法

美国是一个巨大的经济体，其国内生产总值目前占据全球经济总产出的 34%，其资本市场市值目前则占据了全球资本市场市值的 52%。对于像美国这样的“大国经济”，经常项目的分析必须借助于全球视角的两国模型来进行。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。如果将全球经济分为美国(US)和“其它国家”(ROW)两个部分，则： $SUS+SROW=IUS+IROW$ ，由于一国的经常项目恒等于国民储蓄减去国民投资，那么简单的推导便可知道：美国的经常项目与“其它国家”的经常项目一定互为相反数，即： $CAUS=-CAROW$ 。因此美国经常项目呈现巨大逆差一定意味着“其它国家”经常项目呈现巨大顺差（表 1 给出了 1996 年以来全球经常项目变动的情况），要分析美国经常项目为什么呈现巨大逆差便不能不同时分析“其它国家”经常项目为什么呈现巨大顺差；而要减

少美国经常项目巨大逆差则不能不同时减少“其它国家”经常项目的巨大顺差。

从两国模型来分析,美国经常项目呈现巨大逆差的根本原因在于全球储蓄结构的巨大失衡。首先,在“其它国家”中,主要工业化国家随着人口老龄化而产生强烈的储蓄动机,他们要为正在和即将发生的退休人口高峰的到来做好准备。由于劳动力增长缓慢甚至下降,以及已经很高的资本—劳动比,这些工业化国家国内投资机会也明显缺乏。高储蓄愿望和低国内投资回报决定了成熟工业化国家具有结构性的国民储蓄大于国内投资的问题,这决定了成熟的工业化国家作为整体不得不呈现经常项目顺差,因而对外贷出剩余储蓄,不过由表 1 可知以欧元区国家为代表的成熟工业化国家的经常项目余额的变化不大(实际上与 90 年代后期相比经常项目余额还呈下降的趋势),这表明成熟工业化国家的过剩储蓄对美国经常项目逆差近年来的迅速扩大并不能提供多少解释。其次,发展中国家和新兴市场国家近年来纷纷进行着超过国内投资以上的过度储蓄,经常项目顺差明显增长,这导致信贷资金从发展中国家和新兴市场国家向发达国家特别是美国这个世界最大最富有国家的反常流动。由表 1 可知,2003—2004 年除日本之外的亚洲国家和西半球国家(如巴西和墨西哥)经常项目都明显呈现为顺差,其中尤以亚洲国家经常项目顺差的增长更为醒目,2004 年除中东之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的上升,例如,中东国家经常项目顺差在 2004 年猛增至 1125 亿美元。这些因素共同作用的结果造成全球储蓄结构的巨大失衡:“其它国家”储蓄严重过剩,而美国储蓄严重不足。

这里,颇令人费解的是:虽然发展中国家和新兴市场国家的资本存量较小(这些国家的资本在存量意义上是稀缺的),同时国内存在大量的、范围广泛的高回报投资机会,但这些国家却把国民财富的显著部分投资在回报率较低的美国资产特别是回报率很低的美国国债上。为什么发展中国家和新兴市场国家要超过国内投资以上地拼命储蓄呢(一个国家进行储蓄只有通过国内投资和持有外国资产的方式实现)?为什么在生活水平与发达国家仍有巨大差距的情况下,这些国家宁可少消费也要拼命地将资金和实质资源借给富裕的发达国家呢?

这与国际资本市场的缺陷有关。直到 90 年代中期,大部分发展中国家还都是国际资本的净输入国(经常项目逆差国),由表 1,1996 年除日本之外的亚洲国家、西半球国家、以及中、东欧及独联体国家经常项目均表现为逆差,逆差总额达 959 亿美元,这表明 1996 年这些发展中国家和新兴市场国家在国际资本市场净借入 959 亿美元。然而 1997—1998 年的亚洲金融危机使发展中国家和新兴市场经济国家痛切地认识到,由于背负“原罪”,[4]即他们不能用本国货币进行国际借款,甚至本国货币也不能被用于国内长期借款(由于国内债券

市场不发达), 从而国际借款使他们承受货币和期限的双重不匹配, 这使他们极易受到投机性攻击而发生货币危机和银行危机。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地拼命储蓄。进一步地, 这还与东亚新兴市场国家的经济发展战略有关。对于东亚新兴市场国家而言, 由于普遍采取出口导向的经济增长战略, 货币当局不得不不断干预外汇市场以阻止本币升值, 结果外汇储备被动地不断增加。由于出口导向的经济增长战略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。

表 1 全球经常项目变动情况

单位: 10 亿美元

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
美国	-117.2	-136.0	-209.6	-296.8	-413.5	-385.7	-473.9	-530.7	-665.9
欧元区	79.7	99.7	64.3	30.5	-28.5	13.1	53.5	25.8	35.6
日本	65.7	96.6	119.1	114.5	119.6	87.8	112.6	136.2	171.8
亚洲*	-40.8	13.7	113.9	106.7	86.5	91.3	131.5	170.4	192.9
西半球	-39.1	-66.7	-90.5	-56.7	-47.8	-53.9	-16.4	6.6	15.9
中东	11.4	9.5	-25.5	11.9	69.5	39.1	29.4	59.3	112.5
中、东欧 及独联 体	-16.0	-29.9	-28.9	-5.9	13.6	16.2	7.7	-0.8	13.8

资料来源: IMF World Economic Outlook, 2004 and 2005。*不包括日本。

发展中国家和新兴市场经济国家大量的储蓄, 原则上可以流向任何发达国家。然而, 一方面由于美国之外的其它发达国家本身面临储蓄相对过剩(内需不足) 的难题, 另一方面也由于美国资本市场的深度、广度和流动性, 以及美元作为关键国际储备货币的独特性, 发展中国家和新兴市场经济国家大量的储蓄主要流入了美国资本市场。“其它国家”大量储蓄流入美国的结果, 推动了 90 年代后期美国股票价格的飙升和美元的走强, 美国经常项目对金融市场这些条件变化做出相应的内生调整: 从贸易角度看, 股票价格飙升的财富效应刺激了

美国消费者的支出意愿,包括对大量进口商品的支出意愿,而强势美元使美国进口便宜和出口昂贵,导致美国贸易逆差,从而经常项目逆差的扩大;从宏观角度看,股市的繁荣导致美国国内投资的增加,同时迅速增加的家庭财富和对未来收入增加的预期降低了美国家庭的储蓄意愿,迅速增加的家庭财富也放松了美国家庭面临的流动性约束,使其借贷消费变得更加容易。这些因素共同作用的结果是美国储蓄—投资缺口迅速扩大,导致美国经常项目逆差的迅速扩大。

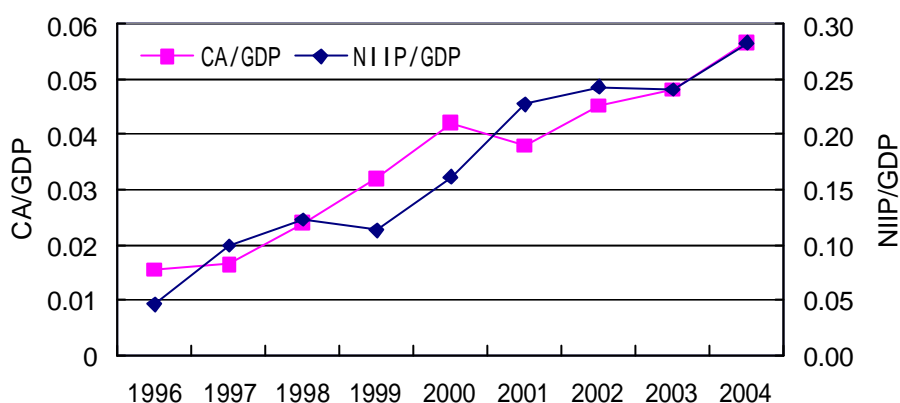
自从 2000 年 3 月美国股市下滑以来,美国的国内投资需求下降从而对外国资本的需求下降,然而“其它国家”(特别是发展中国家和新兴市场国家)的储蓄依然保持强劲,结果世界实质利率水平不断下降。确实,近几年不仅在美国,而且在世界其它地方,实质利率水平都很低。低利率刺激了美国房地产价格的上升和家庭的借债消费,据统计,在过去的几年里,美国有 50%的居民利用低利率环境进行了住房抵押贷款,居民消费增长中的 60%和住房抵押贷款有关。借债消费的结果,美国家庭债务余额占 GDP 的比重不断上升,目前已经达到了 85%。自 2000 年布什执政以来,美国政府推行减税和增加开支的政策,美国政府在卫生服务、医疗保险、国防和反恐方面的开支都在上升,与此同时,税收如资本所得税和遗产税却在下降,因此美国政府不得不靠借债为其财政赤字融资。而大量外国资本流入造成的低利率使美国政府很容易放松财政纪律而导致财政赤字急剧扩大。2000 年美国政府尚有 1590 亿美元的预算盈余,而其后短短 4 年里美国政府财政状况急剧恶化,2004 年财政赤字达到了 4995 亿美元。民间和政府部门的大规模消费超过了美国国内生产,宏观上表现为经常项目的逆差,贸易方面则表现为大规模的进口。虽然美元自 2002 年以来对欧元和日元已大幅贬值,但由于东亚国家货币普遍钉住美元,美国贸易逆差并没有得到足够的相对价格调整,结果 2001 年后美国经常项目逆差继续不断地扩大。

三、美国的经常项目逆差是否可持续

1996 年以来,美国经常项目逆差和净对外债务余额的增长无论从绝对值还是从增长速度上看都是巨大的(见图 3),那么美国经常项目逆差的增长态势是可持续的吗?按照经济学的常识,如果美国经常项目逆差的增长是用来为增加的国内投资融资而不是用来为增加的消费融资的,那么这种增长是可以持续的,因为未来美国生产能力的提高为偿还债务提供了物质基础;如果美国经常项目逆差的增长是用来为国内投资融资,而这种投资又是集中在贸易品部门,用于增加国际贸易品部门的生产能力,这种增长是可以持续的,因为一个国家是

靠出口来偿还债务的，强健的出口部门（制造业）意味着强健的偿还债务能力；如果为美国经常项目逆差融资的是外国私人长期投资者，美国经常项目逆差的增长也可以不必太担心，因为私人长期投资，如直接投资或购买股票，是相对稳定的，不太容易导致接受国爆发债务危机。

图3 美国经常项目逆差和对外债务余额（占GDP比重）



实际情况是，2001—2004 年美国家庭和政府消费支出的增长迅速，而美国的国内投资前两年明显下降，而后虽有所回升但仍然显著低于 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的；此外，在不同寻常的低利率和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，投资越来越转向如房地产这样的非贸易品部门，美国主要城市房地产价格的显著上升便是投资结构变化的表现，这表明 2001 年以来美国经常项目逆差为国内投资融资的部分中主要不是为增加贸易品部门的生产能力，而是为非贸易品部门特别是房地产部门融资的，这种投资并不能增加美国未来偿还外债的能力，因为一个国家降低净对外债务余额的惟一途径是实现贸易顺差；最后，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的是，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，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，也不是由外国直接投资来融资的。由表 2 可知，自 2001 年以来，美国资本账户下的股权证券投资 and 对外直接投资的净值或为很小的正数（外国对美国的直接投资超过美国对外国的直接投资）或为

负数（美国对外国的直接投资超过外国对美国的直接投资），而且净对外直接投资负数的绝对值呈迅速扩大之势，表明现在美国不仅要靠债务为经常项目逆差融资，而且要靠债务为其对外直接投资融资。其中美国需要的债务融资有超过一半以上是由外国中央银行提供的，例如 2004 年美国需要的全部债务融资为 8270 亿美元，其中 4650 亿美元是通过外国中央银行美元储备资产的增加实现的。所有这些均向人们表明美国经常项目逆差的增长态势的可持续性是值得怀疑的。

表 2 美国经常项目逆差的融资情况

单位：10 亿美元

	2000	2001	2002	2003	2004
经常项目逆差	- 413	- 385	- 474	- 531	- 666
股权证券投资净值	93	13	38	- 63	- 28
对外直接投资净值	162	25	- 62	- 134	- 133
所需债务融资总值	158	347	498	728	827
外国央行美元储备变动	51	83	185	486	465

资料来源：Roubini 和 Setser（2005）

经常项目逆差的可持续性最终将落实在美国净对外债务余额的可持续性上。从理论上讲任何一个国家都必须受到跨时预算约束式的约束（萨克斯和拉雷恩，1997），即净对外债务余额必须等于未来贸易余额流的现值。[5]这意味着债务国的净对外债务余额最终必须靠贸易顺差来支付，而不能永远靠借新债来偿还旧债（进行蓬齐博弈）。虽然跨时预算约束式在理论上给出了一个债务可持续性的标准，但是这种标准并不具有现实意义上的可操作性，因为一个国家可以一直呈现贸易逆差（从而债务一直在增长），将贸易顺差的实现推迟到遥远的未来，而不违反上述跨时预算约束式。现实中，对于个人或企业而言，随着债务的增长，债务人将不得不支付更高的利率以对债权人所承担的风险予以补偿，如果债务水平上升到足够大，最终债务人将失去获得进一步融资的能力。这种道理对于国家而言同样是成立的。随着一个国家对外债务水平的不断上升，到达一定的时点，国际金融市场将会开始限制该国持有新债务（即限制该国从国外借款为其经常项目逆差融资），那时该国将不再能够用未来的出口为抵押来进行国际借款。当然经济本身在增长的国家是可以支持一定的债务余额的增长

的,但是如果债务余额占 GDP 的比率处在没有上界的不断增长的路径上,显然这种债务余额的增长是不可持续的。因此我们可以用净对外债务余额占 GDP 的比率的稳定作为对外债务可持续性的标准,通过考察维持一定的债务比率所需要的条件来分析美国净对外债务余额的可持续性。

如果令 d, g, r, z 分别表示债务比例、实质 GDP 增长率、实质利率和贸易逆差(包括转移支付)占 GDP 的比重,那么可以证明[6]:维持债务比率不变的条件是 $z=d(g-r)$,而债务比率增长的条件是 $z>d(g-r)$ 。因此如果美国贸易逆差(包括转移支付)占 GDP 的比重和净对外债务余额占 GDP 的比重分别维持在 2004 年大约 6% 和 28% 的水平,那么美国的实质经济增长率必须比实质利率高出 21 个百分点才能将美国的债务比率维持在 2004 年的水平。对美国而言这样高的经济增长速度似乎是不现实的。而如果美国的实质经济增长率维持在目前约 4% 的水平、通货膨胀率维持在目前约 3% 的水平以及美国(6 个月)国债利率维持在 2004 年 1.58% 的水平,那么美国贸易逆差(包括转移支付)占 GDP 的比重必须由 2004 年 6% 的水平降到 1.5%,才能将美国的债务比率维持在 2004 年的水平。这样大幅和急剧的贸易逆差调整既不现实,也不是美国和世界经济所希望的。如果调整是平稳和逐步的,那么将会有 $z>d(g-r)$,因此美国的经常项目逆差和对外债务比例随着时间推移还将不断上升。虽然美国尚不需要现在就实现对外债务比例不再增长,然而美国确实需要降低对外债务比例的增长速度以期最终将对外债务比例稳定下来。对外债务比例随着时间推移的动态变化取决于贸易逆差、实质经济增长率、以及对外债务的实质利率三者之间的关系,到目前为止美国实质经济的强劲增长和低得不寻常的外债实质利率(实际上为负数),使得只要对贸易逆差作温和的调整便可阻止美国对外债务比例的迅速增长,但这种状况不可能永远保持下去。

由表 2,目前美国新增的外债主要是由外国,特别是亚洲国家的中央银行增加外汇储备来融资的。这种状况被 Dooley, Folkerts-Landau 和 Garber (2003) 称为复活的布雷顿森林体系。但复活的布雷顿森林体系是不能长久的,因为最终稳定美国对外债务余额占 GDP 的比重要求美元进行调整(贬值),以便减少贸易逆差,这将直接导致持有美元计值债券的外国投资者遭受资本损失,所以外国私人投资者不大可能愿意继续以目前这样低的利率继续为美国经常项目逆差融资,虽然亚洲国家的中央银行为了支持出口导向的经济增长战略,可能愿意承受未来资本损失的风险继续为美国经常项目逆差融资,然而需要为美国经常项目逆差融资的数量随着时间的推移将会超过亚洲国家中央银行的吸收能力。据 Roubini 和 Setser (2005) 的预测,如果不进行一定的政策和结构调整,任其自然发展,美国经常项目逆差到 2006 年将达到 GDP 的 7%,2008 年将达到 GDP 的 8%,而 2008 年净对外债务余额将达到

GDP 的 50%。按照这一预测,亚洲国家中央银行的外汇储备将要从目前的 2.4 万亿美元上升到 2008 年的 5.2 万亿美元,年增长量将超过 5000 亿美元,其中日本和中国中央银行美元储备的年增长量可能需要比现在翻一翻,这既超出了亚洲国家中央银行的吸收能力也超出了亚洲国家中央银行的吸收意愿。所以一旦亚洲国家中央银行不能够按比现在更高的速度增持美元储备,复活的布雷顿森林体系便会迅速崩溃。那时美国的利率将会急剧上升,美元汇率将需要大幅贬值,以便吸引国外私人资本的流入。

所以,如果一直等到美国的经常项目逆差达到 GDP 的 8%、净对外债务余额达到 GDP 的 50%,美国和世界才来对美国经常项目的不平衡进行调整,那么在调整过程中让美国对外债务比例继续上升的余地就会很小。根据上面维持债务比率不变的条件,那时美国的贸易逆差将需要大幅度地急剧下降才能阻止美国对外债务比例的继续上升。美国贸易逆差大幅度地急剧下降必须或者通过美国经济的严重衰退(支出减少的数量调整)或者通过美元的大幅贬值(支出转换的相对价格调整)来实现。[7]急速的贸易逆差调整通常意味着进口的急速下降而非出口的急速增加。由于到目前为止美国一直充当着世界经济火车头的角色,美国进口的急速下降将导致全球经济的急剧衰退,因此那时被迫进行的调整对于美国和世界其它国家而言都是灾难性的结果。

四、解决美国经常项目逆差问题的途径

绝大多数经济学家认为,美国巨大且不断增长的经常项目逆差目前已到了必须进行调整的时候了。越是推迟必要的调整,实现平稳调整的可能性就越小,最终调整的成本就会越高。那么,在目前全球储蓄结构巨大失衡的情况下,单单通过削减美国财政赤字(如麦金农等经济学家建议的),或单单通过人民币升值(如美国贸易保护主义者要求的),能否实现对美国经常项目不平衡的调整,从而解决美国经常项目逆差的问题呢?

如果将国民储蓄进一步分解为民间储蓄 SP 和政府储蓄 SG,后者为财政赤字 DEF 的相反数,那么我们有 $CA=SP-DEF-I$ 。从国民核算恒等式看,美国财政赤字每一美元的下降直接对应于美国经常项目逆差一美元的下降,因此,通过消除美国财政赤字来消除美国经常项目逆差似乎是理所当然的选择。然而从经济理论上讲,只有当财政赤字的减少本身不会影响民间储蓄,财政赤字的减少才会减少经常项目逆差,而这一点理论上是不能确定的。相反,经济理论确实为我们提供了一个反例:当李嘉图等价成立的时候,财政赤字的减少(政府储蓄的增加)导致民间储蓄的等额下降,从而对经常项目没有影响。现实中的一个反例是:在

克林顿执政时期,美国政府虽然实现了财政盈余,但美国经常项目的逆差却并未因此而减少,反而以更大的幅度在扩大。事实上从全球视角的两国模型看,由于美国是一个“大国经济”,如果财政赤字下降(政府储蓄增加),从而国民储蓄上升,那么世界实质利率水平将因此下降,除非“其它国家”的储蓄同时下降。这是与“小国经济”不同的地方。所以,如果“其它国家”的储蓄没有进行相应的调整(例如东亚国家预防金融危机的动机不变,“其它国家”的货币没有对美元升值),那么美国财政赤字下降只能导致已经很低的全球利率和美国利率的进一步下降,而美国利率的下降将进一步刺激美国私人借贷消费的膨胀,结果美国财政赤字下降仅仅是挤出了美国私人储蓄,而对美国的经常项目不会有很大的影响。

反之,如果单单是人民币升值,而美国政府财政赤字和私人借贷消费的状况没有改变,那么结果只能是“其它国家”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。如果人民币升值,因而美国更加容易地进一步要求东亚其它国家货币也对美元升值,整个东亚(美国主要的贸易顺差地区)的货币都对美元升值,情况将会怎样?这种情况下,东亚的经常项目和官方储备将减少,从而流向美国的储蓄将显著减少,因为东亚作为整体是一个“大国经济”,目前东亚国家持有的美国国债占美国国债境外持有存量的一半以上),除非美国财政赤字同时显著减少,否则美国利率将急剧上升,美元将急剧下跌,高利率将挤出美国的生产性投资和消费支出,以便释放出更多的国内储蓄为美国财政赤字融资,美国经济将因此急速地陷入经济衰退。美国经济急速衰退连同美元急剧下跌虽然有助于改善美国的经常项目,但这种经常项目不平衡的调整显然是最坏的调整方法,无论对美国经济还是对全球经济都是一个巨大灾难。

因此,指望某一方单方面采取措施来解决美国经常项目巨大逆差问题(由于美国是大国经济,因而这也是全球经济不平衡问题)是不切实际的。在过去 10 年里,全球经济的增长是建立在美国强劲的国内需求基础上的,美国的低储蓄率通过支出相对于收入的更快速增长和进口相对于出口的更快速增长不仅支持了美国经济较快速的增长,也拉动了其它国家经济的增长、特别是亚洲经济的快速增长。要改变世界经济的这种增长格局,实现美国经常项目逆差的平稳而有序的调整,国际间宏观经济政策协调和各国共同努力是不可缺少的。具体而言:美国政府需要采取措施逐步增加税收、减少支出,重建强大的制造业部门、使经济增长更多地依靠外需拉动;欧元区国家和日本需要进行结构性改革,采取措施扩大内需提高经济增长率;而中国和东亚地区其它国家也需要将本国货币对美元升值,并改变经济增长过度依赖出口的增长模式。同时,各国需要进行国际合作,改革国际货币体系和国际资本市场的机能,

解决发展中国家的“原罪”问题，使发展中国家的国际借款不再承担巨大的风险，从而实现国际资本由富裕的发达国家向发展中国家的正常流动。只有这样，才能消除全球储蓄结构巨大失衡，从根本上解决美国经常项目逆差的问题。

五、结论和政策含义

近年来美国经常项目逆差无论是绝对值，还是相对于 GDP 的比重都在迅速扩大。作为一个“大国经济”，美国巨大且不断增长的经常项目逆差反映了全球储蓄结构的巨大失衡，这种全球经济的失衡已经到了必须进行调整的时候了。要实现美国经常项目逆差的平稳而有序的调整，需要国际间宏观经济政策协调和共同努力。单单通过削减美国财政赤字，或单单通过人民币升值，都不足以解决美国经常项目巨大且不断增长的逆差问题。

对于美国为了解决经常项目逆差问题而提出的人民币升值要求，我们不能简单地回应：“美国的经常项目逆差问题是美国庞大的财政赤字造成的，与人民币汇率无关，美国政府必须自己解决这个问题”。这样的回应是难以获得国际社会的普遍认同和支持的。根据上面的分析，美国的经常项目逆差问题不是孤立的一个国家的问题，而是全球经济问题，是由全球储蓄结构失衡造成的，既与美国的财政赤字有关，也与东亚国家的经济发展战略和汇率政策有关。因此，我们应该从国际政策协调的角度来应对美国的人民币升值要求（这里不谈人民币升值是否是中国经济本身的客观要求的问题），例如，我们可以告诉美国和全世界：“我们愿意通过国际政策协调共同努力来解决美国经常项目逆差的问题，为此让我们来协商和谈判。我们要求美国政府采取切实措施减少财政赤字（美国对我们提出要求，我们为什么不对美国提出要求呢？）如果美国政府明确承诺未来的一年将政府财政赤字占 GDP 的比重削减 1 个百分点，我们也愿意将人民币对美元适当升值；如果美国政府不能承诺减少庞大的财政赤字，我们也不会让人民币按美国的时间表升值，因为单单人民币升值不能解决美国经常项目逆差的问题”。换句话说，我们不是简单地拒绝人民币升值，而是强调人民币是否升值是有条件的，它取决于美国是否也同时采取调整措施。这是有理、有利、有节的做法，较之简单干脆地拒绝人民币升值，这种做法可以使我们获得美国和国际舆论更多的理解与支持，而不至于激化矛盾，导致美国国会通过更多的对中贸易制裁法案或其它旨在遏制中国发展的法案，那样的话，中国经济发展的外部环境将会恶化，中国经济的发展和中国的和平崛起将会遭遇更多的障碍。

注释：

[1] 国际借贷严格意义上是指净对外负债余额的变动。净对外负债余额 (Net External Liabilities Position) 也称为净国际投资头寸 (Net International Investment Position), 它不仅包括一国净对外债务余额 (Net External Debt Position) 也包括一国净股权负债余额 (Net Equity Liabilities Position), 后者为一国持有的外国股权 (包括对外直接投资和购买外国股票) 减去外国持有的本国股权。因此美国 2004 年 6659 亿美元的经常项目逆差意味着 2004 年美国净对外负债余额增加了 6659 亿美元。除特别指出, 本文对净对外负债余额和净对外债务余额这两个概念不加区别。

[2] 按储蓄 投资缺口法得到的 2004 年美国的经常项目逆差与实际公布的经常项目逆差的微小差异是由统计误差等原因造成的。

[3] “小国经济”和“大国经济”是经济学意义上而非物理维度意义上的概念。“小国经济”指这样的国家 (或经济体): 相对于任何可贸易品和国际资产交易的世界可获得量而言, 该国供给和需求的数量仅占很小的比重, 其进出口行为和储蓄 投资行为对国际贸易品价格和国际资本市场利率没有显著影响, 因此该国是国际价格或利率的接受者, 在作经济决策时将国际价格或利率视为外生给定的。相对地, “大国经济”的进出口行为和储蓄 投资行为对国际贸易品价格和国际资本市场利率有显著影响, 是国际价格或利率的制定者。

[4] “原罪”一词出自基督教教义。基督教认为人类的祖先亚当和夏娃因偷食禁果犯的罪被传给了后代子孙, 成为人类一切罪恶的根源。人生来就有这种原罪。“原罪”一词被 Eichengreen 和 Hausmann (1999) 借用来指新兴市场经济国家不能用本国货币进行国际借款, 甚至本国货币也不能被用于国内长期借款这样一种情况, 用以说明金融市场的不完善是新兴市场经济国家容易遭受货币危机冲击的根源。

[5] 这里的“贸易余额”理解为通常的贸易余额加上单方面转移支付, 忽略来自国外的净工资收入, 它等于扣除资本利息收支的经常项目。这样的“贸易余额”也称为基础的或初级的经常项目余额。

[6] 证明: 除正文中出现的变量外, 再令 D 、 P 、 Y 、 i 、 Z 分别表示对外债务余额、价格水平、名义 GDP、名义利率、通货膨胀率、贸易逆差 (包括单方面转移), 则 $d = D / (PY)$, $D = Z + iD$ 。因为 $d = D / (PY) - d (g + r)$, 将 D 的表达式代入得: $d = (Z + iD) / (PY) - d (g + r) = z + id - d (g + r) = z + d (r - g)$, 所以如果 $z = d (g - r)$, 则 $d = 0$; 如果 $z > d (g - r)$, 则 $d > 0$ 。

[7] 美国的出口部门在美国经济中所占的比重很小, 出口仅占 GDP 的 10% 左右, 因此要实现经常项目的调整, 汇率调整的幅度必须非常大才行。Obstfeld 和 Rogoff (2004) 估计: 贸易加权的美元有效汇率需要贬值 40% 才能重建美国的外部平衡。

参考文献：

1. 萨克斯, J. 和 F. 拉雷恩:《全球视角的宏观经济学》(费方域等译), 上海三联书店, 上海人民出版社, 1997。
2. Dooley M., D. Folkerts-Landau and P. Garber, 2003, "An Essay on the Revived Bretton Woods System", NBER Working Paper No. 9971, Cambridge (Massachusetts).
3. Eichengreen B., R. Hausmann, 1999, "Exchange Rates and Financial Fragility", NBER Working Paper No. 7418, Cambridge (Massachusetts).
4. Obstfeld M., K. Rogoff, 2004, "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", NBER Working Paper No. 10869, Cambridge (Massachusetts).
5. Roubini F., B. Setser, 2005, "The Sustainability of the US External Imbalances", CESifo Forum, January.