

## 美元长期贬值与美国经常项目逆差的纠正

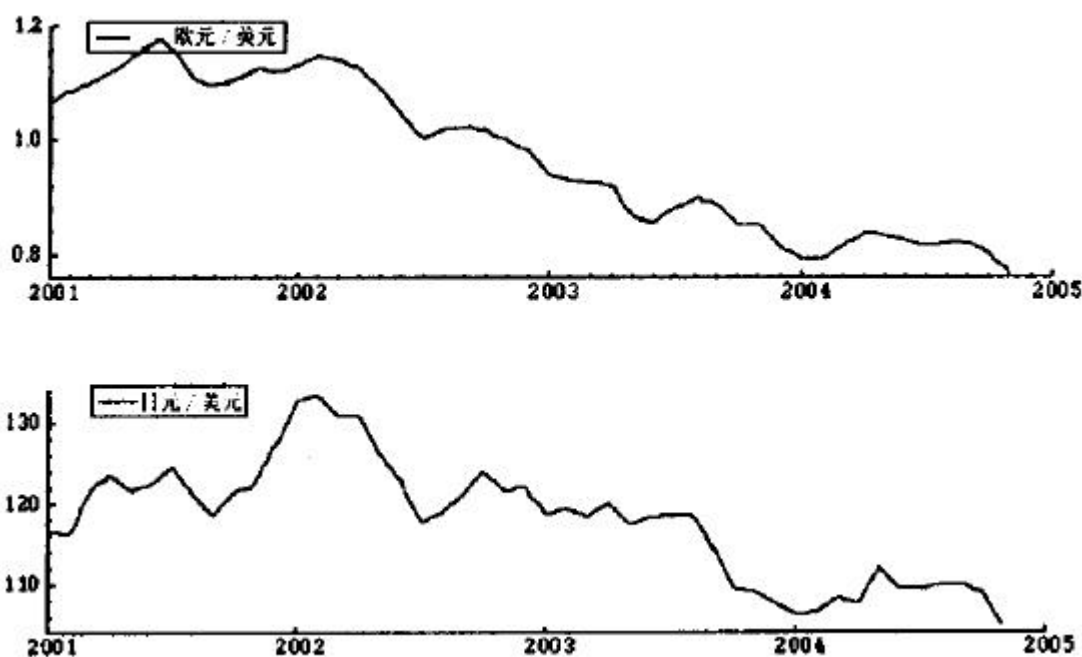
中国社会科学院世界经济与政治研究所 高海红

2004 年 1 月,我曾在《国际金融研究》撰文《美元汇率和美国双赤字》(高海红,2004),指出这一轮美元贬值与 1985~1987 年美元的大幅度贬值的相似和不同,更主要的是,比较 1985~1987 年美元大幅度贬值之后的 1987~1991 年美国经常项目逆差纠正的过程,提出这一次美元贬值很可能是目前美国居高不下的双赤字修正的信号。在随后将近一年的时间里,种种发展变化表明,美国经常项目逆差已经到了不可维持的程度,美元长期贬值已成定局。

### 一 美元跌势

这一轮美元贬值是从 2002 年 1 月开始的,跌势一直持续到 2004 年 2 月。此后美元币值出现剧烈的波动,到 5 月份,美元对日元达到 7 个月以来的最高水平。然而,这一回升势头并没有持续多久又出现加速性下跌势头,到 11 月份,美元对主要货币的汇率水平回到 1995 年的水平,其中与 2004 年年初水平相比,美元对日元贬值了 21%,对欧元贬值了 32%(图 1)。美元的贸易加权实际汇率,以 2003 年为基期,已经下跌了 17%(图 2)。

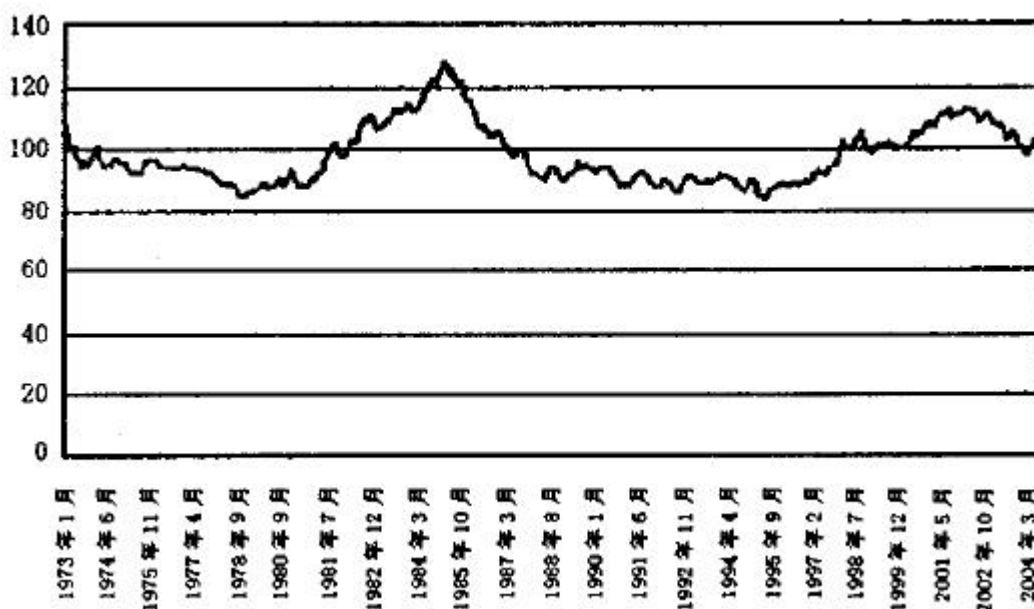
图 1 欧元、日元对美元汇率走势



说明：参考期间为 2001 年 1 月~2004 年 11 月，数据为月平均数。

资料来源：<http://fx.sauder.ubc.ca/cgi/fxdata>。

图 2 美元实际汇率变动



说明：考察期为 1973~2004 年；1973 年 3 月=100；这里为广义指数，即指美联储根据美国与主要贸易伙伴之间的贸易权重数计算出的美元实际汇率。

资料来源：Obstfeld 和 Rogoff (2004)。

可以看出，从 2002 年开始近两年的时间里，美元汇率的市场走势持续疲弱，这一市场的变化基本上反映了投资者对美元币值走势的判断几乎是单向性的一致：贬值。与此同时，分析家和经济学家们也似乎前所未有的形成这样的共识：美元贬值在所难免。

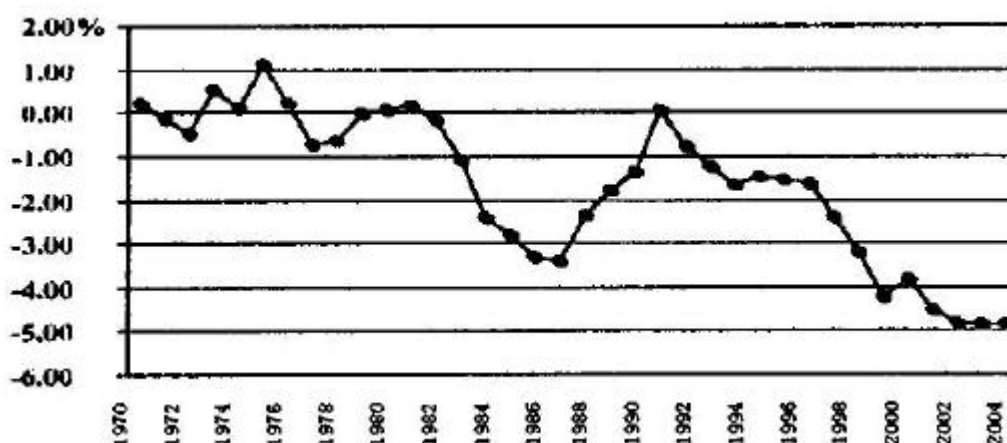
## 二 根本原因

决定美元贬值的根本因素是美国长期累积的经常项目逆差的不可持续性。这种不可持续性，首先来源于美国不断增加的对外债务融资造成美国外债的不断累积，从而使持有美元资产的风险不断增加。

美元的中长期走势的一个最主要决定因素是美国与其他国家之间的国际收支平衡状况。在经历 1987~1991 年经常项目逆差纠正之后，从 1992 年开始，美国经常项目逆差又总体呈

现上升走势，到 2003 年达到占 GDP 的 5.1% 的创记录水平（图 3）。据经济合作与发展组织（OECD）的最新估计，美国 2004 年的经常项目赤字将达 6700 亿美元，相当于美国 GDP 的 5.7%。持续多年并不断恶化的经常项目收支一直对美元币值形成贬值压力。这一贬值压力在 20 世纪 90 年代期间没有显现，主要是因为当时美国经济增长强劲，投资回报率高，国际投资者对美元资产的需求旺盛，大量资金流入美国，使美国的资本项目一直处于顺差状态。资本项目顺差造成的升值压力抵消了经常项目逆差造成的贬值压力，使美元保持了强势。然而，时过境迁，不断增加的对外债务融资造成美国外债的不断累积，持有美元资产风险相应增加，同时由于高科技产业泡沫的破灭，美元资产的回报率大大下降了。结果是，国际投资者对美元资产的需求减少。事实上 2002 年以来美国经历着私人资本流入减缓的趋势。美国直接投资、股权证券投资一直为净流出。如果说上个世纪 90 年代中后期美国经常项目逆差得以维持主要靠大量的资本流入，2002 年以来，这一因素的支持力则变得越来越脆弱，通常美国贸易逆差需要两倍多的净资本流入来弥补。但是，2004 年以来，净资本流入与贸易逆差之间的差距在缩小，2004 年 9 月，美国净资本流入为 634 亿美元，而美国贸易逆差达 516 亿美元（Giles et al., 2004）。当投资者对美国经常项目逆差可持续性问题的怀疑发展到目前的坚信不移，美元贬值就确定无疑了。

图 3 美国的经常项目逆差占 GDP 的百分比



说明：2004 年的数字为预测数。

资料来源：Obstfeld 和 Rogoff（2004）。

美国经常项目逆差不可持续性的第二个来源是美国为经常项目逆差融资越来越依靠外国官方对美元资产的购买。

如果我们将美国的资本流入结构进行分解,可以看出,2002 年以来,在私人资本流入减少的同时,外国官方持有的美元资产在增加。到 2003 年底,外国中央银行持有 37% 的美国国债,2003 年后期和 2004 年初期,外国中央银行持有的美国国债几乎相当于美国同期的经常项目逆差的总额。这种过度对外国政府融资的依赖使得美国经常项目逆差的维持具有相当大的脆弱性,一旦外国政府决定减少美国国债的购买,美国经常项目逆差维持的链条就会出大问题。这种担心成为决定美元走势的重要因素。

相比之下,一些短期对美元的支持性因素只是引起美元短线动荡,不足以扭转美元跌势。如 2004 年间美联储连续四次提高联邦基金利率,美国与欧元区和日本利差优势暂时吸引国际投资者对美元短期资产投资,但是,流入美元资产的资金大部分没有买入美股或美债,这些资金主要是在汇市中进行的短期投机,一旦出现利空消息,美元就面临抛售的压力。

### 三 未来走势

美元贬值是一个长期趋势。这其中的决定性因素是美元贬值已经成为美国纠正经常项目逆差的一个必要渠道。

经常项目逆差的纠正主要通过两个渠道完成:一个是减少本国需求或经济增长速度减缓,以缓解收支压力,即国际收支的支出减少法;另一个渠道是货币贬值,即收支调节的支出转换方法。此外,由于一个国家的经常项目逆差根本来源于国内相对低的私人储蓄和政府储蓄,实现低储蓄率的结构转换是改变逆差的根本途径。目前,美国储蓄远远低于投资,私人储蓄率和政府储蓄率约占 GDP 的-5%,这需要美国利率的大幅度上升以及预算赤字的大幅度降低来改变现有的储蓄结构,前者意味着带来经济衰退的可能性,后者在布什继任的四年里几乎看不到改善的希望。因此,纠正逆差将主要依靠美元货币贬值来完成。美国上一次的调整发生在 20 世纪 80 年代。在当时,美国经常项目逆差占 GDP 的 3.5%,美国通过广场协议促成与日本、德国等在汇率政策上的协调,使得从 1985 到 1987 年间,美元对日元贬值 65%,对马克贬值 60%。这在相当程度上带来了 1987~1991 年经常项目逆差的纠正。从一些经验分析看,工业国家经常项目逆差达到 GDP 的 4%~5%时往往会出现逆转,换言之,目前美国高达 GDP 5%的经常项目逆差已经是一个不可持续的水平。更令人担忧的是,根据当前的速度发展,下一个 10 年中美国经常项目逆差将占 GDP 的 10% (Wolf, 2004)。为纠正经常项目逆差,美国的“强势美元”政策将在今后为“弱势美元”政策所取代。

接下来的问题是,为纠正美国经常项目逆差所需要的美元贬值程度是多少?根据

Obstfeld 和 Rogoff (2004) 在美国 NBER 撰写的工作论文《美国不可持续的经常项目状况的修正》，要弥补美国巨额的经常项目逆差，至少需要美元实际汇率下跌 50%。名义汇率的贬值很可能要远远大于这个幅度。因此，目前实际汇率所进行的 17% 的修正，才只是“万里长征”的第一步。另外根据美国国际经济研究所 (IIE) 估计，美元需要比 2002 年最高水平贬值 30% 才能将经常项目逆差减少到 GDP 的 2%~3%。

美国经常项目逆差纠正的不确定性仍然存在。一是通过汇率改善经常项目逆差，需要多长时间仍是一个未知数。一般认为，对汇率调整的幅度比较容易估算，比如通常认为美元贬值 1% 将带来 100 亿美元经常项目的改善，但这一调整需要多长时间完成很难确定。事实上，2002 年以来的美元贬值并不是一个直线下跌的过程，尤其在 2003 年期间出现频繁的大幅度波动。短期因素特别是利差因素会带来汇率的波动。同时也不排除其他短期支持性因素，延缓美元贬值对经常项目逆差纠正的时间。二是外部世界需求增长充满变数。美国不太可能靠外部世界强劲的需求来改善收支，纠正逆差将主要靠美国国内的需求减少来实现，然而这方面调整有多大的余地目前还不能确定，期待美国低迷的储蓄能在未来得到一定改善仍然渺茫。三是美国资本流入减少势头是否持续。目前看，外国政府对美元资产的购买成为美国维持经常项目逆差的重要渠道，而这一个渠道越来越具有脆弱性，尤其亚洲国家近几年快速累积大量以美元计值的美国外部资产，一旦在这些国家出现对美元信心危机或重新调整储备的投资结构，减少对美元资产的持有，将带来美元币值的大幅度下降，从而缩短美国经常项目逆差纠正的时间。

#### 四 主要影响

经常项目逆差调整往往伴随需求和汇率的变动，那些对美国经常项目逆差变动在需求和汇率变动方面敏感度较高的国家，如加拿大和日本，美元贬值会带来大幅度货币升值和净出口减少。

在政策层面，对美国以外的发达国家来说，美国的“弱势美元”政策无疑给欧洲中央银行和日本中央银行是否干预外汇市场带来巨大的压力。欧元区 and 日本的出口已经深受货币升值的影响，不利于其经济复苏。通过降低利率来缓解欧元和日元升值的压力，余地非常有限。在美元单边下跌的情况下，欧洲中央银行和日本中央银行联合干预外汇市场的可能性增大。美元贬值对新兴市场的影响要远远大于 20 世纪 80 年代。目前美国的经常项目逆差主要集中在那些采用钉住美元汇率制度的国家，对美国而言，这些国家如果不调整钉住水平（升值）

或放宽钉住幅度，那么美国经常项目逆差的纠正将主要由美国自身来承担。作为美国最大的逆差国，中国目前正面临这样的压力。

美元贬值更深刻更广泛的影响，可能是带来对全球货币体系安排、对美元国际货币霸权地位以及对全球经济的失衡进行重新思考。

#### 参考文献：

高海红（2004）：《美元汇率与美国双赤字》，《国际金融研究》第 1 期。

Giles, Chris; Balls, Andrew and Johnson, Steve. "Dollar Moving In One Direction Only: Down." Financial Times, November 18, 2004.

Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth. "The Unsustainable US Current Account Position Revised." NBER Working Paper 10869, October 2004.

Wolf, Martin. "America's Switch to a Weak Dollar Policy." Financial Times, November 30, 2004.

（高海红：中国社会科学院世界经济与政治研究所 100732 责任编辑：杜亚平）