

销售的大幅上升建立在消费信贷的基础上,因此美国私人部门的债务负担不仅没有减轻,而且还在增加。目前,美国家庭的负债数量已经接近年收入(税后)的100%,而1992年(上一次衰退结束后)这一比例为75%。2001年5月至2002年5月的12个月期间,未清偿的消费者信贷(主要是信用卡和汽车贷款)上升了5.7%,房屋抵押和股票贷款数量上升了10.5%(至3月底),整个私人部门的债务占GDP的比例为150%(Coy, et al., 2002)。沉重的债务负担将会对投资和消费的回升构成严重的阻碍。此外,2003年初,美国新破产法将开始生效。普遍认为,新破产法比现行的破产法更严格。这会导致更多的负债企业和家庭陷入破产。

其三,通货紧缩的风险加大。目前,美国还没有出现通货紧缩现象,但2002年第三季度的价格削减指数(implicit price deflator)为1.1%。预计全年通货膨胀率仅为1.0%。只要实际GDP水平低于潜在的GDP水平,通货膨胀率就有进一步下降的可能。鉴于目前如此低的利率水平和低通货膨胀率,通货紧缩的风险正在加大(The Economist, 2002a)。通货紧缩对于私人部门的沉重债务负担是雪上加霜,进而会降低投资和消费的欲望。

其四,经常收支账户赤字扩大。2002年经常收支账户赤字/GDP的水平预计会达到4.9%,并且其上升趋势不会停止,OECD预测2003年将上升到5.1%。这对于维持美元强势增加了新的困难,而强势美元又是保持国际资本流入的一个重要条件。

此外,失业率的上升和房地产市场泡沫风险加大也会影响2003年消费的持续增长。当然,经济复苏也有积极的因素。第一,劳动力市场的灵活性能够让美国企业在经济不景气阶段解雇雇员,降低工资,以实现劳动生产率的上升。第二,美国的财政状况处于良好状态。2002年度赤字/GDP的水平只有1%,这不仅远低于美国90年代的水平(1992年曾高达4.7%),而且也比多数其他发达国家的状况要好(在“七国集团”仅比加拿大和英国差)(The Economist, 2002b)。因此,政府增加财政支出的空间还是存在的。第三,2003年减税政策预计能够继续得到实施,这会增加个人可支配收入。第四,美国企业融资主要依靠证券市场,对银行的依存度较低,私人部门债务负担对银行的压力不大,银行实施信贷紧缩的影响也不大。

总括起来看,2003年美国将维持温和的复苏,但中长期内难以实现强劲而持久的增长。

参考文献:

- Business-Reuters (2002): "Output, Housing Data Raising Hopes", Dec. 17, 2002.
- Coy, Peter et al. (2002): "Consumer Credit: Is a Crunch Coming?" *Business Week Online*, Aug. 3.
- The Economist (2002a): "The Risk of Deflation: Comparing Symptoms." Nov. 7.
- The Economist (2002b): "Deficits, Dividends and Discretion." Sep. 19.

(李向阳:中国社会科学院世界经济与政治研究所 100732)

美国的贸易逆差问题

姚枝仲

2002年伊始,美元对各主要货币开始贬值,截止到2002年12月20日,美元对欧元贬值达15%,对日元贬值达8%。美元贬值有深刻的政治经济背景,但最根本的原因在于美国持续多年的大规模贸易逆差所造成的贬值压力。美国贸易逆

差规模之大已经使其经济格局发生了重大变化。关注美国的贸易逆差问题,对于了解未来美元的走势和美国对外政治经济政策的变化具有十分重要的战略意义。

一、美国贸易逆差的历史及现状

“二战”后美国的贸易逆差最早出现于1968年,在70年代虽然经历了石油危机的冲击,并从1976年开始出现持续到现在的贸易逆差,但直到1983年,美国的贸易逆差问题才成为美国朝野和世界各国关注的焦点,才被当成一个“问题”来讨论。

1983年美国最突出的问题是对外投资的净收入回流弥补不了对外贸易的逆差,商品和服务贸易逆差从1982年的242亿美元上升至573亿美元,而对外投资的净收入从1982年的352亿美元仅增加到364亿美元。美国从此由一个资本净流出国变为一个资本净流入国。此后,美国贸易逆差持续扩大,1987年达到1517亿美元。1988年美国的贸易逆差开始下降,到1991年,逆差又回到311亿美元的水平。但从1992年开始,其贸易逆差又呈扩大趋势。1993年和1994年贸易逆差以年均约300亿美元的速度扩大,1994年逆差达967亿美元。此后三年逆差缓慢增大,1998年又大幅上升,从1997年的1078亿美元上升到1669亿美元。1999年和2000年逆差更是以年均约1000亿美元的可怕的速度扩大,到2000年逆差达到3787亿美元。2001年逆差有小幅回落,降至3583亿美元。但是,2002年美国的贸易逆差又开始扩大,从美国商务部公布的数据来看,2002年前三个季度商品和服务贸易逆差达3146亿美元,超过上年同期462亿美元,增幅达17%。图1显示了美国“二战”后贸易差额变化情况。

从结构上看,自1971年以来,美国一直是服务贸易的顺差国,虽然近年来稍有下降,但到2001年仍然有689亿美元的服务贸易顺差。服务贸易顺差缩小也是美国贸易逆差扩大的原因之一。2002年前三个季度,美国服务贸易顺差为346亿美元,比上年同期减少199亿美元,减少幅度达36%,占美国同期贸易逆差扩大额的43%。也就是说,2002年前三个季度美国贸易逆差扩大462亿美元,其中有43%来自于服务贸易顺差的减少。当然,美国的贸易逆差主要还是来自于商品贸易。2002年前三个季度美国商品贸易逆差达3493

亿美元,比上年同期增加264亿美元,增幅为8%,占同期逆差扩大额的57%。

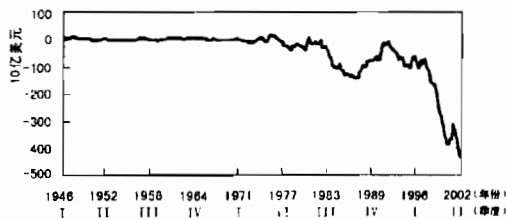


图1 美国商品和服务贸易差额变化情况
说明:所有数据均经过季度调整。

数据来源: Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/NIPATableIndex.htm>。

二、美国贸易逆差的美元汇率因素

作为调节国际收支平衡的主要工具,在考察造成贸易逆差的原因时,汇率无疑应该成为其首选因素。图2显示了从1973年1月至2002年12月在考虑了几乎所有贸易伙伴国后的美元实际有效汇率。从图中可以看出,美元从1982年到1985年经历了一次大幅度升值,随后从1986年到1989年经历了一次严重贬值。考虑到时滞的影响,美元实际有效汇率的变动正好与80年代美国贸易逆差的变动相吻合。1982年到1985年的美元升值导致了美国1983年到1987年的贸易逆差急剧扩大,而1986年到1989年的美元贬值又导致了美国1987年到1991年贸易逆差的缩小。

令人困惑的是,1993年和1994年美元没有明显的升值,甚至还是在被严重低估的情况下,贸易逆差却突然大规模增加。可见,美元汇率并非影响贸易差额的惟一因素。但1998年到2000年贸易逆差扩大似乎又可以从美元汇率的变动上找到原因,其间美元实际有效汇率回到100并开始上涨,美元又重被高估。由此,我们很容易理解2002年的美元贬值政策,并且可以预计,美元还将继续贬值。

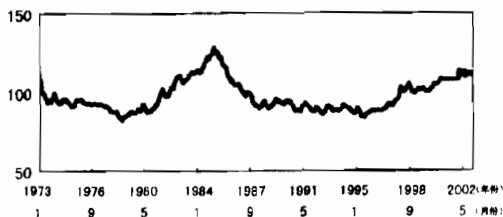


图2 美元的实际有效汇率变化情况

资料来源：美联储网，<http://www.federalreserve.gov/>。

三、美国贸易逆差的财政赤字因素

美国国民经济研究局主席Feldstein(1995)曾经认为美国的赤字财政政策是美国贸易逆差的根本原因。Feldstein是典型的主流经济学思路，认为货币当局为了防止通货膨胀，不会为财政赤字融资，因此财政赤字会导致利率升高、外资流入、美元升值，从而产生了贸易逆差。从图3可以看出，在1989年以前，财政赤字与贸易逆差确实表现出了很强的相关性，Feldstein的判断似乎是正确的。但1989年以后，情况完全发生了变化。1989年到1992年美国财政赤字又开始大幅度扩大，但贸易赤字却在逐渐缩小；1993年到2000年美国的财政赤字逐年缩小，而贸易赤字在逐年扩大，尤其是从1998年开始美国出现财政盈余，贸易赤字却开始加速扩大。

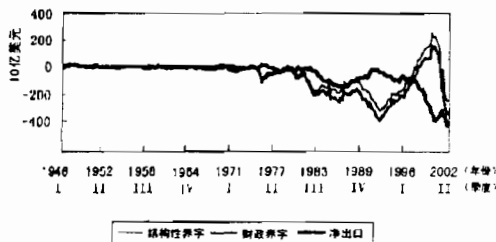


图3 美国的财政赤字与贸易差额

数据来源：Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/NIPATableIndex.htm>。

可见，财政赤字并不是1989年以来美国贸易

逆差的主要原因。不过，也应该看到，在一定条件下(或者说，在其他条件不变的情况下)，财政赤字对利率的影响确实会通过美元汇率对贸易差额产生影响。从图3中可以看到，2002年美国不仅结构性财政赤字在扩大，而且又开始实行扩张性财政政策，这对于美国贸易逆差的缩小显然是一个不利因素。

四、资本流入与贸易逆差

从国际收支平衡表的原理来看，贸易逆差必定由资本流入和官方储备变动来平衡。尽管美国的官方储备资产变动非常频繁，但从图4可以看出，资本流入仍然与美国贸易逆差高度相关。不过从资本项目的构成来看，美国的资本流入格局正在发生变化，这对美元汇率和美国贸易差额的变化将带来深远影响。

首先，虽然美国一直是世界上吸收外商直接投资最多的国家，但实际上在大部分时间里，其直接投资资本有少量的净输出。不过，2001年和2002年的净输出规模开始大幅度上升。这一方面反映了美国资本在全球寻求高额回报的能力较强，而高投资回报率有利于资本收入的回流和弥补贸易项目的逆差；另一方面也反映了在美国的投资机会减少，预示着美国经济活力下降，这样，其他各种流入美国的资本也会随之减少，其结果必然是美元贬值和贸易逆差的缩小。

其次，1997年以来美国的资本流入格局发生了重大变化，流入美国的证券投资资本超过了其他投资资本，其他投资项目包括其他国家的官方、机构持有的美元资产或与贸易有关的信贷资产等。只要美元作为国际结算货币和储备货币的特殊地位不发生根本性的变化，通过这种方式流入美国的资本也就不会发生突发性的反转。这也是美国能长时期维持大规模贸易逆差的重要原因。证券投资项目是指投资于股市和债市的非官方资本，这部分资本对利率、汇率以及资本市场的变化非常敏感，极易发生突发性的反向流动。因此，在目前这种以证券投资资本流入为主的格局中，美元汇率实际上已经非常脆弱，一旦预期变坏，超贬将难以避免，美国贸易逆差也将随之缩小。

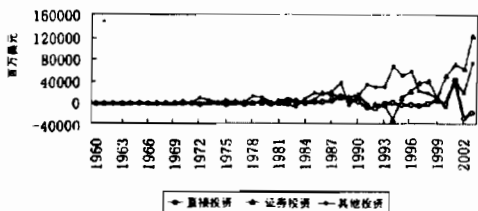


图4 美国的资本项目变化趋势

说明:其他投资包含别国官方持有的美元资产;所有数据均为每年第三季度数据,并经过季度调整。

数据来源: Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/NIPATableIndex.htm>。

五、美国贸易逆差的可持续性

罗伯茨(2001,中译本)认为,美国的贸易逆差不会损害美国的利益,任何试图消除贸易逆差的政策都会弊大于利,更为重要的是,贸易差额是各种经济因素的结果而非原因。也许这种看法代表了许多美国经济学家的观点,否则他们不会对如此大规模的持续贸易逆差漠然视之。不过,不管美国是否会采取贸易政策来扭转这种局面,我们可以根据 Obstfeld 和 Rogoff(1994)经常项目的跨期替代观点清楚地看出,美国的贸易逆差必定会发生逆转,而且这种逆转将在近期发生。Obstfeld 和 Rogoff 指出,经常项目可以维持一个长期稳定的并随产出增长而不断扩大的逆差规模。但这种稳态的逆差规模必定会带来债务的累积,债务累积会带来收入流出,为了维持经常项目的稳态均衡,必须产生相应的贸易顺差来偿还一部分债务,以免债务的过快累积和经常项目的发散。

美国尽管早已是一个资本净流入国,但一直保持着投资收入项目的净赢利状况。也就是说,美国对外投资的收入要大于其他国家在美国的投资收入,而且这是在美国为一个持续多年的净资本流入国的情况下实现的。这一方面反映了美国对外投资的效率比其他国家对美国的投资效率要高,另一方面则是由美元的世界货币地位造成的。由于美元是国际结算货币,包括中国在内的许多国家都将美元作为主要的储备货币,而这些国家

持有美元主要以美元存款或购买美元债券这些无回报或低回报资产为主。

但是,2002年出现了一个新情况(见图5)。2002年前三个季度,美国“收入”项目净流出93亿美元,而上年同期“收入”项目净流入78亿美元,上年全年净流入144亿美元。收入项的净流出反映了美国多年持续大规模贸易逆差已经使美国积累了巨大的国外资本。国外资本收入的回流将使经常项目更加恶化,也使美国需要越来越多的外国资本流入才能维持国际收支平衡。这是一个明显的发散过程,美国贸易逆差已经不可持续,贸易顺差的调整已经不可避免。这种调整不会以美国经济急剧衰退所带来的进口急剧减少来实现,也不会通过贸易政策大力鼓励出口所带来的出口急剧增加来实现,美国挑起的贸易摩擦也于事无补,必然是美元的持续贬值或大幅度贬值。

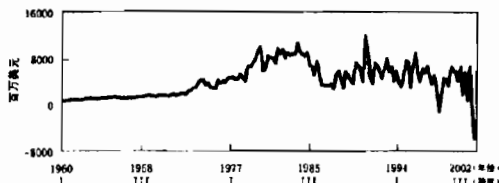


图5 美国经常项目中“收入”项余额

数据来源: Bureau of Economic Analysis, <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/NIPATableIndex.htm>。

参考文献:

- 罗伯茨(2001):《抉择——关于自由贸易与贸易保护主义的寓言》,中国人民大学出版社、北京大学出版社。
- Feldstein, Martin (1993): "The Dollar and the Trade Deficit in the 1980s: A Personal View", *NBER Working Paper*, No. 4325.
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (1994): "The Intertemporal Approach to the Current Account", *NBER Working Paper*, No. 4893.

(姚枝仲:中国社会科学院世界经济与政治研究所 100732)