

贸易逆差、资本净流入 与美元霸权困境

■杨 权/厦门大学南洋研究院

一、布雷顿森林体系及其后美元霸权的内在矛盾

二次世界大战后,在美国的主导之下建立起来的布雷顿森林体系从国际货币制度上确立了美元的霸权地位。然而,早在1960年美国耶鲁大学的特里芬教授就提出了布雷顿森林体系下维持固定汇率制的根本矛盾,即“特里芬两难”。所谓“特里芬两难”,是指这样一种两难局面:在“美元—黄金”固定汇率体制下,美元是国际货币体系的中心货币,并且美国政府要无条件保证35美元可兑换一盎司黄金。但是,一方面美元国际收支不平衡是其他各国外汇储备的来源,若美国国际收支保持顺差,则国际金融市场美元短缺,势必影响全球经济的正常发展;另一方面,随着世界经济的增长,对美元储备的需求必然增加,必然要求美国继续增加美元供应,扩大自身的国际收支不平衡。长此以往,又会使其他国家对美元的信心下降,因而会争相用本国持有的美元去向美国政府要求兑换黄金。这样,美元与黄金的可兑换性将受到威胁。若美国国际收支持续逆差,虽可以满足国际间对美元作为支付手段和储备手段的需求,但美国逆差的扩大意味着美元的贬值趋向,降低了国际间对美元的信心,势必出现国际性的金融动荡。在布雷顿森林体系运行的二十多年间,仅在最初的几年里出现了美元短缺现象(即战后的美元荒)其后的大部分时间里存在着美国国际收支逆差和美元贬值风险的不断累积。最终,布雷顿森林体系无法克服“特里芬两难”,货币中心国——美国在自身国际收支巨额逆差的情况下无法维持国际间对美元的信心,美元危机频频发生,美国总统尼克松终于在1971年8月15日放弃了美元对黄金按固定价格无限制兑换的承诺,最终导致布雷顿森林体系在1973年彻底瓦解。

布雷顿森林体系瓦解之后,美元霸权地位受到了挑战。随着法、德、日本等国家的经济实力迅速提

升,马克(1999年之后为欧元)、日元对美元全球霸权构成了冲击,国际储备资产逐步实现了多元化。美元不再是唯一的国际储备货币和国际清算及支付手段,这在一定程度上有利于解决“特里芬难题”。但是,由于美国的政治经济实力,美元储备地位的相对削弱并没有动摇美元在国际货币体系中的霸主地位,美元依然是国际主要储备货币、主要结算货币和主要外汇交易货币。据统计,在全球外汇储备中,美元约占6成;在国际贸易中,有2/3是用美元结算的;在外汇市场上,以对美元的交易为主;国际证券发行总额接近1/2由美元标价,金融衍生产品结算至少有1/2是用美元;国际贷款总额中以美元计价的部分也接近一半;所有美钞(约4,700亿美元)的2/3都是在境外流通的,大约3/4新增发的美钞被外国人所持有;非居民持有的美国净资产已超过1万亿美元。

因此,布雷顿森林体系崩溃之后,美元霸权失去了国际货币制度上的支持,但美元仍然维持着在国际货币体系中的中心地位。美元的实质性霸权地位使得当前国际货币体系依然无法摆脱“特里芬两难”困境。这表明现有的国际货币体系具有内生的不稳定性 and 风险性。

二、20世纪90年代以来持续贸易逆差下的美元霸权

美元霸权的存在使美国通过国际收支逆差,向他国输出美元获取巨额的“铸币税”,输入他国的实际经济资源,并可利用美元支付巨额的外债,减少美国经济资源向国外的转移。从美元霸权中美国获得了巨大的经济利益。

美国为了维持国际货币体系中的霸权地位,只有两种选择:其一是以大量的对外直接投资、证券投资,即资本与金融帐户逆差,保证世界各国的美元需求,同时保持经常项目大量顺差,以维持美国自身的

国际收支平衡,保证美元自身的信用稳定;其二是以大量的经常项目帐户逆差,保证世界各国对美元的需求,同时保持金融与资本项目的巨额顺差,以保证美元的信用稳定。但是,正如以下分析所指出的,经常帐户逆差已经成了美国经济的常态,美国只能以资本和金融帐户的顺差来弥补经常帐户的逆差。

20世纪90年代初期以来,美国国际收支经常项目处于持续逆差状态,且数量呈不断上涨的趋势(参见表1)。究其原因,主要是由于美国国内生产成本高企,美国企业向外转移生产的趋势明显,制造业逐渐向成本低廉的发展中国家转移,另外许多美国国内的制造业企业把在国外采购当作降低成本的主要手段。采用这样的生产制造模式,美国贸易赤字逐年增长也就不可避免。虽然,从理论上说,货币贬值有利于提高一国商品的国际竞争力,但对于美国来说,贸易逆差或顺差与美元汇率走势没有明显的关联。如表1所示,不论是在美元升值时期(1996-2001年)还是在美元贬值时期(2002-2004年),美国的经常项目帐户和贸易项目的逆差均呈上升趋势。因此,美国自身的经济状况和生产制造模式决定了现阶段美国经常帐户逆差是不可避免的,即便美元贬值,也难以改善美国的经常项目逆差状况。

因此,为了维持美元的霸权地位,美国的汇率政策担负着维持市场对美元信心以及美国资本市场价格的重任,从而保住美国的资本净流入国地位,以维持整体上的国际收支平衡。这样,当美国经济处于强劲增长时,美元霸权的内在矛盾得以暂时缓和;一旦美国经济疲软,美元利率低走时,美元走软打击了市场对美元的信心,这时国际资本流入开始逆转,将直接威胁美国经济的可维持性。所以,从根本上说,无

论美元市场汇率是处于上涨时期还是处于下跌时期,美国必然要实施所谓的强势美元政策,即便是在美元汇率大幅下跌,美国仍然宣称支持强势的美元以维持市场对美元的信心。

实际上,只要美国想继续维持美元在国际货币体系中的霸权地位,20世纪90年代以来美国自身的经济基本因素决定了美国的汇率政策是无可选择的一—只能维持强势美元政策。

三、强势美元政策实质:通过国际资本净流入来维持美元霸权

强势美元政策产生于上世纪90年代,由后来被称为强势美元政策之父的时任克林顿政府财政部长的鲁宾提出。此后,强势美元政策成为美国汇率政策的指导思想。在强势美元政策理念的指导下,从1996-2002年,美元汇率一直保持了强势。根据国际货币基金组织公布的美元对世界其它主要货币的实际有效汇率指数,2001年美元的实际有效汇率升至最高点116.7(参见表2)。实际上,作为美国汇率政策基本导向的强势美元政策思想并没有形成明确的纲领性文件,或者出台标志性的文本。但是,从美国政府和货币当局的做法和态度中可以解读出强势美元政策理念。其具体表现在:当美国经济处于高涨时期,美元对世界其他主要货币得以持续升值;当美国经济处于衰退时期,美元对世界其他主要货币持续贬值,美国政府则适时表态支持美元的强势,以支持市场对美元的信心。这种情况下,在美元贬值的阶段,强势美元政策会被误读,误认为美国已抛弃强势美元政策,转而采取弱势美元政策。

强势美元政策实质上是服务于维持美元霸权地位的,它保证了美国国际资本净流入国的地位,这构

表1 1996年以来的美国双赤字状况

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
经常帐户逆差	-117.2	-136.0	-209.6	-296.8	-413.5	-385.7	-473.9	-530.7	-631.3	-641.7
占GDP的比重	-1.5	-1.6	-2.4	-3.2	-4.2	-3.8	-4.5	-4.8	-5.4	-5.1
财政状况	-1.8	-0.6	0.5	1.2	2.0	0.5	-2.4	-3.3	-4.0	-3.3

注:①单位为10亿美元。2004年和2005年的数据分别为估计数和预测数,以下各表这两两年份的数据亦同。

②美国中央政府财政或赤字占GDP的比重。

③资料来源:根据IMF(2004b)整理。

表2 美元实际有效汇率(1996-2003年)

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
汇率指数	89.5	94.5	100.6	99.1	106.6	116.7	116.1	103.0	101.2

注:①表中的汇率指数指美元的实际有效汇率。该指数以1989年-2001年美国对主要工业化国家贸易额为权重计算,为美元对世界其它主要货币的实际有效汇率指数。

②2004年数据为截至2004年7月份的美元实际有效汇率。

③资料来源:根据IMF(2004a)整理。

成了美国得以维持美元霸权的基础。

从国际收支经常帐户看,作为一个国际经济中的竞争者,必须能够不断扩大国际收支经常项目顺差,这是它们获得国外资产的途径;相反,如果国际收支经常项目处于持续逆差状态,相应地就会增加其国际债务。对于美国来说,其不断扩大的贸易逆差,说明其国际债务的不断累积,这是世界经济循环中潜在的危险。这一潜在的风险之所以没有最终爆发进而引发全球金融动荡,是由于美元处于国际货币体系中心货币地位,美国强大的经济基础仍然能够维系国际投资者的信心,美国发达完善的金融市场对于全球资本依然具有较大的吸引力,美国依然吸引了大量国际资本。具体的世界经济循环过程表现为:一些对美国贸易顺差的国家和地区的外汇储备不断累积,拥有外汇储备的这些国家又用外汇储备的相当部分购买了美国国债,以弥补美国财政赤字,同时也弥补了美国巨额国际贸易逆差带来的国际收支不平衡。

从国际资本流动看,发达国家在国际资本流动中一直占据主导性的地位。1997年亚洲金融危机之后,由于大量国际资本、尤其是银行信贷资本和证券资本迅速撤离东亚和拉美等发展中国家而流入美国、欧盟等发达国家,使得发达国家在资本流动中的主导地位进一步得到加强。发达国家间以美国为主导的国际资本流动格局并没有发生异常变化,特别是与经济的基本面高度相关的直接投资和证券投资,只有美国一家一直保持着净流入势头,欧元区和日本都是净流出。这从美国国际资本流动可以得到直观的解读。美国自宣称实行强势美元政策以来,一直保持着净资本流入(参见表3)。而这一净资本流入对美国来说是至关重要的,一方面净资本流入弥补了美国低储蓄率所导致的投资储蓄缺口;另一方面,也许是更重要的方面,净资本流入的相当部分实质上是对美贸易顺差国(主要是东亚国家手中积累的巨额美元储备,消化了这部分资金对美国所构成的威胁。

上述表明,要维持美元中心货币地位,必须在强势美元政策之下,保证顺差国持有的美元资产回流至美国国债市场。但是,这种做法并没有消除不断累积的风险,且存在着很大的变数。一旦出现不确定因

素,强势美元政策不可维持,国际资本流向发生逆转,就会将美元推入危机的深渊。

四、强势美元政策难以为继:美元霸权的困境

美元霸权的维系是通过实施强势美元政策以确保国际资本净流入来实现的。然而,政策选择上采取了强势美元政策,并不意味着就能顺利实现。特别是在美元市场汇率下跌的时候,仅仅靠美国财政部长在市场上支持强势美元的表态是无法一直维持市场对美元的信心。种种迹象表明,美国的强势美元政策越来越难以为继,这也意味着美元霸权走入困境。

1. 美国双赤字问题积重难返。正如本文前面所提到的,90年代以来美国贸易逆差已经成为美国经济的常态。而且,未来美国美元逆差有进一步扩大的趋势。根据国际货币基金组织的预测,2004年和2005年美国的贸易逆差将创出6,000多亿的新高,分别达到其当年GDP的5.4%和5.1%(参见表1)。贸易逆差占GDP的比重超过5%是国际公认的警戒线,意味着该国国际收支的不可维持性。

财政收支方面,小布什自2001年走马上任以来,仅在其任期的第一年里实现了财政盈余,其余年份均为赤字(参见表1)。2004年布什竞选获胜之后,在其第二任期里就没有连任的压力,可以放手实践其施政目标。布什在竞选期间已经明确提出且在竞选获胜之后再次确认他在第二任内要做的大事是对美国的社会保障和医疗保险进行改革。美国人的社会保障和医疗保险过去是由政府支付的,但是战后“婴儿潮”一代的年龄已逐步增高,预计不久会出现“退休潮”,若不改革,社会保障支出将迅猛增长。为了减轻政府负担,布什将通过减税在美国引入私人拥有的医疗保险和社会福利制度。这样做不可避免的后果是,美国财政赤字的进一步攀升。由于市场目前认定美国的财政赤字在布什第二任内会有比较大的失控,流入美国国债的海外资金数量将急剧减少。美国无法吸引到足够的国际资本净流入,这是美元持续下跌的根本原因,最终将影响到美元和美国经济。

2. 国际资本流动发生逆转。随着美国贸易逆差之下对外债务的不断累积,世界其它各国对美元的信心也不断丧失,国际资本流动已出现逆转的迹象。这时仅仅靠宣示强势美元理念已不足以维持市场信心。现实情况也确实如此,2004年下半年以来

表3 美国的国际资本流动状况

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
总流入	282.1	306.0	438.6	551.1	706.8	423.6	740.2	1,046.9	782.9	768.2	829.2
总流出	200.5	178.9	352.3	413.4	485.5	347.8	503.7	569.8	366.8	198.0	283.4
净流入	81.6	127.1	86.3	137.7	221.3	75.8	236.5	477.1	416.1	570.2	548.8

资料来源:根据IMF(2004a)整理。

美国财长斯诺多次强调美国政府支持强势美元政策,但仍然难以止住美元汇率屡创新低。一些国家的央行正在增加外汇储备中的欧元比重,亚洲国家购入的美国国库券在减少,这充分说明市场对美元未来价值的怀疑。同时,根据欧洲央行公布的数据,投资人在2004年9月份开始大大增加了欧元资产的买进力度,9月份欧洲直接投资和证券投资净流入资金增至449亿欧元。直接投资方面的净流入达到63亿欧元,主要来源于对股市的净投入和非当地注册企业对其在欧元区的附属公司进行再投资。这些迹象均表明美国国际资本流动出现了转向,美国成为资本净流出国家。

3. 近期美元创出历史新低是美元市场信心渐失的信号。近期经济强劲增长和联邦基金利率调升情况下美元仍然走低,是美元市场信心渐失的一个信号。2003年以来,美国经济开始走强,这一状况完全扭转了美联储的利率政策。到了2004年7月份,市场预期美联储将在2004年底将联邦基金利率提高到2%。而实际上,美联储加息的步伐远快于市场预期,到2004年11月11日美联储本年度的第4次加息之后(美联储前三次加息分别为2004年6月30日、8月、9月,每次加息幅度均为0.25%),美国联邦基金利率已经达到2%的水平。再看欧洲货币市场,LIBOR(London interbank offered rate,伦敦银行间同业拆放利率)是国际资金市场的基准利率,其利率走势可以大体反映各国货币间的供求关系。从表5数据可以看出,美元与欧元的市场利率差逐渐缩小,预计到2005美元对欧元将出现自2002年以来首次正的利差。理论上,美元利率走高将促进资本向美国的流动,直接支持美元汇率走高。

但是,即便拥有上述良好的经济基本面(参见表4、表5),美元汇率2004年11月份以来却屡创新低,美元兑欧元汇率接连跌破1.31美元、1.32美元和1.33美元关口。

表4 2000年以来的美国及世界经济增长

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
世界经济	4.7	2.4	3.0	3.9	5.0	4.3
美国	3.7	0.8	1.9	3.0	4.3	3.5

资料来源:根据IMF(2004a)整理

表5 6月期伦敦银行同业拆放利率
(Six-month London interbank offered rate, LIBOR)

	2002	2003	2004	2005
美元存款	1.9	1.2	1.6	3.4
欧元存款	3.3	2.3	2.2	2.8

资料来源:根据IMF(2004a)整理

4. 市场信心缺失时美元贬值会引发美元的进一步贬值。强势美元政策一定程度上对美国制造业的发展和制造业工人的就业造成了不利影响。在美国贸易逆差持续扩大的情况下,为了刺激经济和维持国际收支平衡,美国的汇率政策转向放任美元贬值,但政府仍宣称支持强势的美元以维持市场信心(2004年下半年美国财政部长斯诺仍不时宣称支持强势美元),此即为强势美元政策下的弱势美元策略。然而,美元贬值策略存在底线,即美元的贬值必须不改变净资本流入,美元贬值程度不能影响全球市场对美元的信心,一旦美元汇率失守出现美元危机,将导致美国经济的崩溃和全球金融市场的动荡,这是美元贬值的底线。在当前市场信心缺失的情况下,美元贬值非但不能收到改善国际贸易逆差的效果,反而使市场提高对美元资产的风险赋值,加速外国资产撤离美国,引发美元的进一步下跌。

五、结论和展望

美元霸权地位依靠实施强势美元政策来维持,从美国贸易逆差和国际资本流动状况看,其本质是保证净资本流入以弥补国际贸易逆差。但是,这种状况下的美元霸权具有内在的不稳定性和风险性。如果美国得以维持美元的霸权地位,其对外债务就会不断累积,意味着全球性金融风险的不不断累积,如若维持美元霸权地位的因素发生改变,国际资本流动发生逆转,则意味着全球性的金融动荡。因此,要么不断累积风险,要么崩溃,这就是当前国际货币体系之下的美元霸权的困境。

美元在国际货币体系中的霸权地位是美国经济在贸易赤字连年增长、对外债务规模日益庞大的情况下仍能保持增长的根本原因。尽管美国可以通过美元贬值来缓解其部分外债压力,同时以国际资本净流入来平衡国际收支,但是,双赤字制约之下的美元持续贬值逐渐使得市场对美元的信心缺失,这直接导致美国国际资本净流入地位的逆转,从而动摇美元霸权的基础。

美国是当今世界唯一的超级经济大国,其世界经济霸权地位仍然无人可以撼动。以美元霸权地位为特征的国际货币体系从动摇到崩溃有一个相当的时间过程。并且,美元的霸权地位把全球经济更加紧密地与美国拴在一起了,一旦美元地位动摇,美国经济衰退,将会引起全球经济危机,承担美元风险的不仅仅是美国,甚至主要不是美元的发行国美国,这就迫使世界其他国家一起来维系美元的地位,也就是维系美国经济的强势地位。然而,国际货币体系不是一成不变的,随着国际货币体系中心货币多元化趋势的发展,美国终将偿还这些由巨额贸易赤字带来的庞大外债,这是美元困境的最终结局。