

# 如何应对“美元本位”下国际收支失衡风险

□ 主持人 邹民生 乐嘉春

最近公布的一些重要数据表明,中国国际收支失衡显然在加剧。继5月创下单月外贸顺差新高后,中国6月外贸顺差再攀新高至145亿美元,而上半年外贸顺差则同比大增55%,达到了614.5亿美元。6月末,中国国家外汇储备余额为9411亿美元,同比增长32.37%。1-6月,外汇储备增加1222亿美元,同比多增加了212亿美元。中国国际收支失衡状况让人担忧,那么造成这种经济现象的主要原因是什么?又有怎样的国际背景?以及中国该怎么应对这一系列的挑战呢?

## 三大国际性因素影响中国 国际收支失衡

主持人:前一阵子我们与好几位中外专家讨论过中国经济面临的内外双重失衡问题。今天我们把讨论的话题更集中一点,着重谈谈国际收支失衡问题。因为前两天公布出来的几个数据实在耐人寻味。那么,导致中国对外失衡有哪些主导因素?

刘焯辉:当今世界经济最为显著的特征莫过于:美国经常项目逆差不断积累和中国等东亚国家经常项目顺差迅猛攀升,两国(地区)呈现出截然不同的经济结构,即美国的高消费、低储蓄与中国的高储蓄、低消费,从而导致全球经济陷入了不断失衡的格局。事实上,导致这种世界经济特征的主导因素主要有以下三个方面。

第一,从根本上来讲,当今国际金融制度必然会导致美国对其他国家的贸易逆差或一般意义上的国际收支逆差。因为,当今“国际本位货币市场”的竞争格局已经发生了本质性变化:在经历了1980年代所谓的美元、日元和马克“三足鼎立”的“寡头垄断市场”的短暂稳定之后,美元的市场垄断地位在进入1990年代之后进一步得到确立。2005年,在美国经常账户逆差占GDP高达7%的情况下,美元储备占全球外汇储备的比重上升到了80%。事实上,国际金融制度又回到了以国际货币作为国际货币的布雷顿森林体系,麦金农据此将这种国际金融秩序概括为“美元本位”。

目前,美元是全世界的主要储备货币,所有的国家都需要将美元作为最后的清算手段,美元也是全球经济交易的计价货币。在各国的储备货币中,美元的比例高达80%还多。在“美元本位”时代,全球的储备货币是黄金,现在的储备货币是美元。不断增长的全球经济、全球贸易,以及其他国家对国际储备资产不断增长的需求,客观上导致了美元及美元定价资产的供应不断增加。这意味着,每一个国家都需要储备美元,储备美元意味着一国的多卖少买或贸易顺差,或者向美国或其他国家借入储备货币,但最终要靠贸易顺差来偿还这些借入的储备货币。如果将美国作为一方,世界上其他国家作为另一方,那么美国必定是贸易收支逆差或国际收支逆差的国家。在这个意义上,美国持续地产生贸易逆差,成为当下全球经济正常运行中的最为重要的必要条件之一。

这样一个国际货币体系的基本特

征是,各国之间的合作和制约基础遭到了严重破坏,且各大国之间不愿意或没有能力相互吸收国际收支调节带来的冲击,也无法制约美国的国内经济政策,由此,国际本位货币市场已经成为一个“无政府规制的高度垄断性市场”,其稳定性完全依赖于对美国经济的信心。故此,高度垄断的国际本位货币竞争市场,极大地削弱了各国借助汇率调节国际收支的功能。

第二,美国经济的内外失衡必然会要求不断地供给美元信用,或者通过美元贬值来调节美国的国际收支,以避免引起美国国内经济衰退。与此同时,又必须有相应的经济能够吸收美元贬值的冲击。由于欧洲和日本都经历了1990年代的经济低迷,已经无法或不吸收这一冲击。因此,从经济规模、增长速度、国际收支、国际储备和汇率水平等方面看,转型时期的中国似乎更符合吸纳这种调节国际收支冲击的条件。

转型经济体的典型性特征是政府主导,政府保持了对资源配置的许多权力,一个必然的结果是经济增长模式是投资驱动型的,由此又会导致收入分配的结构不平衡问题。在宏观经济层面上,则表现为储蓄始终大于投资,国内总供给大于国内总需求,生产过剩危机的出现。由此,也必然会要求存在一个能够充分吸纳中国净储蓄与净产出增加的持续扩大的外部需求,外部需求或言国际需求可以成为抵消国内生产过剩的一种对冲机制,并以此来避免因国内的生产过剩矛盾演变成一场危机。从这个意义上讲,中国经济中投资与消费的内部失衡和国际收支顺差的外部失衡是相互联系在一起的。

从某种意义上讲,中国的国际收支失衡(经常账户的顺差)并不直接取决于贸易政策或产业竞争力,相反是取决于国内的宏观经济因素如国民储蓄率和投资率。国民储蓄率和投资率这两个变量几乎是不受贸易政策影响的,更不会受其他国家货币升值或贬值的影响,当然它们也会决定资本的国际流动。在这个意义上讲,中国的国际收支失衡与汇率无关,最终是由中国的经济增长模式所决定的(用经济学术语讲,叫“路径依赖”)。

第三,自1990年代以来,基于技术革命基础上的经济和金融全球化在客观上进一步加重了现行国际货币体系的矛盾。在1990年代技术革命和经济全球化的推动下,跨国公司成为全球生产的主要组织者和协调者,并实现了按价值链组织全球分工,降低了成本

并提高了利润水平,20世纪90年代中后期出现的“低通胀、高增长”就是这一技术革命和经济全球化的重大成果。同时,经济全球化也使越来越多的发展中国家卷入了全球化的大潮中,加快了全球制造业向低成本地区转移的趋势,其直接效应就是发展中国家在全球贸易中的比重提高,出口竞争力增强和贸易顺差增加。

近年来,特别是亚洲区域内跨国公司垂直型专业化分工的深入发展,FDI在跨国外包和改变贸易平衡中起到了很大作用,中国也形成了以外资企业为主的加工贸易基地,且供应链不断延长,附加值不断提高,从而促进了中国的出口。也就是说,这种垂直型分工格局实际上造成了亚洲区域内其他国家(甚至包括其他地区发展中国家)对欧美两大经济体的贸易顺差全部或部分地转嫁给了中国,使中国对欧美的顺差大幅增加(美国对华贸易逆差已占其全部贸易逆差的四分之一),贸易摩擦升级,势必要求以人民币升值来调节国际收支。因而,一个显然的结论是,全球化趋势下的各个国家产业优势在技术进步推动下加速分工,从根本上改变了货币、贸易及更多宏观经济变量的传导机制。在发达国家与发展中国家之间形成了几十倍的生产要素价格差,导致通过传统的汇率来调节贸易平衡的机制完全失效,汇率调整的结果更多的是反映了产业链上各主体利润水平的波动,却无法从根本上改变全球的贸易模式。

中国面临“美元本位”下的国际收支失衡风险

主持人:前面,我们比较多地讨论了“美元本位制”及其对中国的影响。我们是否还可以从一个更开阔的视野来看这个问题呢?

刘焯辉:当下国际金融秩序的核心无疑是“美元本位制”。美元本位制与金本位制和布雷顿森林体系相比最关键的之处不在于,美元本位使得各国大量储备的美元可以不受任何类似于黄金的实物支持。美国人可以凭空造出各种金融工具来达到其平衡国际收支逆差的目的。正因为如此,美元本位制也成了孕育全球性金融风险的本源之一。

由于可以倚仗美元作为各国主要的外汇储备货币的特殊地位,美国没有了“先储蓄,后消费”或“先生产,后消费”的任何负担,完全可以靠政府和私人部门的举债进行消费。由此,“美元本位制”的地位确立,使得美国成为

世界上最大的债务国,并积累了大量的贸易逆差。而且,美国还可以不分地域地利用世界上其他国家的剩余资金,无限期或无约束地进行负债运转。

其实,美元的背后并没有黄金的支持,同样美国政府债券的背后也没有美国国内储蓄的支持。故此,这种仅由纸币而不是黄金支持的信用创造,不可避免地会经常导致全球范围内以经济过热和资产价格暴涨为特征的信用泡沫。当大部分泡沫化的信用成为永远无法追回的不良资产之日,也是许多国家为维系“美元本位制”做出牺牲之时。

自上世纪90年代以来,美国主导的全球新的产业结构业已形成,中国日益成为世界工厂和国际资本流动的主要目的地,随着跨国集团内部组织链的调整,中国被搁置在所谓制造业价值链(所谓“微笑曲线”)的低端位置上。事实上,这也使中国经济置身于这种“美元本位制”的国际金融秩序的巨大风险之中。

回顾一下2003年以来中国经济,中国的经济学家们一次又一次地争论着经济过热还是过冷?通胀还是通缩?但很少有人注意到为什么自2003年以来中国的投资和信贷也一直高速增长,他们似乎对于形成这一格局的内外机制却知之甚少。

2003年,美国政府开始加强了弱势美元的政策力度(通过大规模减税刺激美国经济的复苏),美元对日元和欧元的汇率分别贬值了17%和14%。确实,弱势美元使得美国进口费用增加,结果是美国2003年的贸易赤字达到了创纪录的4894亿美元。与此相对应,中国出口在2003年同比增长了近40%,外汇储备同比增长了40.8%,达到了前所未有的4033亿美元,比2002年多增了1900多亿美元。为兑换1900多亿美元,中国央行不得不增发超过1.5万亿元的人民币基础货币,也给银行体系注入了大量流动性。可以说,中国货币投放的大幅增加、银行信贷的急剧扩张以及中国经济的局部过热自那时起与美元汇率变动之间开始表现出惊人的相关性。

为了抑制经济过热,中国政府自2004年以来进行了宏观调控。但是,在美元本位制下,宏观调控也陷入了进退维谷的困局中。因为,通过行政措施(信贷控制)或许短期内能将过快的投资增长控制下来,但在短期内消费需求无法形成内需替代,投资下降导致进口需求减速,在外部需求强劲的情况下,贸易顺差增长加速是不可避免的,如贸易顺差从2004年的300多

亿美元一下子激增至2005年的1000多亿美元,此时内部失衡转化并加剧了外部失衡。也就是说,宏观调控很可能使得人民币升值压力进一步增强。这种自我实现的预期引发热钱以更快地速度流入,导致中国金融体系的流动性泛滥,货币市场利率低企,房地产、股票等资产泡沫开始急剧膨胀。同时,中国的金融压抑表现为金融市场发展非常滞后,资金基本上依赖于靠银行体系,中国银行体系的信贷又主要是抵押贷款,资产的快速升值意味着实体经济的信贷条件的事实上放松,以及利率的事实上下降。当这种风险累积到一定程度时,即便是运用行政手段的信贷指导也未必能控制得住这种局面,也就可能形成现在的投资过热局面。

## 构筑资源战略储备是化解 中国内外失衡矛盾的重要选择

主持人:那么,在面对内外双重失衡的挑战面前,中国应当采取怎样的应对措施?这是大家关心的一个问题。

刘焯辉:为了追求长期可持续的和平发展,中国必须从根本上调整本国经济与国际经济秩序的关系。从这层意义上看,及时通过解决国内以各种形式存在的经济不平等(收入分配、民营资本准入等),从而有效地扩大内需已经成为中国经济在近期内转型中最为紧迫的任务。

在这个过程中,中国应该尽可能地维护人民币汇率稳定,采用其他手段来减少贸易顺差,以此作为中国经济的成功转型争取宝贵的时间。故此,我们应当在“美元本位”的国际金融秩序和全球化的大背景下来积极应对如何在短期内缓解人民币升值压力,要力避因外部压力而调整汇率。

“美元本位制”是当今国际金融秩序的核心,如果将一个欠成熟的经济体与可能是全球最不稳定的一种货币“拴”在一起,足以让我们认识到“美元本位”的风险。所以,在“美元本位”下,由于目前中国是世界第一外汇储备大国,动用外汇储备建立石油储备、黄金或者其他稀有金属储备不失为一个战略选择。

故此,考虑建立一个包含美元资产、石油、黄金、白银、铜等其他稀有金属等大宗商品储备的储备组合篮子,基本上合乎一个朴素的“风险对冲、价格稳定”的金融思想。当然,在国际政治风险可控的前提下,鼓励中国企业“走出去”,到境外大规模购买关系到中国经济发展的重要战略性资源,如油田和矿山等,也是一种切实可行的选择。至于各种储备之间的比例搭配,在什么合适的市场时机买,这是一个纯粹的专业性较强的技术问题和策略技巧问题。在中国,更为重要的是决策的体制和机制问题,中国建立一套高效率的、高度保密的、统一决策的储备管理机制和反应机制,才能在瞬息万变的国际金融市场中真正把握中国的利益。

所以,认清美元本位的风险,构建中国的资源储备战略,是当前中国所必须进行的一项重要工作。

## 看点

●当今世界经济最为显著的特征莫过于:美国经常项目逆差不断积累和中国等东亚国家经常项目顺差迅猛攀升,两国(地区)呈现出截然不同的经济结构,即美国的高消费、低储蓄与中国的高储蓄、低消费,从而导致全球经济陷入了不断失衡的格局。事实上,导致这种经济失衡的主导因素主要有以下三个方面。

第一,从根本上来讲,当今国际金融制度必然会导致美国对其他国家的贸易逆差或一般意义上的国际收支逆差。第二,美国经济的内外失衡必然会要求不断地供给美元信用,或者通过美元贬值来调节美国的国际收支,以避免引起美国国内经济衰退。第三,自1990年代以来,基于技术革命基础上的经济和金融全球化在客观上进一步加重了现行国际货币体系的矛盾。

●自上世纪90年代以来,美国主导的全球新的产业结构业已形成,中国日益成为世界工厂和国际资本流动的主要目的地,随着跨国集团内部组织链的调整,中国被搁置在所谓制造业价值链(所谓“微笑曲线”)的低端位置上。事实上,这也使中国经济置身于这种“美元本位制”的国际金融秩序的巨大风险之中。可以说,中国货币投放的大幅增加、银行信贷的急剧扩张以及中国经济的局部过热与美元汇率变动之间存在着较强的相关性。

●“美元本位制”是当今国际金融秩序的核心,如果将一个欠成熟的经济体与可能是全球最不稳定的一种货币拴在一起,足以让我们认识到“美元本位”的风险。所以,在“美元本位”下,由于目前中国是世界第一外汇储备大国,动用外汇储备建立石油储备、黄金或者其他稀有金属储备不失为一个战略选择。

## 编余

最近的一系列宏观经济数据,尤其是贸易顺差的持续上升,显示出中国的外部失衡在进一步恶化。解决外部失衡的唯一手段是否是汇率调整抑或人民币升值?对此,本报的特约撰稿人焯辉博士提出了自己的独特看法。他将中国的国际收支失衡置于“美元本位”和经济全球化大背景下予以分析,提出了中国的国际收支失衡与汇率无关,而是由中国的经济增长模式(投资驱动型)决定的观点,我们似乎难以通过传统的汇率调整方式来平衡中国的国际收支。并且,我们还应当谨慎对待汇率调整政策,不要寄希望于借助人民币升值来解决中国的宏观经济问题,这是他提出的一个建议。

至于如何解决外部失衡问题,除了要扩大国内需求外,他还提出不仅要清醒地认识到“美元本位”对中国经济构成的金融风险,而且还应该尽可能地维护人民币汇率稳定,采用其他手段来减少贸易顺差。为此,动用外汇储备建立石油储备、黄金或者其他稀有金属储备不失为一个战略选择。这是当前中国所必须进行的一项重要工作。

人民币升值问题一直是投资市场上关注的一个焦点问题及市场投资主线。或许,读者可以透过本期对话了解到理论界对这个热点问题的研究看法。至于焯辉博士的观点是否中肯,则另当别论。

——亚夫

# 人民币升值不当将引发经济风险

□ 刘焯辉

在全球资本流动的格局下,对于一个需要同时兼顾汇率和利率等多重目标的中央银行来说,货币政策的独立性将受到很大的制约,央行也很难独立地肩负起宏观调控的重任。在收紧流动性(加息、提升准备金率)失灵的情况下,央行自然将目光投向了人民币汇率,寄希望于通过人民币升值来摆脱这一困局。

当下人民币汇率改革无非有两种选择。一是选择人民币一路碎步小跑,即所谓“稳步升值”;二是人民币一步到位,大幅升值后干脆让它浮动。如此,汇率走势便只可能有两种可能的结果:一是人民币持续地维持升值预期或继续升值,一是人民币汇率趋势

发生逆转,出现大幅贬值预期或直接开始贬值。

让我们先来分析一下人民币升值的第一种可能性结果。如果人民币小幅升值后,人民币升值的外部压力还继续存在,热钱仍可能会继续随着外部压力而持续进入中国,升值的预期将“挥之不去”,甚至可能会出现人民币长期的单边升值预期,那是十分可怕的事情。这样的话,中国经济将很可能陷入了日本的“流动性陷阱”之中而不能自拔。

事实上,当下中国经济体与1980年代的日本经济体之间存在着诸多相似的特征:政府主导性强、金融压抑导致金融市场发展滞后、储蓄转化为投

资主要依赖于银行体系等。但与当时的日本相比,中国至少还缺乏两个有利条件。第一,尽管中国拥有巨大的贸易顺差和外汇储备,但还远远没有确立起在高附加值产品上的国际竞争力;第二,当下中国还没有真正解决在经济发展过程中出现的日益严重的收入分配不平等问题,这可能会容易引起经济衰退后的其他非经济问题。所以,如果人民币长期升值的预期无法降低,让人民币“稳步升值”,中国经济将可能步入日本的“流动性陷阱”的深渊,其后果不堪设想。

至于人民币升值一步到位的可能性结果,如果让人民币一次性升值幅度超过两位数,那么就可能很快会形

成贬值预期。一旦人民币大幅升值,投机资本在赌赢了人民币升值后马上会反过来再赌人民币贬值,由此将可能会导致中国经济陷入“硬着陆”和漫长而痛苦的通缩境地。这样的话,中国将为此承担经济调整的代价。相反,随着中国经济不振及中国因素的影响减弱,全球能源和资源品价格将会迅速下滑,美国经济中的通胀压力也将会迅速消失,饱受诟病的“双赤”规模自然会急剧减少。可以预知的是,美元将顺势“由弱转强”,美联储也可以腾出手来再次削减美元利率,资产泡沫得以延续,由此可以进一步强化“美元本位”的国际金融秩序。

自去年7月以来,人民币汇改的

重心是改革人民币汇率的形成机制而不是人民币升值,但事实是人民币却在小幅升值。在继上月人民币兑美元破8后,日前人民币又创下7.9859元的历史新高,再度叩开了7.99元的大门。

我们认为,央行应当采取强硬的姿态和明确的目标来稳定人民币的市场预期,不能再强化境外投机资金、国内商业银行、国内外企业和居民的升值预期。否则的话,尽管人民币在小步升值,但诸多宏观经济问题并没有得到解决。所以,对试图通过人民币升值来摆脱当下困境的汇率政策,我们更要“三思而后行”,要以国家最高利益为重,谨慎决策。