

宏观调控不必把全球失衡作为政策目标

□方晋

■人物志



方晋: 澳大利亚麦考瑞大学经济学硕士, 北京大学经济学博士, 现任职于国务院发展研究中心, 主要研究领域为: 国际贸易、国际投资、美国经济。

近年来, 全球失衡成为国际经济学界关注的一个焦点问题。在国际货币基金组织(IMF)、世界银行和众多机构、学者的研究报告中, 均把全球失衡视为是影响世界经济增长的一个主要风险, 并往往以此为由要求中国人民币升值。本文打算就这一问题展开分析, 并给出相应的政策建议。

辩证看待全球失衡风险至关重要

面对全球性失衡风险, 我们应当如何辩证地认识和看待这一问题呢? 笔者认为, 我们可以从以下三个方面观察这一问题。

第一, 一个国家的长期出现经常项目逆差是可能的。与传统经济学理论预测不同的是, 世界上有许多国家长期都拥有经常项目逆差。例如, 除1991年出现过微小顺差之外, 美国自1982年起到现在一直都是逆差。英国是从1984年起到现在一直都是逆差, 澳大利亚和新西兰从20世纪70年代初期到现在一直都是逆差。在发达国家中, 长期出现逆差的国家还有西班牙、葡萄牙和希腊等国。不过, 大部分逆差国家都是发展中国家, 特别是非洲和拉美国家。

虽然美国逆差的绝对值是世界第一, 但逆差相对于本国GDP的比例(2005年为6.5%)与许多其他国家相比并不算高。2005年, 全球共有55个国家经常项目逆差与GDP之比超过美国, 有32个国家比例超过10%。如果计算1980年至2005年的平均值, 美国逆差相当于本国GDP的2.4%, 但有102个国家高于这一比例。其中, 发达国家中高于美国的有新西兰(4.9%)、澳大利亚(4.5%)、葡萄牙(4.4%)、冰岛(3.6%)、希腊(2.8%)等国。

事实上, 在过去26年中, 每年逆差国家的数目都远远超过顺差国家。也就是说, 世界上大部分国家都有经常项目逆差, 而且许多国家长期都是逆差, 其中很多国家的逆差相对于本国的经济规模来讲还相当高。

第二, 全球失衡导致美元暴跌的可能性不大。在过去20多年中, 长期有经常项目逆差的国家不少, 但真正因此出现货币大幅贬值并引发金融危机危机的并不多。占全球经常项目逆差三分之二的美国也不会出现类似亚洲金融危机时某些亚洲国家那样的货币贬值和金融危机。具体而言, 有如下几个原因。

首先, 美元是国际储备货币, 美国的外债主要以美元计价, 因此美国不存在外汇不足而无法支付外债的问题。

其次, 美国目前“净外债”(即美国在海外的资产减外国在美国的资产的余额)相对而言并不高, 还远远没有达到影响美国偿还能力的水平。截至到2005年底, 美国的外债资产为10万亿美元, 外国在美国的资产为12.7万亿美元, 美国的“净外债”为2.7万亿美元, 相当于GDP的21%。而英国、澳大利亚、新西兰三国“净外债”占本国GDP比重分别为25%、44%和62%, 均比美国高。这些国家近年来经济发展都很好, 汇率也相当稳定。

而且, 由于美国的外债资产以股权投资为主, 而外国在美国的资产以债权投资为主, 因此美国的外债投资

全球失衡指的是当前美国等少数国家拥有大量经常项目逆差而另一部分国家拥有大量顺差的不平衡现象。这种不平衡被认为是影响世界经济的一个重大隐患, 应该通过汇率调整等手段予以消除。这种不平衡状态还可能持续很长时间, 但不会对世界经济造成不利影响。我们应该坚持以国内目标为主进行宏观调控, 无需把调整全球失衡作为自己的政策目标。

收益要高于它向外国投资者支付的收益。也就是说, 美国可以凭海外投资赚到的钱去支付外国投资者从美国得到的收益。

第三, 美元贬值对于美国的“净外债”可以起到自动调整的作用。如果美元贬值, 美国的外债资产(主要以外币计算)就会升值, 外国在美国的投资对美国来说价值不变。这样, 美国“净外债”将会缩小, 国际收支状况得到改善, 美元进一步贬值的压力也会降低。

从长期来看, 只要美国在世界经济中的作用没有被别国所取代, 美元的国际货币地位不变, 美元汇率的变动仍将主要取决于国际投资者对美元资产收益率的预期, 而这一预期将主要随着美国经济周期和与之相对应的美国货币政策的变化而变化。未来美元会出现周期性贬值, 也会出现周期性升值。

即使随着美国在世界经济中的地位下降, 美元出现长期贬值的趋势, 这一过程也将是相当漫长的。据IMF数据显示, 从1970年到2005年, 美国GDP占全球的比重仅下降了2个百分点, 而同期美元实际汇率也仅仅贬值了16%。而且主要的贬值发生在布雷顿森林体系崩溃期间, 从1973年3月美元正式浮动后到2005年, 美元实际汇率只贬值了2%。

因此, 只要美国和美国在国际经济和货币体系中的地位不发生改变, 全球失衡不会引发美元的暴跌和金融危机。

汇率调整无法消除全球失衡

如何消除全球失衡? 我们认为, 既要认识全球失衡具有长期性特征, 也要看到汇率调整对改变全球失衡的作用是非常有限的。

第一, 汇率对调整国际收支的作用非常有限。根据国民账户恒等式可知, 一国的经常项目余额等于该国储蓄与投资的差额。经常项目逆差说明该国储蓄低于投资需求, 顺差则相反。决定一个国家储蓄率和投资率高低的主要因素非常复杂, 如果汇率因素不在中间起决定作用, 那么调整汇率就无法解决经常项目平衡问题。如果说20世纪90年代后半期美国逆差不断扩大与美元走强有关系, 那么又如何解释2001年后美元持续疲软而逆差继续扩大?

同样的道理, 日元在布雷顿森林体系解体之后总体处于升值状态, 特别是1985年广场协议之后更是显著升值, 但日本却能长期保持世界第一大顺差国的地位。实际上20世纪90年代以来日本的储蓄率一直在下降, 但由于泡沫经济的破灭导致投资率更低, 日本还是能保持经常项目顺差。这时候即使日元升值, 并不能解决日

本经济结构性的问题, 反而会打击日本出口这一唯一的经济增长点, 并加剧通缩, 使日本陷入进一步的衰退。只有到了现在, 随着日本经济复苏, 投资率开始上升, 日本的顺差才有可能真正缩小。

中国的顺差也是缘于国内的高储蓄率, 而高储蓄率与社会保障体系不健全、资本市场不发达有很大关系。人民币升值可以抑制出口、刺激进口, 经常项目顺差会暂时下降, 但这只是治标不治本的方法。居民用于教育、医疗和退休的储蓄并不会因为进口的东西便宜就减少了, 中小企业贷款的难度也不会因此而降低。国内储蓄大于投资的局面不会发生根本改变, 经常项目顺差也会持续。

近年来油价上涨使得石油出口国的顺差大大超过了东亚国家。由于地缘政治因素和刚性需求的上升, 油价已经远远超过石油的生产成本。像沙特阿拉伯原油开采成本为1.5美元一桶, 但国际市场上的油价在60美元以上, 那么沙特的汇率要上升多少倍才能平衡自己的顺差呢? 这些国家国内市场狭小, 投资机会匮乏, 短时间内积累了大量的出口收入只能储蓄起来投资于国外。何况, 油价还会有低的时候, 石油资源也有枯竭的时候, 把石油收入储蓄起来防患于未然也是明智之举。汇率升值显然不可能解决这些国家的顺差问题。

对于一些实行固定汇率制或有管理的浮动汇率制的国家来说, 如果名义汇率偏离潜在的均衡值, 确实有可能造成经常项目余额的失真。但是, 决定一个国家长期国际竞争力的是实际汇率, 而不是名义汇率。如果一个国家名义汇率被人为压低, 那么国际资本就会流入, 就会造成国内流动性过剩和物价上升。即使名义汇率不变, 但出口产品价格上升了, 进口产品更便宜了, 实际汇率等于是升值了。相反, 一个国家若保持过高的名义汇率, 资本就会流出, 国内会出现通货紧缩, 实际汇率还是贬值了。从长期来看, 一个国家的名义汇率可以失真, 但实际汇率不会。

第二, 全球失衡的长期性。全球失衡之所以能够长期存在, 与全球经济一体化密不可分。随着贸易和投资自由化进程的加快, 国际间产业分工日益深化。发达国家的制造业向基础设施良好、劳动力成本低、政治环境稳定的新兴市场国家转移是大势所趋。

国际金融市场融合度提高也使得各国的资本可以在全球范围内寻找最佳的风险和回报组合。总的说来, 发展中国家的资本向发达国家流动, 主要是为了获得安全、稳定和流动性高的回报; 而发达国家向发展中国家流动, 是为了取得高风险条件下的高收益, 以平衡国内回报率低的投资组合。

全球经常项目变化情况

	内容	1980年	1990年	2000年	2005年
前5大逆差国	逆差总额(亿美元)	615	1730	5307	10188
	占全球逆差比重	26%	59%	78%	82%
	占全球GDP比重	0.5%	0.8%	1.7%	2.3%
前5大顺差国	顺差总额(亿美元)	842	1208	2415	6111
	占全球顺差比重	73%	64%	48%	53%
	占全球GDP比重	0.7%	0.5%	0.8%	1.4%

说明: 根据IMF数据计算

发达国家由于人口老化导致储蓄率不断下降, 需要吸引国外的资金流入。有部分发达国家由于宏观经济周期性的因素, 目前仍处于经常项目顺差, 但发达国家储蓄率总体下降的趋势非常明显。新兴市场国家正处于工业化起步阶段, 需要积累资金, 再加上未来收入增长的不确定性, 导致国内储蓄率偏高。由于本国的货币在国际上不能流通, 这些国家必然要成为国际流通货币资产的净持有者。假以时日, 若新兴市场国家成功地实现了工业化, 自身的货币会成为国际流通货币并升值, 其产业结构和人口结构也会发生变化, 可能会演变成今天发达国家的这种国际收支状况。但这个过程将非常漫长。

总的来说, 国际间货物和资本的自由流动提高了资源的配置效率和参与者的福利, 会随着全球化的推进不断加深。按照传统的分国别的国际收支口径来统计, 当然会得出全球失衡越来越严重的结果, 但这种结果不会对世界经济有什么实质性的不利影响。只要全球贸易、投资和金融一体化的大趋势不改变, 强行调整汇率或许会改变全球失衡在不同国家和地区间的分布, 但改变不了全球失衡的总体态势。

宏观调控应以解决国内问题为主要目标

在本轮经济增长中, 我国面临的主要问题是投资增长过快、货币信贷投放过多以及近来出现的国际收支不平衡加剧等问题, 防止经济增长由偏快转为过热是当前宏观调控的主要任务。由于中国是国际上的主要顺差国之一, 不论是对国内投资和信贷进行调控, 还是直接对国际收支项目进行调整, 都会对全球失衡产生影响。

从前面的分析中可以看出, 全球失衡现象可以长期存在, 且不会对世界经济造成重大的不利影响。之所以有很多人强调全球失衡风险, 既可能是对全球化条件下经常项目长期不平衡的可能性缺乏信心, 也有西方贸易保护主义者的借题发挥。我们国家对此应该保持清醒的认识, 没有必要把调整全球失衡作为政策目标。在进行

宏观调控时, 应以解决国内问题为主要目标, 不必过多考虑对全球失衡的影响。

抑制投资增长过快、压缩过剩产能是本轮宏观调控的重点。在抑制投资的同时, 我们也希望通过降低过高的储蓄率、刺激消费来扩大内需。但要降低储蓄率, 必须建立健全社会保障体系、建立发达的资本市场、推动政府从经济建设向公共服务职能的转变, 这些制度性的建设有自身的约束条件和发展要求, 需要一定的时间才能完成。因此, 在储蓄率下降缓慢的情况下, 抑制投资的结果可能会导致经常项目顺差的进一步扩大, 但不能因为怕顺差扩大, 就对抑制投资缩手缩脚。

有一种观点认为, 当前投资过热是流动性过剩造成的, 而流动性过剩又是由经常项目顺差过大引起的, 因此应该让人民币升值使经常项目达到平衡。如果上述判断是正确的, 那么让人民币升值确实可以抑制出口、鼓励进口, 甚至在一定程度上刺激消费, 使得经常项目顺差缩小, 减少经济中的流动性。

汇率本身是宏观经济管理的一个重要调控工具, 但是在我国目前的经济状况下, 切忌把汇率作为平衡经常项目的主要手段。换言之, 不能把经常项目是否平衡作为人民币汇率调整是否到位的标尺。如果在汇率升值和其他政策共同作用下投资增速下降了, 但储蓄由于制度性原因下降得不够快, 中国仍可能处于顺差状态。若把顺差的存在视为是人民币升值不够, 那么势必要求汇率进一步升值。最后就是投资越来越低, 顺差始终存在, 人民币不断升值, 中国可能就会落入“升值陷阱”, 导致通货紧缩甚至经济衰退。因此, 我们应保持清醒的认识, 没有必要把调整全球失衡作为政策目标。在进行宏观调控时, 应以解决国内问题为主要目标, 不必过多考虑对全球失衡的影响。

■看点

●在过去20多年中, 长期有经常项目逆差的国家不少, 但真正因此出现货币大幅贬值并引发金融危机危机的并不多。具体而言, 有如下几个原因。首先, 美元是国际储备货币, 美国的外债主要以美元计价, 因此美国不存在外汇不足而无法支付外债的问题。其次, 美国目前“净外债”(即美国在海外的资产减外国在美国的资产的余额)相对而言并不高, 还远远没有达到影响美国偿还能力的水平。第三, 美元贬值对于美国的“净外债”可以起到自动调整的作用。因此, 只要美国和美国在国际经济和货币体系中的地位不发生改变, 全球失衡不会引发美元的暴跌和金融危机。

●国际间货物和资本的自由流动提高了资源的配置效率和参与者的福利, 会随着全球化的推进不断加深。按照传统的分国别的国际收支口径来统计, 当然会得出全球失衡越来越严重的结果, 但这种结果不会对世界经济有什么实质性的不利影响。只要全球贸易、投资和金融一体化的大趋势不改变, 强行调整汇率或许会改变全球失衡在不同国家和地区间的分布, 但改变不了全球失衡的总体态势。

●汇率本身是宏观经济管理的一个重要调控工具, 但是在我国目前的经济状况下, 切忌把汇率作为平衡经常项目的主要手段。若把顺差的存在视为是人民币升值不够, 那么势必要求汇率进一步升值。最后就是投资越来越低, 顺差始终存在, 人民币不断升值, 中国可能就会落入“升值陷阱”, 导致通货紧缩甚至经济衰退。因此, 我们应保持清醒的认识, 没有必要把调整全球失衡作为政策目标。在进行宏观调控时, 应以解决国内问题为主要目标, 不必过多考虑对全球失衡的影响。

■编余

全球经济失衡已成为一种共识, 因中国贸易顺差逐步扩大, 也成为有关人士要求人民币升值的主要理由之一。对此, 本文作者并不认同。

他认为, 汇率调整对缩减贸易顺差的作用是非常有限的。尤其是对中国而言, 贸易顺差源自于国内储蓄率过高问题暂时是难以解决的。中国储蓄率过高是与社会保障体系及资本市场不发达等因素密切相关, 这意味着通过汇率调整是难以解决高储蓄率问题, 因而也是难以缩减贸易顺差的。

如果我们把汇率调整视为平衡贸易顺差的宏观调控工具, 在国内储蓄率难以快速下降和消费需求难以迅速提升的情况下, 投资下降反而会使得贸易顺差增加和人民币升值不断, 并最终可能会陷入“升值”陷阱之中。因而, 作者鲜明地提出, 在我们国家进行宏观调控时, 应以解决国内问题为主要目标, 不必过多考虑对全球失衡的影响。这一见解是有实际意义的, 值得引起关注。

——亚夫

全球经济失衡的特征与风险

□方晋

事实上, 全球失衡指的是当前美国等少数国家拥有大量经常项目逆差而另一部分国家拥有大量顺差的不平衡现象。也有人用全球贸易当中的不平衡现象来阐述全球失衡这一概念。笔者认为, 经常项目失衡比贸易失衡更能说明全球失衡的实质。在国际收支统计中, 贸易平衡本身是经常项目平衡的一个主要组成部分, 而且对于多数国家来说, 两者关系是非常紧密的, 经常项目平衡可以说涵盖了贸易平衡。

而且, 如果只分析贸易不平衡, 那么全球失衡就变成了一个简单的国际贸易问题, 其解决之道自然就是汇率调整或是贸易政策调整。事实上, 全球失衡是一个复杂的货币金融现象。例如, 美国之所以能够维持经常项目的逆差, 就是因为它能够吸引到足够的国际资本流入。鉴于国际收支统计中经常项目与

资本项目存在着明确的对应关系, 用经常项目的不平衡可以更好地分析全球失衡问题。

全球失衡现象存在两个特点。第一, 逆差和顺差集中在少数国家。按照IMF的统计, 2005年全球经常项目逆差总额约为1.25万亿美元, 其中美国为8050亿美元, 占65%; 前五名逆差国(依次为美国、西班牙、英国、澳大利亚和法国)逆差总计10188亿美元, 占总数的82%, 相当于全球GDP的2.3%。顺差国的分布要平均一些, 前五名(依次为日本、中国、德国、沙特阿拉伯、俄罗斯)顺差总计为6212亿美元, 占比为53%, 相当于全球GDP的1.4%。

第二, 全球失衡近年来有不断加剧之势。1980年的时候, 经常项目逆差最大的五个国家逆差总额为615亿美元, 占全球逆差总额的26%, 相当于全球GDP的0.5%。

1990年时前5大逆差国逆差总额为1730亿美元, 占全球逆差的59%, 相当于全球GDP的0.8%。到了2000年, 这三个数字分别为5307亿美元、78%和1.7%。可见, 逆差的扩大和逆差集中度的上升, 主要发生在20世纪90年代特别是2000年之后。值得注意的是, 经常项目顺差的总额虽然也在不断扩大, 但主要顺差国占全部顺差的比重有所下降。

那么, 全球失衡可能会带来怎样的风险呢? 许多人认为, 按照传统的经济学理论, 一个国家不可能长期地出现经常项目赤字。随着逆差的上升, 外债的积累, 这个国家可能会发生国际收支危机, 并无力偿还外债。其结果就是外债撤离、货币大幅贬值, 严重的甚至会导致经济危机。目前全球失衡最大问题是美国巨额经常项目逆差。鉴于美国

在国际经济中具有举足轻重的地位, 一旦美国逆差不可持续, 国际投资者丧失信心, 那么必然会出现美元暴跌的情形, 并有可能演化成波及全球的金融危机。

按照这一思路, 为了避免这一危机的发生, 美元应该贬值, 而顺差国应该让自身的货币升值。例如, 中国2005年经常项目顺差为1608亿美元, 占全球顺差总额的13.8%。而今年以来, 由于顺差增长较快, 很可能成为世界第一大顺差国。有鉴于此, 西方国家一直都要要求人民币升值以分担全球失衡的责任。而我们国家往往以全球失衡主要责任不在中国或是中国无力独自承担这一责任为理由予以回绝。笔者认为, 责任和能力只是问题的一个方面, 更关键的是, 全球失衡的风险没有想象得那么大, 我们没有必要对此进行调整。