

CN 11-3799/F
ISSN 1007-0974
邮发代号: 82-814

国际经济评论

International Economic Review

2011.4 (总第94期)

大政府? 小政府? 法治政府!

吴志攀

富国、穷国和中国

李稻葵

全球经济复苏之路: 艰难前行?

黄海洲 李志勇 王 慧

全球进入高通胀期了吗?

肖欣荣

发展更加平衡的中国对外经济关系

邹加怡

人民币国际化: “贸易结算+离岸市场”, 还是“资本输出+跨国企业”?

殷剑峰

超过1万亿美元的代价

徐以升

美国对外负债的可持续性与国际货币体系的未来

[日]竹中正治

中国入世十周年: 新的起点

隆国强

中国入世十周年之际的回顾与展望

孙振宇

国际生产链的解构及其对中国经济的影响

徐康宁 郑 义

东日本大地震对国际资本市场的潜在影响

袁堂军

日本自贸区政策的演变: 基于利益集团动态博弈的视角

富景筠



中国社会科学院世界经济与政治研究所主办

美国对外负债的可持续性与 国际货币体系的未来^{*}

[日]竹中正治

【内容提要】要回归到某种形式的固定汇率制度,需要对国际资本流动进行全面且国际性的管制,乃至各国放弃管理货币制度下行使的金融主权。从经济、政治和政策上考虑,这两种要求都无法实现。欧元、日元、人民币甚至把合成货币(SDR)都考虑在内,也难以想像在可以预测的未来(21世纪中叶为止)能够出现替代美元的货币。

美国的对外资产和负债之间有正的投资回报差额,这一差额在长期内将一直存在。只要这种回报差额持续存在,并且对外资产和负债占GDP的比率能够按照一定的速度扩大,那么即便美国的贸易收支逆差占GDP的比率维持在4%左右,其对外纯负债占GDP的比重维持稳定状态的可能性也是很大的。因此,以美元为中心的、由多数主要货币构成的现行浮动汇率制度具有很强的可持续性,以至于完全有可能在今后继续存在。

关键词: 不可能三角 美国对外负债 浮动汇率制度 国际货币体系

本文首先探讨21世纪的国际货币体系将会如何变化。考虑到国际货币制度中“不可能三角”的命题,那么某种可称为国际货币体系的体制转型(Regime Shift)的变化将会有以下两种类型。第一种类型,是从三角形的一边所代表的体制(Regime)转型为另一边所代表的体制;第二种类型,是三角形的各边不发生变

作者系日本龙谷大学经济学部教授。

^{*} 本文是作者于2011年4月9日在吉林大学举办的中日经济研讨会“后危机时代的国际货币体系改革:目标、进程及中日两国的作用”所做的主题演讲,发表时做了部分修改。文章由吉林大学张虎翻译、李晓校对。

化,只有基础货币被替代。

纵观第二次世界大战以后的基础货币、国际货币及国际金融的历史,曾经有过两次划时代的体制转型。第一次转型当然是1944年布雷顿森林体系的建立。彼时,金本位制在20世纪30年代业已终结,之后建立了以美元为基础货币的固定汇率制度,并同时出现了基础货币的替代,即英镑被替换为美元。也就是说,上述两种类型的体制转型同时出现了。第二次是1971年布雷顿森林体系终结和自1973年开始的主要国际货币转型为浮动汇率制。此时,基础货币依然是美元,但是在三角形中,边线发生了变化(转向了浮动汇率制)。

那么到21世纪中叶为止,同等规模、相同类型的体制转型能否发生呢?或者,以美国为震源的金融危机和全球衰退同时爆发的2007—2009年是否就是第三次体制转型的开始呢?笔者的结论是,由主要货币构成的现行浮动汇率制度转型为其他形式的制度,是不现实的。要回归到某种形式的固定汇率制度,则需要对国际资本流动进行全面且国际性的管制,乃至各国放弃管理货币制度下行使的金融主权。从经济、政治和政策上考虑,这两种要求都无法实现。

或者,能否有其他货币来替代美元的基础货币地位呢?欧元、日元、人民币甚至把SDR这种合成货币都考虑在内,也难以想象在可以预测的未来(21世纪中叶为止)能够出现替代美元的货币。一部分有关基础货币多元化的主张,对国际货币和金融体系的稳定是无益的。

在本文的后半部分,笔者将分析美国的经常收支逆差及其引起的对外纯负债的可持续性问题。美国的经常收支逆差是关乎美元基础货币地位可持续性的核心问题。美国的对外资产和负债之间有正的投资回报差额(即包括对外资产评价收益在内的综合投资回报大于对外负债的综合成本),这一差额在长期内将一直存在。只要这种回报差额持续存在,并且对外资产和负债占GDP的比率能够按照一定的速度扩大,那么即便美国的贸易收支逆差占GDP的比率维持在4%左右,其对外纯负债占GDP的比重维持稳定状态的可能性也是很大的。

笔者的结论是,以美元为中心的、由多数主要货币构成的现行浮动汇率制度具有很强的可持续性,以至于完全有可能在今后继续存在。我们不能忽视这一点。

一、美元基础货币体系的前景

(一)“不可能三角”与国际货币体系的转型

以2008年美国金融危机为契机,“美元衰落”的论点开始增多。那么,事实上

以美元为基础货币的现行货币体系^[1]到21世纪中叶究竟会出现何种变化呢?以1944年的布雷顿森林会议为契机建立起来的黄金—美元本位制,可以称作是国际货币体系的第一次体制转型。1971年美国放弃了黄金与美元的兑换,1973年主要国家转型为浮动汇率制度,我们可以把它称作第二次体制转型。问题在于,在可预见的未来即到21世纪中叶,会不会发生第三次体制转型呢?

从现状来看,国际货币金融体系的转型可以有两种类型。第一,从“不可能三角”所显示的三种体制转型为另一种体制(图1)^[2]。这个情况曾在20世纪70年代发生过,即布雷顿森林体系的终结和实行浮动汇率制度。在现阶段,我们所处的位置是三角形的左边。如果我们要想实现第一种方式的体制转型,就需要转型到三角形的另外两边。第二,不改变现在的浮动汇率制度,而替换现在的基础货币。

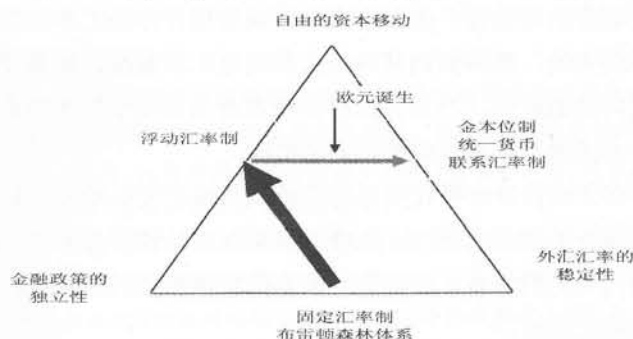


图1 国际货币金融体系中的“不可能三角”

也有一些言论主张从现行的浮动汇率制度回归到以前的固定汇率制度,恢复金本位制度,或者直接主张实现世界统一货币,但这种论点目前已为少数。若要实现某种程度的固定汇率制度,就需要对1980年以后急剧扩大的国际资本流动进行全面的、国际性的管制。至于恢复到金本位制,或者像欧元一样在世界范围内实现单一货币,则需要各国放弃现行管理货币体制下所实行的独立金融主权。但是这种变化势必会引起经济、政治、政策上的强烈反对。即使我们克服了上述种种困难最终

[1] 笔者强调今天的美元基础货币体系是事实上的制度标准(Defact Standard),其理由如下:1971年美国放弃了黄金和美元挂钩,布雷顿森林体系事实上终结。之后,主要国家转型为浮动汇率制度以后,各国已经没有了与美元挂钩的义务。其结果,各国持有美元外汇储备的必要性也随之消失。尽管如此,在国际交易中,在结算货币(媒介货币)、计价货币、价值储藏货币等三个方面,美元的地位依然是支配性的。这就是笔者所说的现代的事实上的美元基础货币体系。

[2] 从理论上讲,这个命题是20世纪60年代提出的蒙代尔—弗莱明模型的应用。随着20世纪70年代到80年代跨境资本流动的自由化逐渐实现,维持固定外汇汇率和自由的资本流动发生了矛盾,无法同时实现。上述命题正是在这种经验事实的基础上提出来的。

实现了固定汇率制度，也无法证明固定汇率制度带来的经济收益肯定会超过实现它的成本。

如果上述方案不能实现，那么只剩下用其他货币来替代美元的方案。笔者认为，在以发达国家为中心的国际资本流动自由化的今天，拥有作为全球资本流动中心的巨大而开放的金融市场，是使货币成为事实上的基础货币的必要条件（或者必要条件之一）。因此，设想或主张国际货币、金融体系的体制转变，其实就相当于在21世纪找出一个满足上述条件的国家或地区来替代美国。

还有第三种可能性，即基础货币的多元化。这种论点主要预测未来能否实现复数基础货币体系，对此将在下文中讨论。基于上述情况，笔者首先梳理一下最近的研究概况及人们关注的焦点。

（二）有关美元基础货币地位可持续性的争论

关于美元基础货币地位的可持续性问题，赫莱纳和科施纳对近年在欧美进行的研究及争论做了如下概括：^[1]

基础货币（或国际货币）的决定因素包括：市场因素研究方法（Market-Based）；职能手段因素研究方法（Instrumental）；地缘政治学因素研究方法（Geopolitical）。

首先，基础货币是指作为“货币中的货币”来利用的货币，可以定义为在包括金融、投资的国际性交易中或是在市场中主要担任货币三种职能的货币。也就是说，①交换媒介职能（国际结算）；②价值尺度职能（国际交易中价格表示）；③价值储藏职能（包括外汇储备在内的政府及民间的对外资产持有）。在国际交易的各个领域担任上述三种职能的货币就是“货币中的货币”（Money of Money），即基础货币。

市场因素主要是指某种货币能否作为国际货币来承担三种职能是由市场对该货币的信任（confidence）、流动性（liquidity）和交易网络（transactional networks）来决定的。“交易网络”是指正的网络外部性，在各种货币当中选择出一种基础货币，由此来提高交易效率。关于这方面的研究，有未来美元基础货币地位的衰落论（Decline）、可持续论（Sustainable）以及不确定论（unknown）三种主张。笔者的立场属于“市场要素研究——可持续论”。

职能手段因素研究是指本国货币要钉住哪种货币、用什么货币作为外汇储备等等，主要重视各国政府的选择。这方面的主要代表是杜利、福克特—兰道和加伯等

[1] Eric Helleiner and Jonathan Kirshner, "The Future of the Dollar, Whither the Key Currency?", Charpet 1 of *The Future of the Dollar*, by Cornell University, 2009, pp. 6-18.

提出的“布雷顿森林体系Ⅱ”。按照他们的主张,外国政府之所以正式或非正式地选择美元作为钉住货币,是因为这与它们出口导向型经济发展的重商主义政策目标相吻合。^[1]麦金农的理论亦属于这种范畴。他强调在战后经历过严重通货膨胀的国家都有把本国货币钉住美元以作为货币“锚”来实现国内物价稳定的倾向。^[2]不过,与“布雷顿森林体系Ⅱ”强调美元基础货币地位可持续的逻辑不同,麦金农对这一点持有保留。

第三种类型的地缘政治学研究和职能手段研究有一个共同点,即都重视各国政府对基础货币的选择。但是这个选择的动机更加重视地缘政治学的判断,主要反映的是国际关系学领域学者的主张。比如,像日本、韩国、沙特阿拉伯和其他海湾国家等在安全保障上对美国的政治、军事力量过于依赖的国家自然会将美元选择为基础货币。但是,若把中国考虑在内的话,则对该论点形成反论。在与此相关的研究里也有美元基础货币地位的可持续论、衰落论和不确定论等主张。

基于上述归纳,下面具体分析相关的几个主要论点。

(三) 中国的挑战: 中国人民银行周小川行长的理论

2009年3月中国人民银行行长周小川发表的“论国际货币体系的改革”一文在国际社会引起了不小反响,其中包含的意图也耐人寻味。根据周小川的理论,特定国家的货币垄断国际储备货币地位、其发行由该国的经济形势来左右的状况在理论上是适合的,在历史上也比较罕见。^[3]

迄1971年止,在布雷顿森林体系下,世界各国均遵守国际约定,将本币同美元保持固定汇率。为了维持本币兑美元汇率的稳定,各国必须干预外汇市场,因而需要将美元作为外汇储备。在此基础上,美国承诺确保美元与黄金的官价,建立了黄金—美元本位制这样一种国际货币体系。

但是,1971年美国放弃了美元与黄金挂钩的承诺,从1973年开始各主要国家开始采用浮动汇率制度,布雷顿森林体系迎来了事实上的终结。从此以后,世界各国再未签署以美元作为外汇储备的任何国际性协议。中国政府和中国人民银行是在自主决策的基础上,为防止人民币对美元汇率的大幅升值而在外汇市场上大量买入美元,结果使得中国当局持有的外汇储备超过了2.5万亿美元,其中的大部分(据

[1] Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau & Peter Garber, "An Essay on the Revived Bretton Woods System", National Bureau of Economic Research Working Paper 9971, 2003.

[2] Ronald McKinnon, "U.S. Current Account Deficits and the Dollar Standard's Sustainability: A Monetary Approach", Chapter 3 of *The Future of the Dollar* by Cornell University, 2009, pp.45-68.

[3] Zhou Xiaochuan, "Reform the International Monetary System", The People's Bank of China, March 2009.

说是约占7成)是美元储备。其实对于中国来说,是可以有别的选择的,但却主张由于国际金融制度有问题故要对其进行改革。笔者认为是不合适的。

周小川行长的理论主要有以下几点。“从理论上讲,国际储备货币(international reserve currency)应该满足以下几点条件:①基于稳定的基准和明确的发行规则,保证有序供给,②其总供给的增减调整可以根据需求的变化及时、灵活地进行,③这个调整不应被特定国家的经济状况和利益所决定。”笔者赞同这些理想的条件,但是所谓的这种“理想的国际储备货币”在历史上是不存在的。

在金本位制时代,英镑和其他主要货币都受到政府的黄金持有额这种物理特性的限制,因而其发行规则在某种程度上算是明确的。但是正因为是金本位制,英镑的世界供给没有能够及时、灵活地满足需求。资本主义经济无法忍受金本位制所带来的僵硬束缚,最终于20世纪30年代脱离了金本位制。

根据周小川行长的理论,以美元为基础货币的布雷顿森林体系以特定国家货币作为国际储备货币,这种系统性矛盾最后导致布雷顿森林体系崩溃,当时与美国方案对峙的英国的凯恩斯方案即使用超主权国家货币(Bancor)的方案,才是更好的选择。提倡Bancor这种非国籍货币和事实上中央银行职能的凯恩斯方案,在美国的霸权下未能最终实现,但笔者认为,即使它实现了,我们也难以知晓它是否能比美元体制更好地发挥作用。

或者,我们可以改变一下视角来看待1971年布雷顿森林体系的终结。在布雷顿森林体系结束以后,以黄金—美元本位制的形式留下“黄金尾巴”的国际货币制度终于把黄金从货币的位置拉了下来,最终实现了完整的“管理货币体系”。实际上,布雷顿森林体系的终结不是美元的基础货币地位消失了,而是黄金作为基础货币地位的废除。现在,黄金只是一种国际商品而已,没有人会用黄金来表示国际商品的价格。

所以说,周小川的理论中还有一些模棱两可的地方,即它是向美元基础货币体系发出的挑战呢,还是讨论各国政府应该选择哪种货币来持有其外汇储备呢?如果本国持有的外汇储备是美元,那么美元汇率下跌会引起外汇储备的缩水,因而可以认为周小川的理论不过是由于中国当局(人民银行)面临巨额损失的困境而提出的。如果是这样,那么完全可以通过分散本国外汇储备构成的方式来分散风险。目前,特别提款权(SDR)价值只是美元、欧元、日元、英镑等主要国家货币的合成而已。如果认为用SDR来持有外汇储备更为妥当,那么完全可以把本国外汇储备中的货币构成比率调整为SDR中各货币的比率。这是在国家自身层面便可以实现的政策目标。因而,没有必要上升到改革国际货币体系的层面。

另一方面,若考虑到一直以来美元承担了向国际金融市场提供流动性的基础货

币职能,因而提倡用SDR进行替代,则作为替代品的SDR也需要解决一些必要的问题。首先,为了强化SDR的职能,需要一个担负SDR发行量及其调整职能的事实上的世界中央银行。其次,以SDR发行的各种金融资产和负债需要规模足够大的、成熟的市场,即需要一个能够与美国的金融、资本市场匹敌的SDR市场出现。这就像在全世界推广埃塞俄比亚语作为世界通用语一样困难,甚至是更难实现的空想。

(四) 基础货币多元化会带来稳定的论点是没有根据的

目前,有关用基础货币多元化来替代美元本位制的论点颇为流行。2009年3月,世界和平研究所(会长为日本前首相中曾根康弘)发表了一个题为“2030年的国际经济金融体制展望”的倡议书。^[1]其中提到,此次美国金融危机的原因在于,在金融业务中缺乏规则和监督,作为更广泛意义上的教训,它提议“需要建立一个开放的、多层次的国际经济和金融体系→将来引入亚洲共同货币(ACU)→建立以美元、欧元、ACU构成的复数基础货币体系→由‘亚洲’和欧元一同完善美元基础货币体系的结构”。

这个倡议书是由相关学会中具有代表性的学者们完成,最后由该研究所对其内容最终负责。不过在此需要指出的是,“基础货币的多元化能够对国际货币金融体系的稳定做出贡献”这一点,却是在没有经过相应的论证、验证的情况下作为前提而提出的。实际上,虽然从1999年开始欧元这个广域共同货币体系已经在欧洲形成,但在此次美国金融危机中,欧元却没有起到危机防波堤的作用,相反欧洲传染了危机并加剧了危机的扩散。这意味着什么呢?这是否表明,设想替代美元单极货币制度的复数基础货币体系本身并没有稳定国际金融体系的作用?

那么,究竟什么样的条件能够让复数基础货币体系具有稳定国际货币体系的效果呢?为什么现在的欧元缺乏这种效果呢?或者,基础货币的数量和国际货币金融体系的稳定性是不是没有相关性呢?如果不解决这些问题,那么“补充美元本位制不足的复数基础货币体系将会更为稳定”的主张是完全不具备说服力的。

(五) 联合国专家委员会报告书和今后的展望

作为针对这次金融危机的一系列国际政策协调的一环,联合国发布的题为“关于国际货币金融制度改革的专家委员会报告”(2009年9月)的报告书也提到了美元基础货币体系和全球失衡问题之间的关系。其中,对复数基础货币体系问题的结论与前述世界和平研究所的“复数基础货币体系(或者是复数储备货币)能够提高国际货币金融制度的稳定性”的结论是相反的。这一点意义重大。以下是对相关部

[1] 财团法人世界和平研究所:“2030年的国际经济金融体制展望”,2009年3月。

分的引用:

“我们首先强调,以互相竞争的几种储备货币为基础的体系无法解决现在体系中存在的困难和问题……基于复数储备货币的体系当然具有多样性(风险分散)的优点,但它也会产生不稳定的因素,比如各个储备货币之间的汇率变动,会增加该体系的使用成本。如果中央银行和民间机构通过改变其持有的外币资产的资产结构来应对汇率的变动,那么这种行为本身就是助长汇率不稳定性的行为。”^[1]

正如有关基础货币的定义那样,货币的三种职能通常有如下三种:①交换媒介职能,②价值尺度职能,③价值储藏职能。有必要把这三种货币职能和基础货币联系起来进行梳理。毫无疑问,储备货币指的是价值储藏职能的问题,但储备货币的多样化可以在没有任何“国际储备货币体系改革”的状况下,通过各国政府自主地分散储备货币结构的方法来实现。

或者,在浮动汇率制度下若能够实现各主要货币之间的自由交换,那么在单一货币上集中各种货币职能的必然性将相对降低。更合理的方法是,将外汇储备分散为几种主要货币来持有,根据需要在这些货币之间进行交换。笔者认为,日本政府之所以迄今为止持有的外汇储备一直是以美元为主,是由于旧的布雷顿森林体系的惯性造成的。但是,与价值储藏职能不同,交换媒介职能和价值尺度职能因为有网络外部性的效果,所以收敛到单一货币的倾向格外明显。

在这里经常被引以为例的是,国际货币基金组织(IMF)发表的各国外汇储备中各种货币的所占比率。根据这方面的数据,在1999年欧元开始使用的时候,欧元计价的外汇储备占18%,到2007年年末时点上增加到26%,并且美元的比重下降了同等份额。

但是,从外汇市场中交易对象货币(媒介货币职能)来看,不论是20世纪90年代还是现在,美元的比重都超过80%,占有绝对比重的状况基本未变(美元相关比重分别为,1995年84%,2007年86%)。如果做一个比喻的话,创建欧元区以后,在欧元区开展国际业务时所用的语言不是德语也不是法语,而是英语。就像在国际语言使用上网络外部性所发挥的作用一样,国际货币的选择亦是如此。

关于这一问题,赫莱纳和科施纳整理和总结了关于美元基础货币地位可持续性的研究和争论,并指出美元衰退论者(Declinists)注重“价值储藏职能”,主张美元将会走向衰退,而对此主张的批评者们则注重“交换媒介职能”和“价值尺度职

[1] United Nations, "Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of General Assembly on Reforms of the International Monetary System", September 21 2009. p114. 该委员会的主席由斯蒂格利茨(Joseph E. Stiglitz)担任,神原英姿作为日本代表参加了该委员会。

能”，以此为根据进行反驳。^[1]这是一个非常准确的判断。

而且，联合国的报告书还否定了在复数储备货币之间引入固定汇率制度的论点，指出：“在资本自由流动的世界，要将这些主要货币之间的汇率固定起来，需要各国之间进行从现状来看绝无可能达成的政策协调，还要面对放弃金融政策中的主权这一不可能的任务。”^[2]

但是，该报告书中提到了作为超长期目标的替代美元的新储备货币的创建问题，这一点与周小川行长的理论比较接近。它指出，“如果某种世界性储备货币的创建能够做到不与某个特定国的对外资产相联系，那么将可能建立比上述分析中提到的控制不稳定性方面更好的国际货币金融体系。”^[3]

该报告书所谓的不稳定是指，吸取了亚洲货币危机的典型教训，亚洲各国都普遍强化了下列汇率政策，即为了在资本大规模流出的金融危机中拥有更多抵抗力，而在外汇市场出售本币来储备外汇储备（主要是美元）。因为其中的大部分美元储备投到美国国债，所以美元汇率有被高估的倾向。同时，由于从这些国家流向美国的资金流增加，美国的经常收支赤字有了进一步增大的空间，产生了全球失衡扩大的倾向。

但是，有别于特定国家货币的新型储备货币的建立及其全球的流动性供给和管理，必须要有一个世界中央银行来履行具体职能。不过，从现代国际政治的现状来看，建立这种世界中央银行是不现实的。其结果，该报告书提出的切实可行的方案都是很普通的、已经在实施的，如通过IMF扩大各国的SDR，计价流动性额度等等，不过是一般性的改良而已。

联合国报告书在这一问题上的论点同美国智库彼得森国际问题研究所（Peterson Institute for International Economics）的伯格斯坦在近几年提出的主张颇为相似。^[4]他认为，正是由于美元垄断了国际储备货币的地位，美元汇率才有升值压力，导致美国的经常收支逆差扩大，积累了大量的对外纯负债。如此发展下去，美国的纯对外负债占GDP的比率将会膨胀并持续扩大，将来会导致更大危机。为了避

[1] Eric Helleiner and Jonathan Kirshner, "The Future of the Dollar, Whither the Key Currency?", Charpet 1 of *The Future of the Dollar*, by Cornell University, 2009, p. 4.

[2] United Nations, "Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of General Assembly on Reforms of the International Monetary System", September 21 2009, p. 114.

[3] United Nations, "Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of General Assembly on Reforms of the International Monetary System", September 21 2009, p. 113.

[4] C. Fred Bergsten, "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis", *Foreign Affairs*, Volume 88 No. 6, November/December 2009; C. Fred Bergsten, "The Global Crisis and the International Economic Position of the United States", Special Report 20 The Long-Term International Economic Position of the United States, May 2009.

免这
元购
一直
为其
这一
和维
解这

(
下
分析。
收支逆
外投资
美国资
定性作
首
状态长
或者是
者可以
者对该
负债占
笔
负债的
及其增
的关系
逆差的

免这种事态,可采取扩大美元以外的替代性储备货币的比重,以减少来自国外的美元购买压力的应对政策。这意味着从20世纪90年代鲁宾(Rubin)任美国财长以来一直持续的“强势美元是美国国家利益所在”的政策,需要进行事实上的修改。

奥巴马政权正在开始采用的出口振兴、缩小经常收支逆差等对外政策,可以视为其对鲁宾的强势美元政策进行的事实上的调整。不过,奥巴马政权要是公开承认这一点,无疑会招致市场的混乱和矛盾。另一方面,维持美国金融资本市场的地位和维持美元的基础货币地位是美国的生命线。奥巴马政权同其前辈们一样,充分理解这一点,因而对此应该不会有任何政策修改。

二、对美国未来对外投资资产的测算

(一) 对未来美国纯对外资产的估算

下面,对美国的经常收支逆差以及由此发生的纯对外负债的可持续性问题进行分析。在此,笔者首先考虑与美元衰落论指出的几乎相同的情形,即随着美国经常收支逆差的持续,其纯对外负债在某一天超过海外投资者的美元资产需求,此时海外投资者对美投资的现金流将会缩小,或者是资金抽回本国,造成美元汇率下跌和美国资本市场暴跌(股市和债券价格下跌)同时发生,结果发生对美元衰落具有决定性作用的美元危机。

首先,有关“对外纯负债是可持续的”是如何定义的呢?这是指,如果现在的状态长期持续下去,那么对外纯负债对经济规模(GDP)的比率稳定在一定的水平或者是缩小,甚至对外纯负债有可能转变为对外纯资产。在这种情况下,海外投资者可以回收投资本金和利息,并可以在长期内分得红利。在这种预期下,海外投资者对该国的投资将会持续下去,该国的对外纯负债是可持续的。反之,如果对外纯负债占GDP的比率有增大的态势,那么该国的对外纯负债是不可持续的。

笔者在此做一个长期的对外资产和负债的模拟。作为前提,把对外纯资产和纯负债的变化用公式来表示,会有公式①。下一期的对外纯资产,是从前期末的资产及其增加值减去负债及其增加值,再加上下一期的贸易收支。这是众所周知的普通的关系公式。在既有的研究中加顿使用过几乎同样的公式。^[1]另外,超过经常收支逆差的对内资本流入会导致相当数额的对外资产和负债以套利方式扩大,对此在公

[1] Phil Garton, "Asymmetric Investment Returns and the Sustainability of US External Imbalance", Treasury Working Paper 2007-1 Feb, 2007, p. 6.

式中姑且不予考虑。

$$D_{t+1} = B_{t+1} + A_t(1+r_a) - L_t(1+r_l) \quad \text{逆差用负号表示} \quad ①$$

D_{t+1} : t+1 期末对外纯资产 (纯负债用负号表示)、 d_{t+1} : 期末对外纯资产对名义 GDP 比率;

B_{t+1} : t+1 期贸易收支 (逆差用负号表示)、 b_{t+1} : 贸易收支对名义 GDP 比率;

A_t : t 期末的对外资产、 a_t : 期末对外资产对名义 GDP 比率;

L_t : t 期末的对外负债、 l_t : 期末对外负债对名义 GDP 比率;

r_a : 对外资产的综合回报 (包括评价收益);

r_l : 对外负债的综合费用 (包括评价损失);

g : 名义 GDP 增长率 (各期一定的前提);

若以上都用名义 GDP 比率来表示的话, 则公式①变成公式②:

$$d_{t+1} = b_{t+1} + \{a_t(1+r_a) - l_t(1+r_l)\} / (1+g) \quad ②$$

表1 美国对外资产和负债收益率

年份	1989-2009	1989-1999	2000-2009
对外资产综合回报 ①=②+③	9.4%	9.7%	9.0%
收取利息回报 ②	5.5%	6.2%	4.6%
资产价格变动回报 ③	3.9%	3.5%	4.4%
价格变动因素	1.8%	2.4%	1.1%
外汇汇率变动因素	0.1%	-0.4%	0.6%
其他因素	2.0%	1.4%	2.7%
对外负债综合回报(成本) ④=⑤+⑥	5.3%	6.4%	4.1%
支付利息回报 ⑤	4.1%	4.8%	3.3%
负债价格变动回报 ⑥	1.2%	1.6%	0.8%
价格变动因素	1.3%	2.4%	0.0%
外汇汇率变动因素	0.0%	0.0%	0.1%
其他因素	-0.1%	-0.8%	0.6%
对外资产和负债的综合回报差异 ⑦=①-④	4.1%	3.3%	4.9%
收取和支付的利息回报差异 ⑧=②-⑤	1.4%	1.4%	1.3%
对外资产和负债价格变动回报差异 ⑨=③-⑥	2.7%	1.9%	3.6%

注: 计算的前提条件如下:

② = 国际收支中经常账户的收取利息/对外资产 (期初余额和期末余额的平均)

⑤ = 国际收支中经常账户的支付利息/对外负债 (期初余额和期末余额的平均)

③ = 财政部估算的资产价格变化额/期初对外资产

⑥ = 财政部估算的负债价格变化额/期初对外负债

直接投资余额的评价使用了 current cost 基础的数据。

数据来源: BEA Department of Commerce. 2010 年 6 月发表的数据为准, 由笔者来算出。

而且,美国的对外资产和负债中有对外利息和分红产生的所得回报,资产负债的价格变化产生的评价损益回报,在两者相加的综合投资回报的所有项目中,对外资产回报超过对外负债费用的回报收益长期内一直存在(表1),也就是说 $r_a > r_l$ 。这对下面的对外纯资产的测算非常重要。

关于对外所得的收取,在经常收支中作为所得收支项目来补充,但是对外资产和负债的价格变化产生的损益回报却只有一年一次发布的财政部数据可供参考(*International Investment Position*, BEA Department of Commerce)。关于对外失衡的问题,在通过贸易收支调整渠道(trade channel)的基础上,通过对外资产负债的价格变动产生的评价损益(valuation channel)方法,已由古兰沙和雷强调过。^[1]

在此,笔者将2008年作为起点,在3种不同的预测基础上对未来20年内的对外纯负债比率变动进行试算(图2)。预测情况1,是在贸易逆差(包含经常转移收支)比率、名义GDP增长率、对外资产和负债回报等所有项目上使用了1989—2008年的平均业绩,只有对外资产和负债使用了2008年年末的业绩。在这一种情况下,到2017年美国的对外纯负债会消失(也就是资产和负债出现均衡),2018年以后变成对外纯资产。这在某种意义上是个令人惊愕的结果。历来是结构性的、慢性的美国对外纯负债问题,在把3个变量回归到过去20年间的平均值以后,不到10年就将解决对外纯负债的问题。

其主要的理由如下:

① 正的投资回报差额的持续:预计对外资产、负债的综合投资回报差额能够保持在+4.0%的水平(1989—2008年的平均业绩)。

② 对外资产在2008年时点上对名义GDP的比率为138%,之后以年率9.3%(r_a)的速度呈几何级数地增长,到2017年达到195%。另一方面,对外负债的增加速度为年率5.3%(r_l)的几何级数,贸易逆差占GDP比率以3.45%的算术级数增长。其结果,对外资产将在2017年赶上对外负债。

③ 预测贸易逆差占GDP的比率缩小至以往-3.45%的平均值。

但是,过去20年间的平均值虽说是一种历史事实,但用相同的条件来预测今后的20年可能过于乐观。比如,贸易收支比率(包括经常转移收支)在2005年经历-6.5%的峰值以后就开始缩小(经常收支逆差比率的峰值是2006年的-6.0%),到

99	2000 - 2009
	9.0%
	4.6%
	4.4%
	1.1%
	0.6%
	2.7%
	4.1%
	3.3%
	0.8%
	0.0%
	0.1%
	0.6%
	4.9%
	1.3%
	3.6%

平均)
平均)

笔者来算出。

[1] Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey, "From World Bankers to World venture Capitalist, U. S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege", NBER Conference in G7 Current Account Imbalances, 2007, p. 11; Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey, "International Financial Adjustment", *Journal of Political Economy*, vol. 115, no. 4, 2007, p. 665.

2009年变成-3.5%（2009年的经常收支比率是-2.7%）。不过，考虑到2009年是二战以后最严重的萧条年度，上述的做法（用历史20年的数据来预测未来20年的做法）可能是过于乐观。

预测情况2是假设今后20年间的对外资产和负债回报率预测值缩小为7.0%和4.0%、差距+3.0%、贸易比率-4.0%，名义经济增长率4.75%（实际增长率2.75%+通货紧缩2.0%）。即使在预测情况2条件下，对外纯负债比率也将在2028年减到-4.2%（对外资产比率210.7%，负债比率214.9%），对外资产和负债大致趋近于均衡。如果按照这个速度延长计算期间，那么到2030年，资产和负债实现均衡。

从上述分析中可以得出的结论是，只要美国对外资产和负债的扩大趋向和正的投资回报差额持续存在（即使这个差额多少有点缩小），那么美国不一定要在长期内大幅提高国内储蓄率，也不一定要严格实现贸易经常收支的盈余，对外纯负债比率的软着陆或是稳定是可以实现的。

可能有些读者会对笔者的前提——持续存在正的对外投资回报差额——抱有怀疑。有些主张或认为2008年的金融危机将导致美国的投资回报差额逐渐缩小。关于对外投资回报差额产生的原因及其可持续性，笔者将在后面详细阐述。

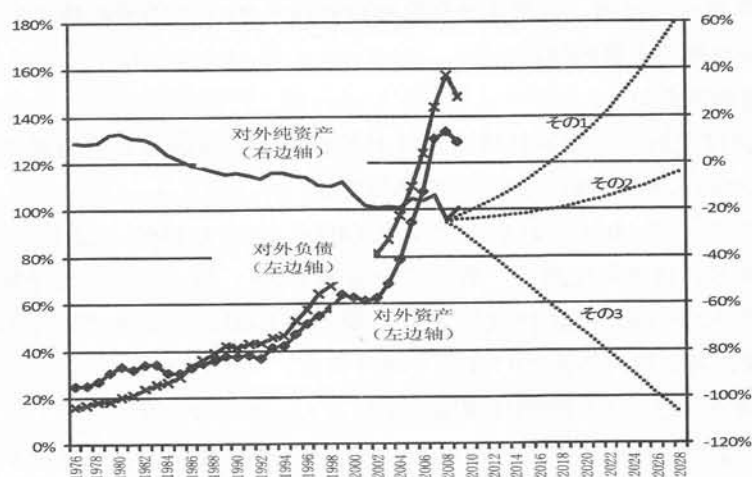


图2 美国的对外资产、负债、纯资产与GDP的比率

注：2009年之前为实际值，之后为估算值（以2008年为基点估算）。

资料来源：BEA Department of Commerce，实际值以2010年6月发表的数据为准。估算值以2009年6月发表的数据为准进行试算。

表2 关于图2的说明

测算设想		预测情况 1	预测情况 2	预测情况 3
贸易收支(包括经常转移收支)对名义GDP的比率	-3.45%	1989-2008年平均值	-4.00%	-4.00%
名义GDP增长率	5.16%	同上	4.75%	4.75%
综合对外资产回报	9.30%	同上	7.00%	5.00%
综合对外负债回报	5.30%	同上	4.00%	5.00%
对外资产对GDP的比率	137.7%	2008年末实绩		
对外负债对GDP的比率	161.7%	同上		
对外纯负债对GDP的比率	-24.0%	同上		

预测情况3是对外纯负债走向膨胀的道路。与情况2不同的是,将对外资产、负债的投资差额设为零。在这种情况下,对外纯负债的缩小只能通过贸易收支的顺差来实现,即国内储蓄投资平衡的调整是由包括家庭收支在内的民间部门储蓄率上升导致的,或是由财政赤字的大幅缩小导致的,或是由这两种情况导致的。无论如何,这种调整是极其艰难的。

(二) 对外资产和负债的投资回报差额产生的原因及其可持续性

从以上内容可以看出,即使美国的贸易收支逆差(包含经常转移收支)占GDP的比率维持在4%的水平,只要对外资产和负债之间存在的正的综合投资回报与过去20年一样(+4%),或者是维持稍低的水平(+3%),美国的对外纯负债占GDP的比率就会出现改善或者是稳定的局面。

那么,现在让我们探讨综合投资回报差异的可持续性(图3)。如果这个正的投资差异在今后逐渐缩小至零,或者是变成负数,那么美国只能通过贸易收支的顺差来抵消对外纯负债的增长。其结果,必须进行国内储蓄投资平衡的大幅度调整。这里,笔者在既有研究成果的基础上探讨正的对外投资差额产生的原因。

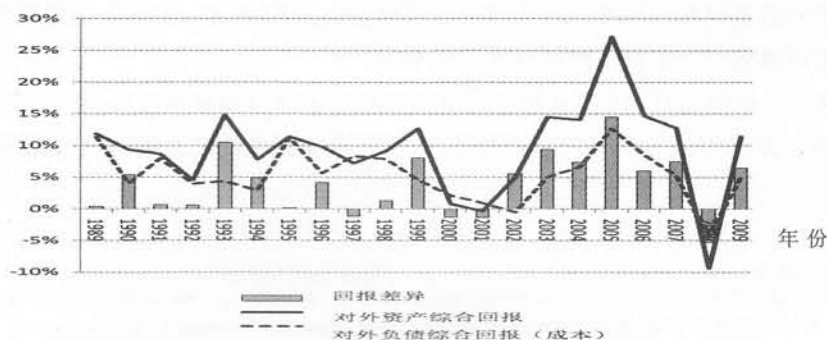


图3 美国对外资产和负债的综合投资回报差异及其走势

数据: 根据 BEA Department of Commerce, 由笔者绘制。

1. 利息回报的差异因素

首先,从所得收支数据计算出的利息收入(红利、利息等的回报)的正的投资回报差异在1989年以后的长期内是稳定的,维持在1.3%~1.5%的水平。如表3所示的按各部门划分的对外资产和负债的利息收入数据,民间对外直接投资(FDI)的利息收入差异在长期内维持在6%左右,FDI以外的利息收入则看不出明显的差距。因此,正如已有学者指出的那样,产生利息收入差异的主要原因在于FDI。^[1]

从政府部门来看,美国政府的对外投资回报比其他外国政府的回报要低,但美国政府部门的对外投资占整个对外资产的比重不过2.6%(2009年末),对整体投资回报差异的影响甚小。

而且,表3中把对外资产划分为民间和政府部门的对外资产,但对外负债却没有分开表示。因为美国财政部公开的所得收支项目和对外负债项目不一致,所以对外负债方面不能按照负债项目分别计算回报。至于从2005年开始公布的金融衍生品交易额,因为对应的所得收支项目不是独立的,所以无法计算。

美国对外和外国对美的FDI之间存在着巨大的回报差距,产生的原因主要有以下三种解释:

第一,美国的对外FDI和海外对美国FDI之间的经历不同。第二次世界大战后,美国的对外FDI从20世纪60年代就开始活跃,而西欧各国和日本则是从20世纪80年代以后才开始增加对外FDI的。其结果,美国对外FDI整体上已经到了成熟期,收益上也有较高的回报率。而来自美国国外的FDI中有很多还处在项目成长阶段,相对来说投资回报率较低。但是,如果假定这个解释是正确的话,随着海外企业对美FDI逐渐走向成熟,长期来看美国国内外的投资差距应该将会缩小。

第二,法人收益申报上的漏洞(企业在海外的收益夸大申报,在美国本土的收益则相对过少申报)的可能性。美国的法人税比对美投资的海外各国或者是美国企业的海外投资目标国的平均法人税高。其结果,美国企业和国外企业都把更多的所得申报转移到海外进行,而很少在美国申报。^[2]

第三,美国对外FDI对象国存在着投资风险溢价(国家风险)。在美国的FDI目标国中,发展中国家的国家风险比在美国国内进行投资或在发达国家进行投资更

[1] 论文(Juann H. Hung and Angelo Mascaro, "Return on Cross-Border Investment: Why Does U.S. Investment Abroad Do Better?", CBO Technical Paper 2004-17, December, 2004)的要点在以下报告书("Why Does U.S. Investment Abroad Earn Higher Returns than Foreign Investment in the United States?", Congressional Budget Office, Economic and Budget Issue Brief, November 30, 2005, p.3)里也提到过。

[2] Juann H. Hung and Angelo Mascaro, "Return on Cross-Border Investment: Why Does U.S. Investment Abroad Do Better?", CBO Technical Paper 2004-17, December, 2004.

高。在FDI中,这经常以风险溢价的形式出现。根据美国议会预算办公室(CBO)的调查,基于把信用评级错误考虑在内的风险差价,FDI的回报差距中大约有0.8个基点是由国家风险引起的。^[1]

表3 美国利息回报的结构

	1980-2009	1989-2009	2000-2009	2009年末比重
对外资产				
全部利息回报(a_1)	6.2%	5.5%	4.6%	100.0%
政府部门	1.9%	1.7%	1.2%	2.6%
直接投资(a_2)	10.0%	10.2%	10.1%	22.0%
直接投资以外(a_3)	5.8%	4.1%	3.0%	56.2%
其中股份	n.a.	n.a.	2.5%	21.6%
其中债券	n.a.	n.a.	5.9%	8.1%
金融衍生品	n.a.	n.a.	n.a.	19.1%
对外负债				
全部利息回报(成本)(b_1)	5.0%	4.0%	3.3%	100.0%
直接投资(b_2)	3.7%	3.9%	4.7%	12.7%
直接投资以外(b_3)	5.4%	4.1%	3.1%	71.3%
金融衍生品	n.a.	n.a.	n.a.	16.0%
全部回报差异(a_1-b_1)	1.3%	1.5%	1.3%	
直接投资回报差异(a_2-b_2)	6.4%	6.4%	5.4%	
直接投资以外的回报差异(a_3-b_3)	0.4%	0.1%	-0.1%	

数据来源:根据BEA Department of Commerce的数据,由笔者算出。

计算式:

国际收支中经常账户的收取利息/对应的对外资产项目(期初余额和期末余额的平均)

国际收支中经常账户的支付利息/对应的对外负债项目(期初余额和期末余额的平均值)

2. 评价损益回报差距的产生原因

关于对外资产、负债回报差距的评价损益回报的产生原因,可以分为汇率因素和其他的评价损益因素。关于汇率的评价损益因素,其产生原因是显而易见的。美国对外资产的约50%或更多是用外币资产持有的,但是美国对外负债的90%以上却

[1] Congressional Budget Office, "Why does US Investment Abroad Earn Higher Return than Foreign Investment in the United States?", Economic and Budget Issue Brief, Nov.30, 2005, p.5.

是以美元计价的。也就是说,随着名义美元汇率的变动,美元计价的对外负债价值基本不会发生变化,但是对外资产价值却会发生大幅变化,美元汇率下跌会带来外汇收益,美元汇率上涨会带来外汇损失。

根据美国财政部的数据,如前述表1所示,1989—2009年期间的计算结果显示,长期内美元汇率基本上属于中立因素,对回报差距基本不产生影响,但是在短期和中期内就变成了比较重要的变动因素。如在美元汇率大幅下跌的2002—2007年间,对外资产的外汇评价收益多达1.1万亿美元。这一数值若基于此间对外资产余额的平均值单纯计算的话,相当于提高了年率达1.3%的投资回报率。

至于其他的资产评价损益回报的差距因素,还比较模糊,但是一般来说可以这样理解,即美国对外资产的构成与负债相比,FDI、股份投资的比重要更大,而固定收益债券的比重则很低。另一方面,对外负债则相反,债券投资的比率高。这种资产负债结构的非对称性可以被看作是产生评价损益回报差距的原因。FDI、股份等相对高风险的对外资产虽然短期价值变动较大,但在长期内却有很高的评价收益(Capital Gain),表现为风险溢价,而固定回报债券投资比重较高的海外投资者(也就是美国的对外负债方面)所能获得的评价损益回报就会较低。

根据证券组合理论,以上结论完全是理论上的结果。但是对于这一点,与美国财政部的数据不同,以美国和海外双方投资者的有价证券资产数据为基础进行计算后发现,无法得出根据美国商务部数据计算出来的结果,表明美国的经常收支逆差有可能是被高估了。关于这一点,具体请参考科库罗、德沃夏克和沃诺克的研究论文。^[1]

3. 作为美元体制安全阀的美元汇率下跌因素

“流向美国的资本减少,从美国流出资本这一事情本身会提高美元贬值的可能性……美国的经常收支逆差可持续性的问题一旦暴露,累积起来的经常收支逆差将通过风险溢价的增加对汇率产生影响,有可能进一步导致美元汇率走低。”^[2]

这是20世纪70年代以来反复被提起的典型的“美元危机剧本”。当然,如果海外投资者突然撤回他们在美国的投资,那么确实会导致美国的债券、股份等资产价格的下跌。也就是说,美元汇率、债券价格、股价的同时暴跌乃“美元危机剧本”的特征。

笔者并不完全否定这个剧本的现实性,但认为其发生的可能性很低。回首过去

[1] Stephanie E. Curcuru, Tomas Dvorak, Francis E. Warnock, “Cross-border Returns Differentials”, Working Paper 13768 NBER, February, 2008, P.2-5.

[2] 小川英治、工藤健「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」アメリカ経済研究会提出論文,財務省財務総合政策研究所,2004年,p.1。

的经验,除了极为短期的情况以外,这种状况基本上没有在中期内持续存在过。如前所述,2008年9月的雷曼冲击以后,金融危机那么严重和深刻,海外投资者的对美投资剧减。但与此同时,也出现了美国投资者从海外撤回投资的现象(向美国的资金回流),这使得美国的资金流实现了均衡。结果,与很多经济学家们的预测相反,美元没有暴跌,反而暴涨(但是对日元暴跌),同时引起全世界股市的暴跌。^[1]

总之,以下几个因素在短期和长期内将作为美国 and 美元基础货币体系的安全阀发挥作用:①20世纪90年代以后急剧扩大,实际金额达到20万亿美元且占GDP比重高达138%的美国对外资产规模;②对外资产和负债的正的投资回报差距的存在;③对外资产和负债的非对称性的货币构成。

为什么这些条件是美元体制的安全阀呢?首先,如果发生海外投资者短时间内撤回其在美国投资的短期危机,那么美国国内的金融资产价格就会下跌,结果使蒙受损失的美国投资机构尤其是对冲基金等运用高杠杆率的投资机构,不得不面对出资人的解约要求,不得不缩小分散在全世界的投资资产。或者,如果出现了信用收缩,也会发生同样的过程,即返还借款→金融杠杆率缩小→投资资产缩小。其结果,他们的对外投资必定无法进行,不得不回流到美国,从而在宏观上实现资金流的均衡。此时,海外投资者出售美元的行为同美国投资者购买美元的行为相互抵消,不会出现美元汇率的单方面暴跌。

海外投资者(包括所有美国以外的金融机构和机构投资者、对冲基金等非居民)用他们筹措的美元资金来持有全球性的资产时,也会发生同样的情况。当危机发生时,他们在美国以外资产组合的缩小也不是以抛售美元的形式实现的,而是通过购买美元来实现的。2008年雷曼冲击以后美元的走强,正是这种内在机理在发挥作用。

而且如果在这个时候,美国投资机构抛售海外金融资产会导致在全世界出现股市暴跌的情况。因此,主要各国根据金融和实时条件,有时可能会运用财政政策来应对危机,所以不得不支撑世界的金融资产市场。这也正是2008年以后发生的实际情况。

还应该考虑到,如果出现海外投资者在长期内缓慢地减少对美国投资的流量的情况,将会如何呢?在这个情况下,将出现名义美元汇率的缓慢下跌,美元的实际汇率也有可能会进入下跌通道。名义美元汇率的趋势性下跌,将扩大美国对外资产负债的投资回报差距(实际上在2002—2007年间已经出现了这种情况)。

[1] 竹中正治「米国が金融危機に襲われてもドルが暴落しない理由」,毎日新聞社「エコノミスト」,2008年12月臨時増刊号,p.72-73。

如前所述,若美元汇率下跌幅度保持在年率2%左右,其对外资产、负债的回报差距会扩大约1%,这将有助于稳定美国的对外纯负债。即使有1%的回报差距扩大,在长期内也会出现从海外向美国回流巨额所得的情况(若以对外资产为20万亿美元来简单计算的话,每年回流的所得收入达2000亿美元),对外资产和负债会趋于均衡。

当然,今天各国的政策当局已经意识到了美元汇率下跌会给美国带来巨额的所得转移效果。所以,在本国外汇市场进行买入美元干预使得外汇储备高达2.6万亿美元的中国政府,要求美国“维持美元价值”,美国政府应当表现出“维持美元价值”的姿态。

但是,事实恰恰相反。从20世纪90年代开始到21世纪初叶出现的美元高估才是对美国经济和世界经济双方都十分危险的因素。这是因为,贸易收支逆差或者是经常收支逆差如果不发生变化的话,即美国国内的储蓄投资均衡不发生戏剧性的变化(这种变化有可能导致美国的个人消费衰退,从而引起长期的不景气),那么美国只能通过维持对外资产和负债的投资回报差距来避免对外纯负债的膨胀。

而且,这个正的差额一旦将来出现很大的缩小,只有通过美元汇率的趋势性下落才能继续维持回报差距,这是最后的安全阀。但这并不意味着出现典型的“美元危机剧本”所描述的危机。考虑到美元汇率的下跌带来更多的投资回报差距,只要没有严重的政策失误,就能够让美元汇率以年率1%~3%的水平缓慢下跌,实现软着陆。

所谓严重的政策失误,是指美国的通胀管理失败进而引发严重的通货膨胀。只有在此时,才会出现美元汇率下跌与投资者逃离美元资产的恶性循环。换言之,如果美国的通胀率没有大幅超过美国以外的世界平均通胀率,那么“美元危机剧本”不过是杞人忧天。

总之,战后布雷顿森林体系的本质缺陷在于,美国政府许诺按照黄金一美元的官价确保两者的自由兑换,并使其他国家将本币钉住美元,结果使得基础货币国美国陷入了基础性的不均衡,失去了在经常收支逆差和对外纯负债累积时所能发挥的安全阀功能(其他国家可以选择本币贬值这种安全阀)。美国作为基础货币国家的安全阀功能的丧失,使得布雷顿森林体制日益僵化,最终导致其崩溃。如此看来,实行浮动汇率制以后,已成为事实上的国际货币体系的美元基础货币体系,应该比原有的布雷顿森林体系更有韧性。▲