美国贸易逆差的可持续性：调整及其影响*

姚枝仲

一、全球国际收支失衡概况

当前全球国际收支失衡主要体现在美国巨额的经常账户逆差和迅速上升的净对外债务，以及世界其他国家对美国的经常账户顺差和迅速累积的对美国的债权。2004年，美国的经常账户逆差为6681亿美元，其中商品贸易逆差为6654亿美元，占GDP的5.7%，可见美国的经常账户逆差主要体现为商品贸易逆差；净对外债务余额为2.54万亿美元，净对外债务余额与GDP的比为22%。与此相对应的，是世界其他国家对美国的巨额贸易顺差。按照美国的统计，美国第一大贸易逆差来源国是中国，达1619亿美元，日本以756亿美元排在第二位，接下来依次是加拿大、德国、墨西哥、委内瑞拉、韩国等。显然，亚洲是美国贸易逆差的主要来源，其中中日韩和东盟五国（印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国）对美的贸易顺差为2917亿美元，占美国贸易逆差总额的43.8%。同时，也应该看到，亚洲并不是美国贸易逆差的惟一来源。美国贸易逆差的来源具有世界性。其中，在北美自由贸易区内部，2004年美国的贸易逆差达1115亿美元，占美国贸易逆差总额的16.8%；美国对欧盟的贸易逆差达1093亿美元，占16.4%；对拉美的贸易逆差为807亿美元，占12.1%；对OPEC的贸易逆差为718亿美元，占10.8%。美国对这些地区的贸易逆差均是不可忽视的。[1]

在这种格局中，美国似乎成了众矢之的。美国被认为通过发行美元和日益增加的债券"免费"获得了外国的商品。美国在这一格局中获得了大量的利益。因此，国际上要求美国调整经常账户逆差的呼声一直很高。按照这一逻辑，美国似乎应该承担调整经常逆差的责任。美国政府应该主动削减财政赤字，降低财政支出，并且应该鼓励居民降低消费和增加储蓄。

亚洲国家在这一格局中则处于非常尴尬的地位。一方面，大量的贸易顺差和快速的外汇储备积累表明亚洲国家的货币存在低估现象。因此，这些国家常常被"指控"为通过操纵汇率向外"倾销"商品，因而必须让其货币升值。但是，另一方面，这些亚洲国家又不得不继续通过大量购进美元来维持美元汇率稳定，以避免其储备资产的价值损失。

另外，美国巨额的经常账户逆差和迅速累积的净对外债务似乎迟早都要调整。事实上，美元汇率也已经发生变动，并继续处于预期不稳定状态。国际货币体系也似乎需要新一轮的变革来适应或改变目前全球国际收支不平衡的格局。因此，如何看待这一失衡状况及其变革是当前国际经济中一个十分重大的问题。

在分析当前的全球国际收支失衡之前，简要回顾一下20世纪70年代的国际失衡状况及其引起的问题和相关争论是十分有益的。

与目前的国际收支失衡不同，20世纪70年代的国际收支失衡主要表现在三个方面：OPEC巨大的顺差、欠发达国家迅速增长的债务和许多发达国家空前的经常项目逆差。其后果是引发了80年代和90年代一系列的货币危机。

尽管当时很多学者认为是石油价格上涨造成了当时的国际收支失衡。但是后来越来越多的学者认为石油价格不是惟一的因素，甚至不是最主要的因素。这也引发了对经常账户分析的革命性的变化，即跨期优化方法的引入。这一方法的引入带来了一个颠覆性的结论，即经常账户平衡或贸易平衡不是一个国家的最优选择，不是一个国家最优资源配置的结果。在一段时期内出现经常账户逆差，在另一段时期内出现经常账户顺差反而是一国进行最优资源配置的表现。这一结论推翻了所有以贸易平衡或经常账户平衡为原则或前提的分析结论。由于贸易平衡在贸易理论和人们的观念中已经根深蒂固，因此这场革命至今还在继续。

现在大多数经济学家认为一个国家不会在每一时期都保持贸易平衡或经常账户平衡。一个国家可能在一段时期出现贸易顺差或经常账户顺差，而在另一个时期出现贸易逆差或经常账户逆差，甚至长期出现贸易逆差或顺差。这种现象是可能的、也是正常的。同样，在某一个时期内，一些国家为贸易顺差或经常账户顺差，而另外一些国家为贸易逆差或经常账户逆差，这种现象也是可能的，

* 本文采纳了中国社会科学院世界经济与政治研究所孙杰研究员提供的许多建设性的修改意见，在此特表感谢。

甚至是一种常态。

在理论上，目前关于经常账户的分析，也不再以余额平衡为基本原则，而主要集中于经常账户余额的决定和变化，及其与各种相关因素之间的关系。其中，一个十分重要的课题是经常账户余额的可持续性问题以及经常账户与汇率之间的关系。

在考察当前全球的国际失衡状况及其影响时，以美国作为基点，考察美国贸易逆差或经常账户逆差的可持续性就是一个很好的视角。因为美国经常账户的可持续性决定了当前全球国际收支状况的可持续性，也决定了当前全球货币体系的可持续性。可见，从美国贸易逆差或经常账户的可持续性可以分析当前全球国际收支状况的发展趋势及其影响。以下本文首先着重考察美国贸易逆差的可持续性，然后再分析美国贸易逆差可能面临的变动方式及其对中国的影响。

二、美国贸易逆差的可持续性

贸易逆差是经常项目逆差的一个主要组成部分，而经常项目逆差表现为对外债务的累积。因此，要考察贸易逆差是否可持续，就要从对外债务的可持续性来考察。

考察对外债务是否可持续实际上就是分析一个国家能否持续获得足够的外债。其中，最简单的办法是考察未来对外债的偿付能力。但是，不是说一国的总产出或总财富超过了对外债务，就有偿付能力。因为一国的总产出和总资源还需要用于居民的消费和投资，还需要用于维持正常的社会运转。不能将一国的所有产出和资源都用于偿付外债。所谓偿付能力，是指今天通过贸易逆差或经常账户逆差累积的外债能否通过明天的贸易顺差或经常账户顺差来弥补。更严格的说，对外债务的偿付能力是指预期未来经常账户差额的累积贴现值是否大于当前的对外债务水平。如果预期未来经常账户差额的累积贴现值大于或等于当前的对外债务水平，则该国对这一债务水平是具有偿付能力的；如果预期未来经常账户差额的累积贴现值小于当前的对外债务水平，则该国对这一债务水平是不具有偿付能力的。遗憾的是，没有一个可靠的办法来估计一个国家未来的经常账户差额。因此，考察对外债务的可持续性还需要其他的办法。

考察债务是否可持续的另一个办法是分析债务/GDP 是不是处于一个稳定的水平，或会不会收敛于一个稳定的水平。如果债务/GDP 处于一个稳定水平或者收敛于某一个稳定水平，则该国的债务具有可持续的基础 如果债务/GDP 处于不断扩大的一个发散过程，则该国的债务就是不可持续的 如果债务/GDP 处于一个不断缩小的发散过程，则该国的对外债务将会消失，并出现对外债权，从而没有必要再考虑债务的偿付问题。

需要说明的是，即使债务/GDP 处于一个稳定水平或者会收敛于某一稳定水平，也不能说这一稳定的债务水平就是可持续的。因为要维持这一稳定的债务水平还需要资本的继续流入。因此，资本的流入意愿决定了这一稳定的债务/GDP 水平是否真正可持续。可见，一个可持续的贸易逆差或债务水平至少需要具有两个条件：一是债务/GDP 处于稳定水平或将收敛于某一个稳定水平，二是资本有继续流入的意愿。以下就从这两个条件来考察美国的贸易逆差是否具有可持续性。

首先来看美国的对外净债务/GDP 是否处于一个稳定的水平。一个简单的办法是考察美国对外净债务的增长率是否与 GDP 的增长率相同。如果对外净债务的增长率与 GDP 的增长率相同，则对外净债务与 GDP 的比显然处于一个稳定的水平。如果对外净债务的增长率大于 GDP 的增长率，则该比值会不断扩大，相反，如果对外净债务的增长率小于 GDP 的增长率，则该比值会不断缩小。后两种情况都表明当前的对外净债务/GDP 不是稳定的。

从 2004 年的数据来看，美国对外净债务的增长率为 7.2%，而名义 GDP 的增长率为 6.5%。对外净债务的增长率略高于 GDP 的增长率。因此，目前的债务/GDP 不是处于一个稳定的水平，而是在不断扩大。

接下来，我们再考察美国的对外净债务/GDP 是会无限扩大，还是会收敛到某一个较大的值。在理论上，对外净债务的变化主要由经常账户逆差组成，而经常账户逆差主要由两部分构成，分别是贸易逆差和净收益（或利息）支出。如果对外支付的收益率大于 GDP 增长率（如对外债务完全是外国直接投资），则即使贸易逆差额不发生任何变动，甚至不断缩小，对外净债务的累积速度也会快于 GDP 的增长速度，从而对外净债务/GDP 就会无限扩大。在这种情况下，只有出现一定的贸易顺差，对外净债务/GDP 才会收敛到某一水平。

在美国的国际收支中，有一个非常独特的现象。美国虽然是净的对外债务国，且净的对外债务达到了 2.54 万亿美元。但是令人惊奇的是，美国的对外净资本收益却是正的 362 亿美元。也就是说，尽管美国欠他国很多钱，但是美国还能从他国获得一些利息。更直白地说，就是世界上许多国家竟然倒贴利息借钱给美国。这是一种非常奇怪的现象。但在美国却是一件千真万确的事情。其原因在于美国的对外投资能够获得 4.2%的平均收益率，但是其他国家在美国的投资却只能获得 2.9%的平均收益率。[2]这种结构使得美国可以从国外借钱然后投资到国外而获得利益。也可以使美国从国外借入 100 美元时，只要将其中的 70 美元投资于国外，就能获得收益上的平衡。[3]而另外的 30 美元可以在美国国内进行消费或投资。这 30 美元对外净债务不会给美国带来收入流失。

在这种情况下，尽管美国会出现贸易逆差，甚至会出现较大的贸易逆差，美国的对外净债务/GDP 仍然可能稳定于某一个特定的不是很高的水平。因为贸易逆差会被资本收益抵消掉一部分。当然，如果贸易逆差增长太快，以至于对外净债务超过了对外债权总额的 45%，[4] 则对外净债务/GDP 又会朝更高的水平的运动。美国 2004 年的贸易逆差相对于 2003 年增长 22%。如此之高的增长率将使得美国得对外净债务/GDP 不断上升，并趋于无限大。在这种情况下，完全可以认为，美国的贸易逆差和对外债务/GDP 是不稳定的，并且也是不可持续的。

即使假定美国的贸易逆差占 GDP 的比保持不变，美国的对外债务/GDP 也会攀升到 94%的水平。[5]这时，美国需要越来越大的资本流入。此时，尽管美国的对外债务/GDP 在技术上能实现稳定，但是这种稳定是否可持续，还取决于资本的流入意愿。

近年来，美国的资本流入有一种特别的结构，即以亚洲国家的

官方储备为主。官方储备的主要功能是维持宏观稳定，而不是资产收益。持续的过量的外汇储备增长会给亚洲国家带来通货膨胀压力。为了维持宏观稳定，亚洲国家有很强的动机去降低储备资产的增长，从而减少对美国的资本流入。因而从资本的流入意愿上说，即使对外债务/GDP能收敛于94%的水平，美国的贸易逆差和对外债务也很可能是不可持续的。

三、美国贸易逆差的调整方式

前已述及，美国贸易逆差和对外债务水平是不可持续的，因此，美国贸易逆差的调整是不可避免的。美国贸易逆差的调整意味着世界贸易格局的变化，意味着国际资本流量与流向的重大变化，甚至意味着国际货币体系的深刻变化。但是，不同的调整方式对世界经济的影响程度和范围是不一样的。

从理论和历史上看，美国贸易逆差的调整可能存在以下六种方式：美元主动大幅度贬值；由于国际资本流向突然发生变化导致的美元突发性被动贬值；亚洲货币主动升值；美元对世界主要货币的缓慢贬值；美国降低财政赤字；美国调整居民的消费储蓄和投资结构。以下逐一讨论各种调整方式带来的影响和可能性。

首先来看美元突然大幅度主动贬值。这是对美国最有利的方式。但是，由于美国实行自由浮动汇率，因而现在缺乏单方面主动贬值的手段。这里的主动贬值是指美国政府自主决定的美元贬值。历史上，美国曾经在尼克松时期两次通过美元主动贬值来克服外部不平衡问题，并直接导致了布雷顿森林体系的解体。美元突然主动贬值可以使美国在国际资本还没来得及反应就完成了汇率和经常账户调整。而世界其他国家将承担美元资产缩水、净出口减少和国际货币价值体系紊乱带来的经济滑坡等损失。幸运的是，在当今国际金融市场上，美国政府虽然能干预美元汇率，但已经不能单方面决定美元汇率，因此也没有能力实现美元的突然大幅度主动贬值。

其次来看美元的被动恶性贬值。这是对美国最不利的一种方式。美元的被动恶性贬值伴随着国际资本大量抛售美元资产，并直接导致美国经济衰退，因而是对美国最不利的方式。美国政府会尽量避免美元被动贬值，避免国际资本对美元资产丧失信心。同时，世界上其他国家和地区，尤其是欧元区和日本，也包括中国和亚洲其他国家，为避免美元资产缩水和对国内经济的冲击，也会尽量避免美元的恶性贬值。

第三，亚洲货币主动升值。由于亚洲国家对美国的贸易顺差和官方储备上升是当前全球国际收支失衡的主要特征之一，因而一般认为，亚洲国家货币存在普遍的低估现象。不管亚洲国家宣布的汇率制度是单一钉住美元、还是钉住一篮子货币、还是有管理的浮动和自由浮动汇率制度，从官方储备快速上升的现象表明，亚洲国家普遍对其货币的汇率进行了较强的干预。在这一逻辑下，亚洲国家的货币主动升值就成为了解决当前国际收支失衡的一种当然的手段。

由于亚洲目前缺乏货币合作和汇率协调机制，因而亚洲货币的主动升值存在两种不同的方式：其一为各经济体自主决定升值与否、升值幅度以及升值的时间路径，其二为各主权经济体同时升值。

在第一种情况下，由于亚洲国家之间经济紧密相连，商品之间存在较强的竞争关系，因此，很难有一个国家首先采取升值行动。或者即使有某一个国家首先升值了，其他国家也可能不跟进。但是中国例外。

这是因为人民币在亚洲尤其是在东南亚具有巨大影响力。

竞争关系越强的两个国家，贸易品之间的替代程度越高，双边汇率波动带来的影响就越大，因而这两个国家对双边汇率稳定的要求也会越高。许多亚洲国家与日本之间的贸易要超过与中国之间的贸易，如果单纯从贸易份额来看，对亚洲其他国家而言，日元汇率将比人民币汇率更加重要。但由于这些国家的贸易品与中国贸易品之间存在较强的替代性，这些国家可能更加关注人民币的汇率而不是日元的汇率。

更为重要的是，通过一个竞争压力指数发现，中国、日本与亚洲其他国家之间存在明显的不对称竞争压力。中国对日本以外的其他亚洲国家所构成的竞争力要远远大于其他国家对中国所构成的竞争压力。另外，中国对印度尼西亚、菲律宾和泰国的竞争压力要大于日本对这三个国家的竞争压力。

在美国市场上，中国对东盟十国以及日本韩国都处于竞争优势地位，中国对这12个国家的竞争压力都要大于这些国家对中国的竞争压力。而且除印度尼西亚和新加坡外，中国对其他八个东盟国家的竞争压力都要大于日本对这八个东盟国家的竞争压力。

由于中国经济的持续高速增长和对外贸易的快速扩张，也由于中国在经济增长与收入提高的同时，仍然在长期内存在大量剩余劳动力，因此中国在其他产业迅速发展的同时，劳动密集型产业仍然会在较长一段时期内保持一定的优势，也就是说，中国的经济发展将在越来越多的领域对亚洲国家构成竞争压力。可以预料，中国对亚洲国家的竞争压力将逐渐全面超过日本，与此同时，亚洲其他国家包括日本对中国的竞争压力则将持续缩小。这种竞争压力的不对称将使中国成为亚洲最有影响力的国家，而且使中国在亚洲的各种国际经济合作中处于非常有利的地位。

竞争压力的不对称也带来了对双边汇率稳定性要求的不对称。中国与亚洲其他国家之间的竞争关系表明，亚洲其他国家对其货币与人民币之间的汇率有很强的稳定性要求，人民币汇率的稳定对于维持亚洲其他国家货币的汇率稳定有极其重要的作用，但是，亚洲其他国家货币的稳定却并不是维持人民币汇率稳定的主要因素。

竞争压力的不对称以及由此带来的对双边汇率稳定性要求的不对称，使中国在促进亚洲汇率稳定的国际货币合作中处于明显的优势地位。中国完全可以自主地调整人民币汇率，而其他国家则需要密切关注人民币的汇率变动，甚至"参考"人民币汇率变动而调整其自身的货币汇率。

因此，在各经济体自主决定升值的情况下，主要取决于人民币的升值状况、升值幅度和路径。中国政府可能主动承担调整全球国际收支失衡的责任，但是中国政府还面临两方面的制约。其一，中国的汇率政策以维护国内宏观经济稳定为依据，只有在不破坏国内宏观经济稳定的前提下才会承担调整全球国际收支失衡的任

务。其二，人民币升值对调整全球国际收支失衡的作用是有限的。即使人民币带动了亚洲货币的升值，这种升值也是有限的，尤其是，要调整全球国际收支失衡，美国消费储蓄和投资结构的调整是必要的。单纯依靠人民币升值和亚洲货币升值不能完全解决问题。对于亚洲货币升值的第二种方式，即亚洲货币同时升值的方式，其实现难度较大。首先，亚洲现在没有有效的货币合作和汇率协调机制。其次，对于升值幅度难以存在共识。由于同样的升值幅度对各经济体的影响程度是不一样的，因此，各经济体难以同意实行相同的升值幅度，同时又缺乏一个标准来具体识别每个经济体应该的升值幅度。因此，同时升值的方式较难实现。

第四，美元对世界主要货币缓慢贬值。缓慢贬值意味着缓慢的调整。这是一种冲击较小的调整方式。但是，在调整过程中，世界经济尤其是美国经济仍然要付出较大的代价。首先，美国在调整过程中需要担负艰巨的维持宏观稳定的任务。其次，美元作为国际货币的地位将受到较大的削弱，美国因美元作为国际货币而获得的利益将受到较大的损失。第三，由于美国市场吸纳各国商品的能力将受到削弱，美国作为世界经济发展推动力的作用将受到削弱。第四，在这个过程中，随时可能受到国际资本的剧烈冲击，导致美元急剧的被动恶性贬值。美国可能需要付出很大的努力才能防止这种冲击。

第五，美国缩减政府支出。美国的失衡常常被描述为双赤字，即财政赤字和经常账户赤字同时存在的现象。从 20 世纪 80 年代初期到 90 年代中期，双赤字一直是美国最主要的经济问题之一。政府过度支出一度被认为同时制造了财政赤字和经常账户赤字，双赤字的原始含义实际上是 孪生赤字 "。 9·11 ’事件以后，美国财政支出急剧增加，财政赤字迅速扩大，并带动了经常账户赤字进一步增加。2004 年美国财政赤字已达 4255 亿美元，经常账户赤字达 6659 亿美元，分别占 GDP 的 3.6%和 5.7%。但是，克林顿政府的实践否定了政府过度支出同时制造了财政赤字和经常账户赤字的这一认识。1998 年至 2000 年美国实现了财政盈余，但是经常账户赤字却并没有消失，反而呈扩大趋势。双赤字不一定同时出现，政府过度支出不是经常账户赤字的惟一决定因素。美国经常账户赤字还是美国居民过度支出和储蓄不足的结果。因此，美国缩减政府支出有助于降低财政赤字，降低经常账户不平衡程度和全球国际收支失衡程度，但是不能完全解决美国的经常账户不平衡和全球国际收支失衡问题。

为了降低财政赤字，新一届布什政府开始缩减政府支出。为了防止由此产生的宏观经济不稳定，布什政府同时实行减税政策，刺激投资增加，以弥补政府支出减少导致的总需求下降。这一政策有助于降低甚至消除美国的财政赤字。但是由于不能改变美国居民储蓄不足的状况，因而不能从根本上改善其经常账户。

第六，美国调整居民的消费储蓄和投资结构。美国的经常账户逆差在核算上由两部分组成，一是居民储蓄不足投资的部分，二是政府的财政收入不足支出的部分，即财政赤字。因此，美国居民的低储蓄和高消费、高投资是其经常账户逆差的又一个重要原因，甚至是一个更主要的原因。要调整美国的经常账户逆差，就必然要涉及到调整美国居民的消费储蓄和投资结构。美国居民的低储蓄与美国社会保障体系、住房按揭体系等鼓励消费的制度密不可分。因此，调整居民收入支出结构，从鼓励消费转向鼓励储蓄，是美国政府改善经常账户的现实选择。从鼓励消费向鼓励储蓄的转变，会产生总需求不足的宏观经济风险，但这是美国避免美元恶性贬值的现实选择。为了防止在调整过程中出现经济衰退，美国会尽量放慢调整速度，并采取必要的财政政策和货币政策维持宏观经济稳定。

在现实中，除了第一方式不能实现以外，另外的五种方式都是可行的。同时，后四种方式还可以同时进行。而且，在美国贸易逆差的调整过程中，财政支出的缩减和居民消费和储蓄结构的变化总是不可避免的，美元贬值也往往是美国贸易逆差调整过程中的伴生物。

四、对中国经济的影响

由于美国贸易逆差的调整一定伴随着贸易逆差的缩小和美元汇率的波动，因而对中国经济的影响主要体现在对外贸易、储备资产、人民币汇率以及宏观经济稳定上。

如果美元发生恶性贬值，世界经济将受到较大负面冲击，中国的对外贸易和宏观稳定也将受到较大的紧缩冲击。这对世界经济，包括美国经济和中国经济来说都是一场灾难。因而美国和世界各国都会尽量避免这种情况的发生。美元缓慢贬值的好处就在于不至于对世界经济的宏观稳定造成太大冲击，同时中国的宏观经济稳定也不会受到太大影响，除非人民币汇率发生突发性的大幅度升值。当然中国政府也会尽量避免人民币的突发性大幅度升值。因而以下仅仅讨论在美国贸易逆差缓慢调整、美元缓慢贬值和人民币汇率缓慢变动的情况下，美国贸易逆差的调整对中国的对外贸易、储备资产和人民币的影响。

首先来看对中国对外贸易的影响。对美的贸易顺差是中国获得整体贸易顺差和维持贸易平衡的主要组成部分。根据海关统计数据，2004 年中国对外贸易顺差总额为 318 亿美元，其中对美国的顺差达到了 804 亿美元，如果由于美国贸易逆差的调整导致中国对美国的贸易出现了平衡，则中国将出现 486 亿美元的贸易逆差，中国将迅速从一个贸易顺差国变为一个贸易逆差国。

但是，即使美国的贸易差额实现了平衡，中国可能仍然对美国保持贸易顺差。这是因为，美国贸易逆差的调整是以整体贸易差额的变化为目标的，而不会追求单独与某一个国家的贸易差额的变化。而中国在美国的贸易格局中扮演了一个非常特殊的角色。这种角色可以从中国对外贸易的地区分布和产品分布中看出来。中国对亚洲国家存在贸易逆差，而对美国存在贸易顺差。亚洲国家向中国出口原材料和零部件，经中国加工后出口到美国。因而中国对美国的贸易顺差中实际上有一部分被其他亚洲国家获得了。中国只有与美国保持贸易顺差才能实现总体上的贸易平衡。同样，美国即使对中国保持逆差仍然能实现总体上的贸易平衡。

认识到这一点，并不意味着美国贸易逆差的调整不会对中国的对外贸易造成影响。只是这种影响的结果不是中国对美国之间实现贸易平衡。或者说美国贸易逆差的调整对中国贸易的影响要弱于对其他国家尤其是其他亚洲国家的对外贸易的影响。

这种情况一方面是好事，但是另一方面，也使得中国对美国的贸易顺差在美国贸易逆差的来源中显得特别突兀。这就是使得中美贸易特别容易成为美国贸易保护主义攻击的对象。中国的对外贸易政策和人民币的汇率政策也特别容易受到美国的关注。因此，中美之间的经济摩擦也会更加频繁与剧烈。

其次，对储备资产的影响。由于美元贬值，对于以美元为主的外汇储备来说，势必遭受一定的价值损失。同时，外汇储备大幅度的转换持币结构又会加速美元的贬值。因而对于储备资产的处理显得比较尴尬，也需要特别谨慎。需要认识到的一种观点是，这种损失是必然要发生的，也是中国维持宏观稳定的一种必然的代价。因此，剩下的问题是如何在继续保持宏观稳定的前提下尽量减少储备资产的价值损失。

第三，对人民币的影响。美元汇率波动和阶段性贬值仍然会成为调整过程中的主要特征。除非出现新的技术创新周期，在调整过程中美国经济将不断面临经济衰退的考验。而一旦出现经济衰退，美国又会转而寻求汇率的有限贬值来减轻调整压力。因此，在调整过程中，美元汇率波动和阶段性贬值就是一个主要特征。美元贬值及其中国对美的贸易顺差使得美国贸易逆差的调整将对人民币汇率造成较大影响。美元贬值带来的最大影响是会导致人民币对美元的升值压力和升值预期，并使人民币汇率调整陷于困境。但同时，人民币的国际影响力也将逐渐得到体现。美国贸易逆差的调整为人民币的国际化和在未来国际货币体系中占据重要地位提供了契机。

美元汇率波动和不断贬值将导致各国货币的价值变动。当今国际货币体系不能统一协调各国货币价值。各国无法估计和有效规避美元汇率波动带来的风险。因此，有关国际货币合作的呼声会越来越强。也为中国谋取人民币的国际货币地位提供了机会。但是，中国还没有实现人民币的完全可兑换，外汇市场还很不完善，人民币目前难以很快成长为国际货币体系中的一种关键货币。因此，中国目前应对国际货币合作的最佳策略是逐渐提高人民币的国际影响力，尤其是在亚洲的影响力，而不是建立真正的汇率协调机制。

提高人民币汇率形成的市场化程度，调整对外经济政策，是中国应对国际压力、克服外部不平衡以及提高人民币国际地位的最佳选择。提高人民币汇率形成的市场化程度，则可以名正言顺地让市场来决定汇率，不必理会国际舆论压力和政治压力。而且只要在外汇市场上保持中央银行的干预力量，即使提高人民币汇率形成的市场化程度，仍然能保持人民币汇率稳定。同时，还可以通过调整对外经济政策，改善国际收支管理，降低外部不平衡程度和人民币汇率的低估程度，减轻中央银行在外汇市场上的干预压力。

提高人民币汇率形成的市场化程度需要推动三项改革措施。提高人民币汇率形成的市场化程度，需要兼顾中央银行的干预能力，宜采取逐步放宽人民币汇率浮动区间的办法。但是，这一汇率制度对外汇市场基础有较高的要求，需要事先推动三项改革措施。第一，统一外汇指定银行跟企业、个人之间的外汇市场与中国外汇交易中心的外汇市场，避免外汇市场分割带来的外汇制度改革失败；第二，改革目前的强制结售汇制，实行自愿结售汇或者更加宽松的强制结售汇制度，避免外汇指定银行对人民币汇率的垄断定价权；第三，放松对外汇指定银行的外汇余额管理，或者完全取消余额限制。避免外汇指定银行的非意愿外汇买卖，真正发挥外汇指定银行在外汇市场上的基础性作用。

对外经济政策宜以改善国内资源配置效率为目标。由于中国目前已经具有很高的对外开放水平，而且现有对出口和外资的优惠政策已经成为造成中国外部不平衡的一个重要原因。因此，目前应该逐步消除对出口和外资的优惠政策，逐步消除对进口用汇和内资的限制。对外经济政策不宜继续片面强调出口导向和吸引外资，宜以提高国内资源配置效率为目标。▲

注释：

[1] 以上数据均来自 www.bea.gov。如无特别说明，下文引用的数据也均来自 www.bea.gov。

[2] 平均收益率根据美国 2004 年的国际收支平衡表和对外投资头寸表的有关数据计算。

[3] 美国借入 100 美元后，根据 2.9%的平均收益率，需要每年对外支付 2.9 美元的利息。但是，美国只需将其中的 70 美元投资到国外，按 4.2%的平均收益率，就能每年获得 2.94 美元的收益，从而可以偿付借入的 100 美元的利息。

[4]由于 145 美元的对外债务所需要支付的利息（145×2.9%=4.2）正好和 100 美元对外投资的收益（100×4.2%=4.2）相等。因此，对外净债务超过了对外债权总额的 45%时，投资收益就会净流出。此时，债务利息会导致债务的扩大。

[5]从对外债务增量$(B_t - B_{t-1})$等于贸易余额（T）与投资净收益（rB_{t-1}）之和这一基本公式出发，可以得出在贸易余额与 GDP 之比保持不变的情况下，一个稳定的债务与 GDP 之比（B/Y）等于 $\frac{T/Y_t}{1-(1+r)Y_{t-1}/Y_t}$，根据美国 2004 年的数据，$T/Y_t$=5.26%，r=-1.43%，$Y_{t-1}/Y_t$=95.75%。故可得稳定的债务与 GDP 之比为 94%。