

汇率失调、全球不平衡和一系列的危机

2011年5月26日

Robert Madsen

国际研究中心
麻省理工学院

大纲

关于汇率和经常账目

第一次货币战争：发生于九十年代的日本

第二次货币战争：1995-2009期间的世界

第三次货币战争：今天的世界

第四次货币战争：2012-2013年的欧洲

总结

大纲

关于汇率和经常账目

第一次货币战争：发生于九十年代的日本

第二次货币战争：1995-2009期间的世界

第三次货币战争：今天的世界

第四次货币战争：2012-2013年的欧洲

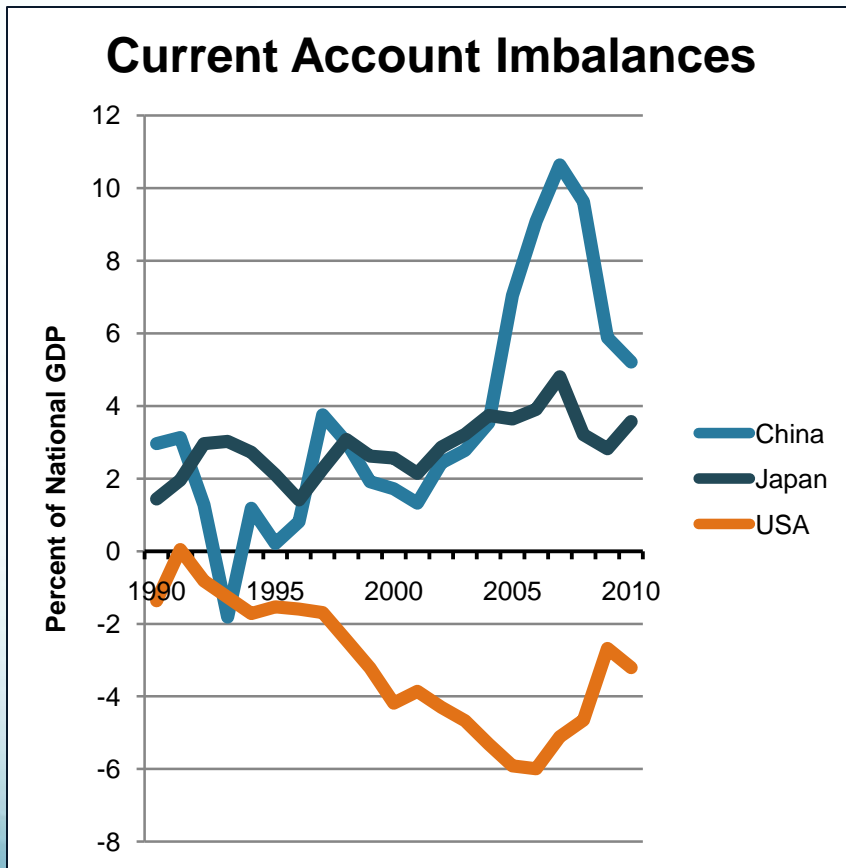
总结

经济学理论中的汇率

- 虽然在短期内一个国家的汇率是一个变量，但在较长的时期，一个国家的经常帐户余额的平均值应该为零。
- 汇率必须得到自由的调整，以实现这一长期效果。
- 这一规则的例外情形是，应该有一个从富裕国家流向贫穷国家的现金流，在那些贫穷国家有大量的投资机会，同时他们的生活标准的需要得到上升。

现实生活中的汇率

国家经常账户不平衡



Source: EIU Country Data

- 大幅的不平衡现象持续了几十年。
- 资金大量地从贫穷经济体流向富裕经济体。
- 在这种借贷行为之间存在着一种对称关系，同时也意味着一种因果关系。

大纲

关于汇率和经常账目

第一次货币战争：发生于九十年代的日本

第二次货币战争：1995-2009期间的世界

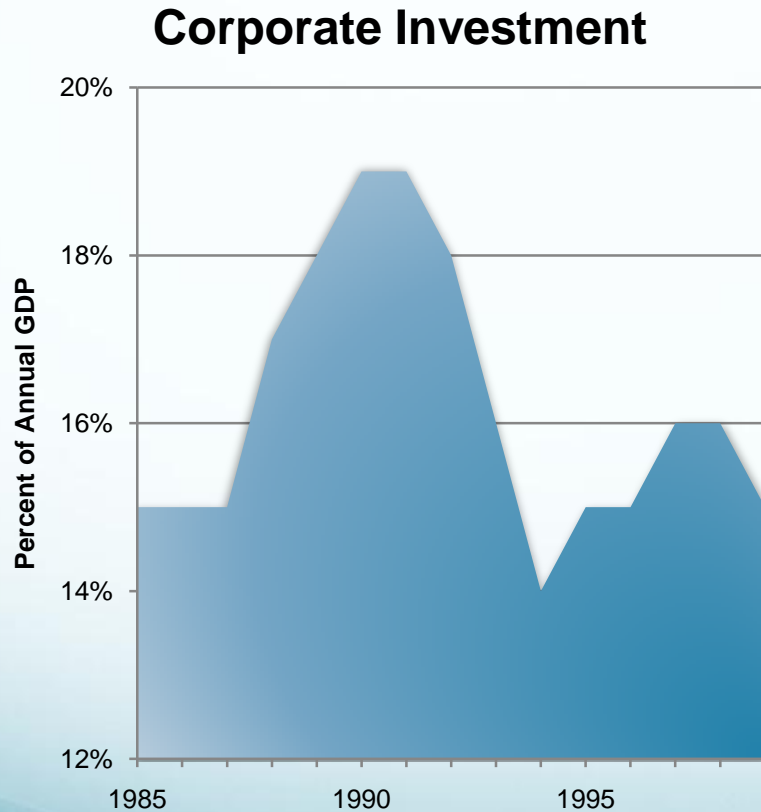
第三次货币战争：今天的世界

第四次货币战争：2012-2013年的欧洲

总结

需求的瓦解

公司投资

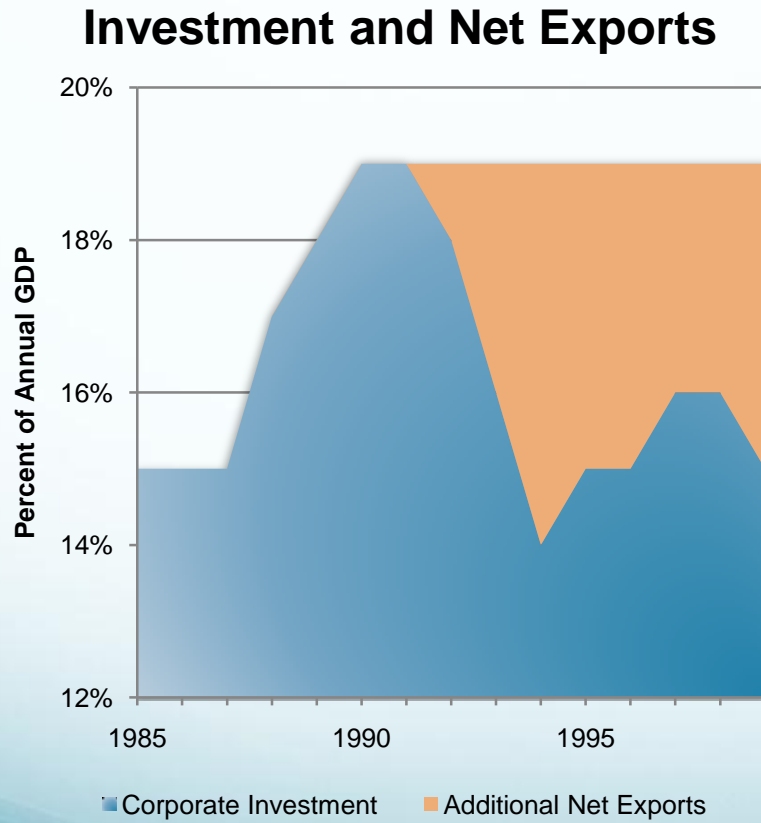


Source: Cabinet Office, SNA

- 在1989-1991年期间，日本资产泡沫的破裂导致企业股票价值直线下跌
- 在需求已经收缩的情况下，资本支出的减少造成国内私人需求收缩了GDP的几个百分点
- 除非净出口额有所增长或是政府加大投资扩大赤字，才可以抵消这一作用。否则这一现象可能导致经济萧条

理想的解决方案

投资和净出口额

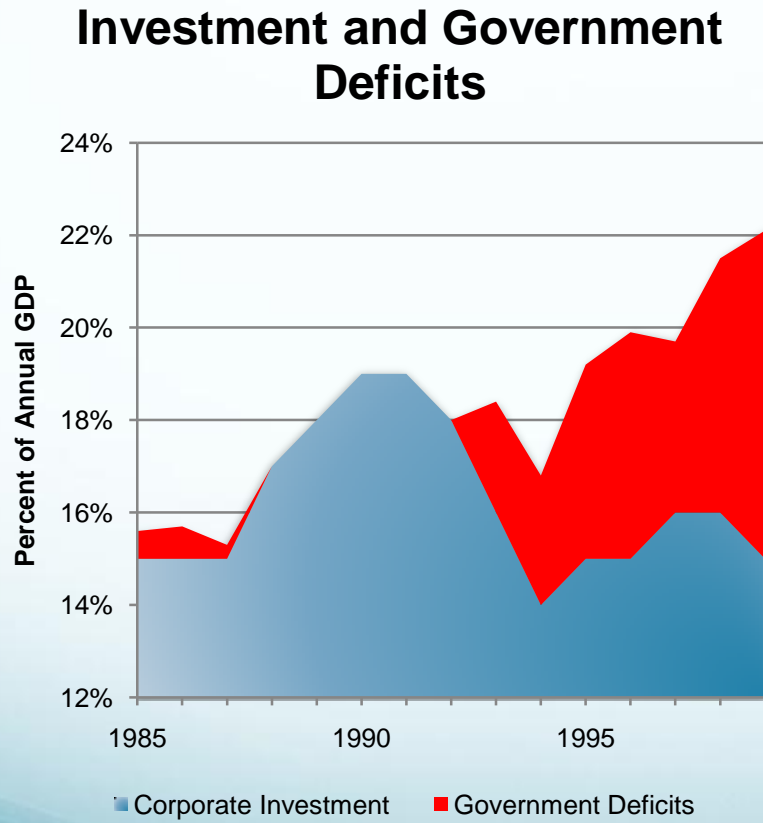


Source: Cabinet Office, SNA

- 最理想的情形是日元大幅贬值，从而促进出口的大幅增长
- 这样一来，GDP就能够以合理的速度（大约每年2.5%左右）持续增长

实际的调整方案

投资和政府扩大赤字



Source: Cabinet Office, SNA

- 为了避免日本经常账目顺差对他们本国劳动力市场可能带来的负面影响，其他国家反对日元的升值，
- 东京也不愿意采取单边行动来降低汇率使日元贬值，担心这么做会降低日本人的生活水平，同时有损日本的国际声望。
- 随着消费、投资和出口的收缩，日本政府被迫不断的扩大赤字来避免经济萧条的发生。
- 最后导致政府的债务状况难以继。

大纲

关于汇率和经常账目

第一次货币战争：发生于九十年代的日本

第二次货币战争：1995-2009期间的世界

第三次货币战争：今天的世界

第四次货币战争：2012-2013年的欧洲

总结

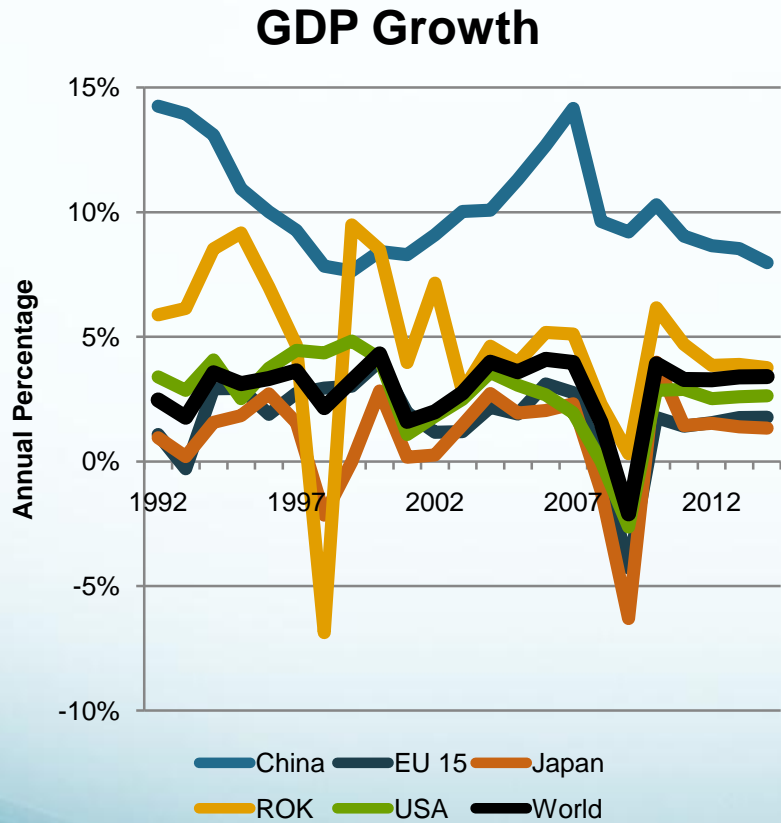
储蓄的转移



亚洲的储蓄流向美国、英国和西班牙的房地产市场。这些市场房产的升值使当地家庭变得更为富裕，因而他们能够花更多的钱来购买亚洲的出口商品。

探讨相关的因果关系

GDP的增长



Source: EIU, Country Data

- 如果美国赤字推动了全球不平衡，那么美国经济的突然减速不会导致全球经济活动的大幅缩减。
- 如果亚洲储蓄是全球失衡的主要原因，那相反，美国经济的减速会使全球需求大幅下滑，从而导致全球GDP增长的大幅下滑。
- 2008-2009年的危机表明，和美国的无节制消费比起来，过度的储蓄是全球失衡的一个更为重要的原因

为什么有些国家坚持保持顺差

- 和年轻人比起来，老年人一般会把更多的钱用于储蓄，这也能够部分解释日本和中国的一些行为。
- 一些经济体，包括中国、德国和很多发展中国家，把他们的汇率保持在一个比较低的水平，来促进就业和社会稳定。
- 许多国家从最近的经济事件中得出结论，那就是他们不可再信任全球的货币系统，因此应该积累更多的外汇以防范未来的经济危机。
 - 1994-1995 墨西哥比索危机
 - 1997东亚金融危机
 - 1998俄罗斯经济危机
 - 2000-2001科技泡沫的爆破
 - 2008-2009全球经济危机

过去全球失衡的代价

- 资金从发展中国家流向发达国家，降低了发展中国家GDP的增长和生活水平的提高。
- 贫穷国家GDP增长乏力，减慢了世界经济的扩张力度
- The influx of Asian capital to North America, the United Kingdom, Spain and 亚洲资金大量流入北美、英国、西班牙以及一些其它发达国家，很大程度上制造了这些国家房地产市场的泡沫，因此最后导致了2008-2009年的大萧条。
- 如果不能得到调整，造成经济危机的经济中的不平衡会给我们的金融和经济带来更多的破坏。

大纲

关于汇率和经常账目

第一次货币战争：发生于九十年代的日本

第二次货币战争：1995-2009期间的世界

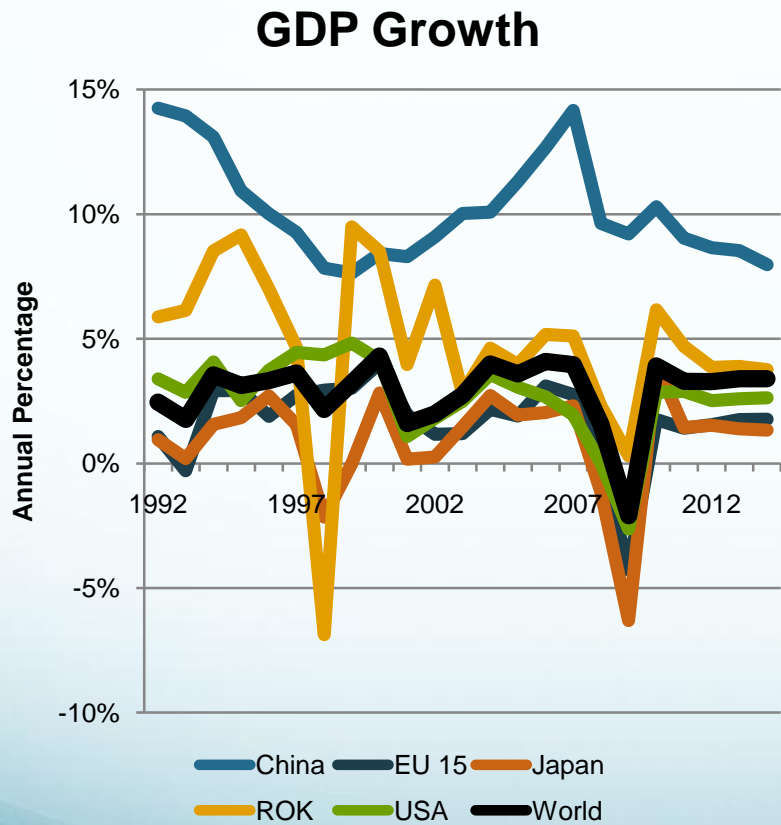
第三次货币战争：今天的世界

第四次货币战争：2012-2013年的欧洲

总结

恢复正常的经济活动

GDP的增长



Source: EIU, Country Data

- 的经济危机暂时调整了全球失衡，压低了美国的需求。
- 由于其它国家没能够扩大内需以抵消失去的美国需求，全球增长大幅下滑
- 2010和2011经济复苏的出现，是由于美国又采取了过度借贷的旧模式。

储蓄的转移 2.0版

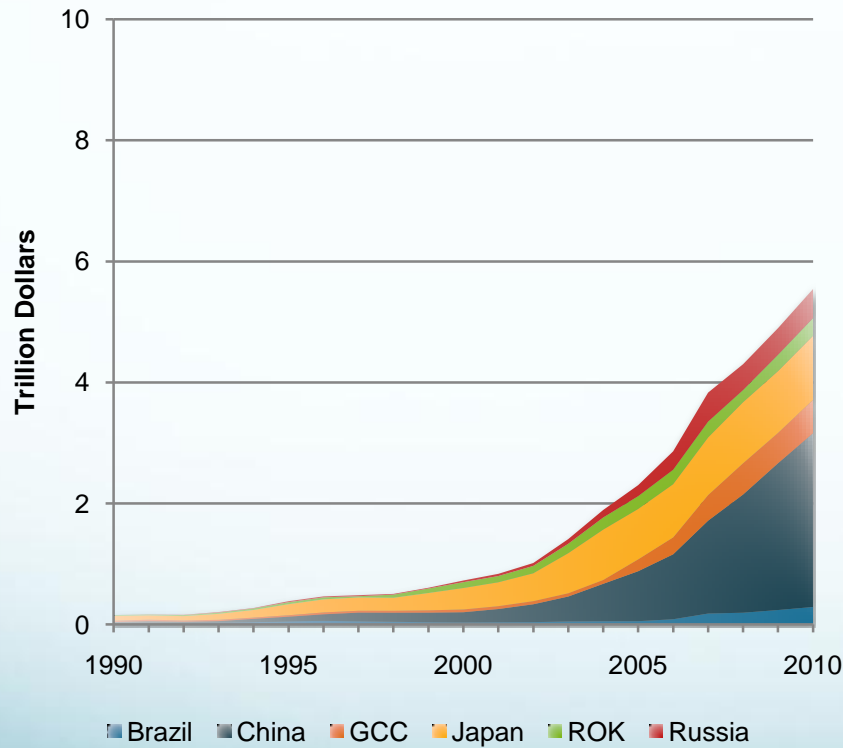


亚洲的储蓄流向美国和欧洲政府债券市场。这些政府用这些资金来投资预算赤字，从而为亚洲出口创造有力的需求。

长期积累的不平衡

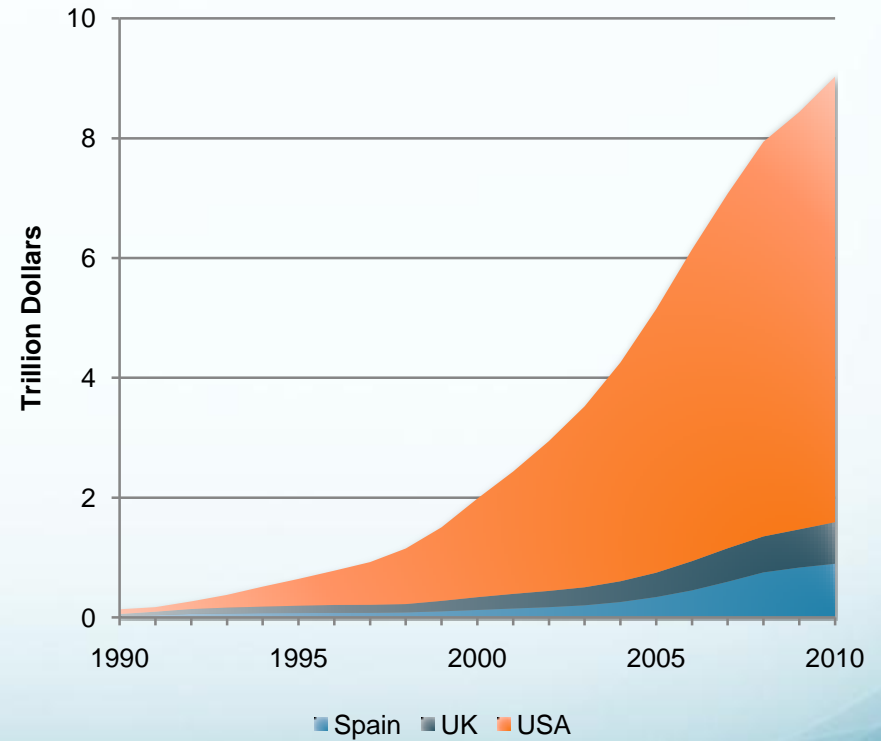
政府的外汇储备

Official Foreign Reserves



累计的经常账目赤字

Cumulative Current Account Deficits



Source: EIU, Country Data

必要的调整措施

- 美国、日本、英国和几个其他国家的债务状况已经接近难以为继。
- 这些国家必须提高税收并削减开支以降低财政赤字，以免导致最终资本外逃和金融危机的发生。
- 这些国家的家庭和公司也应该停止借款并开始偿还贷款。
- 这些意味着赤字货币尤其是美元，应该大幅贬值以重新建立平衡。
- 汇率的重新调整将吞噬亚洲国家美元储备的价值。
- 如果高储蓄水平的经济体的内需不能够得到扩大，以弥补美国降低开支所带来的需求缩减，那全球的GDP将以高达每年2-3%的速度降低

大纲

关于汇率和经常账目

第一次货币战争：发生于九十年代的日本

第二次货币战争：1995-2009期间的世界

第三次货币战争：今天的世界

第四次货币战争：2012-2013年的欧洲

总结

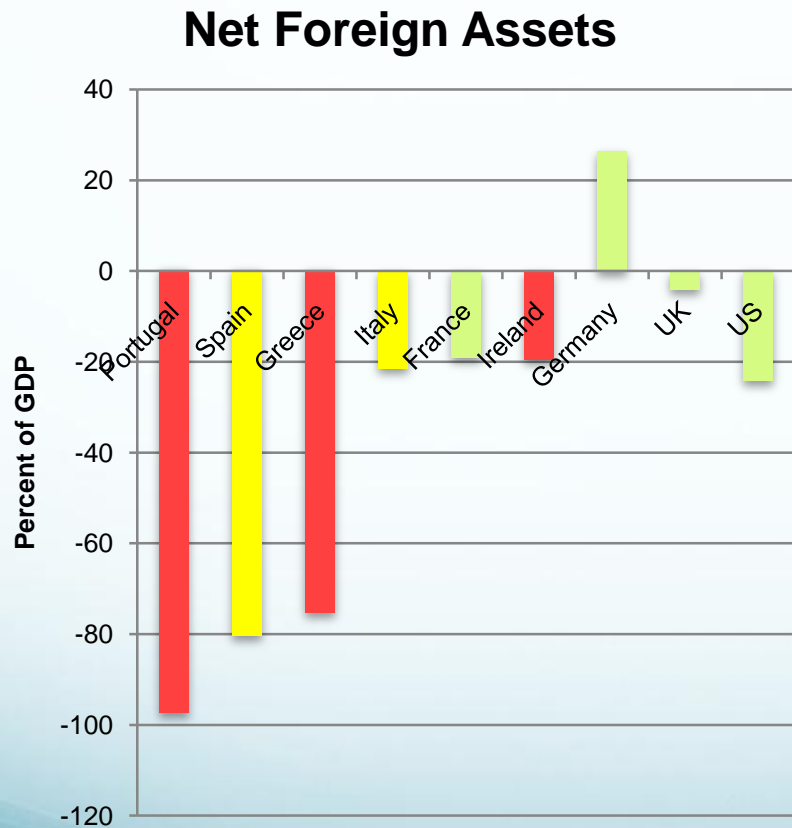
经济一体化？



- 欧元区并没有满足一个最优货币区的条件
 - 一个共同的经济周期
 - 劳动力的流动性
 - 财政转移机制
- 有效地制定货币政策是为了满足大德意志国家的需求，而没有考虑欧洲大陆其他国家的需求。
- 欧元区外围成员国正因为高估的汇率而饱受痛苦，汇率的高估遏制了内需，也减缓了GDP的增长。
- 这些国家的政府被迫增加借贷和开支，以保持经济的增长

欧元区外围成员国的困境

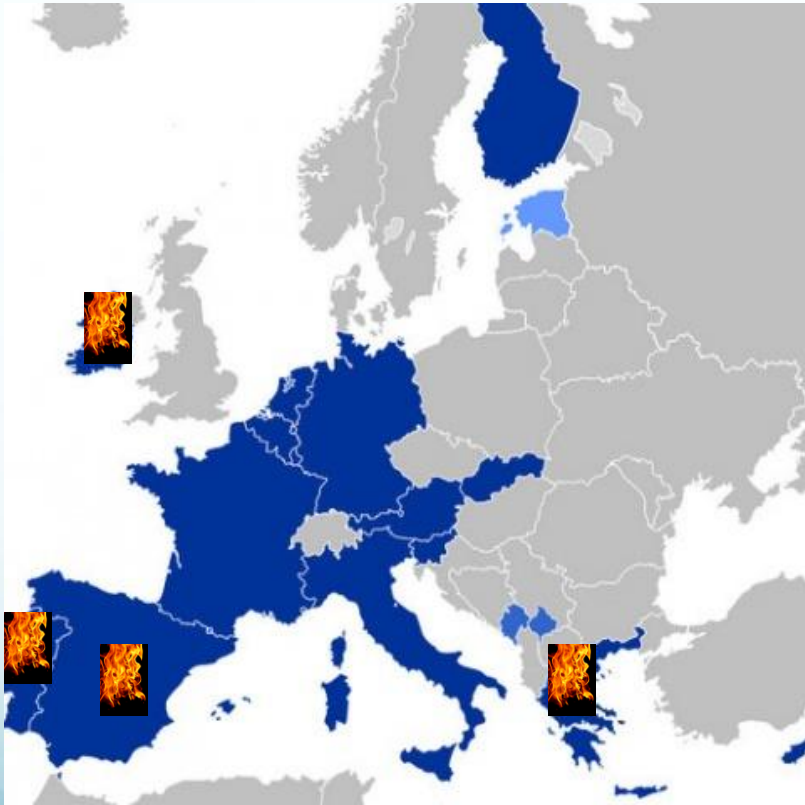
净外汇资产



Source: EIU, Country Data

- 欧元的强劲直接导致了财政赤字和欧元区外围成员国的负债
- 繁重的外部债务负担导致了金融的脆弱性
- 一些国家的债务状况已经难以为继，必须通过自愿的重组或市场诱导的通货膨胀来逃避付款义务

小规模战争还是全球大战？



- 几个欧洲国家现正陷入经济衰退的泥潭。
- 几乎可以确定希腊在未来两年会无力偿还其部分债务，而且极有可能葡萄牙和爱尔兰也会如此。
- 这些债务违约可能会动摇欧洲一个或多个银行系统。
- 而且可能(虽然现在看起来仍不大可能)一个或几个国家会脱离欧元区。
- 银行系统的问题或者是欧元区的部分瓦解会给世界经济带来严重的破坏

大纲

关于汇率和经常账目

第一次货币战争：发生于九十年代的日本

第二次货币战争：1995-2009期间的世界

第三次货币战争：今天的世界

第四次货币战争：2012-2013年的欧洲

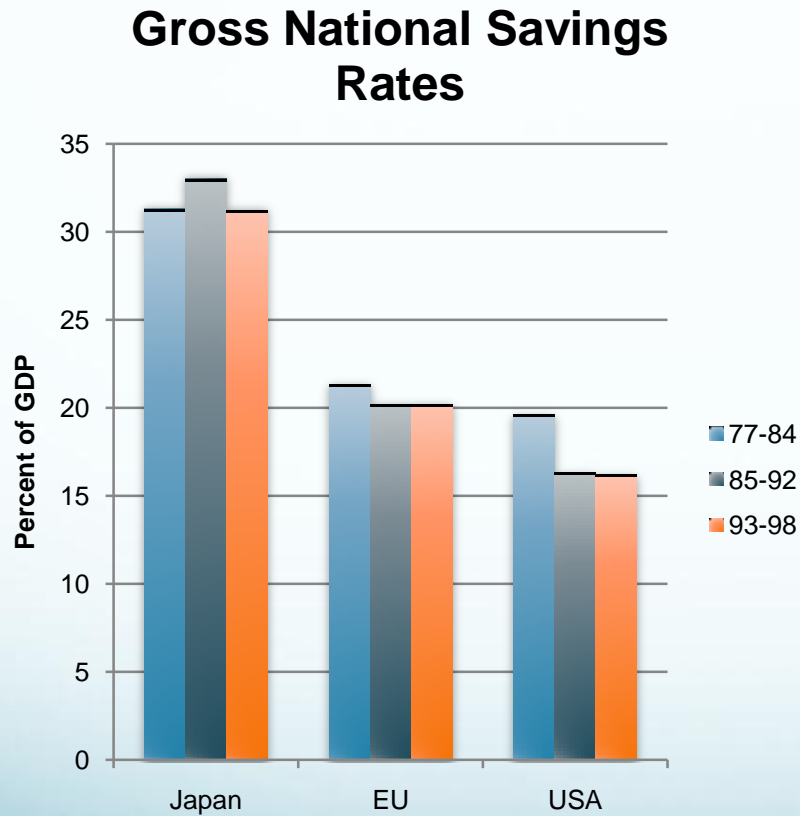
总结

总结

- 全球汇率系统支离破碎：
 - 几乎没有国家再信任国际货币系统
 - 较小以及比较贫穷的经济体定期操控他们的汇率以增加就业或自我保护。
 - 日本、美国和其他的富裕经济体人为的保持他们的货币强劲，以提高生活水平和保持国际威望。
 - 没有政府表示有兴趣解决这些日趋严重的问题。
- 这些扭曲的现象导致了近年来一些最糟糕的国际危机，比如
 - 日本“失去的十年”——或更确切的说，“失去的几十年”
 - 10年前科技泡沫的破裂
 - 2008-2009年的世界经济危机
 - 欧元区外围成员国的一系列债务危机
- 如果政府继续忽视这些根本的扭曲事实，不久的将来市场力量会调整这些扭曲现象，也许是以破坏强度非常大的方式来调整。
 - 日本的国家金融体系正愈趋脆弱，这意味着债务违约最终一定会发生。
 - 美国的借贷和开支仍然是全球经济活动的主要引擎，尽管事实是这一模式一定不能持续下去。因此2008-2009经济危机可能重演，也许甚至可能性很大。
 - 欧洲已经拒绝采取一个系统的方式来解决它的问题，因此总是上演一个又一个的危机和紧急救助。这种现象不仅仅危及欧元区外围成员国，而且甚至危及整个欧元区本身的存亡。

储蓄的问题

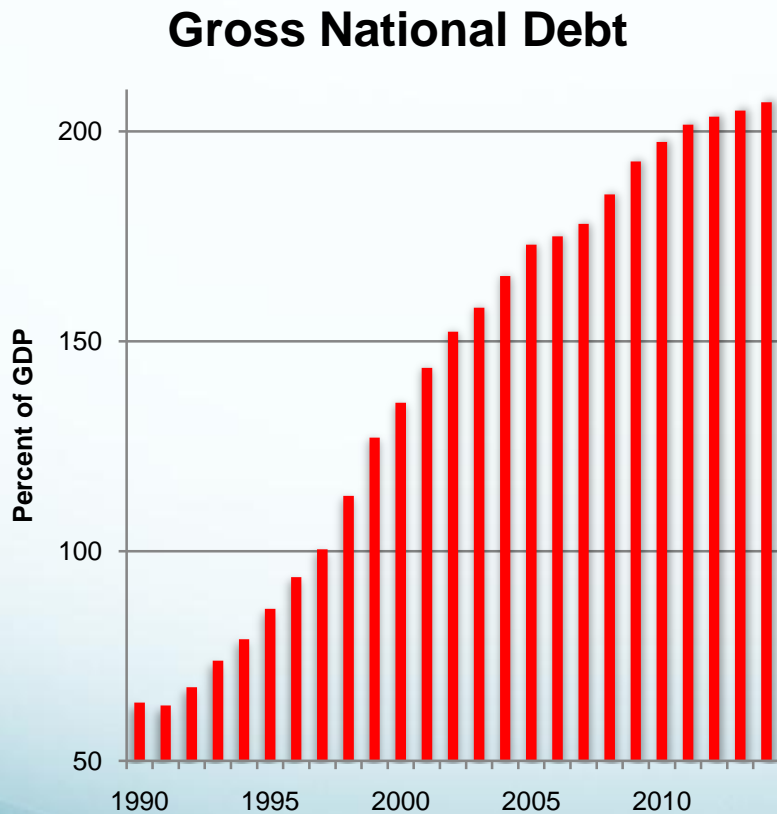
国民总储蓄率



- 高储蓄率意味着有限的消费，因此私人领域的需求会很疲弱。
- 这一问题的自然解决方案是大幅扩大企业投资和净出口额。
- 日本必须大幅贬值以带来良性的结果

经济失调的代价

国民总负债率



- 财政赤字保持日本经济持续增长，虽然年增长率很低-只有1%
- 国家债务以不可阻挡之势扩张，最终达到了非常高的比例
- 很可能已经无法避免通过延期偿还或通货膨胀而最终付款违约的结局。