

# 耶鲁大学经济学家罗奇： 下

## 美元未来一年将贬值35% 噩梦才刚开始

国宏观经济不均衡性迅速恶化，欧元和人民币作为替代之选强势崛起，以及，第二次世界大战结束后便开始存在，让美元得以独立于各种风雨之外的美国例外主义光环将逐渐消失。

第一个因素，即美国越来越严重的不均衡，现在已经成为了任何人都不能忽视的一个巨大麻烦。国内储蓄史无前例的骤降，再加上与其存在严密内在关联的经常账赤字，两者联手猛烈袭击美国，让人目瞪口呆。

在这方面至关重要的指标是净国民储蓄率，后者度量的是根据折旧调整后的企业、家庭和政府部门储蓄总和，在第二季度当中，该指标竟然跌成了负数，-1%。上一次有类似情况发生还是在2008年之后的金融危机期间，该读数曾经连续九个月为负，从2008年第二季度到2010年第二季度，平均为-1.7%。

不过，最可怕

的或许还不是这个负号，而是崩溃的速度。要知道，疫情爆发前的第一季度，储蓄率还曾经为2.9%，这也就意味着到第二季度的-1%，一个季度之间就骤跌了3.9个百分点。这也创下了1947年开始统计这一数字以来的最大单季跌幅纪录。

国内储蓄史无前例的骤跌，其最主要的原因当然不是什么秘密。疫情爆发之后，个人储蓄一度曾经猛增，但是在联邦预算赤字的创纪录扩张面前，这点进展便显得微不足道了。《新冠病毒援助、救济和经济安全法》向大部分美国人发放了1200美元一次性纾困支票，同时提供了每周600美元的额外失业救济补贴，这两者的联合作用下，个人储蓄率4月间猛增到闻所未闻的33.7%。

昙花一现的一次性支票消失之后，个人储蓄率7月间迅速回落到17.8%，虽然看上去依然相对较高，

但是在失业救济补贴7月底到期之后，显然这一数字还将继续下滑。

与此相对应的，则是联邦预算赤字的激增，第二季度的年化数字猛增4.5万亿美元，达到5.7万亿美元之巨，足以吞下同期3.1万亿美元的净个人储蓄而有余。再考虑到未来几个月，个人储蓄很可能会大幅度下泄，而根据国会预算办公室估计，当前财年的预算赤字总规模正向着国内生产总值的16%狂奔，因此，第二季度的国内储蓄重挫很可能只是一个开始，昭示着前景注定很不美妙。

这就将导致美国经常账赤字大崩盘。美国缺乏储蓄，却还想要投资和增长，就只能进口其他国家的盈余，维持巨大的外部赤字以吸引海外资本。这当然不是什么复杂的经济理论，只是简单的会计收支常识。

事实上，这种逻辑的正确性刚刚从近日发布的美国2020年第二季度国际交易统计数据当中得到了证实。伴随国内储蓄的暴跌，美国的经常账赤字已经扩大到了相当于国内生产总值3.5%的水平，创下了2008年第四季度全球金



融危机时期的4.3%以来的新高。

事实上，正如储蓄崩盘一样，经常账方面的变化也同样是触目惊心。2020年，经常账赤字相对于国内生产总值的比例还只有2.1%，而第二季度就猛烈提升了1.4个百分点，创下了1960年数据统治开始以来的最快恶化速度纪录。

净国内储蓄率完全可能进一步向着深渊滑落，直至达到相当于国民收入-5%或-10%的地步。我的个人预期是，经常账赤字至少会突破2005年第四季度创下的相当于国内生产总值6.3%的纪录。在联邦预算赤字今年和明年爆炸性猛增的背景之下，国内储蓄和经常账的这种可怕变化都将以接近光速的速度展开。

不必说，储蓄下滑、经常账失衡，自然会给美元造成贬值的压力，而麻烦还不止于此，联储政策近期的转向还会使得局面雪上加霜。联储日前宣布将通货膨胀目

标由固定转为平均，其实就等于向市场传达了明确的信号：零利率存在的时间很可能要比之前预想的长得多，哪怕通胀率在短期内超过2%，他们也会坐视不理。

这种新的货币宽松政策倾向实际上就等于取消了一个重要的选项，即加息，而众所周知，后者正是大多数国家为阻止本国货币贬值所采取的最常见措施之一。因此，联储实质上就是给业已疲软的美元造成了更大的贬值压力，将其当作了美国宏观经济失衡的安全阀来使用。

简而言之，美元现在依然高估，但是脖子上的枷锁正在不断收紧。国内储蓄正在以史无前例的速度下滑，而经常账失衡也紧随其后。可是，联储已经指望不上了，因为与对抗通货膨胀相比，他们现在更重视支持股市和债市，自顾不暇。因此只能说，美元的跌势现在还只是刚刚开始。

