



余永定：美国逆差和净负债四十年为什么没有拖垮美元？





正文

长期以来，美国的“外部可持续性”（External Sustainability）和全球不平衡（global imbalances）问题，即美国已经维持了 40 多年的经常项目逆差和不断攀升的巨额净海外负债是否可以持续，一直是国际金融界争论不休的问题。

国际通用的衡量一国国际收支状况的常用指标有两个：经常项目逆差对 GDP 比和海外净负债(Net International Investment Position, NIIP)

对 GDP 比。按定义，经常项目逆差和 NIIP 是流量和存量的关系，累积的经常项目逆差等于净海外负债。在理论上两者的作用方向一致，但引发国际收支和货币危机的作用机制不尽相同。

1994 年底发生龙舌兰危机前后，在 1993 年、1994 年和 1995 年，墨西哥的经常项目逆差对 GDP 比分别为 4.8%、5.8%和 0.5%，似乎并不高，但其 NIIP 对 GDP 比在 1995 年则高达 46.3%（危机爆发后的两年下降到 40%和 30%左右）。

1997 年爆发货币危机前，泰国的经常项目逆差对 GDP 比在 1995 年和 1996 年分别为 8.06%和 8.1%，同期 NIIP 对 GDP 比更是高达 58.6%和 60%以上（危机爆发后的两年上升到 70%和 90%以上）。但在当年讨论泰铢危机时，大家更关注的似乎是泰国的经常项目逆差对 GDP 比。

2008 年全球金融危机爆发前，学界讨论美国发生国际收支和美元危机可能性时的焦点是美国的经常项目逆差而不是美国的 NIIP 对 GDP 比。

对于一般国家来说，观察经常项目逆差对 GDP 比，比观察 NIIP 对 GDP 比更为重要，因为这些国家能否吸引足够的外国资本特别是短期资本，以平衡经常项目逆差，取决于外国投资者是否相信经常项目逆差国有能力及时偿还债务（即不会违约）。如果这些国家经济增长强劲，出口增长前景良好，外国投资者会对它们的较高经常项目逆差采取容忍态度。但如果这些国家持续维持经常项目逆差，外国投资者就会停止为其提供融资。事实上，这些国家也没有机会积累更大的 NIIP。

由于美元的国际储备货币地位和美国经济的强大，外国投资者购买美国金融资产并不完全是为了短期投资收益，甚至主要不是为了获得投资收益。除非美国长期维持经常项目逆差，从而积累了很高的 NIIP，否则外国投资者一般不会停止购买美国资产。对于美国而言，通过资本流入，包括短期资本流入，平衡经常项目逆差应该是没有问题的。但是，随着 NIIP 的不断增加，NIIP 对 GDP 比的不断上升，外国资本是否会持续流入则最终可能成为问题。

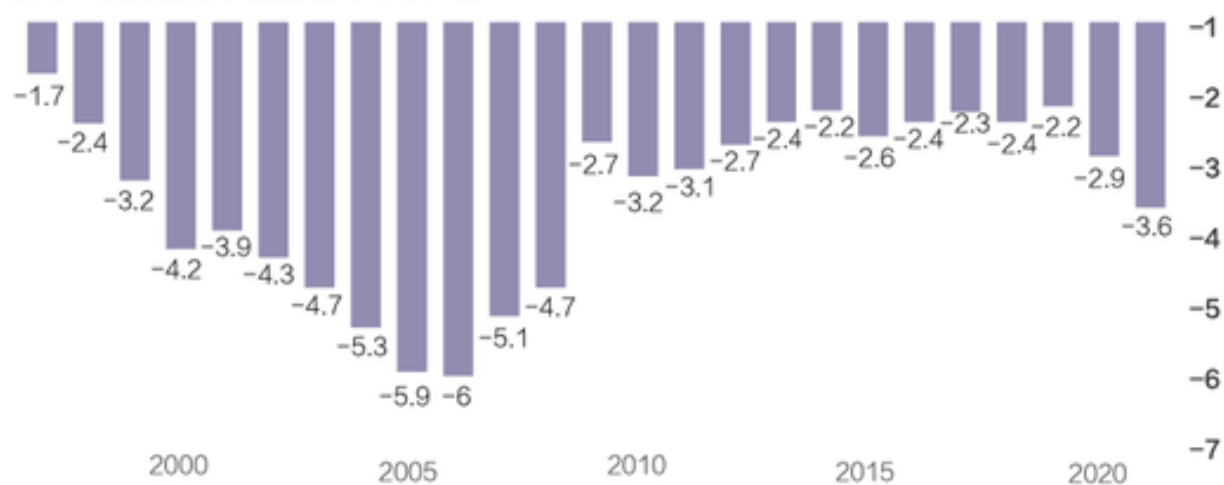
美国 1977 年第一季度出现少量经常项目逆差（80 亿美元），1991 年开始持续维持经常项目逆差。2006 年美国经常项目逆差超过 8100 亿美元（图 1），经常项目逆差对 GDP 比达到 6%，双双创历史最高值（图 2）。

图 1：美国经常项目逆差：季调（百万美元）



来源：美国经济分析局（BEA）

图 2：美国经常项目逆差对 GDP 比



来源：美国经济分析局（BEA）

图 3：美国的 NIIP（百万美元）



来源：美联储经济数据

图 4：美国 NIIP 对 GDP 比



来源：Gavekal Research

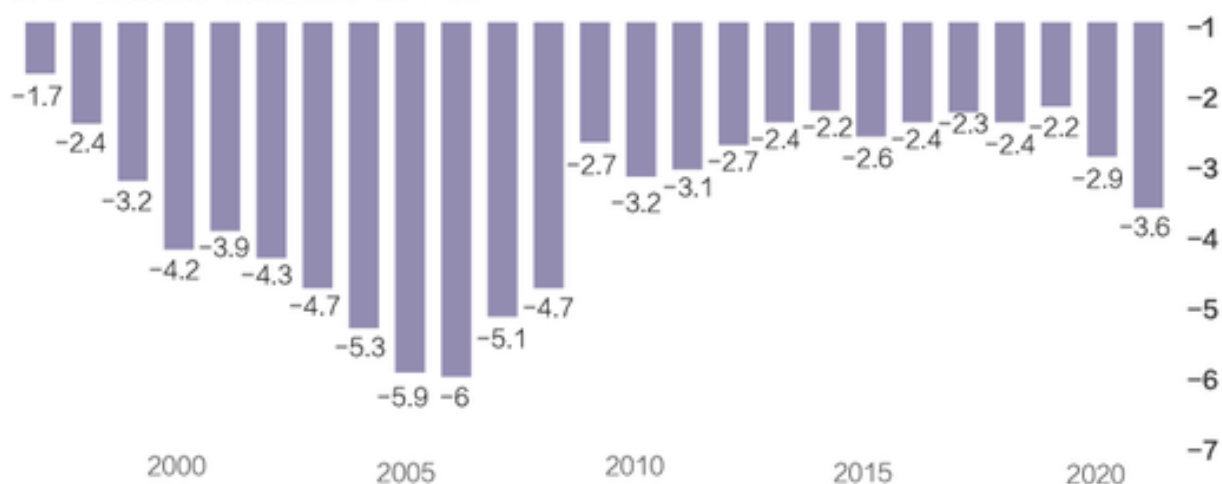
1999 年底美国的净海外负债 (NIIP) 达到 1 万亿美元；当年实际 GDP 为 9.6 万亿美元，万亿美元、名义 GDP 为 12.6 万亿美元 (BEA 数)。尽管无论用哪个指标衡量，美国的海外净负债都不算高，还是有美国经济学家断言，很难确定美国的经常项目逆差、海外净负债达到何种水平之后才足以产生美元贬值的“自我实现预期”，但是照此下去，这一时刻肯定会到来。他们断言，没有任何国家可以如此大量举借外债而不会最终导致货币贬值和经济收缩。因而，持续增长的贸易逆差和外债向美国发出一个明白信号，如果这种趋势得不到纠正，在不久的将来美国的经济繁荣可能会突然终结。他们特别提出，根据墨西哥和泰国的经验，如果经常项目逆差超过 GDP 的 5% 或净海外负债超过 GDP 的 35%，都有可能触发一场国际收支危机。

2004 年 Maurice Obstfeld 和 Kenneth Rogoff 撰文预测，为了纠正

国际收支不平衡，美元可能需要贬值 20%-40%。2013 年 Carmen Reinhart 和 Ken Rogoff 又撰文指出，如果一国的外债对 GDP 比超过 60%，该国的增速就会下降、通胀率就会上升。

但是，各国经济学家普遍预期的因“全球不平衡”恶化外资“突然停止”（Sudden Stop）流入美国所引发的国际收支和美元危机始终并未发生。真正发生的却是 2008 年因 MBS、CDO 爆雷导致的次贷危机。事实上，美国的经常项目逆差对 GDP 比在 2007 年开始下降（图 2），同年美国的 NIIP 也由 2006 年的-1.8 万亿美元大幅度下降到-1.3 万亿美元。

图 2：美国经常项目逆差对 GDP 比



来源：美国经济分析局（BEA）

2008 年次贷危机爆发后，为了稳定金融市场、克服金融危机导致的经济危机，美联储把联邦基金利息率由 2007 年 6 月的 5.26% 急降到 2008 年 10 月的 0.97% 和 2009 年 3 月的 0.18%。尽管如此，国际资本并没有大规模逃离美国、美元，也没有大规模贬值（虽然出现过短暂贬值）。相反，因亚洲和石油输出国中央银行购买美国国债和美国海外资金回流，美元指

数由 2008 年 5 月的最低点 70.7 迅速反弹到 2009 年 3 月的 83.3, 2014 年后又进一步升值。

2009 年美国的经常项目逆差下降到 3800 亿美元左右, 经常项目逆差对 GDP 比下降到 2.7%。从 2009 年第三季度到第四季度, 美国的经常项目逆差基本在 3000 亿到 5000 亿美元之间波动, 并无明显的趋势性变化。

在全球金融危机爆发之后的近十年中, 美国的经常项目逆差对 GDP 比则明显下降。尽管美国 NIIP 逆差对 GDP 比从 2008 年的 30%左右上升到 2019 年的 50%左右, 但 2019 年美国的经常项目逆差对 GDP 比只有 2.2%。对于美国来说, 以极低的代价吸引海外融资为贸易逆差融资已经完全不不是问题。这样, 在过去十余年中, 当初被热议的“全球不平衡”和“外部可持续性”问题逐渐从经济学家的议题中消失。

但是, 2019 年后美国的经常项目又重新恶化。2021 年经常项目逆差达到 8216 亿美元(同期的贸易逆差为 8591 亿美元), 经常项目逆差对 GDP 回升到 3.6%。与此同时, 自 2018 年起, NIIP 对 GDP 比开始快速上升, 至 2021 年美国的 NIIP 高达 18.1 万亿美元, NIIP 对 GDP 比超过 70% (图

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50455

