

## 关于全球失衡可持续性的分析

### 摘要：

在本文中，我们分析了导致全球失衡的几种可能因素——美元的中心地位、优质金融资产稀缺、美国在对外直接投资方面的比较优势、美国在国际分工体系中的地位——会否在短期内发生改变。通过对最新公布数据的分析，我们发现，虽然在危机中这些因素都有一定幅度的调整，但是构成全球经济失衡的实质性因素大部分都没有改变，短期内全球失衡仍可能作为一种“均衡”结果继续存在，全球再平衡的过程是一个复杂的综合性过程，并不能通过短时间内改变少数几个因素实现。

首先是关于美元中心地位的问题。我们对各国官方外汇储备中的币种结构进行了分析，发现在金融危机后，各国货币当局，尤其是新兴及发展中经济体的货币当局改变了币种结构调整的方向，其外汇储备币种调整不再以对冲美元币值的变动作为主要目标，而是开始主动降低美元在其储备中的比重。但是，尽管在短期内美元的地位会受到挑战，但是通过对全球债券市场和外汇交易市场的分析可以发现，美国依然是主要债券发行国中经济基本面最好的国家，美元在国际外汇交易中的主导地位也不会改变；尽管一些新兴经济体基本面也不错，但是市场规模很小，而且还面临着较大风险。从外汇储备结构来看，美元的中心地位在短期内会有所削弱，但美元在很长一段时间内还将是最重要的储备货币，美元中心地位在可见的将来仍然不会改变。

其次，我们分析了美国的资本流动状况，通过对金融危机爆发以来美国资本账户的分析，发现虽然在短期内国际投资者对于美国金融资产的投资会有所调整，但是从长远来看，全球范围内优质金融资产的稀缺性仍然没有改变，这使得美国资本净流入的状况在很长一段时间内不会改变，但是投资结构会有所变化，美国的长期证券依然具有吸引力，而短期证券的吸引力下降。

最后，我们分析了美国在全球产业链中的地位会否改变。我们发现在金融危机下，美国对外投资收益率发生了下降，美国过去在新国际分工体系下作为产业分工中心国家所获得的高投资收益率似乎不可持续。而尽管美国政府致力于刺激国内制造业的发展，但是美国的直接投资依然处于净流出的状态，传统产业依然在继续向外转移；而在清洁能源等新兴产业方面，美国并没有具备太大的发展优势，所以在短期内我们还看不到美国经济整体向制造业的回归。

**关键词：**全球失衡、美元中心地位、优质金融资产稀缺、全球分工体系

## 一、 导言

自从上世纪 90 年代末以来，世界经济出现了一种被称为“全球失衡（global imbalance）”的现象，体现在国际经济活动中，就是一些国家出现了大量的经常项目盈余，而少数发达国家（主要是美国）则出现了大量经常项目赤字。在全球性金融危机爆发以后，人们纷纷把危机的源头指向了全球失衡现象，认为是全球失衡催生的流动性泛滥促使了金融危机的发生。

关于全球失衡的成因有两种截然相反的观点：较为“传统”的观点认为，这种失衡是某些不正确的和不负责的经济政策造成的，如果不主动采取适当和渐进的改变措施，全球失衡将会对全球经济和金融稳定造成持久威胁；基于此，这一派观点的政策建议是调整现有的财政和货币政策以避免失衡的突然崩塌和美元资产的甩卖，以及由此而来的美国利率提高和全球经济硬着陆。这些观点中以 Roubini 和 Setser(2004)、Obstfeld 和 Rogoff (2005)、Feldstein(2008)等为代表。这些观点认为美国巨额的经常账户赤字在中期内是不可持续的，虽然在一定时期内，美国从海外资产中获得的收益要超过美国为债务支付的利息，但是美国海外资产的高收益率一定程度上是美元相对于这些货币贬值导致的，随着美元调整的开始，美国继续靠海外资产收益来缩窄经常账户赤字变得越来越不可能。而且，从长期来看，美元贬值必然会导致外国投资者提高利率要求，提高美国对外融资成本，从而导致美国宏观经济的整体调整，甚至可能导致美国经济的“硬着陆”，而这又会进一步导致全球经济受到冲击，所以应该主动采取积极的政府干预政策。

与前述观点从美国内部的政策失当出发来考虑全球失衡的原因相反，另外一派的观点则从外部因素来寻找造成全球失衡的原因，这一派观点认为全球失衡并不仅仅是美国自身政策所造成的，而很大程度上是外部经济力量变化的结果，尤其是全球经济和金融一体化的自然结果。根据这一派的观点，面对全球失衡，美国政府首先要做的不是利用国内政策去进行硬性调整，而是应该采取“善意的忽视”策略或者呼吁其他国家首先积极解决其自身的经济问题。他们认为，在这个基础上，全球失衡将通过市场正常起作用而逐步解决。对于造成全球失衡的外部经济力量有多种解释，最著名的几种解释包括：Bernanke(2005)提出“全球过剩储蓄集团(Global saving glut)”的存在导致了全球失衡，他认为，在很多国家尤其是新兴经

济体中，制度上的扭曲造成储蓄意愿过高，进而导致储蓄超过了可投资项目的需要，最终导致美国等少数国家单独承受了这些剩余储蓄而形成巨额经常项目赤字。Dooley, Folkerts-Landau 和 Garber(2003, 2004)则认为全球失衡是全球经济中出现的一个所谓“复活的布雷顿森林体系 (Revived Bretton Woods)”所引致的，与他们观点接近的还有 Gourinchas 和 Rey(2006) 所强调的美元存在“不合理特权(Exorbitant Privilege)”的观点。Caballero (2006)、Caballero, Farhi 和 Gourinchas (2008a,b) 等则认为是全球金融市场一体化下的优质金融资产稀缺问题导致了全球失衡，与他们观点类似的是 Cooper(2008)所持有的认为美国在生产市场化证券和以低风险债券交换高风险股权交易中具有比较优势的观点。Gave 等(2005)则认为，在新的全球分工体系中美国作为中心国家专业从事生产链中附加值更高的部分，因此美国可以用对外投资收益来弥补经常项目逆差，从而导致商品贸易上的美国乃至全球的失衡。总而言之，这一派的观点认为，这种世界经济不平衡现象实际上是一种金融全球化下的新均衡状态，是可持续的，其政策建议则是：全球失衡会通过市场正常起作用而逐步解决，政府无须过多的干预。

从金融危机发生以来的全球经济表现来看，尽管美国依然没有完全改变其财政和货币政策，反而是变本加厉，财政和货币政策进一步扩张，“双赤字”现象持续（贸易赤字有所缩窄而财政赤字扩大），但是美国并没有经历“传统”观点所预测的美元贬值、利率大幅提高的现象，因此从短期来看，“传统”观点并没有得到事实的支持。而关于“全球过剩储蓄集团”的观点则是美国当局惯用的推卸其在国际货币体系中应该承担的责任和义务的行为（王晋彬，2010），而且退一步说，即使这种观点成立，但是世界各国的经济结构无法在短期内迅速改变，因此全球失衡在短期内也无法改变。下面，我们就关注于另外几种强调外部经济力量的观点，通过对这些理论所对应的经济现象是否发生改变来推断这些外部经济力量是否已经发生了逆转，并进一步得出全球失衡在短期内是否可以持续的结论。

## 二、外汇储备的币种结构变化

Dooley et al. (2003, 2004)提出，在今天的世界上，存在着一个“复活的布雷顿森林体系”。在这一体系下，亚洲国家通过压低汇率维持其出口

导向型经济增长，这就积累了大量的官方外汇储备，但是这些国家的外汇储备并没有很好的投资渠道，于是他们就把贸易盈余投资到美国。而他们之所以把钱投到美国而不是其他地方，则是因为在现有货币体系下，美国是整个世界的银行，是世界上最主要的储备货币的发行国，所以可以向全世界发行低风险低收益债券融资，而从世界其他地区购买高收益资产。这个观点跟 Gourinchas 和 Rey(2006)所认为的美元不合理特权(exorbitant privilege)导致全球经济失衡的观点有异曲同工之妙。所以，在本文的第一部分，我们通过对外汇储备结构的变动情况以及现实中的国际债券和外汇交易市场格局来分析美元是否仍然拥有并能继续保持这种国际货币体系中的特殊地位。

首先，我们利用 COFER 数据库考察了 1995 年至今外汇储备中各币种资产的结构（见表 1）。从中我们可以看到，从 1996 年到 2009 年，美元在国际储备中的地位经历了一个倒 U 型走势：在欧元正式成立以前和成立初期，美元在国际储备中的地位不断上升，其占世界外汇储备的比重从 1995 年的 59% 上升到了 2001 年底的 71.5%；但是，自从 2001 年以后，美元的比重就开始不断下降，到了 2009 年第三季度末，美元的比重已经下滑到了 61.6%，与其 1996 年的地位差不多。

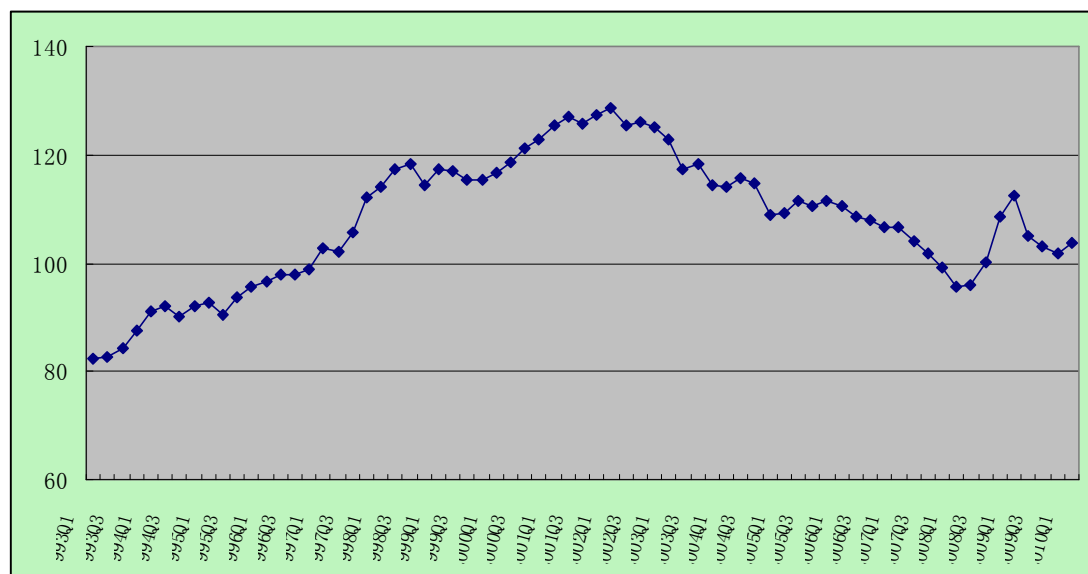
表 1 世界外汇储备的币种构成情况（单位：亿美元）

年份	世界各国 储备总额	报告国家 储备总额	#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他	未报告国家 储备总额
1995	13898	10342	59.0%	27.0%	2.1%	6.8%	0.3%	4.8%	3556
1996*	15663	12245	62.1%	23.9%	2.7%	6.7%	0.3%	4.3%	3418
1997*	16162	12720	65.2%	22.4%	2.6%	5.8%	0.3%	3.8%	3443
1998	16438	12824	69.3%	17.0%	2.7%	6.2%	0.3%	4.5%	3614
1999	17819	13797	71.0%	17.9%	2.9%	6.4%	0.2%	1.6%	4022
2000	19363	15182	71.1%	18.3%	2.8%	6.1%	0.3%	1.5%	4180
2001	20496	15695	71.5%	19.2%	2.7%	5.0%	0.3%	1.3%	4801
2002	24081	17959	67.1%	23.8%	2.8%	4.4%	0.4%	1.6%	6122
2003	30251	22231	65.9%	25.2%	2.8%	3.9%	0.2%	2.0%	8020
2004	37484	26551	65.9%	24.8%	3.4%	3.8%	0.2%	1.9%	10933
2005	41746	28435	66.9%	24.0%	3.6%	3.6%	0.1%	1.7%	13310
2006	50369	33155	65.5%	25.1%	4.4%	3.1%	0.2%	1.8%	17214
2007	64111	41192	64.1%	26.3%	4.7%	2.9%	0.2%	1.8%	22919
2008	69093	42107	64.2%	26.4%	4.1%	3.1%	0.1%	2.1%	26986
2009Q3	75160	44348	61.6%	27.7%	4.3%	3.2%	0.1%	2.9%	30812

注：（1）数据来自 IMF COFER 数据库；（2）并不是所有的外汇储备持有国都向 IMF 报告其储备资产的币种结构，COFER 数据库中只统计了报告国家的汇总数据，每一年的样本国家并不一定完全一致，标注\*号的年份说明样本国家有比较大的变化，2009 年至今只公布了前三个季度的数据；（3）1998 年以前的欧元数据为德国马克、法国法郎、荷兰盾与欧洲货币单位的加总；（4）因为欧元区的成立，1998 年前后的“其他”货币所对应的口径不一致；（5）IMF 并没有对外公开报告国家的名单，但是根据一般猜测，中国并没有向 IMF 报告其外汇储备的币种结构，这有助于解释近年来未报告国家储备所占比重不断提高的趋势。

尽管在这 10 多年中，美元在国际储备中的比重发生了剧烈的变动，但是考虑到样本期内各主要货币之间的汇率波动较大（见图 1），因此这种变动也有很大可能是汇率波动的结果。

图 1 美元指数走势图（1993-2010）



资料来源：美联储，美元指数数值为美国主要贸易伙伴货币汇率的加权平均值（以 1997 年 1 月为 100）

从图 1 可以看出，美元在 1990 年代中后期一直保持强势，在 2002 年第一季度左右达到最高点，从 1993 年到 2002 年累计升值将近 50%；此后，美元一直下降，美元指数从最高的 129 点下滑到 2008 年第 1 季度末的 95 点，累计下降了 26%；金融危机爆发后，美元则开始了剧烈的波动。美元

汇率的这个波动特征跟美元在外汇储备中所占的地位具有相同的变化方向，因此，我们并不能排除美元比重的变化是汇率波动带来的估值效应的结果。所以，下面我们还必须对此效应进行剔除。另外，因为一般来说外汇储备规模比较大，调整成本比较高，对其增量部分的观察可能更容易得到较为清晰的图景。同时，考虑到 COFER 数据库中的样本国家在 1996 和 1997 年均发生了较大的变动，而且欧元是 1999 年才正式开始运行的，加上全球经济失衡进入 21 世纪以后才日渐严重并成为大家关注的焦点。所以，我们下面就来集中分析 1999 年以后在剔除了汇率波动带来的估值效应影响后，新增外汇储备的币种结构变化情况。

在剔除估值效应的影响时，我们假定各国储备中的非美元货币资产保持上一季度末的头寸不变，然后计算出该季度由汇率变动所导致的储备资产价值变化量，再从总的头寸变动中减去这部分价值变化量，最后就能得到各季度新增储备的币种构成。把每年 4 个季度的数据汇总就得到每一年新增外汇储备资产的币种结构数据（结果见表 2）。

虽然从表 1 我们发现从 2001 年以来美元在储备资产中所占比重不断下降，但是这并不意味着美元在不断受到抛售，甚至也不意味着每年新增储备中的美元比重在直线下降。事实上，在扣除了汇率波动的影响后，我们可以发现，在不同年份，新增储备中美元所占比重的波动性很大。如在 2003 年和 2004 年，新增储备中美元所占份额均超过了 75%，大大高于美元在整体储备中的比重（66%左右）；而在 2001、2002 和 2005 年，美元占新增储备份额只有不到 55%，低于这些年份美元占整体储备资产的比重（分别为 71.5%、67.1%和 66.9%）。而且，在 2006 年以前，美元份额的减少主要体现为欧元份额的增加，而在最近两年，美元份额的降低除了体现为欧元份额的提高外，也体现为其他币种地位的上升。

表 2 扣除汇率波动后新增储备的币种构成

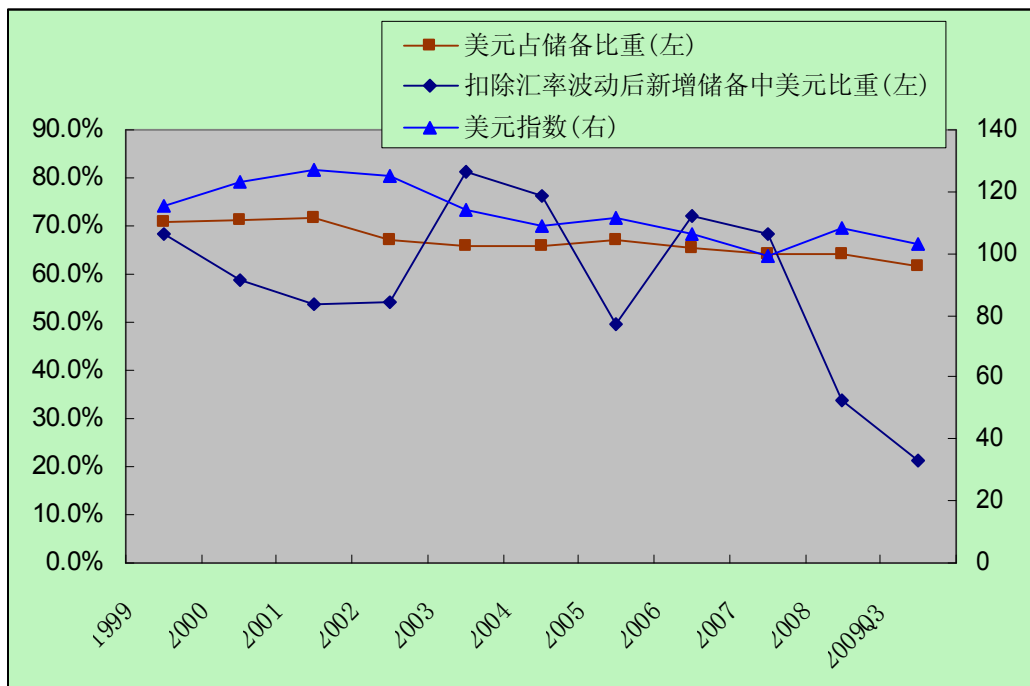
时间	扣除汇率波动后报告国家 新增储备总量（亿美元）	#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他
1999	1238	68.2%	26.2%	3.9%	0.2%	-0.1%	1.6%
2000	1699	58.9%	28.6%	3.0%	8.6%	0.6%	0.4%
2001	789	53.9%	48.2%	2.2%	-1.5%	0.5%	-3.3%
2002	1515	54.3%	42.4%	2.1%	-5.2%	1.2%	5.2%
2003	3219	81.1%	12.7%	1.9%	0.3%	-0.9%	4.9%
2004	3744	76.2%	13.5%	5.8%	3.2%	-0.3%	1.6%

2005	3066	49.4%	38.9%	7.7%	4.1%	0.1%	-0.3%
2006	3733	71.9%	17.6%	7.1%	0.2%	0.3%	2.8%
2007	6876	68.4%	20.7%	6.5%	2.0%	0.0%	2.4%
2008	1820	33.9%	51.9%	20.2%	-11.6%	-0.7%	6.3%
2009Q3	1458	21.1%	40.7%	3.0%	6.7%	-0.5%	29.1%
整体	29347	63.1%	25.9%	6.1%	1.2%	0.0%	3.7%

注：（1）本表数据首先根据 IMF COFER 数据库的季度数据计算得到各季度的变动情况，然后汇总季度变化数据后得到年度数据；（2）负值意味着对该币种资产的减持；（3）由于 1999 年第 1 季度关于其他货币的统计口径发生了调整，1999 年的数据仅为第 2 到第 4 季度数据汇总；2009 年的数据则为第 1 到第 3 季度数据的汇总。

接下来，通过把表 1、表 2 和图 1 的计算结果叠加在一起，我们可以得到关于美元汇率和美元在外汇储备中地位的关系（见图 2）。

图 2 新增外汇储备中的美元比重和美元汇率走势关系图



通过图 2，我们可以清楚发现，在 2007 年以前，美元汇率和新增外汇储备的币种结构之间存在着一个比较清晰的规律：每当美元处于升值状态的时候，各国央行就会倾向于降低美元在储备中所占的比重，体现为新增储备中的美元比重要低于已有储备中的美元比重；而每当美元处于贬值状态的时候，各国货币当局的做法就正好相反，新增储备中的美元比重要高



于已有储备中的美元比重。换言之，在 2007 年以前，各国货币当局总是力图通过调节新增储备的币种结构来对冲美元汇率变动的影响，倾向于让其外汇储备的币种结构保持稳定；而且无论在何种状态下，美元占新增外汇储备的币种基本上都在 50% 以上。

但是，在 2008 年金融危机以后，这一个规律发生了改变。首先体现在 2008 年，虽然美元出现了较大幅度的升值，但是新增外汇储备中的美元比重居然降到了 33.9%，是这么多年来最低的；而到了 2009 年的前三季度，情况更是完全不同，尽管美元出现了一定的贬值，但是这回美元没有再受到各国货币当局的青睐，新增储备中的美元比重并没有如预期反弹，反而是继续走低。总而言之，在 2008 年和 2009 年，在分配其新增外汇储备的币种结构时，各国货币当局从总体上来说改变了以稳定外汇储备币种结构为目标的原有思路，开始倾向于降低美元在其储备中的地位。

在 COFER 数据库中，还把报告国家分成了两类：发达经济体、新兴及发展中经济体。接下来，我们还要进一步分析不同组别的国家的表现是否存在差异，并且具体分析是哪一组别的样本国家导致了这种变化。在具体分析的时候，我们按照美元汇率的变动情况，把 1999-2009 年分成了五个阶段，分别分析了发达经济体和新兴及发展中经济体这两类国家如何配置其新增储备的币种结构。

表 3 不同组别国家在不同阶段新增储备的币种构成对比

全部经济体							
	时间段	#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他
美元升值	1999-2002	59.40%	34.60%	2.90%	1.10%	0.50%	1.50%
美元贬值	2003-2004	78.50%	13.10%	4.00%	1.80%	-0.60%	3.20%
美元升值	2005	49.40%	38.90%	7.70%	4.10%	0.10%	-0.30%
美元贬值	2006-2007	69.70%	19.60%	6.70%	1.40%	0.10%	2.50%
金融危机	2008-2009Q3	28.20%	46.90%	12.60%	-3.50%	-0.60%	16.50%
	total	63.10%	25.90%	6.10%	1.20%	0.00%	3.70%
发达经济体							
	时间段	#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他
美元升值	1999-2002	61.00%	31.30%	2.60%	2.50%	1.10%	1.40%
美元贬值	2003-2004	85.50%	7.40%	1.30%	2.60%	-0.90%	4.20%
美元升值	2005	45.90%	38.40%	10.50%	10.80%	1.00%	-6.60%
美元贬值	2006-2007	72.30%	15.30%	7.90%	-0.90%	0.30%	5.20%
金融危机	2008-2009Q3	57.30%	34.70%	2.70%	-2.40%	-0.50%	8.20%
	total	69.80%	21.40%	3.50%	1.60%	0.00%	3.70%



新兴及发展中经济体							
	时间段	#美元	#欧元	#英镑	#日元	#瑞郎	#其他
美元升值	1999-2002	56.10%	41.30%	3.40%	-1.90%	-0.60%	1.60%
美元贬值	2003-2004	66.60%	22.80%	8.60%	0.50%	0.10%	1.40%
美元升值	2005	50.40%	39.10%	6.90%	2.30%	-0.10%	1.50%
美元贬值	2006-2007	69.00%	20.80%	6.40%	2.00%	0.10%	1.80%
金融危机	2008-2009Q3	-24.00%	68.70%	30.30%	-5.30%	-0.90%	31.20%
	total	57.80%	29.50%	8.20%	0.80%	-0.10%	3.80%

注：均已经剔除了汇率波动带来的估值效应。

从分组别的情况来看，在金融危机以前，两组国家都遵循上述的规律，而且相对来说，新兴及发展中经济体新增储备中币种结构的波动幅度要更低一点，这也许可以认为是这些国家的货币管理当局在调整其资产结构时反应更为慎重。而在金融危机爆发以来的这两年里，这两类国家的反应发生了很大的不同：发达国家新增储备的币种结构依然维持了原来的规律，随着美元的升值而略微降低了新增储备中的美元比重，新增储备中的美元币种依然维持在 50% 以上；新兴及发展中经济体的调整幅度则显得很大，在金融危机以后，这些国家出现了对美元的净减持，取而代之的是对欧元、英镑和其他货币的积极增持。可见，在金融危机发生后，发达国家的外汇储备管理者依然遵循着原有的资产管理思路，而新兴及发展中经济体则发生了比较大幅度的转变。

那么，既然各国官方储备尤其是新兴和发展中经济体的外汇储备对于美元的投资策略发生了改变，那么我们是否可以认为美元的中心地位可能发生改变呢？这里必须注意的是，我们前面一直都只是对流量中的币种结构变化进行分析，而且，美元从整体上来看只是在流量上的币种降低了，总体并没有受到减持，而且考虑到外汇储备的庞大性，其存量结构的改变十分困难，这些都决定了美元作为最主要的储备货币在可见的将来仍然不会发生本质改变。下面我们还将基于世界上主要的债权市场和美元在外汇交易中的市场地位来对此问题作进一步分析。

首先，我们分析了世界上主要的债券发行国和主要新兴经济体的债券发行及经济基本面情况对比（见表 4）。根据 IMF 的数据库，我们首先找到了世界上外债发行数量最多的 10 个国家，这 10 个国家包括了美国、日本、澳大利亚和 7 个欧洲国家。这 10 个国家对外发行的债券占全世界的

83.8%；另外，为了分析新兴市场国家是否具有成为潜在债券投资对象的实力，我们把主要新兴经济体的情况也放在一起进行了对比，我们列举的新兴经济体包括了 G20 集团中除了 7 大工业国以外的 12 个国家。上面所有的这 22 个国家的基本情况见表 4(按照其国际债券市场中的发行份额排列)。

表 4 前 10 大债券发行国和主要新兴市场基本情况比较

排名	国家	债券发行量占世界比重	公共债务/GDP (%)	青年抚养率(15岁及以下人口/工作年龄人口)	主权债务评级
1	美国	32.0%	<b>51.9</b>	<b>30.5</b>	AAA
2	德国	10.3%	78.4	20.7	AAA
3	英国	9.4%	68.4	26.5	AAA
4	法国	9.2%	77.4	28.3	AAA
5	意大利	6.2%	115.2	21.6	A+
6	西班牙	4.5%	58.3	21.5	AA+
7	荷兰	4.0%	64.8	26.7	AAA
8	爱尔兰	3.0%	62.3	30.1	AA
9	日本	3.0%	190	20.6	AA
10	澳大利亚	2.2%	<b>18.5</b>	28.5	AAA
21	韩国	0.5%	<b>29.9</b>	24.0	A
22	墨西哥	0.36%	<b>30.5</b>	<b>44.9</b>	BBB
23	巴西	0.35%	<b>41.2</b>	<b>39.6</b>	BBB-
27	阿根廷	0.18%	52.9	<b>40.7</b>	B-
28	土耳其	0.16%	<b>47.9</b>	<b>41.0</b>	BB
29	印度尼西亚	0.14%	<b>31.4</b>	<b>42.1</b>	BB-
30	俄罗斯	0.13%	<b>14.7</b>	<b>39.3</b>	BBB
31	南非	0.10%	<b>35.2</b>	<b>47.4</b>	BBB+
33	印度	0.08%	60.8	<b>50.0</b>	BBB-
48	中国	0.02%	<b>18.8</b>	28.7	A+
n. a.	沙特阿拉伯	n. a	<b>22.3</b>	<b>51.2</b>	AA-

数据来源：各国对外发行的债券占世界比重来自 IMF QDSS 和 SDDS 数据库，为 2009 年中的数据；各国政府债务占 GDP 比重来自经济学人网站全球债务比较(Global Public Debt Comparison)数据库，为 2009 年估计值；各国青年人口抚养比数据来自 WDI2009 数据库，为 2008 年数据；各国主权债务评级来自标准-普尔公司，为各国发行外币债券的主权评级。

我们在分析中所包括的经济基本面包括了两个因素：公共债务占 GDP

的比重和青年抚养率。公共债务占 GDP 的比重越低，这个国家的债务风险就越低，信用也就越高；另外，采用青年抚养率来衡量不同国家的人口结构，青年抚养率越高的国家说明其年轻人数量越多，从而其经济发展前景也更为乐观。根据 Cooper(2008)的分析，资金流向美国除了因为这里比欧元区和日本有着更好的增长前景，同时又比新兴经济体有着更好的金融投资环境和金融市场深度以外，还有一个人口结构的因素，对于中国、日本和德国这样正在面临急速老龄化的社会来说，他们的过多储蓄在短期内不会消失，所以承担经常项目赤字的就只能是那些人口结构比较年轻的经济体了。

通过对比，我们发现即使在经过了多年的赤字财政以后，美国的公共债务负担不断上升，但是跟其他工业国家对比美国的公共债务负担仍然不算重，在前 10 名国家中，只有排名第 10 的澳大利亚其债务负担比美国要低，而且美国的数字也低于了大部分的新兴经济体。而在人口结构方面，美国也是主要工业国中最低的；新兴经济体虽然其人口结构也很年轻，但是因为其债券市场规模较小，也无法与美国债券市场相比较。事实上，如果仅仅从这两个变量出发，基本面接近甚至超过美国的国家包括了澳大利亚、韩国、印尼、俄罗斯、中国和沙特阿拉伯，但是这些国家目前其债券市场规模不大，而且除了澳大利亚以外，其他国家的债务风险评级均没有达到 AAA 级，这就注定了在目前的国家投资话语体系中，在可预见的将来，美国国债仍必将成为外汇储备的最佳投资选择。但是，我们也必须看到，从长期看，很多新兴经济体的经济基本面也很好，一旦他们能够克服制度上的一些障碍而使得金融市场得以完好发育，同时美国的财政状况无法好转的话，也不排除这些国家的国债市场能够在一定程度上动摇美国的领导地位。

另外，我们还注意到，欧元区各国债券市场加总后规模占到了全世界的 45%，超过了美国的地位，那么，作为现在世界上外汇储备库中的第二大货币的欧元，能否挑战美元的领导地位呢？Chinn 和 Frankel(2007)探讨了在什么情况下欧元才能取代美元成为世界的领导性货币。他们认为这取决于两个重要条件：（1）是否会有足够的欧盟国家加入欧元区从而使得欧元区的经济规模超过美国，尤其是英国是否会加入，因为英国庞大金融市场的加入将大大有助于欧元领导地位的确立；（2）美国的宏观经济政策调整会否导致通胀和美元贬值，从而最终让外部投资者失去信心。从目前来看，这两个条件在短期内都难以实现，而且欧元区内部也出现了种种

问题，因此，欧元区债券规模虽大，但是欧元仍难以撼动美元的领导地位。

而在外汇市场中，美元作为交易中心的地位也是难以动摇的（见表 5）。从 2001 年到 2007 年，虽然外汇交易市场中美元的份额有所下降，但是在国际外汇市场上仍然占据了绝对的主导地位，依然接近 90%，这意味着世界上的外汇交易中只有 10%多一点是没有美元参与的。而且，美元份额的下降并没有带来其他几种主要国际货币比重的明显上升，甚至其他主要货币如欧元和日元的份额都没有提高甚至还下降了。从这样一个情况我们知道美元依然会在将来的国际货币体系中起到重要作用。

表 5 2001-2007 年外汇交易市场市场份额对比(%)

	2001	2004	2007
美元	90.3	88.7	86.3
欧元	37.6	36.9	37
日元	22.7	20.2	16.5
英镑	13.2	16.9	15
瑞郎	6.1	6	6.8
澳币	4.2	5.9	6.7
加元	4.5	4.2	4.2
瑞典克朗	2.6	2.3	2.8
港元	2.3	1.9	2.8
挪威克朗	1.5	1.4	2.2
人民币	0	0.1	0.5

注：（1）资料来源于国际清算银行(BIS)的 Triennial Central Bank Survey 2007，该报告每三年统计一次，2007 年为可得的最最新数据；（2）.因为每一笔外汇交易中都会出现两种货币，所以所有货币的市场份额加起来等于 200；（3）表中所列的前 10 种货币为 2007 年市场份额最大的 10 种货币，同时我们把人民币也列入进行对比。

总而言之，在这一部分我们得到的结论是：虽然美元在国际储备中的地位受到了一定的挑战，但是由于美国市场的深度和美元在国际外汇交易中的地位，加上美国在发达经济体中相对出众的经济基本面因素，美元在相当长的一段时间里仍然是国际货币市场的主导性货币。欧元由于其自身基本面的情况和内部协调问题，在可见将来无法挑战美元的领导地位；而很多新兴经济体的经济基本面虽然也很好，但是金融市场发育仍不完善，也无法在国家货币体系中扮演重要角色。

### 三、优质金融资产稀缺与美国资本净流入

导致全球失衡的另外一个原因被认为是全球金融一体化条件下全球范围内优质金融资产的稀缺。

Cooper (2008)认为美国过去 10-15 年的巨额经常账户赤字是金融市场的全球化以及人口结构转变的自然结果，这种经常账户赤字的经济模式是可以维持的；因为在一个全球化的资本市场中，美国在生产市场化证券和以低风险债券交换高风险股权交易中具有比较优势，所以各国的储蓄者都愿意把资金投入美国经济中来。作者预期这种状况还会持续至少 10 年，并且认为那些要减少美国赤字的努力将可能导致一场金融危机。Caballero, Farhi 和 Gourinchas (2008b)还进而认为，持续的世界经济不平衡、次贷危机、油价和资产价格的波动等等都源自一个问题：具有流动性的优质金融资产在世界上是紧缺的。紧接着这个观点，Caballero 和 Krishnamurthy (2009)直接表示由于各国对美国的低风险债券的需求导致了全球的资本流动的不均衡以及美国经济的过高杠杆。跟他们持有类似观点的还有 Mendoza, Quadrini 和 Rios-Rull (2009)，他们建立了一个理论模型来解释金融一体化如何引致金融市场深度较高的国家减少储蓄并在长期中采取渐进的方式积累起大量的对外债务；如果这个理论成立，那么美国当前的巨额经常项目赤字就应该是可持续的。但是，他们也注意到，这种金融一体化进程也会对那些金融市场发展水平较低的国家造成损害。

Caballero (2006)认为，在全球金融一体化制下，全球资产的数量并没有随着全球经济的发展而同步增长（他提到的原因包括日本资产在“失去的十年”中的缩水和东亚金融风暴导致的资产损失），从供给的角度上来说，世界上的资产开始变得稀缺。而随着中国和大宗商品出口国手上投资资金的大幅增加，对于资产的需求加剧了，资产稀缺的现象更为突出。一些对全球资产状况的报告显示，由于全球经济增长强劲，很多经济体的政府财政收入不错，全球债券/GDP 比重从 1990 年代中期的 65%下降到了 2006 年的 59%，这导致了全球内的优质债券资产供应不足(Morgan Stanley 2007a, 2007b)。美元区（美国加上实质上与美元绑定的香港地区）为世界提供了最多的优质资产，美国优秀的经济增长表现以及高质量的资产就吸引了全球投资者，从而导致了“资产通胀”。基于对全球优质资产稀缺性的感知和对美国资产质量的认可，大量资本流入美国，弥补了美国经常项目的赤字。

按照以上这种观点的逻辑，如果这种优质金融资产稀缺的状况没有改变，或者说全球金融发展不平衡的状况持续下去的话，那么由美国来为世界流动性提供投资场所的全球虚拟经济失衡现象还将持久存在下去，而这将体现为全球资本持续流入美国资本市场。下面我们就通过对历年美国资本流入状况的分析来检验这一现象。美国历年资本流入情况的统计见表 6。从中我们可以看到，自 1990 年开始，流入美国的资本数量有了很大的增加，净资本流入/GDP 比重逐年提高，在 2004 年的时候达到了最高。在 2006 年以前，虽然美国出现了规模不断增大的经常项目赤字，但是从 1992 年开始，除了少数几个年份（2000、2005）以外，美国资本净流入的数量都超过了经常项目赤字，这也就是，经常项目上的不平衡完全被资本项目上的不平衡所抵消了。Gourinchas 和 Rey (2005)发现，历史上美国 1/3 的对外不平衡是通过“金融调整渠道(financial adjustment channel)”来弥补的，从 1993 年到 2005 年这一时期也符合这个特点。在这一时间段里，美国累积了 4.4 万亿美元的经常项目赤字，但是美国对外净负债在这一时期只是上升了 2.4 万亿美元，这意味着另外 2 万亿美元赤字通过金融调整渠道得到了对冲。

但是，这种情况在 2007 年次贷危机爆发后发生了改变。2007 年和 2008 年流入美国的资本都已经不再足以为美国人的经常项目赤字融资了。到了 2009 年的前三季度，美国在 20 多年来甚至还首次出现了资本净流出的现象。

表 6 历年美国资本流入情况统计，1990-2009（单位：%）

年份	经常项目余额/GDP	净资本流入/GDP	#私人资本流入/GDP	#官方资本流入/GDP	长期证券净买入/GDP	其他种类证券净买入/GDP
1990	-1.35	0.64	0.09	0.55	0.32	0.32
1991	0.05	0.09	-0.17	0.26	0.95	-0.87
1992	-0.79	1.45	0.86	0.59	1.13	0.32
1993	-1.24	1.39	0.36	1.03	1.63	-0.24
1994	-1.68	2.44	1.91	0.52	1.94	0.50
1995	-1.51	2.27	0.81	1.46	3.08	-0.81
1996	-1.56	3.17	1.58	1.59	4.61	-1.45
1997	-1.65	3.66	3.43	0.23	4.56	-0.90
1998	-2.38	3.38	3.56	-0.18	3.08	0.30
1999	-3.14	3.78	3.29	0.48	3.64	0.13

2000	-4.12	3.67	3.28	0.39	4.52	-0.85
2001	-3.84	4.16	4.07	0.09	5.02	-0.86
2002	-4.26	7.03	6.19	0.84	5.09	1.95
2003	-4.57	6.29	4.57	1.72	6.31	-0.02
2004	-5.20	8.06	5.25	2.81	7.55	0.51
2005	-5.80	5.15	4.48	0.67	7.83	-2.68
2006	-5.90	7.80	6.78	1.02	8.40	-0.60
2007	-5.07	4.27	2.30	1.97	7.02	-2.75
2008	-4.92	4.63	3.52	1.11	2.87	1.76
2009	-2.15*	-1.93	-2.33	0.40	4.42	-6.35

资料来源：美国财政部 Treasury International Capital System, <http://www.ustreas.gov/tic/>, 这里统计了除直接投资以外的其他资本流动情况。\*2009 年的经常项目余额只统计了前三个季度的数据。

从总体上来看，2009 年美国的净资本流入是负数，那么这是否意味着已经进入了另一个美国同时承受资本项目赤字和经常项目赤字的时代呢？在下这个结论之前，我们还需要继续分析。我们下面首先通过季度的资本流动数据来进行分析。通过分季度的数据我们发现（见表 7），在 2009 年的最后两个季度，资本又开始回流到美国，而且这主要体现为私人资本开始由 2009 年前半年的大幅净流入变为下半年的小幅净流入。虽然这个流入规模要远远小于危机以前几年的水平，也无法弥补美国的经常项目赤字，但是看起来断言美国将会从此开始承受资本项目赤字仍为时过早。经过了金融危机以后，虽然大家对于投资更加谨慎，但是从一个相对长的时间来看美国资本市场依然具有足够的吸引力。另外，从买入的证券类别来看，长期证券买入即使在 2008-2009 年依然保持了规模不小的正值，真正受到金融危机影响的只是对于其他类型证券的投资，这说明投资者从长期来看仍然看好美国资产市场。

表 7 分季度美国资本流入情况统计，2005 -2009（单位：%）

时间	经常项目余额/GDP	净资本流入/GDP	#私人资本流入/GDP	#官方资本流入/GDP	长期证券净买入/GDP	其他种类证券净买入/GDP
2005Q1	-1.41	1.14	1.20	-0.06	1.98	-0.85
2005Q2	-1.43	0.44	0.06	0.38	1.55	-1.11
2005Q3	-1.45	1.48	1.43	0.06	2.22	-0.74
2005Q4	-1.62	2.17	1.86	0.31	2.24	-0.06



2006Q1	-1.51	3.32	3.09	0.23	2.18	1.14
2006Q2	-1.51	1.55	1.35	0.20	2.01	-0.45
2006Q3	-1.60	1.86	1.48	0.38	2.22	-0.36
2006Q4	-1.38	1.23	1.00	0.23	2.12	-0.90
2007Q1	-1.44	1.60	0.97	0.63	2.26	-0.66
2007Q2	-1.36	1.67	1.39	0.28	2.80	-1.13
2007Q3	-1.21	-0.66	-0.82	0.17	0.29	-0.95
2007Q4	-1.15	1.76	0.83	0.93	1.82	-0.07
2008Q1	-1.25	0.51	-0.01	0.51	1.49	-0.99
2008Q2	-1.29	0.73	0.37	0.36	1.83	-1.10
2008Q3	-1.27	0.45	0.25	0.19	0.03	0.42
2008Q4	-1.08	2.93	2.90	0.04	-0.51	3.44
2009Q1	-0.74	-1.79	-1.99	0.20	0.53	-2.32
2009Q2	-0.69	-1.09	-1.21	0.12	1.19	-2.28
2009Q3	-0.76	0.44	0.33	0.10	0.99	-0.56
2009Q4		0.46	0.48	-0.02	1.76	-1.30

资料来源：美国财政部 Treasury International Capital System, <http://www.ustreas.gov/tic/>，这里统计了除直接投资以外的其他资本流动情况。2009 年最后一个季度的经常项目余额统计结果还未可得。

最后，我们通过对世界金融市场格局的变化来对美国在全球金融市场中的地位进行分析。首先，通过上文的表 4 我们知道，在全球主要债券发行国中，美国具有最好的基本面，因此，美国仍将成为世界上最重要的优质债权资产供应者。在这里，我们还将通过全球股票市场格局的变化来探析美国在股权资产市场的地位。我们在表 8 中列示了各国主要证券交易所市值占总样本的比重，尤其关注的是金融危机爆发前后，即从 2007 年底到 2009 年底的变化。在这两年中，新兴经济体包括中国、巴西、南非等国家的比重都有所上升，而与此同时，发达经济体中的欧元区国家、英国的比重都下降了，只有美国保持住了他的市场份额。也就是说，在危机爆发以后，美国的股权资产在发达经济体中的地位上升了，对于那些只认可发达经济体的股权资产质量的投资者来说，全球优质资产的稀缺程度并没有下降，而且由于美国在这类资产中比重上升，全球资本反而要继续流入美国，继续导致这种不平衡格局的延续。

当然，从表 8 中我们也发现，中国、印度、巴西等新兴经济体的股票市场地位不断提升，但是在当前的国际投资环境中，这些新兴经济体的股票仍然不被广泛认可为高质量资产，所以无法解决所谓的“优质金融资产”

稀缺的问题。我们认为，只有当新兴经济体不能完善其金融市场建设，提高其金融资产的质量，让其金融资产的质量得到广泛认可后，全球金融资产稀缺的问题才会得到根本解决，从而让全球金融失衡的问题也得到解决。

表 8 各年末股票市场市值占样本交易所比重

排名	经济体	2003	2005	2007	2009
1	美国	46.3%	38.2%	31.5%	31.5%
2	欧元区	15.6%	13.9%	16.1%	13.6%
3	中国大陆及香港	4.0%	3.3%	11.4%	12.3%
	#中国大陆	1.7%	0.9%	7.2%	7.5%
	#香港地区	2.3%	2.4%	4.3%	4.8%
4	日本	9.6%	17.0%	7.5%	7.4%
5	英国	7.9%	6.9%	6.2%	5.8%
6	印度	1.7%	2.4%	5.6%	5.3%
7	加拿大	3.0%	3.3%	3.5%	3.4%
8	巴西	0.8%	1.1%	2.2%	2.8%
9	澳大利亚	1.9%	1.8%	2.1%	2.6%
10	瑞士	2.4%	2.1%	2.0%	2.2%
11	韩国	1.0%	1.6%	1.8%	1.7%
13	南非	0.9%	1.2%	1.3%	1.7%
16	墨西哥	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
18	土耳其	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
21	印尼	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
30	阿根廷	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	样本成交所总市值(万亿美元)	30.62	44.28	62.44	47.89

注：资料来源于世界交易所联盟(World Federation of Exchanges), [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org), 包括了世界上 37 个国家和地区的主要交易所数据。

通过上面的分析，我们认为，在短期内，国际投资者对于美国资本市场的投资会有所调整；从中期来看，由于美国资本市场的深度和全球优质金融资产的稀缺性，美国资本净流入的状况仍将维持，但是投资结构会有所变化，会以长期资产为主；而长期来看，美国在全球金融不平衡中的地位将取决于其在世界金融市场中的地位会否改变，而这又取决于新兴经济体的资本市场发展能否健全，从而提高世界上优质金融资产的有效供给。

#### 四、美国在全球新分工体系下的地位会否改变

关于全球失衡成因的另一种说法是全球新分工体系下美国特殊地位所导致的。

Gave et al. (2005)认为，从 1990 年代中后期开始，全球产业分工格局发生了新的变化，形成了新的世界分工体系。在新的世界分工体系中，美国等发达国家的制造业企业开始把其生产基地转移到生产成本更低的新兴经济体，而在国内只保留研发和销售等附加值最高的部分。于是，形成了以制造业部门主导的对外直接投资风潮，从 2001 年以来，美国的直接投资项目基本上一直处于对外净投资的状态。与此相伴随的还有版税和许可证收入，以及要素收益的增加（见表 9 和图 3）。这样的分工格局还使得美国公司的利润率大幅上升，这些公司拥有大量的现金，所以他们能够回购股票和从事杠杆收购，从而导致美国国内资产价格的迅速上升。

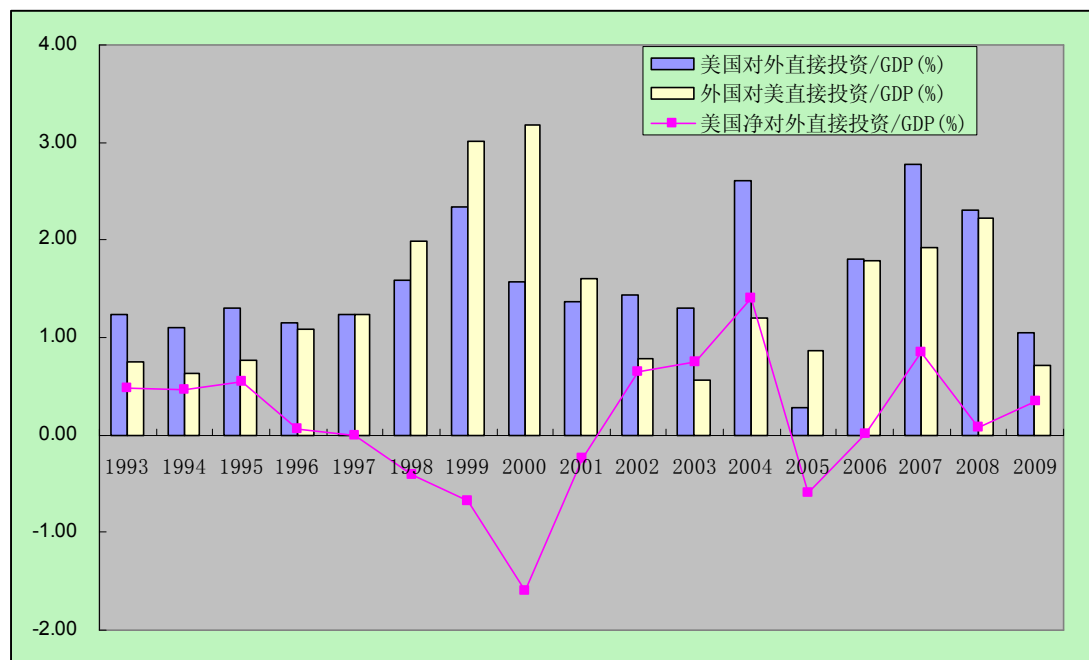
表 9 美国版税和特许费收入以及要素收入在对外交往中的地位

年份	商品出口额 (亿美元)	版税和特许费 收入净额(亿 美元)	要素收入净额 (亿美元)	版税和特许费 收入净额/商 品出口额, (%)	要素收入净额 /商品出口 额, (%)
1960	196.5	7.6	33.8	3.9%	17.2%
1970	424.7	21.1	62.3	5.0%	14.7%
1980	2242.5	63.6	300.7	2.8%	13.4%
1990	3874.0	135.0	285.5	3.5%	7.4%
1995	5752.0	233.7	208.9	4.1%	3.6%
1996	6121.1	246.3	223.2	4.0%	3.6%
1997	6783.7	240.7	126.1	3.5%	1.9%
1998	6704.2	243.9	42.7	3.6%	0.6%
1999	6839.7	265.6	138.9	3.9%	2.0%
2000	7719.9	267.6	210.6	3.5%	2.7%
2001	7187.1	241.6	317.2	3.4%	4.4%
2002	6851.7	251.6	274.1	3.7%	4.0%
2003	7158.5	279.5	453.1	3.9%	6.3%
2004	8061.6	334.5	672.2	4.1%	8.3%
2005	8923.4	397.8	723.6	4.5%	8.1%
2006	10158.1	472.1	480.9	4.6%	4.7%
2007	11383.8	591.7	908.5	5.2%	8.0%
2008	12769.9	649.8	1182.3	5.1%	9.3%
2009	7594.2	438.2	586.8	5.8%	7.7%

资料来源：美国历年国际收支平衡表，数据来自美国经济分析局(Bureau of

Economic Analysis, [www.bea.gov](http://www.bea.gov)), 其中 2009 年数据截止到 2009 年第 3 季度。

图 3 历年美国直接投资情况 (1993-2009)



资料来源：美国历年国际收支平衡表，数据来自美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis, [www.bea.gov](http://www.bea.gov))，其中 2009 年数据截止到 2009 年第 3 季度。

在这个新分工格局下，相对于外围国家，作为中心国家的美国其投资具有更高的收益率，所以从 2001 年起的 5-6 年中，虽然美国的净国外资产为负值，但美国人却获得了更多的收益，从而使得其净国外资产的头寸不降反升（见表 10）。但是，这个平衡在 2008 年被狠狠地打破了，美国人当年的净国外资产发生了很大的损失，使得美国净国外资产的头寸占 GDP 的比重一下子上升了 10 个百分点，也让很多对于美国经常账户赤字可持续能力感到乐观的人们感到失望。而在 2008 年的变化中，超过一半以上头寸变化是由于美国人在海外股票投资的亏损带来的。这说明虽然在一定时期内，美国能利用海外投资获得更高收益，但是这种超额收益并不足以维持美国如此大额度的经常项目赤字。

另外一个值得注意的数字是美国对外直接投资的升值情况（见表 11）。美国对外投资在 2000 年-2007 年间都获得了很高的升值率，但是在金融风

暴中，却导致了很大的亏损，这也再次说明投资能力或者超额投资收益可以弥补经常项目平衡的做法在长期中并不可靠。事实上，Curcuro, Dvorak 和 Warnock (2008)使用美国的月度数据发现，实际上美国投资者对外资产组合投资的收益率并不显著高于外国投资者在美国的投资收益率，因此美国并不能通过其高资产收益和低负债收益来获得收益，美国的经常项目赤字并不能通过投资能力上的差异来部分弥补。从长期来看，美国所具有的这种超额收益能力的作用将会越来越小。

总而言之，虽然美国在金融危机爆发前确实一直体现了其对外投资的高收益率，通过对外投资的净收益得以弥补部分经常项目赤字，维持了净国外资产头寸(NIIP)没有明显下降；但是在危机爆发的时候，这个情况发生了改变，美国对外投资的超额收益率在危机事件并没有体现出来。

表 10 美国人海外资产净头寸

年份	美国人海外资产/GDP(%)	外国人持有美国资产/GDP(%)	美国净国外资产头寸/GDP(%)
1976	<b>24.2</b>	<b>15.5</b>	<b>8.8</b>
1980	<b>31.9</b>	<b>19.4</b>	<b>12.5</b>
1985	<b>29.8</b>	<b>28.3</b>	<b>1.6</b>
1990	<b>37.3</b>	<b>41.1</b>	<b>-3.8</b>
1995	<b>46.2</b>	<b>51.8</b>	<b>-5.6</b>
1996	<b>50.3</b>	<b>55.9</b>	<b>-5.7</b>
1997	<b>53.7</b>	<b>62.9</b>	<b>-9.2</b>
1998	<b>56.4</b>	<b>65.9</b>	<b>-9.4</b>
1999	<b>62.2</b>	<b>69.7</b>	<b>-7.5</b>
2000	<b>61.6</b>	<b>74.7</b>	<b>-13.1</b>
2001	<b>60.8</b>	<b>78.8</b>	<b>-18.0</b>
2002	<b>61.8</b>	<b>80.7</b>	<b>-18.9</b>
2003	<b>66.9</b>	<b>85.2</b>	<b>-18.3</b>
2004	<b>76.9</b>	<b>95.4</b>	<b>-18.5</b>
2005	<b>92.6</b>	<b>107.5</b>	<b>-14.9</b>
2006	<b>106.0</b>	<b>122.0</b>	<b>-16.0</b>
2007	<b>127.5</b>	<b>142.4</b>	<b>-14.9</b>
2008	<b>138.6</b>	<b>162.8</b>	<b>-24.2</b>

资料来源：美国财政部 Treasury International Capital System, <http://www.ustreas.gov/tic/>。

表 11 美国对外直接投资升值情况（单位：10 亿美元）

年份	美国对外直接投资 (成本)	外国在美直接投资 (成本)	美国对外直接投资 (市价)	外国在美直接投资 (市价)	美国对外直接投资 升值	外国在美直接投资 升值
1982	<b>374</b>	<b>185</b>	<b>227</b>	<b>130</b>	<b>-147</b>	<b>-54</b>
1990	<b>617</b>	<b>505</b>	<b>732</b>	<b>540</b>	<b>115</b>	<b>34</b>
1995	<b>886</b>	<b>680</b>	<b>1364</b>	<b>1006</b>	<b>478</b>	<b>326</b>
2000	<b>1532</b>	<b>1421</b>	<b>2694</b>	<b>2783</b>	<b>1162</b>	<b>1362</b>
2001	<b>1693</b>	<b>1518</b>	<b>2315</b>	<b>2560</b>	<b>622</b>	<b>1042</b>
2002	<b>1867</b>	<b>1500</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>156</b>	<b>522</b>
2003	<b>2054</b>	<b>1581</b>	<b>2729</b>	<b>2455</b>	<b>675</b>	<b>874</b>
2004	<b>2498</b>	<b>1743</b>	<b>3363</b>	<b>2717</b>	<b>864</b>	<b>975</b>
2005	<b>2652</b>	<b>1906</b>	<b>3638</b>	<b>2818</b>	<b>986</b>	<b>912</b>
2006	<b>2948</b>	<b>2154</b>	<b>4470</b>	<b>3293</b>	<b>1522</b>	<b>1139</b>
2007	<b>3451</b>	<b>2450</b>	<b>5228</b>	<b>3593</b>	<b>1776</b>	<b>1143</b>
2008	<b>3699</b>	<b>2647</b>	<b>3071</b>	<b>2557</b>	<b>-628</b>	<b>-90</b>

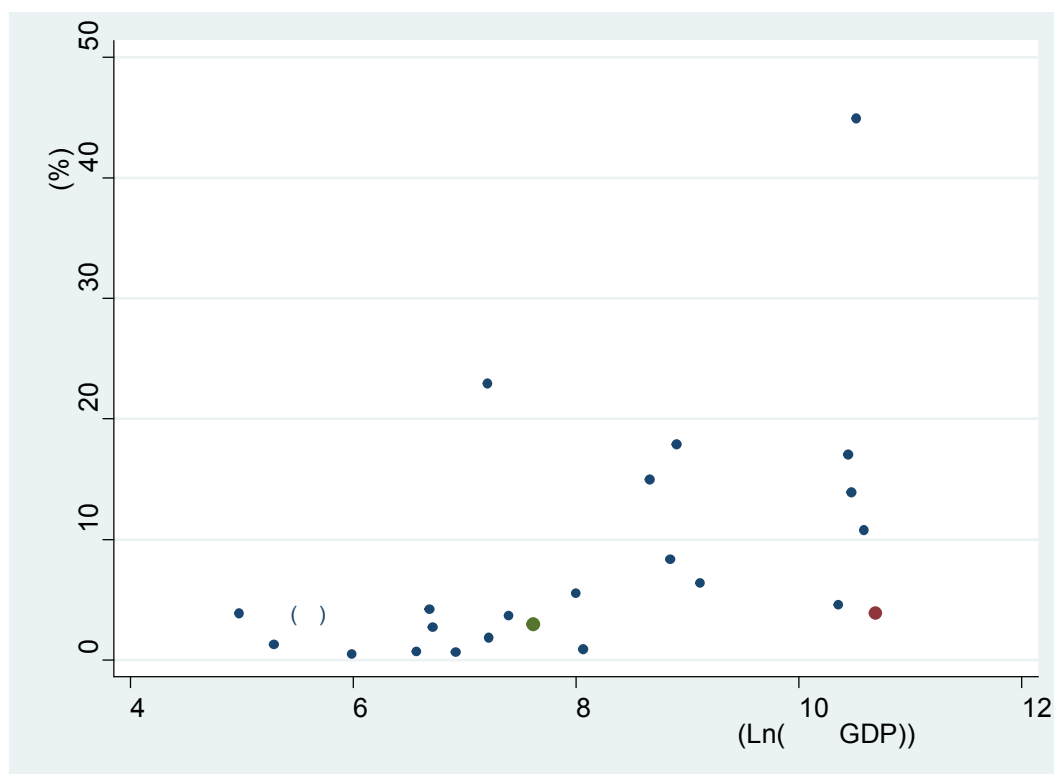
资料来源：美国历年国际收支平衡表，数据来自美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis, [www.bea.gov](http://www.bea.gov))。

在新的国际分工体系中，美国把其制造业转移到其他国家而专注于研发和销售、物流等高附加值环节。但是，在金融危机以后，美国等发达国家开始认为要使本国经济持续繁荣，必须扭转“产业空洞化”的趋势，而这就必须要在国内建立起具有竞争力的制造业。在美国方面，尤其是在劳工背景较强的民主党上台以后，美国政府提出要在包括气候、农业、汽车、建筑、能源在内的多个领域进行大规模的投入来创造更多的制造业就业机会。如果这些计划得到了私人部门的支持，我们很可能观察到的一个现象将是美国对外直接投资净流出状态的扭转。但是我们观察发现，即使在金融危机以后，美国的直接投资仍然处于净流出的状态（见图 3），并没有出现生产资本大规模回流美国的情况；而同时，版税和许可证收入占出口的比重在金融危机下反而创出新高，同时要素收入的份额也保持在高位（见表 9）。这些现象都说明虽然美国政府竭力想把制造业的投资留在国内创造出更多的就业岗位，但是现实中美国依然在对外转移其制造业。也就是说，起码从国际收支平衡表的变化来看，从整体上来看，危机爆发后美国并没有大幅度地改变其对外投资方式。

一个国家的产业结构归根到底还是取决于其比较优势。美国能否转向制造业还取决于其是否在制造业的新兴领域中具备比较优势。那么，接下来，我们还需要分析一下，在现在的新兴制造产业上，美国是否具备明显

的优势。比如在清洁能源领域的产业发展中，美国在发达国家中就处于相对落后的位置。我们可以通过图 4 来对比各主要打过清洁能源的发展水平，我们发现，与收入水平相当的德国、日本、法国、英国等国家的对比中，美国在清洁能源的产业发展上明显处于落后状态。当然，造成这种情况的原因很可能跟各国的资源禀赋相关，但是无论如何，美国并没有在这个公认的新兴制造业中获得优势。我们认为，这也是导致美国没有在目前转向制造业，减少对外投资的原因之一。当然，我们这样的分析是非常简单的，为了详细分析美国是否具备转向制造业的条件，我们还应该对更多的产业进行更为详尽的分析，但这已经不在本文的讨论范围以内了。

图 4 各国清洁能源占总能源消耗比例，2006 年



资料来源：世界发展指标 (WDI) 2009 数据库

## 五、总结

在本文中，我们分析了导致全球失衡的几种可能因素——美元的中心地位、优质金融资产稀缺、美国在国际分工体系中的地位——会否在短期



内发生改变。

首先是关于美元中心地位的问题。我们对各国官方外汇储备中的币种结构进行了分析，发现在金融危机后，各国货币当局，尤其是新兴及发展中经济体的货币当局改变了币种结构调整的方向，其外汇储备币种调整不再以对冲美元币值的变动作为主要目标，而是开始主动降低美元在其储备中的比重。但是，尽管在短期内美元的地位会受到挑战，但是通过对全球债券市场和外汇交易市场的分析可以发现，美国依然是主要债券发行国中经济基本面最好的国家，美元在国际外汇交易中的主导地位也不会改变；尽管一些新兴经济体基本面也不错，但是市场规模很小，而且还面临着较大风险。从外汇储备结构来看，美元的中心地位在短期内会有所削弱，但美元在很长一段时间内还将是最重要的储备货币，美元中心地位在可见的将来仍然不会改变。

其次，我们分析了美国的资本流动状况，通过对金融危机爆发以来美国资本账户的分析，发现虽然在短期内国际投资者对于美国金融资产的投资会有所调整，但是从长远来看，全球范围内优质金融资产的稀缺性仍然没有改变，这使得美国资本净流入的状况在很长一段时间内不会改变，但是投资结构会有所变化，美国的长期证券依然具有吸引力，而短期证券的吸引力下降。

最后，我们分析了美国在全球产业链中的地位会否改变。我们发现在金融危机下，美国对外投资收益率发生了下降，美国过去在新国际分工体系下作为产业分工中心国家所获得的高投资收益率似乎不可持续。而尽管美国政府致力于刺激国内制造业的发展，但是美国的直接投资依然处于净流出的状态，传统产业依然在继续向外转移；而在清洁能源等新兴产业方面，美国并没有具备太大的发展优势，所以在短期内我们还看不到美国经济整体向制造业的回归。

总而言之，通过对最新公布数据的分析，我们发现，在危机中部分因素都有一定幅度的调整，但是调整幅度并不大，在短期内世界经济失衡有了一定程度的调整；但是，构成全球经济失衡的实质性因素大部分在中期内都没有改变，而且在金融危机爆发后美国在发达经济体中的地位愈发凸显，导致全球失衡的因素很多还被放大了，全球失衡在中期内仍可能作为一种“均衡”结果继续存在；在长期中，全球失衡格局的改变很大程度上取决于新兴经济体的发展，比如取决于它们能否完善其金融市场，从而解决全球优质金融资产供给不足的问题。全球再平衡的过程是一个复杂的综

合性过程，并不能通过短时间内改变少数几个因素实现。

### 参考文献

- [1] Bernanke, B S, 2005. Remarks at Sandridge lecture. Virginia Association of Economics, The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Richmond, VA, March 2005.
- [2] Caballero R J, Farhi E, Gourinchas P.2008a. An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates. *American Economic Review*, 98(1): 358-393.
- [3] Caballero R J, Farhi E, Gourinchas P.2008b. Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances. NBER Working Papers: 14521.
- [4] Caballero, R J and Krishnamurthy A, 2009. "Global Imbalances and Financial Fragility," *American Economic Review*, 99(2): 584-88.
- [5] Caballero, R, 2006. On the macroeconomics of assets shortages (NBER Working Paper No. 12753).
- [6] Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel, 2007. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? NBER Working Paper, No.11510, 2007.
- [7] Cooper R N 2008. Symposia: U.S. Trade Deficit: Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability. *Journal of Economic Perspectives*, 22(3): 93-112.
- [8] Curcuru S E, Dvorak T, Warnock F E.2008. Cross-Border Returns Differentials. *Quarterly Journal of Economics*, 123(4): 1495-1530.
- [9] Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P, 2003. An essay on the revived bretton woods system. NBER Working Paper No. 9971.
- [10] Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P, 2004. The U.S. current account deficit and economic development: Collateral for a total return swap. NBER Working Paper No. 10727.
- [11] Feldstein M S, 2008. "Symposia: U.S. Trade Deficit: Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the U.S. Saving Rate", *Journal of Economic Perspectives*, 2008, 22(3): 113-125.
- [12] Gave, C., Kaletsky, A., & Gave, L.-V., 2005. Our brave new world. Hong Kong: GaveKal Research.
- [13] Gourinchas, P. & Rey, H, 2006. From world banker to world venture capitalist: U.S. external adjustment and the exorbitant privilege (NBER Working Paper No. 11562).
- [14] Mendoza, Enrique G., Vincenzo Quadrini, and José-Victor Rios-Rull, 2009.

“Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances,” *Journal of Political Economy*, Vol. 117 (June), pp. 371-416.

[15] Morgan Stanley, 2007a. "Proposing an asset shortage hypothesis." *Currencies*.

[16] Morgan Stanley, 2007b. "G10: Asset shortage hypothesis." *FX Pulse*.

[17] Obstfeld, Maurice and Kenneth S. Rogoff, 2005. "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2005(1):67-123.

[18] Roubini, Nouriel and Brad Setser, “The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances,” mimeo, NYU November 2004.