

# 贸易赤字、债务可持续性与美国的贸易政策行为<sup>\*</sup>

于春海

---

**内容提要** 本文沿着贸易逆差→赤字融资→债务可持续性这一线索展开分析，在贸易逆差和美国政府的贸易政策行为之间建立逻辑联系。对于美国来说，贸易逆差能够带来巨大的好处，但是逆差的长期维持及其好处的实现依赖于美元的国际地位。维持美元的主导性国际货币地位是美国的长期战略利益所在。为此，需要通过重构全球经贸投资规则、国际分工体系和全球价值链，主导现有的国际分工利益分配格局以及未来的国际竞争态势和利益分配。在这样的政策导向下，美国政府的政策手段会越来越多地突破贸易领域，会越来越频繁地使用各种极端的非经贸政策手段。为达成更加有利于自身利益的协议或规则，单边主义和贸易保护主义成为美国政府的策略性手段，在双边经贸关系中迫使贸易伙伴做出更多让步，在多边关系中协调其他国家在全球性议题上的立场和政策。

**关键词** 贸易逆差；赤字融资；债务可持续性；贸易政策

**作者** 于春海，中国人民大学经济学院教授。

---

---

<sup>\*</sup> 本文受到中国人民大学科学研究基金重大规划项目“长周期视角下的世界经济：现状与未来趋势”（项目编号 17XNLG05）的资助。

## 一、引言

贸易失衡是中美经贸关系中避不开的一个话题。依据开放宏观经济学的基本逻辑,贸易失衡只是表象,其本身并无好坏之分,关键看其背后的原因。如果失衡是社会跨期最优决策的结果,失衡就是好的,也不需要政策调节;如果失衡是各种政策性或结构性扭曲的结果,那么,失衡就是不好的,就需要政策调节。<sup>①②</sup>并且,政策目标也不应该局限于恢复表面的贸易平衡,而是解决带来负面影响的结构性扭曲。<sup>③</sup>即便是面对带来各种负面影响的贸易失衡,也必须意识到进口冲击往往是与技术进步以及偏好变化的冲击交织在一起,因此,在短期中可以采取暂时的关税和进口限制措施,但是最终还需要直接解决贸易失衡背后的结构性问题。<sup>④</sup>在实践中,贸易失衡是美国政府主动挑起对外贸易摩擦的重要说辞。从美国对华贸易逆差切入,不断提高或威胁提高关税和实施其他进口限制措施。经过一段时间不断激化的贸易摩擦和冲突,逐步转向以解决各种结构性问题为目的的高层经贸磋商,包括知识产权、技术转让、政府补贴、产业政策以及投资和贸易壁垒等。理论逻辑与政策实践之间似乎能够很好地相互印证。

但是,要在理论逻辑和现实进程之间形成闭环,还需要关于贸易赤字原因和影响以及贸易保护主义政策效果的具体分析。在贸易失衡的原因方面,现有研究倾向于认为,无论是全球失衡还是中美贸易失衡,贸易政策、汇率政策以及宏观经济政策等只是表面原因,贸易失衡的根源在于结构性原因,包括国内供求结构、国际分工结构以及全球价值链特点等。<sup>⑤⑥</sup>对于美国制造业产出份额和就业份额下降的现象,已有研究

---

① Blanchard, O., and G. M. Milesi-Ferretti, "Global Imbalances: In Midstream?", *IMF Staff Position Note*, SPN/09/29, 2009, International Monetary Fund.

② Blanchard, O., "Why Should Current Account Balances Be Reduced", *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/03, 2011, International Monetary Fund.

③ Serven, L., and H. Nguyen, "Global Imbalances: Origins and Prospects", *The World Bank Observer*, vol. 28, no. 2 (2013).

④ Woo, Wing Thy, "A US Perspective on China's External Economic Disputes in the Past 40 Years and in the Coming 40 Years", in Garnaut, R., Song, L. G., and Cai, F., eds., *China's 40 Years of Reform and Development*, ANU Press, 2018.

⑤ Obstfeld, M., and K. Rogoff, "Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes", *CEPR Discussion Papers*, 2009.

⑥ Chinn, M. D., B. Eichengreen and H. Ito, "A Forensic Analysis of Global Imbalances", *Oxford Economic Papers*, vol. 66, 2014, pp. 465 - 490.

认为,大多数发达国家都经历了制造业产出份额和就业份额的下降趋势,其原因是多方面的,包括技术变化、偏好变化和全球化等,而全球化在其中的影响是最小的。<sup>①②</sup>对于劳动收入份额下降和收入不平等加剧,现有研究认为,它们是技术进步、贸易一体化、宏观经济政策、劳动市场制度和结构等共同作用的结果,解决这些问题需要的并不是贸易保护主义政策,而是国内宏观经济政策、社会保障政策和劳动市场结构调整等。<sup>③④</sup>在贸易失衡的宏观经济影响方面,自20世纪70年代初美国出现贸易逆差以来,无论是直接的宏观经济数据描述,还是基于宏观数据的实证分析,都能够证实贸易失衡对美国宏观经济的短期稳定和长期增长以及整体社会福利具有积极影响。

对于美国贸易保护主义政策的效果,现有研究倾向于认为,美国的贸易保护主义政策是错误选择,并不能达到纠正失衡、振兴制造业和增加就业的目标;考虑到其他国家或地区可能做出的贸易反制和报复,美国政府的贸易保护主义措施会使美国经济和社会福利遭受重大损失。<sup>⑤</sup>针对2018年美国所实施的各种特别关税以及中国的反制措施,现有实证研究的基本结论是:1)中美两国平均关税水平的相对差异并没有改变,但是两国的绝对关税水平都大幅提高;<sup>⑥</sup>2)美国的整体贸易失衡以及对华的双边贸易失衡并没有明显改变,但是贸易转移效应已经明显发生;<sup>⑦</sup>3)美国关税上升造成的成本几乎全部由美国进口商和消费者承担;4)美国关税上升导致进口种类减少、国

① Schwellnus, C., M. Pak, P. Pionnier and E. Crivellaro, “Labor Share Developments over the Past Two Decades: The Role of Technological Progress, Globalization and ‘Winner-Takes-Most’ Dynamics”, *OECD Economics Department Working Papers* No. 1503, 2017.

② OECD, “Good Jobs for All in a Changing World of Work: The OECD Jobs Strategy”, <https://doi.org/10.1787, 2018>.

③ Elsbj, M. W., B. Hobijn, and A. Şahin, “The Decline of the U. S. Labor Share”, *Brookings Papers on Economic Activity* (2), 2013, pp. 1–63.

④ IMF, *World Economic Outlook: Gaining Momentum*, April 2007, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/>.

⑤ Bown, C. P., “Why the US Needs Allies in a Trade War Against China”, *Harvard Business Review Digital Articles*, 12/11/2018.

⑥ 2017年美国对中国产品的平均最惠国关税水平是3.4%,中国对美国产品的平均最惠国关税水平是9.6%;把2018年的特别关税考虑进来,两者分别变为12.5%和18.1%;如果再把2018年之前已经付诸实施的“双反”关税考虑进来,两者分别变为19.5%和18.3%。由此可以看出,2018年的特别关税措施并没有改变关税水平的相对差异,但是使得绝对关税水平都大幅提高。参见:Bown, P. C., “The 2018 US-China Trade Conflict after 40 Years of Special Protection”, *PIIE Working Paper* 19–7, April 2019.

⑦ 2018年的贸易紧张局势使得中美双边贸易规模明显下降,但双边贸易失衡状况基本没有变化。同时,关税所导致的贸易转移效应已经明显发生,在美国征收关税的商品中,美国从墨西哥的进口大幅增加。参见:Cerutti, E., G. Gopinath and A. Mohommad, “The Impact of US-China Trade Tensions”, *Insights & Analysis on Economics & Finance*, IMF Blog, May 23, 2019; Flaaen, A., A. Hortacsu and F. Tintelnot, “The Production Relocation and Price Effects of US Trade Policy: The Case of Washing Machines”, *BFI Working Paper* 2019–61, April 2019.

内竞争下降、居民实际收入下降和福利减少。<sup>①②</sup> 总之，2018年的特别关税政策已经给美国带来了非常显著的负面影响和成本。

由此，难以在贸易失衡和贸易摩擦之间建立合理联系，我们无法把贸易摩擦的原因归结为贸易失衡及其所谓的负面影响。那么，中美贸易摩擦的根源何在？布莱克维尔（Blackwill）和泰利斯（Tellis）认为，美国在21世纪整体战略的核心是维持美国在全球体系中的主导地位。随着我国经济政治实力和国际影响力的迅速提高，并对美国形成越来越大的潜在威胁，抑制中国实力和国际影响力的上升必然是其中的重要组成部分。<sup>③</sup> 胡永泰认为，美国优先的观念不仅将美国利益置于其他国家的利益之上，而且还要维持美国对全球事务的管理霸权。在这样的观念之下，抑制中国经济政治实力和国际影响的上升就成为美国的战略目标，对中美经贸交往的限制政策成为服务于非经济目标的手段。<sup>④</sup> 唐宜红和张鹏杨、谢地和张巩、陈继勇等人的研究认为，经济层面的全球贸易格局调整和政治层面的大国博弈是中美贸易摩擦的根源；随着中国经济的迅速崛起和快速追赶，中美之间的经贸关系逐渐由互补发展成为战略竞争，美国在此背景下挑起对华贸易摩擦的根本动机是要遏制中国的产业升级和结构调整，是国际竞争不断深化背景下民族国家利益深刻冲突的表现。<sup>⑤⑥⑦</sup>

这意味着中美贸易摩擦的根源在于长期战略利益竞争，中美贸易摩擦因此就具有了长期性和复杂性的特征。这样的判断具有合理性，也已经成为目前的共识。但是，这一共识背后的逻辑线索并不完全清晰，长期战略利益范畴的界定也过于宽泛。如果不能合乎逻辑地界定长期战略利益的范畴、现实表现和载体，对中美贸易摩擦相关问题和指向的判断就会过于发散。本文以一个明显的矛盾为逻辑出发点。一方面，现有研究倾向于认为贸易赤字不是美国挑起贸易摩擦的真正原因，其真正原因在于长期战

---

① Amiti, M., S. Redding and D. Weinstein, “The Impact of the 2018 Trade War on U. S. Prices and Welfare”, *NBER Working Paper* 25672, March 2019.

② Fajgelbaum, P. D., P. K. Goldberg, P. J. Kennedy, and A. K. Khandelwal, “The Return to Protectionism”, *NBER Working Paper* 25638, March 2019.

③ Blackwill, R. D. and Tellis, A., *Revising US Grand Strategy toward China*, New York: Council for Foreign Relations, 2015.

④ Woo, Wing Thyne, “A US Perspective on China’s External Economic Disputes in the Past 40 Years and in the Coming 40 Years”, in Garnaut, R., Song, L. G., and Cai, F., eds., *China’s 40 Years of Reform and Development*, ANU Press, 2018.

⑤ 陈继勇：《中美贸易战的背景、原因、本质及中国对策》，《武汉大学学报（哲学社会科学版）》2018年第5期。

⑥ 谢地、张巩：《中美贸易摩擦的政治经济学分析》，《政治经济学评论》2018年第5期。

⑦ 唐宜红、张鹏杨：《中美贸易之争的演变特征、动因及走势》，《经济研究参考》2018年第20期。



略利益竞争。另一方面，长期以来，贸易赤字给美国带来了巨大的利益。在美国优先的政策理念下，赤字利益应该是其长期战略利益的重要组成部分。由此，美国政府主动挑起贸易摩擦的动机就不可能与贸易赤字没有关系。我们认为，关键点在于赤字融资与对外债务的可持续性。首先，贸易赤字意味着对外负债，这就要求能够很好地解决赤字融资问题。其次，长期持续的赤字意味着对外债务不断积累，这就要求能够很好地解决债务负担和偿还问题。如果赤字是符合美国利益要求的，那么，如何保证赤字融资以及后续的债务可持续性，就应该是政策层面关注的重点。美国政府的贸易政策行为应该围绕这一关键点展开。

本文接下来的结构安排是：第二部分从美国国内供求结构的对比出发，分析贸易逆差之于美国的利益所在；第三部分分析美元国际地位对美国赤字融资和债务可持续性的影响；第四部分分析美国维持和强化美元国际地位的措施及其政策含义；第五部分是全文的结论。

## 二、美国贸易赤字的利益所在

就宏观经济运行过程而言，对外开放的基本作用之一是从投入和产出两头突破国内资源和市场的约束。从经济学的基本逻辑看，分工有助于提高生产率，进而成为经济增长的动力来源。但是，分工也存在内在矛盾，主要表现为产出与国内需求之间的矛盾，以及生产投入需求与国内供给之间的矛盾。也就是说，分工在促进生产率提高和经济增长的同时，也带来多种形式的供求不平衡。通过对外开放可以兼顾经济长期增长和短期稳定的需求。从国内总投入的来源和总产出的市场实现途径来看，美国经济对国际市场具有较高的依赖性。美国国内所需的总投入有 7% 左右来自国外，中间产品和消费品有 10% 左右来自国外，特别是制造业的中间投入有 18% 左右来自国外。美国总产出的 6% 左右需要在海外市场销售，特别是制造业产出有 16% 左右销往国外市场。

置于开放背景下，各国产出结构的特征和动态演变路径依赖于国际分工特点、国别禀赋条件以及各国融入国际分工的程度与方式。国际分工和专业化意味着各国的供给结构必然存在差异，并且这种差异随着分工的发展而不断扩大。另一方面，虽然各国的需求结构会因为社会文化、历史传统和收入水平等方面的不同而存在差异，但是人类需求结构具有共同的动态变化特征，全球化进程的深入发展也进一步推动了需求

结构的趋同。在无形服务和有形产品这样的二分法之下，各国供给中的产品—服务结构的差异相对扩大，而需求的产品—服务结构的差异相对缩小。在这样的结构对比关系中，产品和服务处于不同的供求缺口状态。某些国家处于产品相对供给不足和服务相对供给过剩的状态，其他国家处于产品相对供给过剩和服务相对供给不足的状态。

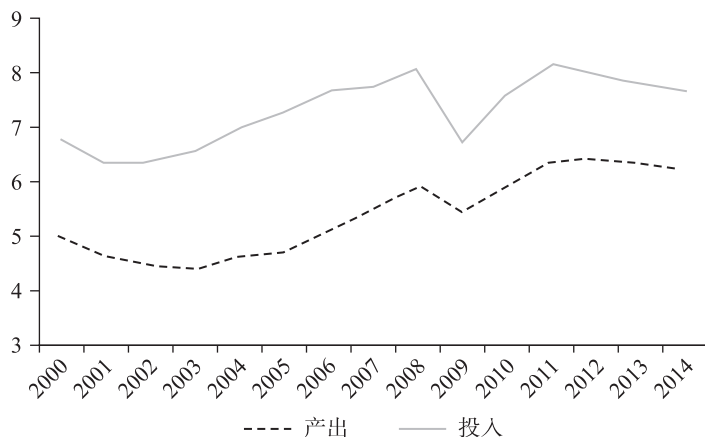


图 1 美国国内产出和投入的对外依赖性 (%)<sup>①</sup>

从美国供给结构的动态变化看，随着服务业更快地扩张，国内产出中的产品—服务比率持续下降。2000 年以来，虽然这一下降势头明显趋缓，但是并没有出现停止或逆转的趋势。2017 年，美国总产出中的产品—服务比率为 0.39。这种变化的积极影响是，服务业具有更高的就业创造效应和正外部性，服务业相对更快地扩张对于整个社会的就业增长和生产率增长都有好处。但是，在国内需求结构变化具有刚性约束的情况下，需求结构的变化滞后于供给结构的变化，会带来国内总供给和总需求之间的结构性失衡。从美国国内总需求来看，私人消费支出的产品—服务比率在 0.5 左右；中间投入支出的产品—服务比率在 0.8 左右；私人固定投资和政策支出中的产品—服务比率均超过了 2。在美国国内总支出中，私人消费支出占比在 40% 左右，中间投入占比在 46% 左右，私人固定投资的占比在 10% 左右，政府支出占比在 2.5% 左右。这必然意味着，美国国内总支出的产品—服务比率明显高于总供给中的产品—服务比率。

具体来看，1997 至 2017 年，美国国内总供给中的产品—服务比率从 0.65 降至

<sup>①</sup> 根据 WIOD 的数据计算而来。产出的对外依赖性是指国内总产出中的出口占比，投入的对外依赖性是指国内生产和生活总投入中的进口占比。这方面的估计需要利用详细的国际投入产出数据，目前 WIOD 数据库中的国际投入产出数据截至 2014 年。虽然数据稍显滞后，但也能大致刻画出美国投入和产出的对外依赖性。

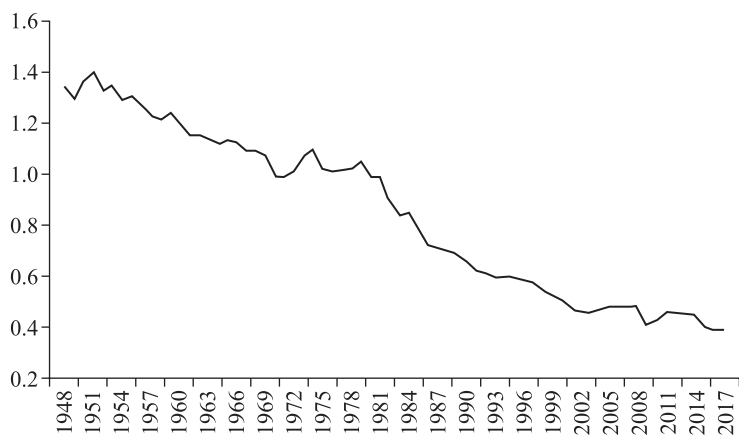


图2 美国国内总产出和总供给结构：产品—服务比率<sup>①</sup>

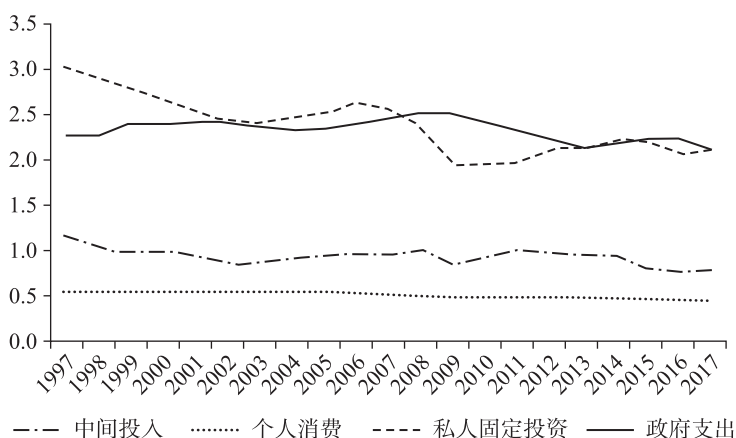


图3 美国国内总需求结构：产品—服务比率<sup>②</sup>

0.39，国内总需求中的产品—服务比率从0.99降至0.71。虽然两者的变化轨迹类似，但是两者之间的差距依然维持在0.3左右。这意味着美国国内服务处于相对过剩的状态，货物处于相对不足的状态。在这样的结构对比关系下，美国宏观经济无法同时实现总量平衡和结构平衡。在总供给和总需求实现数量平衡的情况下，产品处于超额需求状态，服务处于超额供给状态。产品的超额需求转变为对外产品贸易逆差，服务的

① 这里用的是总产出数据。根据美国商务部经济分析局的统计数据计算而来。

② 根据美国商务部经济分析局的投入产出数据计算而来。

超额供给转变为对外服务贸易顺差。考虑到国际贸易的现实特点和约束,服务的国际贸易成本相对较高,超额供给难以全部转化为对外服务顺差。在给定供求结构差异的情况下,为了实现宏观经济的动态平衡,需要扩大国内总需求,这在缓解服务超额供给状况的同时,进一步加剧了产品超额需求状况。最终结果是大规模货物贸易逆差、小规模服务贸易顺差和总体贸易逆差。对比美国国内供求结构差异与对外贸易收支,可以看出两者在变动轨迹上非常吻合,两者之间的相关系数达到 $-0.57$ 。

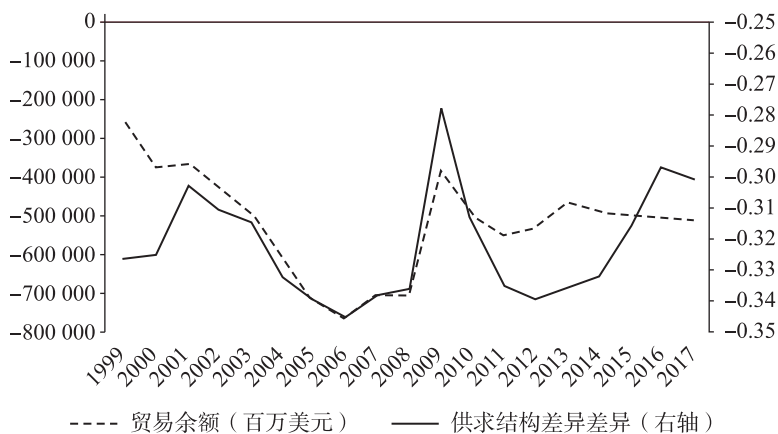


图4 美国国内供求结构差异与贸易余额<sup>①</sup>

在流行的观念中经常把国内储蓄不足看成是对外贸易逆差的原因,这实质上是一个同义反复,因为在开放宏观经济的平衡关系中,国内储蓄不足和对外贸易逆差是同一枚硬币的正反两面。从对外贸易逆差向国内储蓄不足的转换只是分析角度的转换,目的是从国内寻找对外贸易逆差的根源。从前面的分析中可以看出,在给定国内供求结构对比关系和国际贸易成本差异的情况下,对外贸易逆差是美国实现宏观经济动态平衡的必然要求,是维系特定产业结构下经济增长的必然要求。换句话说,对外贸易逆差的最大好处就是更好地协调了美国宏观经济增长与稳定之间的矛盾,利用其他国家的资源和产出来满足自身的消费和生产投入需求,使得国内生产能力的扩张和福利水平的提高摆脱国内资源的约束。

<sup>①</sup> 供求结构差异是指总供给的产品—服务比率减去总需求的产品—服务比率,根据美国的投入—产出数据计算而来。投入产出数据和贸易收支数据来自美国商务部经济分析局网站。

### 三、美元国际地位是美国赤字融资与债务可持续性的基础

贸易逆差对于美国经济有诸多好处，但是这些好处的实现和维持是有条件的，关键就是如何解决赤字融资问题以及如何实现债务的可持续性。美元的主导性国际货币地位为美国解决这些问题创造了独一无二的便利条件。

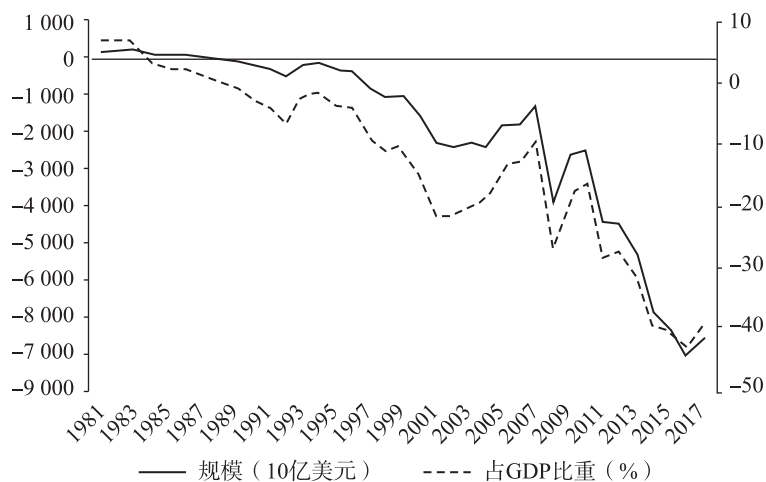


图5 美国的净国际投资头寸

资料来源：数据来自美国商务部经济分析局。

美元的主导性国际货币地位为美国进行大规模国际融资提供了便利。在美国贸易逆差持续增长的过程中，美国的对外负债不断增加，国际投资头寸不断恶化。1989年，美国净国际投资头寸由正转负，变为对外净债务国。在此之后，美国就一直处于对外净负债状态。对外净债务规模总体上呈不断扩展的趋势。2017年，美国对外资产27.8万亿美元，对外负债35.5万亿美元，对外净负债规模达到7.7万亿美元，占GDP比重达到40%。<sup>①</sup> 净负债状态持续30年，并且债务规模不断膨胀，姑且不论其好坏，仅就这一现象而言，在其他国家是没有出现过的。美国何以能够做到这一点？国际市场上的融资往往是基于主要国际货币的。对于非国际货币发行国来说，国际融资是一种

<sup>①</sup> 数据来自美国商务部经济分析局。

外币融资，所带来的是外币债务。外币融资必须支付更高的固定成本以及跨币种转化与风险对冲成本等，因此外币融资成本会显著地高于本币融资的成本。<sup>①</sup> 对于非国际货币发行国来说，外币融资的高成本对其国际融资能力构成了严格约束。对于美国来说，美元国际地位带来的一个巨大好处是可以直接利用本币进行国际融资，这显著地弱化了美国的赤字融资约束。<sup>②</sup>

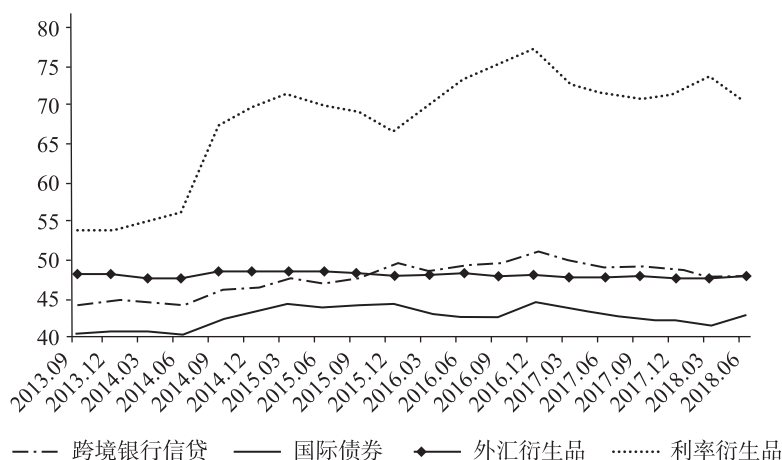


图 6 美元在国际金融市场中的地位 (%)

注：图中指标分别是全球跨境银行信贷、债券市场、外汇衍生品市场和利率衍生品市场上以美元为计价货币的比重。根据 BIS 的数据计算而来。

美元、欧元、英镑和日元是最主要的四种国际货币。经济规模、贸易联系、币值稳定性、军事力量和地缘政治力量等因素都会影响货币的国际地位。得益于经济、金融、政治和军事等基本因素的综合作用，也得益于交易媒介、价值储藏和计价单位等职能之间的协同效应，美元作为国际货币体系中的储备货币、载体货币和盯住货币等，地位均显著地高于其他几种国际货币，是事实上的主导性国际货币。<sup>③</sup> 以计价货币这一职能为例，美元在全球跨境银行信贷、债券市场和外汇衍生品市场的比重均超过

① Liao, G. Y., “Credit Migration and Covered Interest Rate Parity”, Project on Behavioral Finance and Financial Stability Working Paper Series, July 2016.

② Maggiori, M., B. Neiman and J. Schreger, “International Currencies and Capital Allocation”, *BFI Working Paper* 2018–30, April 2019.

③ Devereux, M., and S. Shi, “Vehicle Currency”, *International Economic Review*, vol. 54, no. 1 (2013), pp. 97–133.



了40%，在全球利率衍生品市场上比重超过了70%，<sup>①</sup> 远高于欧元、英镑和日元。基于这样的地位，美国企业和政府可以很便利地开展本币国际融资。在银行信贷和债券等狭义的债务口径下，外币债务占美国外债的比重不到8%。广义口径下的美国对外债务包括外国投资者持有的所有美国资产，包括货币、银行信贷、债权工具和股权工具等所有形式。在广义的债务口径下，美国对外债务也几乎都是美元债务。<sup>②③④⑤</sup>

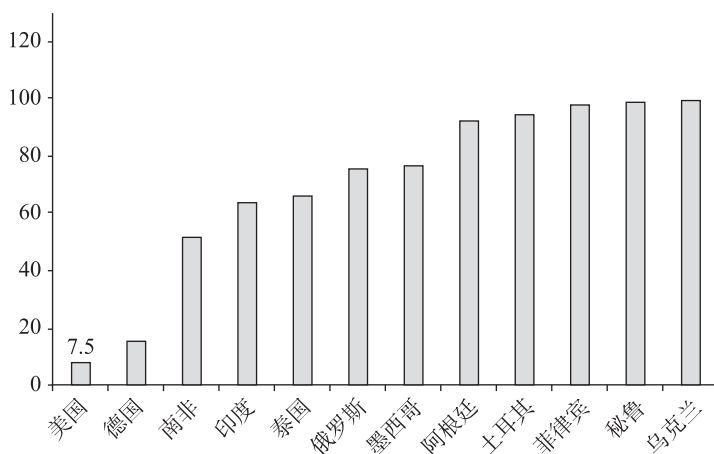


图7 各国外债中的外币债务占比 (%)

注：根据世界银行的数据计算而来。这里的外债是狭义口径的外债，主要包括以银行信贷和债券等债务工具形式存在的对外债务，不包括直接投资等广义上的对外债务。

美元所具有的主导性国际货币地位，不仅帮助美国克服了国际融资约束，而且有助于降低美国的债务负担。一方面，美元作为主导性国际货币所具有的安全性和流动性，是对国际投资者持有美国资产的直接补偿，从而降低了对国际投资者的收益补偿，这实际上就是降低美国对外债务的利息支出。另一方面，得益于美元的地位及其背后

① 数据来自 BIS。

② Servén, L., and H. Nguyen, “Global Imbalances: Origins and Prospects”, *The World Bank Observer*, vol. 28, no. 2 (2013).

③ Lane, R., and G. Milesi-Ferretti, “External Wealth: The Trade Balance and the Real Exchange Rate”, *European Economic Review*, vol. 46 (2002), pp. 1049–1071.

④ Lane, R., and G. Milesi-Ferretti, “Financial Globalization and Exchange Rates”, *IMF Working Paper WP/05/3*, 2005.

⑤ Tille, C., “The Impact of Exchange Rate Movements on U. S. Foreign Debt”, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 9, no. 1 (2003), Federal Reserve Bank of New York, pp. 1–7.

美国的经济、金融、政治和军事力量，美国具有更强的应对海外投资风险的能力。以 FDI 为例，其海外生产经营风险因素很多，不单纯是市场层面的风险，还有政策和制度层面的风险。美国有能力迫使其他国家在政策和制度上做出调整，由此可以降低外部资产的风险和提高外部资产的收益。作为国际流动性和安全资产的提供者，美国卖出低收益安全资产，投资于高风险、高收益的海外资产，这种杠杆投资模式是美国获得超额收益的主要原因。<sup>①</sup>

根据哈比卜 (Habib) 的研究，美国对外资产与对外负债的平均利差达到 127 个基点，OECD 国家整体是 -84 个基点，欧元区国家整体是 -117 个基点，新兴市场整体是 -205 个基点；如果进一步考虑汇率变化和资产价格变化带来的资本利得，美国的这一指标达到 308 个基点，而其他国家包括主要国际货币发行国基本都是负的。<sup>②</sup> 根据福布斯 (Forbes) 的研究，在 2002 年至 2006 年之间，美国对外资产的平均收益率是 11.2%，外国在美资产的平均收益率是 4.3%；如果仅考虑私人部门投资，美国对外资产的平均收益率是 14.3%，外国在美投资的平均收益率是 5.9%。<sup>③</sup> 对外债务利率低于对外资产收益率，这是美元国际地位给美国带来的特权。这对于美国赤字融资和债务可持续性具有重要意义。在美国对外净债务不断增加的背景下，美国的净国际投资收入始终是正的。特别是 2000 年以来，在美国对外净债务规模加速扩大的过程中，净国际投资收入呈现快速增长趋势。这意味着作为净债务国的美国，不仅没有净利息支出，反而是有净利息收入的。基于这种“良性”债务国地位，美国的对外债务不会因为利息负担过重而无法持续。

基于美元的特殊地位，美国对外债务和资产在币种结构上存在显著差异。美国对外负债几乎全是美元负债，对外资产有 70% 左右是非美元资产。<sup>④</sup> 美元贬值有利于从存量上改善美国的国际投资头寸。在逻辑上，美元贬值能够通过两个渠道对美国的国际投资头寸产生积极影响。第一个渠道是贸易收支，美元贬值有利于美国的贸易收支。第二个渠道是金融渠道，美元贬值使得美国的对外债务存量下降，给美国带来正的财

---

① Gourinchas, P., and H. Rey, “From World Banker to World Venture Capitalist: U. S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, *NBER Working Paper* 11563, 2005.

② Habib, M., “Excess Returns on Net Foreign Assets: The Exorbitant Privilege from a Global Perspective”, *ECB Working Paper* 1158, European Central Bank, 2010.

③ Forbes, J. K., “Why Do Foreigners Invest in the United States?”, *Journal of International Economics*, vol. 80 (2010), pp. 3 - 21.

④ Gourinchas, P., and H. Rey, “International Financial Adjustment”, *Journal of Political Economy*, vol. 115, no. 4 (2007), pp. 665 - 703.

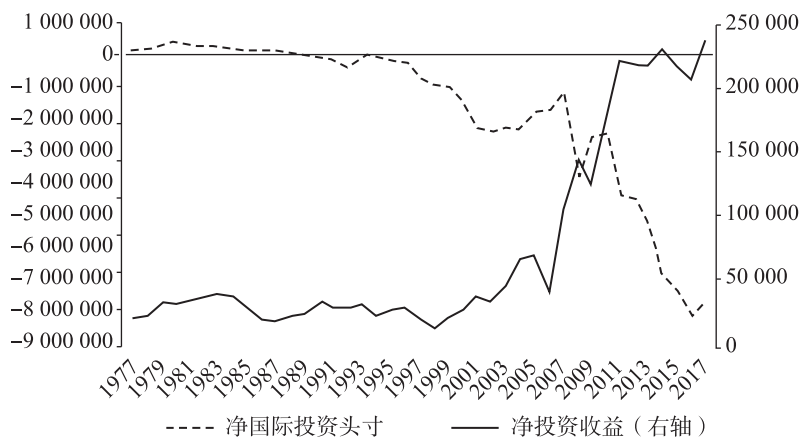


图8 美国的净国际投资头寸和净国际投资收入（百万美元）

资料来源：数据来自美国商务部经济分析局。

富效应。在实践中，由于贸易收支受多种因素的综合作用，美元贬值对贸易收支的改善作用并没有表现出来。现实中表现出来的主要是纯金融层面的调整，也就是财富转移效应。<sup>①</sup>近年来的经验表明，包括汇率变化和资产价格变化等在内的存量估值效应已成为影响美国对外净债务存量规模的主导因素。

以2017年为例，美国对外资产27.8万亿美元，对外负债35.5万亿美元，净国际投资头寸-7.7万亿美元。假定美国对外负债全是美元债务，对外资产中有70%是非美元资产。如果美元对其他货币贬值2%，所带来的估值效应将使得美国对外债务减少3892亿美元。从实际情况看，2017年美国贸易逆差5523亿美元、经常项目逆差4491亿美元，来自汇率变化和资产价格变化的估值效应达到正的7784亿美元。在经常项目处于逆差状态的情况下，美国的债务状况不仅没有加剧，反而得到明显改善。对外净债务存量从2016年底的81816亿美元降至2017年底的77250亿美元。没有实体经济的实质性调整，也没有实质性的偿债行为，美国的对外净债务规模就能够大幅降低。这得益于美国对外资产和负债的币种结构差异，后者建立在美元所拥有的主导性国际货币地位之上。

<sup>①</sup> Devereux, M., and A. Sutherland, "Valuation Effects and the Dynamics of Net External Assets", *Journal of International Economics*, vol. 80, no. 1 (2010), pp. 129 - 143.

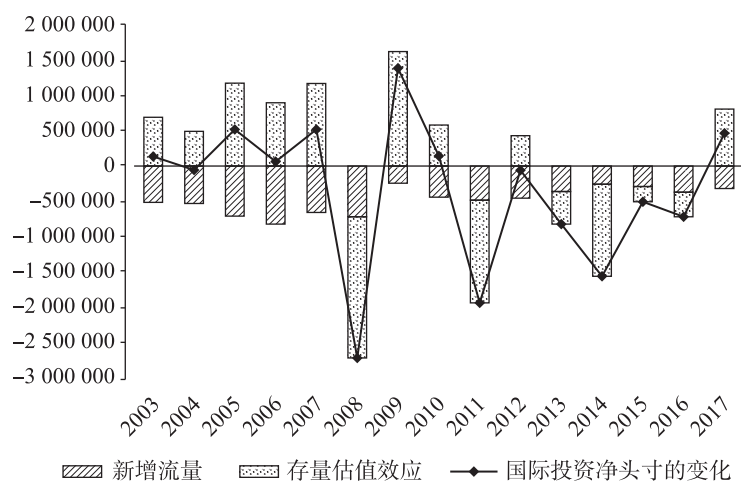


图 9 美国国际投资净头寸的变化及其来源（百万美元）

资料来源：数据来自美国商务部经济分析局的国际投资头寸表。



图 10 美国的贸易收支与美元币值的估值效应（亿美元）

资料来源：贸易收支数据来自美国商务部经济分析局。美元贬值 2% 的估值效应是根据美国国际投资头寸数据计算而来。

在经常项目跨期分析法的逻辑之下，当前的逆差需要用未来的顺差来平衡，因此，

贸易逆差和对外债务可持续性依赖于未来更快的经济增长。<sup>①②③④</sup> 这一逻辑在美国并不完全适用。30 多年来,美国经济增长或快或慢,贸易逆差的状态没有改变,对外净债务不断积累的趋势也没有改变。导致这一矛盾的原因在于,跨期分析法遵循从实体经济调整到金融层面调整的因果逻辑,忽略了金融自身的内在调整逻辑。事实上,贸易收支、经常项目收支和国际投资头寸的动态变化并不同步,贸易收支和经常项目收支的差异主要来自净国际投资收入,<sup>⑤</sup> 经常项目余额与国际投资头寸变化之间的差异来自对外资产和负债的存量估值效应。因此,从贸易逆差到经常项目逆差,最后再到对外净债务的变化,每个环节都有金融因素在发生作用,包括资产收益、负债成本以及资产和负债价格的动态变化等。<sup>⑥</sup> 美元的国际地位不仅有助于提高美国对外资产收益和降低美国对外债务的成本,也有助于实现有利于美国的存量估值效应。

总之,美国能够维持长期贸易赤字,在很大程度上是因为美元是主导性国际货币。美国能够大规模利用本币进行国际融资,从而突破贸易赤字的国际融资约束。美元作为主导性国际货币的地位以及美国作为全球最主要的国际金融中心的地位,<sup>⑦</sup> 使得美国在对外资产上获得相对于对外负债的超额收益,美国的对外债务不会因为利息负担过重而无法持续。作为美元特权的另一个表现,美国对外负债几乎都是美元负债,而对

① Kraay, A., N. Loayza, L. Servén, and J. Ventura, “Country Portfolios”, *Journal of the European Economic Association*, vol. 3, no. 9 (2005), pp. 14–45.

② Kraay, A., and J. Ventura, “The Dot-Com Bubble, the Bush Deficits, and the US Current Account”, *NBER Working Paper* No. 11543, 2005.

③ Engel, C., and J. Rogers, “The U. S. Current Account Deficit and the Expected Value of World Output”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 53 (2006), pp. 1063–1093.

④ Servén, L., and H. Nguyen, “Global Imbalances: Origins and Prospects”, *The World Bank Observer*, vol. 28, no. 2 (2013).

⑤ 对外资产收益与对外债务利息的差额。导致经常项目收支与贸易收支发生偏离的还有净雇员报酬和净单边转移,但是我们并没有分析这两个因素。净雇员报酬的规模很小,远小于净投资收益,忽略这一点并不会带来明显影响。净单边转移规模较大,近年来都达到 1 000 亿美元左右。但是净单边转移的原因和影响都远超出经济范畴,我们也无法对此展开分析。

⑥ 根据古兰沙 (Gourinchas) 和雷伊 (Rey) 的研究,历史上美国国际投资头寸的变化有 27% 是来自金融层面的调整。参见: Gourinchas, P., and H. Rey, “International Financial Adjustment”, *Journal of Political Economy*, vol. 115, no. 4 (2007), pp. 665–703.

⑦ 美元国际地位与美国金融市场优势之间并不是单向的因果关系。美元国际地位的维持依赖于美国的金融市场优势。反过来,美国金融市场的优势又依赖于美元的国际地位。以 2008—2009 年金融危机为例,虽然危机源于美国,美国金融市场也在危机中受到重创,但是美国依然被看成是安全市场,美国财政证券依然被看成是安全资产。外国投资者大规模持有美国资产的行为不仅没有改变,反而得到进一步加强。这意味着,美国金融市场的吸引力依赖于美元的国际地位。研究表明,美元的安全港特性以及美国政府债券的低收益率都依赖于美元特殊的国际地位。参见: Farhi, E., and M. Maggiori, “A Model of the International Monetary System”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 133, no. 1 (2018), pp. 295–355.

外资产主要是非美元资产，这就使得美国能够从美元贬值中获得正的财富转移效应。美国当前的赤字并不完全需要未来的顺差来平衡。更极端的说法是，作为中心货币发行国的美国从来都不需要偿还其对外负债：只要维持国外主体持有美元和美元资产的意愿，美国的对外债务就是不用偿还的。基于这些，只要能够维持美元的主导性国际货币地位，美国不仅能够顺利地解决贸易赤字的国际融资问题，而且无须承担债务的利息负担和偿还责任。

#### 四、维持美元国际地位的措施及政策含义

美元国际地位不仅赋予美国利用本币进行国际融资的特权，使得美国能够长期维持贸易赤字状态并从中获得巨大利益，而且是美国国际影响力和控制力的重要来源之一。在赤字背景下，美国不仅利用美元作为主导性国际货币的地位吸引资源和产出流入美国，而且引导资源与产出在美国之外的流动与配置，从中实现美国的经济利益和政治利益。维持美元作为主导性国际货币的地位，是美国的长期战略利益所在。为此，必须控制对外债务规模的过快膨胀，分散对外贸易逆差的来源，提高美国海外资产的收益率，维持美国在技术和创新上的领导地位。

首先，需要控制对外债务规模的过快膨胀。基于美国对外资产和负债的币种结构差异，美元贬值带来的存量估值效应有利于降低美国的对外净负债。但是，美元持续贬值会危及美元的国际地位。因此，需要从流量上控制债务的增长速度，也就是控制对外贸易逆差的过快增长。根据前文对美国国内供求结构差异与贸易逆差关系的分析，为了控制对外贸易逆差规模的过快增长，应该做的并不是限制货物进口和削减货物贸易逆差，而是扩大服务出口和增加服务贸易顺差，也就是发挥服务贸易的逆向调整作用。危机以来全球范围内的失衡调整路径也是如此，这符合国际分工的基本逻辑，有助于更加充分地发挥开放对于宏观经济稳定和增长的积极作用。为此需要解决服务贸易成本过高的问题。服务贸易不仅受到目标市场开放程度的约束，还受到目标市场内部规则的制约。因此，降低进入一国市场后面临的交易成本，就成为最为重要也是最迫切的问题。这就需要美国通过政府的力量来推动贸易伙伴服务市场的开放以及内部市场环境的完善。

其次，分散对外贸易逆差的来源，降低对外债务的国别集中度。为了避免贸易逆差增长和债务积累对美元国际地位产生过大压力，美国政府在政策层面必然要关注贸



易逆差来源是否过于集中。无论是 20 世纪 80 年代和 90 年代逆差主要来源于日本和德国，还是近年来逆差主要来源于中国，都会引发美国政府在政策层面的强烈反应。根据美国的统计数据，中国是美国最大的贸易逆差来源国。2017 年，对华货物贸易逆差占美国货物贸易逆差的 46%，对华总贸易逆差占美国总贸易逆差的 59%。在美国整体贸易逆差规模难以缩小甚至还会持续扩张的情况下，分散逆差来源就是分散对外债务增量的来源。避免或防范在国际货币竞争中受到来自人民币的过大竞争压力，有助于维持美元国际地位的稳定性。同时，在市场的转移和替代过程中，有助于提高美国在多边关系中的博弈能力，有助于引导和推动国际分工格局和全球生产体系的进一步调整。

再次，改善国外投资准入和生产经营环境，提高美国对外资产的收益率。通过直接投资在海外建立分支机构，充分利用当地的资源禀赋和市场条件，为美国跨国公司带来高额收益。2016 年，美国跨国公司拥有多数控制权的海外分支机构的净收入为 10 156 亿美元，跨国公司母公司的净收入为 11 348 亿美元，两者相差无几。与此形成鲜明对比的是，海外分支机构的资本支出、研发投入和销售额等财务指标显著地低于母公司。具体来看，海外分支与母公司的销售比率在 0.5 左右，显示海外分支机构的单位销售规模能够创造更多的净收入。在其他财务指标上，海外分支机构总资产规模不到母公司的 70%，资本支出不到母公司的 40%，研发投入不到母公司的 30%。<sup>①</sup> 美国跨国公司的海外机构在规模和投入小很多的情况下，创造了与母公司差不多的净收入。这意味着美国跨国公司的海外分支机构具有小规模、轻资产和高收益的特点。为了实现并维持对外资产的高收益，美国资本在全球范围内的投资、生产和经营环境变得极其重要。这就需要“利用一切手段”提高外国的投资准入、改善美国资本在外国的生产和经营环境，以保证美国资本在全球范围内的高收益。这不仅是直接服务于“实现美国要素全球收益最大化”的政策目标，更是降低美国债务负担的必要条件。

最后，通过先进制造业的争夺来维持美国在技术和创新上的领导地位。技术和创新优势是美国国际竞争力和控制力的根基，也是美元国际地位的长期基础。只要其他国家的生产过程还必须依赖美国提供关键的生产投入，包括关键技术和运用关键技术的服务，就不得不继续持有美元和美元资产。创新活动和技术进步不是凭空而来的，需要特定的产业载体，内生于特定产业的生产活动之中。从历史经验看，具有突破意义的创新活动和技术进步通常都是来自制造业，而且新技术在全社会的应用和

---

<sup>①</sup> 根据美国商务部经济分析局的数据计算而来。

扩散也依赖于制造业提供的设备和工具。先进制造业被看成是美国经济繁荣、国家安全和国际影响力的基础。而且,在“创造更多的高质量就业岗位”的政策目标下,先进制造业相对于服务业的优势越来越明显。先进制造业的培育和发展及其对其他部门外溢效应的发挥,都依赖于制造业供应链在国内的延伸和扩展。在此背景下,美国政府一方面需要改变其他国家国内的知识产权保护、技术转让规则和产业政策等;另一方面需要实施具有明显内向性的结构性政策,包括“本土供应链”、“购买美国货”和“公平贸易”等政策措施,以推动国内制造业供应链的重构。<sup>①</sup>

服务上述战略利益目标,不仅需要重构全球经贸投资规则,改变国际分工格局和全球生产价值链;还需要帮助本国要素特别是资本突破其他国家的边境壁垒和边境内壁垒。由此,推动国际经贸关系和经贸规则的重构,并在此过程中服务于美国的长期利益需求,就成为美国政府对外贸易政策行为的基本动因。在此背景下,美国政府的政策行为呈现出诸多新的特点。

首先,政策行为具有很大的易变性和不确定性。在美国政府的政策行为背后,存在多重微妙甚至是矛盾的权衡。第一,贸易逆差给美国带来了巨大收益,但是为了长期从中获益,美国又必须控制逆差的过快增长和分散逆差的来源。第二,在现有结构和利益格局下,限制进口并不是好的选择,增加服务出口和服务贸易顺差是现有结构下的最好选择;但是出于长期战略利益考虑,美国确实需要重振制造业,然而在现有的禀赋条件和国际分工格局下,美国要重振制造业却是困难重重,不仅要保护国内市场,更要推动全球价值链的重构。第三,对于美国资本来说,海外利益已经超过了国内,需要多边贸易和投资体系的完善与变革;但是,在重振美国制造业的目标之下,相关政策措施却是要推动美国资本的回流。第四,力图利用各种手段推动国外市场开放、投资准入和知识产权保护等;但是,沿着这样的方向,资本将进一步流出美国,这与推动制造业回流和重振美国制造业的目标不完全相符。既要维持现有的利益,包括开放带来的诸多好处,又想利用保护主义改变贸易收支结构、国际分工格局和重振美国制造业。多种相互矛盾的目标之间的微妙平衡是很难保持的,这必然意味着美国政府的政策行为具有很大的易变性和不确定性。

其次,政策手段和策略会越来越多地突破贸易领域,各种极端的非经贸政策手段的使用将会越来越频繁。美国政府的目的不仅是要主导现有的国际分工利益分配格局,

---

<sup>①</sup> Executive Office of the President of the United States, “Strategy for American Leadership in Advanced Manufacturing”, <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2018/10>, October 2018.

还要主导未来的国际竞争态势和利益分配。主导新国际规则的重构过程，构建更加有利于自身利益的全球经贸规则，是实现上述目的的最有效手段。国际规则不仅能决定一国是否能够从现有竞争优势中充分获益，而且影响一国的竞争优势能否持续以及能否培育出新的竞争优势。但是，新国际经贸规则的构建过程触及各国内部的政策、规则和制度，多哈回合谈判 10 多年停滞不前已经显示其难度之大。要启动并主导这一过程，需要充分利用经济、金融、科技、政治和军事等诸多方面的优势，这体现为美国政府“利用一切手段帮助美国企业和个人展开全球竞争”的政策原则。这就意味着美国政府的政策手段绝不会局限在传统经贸领域，除了传统的贸易保护主义手段之外，政策手段和策略会越来越多地突破贸易领域。特别是在美国政府将经济安全纳入国家安全范畴之后，将会越来越频繁地使用各种极端的非经贸政策手段。

最后，单边主义和贸易保护主义越来越频繁地被用作实现自身利益的手段。单边主义和贸易保护主义手段不仅是美国在双边关系中迫使贸易伙伴让步的策略，还会成为美国政府在复杂的多边关系中促成利益结盟的策略。在基于规则的多边贸易体系之下，非歧视和互惠等原则能够约束美国对其权力的使用。为了构建更加有利于自身的国际经贸规则，美国越来越倾向于在双边范围内展开谈判。摆脱既定规则约束的双边谈判，有助于更充分地利用美国的实力优势。马托（Matto）和斯泰格（Staiger）将这一转变称为“从基于规则的谈判转向基于实力的谈判”。<sup>①</sup> 美国是全球最大的净需求国，在多个国家共同竞争美国市场的情况下，利用贸易保护主义措施及其可能带来的贸易转移效应，不仅能够迫使贸易伙伴与其重新谈判市场准入条件和经贸规则，而且能够积累谈判筹码和力量，为随后的谈判过程争取主动权，最终达成更有利于美国的协议。在这样的策略之下，美国不是用自身的开放进程去交换贸易伙伴的开放进程，而是用“不实施额外的进口限制措施”去交换贸易伙伴在市场准入条件和经贸规则上的让步。<sup>②</sup> 在零和博弈的思维模式下，在美国利益优先的政策导向下，美国政府的这种策略性行为将会越来越多。在复杂的多边利益关系中，美国还可以利用这样的策略来协调其他国家在全球性议题上的立场和政策，从而对新国际规则的构建施加

① Matto, A., and R. Staiger, “Trade Wars: What Do They Mean? Why Are They Happening Now? What Are the Costs?”, *NBER Working Paper* 25762, April 2019.

② 鲍恩（Bown）将美国特朗普政府在 2018 年实施的关税行为称为“博弈关税”，也就是将关税提高至现有贸易协定中承诺的水平之上，目的是迫使贸易伙伴启动新的关税减让谈判，并利用美国的谈判权力来获得更有利于美国的协议。参见：Bown, P. C., “Why the US Needs Allies in a Trade War Against China?”, *Harvard Business Review*, December 11, 2018.

更大的影响。<sup>①</sup>

## 五、结论与启示

贸易逆差给美国带来了巨大的好处，不仅协调了宏观经济增长与稳定之间的矛盾，而且使得生产能力和福利水平摆脱了国内资源的约束。贸易逆差的维系及其好处的实现都依赖于美元的国际地位。基于美元作为主导性国际货币的地位，美国不仅能够顺利解决贸易赤字的国际融资问题，而且无须承担后续的债务利息负担和偿还责任，其对外债务可以长期持续。利用贸易赤字和美元国际地位，美国能够影响和控制全球资源流动和配置，从中实现美国的经济利益和政治利益。

维持美元作为主导性国际货币的地位是美国的长期战略利益所在。为此，必须控制对外债务规模的过快膨胀，降低对外债务的国别集中度，提高美国海外资产的收益率，维持美国在技术和创新上的领导地位。这样就需要在政策层面推动全球经贸和投资规则的重构，改变国际分工格局和全球生产价值链，帮助美国资本突破其他国家的边界壁垒和边界内壁垒。多种相互矛盾的政策目标的交织，使得美国政府的政策行为具有很大的易变性和不确定性。为了主导现有的国际分工利益分配格局以及未来的国际竞争态势和利益分配，美国政府的政策手段不会局限在传统经贸领域，会越来越频繁地使用各种极端的非经贸政策手段。在零和博弈和美国优先的思维模式下，单边主义和贸易保护主义成为美国政府的策略性手段，在双边经贸关系中迫使贸易伙伴做出更多让步，在多边关系中协调其他国家在全球性议题上的立场和政策，最终达成更有利于美国自身利益的协议或规则。

沿着这样的逻辑，在美国特朗普政府的各种政策目标之下，我国会成为其挑起贸易摩擦的主要对象国。在美国对外经贸关系乃至整体对外关系中，我国具有不同的特点和定位。我国是美国最大的贸易逆差来源国，但是中美之间既没有盟友关系，也不存在自贸协定或投资协定。中美两国经济规模和力量对比的动态变化，发展模式和道路的显著差异，短期经贸利益和长期战略利益的相互交织，在技术、货币和规则等方

---

<sup>①</sup> Bown 分析了美国在诸多议题上与其盟友协调政策立场和政策行动的必要性。参见：Bown, P. C., "Why the US Needs Allies in a Trade War Against China?", *Harvard Business Review*, December 11, 2018; Bown, P. C., "The 2018 US-China Trade Conflict After 40 Years of Special Protection", *PIIE Working Paper* 19-7, April 2019.

面的潜在竞争，很难通过经贸磋商或让步得到一劳永逸的解决。在美国主动挑起对华贸易摩擦的过程中，既有短期策略性考虑也有长期战略性考虑，所使用的政策手段会趋于极端化，所采取的策略行为也将趋于多边化。

## Trade Deficit, Debt Sustainability and US Trade Policy Behavior

*Yu Chunhai*

**Abstract:** This paper analyses the relationship between trade deficit, deficit financing and debt sustainability, and establishes a logical link between trade deficit and the trade policy behavior of the U. S. government. For the United States, trade deficit can bring huge benefits, but the long-term maintenance of it and the realization of its benefits depend on the international status of the US dollar. Maintaining the status of the US dollar as the dominant international currency is the long-term strategic interest of the United States. Therefore, it is necessary to restructure the rules of global economy and trade, the international division system and the global value chain, in order to dominate the current distribution of benefits of international division, as well as the future international competition dynamics and distribution of interests. Under such policy guidance, the US government's policy instruments will overstep the trade field, and will use various extreme non-trade and even non-economic policy instruments more and more frequently. In order to reach agreements or rules that are more favorable to its own interests, unilateralism and protectionism have become the strategic means of the U. S. government, forcing trade partners to make more concessions in bilateral economic and trade relations, and coordinating other countries' positions and policies on global issues in multilateral relations.

**Key words:** trade deficit; deficit financing; debt sustainability; trade policy

**Author:** Yu Chunhai, Professor of School of Economics, Renmin University of China.