

多重冲击下的高质量金融发展^①

◎余永定

摘要：高质量发展是中国式现代化的本质要求，实现高质量金融发展有助于中国更好地应对当下的多重冲击。从国际金融视角来看，美国作为全球最大的债务人，却能够持续获得大量投资收入顺差，深入分析这一现象背后的原因，有利于为中国实现高质量金融发展提供借鉴。

关键词：高质量金融发展；FDI；投资收入；全球不平衡

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

高质量金融发展这一概念需要具体化、量化，否则难以解决实际问题。现在在许多政策的提法上，都存在着空洞、未量化的问题，如果这一问题得不到解决，即便是有好的政策，有正确的方向，这些政策也难以落实，难以转化为真正的经济增长，并造福于中国人民。本文分析为什么美国在国际投资头寸净负债急剧增加的情况下，依然能够维持投资收入顺差，以及这种情况对我们的启示。在某种意义上，也是在讨论如何实现高质量金融发展。

一、从国际金融视角看发展中国家的两次金融危机

在讨论这一问题之前，有必要回忆两个平衡表，即国际收支平衡表和国际投资头寸表。在国际收支平衡表中，经常项目差额 = 贸易差额 + 投资收入；在国际投资头寸表中，国际投资净头寸 = 累计的经常项目差额 + 价格重估。

为什么要讨论这一问题？因为它与金融稳定关系密切。20世纪90年代以来发生过两场较为重大

的与发展中国家相关的金融危机，分别是墨西哥的龙舌兰危机以及泰国的泰铢危机。龙舌兰危机始于1995年。经常项目差额对GDP比和国际投资净头寸对GDP比是国际金融中的两个重要预警指标，当这两个指标触及市场公认的红线后，国际投资者可能停止资本输入，出现所谓的“Sudden Stop”（资本流动突然停止）。在龙舌兰危机发生时，墨西哥的经常项目逆差对GDP比为5.8%，尚处于合理水平；但墨西哥的国际净投资头寸为负值，对GDP比为64.3%，处于较高水平。1997年泰铢危机爆发时，泰国经常项目逆差对GDP比重为8.1%。长期以来，市场已经形成一种“共识”：如果一个发展中国家的经常项目逆差达到8%，该国可能发生国际收支平衡危机、货币危机。国际投资者因而将不再向其投资。这种情况在泰国发生了。此外，1997年，泰国净外债占GDP比重达到50%，之后仍在继续增长。

二、高质量金融发展：美国样板

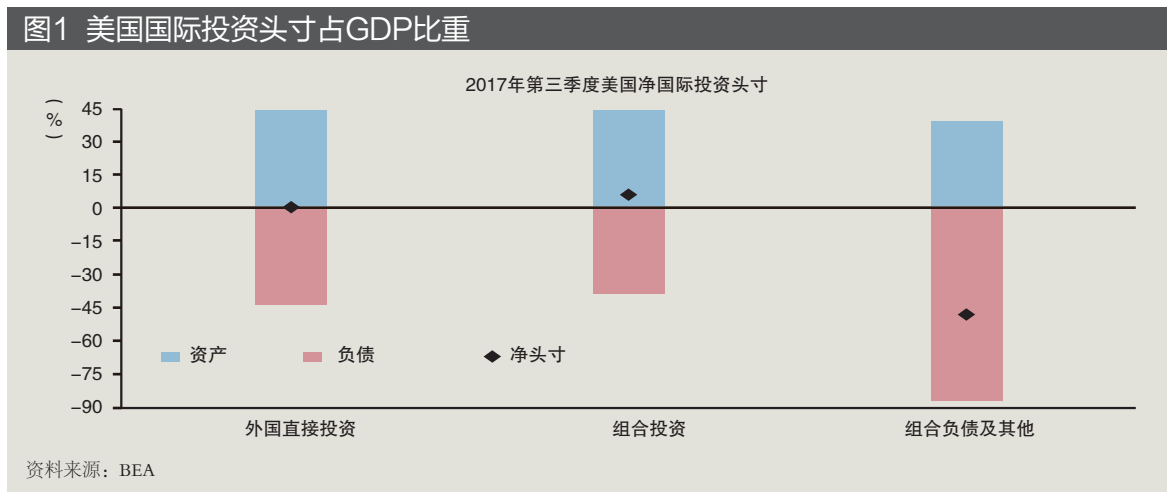
（一）关于“全球不平衡”的争论

现在回到美国的话题上来。一方面，2006年，美国经常项目逆差占GDP的比重达到6%，虽然低于泰国的8%，但考虑到美国的债务绝对量非常大。另一方面，美国的净国际投资头寸逆差占GDP比达到12%，虽不能与泰国和墨西哥相提并论，但由于美国经济的特殊性，这一情况引起了广泛关注。国际上出现了一场非常热烈的讨论，许多著名经济学家发表了大量文章，其中，Obsfeld和Ken Rogoff撰文指出，美国当时的情况如果不加以纠正，美元可能贬值20%，甚至更多。之后，Ken Rogoff和Carmen

作者简介：余永定，中国社会科学院学部委员。

① 本文根据作者在2022年中国国际金融学会年会的演讲整理，由中国银行研究院刘官菁整理。

图1 美国国际投资头寸占GDP比重



Reinhart 又合作撰文指出，如果一国的外债占 GDP 比超过 60%，该国将出现严重经济问题。总而言之，从 2004 年到 2008 年，即美国发生次贷危机之前，国际经济领域所讨论的最主要的问题就是“Global Imbalances”（全球不平衡），核心内容是美国的海外净负债占 GDP 的比重过高，美国的经常项目逆差占 GDP 的比重过高。当时各国经济学家普遍预期将爆发国际收支危机和美元危机，但这一预言落空了。2008 年确实出现了危机，但却是次贷危机和由此而引发的国际金融危机。

（二）美国的高质量金融安排

在国际金融危机爆发之后，2009 年美国经常项目逆差占 GDP 的比重快速下降至 2.7%，此后关于全球不平衡的议题热度逐渐消失。但应当注意的是，2021 年美国的海外净负债已达到 18 万亿美元，是 2006 年的十倍，接近 GDP 的 80%。2006 年这一比例仅为 12% 左右。美国在维持巨额海外净负债的同时没有发生国际收支和货币危机，在很大程度上是与美国一直保持投资收入顺差有关。在国际收支平衡表中，投资收入顺差是和贸易逆差相对应的重要组成部分。美国虽然有巨量的净外债，但是投资收入为正，类似于有人在银行借了很多钱，但是不需要向银行付利息，还能够收取银行的利息。这一情况的镜像是有人在银行里存了很多钱，不但不能取得利息，反倒要给银行付利息。哈佛大学教授 Ricardo Hausmann 提出“暗物质”(Dark Matter)概念，认为美国的直接投资具有非常可观的技术含量，美

国实际上是在输出暗物质，所以美国的投资收入顺差是合理的。Hausmann 的“暗物质”概念并没有什么更多实质意义。把美国之所有拥有投资收入顺差仅仅或主要归结于美国海外 FDI 回报率高也并不正确。但 Hausmann 把净负债分解为总负债和总资产之差，并以两者的收益率之差来解释为什么美国作为世界上最大的净负债国却能够维持投资收入顺差则是正确的。

在美国成为净债务国之后，美国的投资收入一直是顺差。在国际金融危机爆发之后，美国依然维持投资收入（虽然最近有所下降）。在这个意义上，难道我们不可说美国的金融发展是高质量的吗？

（三）美国巨额债务与投资收入顺差并存的原因

为什么会发生这种情况？首先要看美国国际收支头寸的结构。为了更直观，可以先看看 2017 年第三季度美国国际收支头寸的结构（见图 1）。美国不同时期的国际收支结构有所不同，但 2017 年的情况还是有代表性的。图 1 显示的是美国资产和负债主要构成部分同 GDP 之比。可以看到美国国际收支头寸的结构有如下特点。

第一，FDI 存量。美国 FDI 资产（投资于海外的 FDI 存量）和负债（外国投资者投资于美国的 FDI 存量）与美国 GDP 之比大致相当。

第二，组合证券投资 (Portfolio Equity) 存量。证券投资主要分为股权投资和债权投资。其中，美国的股权投资资产略少于股权投资负债，但两者仍大致相当。

第三，美国国际投资头寸表的最重要的特点是

债权资产和债权负债的严重不平衡，债权负债存量大大超过债权资产存量。换言之，外国投资者持有的美国国债、政府机构债和公司债大大超过美国持有的外国国债、政府机构债和公司债。可以说，美国人不太喜欢购买外国债券，特别是外国国债；相反，外国人喜欢购买美国债券，尤其喜欢购买美国国债。其中，最多购买美国国债的国家是日本，其次是中国。

从2021年美国的国际收支头寸表可以看到，美国的海外总资产为35.1万亿美元，海外总负债为53.2万亿美元，海外净负债约为18万亿美元。2021年美国的直接投资资产为11万亿美元，负债为14.8万亿，出现了3.8万亿美元净负债。证券投资资产和负债是美国IIP中最大的资产类别。2021年证券投资资产和负债分别为16.3万亿美元和28.5万亿美元。

从国际收支平衡表来看，2021年，美国投资收入中直接投资收入约为5828亿美元，直接投资支出约为3031亿美元，直接投资收入大于直接投资支出，顺差2797亿美元。2021年，美国海外直接投资资产的回报率大致是5.3%，而外国在美国的直接投资回报率比这一数据要低得多。一般情况下，美国海外直接投资的回报率是外国在美国直接投资回报率的两倍甚至更多。美国在背负了18万亿美元净外债的同时，还能够保持投资收入顺差，一个重要原因是直接投资回报率较高。美国海外直接投资到底有多高是个很有争议的问题，本文不予讨论。

从2021年国际投资头寸表可知，美国2021年证券投资（存量）的净负债是12.2万亿美元（16.3万亿美元资产-28.5万亿美元负债）。但美国的证券投资的收入逆差仅1186亿美元。证券投资由股权投资和债权投资构成，可以算出，2021年美国证券投资资产存量的回报率为2.5%；美国股权投资存量回报率为2.2%；美国债权投资存量回报率为3%（存量非常少）。与此相对比，证券投资负债存量的利息率为1.8%；外国在美股权投资存量回报率为1.27%；外国在美债权投资回报率为2.4%。其中，外国在美国的美国国债投资存量为7.6万亿美元。我们知道2021年10年期国债利率率（US 10-Year Government Bond Interest Rate）为1.56%，对于外国投资者而言，持有美国国债的收益率是极低的。反过来说，美国通过发行国债的方式，以极低的代

价吸引了大量海外资金以弥补本国的储蓄不足。

2021年国际收支数据显示，美国直接投资收入顺差约为2197亿美元，证券收入逆差约为1186亿美元，投资收入约为1011亿美元。可见美国在背负18万亿美元巨额海外负债的情况下，之所以能维持投资收入顺差，并非存在什么“暗物质”。原因有两方面：第一，外国投资者购买了大量低回报的美国国债；第二，美国海外FDI回报率明显高于外国在美FDI的回报率（但这在美国还是一个很有争议的问题）。

三、对中国的启示

与墨西哥和泰国相比，美国作为世界上最大的债务人，承担着18亿美元的净负债，占GDP的比重达到80%，但美国却没有发生金融危机，非但不付利息，反倒向债权人收息，这可能是高质量金融的“最高境界”。

不过，应该注意到情况正在发生变化。美联储当前的一系列政策使美国的海外债务成本提高，海外资金需求上升。同时，美国国债占GDP的比重不断上升。根据美国国会预算办公室的估计，未来美国财政赤字占GDP的比重约为5%。在美国经济增长速度下降的情况下，美国是否还能够继续维持正的投资收入？如果不能维持正的投资收入，贸易逆差叠加负的投资收入，其国际收支状况可能会进一步恶化。十几年前一度受到高度关注的全球不平衡问题，即美国的外部负债可持续问题，可能会重新进入经济学家的视野。

讨论中国的高质量金融发展时需要讨论的一个话题是，持有两万亿美元海外净资产，但投资收入长期逆差，是不可避免的吗？或者说，这是中国开放金融不得不付出的代价吗？其实答案早已存在。以日本为例，日本作为海外净债权国，其投资收入始终是顺差。在成为贸易逆差国后，其投资收入依然是顺差，且大于贸易逆差，因而作为贸易逆差国，日本依然是经常项目顺差国。

同美国、日本等国比较，我国的跨境资源配置水平究竟存在什么问题，是值得仔细研究的课题。

（责任编辑：冯天真）