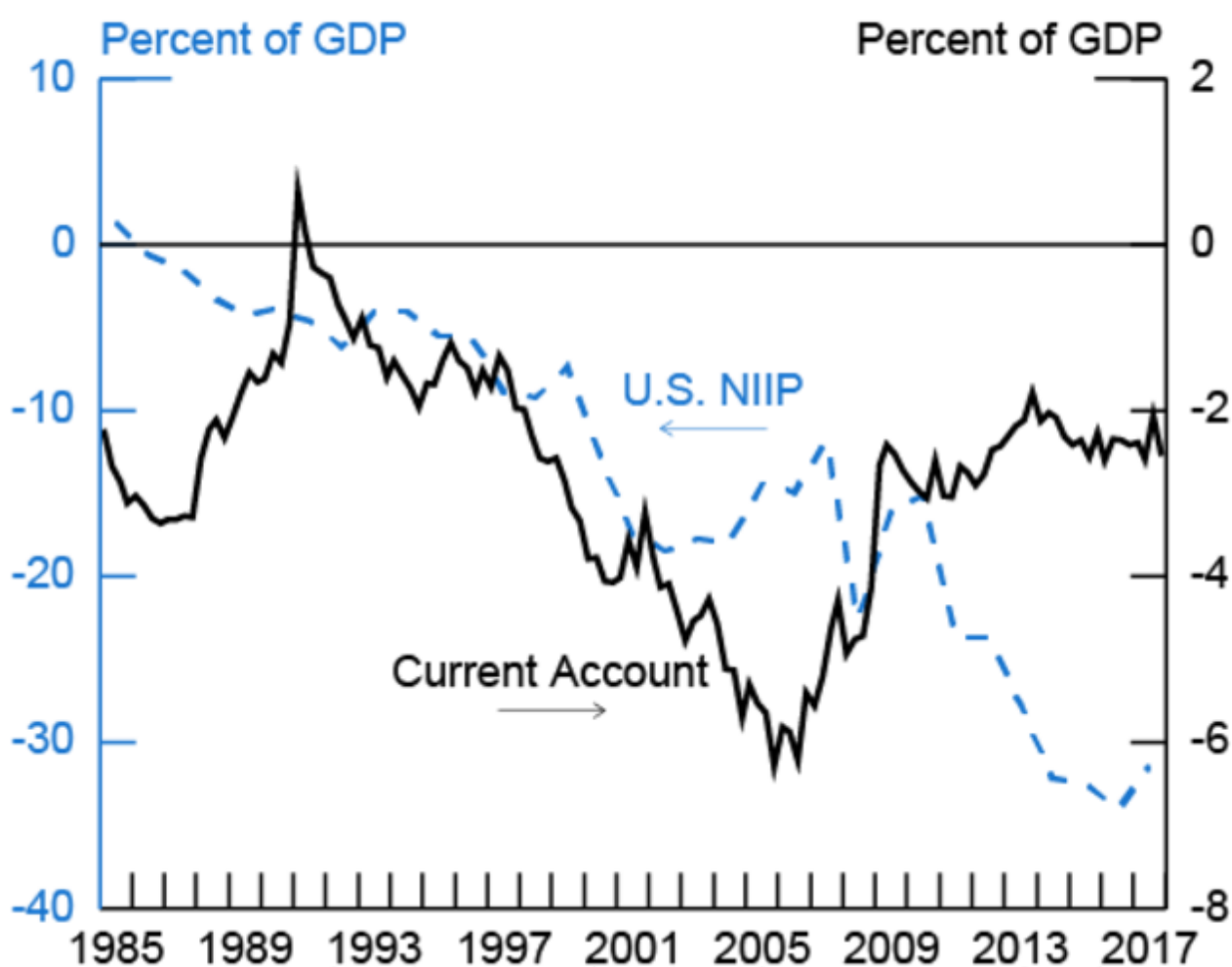


美国的经常账值得担忧吗？

本文由智堡翻译，支持智堡请下载智堡APP并订阅我们的黑金会员。

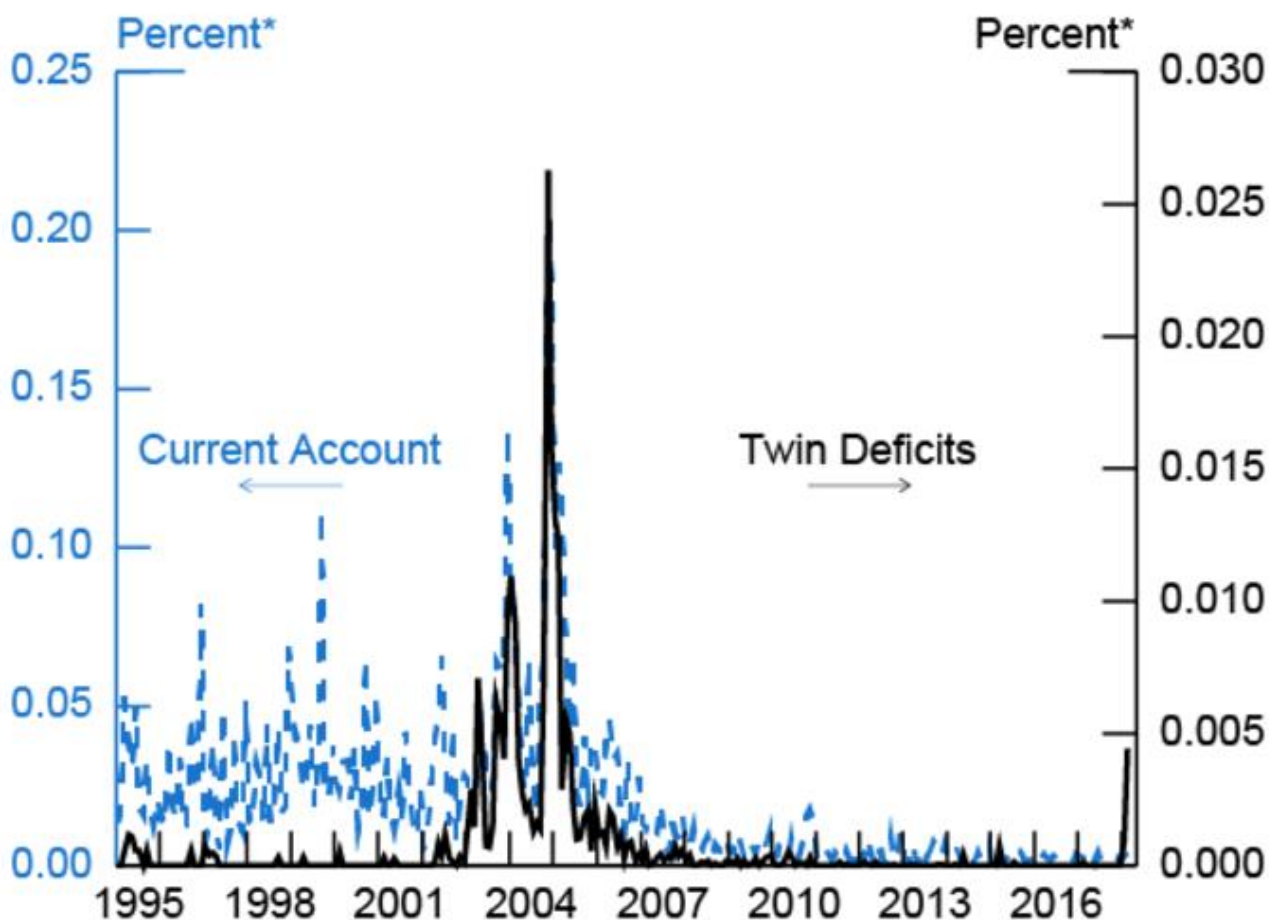
美国的净国际投资头寸(net international investment position, NIIP), 即一个国家的外部金融资产与负债之间的差额, 占GDP的比例近年来已经开始呈现恶化的趋势(如图1中的蓝色虚线)。NIIP现在已经超过了名义GDP的30%, 说明外国对美国实体的金融债权大大超过了美国对外国的金融债权。此外, 美国的经常帐余额(图1中的黑线), 也已经停止改善, 并在近年来经常帐赤字占GDP的比率开始温和上升。

Figure 1: U.S. Current Account and NIIP*



这些发展可能导致对美国国际债务轨迹和美国经常账户赤字可持续性的担忧。但如图2中的虚线所示, 新闻来源中并没有相应地显示出对美国经常账户的担忧上升: 美国经常账户在每月的新闻中被提及的次数在00年代中期急剧上升之后大幅下降, 并且在最近几年一直保持在低水平。另一方面, 正如图2中的黑线所指出的那样, 今年以来, “美国双赤字”被提到的频率有所上升, 虽然仍远低于00年代中期的水平。

Figure 2: Mentions of U.S. Current Account and Twin Deficits



*Percent of news stories originating from North America.

在本文中，我们将目前的情况与00年代中期的情况比较，当时人们对NIIP和经常项的关注处于最前沿，之后我们将研究美国外部可持续性发展的前景。关键发现是，目前对美国外部可持续性的担忧似乎远不如00年代中期。

外部可持续性的度量

我们使用的外部可持续性标准是要求NIIP/GDP比率稳定。从直觉上看，如果这一比率越来越负，债务偿还最终将耗尽所有的GDP。反过来，NIIP/GDP的稳定性对经常账户有影响，因为后者本质上是与NIIP存量相关的流量。在给定的年份里，一个正的经常账户余额(盈余)意味着如果不考虑估值变化，一个国家在那一年成为世界其他国家的净借出方，负的经常账户(赤字)反之。因此，在不考虑估值变化时，稳定的NIIP/GDP比率意味着NIIP的增长速度与GDP相同。将GDP增长率标记为 g ，我们可以得到：

$$CA_t = NIIP_t - NIIP_{t-1} = gNIIP_{t-1} (1)$$

两边同时除以GDP，得到：

$$\frac{CA_t}{GDP_t} = g \times \frac{NIIP_t}{GDP_t} \times \frac{NIIP_{t-1}}{NIIP_t} \quad (2)$$

等式2意味着当等式3成立时，NIIP/GDP比率在长期保持稳定：

$$\frac{CA/GDP}{NIIP/GDP} = \frac{g}{1+g} \approx g \quad (3)$$

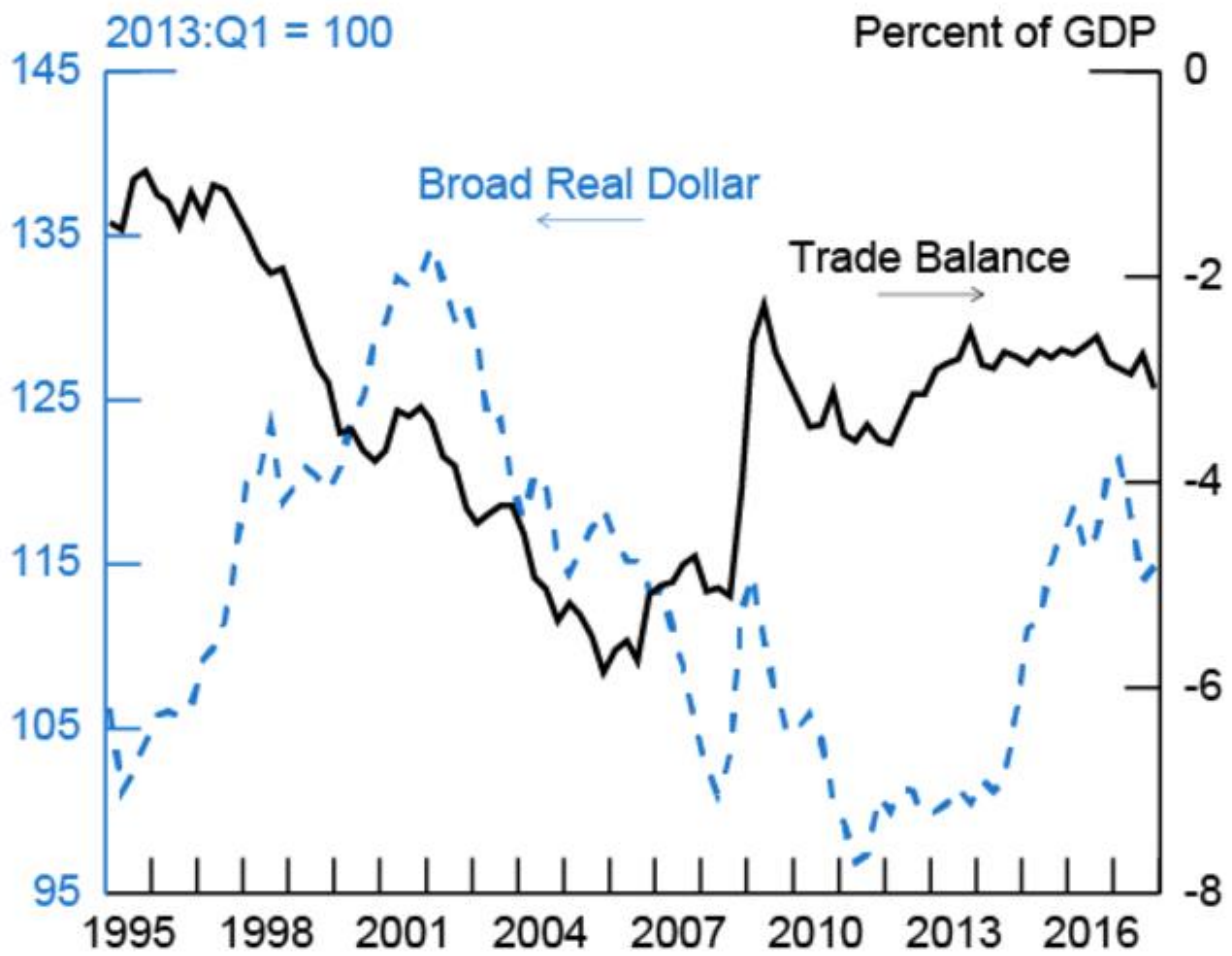
因此，如果NIIP/GDP是稳定的，那么CA/GDP也必须稳定，而后者与前者的比值等于名义GDP的增长率。在2017年，美国的经常账户赤字约占GDP的2.5%，NIIP/GDP比率约为负32%，因此(CA/GDP)/(NIIP/GDP)比率约为7.75%，远高于美国名义GDP增速4%。因此，目前，NIIP/GDP比率稳定的必要条件还远未得到满足。然而，如图2所示，对美国经常账户可持续性的担忧似乎并没有得到太多关注。

当前情况 vs 00年代早中期

本世纪初至2005年前后，人们对美国外部可持续性的担忧非常突出。回到图1，我们可以看到这些担忧来自哪里——经常账户赤字迅速扩大，而NIIP急剧恶化。

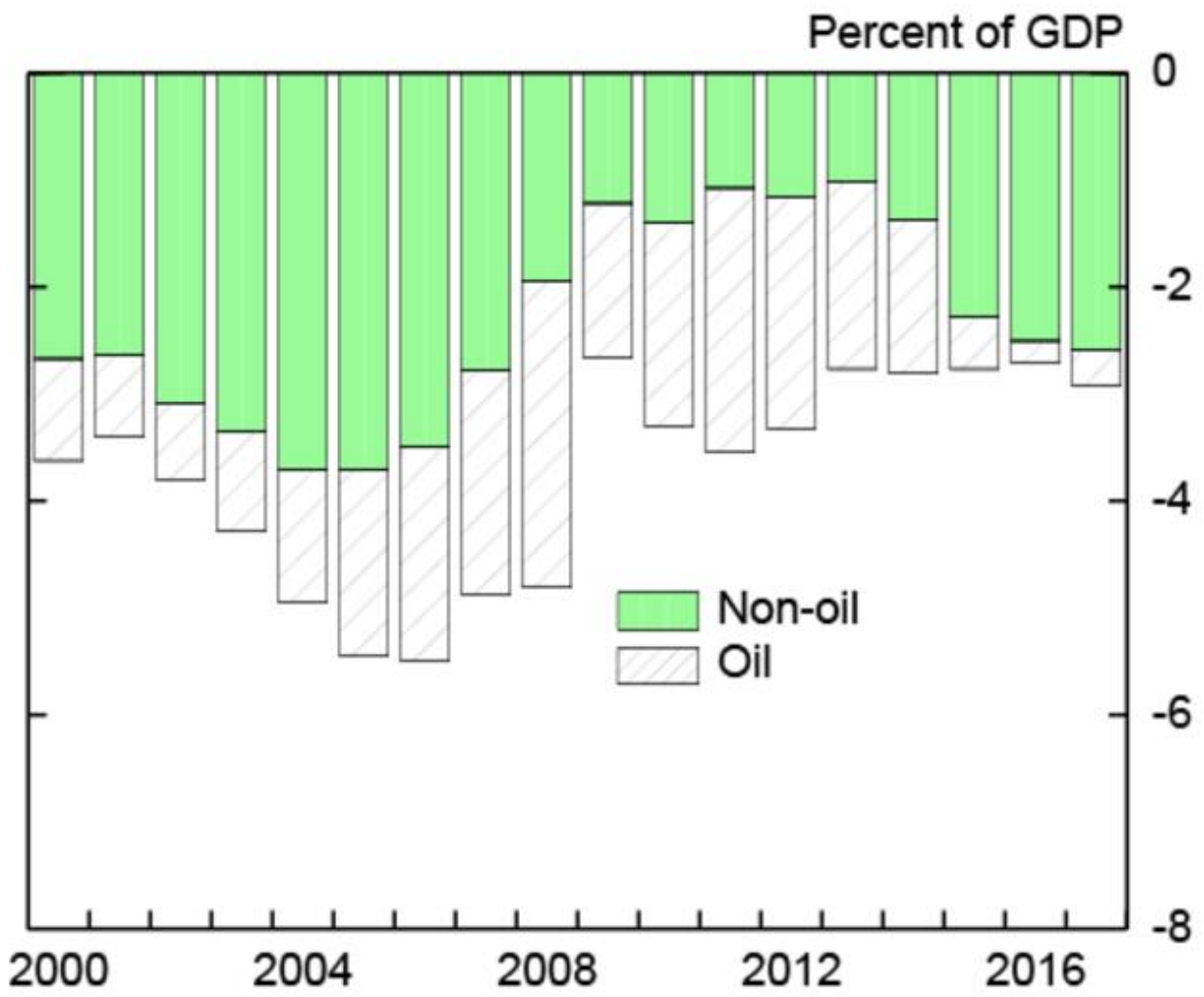
考虑到NIIP稳定的必要条件还远未实现，为什么对美国经常账户可持续性的担忧已经消退？原因之一是贸易赤字(图3中的黑线)近年来保持相对稳定，即使是在2014年和2015年美元汇率大幅升值之后(以虚线表示)。这反过来又可以追溯到几个重要的因素：第一，随着美国石油产量的增加，石油进口减少；图4中的灰色斜线部分显示了近年来净石油进口对贸易逆差的贡献减少。其次，进口普遍疲软；如图5所示)，尽管美元大幅升值，进口占GDP的比例下降，部分原因是由于国内需求中的贸易敏感成分，如设备投资，在2014年和2015年尤其疲软。

Figure 3: Broad Real Dollar and U.S. Trade Balance



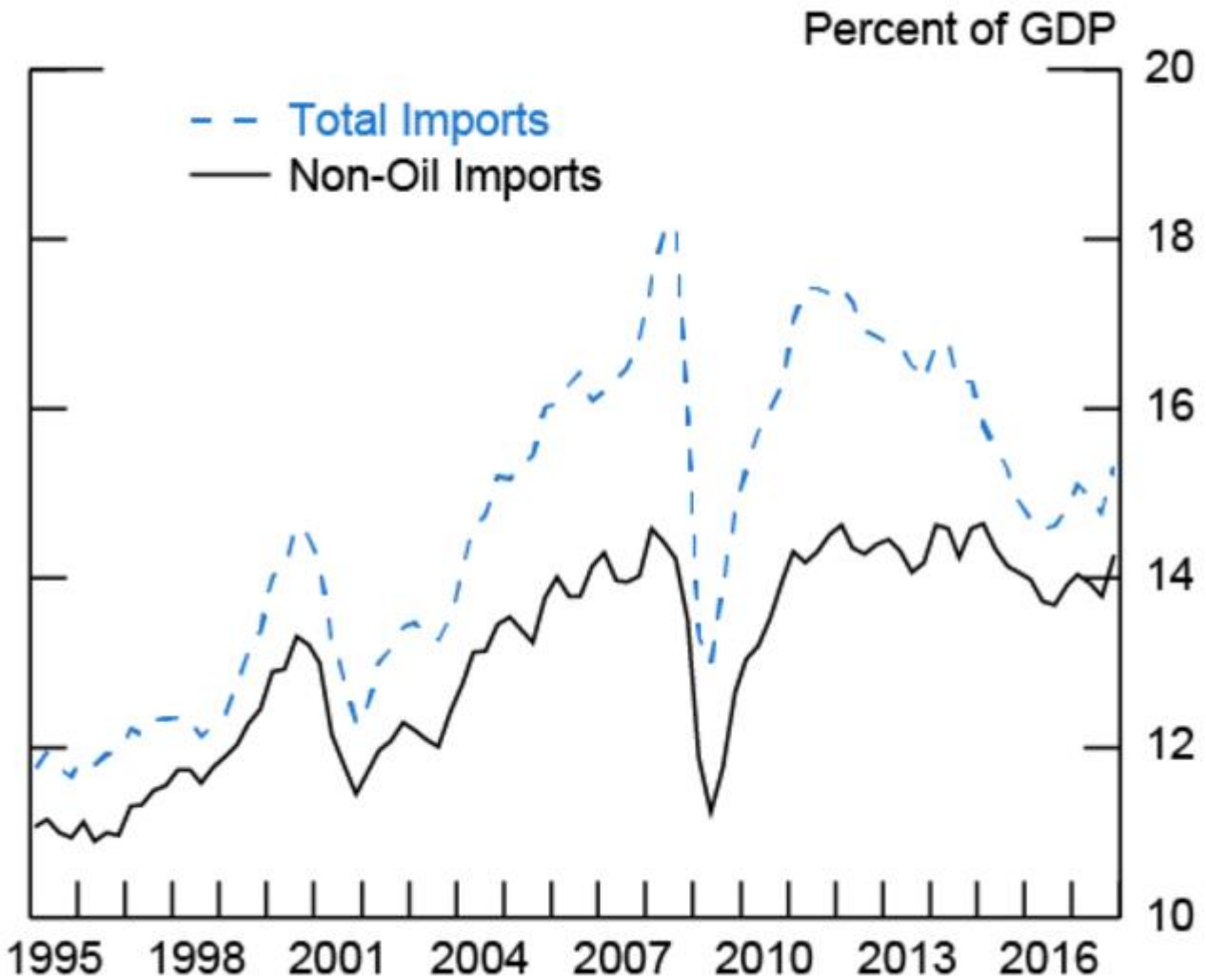
Source: BEA, FRB

Figure 4: U.S. Trade Balance



Source: BEA and Staff Estimates

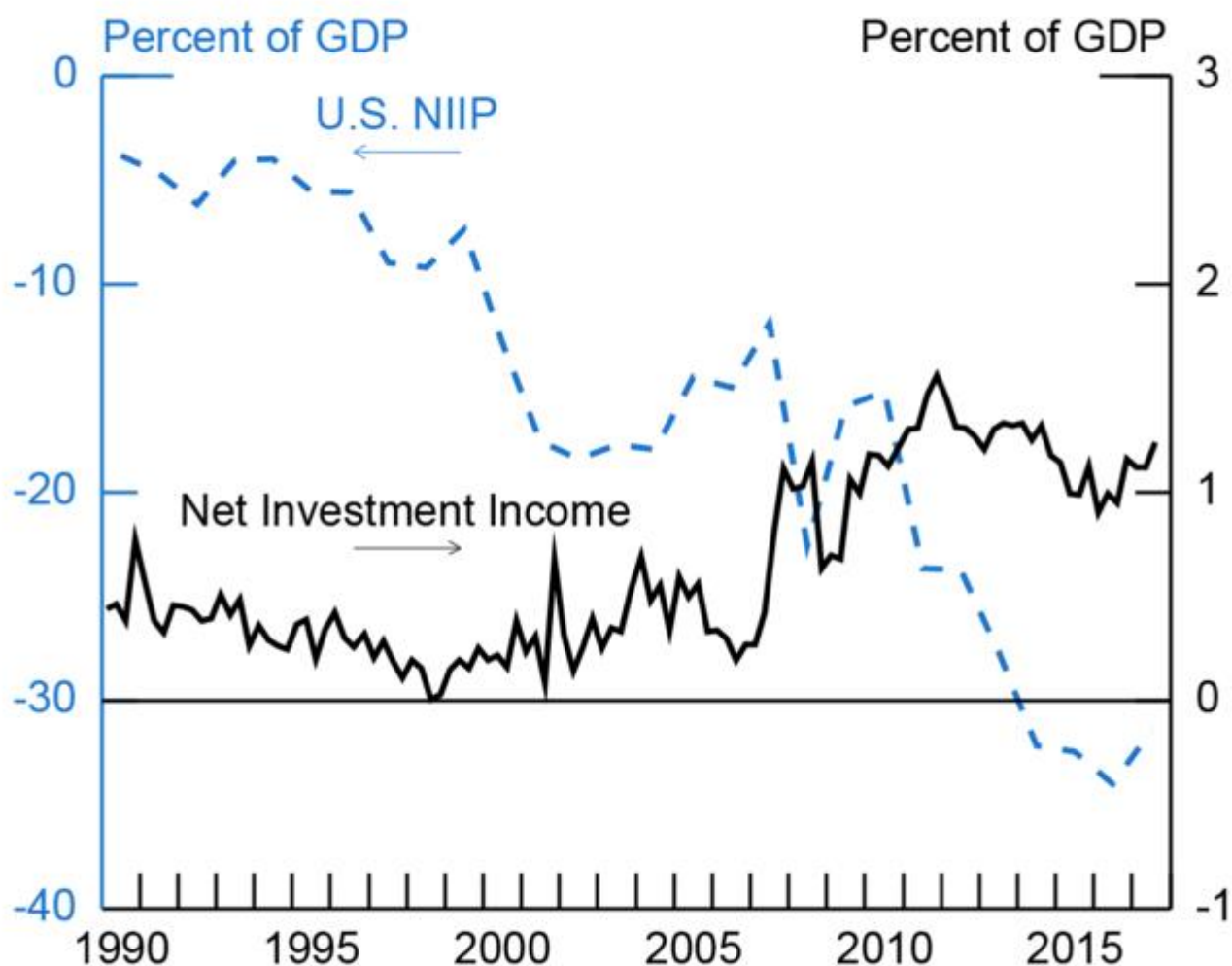
Figure 5: U.S. Trade



Source: BEA

对美国经常账户担忧相对温和的另一个原因是，尽管NIIP越来越负(如图6)，但美国仍在继续赚取正的净投资收益(net investment income, NII)。这怎么可能？首先，美国直接对外投资的存量大于外国对美国的直接投资，而且赚的更高。第二，尽管美国对世界的投资组合负债比投资组合资产要大得多，但大多数负债都是固定收益的工具，而债权则更倾向于股权。因此，随着危机之后的长期低利率和避险资金流入，自2008年以来，美国的海外投资净支付实际上减少了，尽管投资组合头寸变得更加负面。

Figure 6: U.S. Investment Income and NIIP



Source: BEA

展望未来

但重要的是，我们将走向何方，以及从长远来看，稳定的必要条件是否会得到满足。

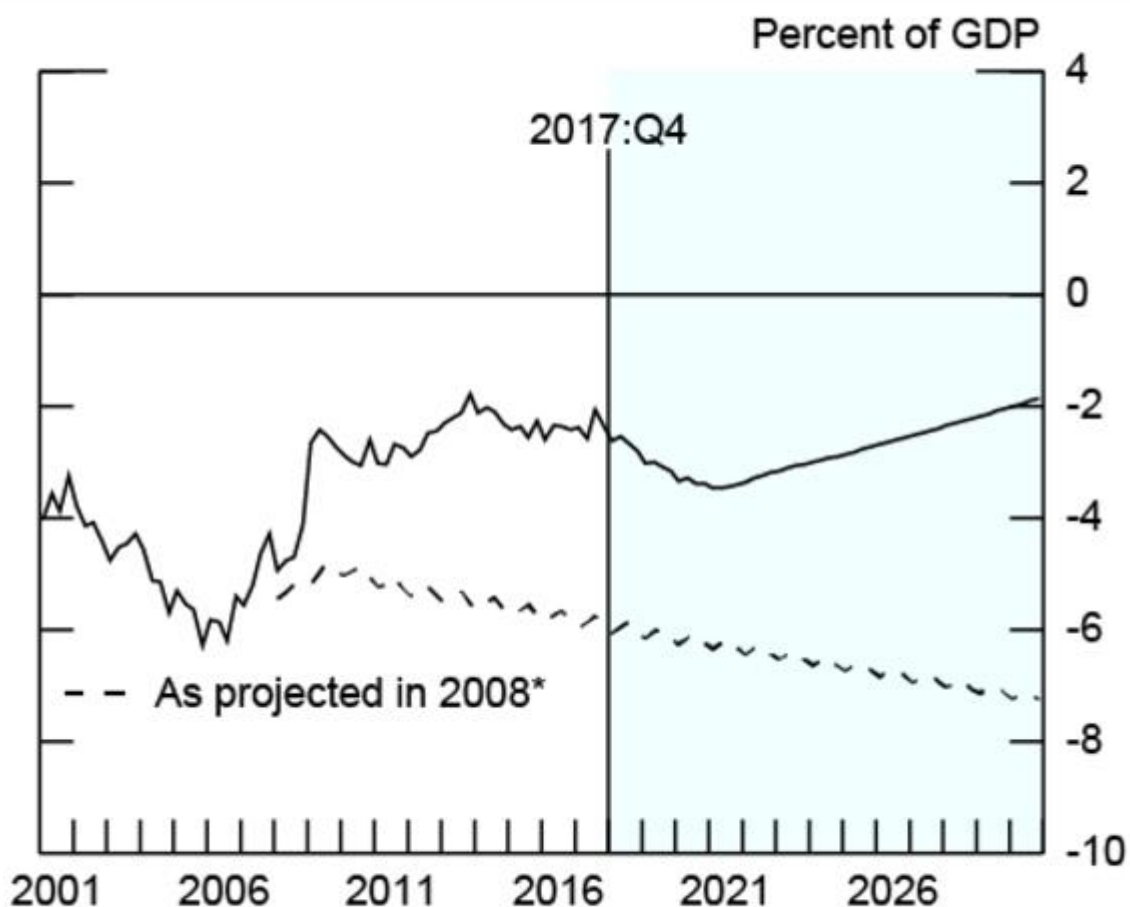
我们使用了美联储员工的美国国际交易部分均衡模型(USIT模型)。USIT模型由几百个等式组成，包括恒等式和关于各种贸易流的估计的行为方程(进口和出口)、经常账户的非贸易组成部分(包括投资收入)，以及资金流动。从这些等式中，可以利用前一年的头寸、当时的资金流动和估值变化来获得各类投资的投资头寸。

我们使用外生假设来确定USIT模型方程中的中心决定因素，来预测美国的外部平衡和各类头寸，然后将这些因素综合起来：

对于美国和外国实际GDP增长，我们使用国际货币基金组织的《世界经济展望》中的预测，2021年之后是持平的，除了一个明显的例外：对中国来说，我们延续了过去十年的下降趋势。对于美国和外国通货膨胀，我们同样使用《世界经济展望》中的预测。美国短期(3个月)和长期(10年)利率都来自于蓝筹预测(Blue Chip Forecasts)。美元的贸易加权汇率自2017年12月底的价值持平，不过我们稍后会讨论美元升值或贬值的影响。

模型模拟结果如图7-10所示。在基线假设下，短期内美国经常账户(图7)和贸易余额(图8)将赤字更多，反映了2014年至2016年间美元升值的滞后效应，但随后赤字开始缩小，到2020年，这些效应将消退，更强的外国经济增长和美元近期的贬值将产生影响。这与2008年预测的情况大不相同，当时这些外部赤字占GDP的比例预计将继续增加，而美国及其贸易伙伴的利率和GDP增速预测都要高得多。

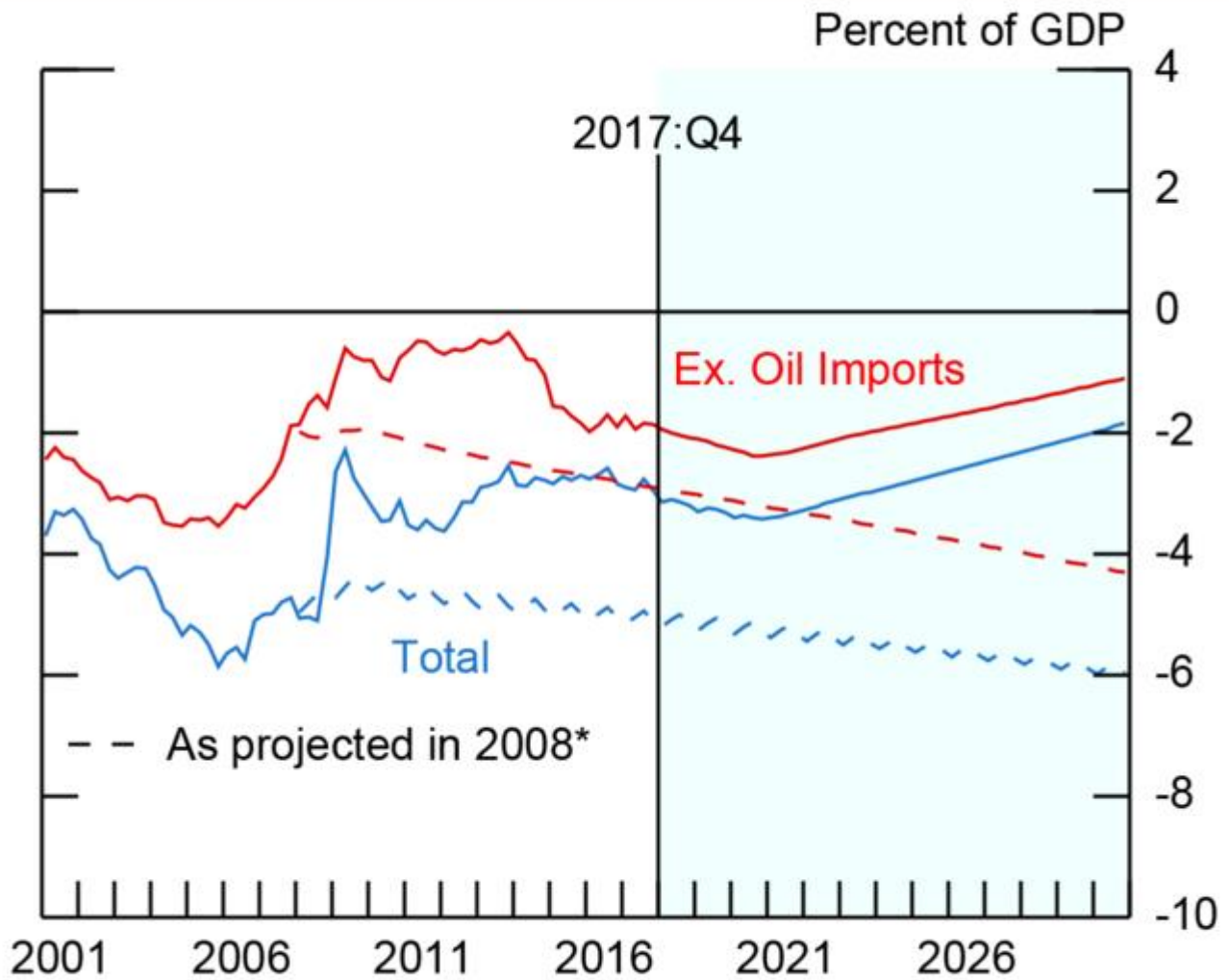
Figure 7: U.S. Current Account Balance



*See Bertaut, Kamin, Thomas (2009).

Source: BEA and Staff Estimates

Figure 8: U.S. Trade Balance

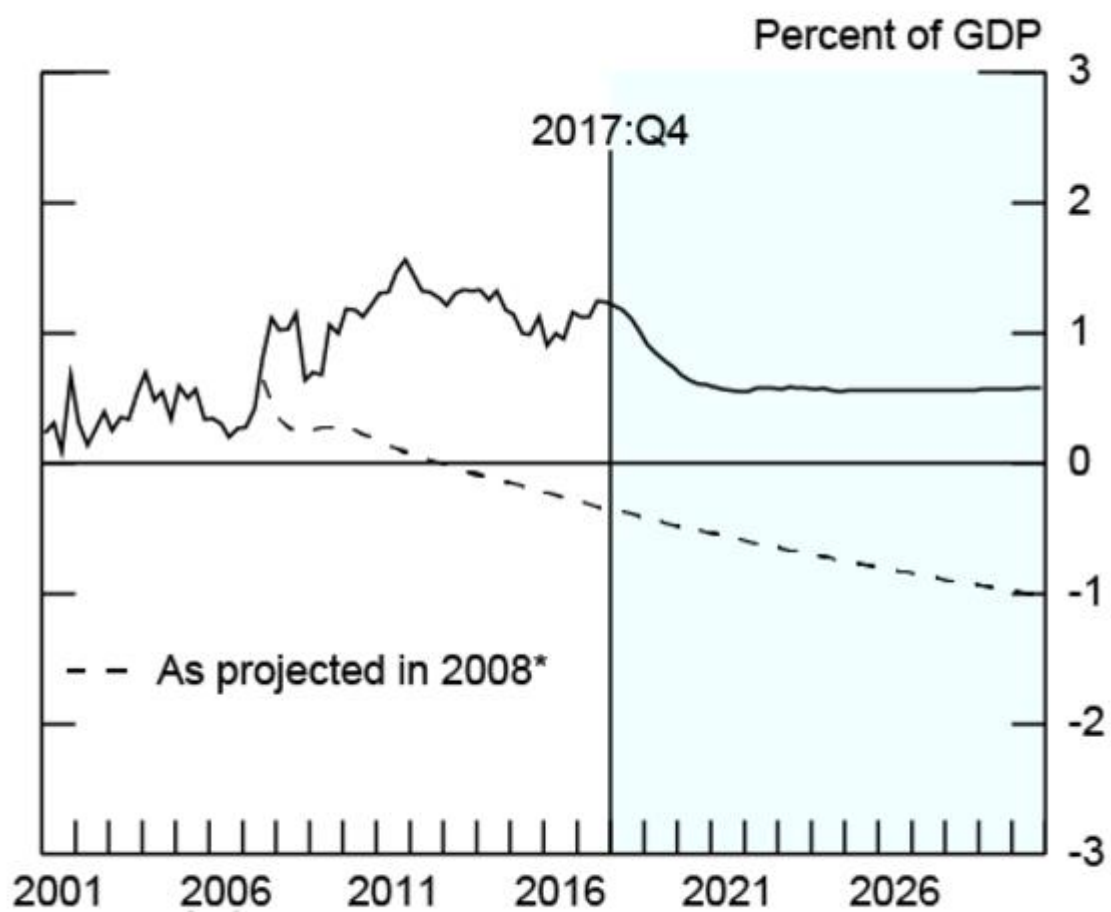


*See Bertaut, Kamin, Thomas (2009).

Source: BEA and Staff Estimates

此外，如图9所示，随着利率上升，NII下降，扭转了利率下降时的趋势，但最终稳定在GDP的0.5%左右。NIIP占GDP的比例(如图10)继续变得越来越负，但随着经常账户赤字的缩小，其恶化速度也在减缓，最终稳定至约占GDP的-40%。这表明，从长远来看，外部可持续性与2008年预测的情况不同。

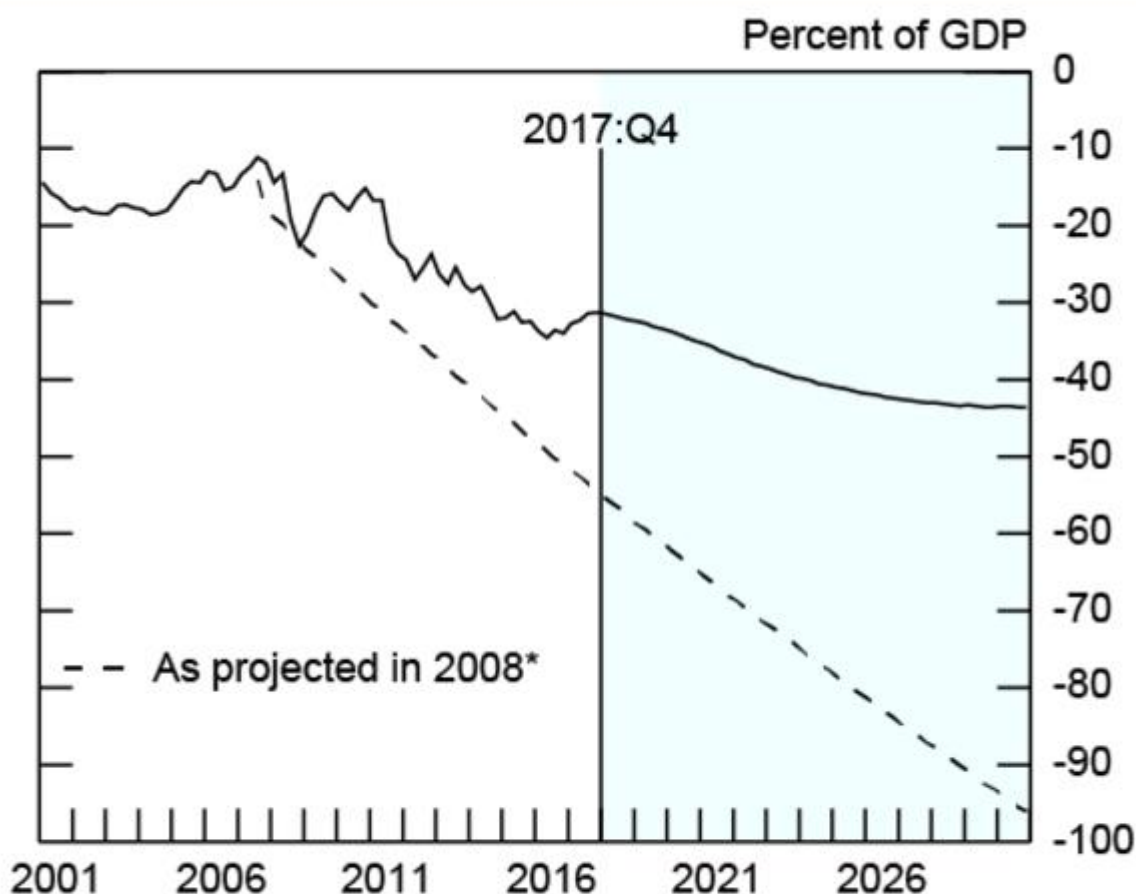
Figure 9: U.S. Net Investment Income



*See Bertaut, Kamin, Thomas (2009).

Source: BEA and Staff Estimates

Figure 10: U.S. Net International Investment Position



*See Bertaut, Kamin, Thomas (2009).

Source: BEA and Staff Estimates

当然，假设很重要。如果利率在接下来的几年里比我们预期的要高得多——例如，到2020年再上升100个基点，情况会怎样？在这种情况下，NIIP将会更严重地恶化，但一旦利率达到峰值，将稳定在接近于零的水平。经常账户赤字仍将缩窄，但改善将推迟几年，而NIIP将稳定在一个略微更负的水平。对汇率的假设也很重要。例如，如果美元恢复升值，贸易和经常账户赤字将面临更持久的压力，NIIP最终将变为负值，而NIIP将继续恶化。另一方面，如果美元继续贬值，外部赤字将会缩小得更快，NIIP占GDP的比例也会更快地稳定下来。

研究方法的挑战

其中一个挑战来自于我们把注意力集中在必要的条件上，只关注NIIP/GDP比率的稳定性。假设在基线假设中，NIIP占GDP的比例稳定于略高于-40%，一个相关的问题是，这个水平的比率是否可以维持。关键在于，外国投资者是否愿意收购更多美国资产，以获得比现在更大的NIIP头寸，或者在达到这一点之前，美国资产在外国投资组合中的比例已经变得过高。

例如，根据Gagnon(2017)，没有哪个国家能够在不发生重大调整的情况下，保持NIIP占GDP比例在-50%至-60%，这么大的比例对于美国来说是不可持续的。但我们也应该牢记，美元是世界主要储备和避险货币。此外，外国人持有更多美国资产的意愿，在一定程度上取决于美国和海外市场资本状况的演变。在过去，外国持有的美国国债在2003年至2016年期间增长了两倍，但外国投资者占全球市场总量的份额上升相对较少。最后，美国资产仅占外国投资者总投资组合的一小部分，不到15%。模拟结果显示，即使根据NIIP预测的结果，美国资产占外国投资者总投资组合的比例最多也仅上升到20%不到。

另一个挑战来自我们使用的模型的部分均衡性质，它存在一些缺点。美国的经常账户路径是否与世界其他地区经常账户的路径一致？我们的方法并没有强加这种一致性。例如，在过去，全球失衡的很大一部分是由于美国的过度外部赤字和中国的过度盈余，因此，要维持整体的可持续性，就需要对两者进行调整。尽管我们没有强加这种限制，但我们还是看到了全球在这方面的调整：中国的盈余已大幅减少，而石油出口国的盈余已被消除。同样，在一般均衡的方法中，如果美国经常账户的路径被发现是不可持续的，其中一个机制就是美元的调整，但是我们的部分均衡方法并没有告诉我们美元需要调整多少。

但是在更一般的均衡方法中也有权衡。部分均衡方法中有很多细节可以让我们了解资产和负债的构成。至少，部分均衡方法帮助我们理解和量化了许多传导机制，从中可以做出更明智的判断。

来源：<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/ifdp-notes/should-we-be-concerned-again-about-u-s-current-account-sustainability-20180309.htm>