



简报系列

序列号：BR20070917CH 总第 6 期

为美国经济融资：有问题吗？

【前言】美国当前经济的一个显著特征是储蓄投资的严重失衡，表现为储蓄赤字，而投资规模却不断上升。美国人不断地高筑债台以支持自身的高额消费和投资增长，支持自身的经济增长，但同时这也导致了当前美国贸易严重失衡的局面。然而美国不断累积的巨额债务是否能继续维持，特别是在次贷危机的全面爆发可能造成美国经济衰退的情况下？这是投资于美国国债的外国投资者最为关注的话题。另一方面，作为美国的巨额贸易逆差的关联方，中国应如何在不平衡中求得发展，如何应对这种贸易失衡的局面和理智处理中美两国间的贸易争端？针对这些问题，在美国布鲁金斯学会工作超过 35 年的资深研究员 Barry Bosworth 应邀作了报告，并与来自国内外的众多嘉宾进行了深入的探讨。

会议名称：为美国经济融资：有问题吗？

主办单位：清华-布鲁金斯公共政策研究中心

时间、地点：2007 年 9 月 17 日；中国北京，清华大学

主讲人：Barry Bosworth，美国布鲁金斯学会资深研究员

主持人：肖 耿，清华—布鲁金斯公共政策研究中心主任

评论嘉宾：肖 炼，社科院世界与政治研究所美国经济研究中心主任

李稻葵，清华大学中国与世界经济研究中心主任

Luca Silipo，法国投资银行 NatIXIS 首席经济学家

丁一凡，国务院发展研究中心世界发展研究所副所长



BRIEFINGS

SN : BR20070917CH VOLUME 6

Financing the U.S. Economy: Is there a Problem?

【Preface】 One remarkable feature in U.S. economy is the huge imbalance between its insufficient saving and boosting investment. Americans kept high consumption and investment partly through large credit, but this also resulted in the huge gap in its trade. The subprime crisis are now influencing the U.S. economic and financial systems broadly and deeply, which make foreign creditors feel nervous about American's will and ability to repay when their loans expire. On the other side, facing with the huge trade imbalance with U.S., how could China deal with the conflict with U.S. and acquire a stable growth? On invitation of the Brookings-Tsinghua Center for Public Policy, Barry Bosworth, senior fellow of the Brookings Institution, delivered a comprehensive speech upon these questions and had a deep discussion with other discussants.

TOPIC: Financing the U.S. Economy: Is there a Problem?

ORGANIZER: Brookings-Tsinghua Center for Public Policy

TIME & PLACE: September 17, 2007; Tsinghua University, Beijing, China

MODERATOR:

Xiao Geng, Director, Brookings-Tsinghua Center for Public Policy

LECTURER:

Barry Bosworth, Senior Fellow, Economic Studies, Brookings Institution

DISCUSSANTS:

Xiao Lian, Director, Center for the Studies of American Economy,
Chinese Academy of Social Science

Li Daokui David, Director, Center for China & World Economy, Tsinghua University

Luca Silipo, Chief Economist, NatIXIS, France

Ding Yifan, Researcher and Vice President, Institute of World Development,
Development Research Center of the State Council

人们对潜在金融危机的担心已不在亚洲，而在美国。美国发生了影响广泛的次贷危机，并在世界各国借贷，拥有巨额债务，国内储蓄又非常低。人们对美国这一世界第一大经济体的担心达到了前所未有的高度。

一、美国经济：储蓄投资失衡

Bosworth 先生首先对美国经济形势作了全方位的分析，他指出美国当前经济存在着储蓄投资的严重失衡，表现为储蓄赤字，而投资规模却不断上升。

首先，美国经济不平衡与全球经济失衡相关。与欧洲、日本等发达国家类似，美国的储蓄率不断下降，已由原来较高的比例降到 12%，但不一样的是美国的投资率却不降反升。另一方面，其他地区（主要是亚洲国家）存在着巨额的储蓄剩余，而投资却在下降，亚洲的投资到现在一直没有恢复到 1997 年金融危机前的水平。其他国家的储蓄转化为美国的投资，加剧了美国的经济失衡。

其次，美国经济失衡既是贸易赤字的原因，又是结果。较低的储蓄率使大量的收入用于消费。对外国产品消费，加之全球能源价格上升和一些国家利于出口的外汇干预产生了美国巨额的贸易赤字，使贸易国拥有丰富的美元储备，并成为美国大量投资的重要来源。

再次，储蓄投资失衡使美国债务加深。1990 年美国经常项目有过盈余，但此后美国经常项目赤字不断增大。1980 年美国是世界上最大的债权国，拥有 0.5 万亿美元债权，大多数资金流向发展中国家。此后，美国从债权国变成债务国，现在整体债务达到 2.8 万亿美元，约占 GDP 的 20%，且每年都在增加。即便如此，其他国家在美国的投资回报率却并不高，加之美元贬值（较 2002 年美元汇率已下降 20%，并可能还将贬值 20%），因此 Bosworth 提出没必要对美国融资。

从债务持续性看，未来美国经常项目赤字必须下降到 GDP 的 3% 左右，即现在的一半。如果美国经常项目赤字能够以目前的速度下降，则美国债务对 GDP 的影响将会趋于稳定。

最后，不平衡问题不仅在于经济，还在政治方面。在全球资本市场中，资金自由流动，很多外国人选择在美国购买资产，购买美国公司。但政治上，出现越来越多的压力，如美国政府曾经阻挠中国海洋石油公司对尤尼科石油公司的正常收购，谴责中国和其他国家对美国的出口。从未批评自己的原因，一味希望从外部解决不平衡。因此，中美关系也成为美国总统大选中的热门问题

二、公共部门预算赤字和家庭低储蓄是经济失衡的重要原因

Bosworth 认为经济失衡的储蓄方面原因在于：公共部门庞大的财政赤字和居民较低的储蓄率。

首先，公共部门财政赤字很大程度上是因为美国社会进入老龄化。随着美国婴儿潮一代很快步入退休年龄，支持供养这些退休人员问题严峻，无论是养老金还是医疗费用都会大幅增加。

事实上，80 年代美国财政赤字就已呈现，支出远远超过收入。90 年代，由于军方支出减少及美国股票市场繁荣，税收增加，财政出现盈余。但随着 2000 年—2001 年股市泡沫破灭，政府希望减税刺激经济；加之伊拉克战争爆发，国防开支增加，政府财政赤字又逐渐加大。迫于政治上减税的压力，目前财政赤字在相当长时间还会继续维持。

其次，家庭储蓄的大幅下降是造成美国低储蓄的重要原因。令人疑惑的是，婴儿潮一代很快要退休，家庭储蓄本应达到顶峰，但却下降，对此存在两种可能的解释。

一方面，股票市场资本利得促使美国人增加了消费和投资。美国家庭储蓄在下降，但财富却在增长。主要得益于股票市场繁荣，美国家庭财富收入增加到以前的 4—6 倍，使得美国人愿意去消费，并投资股市以获取更多的资本利得，这就造成了储蓄下降。但资本利得并不会长久支撑财富增长，现在美国的经济形势，无论投资股票还是房屋，家庭财富都会缩水，可以预见储蓄会逐渐上升。

另一方面，抵押市场和房贷市场兴起。美国很多企业都经营房贷抵押贷款，房屋抵押比以前更加方便，人们趋向于投资房屋，需要时再通过抵押获得现金，就减少了储蓄的需要。特别是 80 年代，美国利率大幅下降加剧了这一趋势。

三、如何应对不平衡问题：资本自由流动还是美元贬值？

对于如何应对中美之间，美国与其他国家之间的储蓄投资不平衡问题。来自清华大学中国与世界经济研究中心的李稻葵教授和 Bosworth 都提出了方案。

李稻葵认为，依靠资本流动弥补储蓄不足，替代贸易的逆差与顺差。他引入中美典型家庭的模型：美国典型家庭家长 50 多岁，出生于婴儿潮时期，努力工作 20 多年，攒了很多钱用于消费，投资股票和买房子。中国典型家庭家长 30 多岁，刚刚工作，为了照顾小孩和赡养老人，中国家庭拼命工作，多储蓄，少消费，中国家庭把产品出口到美国得到收入。另一方面，中国家庭为储蓄寻求投资，中国股票市场并不稳定，而美国资本市场上聚集了大量的资产，中国的储蓄可有序投资到美国，不用依靠单纯出口产品。

按此观点，社科院世界经济与政治研究所美国经济研究中心主任肖炼曾提出，根据他和英国同事的研究发现，可以通过对外直接投资实现对外贸易。美国对外直接投资实现的

贸易额是美国直接贸易的两倍，按照此计算，美国应该是贸易顺差而不是逆差。中国一样可以通过直接投资获取收入。

因此，中国 1 万多亿美元的外汇储备投资于国外是符合国际经济学发展的道理，可让资本更加活跃自由地流动，减少中美的直接贸易差。但中国资金流出不能太快，否则股票，房地产大幅缩水，不仅引起经济问题，而且导致严重的政治问题。

对于如何解决美国经济不平衡，Bosworth 也发表了自己的看法。他认为美元贬值可改善美国出口及贸易状况，因为美国经济出现放缓，美元贬值加速美国消费下降，储蓄上升。

美元贬值会让中国的出口商受损，但不能很快减少美国的进口，实际上只有利于美国出口。美国与日本、欧盟这些资本产品输出国竞争，向中国输出产品。一直以来日本产品便宜，比美国更有优势，但一旦美元贬值 20%，美国就可以和日本产品在中国竞争。

不可否认，美元贬值对依赖向美国出口的国家，他们的发展空间会受到很大限制。这种调整不平衡的方式，美国相对容易接受，而其他国家则更加痛苦。因此，包括中国在内的其他国家，需努力促进本国内需，减少对美国出口的依赖。

李稻葵与 Bosworth 应对方案，前者侧重于中国对外投资缩小贸易差额，后者立足于美国自身经济状况和汇率政策。

四、警惕美国债务

美国一方面用其他国家的钱消费其他国家的出口产品；另一方面，财富还在不断增加。一旦美元汇率有所调整，很多国家都会遭受损失。

就中国而言，中国 1.3 万亿美元的外汇储备中至少 1 万亿投资于美元，主要都通过短期债券，而不是股票。对短期债券的强劲需求，造成了肖炼提到的美国债券市场长期利率低于短期利率的奇怪现象。汇率变化会使中国蒙受很大的资本损失，以台湾为例，1985 年美元贬值，台湾持有的美元资产大幅减少。美国借的是美元，没有外汇损失，实际上保护了自己。

尽管美国是世界第一大经济体，且拥有完善的债权人保护法律，但对占 GDP20% 的债务比例，足以让债权人担心。同样因为外债原因，造成了阿根廷危机，瑞典、加拿大、澳大利亚也经历过债务达到 GDP20% 的窘境。美国的债务还以每年 6% 的速度上升，并将持续一段时间。因此，应该有足够的理由保持警惕防止危机出现。

五、美国次贷危机的影响究竟会持续多久？

美国次贷危机源于房贷市场抵押借贷的一些创新。以前金融机构向人们提供贷款，依赖于借款人有稳定的收入和良好的信用。金融创新使机构把各种各样的抵押借贷汇聚成一

个很大的池子（pool），既资产证券化，投资者可以购买其中的证券化资产。资产流动性增强，同时风险也相应扩散到更广阔的市场。

一直以来的运作很正常，但最近几年，为满足相对贫困的少数族裔对房屋的需求，出现了次级抵押贷款，即对信用未达到一定等级的买房人，收取较高的利息。在高利润驱使下，一些金融机构大量发行次级贷款，很多贷款买房人实际上买不起房，抵押贷款市场上充斥着泡沫。较高的利息注定了一些人无法清偿债务，只能破产，很多房屋不得不开始拍卖，房屋价格下降。

2006年泡沫终于破灭，次级抵押贷款的违约率很高，无人敢轻易问津抵押贷款市场，大家都转而购买安全的政府债券，房地产市场也开始低迷。

对于这场危机会给美国经济带来什么样的影响，Bosworth认为不会很严重。尽管有人担心，危机会扩散到其他担保贷款债券，很多私募资金也面临风险；尽管次级抵押贷款市场存在偏激和泡沫，但很多低收入家庭还是成功地实现了融资买房，而且次级抵押贷款只占抵押贷款市场的20%。如果政府措施得当，对低收入人群提供帮助，即使美国经济出现放缓，次贷危机并不会造成太大影响。

Bosworth还指出很多外国人和机构，特别是亚洲一些银行，也购买了次级抵押贷款的金融产品；美国增长减少，利率降低也会刺激美国的出口。因此，资本市场全球化使危机的影响分散到世界各国。类似美国80年代末期，这可能还会成为减少消费，增加储蓄，解决经济不平衡的机会。

对次贷问题，法国投资银行NatIXIS首席经济学家Luca Silipo提出了不同观点。次级抵押贷款利率可调整，一般会逐步增加，造成很多借款人还不起钱，也增加了银行在法律方面的回收成本，银行遭受损失迫使信贷紧缩，从而影响美国经济。其次，新兴国家在全球市场上地位越来越突出，其经济的不稳定性会加大危机的风险。

另一些与会嘉宾也认为即使美国政府救济一些没有还贷能力的低收入群体，但美国政府并不会为大部分投资损失买单。风险还会向整个全球扩散，不仅美国，还影响到欧洲；从投资银行演变到商业银行，导致整个金融流动性紧缩。

六、中国如何在不平衡中谋求发展

在不平衡经济中，中国应如何选择发展道路，与会嘉宾对此也进行了深入探讨。

1. 发展金融市场，促进劳动与资本的结合

布鲁金斯-清华公共政策研究中心主任肖耿提出，美国发达的金融市场，资本增值回报率很高，使得美国能少存钱高消费，财富还增加。中国储蓄高，但金融市场回报率却很低，需要向美国学习，发展资本市场。

另一方面，中国有很多人失业。如果金融市场充分发展，实现剩余劳动力与剩余资本结合。中国可以更富有，经济发展更平稳，并会对世界经济做出很大贡献。

2. 提高投资效率，改善投资结构

李稻葵认为，中国的投资比例已超过 45%，基础设施的投资过多。中国的储蓄主要来自企业，投资也主要是企业的自我投资。李教授建议应将国有企业盈利更多分给政府，由政府从宏观上发展最有效的投资项目。丁一凡也提出生产过剩也是亚洲经济危机的重要原因，为避免覆辙再现，中国政府应限制在很多领域的投资，防止生产力过剩。

对于投资过剩，Bosworth 指出尽管中国投资率很高，但投资主要集中于房地产及美国国债。中国这么多钱投资于美国国债并不明智，中国经济快速增长，有巨大基础设施建设的需求，中国可以选择自己更有效的项目，如交通、污染处理、基础培训、教育等。当然，投资也存在风险，应保持适度理性。

在肖耿教授看来，李稻葵与 Bosworth 的观点并没有根本矛盾。中国投资率比较高已是一个不争的事实，投资效率却有待提高。李稻葵主张把钱分给老百姓去投资、消费，会更有效率；Bosworth 认为应该投资中国更有效率的项目上；二者都旨在于提高投资的效率。

3. 调整重点在于扩大内需

中国结构性失衡归根结底在于储蓄过高，内需不足，导致生产力的相对过剩。市场经济改革没有建立完善的保障体系是内需疲软的重要原因。因此，应对的关键是采用财政政策，优化分配体系，建立完整的社会保障制度，才能从根本上解决经济失衡。

4. 汇率调整并不能解决中美贸易结构性问题

以日本经济为例，广岛协议后，日元大幅升值。美国 80 年代末期贸易状况好转，但主要是因为冷战结束，美国开支大大减少，通信技术和信息技术投资增加，使政府收入增加，美国设备出口增加，贸易状况得到一定改善。但日元升值没有带来美国贸易结构改变，贸易逆差到今天也未消除。美国对日本的贸易逆差是结构性逆差，而现在中美贸易也是结构性逆差，靠汇率调整难以解决。

(本文由王正浩编辑整理，肖华、李金迎、饶松松审校)