

# 美国净外债恶化的原因解析与趋势展望

◎潘月圆

**摘要:**美国海外净债务的数量达到了历史高位,除了经常项目余额的累积之外,其他因素的影响更大,主要包括绩效效应、结构效应和估值效应。其中,绩效效应描述投资收入的影响,2024年投资收入出现逆差是美国国际收支重要的转折点。结构效应指资产(负债)结构曾经是美国对外资产高收益,对外负债成本低的原因,但这一点也在发生变化。估值效应中,美国股市表现优于外国股市,强势美元提升净外债水平。当前国际投资者对美元和美元资产仍有信心,但净外债和其他风险的叠加或将使美国在国际收支中享有的“过度特权”减弱乃至消散。

**关键词:**净外债;投资收入;结构效应;估值效应

**中图分类号:** F831      **文献标识码:** A

**DOI:** 10.16474/j.cnki.1673-8489.2026.02.005

美国海外净债务规模达到了历史高位,并引发对美国经济外部可持续性的担心。在导致美国净外债恶化的各种因素里,“经常项目逆差”的解释力度逐渐减弱。还有哪些因素导致美国净外债的恶化,这些因素如何演进,又将如何影响美国的外部持续性以及美元的国际地位?本文将重点研究上述问题。

## 一、问题的提出:美国经济外部可持续性迅速恶化

谈及美国经济的“外部可持续性”(External

Sustainability)时包括两个方面,一是净外债是否可持续,二是经常项目逆差是否可持续。净外债即净国际投资头寸(Net International Investment Position, NIIP)<sup>①</sup>,美国的净国际投资头寸等于美国的外国总资产减去其对外总负债的余额。由于1989年至今美国的净国际投资头寸都为负值,即处于对外净负债的状况,本文也用“美国净外债”代指“美国净国际投资头寸”<sup>②</sup>。净外债可持续性主要取决于债务国能否持续获得融资。经常项目逆差的可持续性用“经常项目余额/GDP”这一指标来衡量,可持续性取决于该国是否有足够的外资流入来平衡经常项目顺差。净外债是存量指标,而经常项目逆差是流量指标。对一般国家来说经常项目逆差指标的重要性更高,但对美国而言净外债指标或许更重要,因为巨额的净外债会损害美元和美债安全资产的地位,并影响外部资金持续流入美国的意愿。因此,本文重点关注美国净外债指标变化。

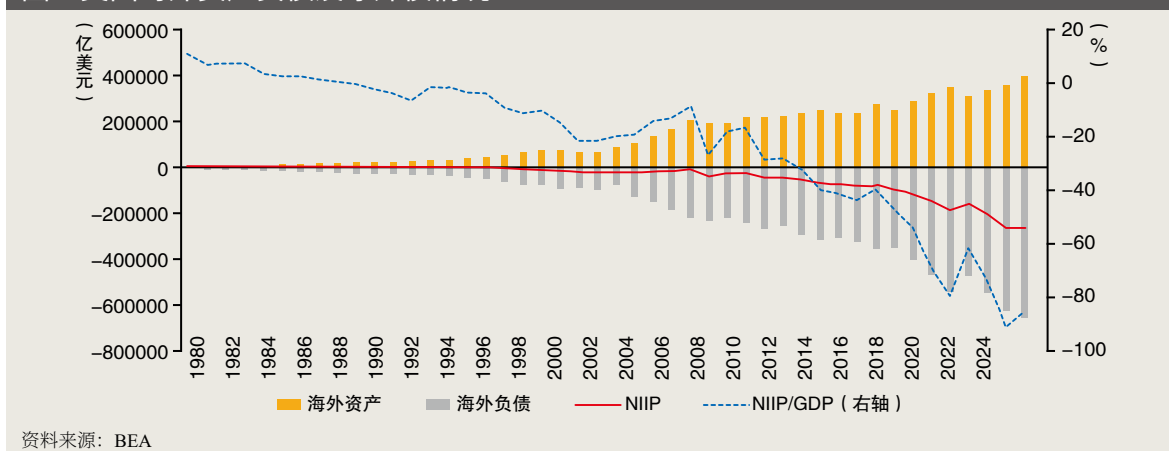
近年来美国净负债快速增长。如图1所示,美国从1989年开始出现对外净负债,当年的净外债数量为337亿美元,净外债占美国GDP的比重为0.6%。在此之后美国净外债规模快速增长,1998年的数量超过1万亿美元,2001年其数值突破2万亿美元。2005—2007年这个数值回调至1万亿美元左右。之后美国的净外债规模再次飙升,2008年的数值接近4万亿美元,2019年首次突破10万亿美元。2024年美国的对外资产和对外负债数量分别为35.7

作者简介:潘月圆,中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员。本文受中国社科院智库基础研究项目“中日海外投资的特征比较与政策含义”资助。

① 净外债有时也称为净国外资产头寸(Net Foreign Asset Position, NEA),描述了一国对外资产负债的存量情况。净外债度量的是一国相对其他国家的债权国或债务国地位,当净外债为正值那么该国是债权国,净外债为负值则该国是债务国。

② 在1989年前美国的净国际投资头寸为正值,此时使用“净外债”来替代“美国净国际投资头寸”并不准确。

图1 美国对外资产负债及净外债情况



万亿美元和 62.3 亿美元，美国净外债的数量为 26.5 万亿美元，占美国 GDP 的比重高达 86%。目前美国的净国际收支头寸的数值为历史高位，有必要对影响净外债的因素进行分析，了解导致净外债恶化的原因。

## 二、外部可持续性的分析框架

### （一）经常项目余额对净外债的解释力有限

在讨论影响一国净外债的各种因素时，经常项目（CA）余额常常是最受关注的变量。宏观经济学的教科书里对经常项目的定义是一国对其他国家净国际投资头寸的变化<sup>①</sup>：

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

式（1）意味着从数学上说，净外债是经常项目余额的累积：

$$NIIP_t = \sum CA_t \quad (2)$$

但式（2）是一种简单化的理论描述，现实中净外债与经常项目余额累积两者不相等是常态。美国的情况也是如此，图 2 列示了 1976 年之后的净外债数据，数据显示绝大部分年份里净外债不等于经常项目余额的累积。图 2 显示 1977 年之后美国经常项目的逆差成为常态，在此之后经常项目逆差不断累积，逆差累积意味着美国国内投资持续大于

国内储蓄，需要有国外资本流入，这使得美国对外金融负债增加或对外债权减少，美国成了对外净债务国，储蓄赤字减少了美国拥有的国际财富。

可以粗略将净外债与经常项目余额累积数值分为两个阶段，1977—2019 年是第一个阶段，在这一时期，美国经常项目逆差的累积额更大而净外债数量相对小。2019 年后进入第二个阶段，这个时期美国的净外债加速恶化，绝对数值大于经常项目逆差累积的绝对值。2024 年美国经常项目逆差累积为 16.4 万亿美元，而对外净负债已经达到了 26.5 万亿美元。

以上数据说明，经常项目余额这一因素不能完全解释美国净外债为何加速恶化（见图 3）。确切地说，2000 年后这个因素的解释力已出现下降，2019 年后经常项目余额对净外债的解释力进一步下降，其他因素对净外债的影响在增长。要说明哪些因素使得净外债与经常项目余额累计这两个数据之间产生差异，须给出完整分析框架。

### （二）分析净外债的框架与因素拆解

除了经常项目逆差的累积，美国对外资产（负债）价值的波动也会影响净外债数量的变化。当美国对外资产和对外负债的价值存在波动，其价值变化将反映在下一期净外债的数值中。将式（1）展

<sup>①</sup> 见杰弗里·萨克斯等著《全球视角的宏观经济学》。经常项目盈余意味着外国资产的增加或者对外负债的减少，经常项目赤字意味着外国资产的减少或者对外负债的增加。

图2 逆差累积和净外债的差异

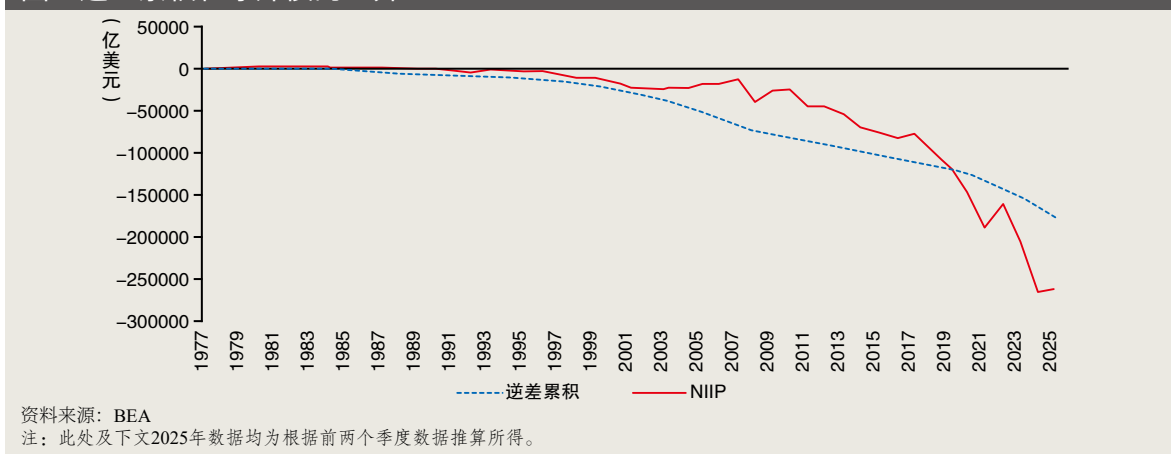
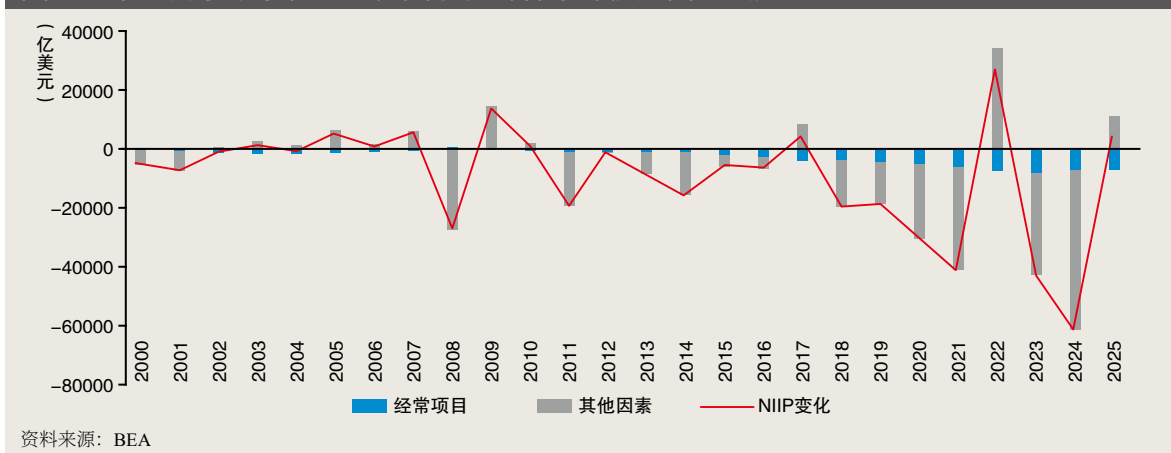


图3 经常项目余额累积与其他因素在解释净外债方面的贡献



开并增加资产价值变动因素得到如下等式:

$$NIIP_t - NIIP_{t-1} = NX_t + IA_t + KG_t \quad (3)$$

式(3)说明的情况是,根据会计恒等式,一国的净国际投资头寸在 $t$ 期相对于 $t-1$ 期的变化由以下因素导致: $t$ 期的货物和服务净出口 $NX_t$ <sup>①</sup>, $t$ 期的对外净资产收益 $IA_t$ ( $i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1}$ ,其中 $A_{t-1}$ 、 $L_{t-1}$ 分别是 $t-1$ 期的对外资产和对外负债数量, $i_t^A$ 、 $i_t^L$ 分别是对外资产和对外负债的名义收益率);资本利得(或损失) $KG_t$ <sup>②</sup>。资本利得的定义是对外资产(负债)本身价值的增减变化,价值增减变化的原因包括:汇率波动、资产价格波动等,

这些因素影响资产(负债)的价值,也影响净国际投资头寸的数量。

式(3)描述的是绝对数值,如果以小写表示各数值相对于GDP的比重,可将等式(3)改写到等式(4)

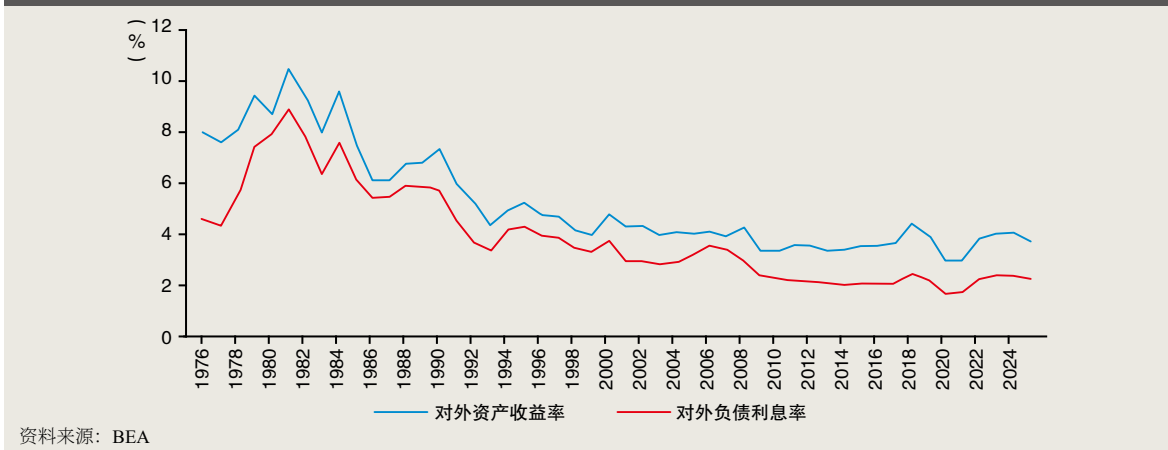
$$niipt - niipt-1 = nx_t + \frac{i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1} + KG_t}{GDP_t} - \left( \frac{g_t}{1 + g_t} \right) niipt-1 \quad (4)$$

式(4)中的 $g_t$ 是该国GDP的名义增长率,式(4)右边的第二项是对外资产和负债的名义回报。如果定义对外资产的实际回报率 $r_t^A = i_t^A + kg_t^A$ ,对

① 这里将经常项目余额CA展开为:货物服务项目余额NX、收入余额IA两项。

② 为了简化起见,式(3)略去了三项。第一项是经常转移(Current Transfer, CT),即不以获取收入或支出为目的的单方面交易,包括侨汇、无偿援助和捐赠等,CT是CA中数额较小的一项,NX、IA、CT三项加总为CA。第二项是资本转移(Capital Transfer)即资本项目余额。第三项是错误和遗漏。

图4 美国对外资产收益率与负债利息率



外负债的实际利息率为  $r_t^L = i_t^L + kg_t^L$ , 那么由等式 (4) 可以得到等式 (5):

$$niip_t - niip_{t-1} = nx_t + \frac{r_t^L - g_t}{1 + g_t} niip_{t-1} + \frac{r_t^A - r_t^L}{1 + g_t} a_{t-1} \quad (5)$$

式 (5) 显示, 除了货物服务净出口的数量<sup>①</sup>, 还有四方面因素会直接影响净外债的数值。第一个因素是对外资产回报率 and 对外负债利息率之差, 这个差额也被称为“绩效效应”(Performance Effect), 比较的是国内投资者在海外获得的收益与外国投资者在本国的收益。第二个因素是对外资产和对外负债的“结构效应”(Composition Effect), 即对外资产和对外负债由不同的子项构成, 子项的结构特征影响到净国际投资头寸的回报。第三个因素是资产和负债的资本利得, 即汇率和资产价值的变化导致回报率的变化, 这种变化被称为“估值效应”(Valuation Effect)。第四个因素是经济增长率, 特别是资产(负债)的利息率与经济增长率之间的差额也会影响净国际投资头寸的数值。

### 三、影响美国净外债的因素

上文说明, 导致美国净外债恶化的原因中, 经常项目余额累积的解释力下降, 其他因素对美国净外债的影响更大。本部分区分了不同效应, 来说明

其他因素在影响美国净外债中的作用, 识别影响美国外部可持续性的风险来源。

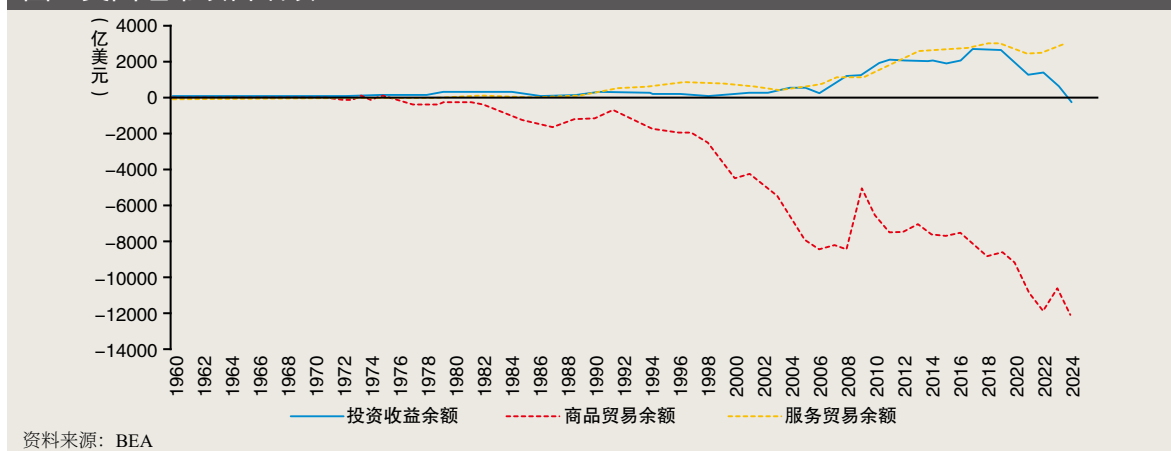
#### (一) 绩效效应

“绩效效应”指一国对外资产和对外负债的收益率存在差异, 导致净外债数值与经常项目余额累积不相等。图4给出了美国对外资产和对外负债的收益率, 可以看到有统计数据以来, 美国的海外资产收益率一直高于海外负债利息率, 同时两个数值都有下降趋势。美国经济分析署 BEA 的数据显示, 1976—2025 年, 美国对外资产的平均收益率为 5.2%, 对外负债的平均利息率为 3.9%。过去 50 年里美国的对外资产收益率和对外负债利息率呈下降趋势, 1976—1985 年美国对外资产的平均收益率为 8.6%, 对外负债的平均利息率为 6.6%; 2016—2025 年美国对外资产的平均收益率下降到 3.7%, 对外负债的平均利息率则下降到 2.1%。

资产负债利息率的差异是美国投资收入长期保持顺差的原因。国际收支平衡表(BOP表)中经常项目下有一个细项“投资收入”, 该项目说明了对外资产收益与对外负债利息之差。图5数据显示, 1960—2023 年美国投资收入的余额一直为正, 正值的含义是美国从对外资产获得收益大于美国为对外负债支付的利息。具体而言, 1960 年美国投资收入的余额为顺差 33.8 亿美元, 2018 年投资收入的

① 理论上货物服务净出口等于私人储蓄余额, 再加上政府储蓄余额即“税收—政府支出”。

图5 美国经常项目细项



余额达到高点 2656 亿美元, 2023 年美国投资收入余额为顺差 736.3 亿美元。美国投资收入的余额为顺差的原因正是上文提到的, 对外资产和对外负债的利息率存在差异, 美国从对外资产中获得的收益率高, 为对外负债支付的利息率低, 这使得美国虽然对外负债的数量更大, 但却能在投资收入项目上取得顺差。投资收入顺差在一定程度上弥补了美国巨额的货物贸易逆差(见图 5)。利用 2018 年的数值可对此进行说明: 当年美国的货物贸易逆差高达 8788 亿美元, 但由于投资收入为 2656 亿美元, 加上服务贸易顺差等因素, 2018 年美国的经常项目逆差仅为 3941 亿美元。事实上, 在 1971—2023 年 50 余年的时间里, 美国的经常项目都是类似的格局, 即货物贸易为逆差, 投资收入为顺差, 服务贸易为顺差。

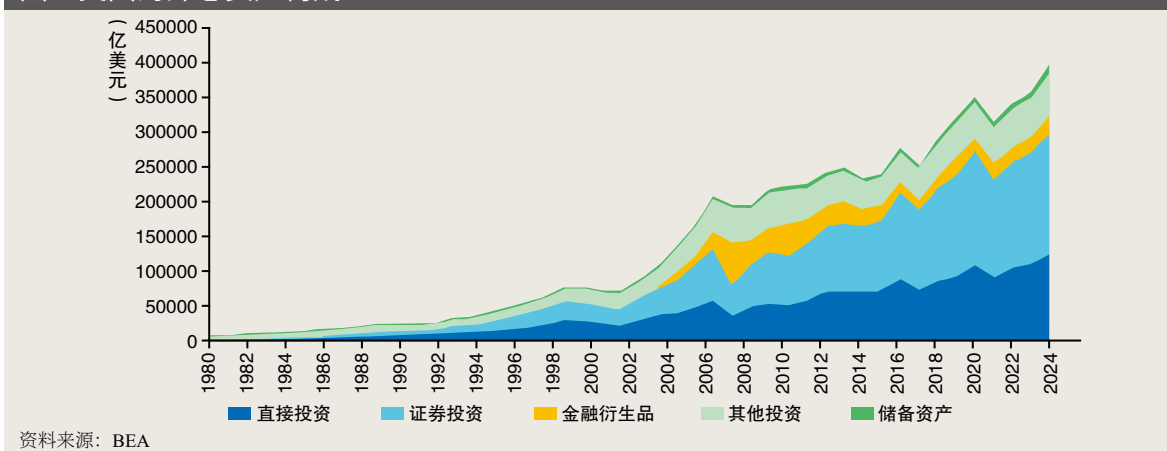
长期的投资收入顺差与美国是净债务国这个事实似乎存在矛盾: 美国从 1989 年开始对外净负债, 1989—2024 年一直是净债务国; 但美国作为净债务国却从国外获得投资收益。这一矛盾在国际经济学中非常有名, 可用以说明美国在国际经济关系中享有的“过度特权”。现有文献对“过度特权”的一个解释角度是, 美国的对外资产中存在“暗物质”, 即除了有形的资产之外, 美国还有其他非明面上的“暗资产”, 使得投资收入保持顺差。另有观点认为, 美国的投资选择类似于私募股权基金, 从外部融资的同时对外投资。对于一国而言, 理想状态是融资成本低而投资收益高, 美国确实做到了这一点: 由于美国对外投资多投向风险较高的目的地, 需要高

回报予以弥补, 其从投资中获得的高投资收入是一种风险溢价。

无论何种解释, 美国在国际收支上获得与一般国家不同的“过度特权”反映在数据上, 都使美国在投资收入项目中取得了顺差。但这一点正在改变。在长达 60 余年的顺差后, 2024 年美国的投资收入余额首次出现逆差, 其数量为 189.8 亿美元, 这是 1960 年后美国的投资收入项第一次出现逆差。2024 年美国的投资收入出现逆差的原因是, 对外负债利息快速增长, 2023 年和 2024 年外国在美投资收入分别比上年增加了 2415 亿美元和 1801 亿美元, 而同期美国对外投资收入的增幅则要小得多。

具体而言, 2024 年美国投资收入的逆转源于证券投资收入的变化。一方面, 美国直接投资的投资收入顺差稳定, 2008—2024 年美国直接投资收入顺差的最高点为 2019 年的 3564 亿美元, 最低点为 2009 年的 2492 亿美元, 平均值为 2965 亿美元, 波动不大但也没有显著增长, 即美国投资收入的主要“流入项”并未随着对外资产的扩大而增加; 另一方面, 美国证券投资的投资收入逆差不断扩大, 2024 年美国证券投资收入逆差达到 2578 亿美元, 而 2018 年的逆差数为 785 亿美元。证券投资收入逆差增加, 有证券投资负债规模扩大的原因, 也有债权证券负债利息率上升、股权证券资产收益率相对低的原因, 还受到估值效应影响, 下文将对比展开论述。2024 年美国的投资收入出现逆差是一个信号, 标志着美国国际收支中的“暗物质”在消失, 美国享有的“过度特权”或已消散。

图6 美国海外总资产构成



## (二) 结构效应

“结构效应”指美国的对外资产和对外负债的结构有其自身的特点，资产和负债项下的不同子项所占比重不同，不同资产类别有不同绩效，同一类资产内部的子项绩效也不同。这些原因在过去曾经使美国享有“过度特权”，但资产（负债）结构的变化也会导致美国“过度特权”消失。对外资产和对外负债的“结构效应”有几个层面，即对外总资产和对外总负债的结构、不同资产类别之间的利息差、同一类资产内部的利息差等。

### 1. 总资产和总负债结构

美国对外总资产和对外总负债的规模大。其中，直接投资为美国对外资产中较为重要的一类，而证券投资是美国最重要的对外负债类型。

美国的对外资产规模巨大，远超世界上任何一个国家。如图6所示，2025年第二季度美国持有的对外资产总量为39.6万亿美元，对外总资产占美国GDP的比重为129%。比较而言，1980年美国对外总资产数额为8391亿美元，对外总资产占美国GDP的比重为29.4%。目前美国持有的对外资产数量为全球第一，排名第二和第三的国家分别是中国和日本，2025年6月以来中国的海外资产为11.1万亿美元，2024年末日本的海外资产约为10.6万亿美元。

过去50余年里，美国的对外证券资产占比上升，对外直接投资则比重平稳。2025年第二季度美国海外资产中比重最大的一类是证券投资，其数量为17.6万亿美元，占海外总资产的比重为44.5%。

而在20世纪80年代、90年代及21世纪第一个10年和第二个10年里，证券投资的平均占比分别为11.2%、28.3%、33%和39%。

美国海外资产中占比第二高的资产类别是直接投资，2025年美国对外直接投资存量为12.5万亿美元，占美国海外总资产的比重为31.7%。直接投资一直是美国重要的海外资产类别，1976—2025年直接投资占美国对外总资产的比重平均为32.6%，在长达50年的时间中直接投资占比相对平稳。直接投资占比低于证券投资，但美国从对外直接投资中获得了高收益，来源于直接投资的收益是美国投资顺差收入的最主要来源。

美国的对外负债达到了较高规模，其增长速度超过了海外资产的增速。图7显示，2025年第二季度美国的对外负债的总量为65.7万亿美元，对外总负债占美国GDP的比重为215%。纵向比较，1980年美国对外负债的总量为5422亿美元，占美国GDP的比重为19%。横向比较，美国的对外负债数量同样是全球第一，排名第二位和第三位的国家是中国和日本，2025年第二季度中国的海外负债为7.3万亿美元，2024年底日本的海外负债约为7.2万亿美元。

过去50余年里，美国的对外负债主要是证券投资，其占比持续较高，外国对美直接投资的比重也保持稳定。2025年第二季度外国对美证券投资的存量高达35.3万亿美元，证券投资占美国对外总负债的比重为53.8%，是过去50年的最高点，1976—2025年外国对美证券投资占美国对外总负债的平均

图7 美国海外总负债构成

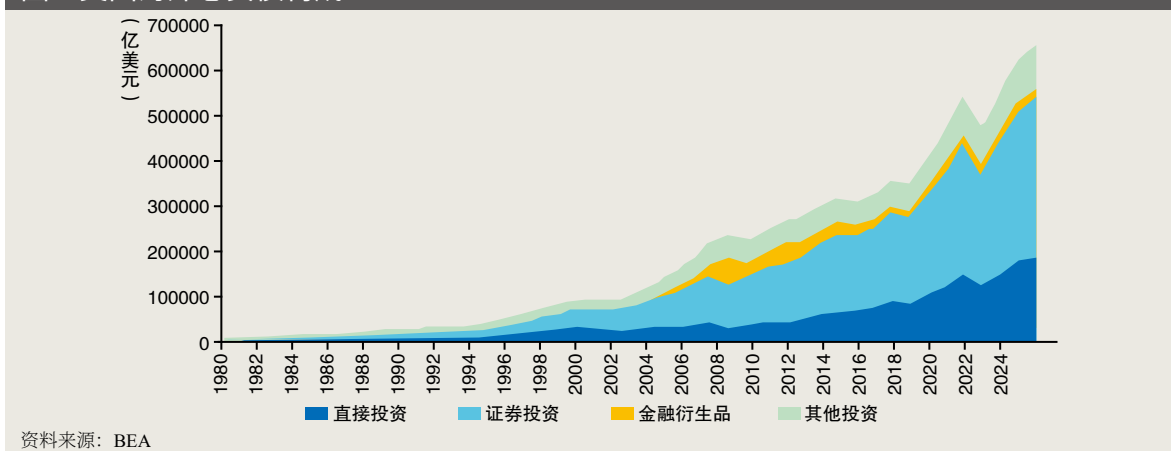
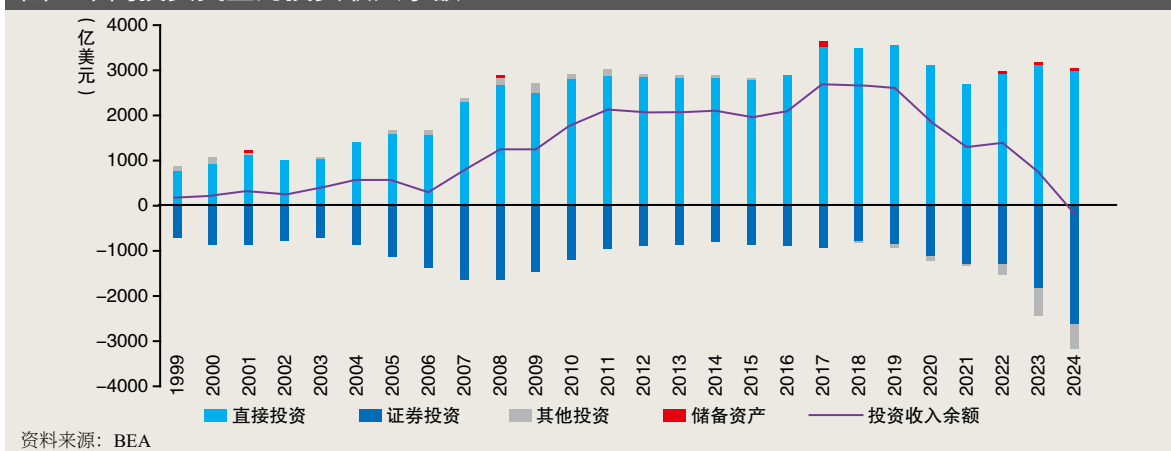


图8 不同投资类型的投资收入余额



比重高达 46.5%。在 20 世纪 80 年代美国实施高度紧缩的货币政策期间，这个比重曾短暂下降。美国海外负债中占比第二高的是对外直接投资，2025 年第二季度外国对美直接投资的存量为 12.5 万亿美元，直接投资占美国对外总负债的比重为 28.3%。直接投资占美国海外负债的比重较为稳定，1976—2025 年外国对美直接投资占美国海外总负债的比重平均为 23.3%。

### 2. 不同资产类别之间的利息差

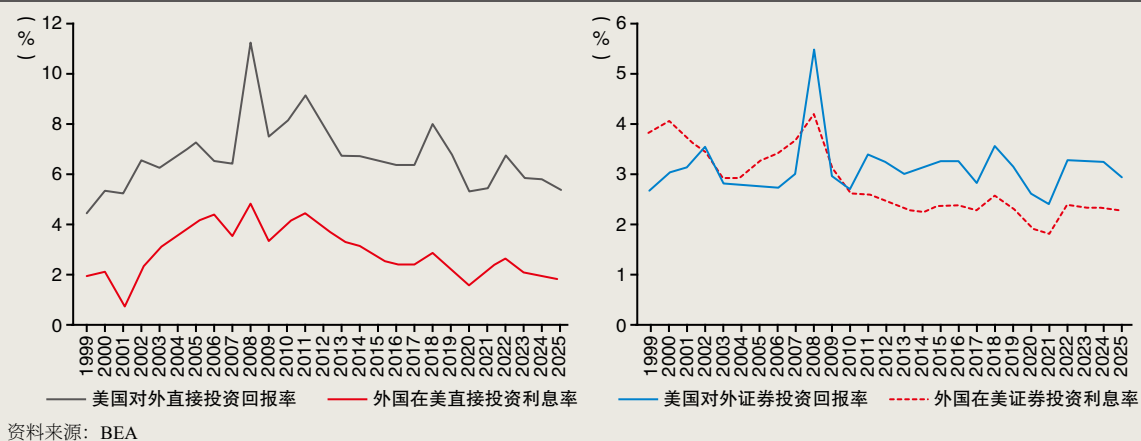
美国大量持有对外直接投资资产，通常直接投资的回报率高于证券投资和其他投资，而美国的负债中低利息率的证券投资占比较高，这降低了负债成本。

图 8 显示，美国投资收入顺差主要原因在于直接投资收入顺差。BEA 的数据显示，1982—2025 年美国持有的直接投资资产，即从对外直接投资中

获得的投资收入一直是顺差。1982 年美国直接投资收入顺差为 274 亿美元，同年美国对外直接投资收益率为 11.6%。2025 年美国直接投资收入顺差约为 3490 亿美元，对外直接投资的收益率为 5.4%。直接投资收入对美国的投资收入顺差有决定性影响。以 2017 年为例，当年美国的投资收入为顺差 2686 亿美元，其中来自直接投资的投资收入顺差为 3518 亿美元，从对外直接投资中获得高收入是美国投资收入为顺差的主要原因。

2020 年后，美国从对外直接投资中获得高收入，并使得美国投资收入整体为顺差的情况开始改变。2020—2024 年美国来源于直接投资的收入一直为顺差，直接投资收入的年平均数为 3048 亿美元，但美国整体的投资收入顺差不断下降，2024 年美国的投资收入甚至出现了 190 亿美元的逆差，为 1960 年后首次出现投资收入逆差。证券投资收入逆差的

图9 直接投资与证券投资资产和负债的收益差



快速增长是 2024 年美国的投资收入出现逆差的原因: 2024 年美国直接投资收入为顺差 2970 亿美元, 证券投资收入为逆差 2578 亿美元, 其他投资的投资收入也为逆差 662 亿美元, 这使得 1960 年以来美国投资收入首次出现逆差。

### 3. 同一类资产内部的收益差

即使是同一类资产内部, 美国持有的对外资产和对外负债的收益率也有差异, 使得较长时间里投资收入顺差同时净外债增长相对缓慢。美国的直接投资和证券投资都存在收益差, 以下本文分别进行说明。

第一, 直接投资。美国对外直接投资的收益更高, 对外直接投资的高收益使得美国净外债的恶化速度相对缓慢。图 9 显示, 1999 年后美国对外直接投资收益率一直显著高于外国在美国投资收益率, 1999—2025 年美国对外直接投资的平均收益率约为 6.6%, 外国在美国直接投资的平均收益率为 2.8%, 前者显著高于后者。当时间段拉长至 1982—2024 年, 美国对外直接投资的平均收益率会提高到 7.1%。再进一步, 如果采用历史成本法 (on a Historical-Cost Basis) 来统计投资存量, 且投资收入未经当前成本调整 (Direct Investment Income without Current Cost Adjustment), 1982—2024 年美国对外直接投资的平均收益率将会提高到 10.6%。

已有文献从多个角度解释了美国对外直接投资收益高的原因。例如, 美国企业在海外经营的时间比较长, 经营经验累积有利于提高收益率。又如, 有研究认为美国企业的投资目的地风险比较高, 高收益是为了弥补投资者承担的高风险。同时, 一般认为美国营商环境有较高的确定性, 对美直接投资的外国企业愿意接受相对低的回报, 换言之, 美国对外直接投资收益高是获得了风险溢价。但也有些研究不同意用“风险溢价”来解释美国对外投资高收益的情况。Brad Setser et al. (2024) 的观点是, 美国对外直接投资的高收益应归因于美国对离岸中心的投资, 当把离岸中心获得的投资收益从总量里剔除后, 美国对外直接投资的收益水平非常一般。而近年美国减税等措施会减少资金流向离岸中心, 这意味着美国的“过度特权”在下降。

为进一步说明离岸中心对美国投资收入的贡献, 本文选取了主要的 14 个离岸中心来进行验证说明<sup>①</sup>。比较美国在这些离岸中心的投资收入和投资数量 (见图 10) 后可以看到, 1982—2024 年这 14 个离岸中心占美国对外直接投资收入的比重为 54.4%, 占美国对外直接投资存量的比重仅为 39.3%<sup>②</sup>, 美国对离岸中心的直接投资确实具有相对高的收益率水平。因此, 若把这些离岸中心从美国所有的投资目的地里剔除, 将导致同期美国对外直

① 14 个离岸中心为比利时、爱尔兰、卢森堡、荷兰、瑞士、塞浦路斯、巴拿马、英属加勒比群岛、巴哈马群岛、中国香港、新加坡、巴巴多斯、百慕大、列支敦士登。  
② Brad (2024) 的数据显示, 重要离岸中心占美国直接投资收入的比重为 60%, 占美国直接投资存量的比重为 50%。

图10 美国对离岸中心直接投资情况及投资收益率

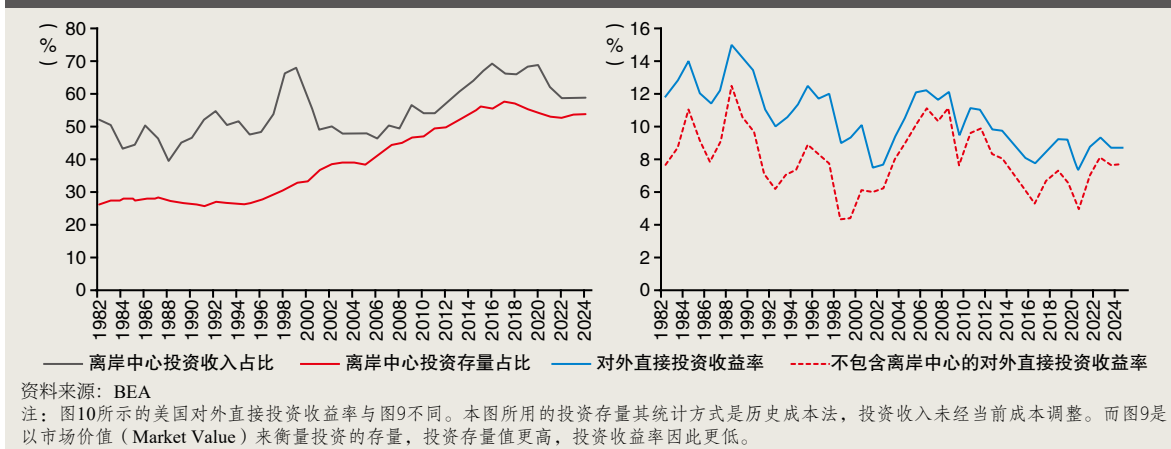
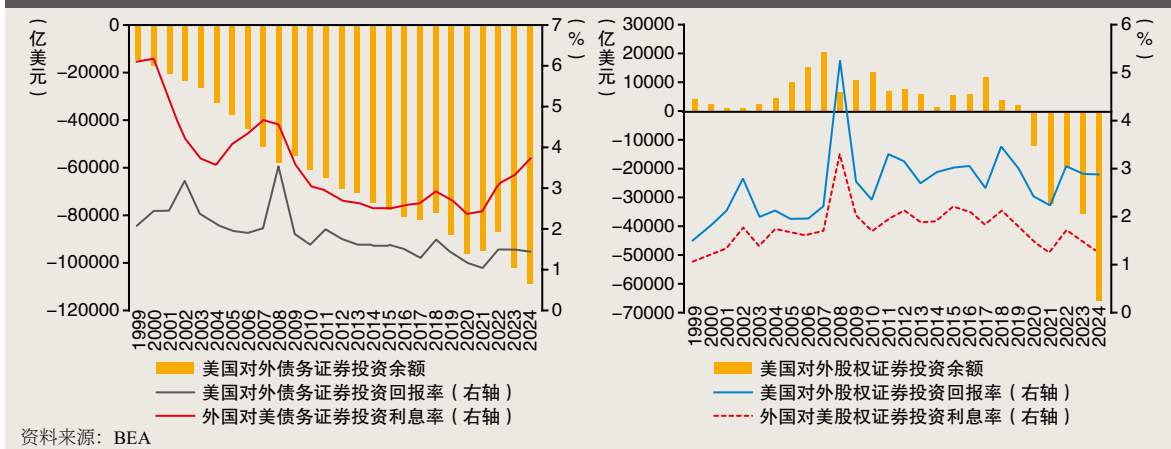


图11 美国证券投资细项余额与回报率差



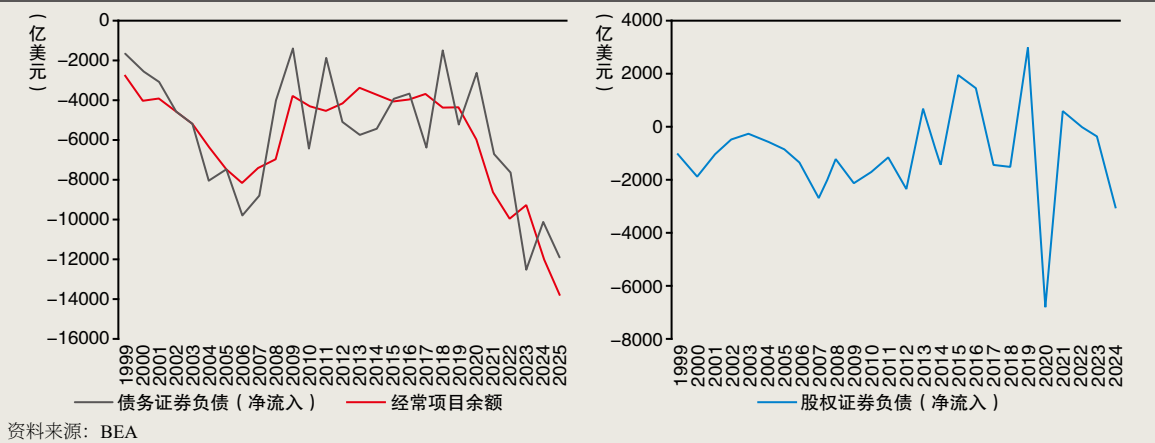
接投资的平均收益率从 10.6% 下降到 8.1%。对离岸中心投资的高回报可以部分解释美国对外直接投资的高收益率, 甚至可能是一个较为重要的原因。

第二, 证券投资。外国对美证券投资的利息率相对低, 这降低了美国的负债成本。1999 年后外国对美国证券投资的收益率, 即美国为证券负债支付的利息率, 几乎始终低于美国对外证券投资的收益率。1999—2025 年美国为证券负债支付的平均利息率为 2.9%, 美国对外证券投资的平均收益率为 3.2%, 前者比后者低约 0.3 个百分点。虽然外国在美国证券投资获得的收益率略低, 但外国对美国证券投资的数量, 即美国对外证券负债的数量却远大于美国对外证券资产的数量, 这使得美国为证券负债支付的利息数额大, 超过了从证券资产中获得的投资收入, 美国证券投资的投资收入余额为逆差。2024 年外国在美证券投资的存量为 33.15 万亿美元,

美国对外证券投资的存量为 15.77 万亿美元, 美国证券投资的净头寸为逆差 17.38 万亿美元。相应的投资收入状况如下, 2024 年美国为证券负债支付的利息为 7748 亿美元, 美国从对外证券资产中获得的投资收入为 5170 亿美元, 美国证券投资的投资收入余额为逆差 2578 亿美元。

具体到证券投资的两个细项, 债务证券 (Debt Securities) 和股权证券 (Equity and Investment Fund Shares) 对美国证券投资收入逆差的贡献方式有所不同, 前者同时因为规模和收益差, 后者主要因为收益率差。美国为债务证券负债支付的利息率高, 同时美国的债务证券负债的数量大, 这使得其债务证券投资收入为逆差。图 11 显示, 1999—2024 年美国为债务证券负债支付的平均利息率为 3.55%, 美国对外债务证券投资的平均收益率为 1.87%。1999—2024 年美国债务证券的净头寸一直为逆差。

图12 美国证券投资负债细项



2024年外国对美债务证券投资的存量为15.5万亿美元,美国对外债务证券投资的存量为3.94万亿美元,美国债务证券的负债存量约为资产存量的四倍,美国债务证券投资的净头寸为逆差11.5万亿美元。收益率和规模两个因素叠加,2024年美国为债务证券负债所支付的利息为5399亿美元,从持有对外证券资产中获得的投资收入为1732亿美元,债务证券项的收入余额为逆差3667亿美元。美国为债务证券支付的利息率受美国货币政策影响大,债券证券的累积受美国财政状况的影响大,美国国内因素对净头寸有直接的影响。

相比之下,美国股权证券资产的收益率高,股权证券净头寸为顺差,股权证券项下的投资收入为顺差。美国股权证券投资项下的资产收益率高而负债利息率低,1999—2024年美国为股权证券负债支付的平均利息率为1.75%,美国对外股权证券投资的平均收益率为2.67%。2020年后美国股权证券的净头寸开始出现逆差并且数额持续扩大,截至2024年外国对美股权证券投资的存量为18.6万亿美元,美国持有的对外股权证券存量为12万亿美元,美国股权证券的净头寸为逆差6.57万亿美元。2024年美国股权证券净投资头寸为逆差,但对外资产能获得更高的收益率,该项下的投资收入仍为顺差。2024年美国为股权证券负债支付的利息为2348亿美元,从持有海外证券资产中获得的投资收入为3437亿美元,美国股权证券投资收入的余额为顺差1089亿美元。美国股权证券净投资头寸为逆差是因为2020年后外国对美股权证券投资快速增长,

2020年的净流入量为6874亿美元,2024年的净流入量为3059亿美元。

从债务证券和股权证券的流量数据看,前者为美国经常项目逆差融资的可能性大。1999—2024年美国的债务证券负债一直为净流入的负值,且与美国经常项目余额有较高的同步性。图12显示了两个数值的同步程度,2024年美国的债务证券流入数量为1.01万亿美元,而经常项目余额为1.19万亿美元,一定程度上可以认为债券证券流入为美国经常项目逆差提供融资。而美国股权证券项下流入和流出交替出现,且这种情况从1999年之后一直延续,股权证券为美国经常项目逆差提供融资的可能性小。

### (三) 估值效应

估值效应描述的是资产和负债本身价值发生波动导致净国际投资头寸变化。估值效应也称为非交易性因素,与之对应的是交易性因素,后者指经常账户余额变动导致净国际投资头寸变化。从定义中不难看到,当一国对外资产(负债)的规模越大,非交易性因素对净国际投资头寸有更大的影响。

图13给出了美国对外资产和对外负债的估值效应,一国对外资产和对外负债价值的估值效应来源于汇率和资产价格变动。数据显示,1999年后美国对外负债的估值效应数值为负的情况居多,2019—2024年中有五年美国对外负债的估值效应超过-4.5万亿美元,2024年的数值更是高达-5.94万亿美元,估值效应是导致美国海外负债数值增长的

图13 美国对外资产和对外负债的估值效应

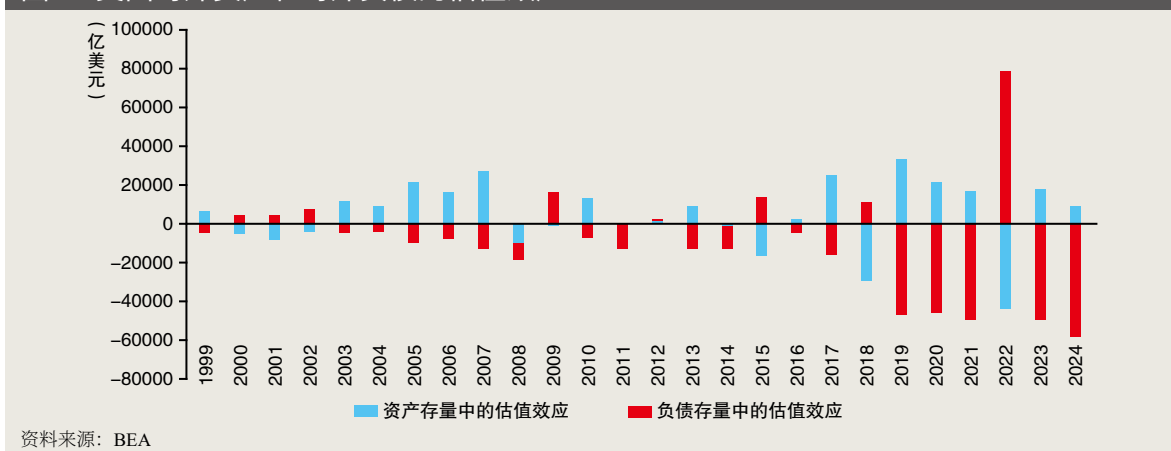
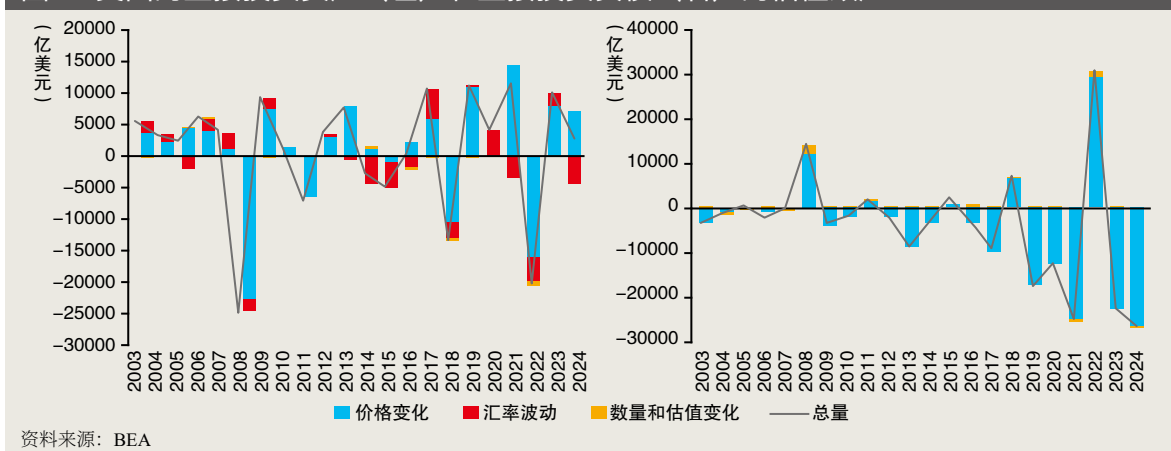


图14 美国的直接投资资产（左）和直接投资负债（右）的估值效应



重要原因。比较而言，美国对外资产的估值效应常为正值且规模相对小，1999—2024年里有约三分之二的时间为正值，三分之一的时间为负值。1999—2024年美国对外资产的估值效应平均值为4897亿美元。无论是美国的对外资产还是对外负债，估值效应数量大的资产类别都是直接投资和证券投资，以下区分这两类对其估值效应进行说明。

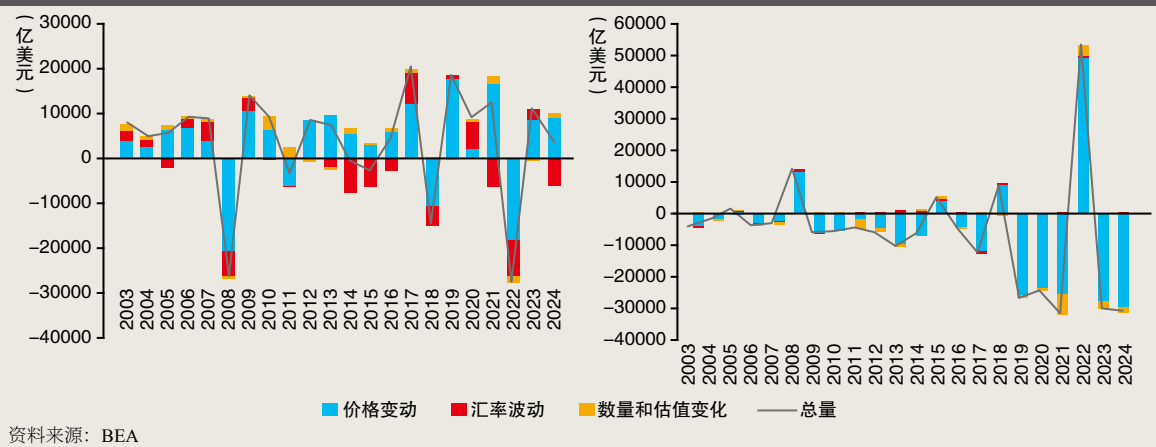
图14的数据说明，2003—2024年美国直接投资资产的估值效应为正的时间较多，22年里有16年的估值效应为正。在此期间，资产价格的变动影响着美国直接投资资产的数量，汇率变动同样发挥了较大的作用。2024年资产价格变化对直接投资资

产价值的影响即估值效应为7371亿美元，汇率波动的影响和估值效应为-4489亿美元，直接投资资产的总估值效应为2816亿美元。美国直接投资负债项的估值效应则呈现不同的特点。一是在2003—2024年间估值效应几乎都为负值，仅有个别年份估值效应为正值。二是直接投资负债的估值效应绝大部分是价格变化所导致，另外含有少量“数量和估值变化”因素<sup>①</sup>，2024年负债价格变化导致的估值效应为-2.64万亿美元。三是近年来负债项的估值效应波动加大。

图15显示，2003—2024年美国证券资产的估值效应在大多数年份为正值，且估值效应的正值数

<sup>①</sup>“数量和估值变化”的定义为，由于构成的变化和纳入更全面的调查结果而引起的变化。此项还包括直接投资子公司的资本收益和损失以及其他头寸变化。

图15 美国的证券资产（左）和证券负债（右）的估值效应



量高于直接投资的估值效应。这反映了美国持有的证券资产更多受益于资产价格的上升和汇率因素的利好。美国对外证券资产的估值效应中，资产价格变动的影响大于汇率变化的影响。2024年价格变化对美国证券资产的影响即估值效应为9088亿美元，汇率波动的影响和估值效应为-6183亿美元，总估值效应为3825亿美元。2023年价格变化导致的估值效应为8449亿美元，汇率波动的影响和估值效应为2608亿美元，总估值效应为10638亿美元。

美国证券负债项的估值效应规模大，受汇率影响小。2024年美国证券负债的估值效应为-3.1万亿美元，其中-2.95万亿美元是价格变动导致的，汇率波动贡献了597亿美元，“数量和估值变化”因素贡献了-2019亿美元。此外，汇率波动对美国证券负债的影响相对小，对证券资产的影响相对大，2024年汇率导致的美国证券负债项的估值效应为597亿美元，证券资产项的估值效应为-6183亿美元。2023年美国证券负债项的估值效应为-192亿美元，证券资产项的估值效应为2608亿美元。

#### 四、结论与启示

美国经济的外部可持续性值得问题值得关注。2006年美国经常项目逆差数量为8167亿美元，经常项目逆差占GDP的比重为5.9%，2006年美国对外净负债为1.81万亿美元，净外债占GDP的比重为13.1%。经常项目逆差和净外债的增长引发了美国可能发生危机的担忧。受益于亚洲国家和石油出口

国大量购买美国资产尤其是美国国债，预期中的国际收支危机和美元危机没有发生（余永定，2022）。2024年美国经常项目逆差为1.18万亿美元，经常项目逆差占GDP的比重再次达到3.9%的水平，美国净外债为有史以来的最高点26万亿美元，净外债占GDP的比重为86%，需要再次重视美国经济的外部持续性问题，并提前考虑应对之策。

经常项目逆差可持续的关键是能否吸引短期资本流入来为逆差提供平衡。当外国投资者认为逆差国经济增长前景好，出口强劲，具备偿还能力，将不会太过在意短期的逆差。对美国而言，长期的经常项目逆差尚没有严重影响外国投资者的信心，美国资产对外国投资者仍有吸引力，净国际投资头寸为负值说明了这一点。投资者购买美国资产有多重考量，重要的考虑是持有美元和看重美元资产的安全属性，获取美国资产本身的收益率不一定是主要的目的。

巨额的净外债曾经引发不同经济体的危机，例如欧元危机、冰岛银行业危机、南亚金融危机等。就美国情况来说，巨额的净外债并非没有构成压力，反而是美国享受的“例外”使得该状况能延续更长时间。重要的一点是，强势美元使得外国出口商愿意将其收入投资于美国证券，获得美元计价证券的回报，同时避免将美元换成外币的成本。此外，2024年之前美国的投资收入长期保持正值，美国持有的对外资产回报超过对外负债的利息，净外债的增长比经常贸易逆差的累积更慢。

但情况已经出现了变化。第一，美国持续获得

正的投资收入有较大的不确定性。投资收入顺差使得即使美国有巨额的货物出口逆差，也无须过多的外部资金流入来为逆差融资。换言之，投资收入顺差是美国享受“过度特权”的重要原因。2024年美国投资收入首次出现逆差，这个信息足以引起重视，说明美国对外资产中的“暗物质”正在消散。

第二，美国对外直接投资获得高收益的情况恐难继续。数据显示，美国对外直接投资的收益率受统计方法影响，当使用不同方式来估计投资存量时，投资收益率没有普遍认为的那么高。另外，投资离岸中心是美国对外直接投资高收益的重要来源，目前美国采取税收在内的多项措施，鼓励美国企业将投资转回美国本土，这会减少美国对离岸中心的投资数量，也会降低对外直接投资的收益率。

第三，美国负债成本低也不是一成不变的。外国对美国证券投资的利息率低，这一点在债务证券上尤为明显。2023年后由于美国国内利息较高，美国为海外债务支付的利息率上升，支付的利息总量上升，这增加了负债成本，如果美国维持紧缩的货币政策，美国投资收入为顺差的可能性会进一步下降。

第四，估值效应是2019年后美国净外债恶化的原因。美国的对外负债中，股权证券负债比重较高，而2019年前外国股市的表现优于美国股市，这对美国的净外债有正面影响。2019年后美国股市的表现优于外国股市，美国对外负债增长较快。因为美国的对外负债大多数以美元计价，对外资产则以外币计价，美元升值是过去一段时间里估值效应为负、净外债加速恶化的原因。

净外债是否成为美国真正要担心的问题？从现有状况看，目前美国是全球最发达的经济体之一，美元在全球金融市场中的份额高于美国GDP占全球的比重，美元在国际货币体系中占据了不可替代的地位。这种地位使得美国虽然有负的净国际收支头寸，却不必像“普通”国家那么担心，可以在一定程度上忽略外部赤字和债务状况。从压力方面看，由于预期美国经济增长放慢，关税的不确定性加大，美国的违约风险增加，中短期内投资者抛售美国资产包括国债的可能性上升。如果美国的公共债务攀升（未来10年美国的公共债务预计增加3万亿~

4万亿美元），加上美元贬值，国际资金将减少持有美元和投资美元资产，资金或许转向欧洲和亚洲以实现投资的多元化。进一步，当经常项目逆差持续扩大、股市波动、债务风险增加，全球从“多元化”转向“去美元化”，美国将难以用美元为所有外债融资，可能不得不用外币为债务融资，这将意味着美国不再享有特权，而是和普通国家一样受制于国际金融市场的纪律和外部的约束。

#### 参考文献：

- [1] 余永定. 美国国际收支平衡与中国的政策调整 [J]. 清华金融评论, 2022 (9) : 101-106
- [2] Brad Setser and Michael Weilandt. The US Income Balance Puzzle[R]. Council on Foreign Relations, Nov 2024
- [3] Douglas Holtz-Eakin. Why Does U.S. Investment Abroad Earn Higher Returns Than Foreign Investment in the United States? [R]. Congressional Budget Office, 2005
- [4] L.A. Lupo, Arnold Gilbert, and Michael Liliestedt. The Relationship Between Age and Rate of Return of Foreign Manufacturing Affiliates of U.S. Manufacturing Parent Companies[R]. Survey of Current Business, 1978
- [5] Maurice Obstfeld, Kenneth Rogoff. The Unsustainable US Current Account Revisited[R]. NBER Working Paper No. 10864
- [6] Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti. A Global Perspective on External Positions[R]. NBER Working Paper, 2005
- [7] Pierre-Olivier Gourinchas-Hélène Rey, From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege[R]. 2005
- [8] Raymond J. Mataloni Jr. An Examination of the Low Rates of Return of Foreign-Owned U.S. Companies[R]. Survey of Current Business, 2000
- [9] Ricardo Hausmann, Federico Sturzenegger. U.S. and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent A Big Bang[R]. Working Paper, Kennedy School of Government, November 2005

（责任编辑：冯天真）