

财富大变局

Gian Maria Milesi-Ferretti

金融危机袭来，各国贷款人和借款人发现对外账户出现惊人变化

金融危机仍在蔓延，已在全球范围内引起资产价格和汇率的剧烈变动。在发达经济体和新兴市场国家，股票市场的市值已损失40%以上。公司债和主权债的利差出现了意想不到的扩大。汇率大幅波动：多数新兴市场国家和一些发达经济体(如英国)的货币急剧贬值，而日元却大幅升值。汇率波动除了影响宏观经济运行以外，还严重影响到主要债权国和债务国的对外资产和负债状况。

以世界上最大的对外借款国——美国为例，这次危机对美国与世界上其他国家的对外资产和负债头寸产生了怎样的影响呢？初步测算表明，美国的对外净头寸——美国居民对其他国家的债权与其他国家对美国的债权之间的差额——在2008年出现了历史上最大的负值，已超过2万亿美元。这不但引发了美国财富市值的大幅缩水，对美国资产的国外持有者造成了损失，而且，财富缩水幅度已经大大超出了美国的净借款额（经常账户赤字），金额“仅仅”为6500亿美元左右。同样，资产价格和汇率的变化也严重地影响了拥有巨额经常账户盈余国家（如中国、日本和石油输出国）2008年的对外净头寸。

本文分析了正在发生的金融危机对借款国和贷款国对外净头寸的影响方式，以及可能产生的后果。本文首先介绍经济学家关于一国对外净头寸的计算方法；详细讨论了美国 and 债权国对外净头寸的变化情况；在结论部分，就这些问题的成因及其演变情况可能对解决全球不

平衡问题产生的影响，提出一些看法。

如何计算对外净头寸

首先，简单明了地解释一下人们对长期存在的“全球不平衡”问题而产生的担忧。“全球不平衡”问题是指，一些国家的经常账户出现巨大赤字并发生相应的对外负债（如美国），另一些国家的经常账户出现巨大盈余并持有相应的对外债权（如中国和主要石油输出国）。以赤字国家为例，说明这个问题的严重性。随着时间的推移，赤字国家会不断增加大量的对外负债，并为此支付利息（这就需要贸易盈余）。当赤字国对外头寸恶化时，其对国外资本的吸引力也会下降，进而引起本币贬值和对外借款成本上升。

显然，巨额对外负债的风险取决于国际环境。在国际金融体系不断一体化的时期，一国居民会提高海外投资的比重，这为国际借贷活动创造了更加宽松的条件。在金融动荡时期（目前就是金融动荡的一种极端状态），巨额对外借款的追索权风险会显著加大，对此，一些国家的案例已给予了生动的说明，如匈牙利和拉脱维亚。

为计算一个国家的对外净头寸，经济学家们通常用国际投资净头寸（net international investment position，简称NIIP，是指本国居民对其他国家的债权与其他国家对本国居民债权之间的差额）进行衡量。一国的NIIP会因以下两

个因素而发生变化：一是对外借款或贷款的净值（经常账户赤字或盈余的对应值），二是由于汇率和资产价格波动而产生的国家资产和负债价值的变化。例如，如果中国持有大量的美国国债，这些债券的价值因美国利率的下降而上升，那么中国的NIIP就会增加。相反，如果人民币对美元的汇率升值，就会使中国减少以美元计价的人民币资产价值，因此会使中国的NIIP恶化。不能把一国的NIIP与财富总量的计算相混淆，例如，如果一国企业提高了劳动生产率，企业的市场价值就会上升，也会因此增加国家的财富；但是，如果本国企业的一些股份为外国人所持有，这个国家的NIIP也可能恶化，因为其他国家自然会因此而增加一部分收益。

美国NIIP的演变情况

为什么美国的NIIP会恶化得如此严重呢？这会产生怎样的后果呢？

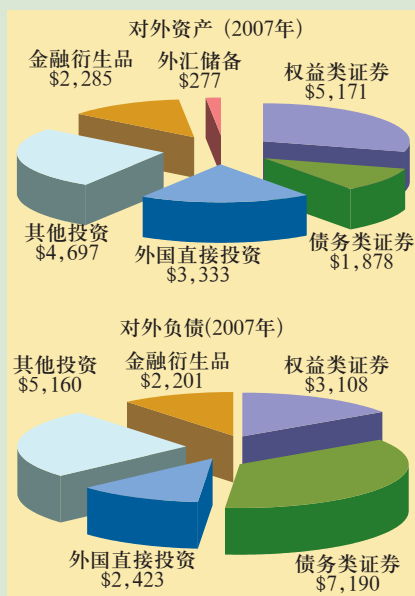
为了解美国的演变情况，首先有必要描述一下2007年末美国NIIP的特点。2007年末，美国NIIP的负值高达2.2万亿美元（见图1）。美国的外国资产主要是权益类证券和外国直接投资，而其对外负债则以债务类工具为主（如国债和公司债）。美国的权益类净头寸（权益类证券资产和外国直接投资的资产总额—权益类证券负债和外国直接投资的负债总额）的正值大约为3万亿美元，而债务类净头寸的负值为5万多亿美元。从货币构成看，美国的外国资产大多以外币计价，而其负债则几乎全部以美元计价。

在金融危机的冲击下，2008年，已坚挺多年的股票市值在世界范围内大幅下跌。与其他国家相比，由于美国是大量持权益类工具的多头，因此股票市值的下降对美国居民的资本净值造成了严重损失。在美国以外的市场，股票市值下降的幅度比美国还要大，

图1
国际投资净头寸（NIIP）

2007年末，美国权益类净头寸为正值（3万亿美元），但债务类头寸为负值（5万多亿美元）。

（单位：10亿美元）

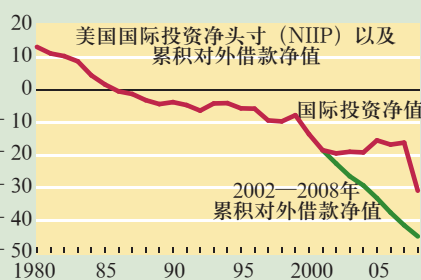


资料来源：经济分析局。

图2
趋势逆转

2002—2007年，美国资本收益净值持续增长，但在2008年发生了逆转。

（占GDP的百分比）



资料来源：经济分析局，作者测算。

这进一步扩大了美国居民的净损失，也使美元有所升值。总体来说，股价下跌造成美国权益类证券组合头寸损失1.3万亿美元左右。另外，美国对其他国家的外国直接投资的美元价值也受到了美元升值的负面影响，这意味着美国的权益类净头寸进一步恶化。

虽然全球金融危机起源于美国债务证券市场，进而引发了债券价格的巨幅波动，但这些波动对美国债务净头寸的影响很可能是有限的。2007年末，外国人持有相当大数量的美国国债（2.4万亿美元）、机构债（1.6万亿美元）以及公司债（2.8万亿美元）。随着利率的降低，国债和机构债的价值上升了，而公司债（包括私募抵押贷款支持证券）的价值却下降了。公司债的净损失很可能已超过国债和机构债的收益。

然而，与此同时，美国居民持有的海外债券由于多种原因出现了损失，例如：新兴市场美元债券价格下跌；美元升值使美国持有的以外国货币计价债券减值；欧洲公司债价格下降；资产支持债券价值的下降（美国居民购买的，由在开曼群岛注册的法人实体发行的美国抵押贷款支持债券）。美国居民持有这些债务工具的净损失完全超过了外国居民持有美国债券的损失。

综上所述，美国对外投资净损失很可能高达1.5万亿美元——

如果以市值计算外国直接投资，这个数额甚至会更高。这个巨额损失再次说明：在大量持有跨国金融工具的世界，金融工具的价格波动是如何对借款净值或贷款净值产生不利影响的。这还说明，从外部获得系统性的超额资产收益率，以此作为对经常账户的调整方案是十分危险的。如图2所示，在2002年至2007年，美国曾经获得巨额的资本收益净值，使其能够维持一个相当稳定的NIIP，尽管那时也严重依靠大量的对外借款。这些收益既产生于美国投资者所持有的高收益率国外权益类资产（这些资产价

值的增长远快于国外投资者所持有的美国权益类资产），也得益于美元的大幅度贬值，美元贬值使美国所持有的外币资产换算为美元后的价值增加了。但在2008年，这两个方面都发生了逆转。

债权国NIIP的演变情况

2008年，哪些国家获得了对外净头寸的净收益？进一步讲，汇率和资产价格的剧烈变化对全球的资产和负债产生了什么影响？首先，需要注意的是，全球股市价格的下跌使所有国家的金融财富市值大幅缩水，同时，许多国家还遭受民用和商用房地产价格下跌的冲击。对那些国外投资者的本国股票持有量明显超过本国居民的国外股票持有量的国家（包括大多数新兴市场国家和欧元区国家）来讲，尽管其财富总量缩水了，但这些国家的对外头寸还是实现了资本净收益。我粗略估计，在欧元区，由于权益类资产价格变化而增加的对外净头寸约为1万亿美元，几个新兴市场大国，如巴西、中国、印度、韩国和俄罗斯，资本净收益约为2000亿美元。

那么，资产价格和汇率的变化是怎样对最大债权国（中国、日本及石油输出国）的对外头寸产生影响的呢？2008年，这些国家的经常账户都出现了大量盈余，在其他条件不变的情况下，这就进一步增加了这些国家的NIIP。当然，资产价格和汇率的变化也产生了重大影响。具体表现如下：

- 如果以市值计算，中国从持有的美国国债和机构债中获得了大量的资本性收益，而且因美国利率下降而提升了这些债券的价值。这些净收益应当加到上述权益类证券组合的净头寸之中（外国人持有的中国公司股票——包括美国人持有的证券存单，比中国居民持有的外国股票要多）。另一方面，人民币对美元及其他货币的汇率升值，提高了在中国的外国直接投资（FDI）的美元价值。两者相抵之后，中国的资本净收益是正值，因此，以市场价值计算，中国NIIP的增长超过了经常账户盈余的增长。

- 尽管日本的经常账户实现了盈余，但由于NIIP下降了，因此体现为资本的净损失。造成这种情况的主要原因是汇率的波动：2008年，日元大幅升值（名义汇率升幅高达30%以上）。由于日本的外国资产多以外币计价，负债以日元计价，因此，在与负债进行比较时，换算为日元的外国资产价值就下降了。

- 由于有关石油输出国对外资产规模和结构方面的信息极少，很难计算资产价格变化对这些国家对外资产价值的影响情况。根据全球权益类资产价格下降情况，这些国家的对外资产价值很可能也是下降的，

但无法精确计算下降幅度（有关海湾合作组织国家的主权财富基金损失估算情况，可参阅Setser和Ziemba，2009年）。

对解决全球经济不平衡问题造成的影响

全球NIIP的演变，更进一步讲，仍在继续的经济和金融危机，将对解决全球经济不平衡问题的前景产生什么影响呢？虽然用几小段话不可能讲清楚这个问题，但罗列几点普遍看法还是有必要的：

- 在这次危机之前，对外调整进程已经开始了，至少进行了部分调整。除了石油进口受到能源价格上涨到空前水平的影响以外，2005年底以来，美国经常账户的赤字一直在下降，这得益于美元在2002年达到峰值以后的大幅贬值。

- 随着权益类资产缓冲作用的大幅下降，美国巨大的债务头寸负值现在显得更加脆弱，这更加体现出进一步降低经常账户赤字的重要性。

- IMF的《世界经济展望》预测，石油价格的大幅跳水和美国需求的急剧萎缩将有助于美国减少经常账户的赤字，2009年，这一数额可能减少1500亿美元，甚至更多。

- 更概括地讲，随着全球供给和需求的大幅减少，国际贸易规模正在直线下降。美国和其他国家在贸易和经常账户收支方面的变化情况将取决于各个贸易伙伴国家经济衰退的严重程度和持续时间，这显然存在很大的不确定性。

对于主要的债权国和地区的看法如下：

- 石油输出国。在对外资产价值减少的同时，石油输出国的石油收入也大幅度减少。2008年，石油输出国的确还有6000亿美元的经常账户盈余，但2009年可能都没有盈余了。

- 日本。由于日元大幅度升值和国外需求减少，使经常账户盈余减少，但商品价格下跌将减缓经常账户盈余减少的程度。

- 中国。商品价格的下跌将有利于中国对外账户出现盈余，但在抵御国内经济严重下滑风险方面，关键是实施大规模刺激国内需求的措施，这也有助于实现对外收支的平衡。

Gian Maria Milesi-Ferretti是IMF研究部助理主任。

参考文献：

Setser, Brad, and Rachel Ziemba, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune," Council on Foreign Relations Working Paper (Washington); see www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf.