

# 不平等国际货币体系下资本偏向流动 与中美贸易失衡

杨 超

**摘 要** 中美贸易失衡是影响大国关系和高水平对外开放的关键问题,对其原因的探究具有重要的理论和现实意义。在不平等的国际货币体系下,资本流动过度偏向中心国家,可能导致实体经济的失衡,也会引起中美贸易失衡,而这一结构性因素并未得到充分重视。美元成为国际储备货币后,跨境资本流入使得美国的经常账户和贸易账户保持赤字状态,表现为美国和贸易伙伴的贸易失衡。非关税因素在美国贸易赤字传导中发挥关键作用,尤其是贸易伙伴对美国的资本输出规模越大、全球价值链参与度越高、制造业规模越大,其与美国的贸易失衡规模就越大。如果国际货币体系继续以美元为中心,美国的对外贸易将依然保持逆差,并持续向其贸易伙伴传导,目前这一现象在中美贸易失衡中得到体现,未来也可能在美国和其他经济体的双边贸易中显现。在美国对外贸易平衡与维护美元的国际储备地位难以兼顾的情况下,贸易争端并非解决中美贸易失衡的可行方式。推进人民币国际化并促进中国金融市场高质量发展,能够减少对美元体系的依赖,有助于缩小中美贸易不平衡。

**关键词** 中美贸易失衡;美国贸易逆差;国际货币体系;跨境资本

**中图分类号** F740 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2024)05-0073-12

**基金项目** 国家社会科学基金青年项目(23CGJ027)

自人类开始进行国际贸易以来,贸易不平衡问题一直备受各国关注。16世纪40年代,英国学者托马斯·史密斯强调“勿让进口超过出口”,晚期重商主义代表托马斯·孟则提出“多卖少买”的策略,以促进货币流入超过流出。贸易失衡现象贯穿了近500年的全球经济发展历程。自20世纪80年代以来,美国对中国的贸易逆差逐年扩大,成为人类历史上规模最大的贸易失衡。解释贸易失衡的原因时,一些研究从实物角度出发,指出国家间的要素禀赋差异、汇率制度扭曲、关税和非关税壁垒,以及经济周期变化等因素影响了经济体的贸易平衡。跨境资本流动和资产负债关系的失衡反映了贸易失衡的影响。随着全球金融一体化的加深,尤其是在不平等的国际货币体系下,资本流动失衡可能会对实体经济产生影响,二者的互动机制值得深入研究。在中美贸易争端持续的背景下,探究美元体系下资本流动规律为评估中美贸易失衡的变动趋势提供了新视角。

理论而言,任意两个经济体之间的贸易都包括货物流动与资本流动两个方面。在金属货币和金本位时期,黄金和白银从盈余国流向赤字国,是跨境资本的主要表现形式,其目的主要是为了服务于贸易结算的需要。然而,随着布雷顿森林体系的解体,主权货币的发行不再受黄金储备的制约,货物流动和资本流动的关系也发生了深刻变化,如今大部分的跨境资本流动不再仅仅为了国际贸易结算,而是独立存在。随着国际货币体系向单极化发展,跨境资本流向美国的趋势加强,对美国的国际收支格局产生了深远影响。具体而言,资本账户盈余规模持续扩大,导致经常账户赤字相应扩大。这种现象背后的机制是什么?美国又是如何将其贸易逆差传导给贸易伙伴的?对于上述问题的研究,有助于准确把握中美

贸易失衡的本质、根源和未来走势。

## 一、文献综述

从既有研究看,与本文相关的文献成果主要聚焦于三个方面,即中美贸易失衡规模的测度、中美贸易失衡的原因以及不平等国际货币体系的影响。

### (一) 中美贸易失衡规模测度

就中美贸易失衡规模而言,学者普遍发现由官方统计数据计算得到的中美贸易失衡,不能代表真实的失衡规模,李昕和徐滇庆测算了中国与贸易伙伴之间的增加值贸易,重新估算中国的外贸依存度和贸易差额,他们指出,在扣除加工贸易的重复计算和剔除外资出口之后,中国不存在严重的外贸失衡<sup>[1]</sup>(P29-55)。刘遵义等人发现中国的出口包含很多国家的进口原材料和部件,中国对美国出口货物总值约为美国对中国出口货物总值的四倍,但如果以国内增加值衡量真实出口,中国对美国出口仅为美国对中国出口的两倍左右<sup>[2]</sup>(P91-103)。

### (二) 美国贸易逆差和中美贸易失衡的原因

部分学者在储蓄—投资的框架下开展贸易失衡的研究,如Feldstein认为,美国家庭部门财富水平快速增长引起了美国储蓄率下降,储蓄率过低是美国经常账户处于逆差状态的重要原因<sup>[3]</sup>(P113-125)。美联储前主席伯南克则认为中国等新兴经济体储蓄过剩是引起美国巨大经常账户逆差的重要因素<sup>[4]</sup>。余永定认为使用储蓄—投资恒等式框架去解释贸易失衡是错误的,恒等式本身并不反映因果关系,恒等式两边互相作用的传导机制才是理解贸易失衡的关键<sup>[5]</sup>(P7-44)。就中美贸易失衡而言,学者从比较优势、跨国公司所有权安排、要素禀赋差异、全球产业链分工等角度对中美贸易失衡进行解释。沈国兵认为,中美贸易失衡是中国在劳动密集型、资源易耗型及技术成熟型工业制品上发挥比较优势的结果<sup>[6]</sup>(P5-16)。王耀中等人从微观生产组织的角度,分析中美贸易失衡的成因,发现中美贸易失衡源自美国在华跨国公司所有权安排、贸易组织结构选择与控制<sup>[7]</sup>(P125-148)。鞠建东等人从一般均衡框架视角证实发展中国家由于劳动要素更加丰裕,推行贸易自由化改革往往引起经常账户顺差<sup>[8]</sup>(P1034-1051)。

### (三) 不平等国际货币体系的影响研究

关于不平等国际货币体系的定义,学界普遍认为指的是1973年布雷顿森林体系瓦解后的货币体系。在“后布雷顿森林体系”下,各国逐步放开资本账户管制,导致跨境资本迅速增加,主要以美元为主导。美元的“过分特权”对发展中国家的金融稳定 and 经济发展产生负面影响。新兴经济体的贸易和融资都高度依赖美元,当美联储收紧货币政策,强势美元直接提升了新兴经济体的偿债成本,加剧了利率上升的趋势,拖累经济增长<sup>[9]</sup>(P530-551)。肖立晟等人发现中国对外资产的收益深受不平等国际货币体系的影响,通过降低中国投资者对美国资产的偏好,可以从整体上减少我国海外资产收益率的过度损失<sup>[10]</sup>(P323-342)。Bruno和Shin利用墨西哥企业层面数据发现,美元升值后,更加依赖美元融资的出口商遭受更大的信贷下降和出口放缓,即便企业的出口市场是美国<sup>[11]</sup>(P2963-2996)。

基于对上述研究的梳理,本文试图从几个方面实现突破:一是在第一类和第二类文献基础上,理顺美国贸易逆差的形成和中美贸易失衡形成的逻辑,从美国国际收支的角度分析美国贸易逆差形成的重要机制和原因。二是对第三类文献进行扩展,将不平等的国际货币体系与双边贸易失衡相结合,深入研究中美贸易失衡与国际货币体系单极化的紧密关系。三是对美国贸易赤字的传导机制进行研究,探讨影响其贸易逆差结构的主要因素。

## 二、跨境资本发展与美国国际收支格局的形成

在金本位时期,跨境资本增长受到两方面限制:一是黄金和白银的开采速度缓慢,全球货币供应相对稳定,限制了跨境资本的增长;二是通讯技术不发达、货物运输成本高,制约了国际贸易的发展,减少

了实体经济对跨境资本的需求。因此,金本位时期的跨境资本对各国国际收支的影响相对有限。随着布雷顿森林体系的建立和瓦解,国际货币体系经历了重大转变:第一,美元与黄金脱钩,导致美元本位取代了黄金—汇兑本位制,美元依然是国际储备货币;第二,大多数国家为了拥有独立的货币政策,采用浮动汇率制度并放弃资本管制;第三,资本自由流动和金融一体化迅速发展。这些变化为跨境资本的快速增长创造了条件,对美国的国际收支产生了重要影响。

### (一) 跨境资本的发展趋势

对外贸易与GDP之比、跨境资产和负债与GDP之比分别是衡量国际贸易和跨境资本规模的重要指标。图1显示,在金本位制下,跨境资本与GDP之比的波动在90%-100%之间,而国际贸易与GDP之比

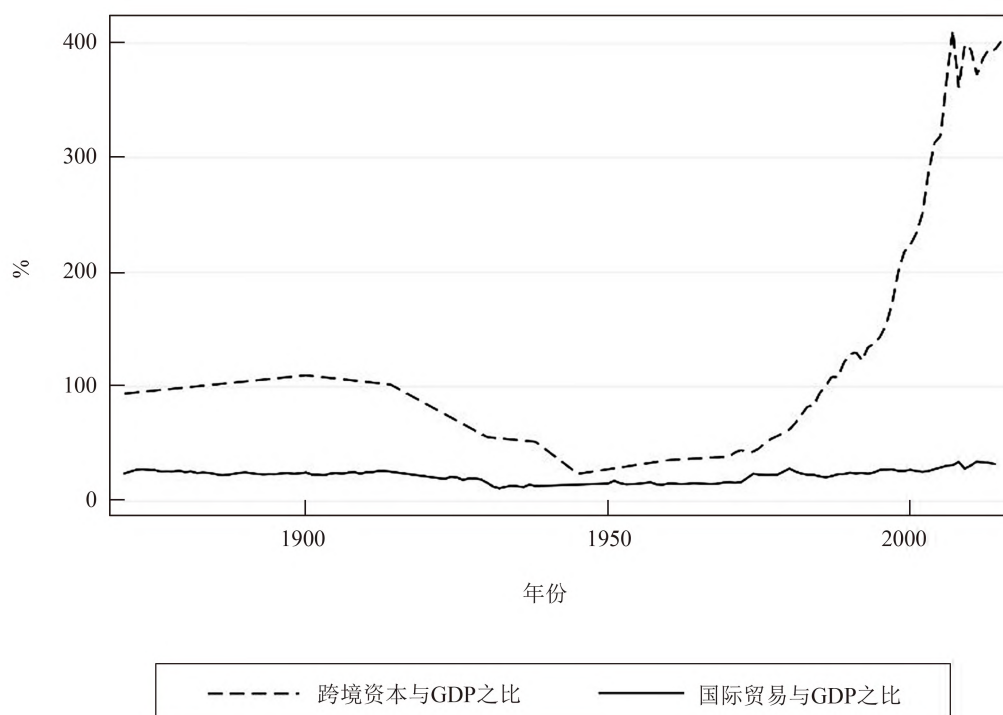


图1 跨境资本与国际贸易增速对比(1870-2015年)

资料来源: BIS Annual Economic Report: "Understanding Globalization", June 2017.

保持在25%左右,反映出贸易自由化和金融一体化水平相对较低的情况。随着布雷顿森林体系的结束,跨境资产和负债占GDP之比从43%增长至401%,国际贸易与GDP之比从30%增长至58%。跨境资本的增幅远超国际贸易,表明跨境资本的形态和目标已经发生了转变。在政府层面,为了平衡国际收支和维护汇率稳定,一些国家的中央银行和主权财富基金增加了对美元、英镑、日元等国际储备货币的购买,推动了跨境资本的增长。在私人层面,随着各国人均收入的增长,居民对多元化资产配置的需求增加,购买的国外资产成为跨境资本流动的重要组成部分。随着金融科技的发展进入数据时代,金融资产从传统的实物形态向数字形态演进,数字货币已经成为跨境资本不可忽视的新形态。在这一过程中,像美国等发达经济体成为跨境资本流入的主要目的地,深刻影响其国际收支情况。

### (二) 跨境资本流入与美国国际收支结构

全球各国流向美国的资金规模逐年增长,导致美国的资本账户长期处于盈余状态。在1990年至2020年间,累计资本净流入从3242亿美元增长至14万亿美元。在次贷危机的影响下,美国经常账户失衡规模大幅收窄。在2009年以来的10年间,美国资本账户盈余波动在3300亿至4000亿美元之间,约占

GDP 的 2%; 新冠疫情暴发后, 资本账户与 GDP 之比攀升至 3.6%(见图 2<sup>①</sup>)。从跨境资本的构成看, 证券、

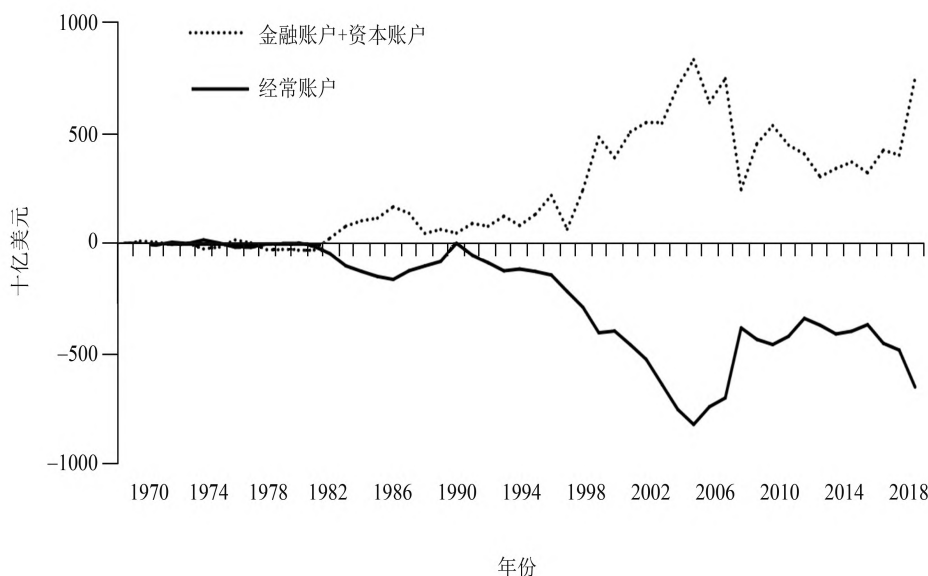


图2 美国经常账户和资本账户余额(1970-2020年)

资料来源:笔者自制,采用的数据由世界银行提供。

股票等组合投资是资本净流入的主要组成部分(见图 3)。例如,2018 年流入美国的直接投资、组合投资和其他投资分别为 9761、74106、17891 亿美元,其中组合投资占比高达 72.8%。大部分跨境资本并未用于支持美国的实体经济。

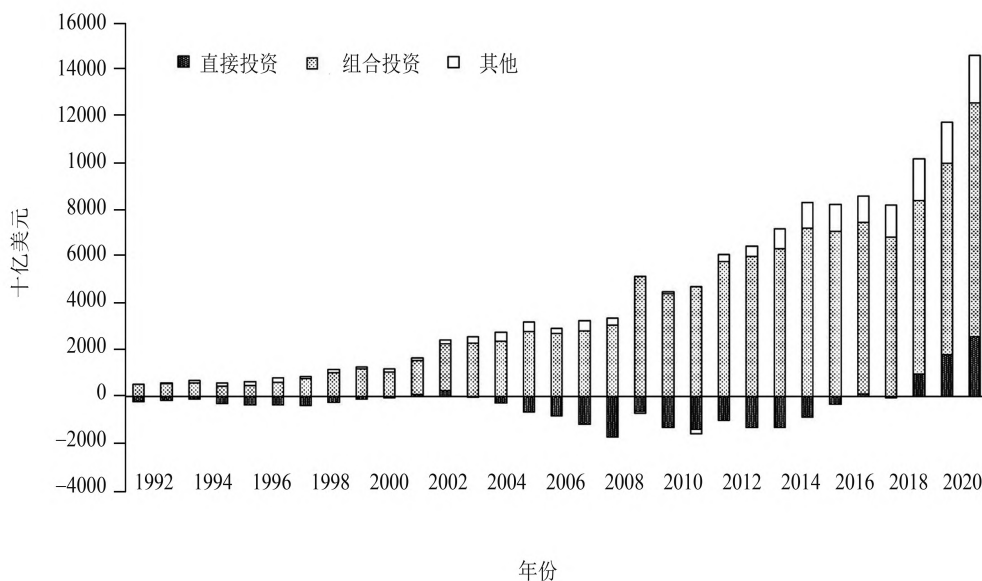


图3 直接投资、境外组合投资和其他项目资本净流入(1992-2020年)

资料来源:笔者自制,数据由 CEIC 提供。

① 由于统计误差,资本账户+金融账户余额与经常账户余额规模不完全呈镜像关系。



### (三) 跨境资本流入对美国国际收支的影响

对于一个国家而言,经常账户保持逆差、资本账户保持顺差,通常与储蓄率偏低、消费率偏高密切相关。跨境资本流入美国一方面推动了消费率的增长、抑制储蓄率的提升,另一方面,跨境资本流入也带来了“荷兰病”效应,削弱美国制造业的竞争力,使得国内生产难以满足国内需求,增加了进口依赖。

#### 1. 需求侧:跨境资本与过度消费

跨境资本流入在美国消费增长中扮演重要角色。自2003年以来,外国银行在美国国内融资信贷市场的比重迅速增加,其资产规模快速扩张。直至2008年金融危机前夕,欧洲银行的美元资产与美国国内商业银行的资产规模相当。从外国银行资本的角度看,新增的美元融资以跨境资本的形式,主要用于购买资产支持证券(ABS),向美国居民提供贷款。2003年至2007年期间,外国银行对ABS的大量购买导致其收益率下降了60至160个基点,与安全资产利率差显著缩小,这被认为是引发2008年金融危机的重要原因<sup>[12]</sup>(P219-234)。外国金融机构的信贷供给冲击导致美国利率下行、银行体系流动性过剩,一些学者将此描述为“全球银行业过剩”(Global Banking Glut)<sup>[13]</sup>(P155-192)。跨国金融机构的借贷行为引发的跨境资本流动不仅极大促进了美国信贷市场的繁荣,还对美国的消费储蓄结构产生了深远影响。跨境资本流入还推动了美国资产价格的增长。资产价格的上涨带动了居民财富的增加,释放了新的购买力,进一步刺激了美国的消费需求。从1980年到2020年,美国居民消费占GDP的比例从61%上升至67%,比OECD国家平均值高出近7个百分点。此外,在低利率环境下,美国政府无需过度担忧利息成本的增加,可以继续扩大财政赤字,政府消费规模的增加也推高了美国的整体消费率。

#### 2. 供给侧:跨境资本的“荷兰病”效应

跨境资本流入会推高美元汇率,削弱美国制造业的竞争力<sup>[14]</sup>(P1-5)。特别是在经济危机期间,全球投资者由于恐慌情绪增加对美元资产的购买,这使得美国制造业复苏更加困难。一些学者将此称作美元的“荷兰病”效应。“荷兰病”指的是一国某些特定行业(通常是初级产品部门)异常繁荣,而导致其他行业(通常是制造业)衰退的现象。比如澳大利亚的矿石采掘业、荷兰的石油天然气、挪威和OPEC国家的石油部门的繁荣,都对制造业发展产生了负面影响<sup>[15]</sup>(P825-848)。类似地,接受国际援助或大量依赖国外私人汇款的经济体,也因为外资流入而抑制了其制造业的发展<sup>[16]</sup>(P106-118)<sup>[17]</sup>(P102-116),跨境资本流入对美国制造业的负面影响,与上述现象有着本质上的相似性。这些发现为研究跨境资本流入如何

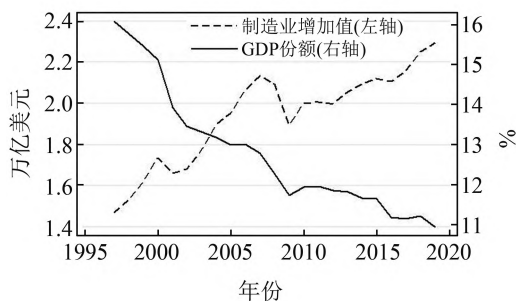


图4 美国制造业增加值及其在GDP中的份额

资料来源:笔者自制,数据由世界银行提供。



图5 美国制造业就业总人口

数据来源:笔者自制,数据由CEIC提供。

影响美国制造业提供了重要启示,图4和图5分别从制造业增加值和就业的角度展现了跨境资本的“荷兰病”效应。

布雷顿森林体系瓦解后,美国的制造业就业人数不断下滑,制造业在美国GDP的比重不断下降,导致了“美国生产”不能满足“美国需求”,居民消费过度依赖进口,典型体现了跨境资本流入下的“荷兰病”效应。从2000年到2019年,以2015年不变价计算,美国制造业增加值从1.7万亿增长至2.3万亿美元,年均增长1.5%。与此同时,制造业增加值占GDP的份额从15.1%下降至10.9%。制造业的衰退还伴随着

制造业就业人数的大幅减少。从1980年到2000年,制造业就业人数从1913万下降至1718万,减少近200万;2000-2020年,制造业就业人数从1718万下降至1225万,减少近500万。从美国20世纪40年代至今的制造业就业人口变化情况可以看出,就业人数的大幅减少发生在布雷顿森林体系瓦解的后期。2021年10月的就业人口数只有高峰时期(1979年6月)的64%。

总之,跨境资本通过降低信贷成本、促进消费,以及推高美元汇率并抑制制造业发展,导致美国经常账户逆差逐年扩大。这一现象的根本原因在于以美元为中心的国际货币体系。跨境资本流入是美元维持其霸权地位所必然面对的现实。

### 三、美国贸易赤字的传导机制

美国的经常账户赤字和贸易逆差与跨境资本的流入紧密相关。贸易逆差的对外传导和分配遵循一定的规律,其中向中国传导的贸易逆差规模、份额也受到该传导机制的影响。美国政府试图通过关税手段,实现减少经常账户赤字、贸易逆差和中美贸易失衡规模的目标,将很难实现。

#### (一) 贸易伙伴对美国的资本输出

贸易伙伴对美国资本输出主要是以持有美国联邦债和赴美直接投资为主,以资本账户净流入的形式反映在美国的国际收支平衡表中。从历年的情况看,贸易伙伴对美国净资本输出规模,总体上与美国对其贸易逆差规模具有一定的相关关系。如2020年在外国持有的美国联邦债中,日本占比为17.70%,高于中国的15.17%,但美国对日本的贸易逆差占美国贸易赤字总额的6.15%,低于中国34.28%的份额(详见表1<sup>①</sup>)。也就是说,2020年中国对美国的资本输出规模并没有日本大,但是获得更高的美国贸易赤字份额。

表1 美国联邦债持有比例及其与美国的贸易平衡

国家(地区)	持有债额度 (亿美元)	份额(%)	对美国贸易顺差(或逆差) (亿美元)	占美国贸易赤字份额 (%)
日本	12513	17.70	557.4	6.15
中国	10723	15.17	3102.6	34.28
英国	4406	6.23	-81.2	-0.89
爱尔兰	3181	4.50	564	6.23
卢森堡	2877	4.07	-8.6	-0.09
巴西	2583	3.65	-112	-1.24
瑞士	2555	3.61	568	6.28
比利时	2535	3.59	-67.6	-0.75
中国台湾	2354	3.33	302	3.33
中国香港	2241	3.17	-159.5	-1.76

资料来源:笔者根据U.S. Treasury Department International Capital System和CEIC的数据整理得到。

基于以上分析提出命题1:贸易伙伴对美国的资本输出会加重贸易伙伴与美国的双边贸易失衡。

#### (二) 贸易伙伴的全球价值链参与

随着通信技术的进步、交通运输成本的大幅下降以及各国贸易自由化进程的加快,跨国公司在全球范围内配置其设计、研发、生产、销售等环节,如今,全球价值链(GVC)已经成为世界经济的一个显著特征。在GVC的安排下,供应链环节分散在众多经济体之间,中间品贸易占全球贸易的比重显著增加, Miroudot等人发现该比例在56%-73%之间<sup>[18]</sup>(P2-40)。对于美国而言,其贸易伙伴GVC参与程度的差异可能带来双边贸易失衡程度的不同,也就是说,GVC可能会成为美国传导其贸易赤字的一个重要机

① 截至2020年12月,美国联邦债务中外国持有金额为7.07万亿美元,占美国联邦债务总额的33%。

制。首先,对于GVC参与程度的较高的贸易伙伴,中间品的过境次数增多,在总出口中所占比重显著提高,往往会积累贸易顺差。两个经济体之间的国际贸易中往往包含第三方的转移价值,加重了深度参与全球产业链经济体之间的贸易失衡<sup>[19]</sup>(P46-55)<sup>[20]</sup>(P111-124);其次,贸易伙伴GVC参与程度的增长是该经济体产业竞争力提升的表现,可能是由技术进步、国产化替代进程加快等因素引起,进而促进出口增长,也加重了贸易伙伴与美国的贸易失衡。

基于以上分析提出命题2:贸易伙伴GVC参与程度越深,美国对其贸易逆差规模越大。

### (三) 贸易伙伴的制造业规模

制造业规模及其在GDP中的比重,一定程度上反映了该经济体中制造业的竞争优势。对于美国而言,贸易伙伴的制造业规模可能成为其贸易赤字的传导机制,主要有以下两点原因:首先,就国内而言,美国的制造业占GDP比重不断下滑,呈现去工业化的趋势,美国依赖外国进口满足国内消费需求,美国的制造业贸易逆差规模更大。其次,制造业属于可贸易部门,对于制造业具有比较优势的经济体而言,其GVC参与程度很大程度上反映的是制造业的GVC参与程度,制造业规模越大,说明该经济体不仅具有GVC参与的深度,且兼具广度。

基于以上分析提出命题3:贸易伙伴制造业规模越大,美国对其贸易逆差规模越大。

## 四、实证检验

为验证上述研究假设,本文收集了美国与140个贸易伙伴的双边贸易数据,建立相应的数据库,构建计量模型,以检验影响美国贸易赤字传导的主要因素和变量。

### (一) 计量模型构建

为了检验贸易伙伴对美国的资本输出、贸易伙伴在全球价值链中的参与程度以及贸易伙伴的制造业规模对美国贸易赤字传导的影响,构建了以下计量模型:

$$Imb_{it} = \alpha_i + \beta_1 Capital_{it} + \beta_2 GVCp_{it} + \beta_3 Mfs_{it} + \gamma X_{it} + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中*i*表示国家或地区,*t*表示年份<sup>①</sup>。模型中加入了国家固定效应 $\alpha_i$ ,年份固定效应 $\delta_t$ ,以控制经济增长波动、突发政策,以及其他遗漏变量对回归结果的影响, $\varepsilon$ 为随机误差项。*Imb*表示美国与贸易伙伴的贸易失衡,值大于0时表示贸易顺差,小于0时表示贸易逆差。*Capital*表示贸易伙伴对美国资本输出规模,使用贸易伙伴持有美国联邦债衡量贸易伙伴对美国的资本输出规模。*GVCp*表示贸易伙伴的全球价值链参与,使用与GVC相关的增加值出口衡量全球价值链参与。*Mfs*表示制造业规模。

*X*表示控制变量向量,包括贸易伙伴的贸易开放度、美国对贸易伙伴的资本输出以及贸易伙伴的石油出口收入。贸易开放度用来衡量贸易伙伴市场开放程度对美国贸易赤字传导的影响;美国对贸易伙伴的资本输出可以看成是反向的资本输出,在美国的国际收支表中表现为资本账户的减小,预期反向资本输出规模越大,会减轻美国与贸易伙伴的贸易失衡;贸易伙伴的石油出口收入是为了控制资源出口类贸易伙伴对美国的贸易赤字传导的影响,由于这类经济体在国际贸易和国际金融市场的特殊性,将此变量单独列出加以控制,可以减轻遗漏变量对回归结果的影响。各个变量的统计信息、数据来源见表2。

### (二) 实证结果分析

本文首先检验贸易伙伴对美国的资本输出如何影响美国的贸易赤字传导。表3的第(1)列的回归结果显示,资本输出变量的系数为负,说明贸易伙伴资本输出越大,美国和贸易伙伴的贸易失衡程度越严重,验证了命题1。接着检验了贸易伙伴的全球价值链参与程度对美国贸易赤字传导的影响。表3的第(2)列回归结果显示,随着贸易伙伴的全球价值链参与程度增加,美国对该贸易伙伴的贸易逆差规模也增加,验证了命题2。最后研究了贸易伙伴的制造业规模对美国贸易赤字传导的影响。表3的第(3)列

<sup>①</sup> 由于美国对贸易伙伴的资本输出和贸易伙伴对美国的资本输出两个变量起始于2012年,数据样本期为2012-2019年。

表2 各变量的基本统计信息

变量	描述	观测值	平均值	标准差	数据来源
<i>Imb</i>	美国与贸易伙伴的贸易失衡	807	-6.616	36.674	WITS数据库
<i>Capital</i>	贸易伙伴对美国的资本输出	807	63.344	175.011	美国财政部
<i>Mfs</i>	制造业规模	807	9.081	2.217	世界银行
<i>GVCp</i>	全球价值链参与(出口中与GVC相关的增加值)	807	78.804	185.684	UNCTAD-Eora
<i>FTUS</i>	美国向贸易伙伴的资本输出	807	112.147	313.451	美国财政部
<i>OilEXRevenue</i>	石油出口国家	807	7.367	27.332	世界银行
<i>TradeGDPratio</i>	贸易开放度	766	0.915	0.560	WITS数据库

回归结果显示,贸易伙伴的制造业规模越大,美国与该贸易伙伴的贸易失衡程度越高,验证了命题3。将所有的解释变量放入同一个模型进行估计,以检验资本输出、全球价值链参与以及制造业规模是否同时对美国的贸易赤字传导具有显著影响,表3的第(4)列回归结果显示,美国的贸易赤字传导确实受到贸易伙伴资本输出规模、全球价值链参与度和制造业规模的综合影响。即贸易伙伴对美国的资本输出越大、参与全球价值链程度越高以及制造业规模越大,美国与该贸易伙伴的贸易失衡规模越大。

表3 基准回归

变量	被解释变量:美国对贸易伙伴的贸易逆差			
	(1)	(2)	(3)	(4)
资本输出	-0.034*** (0.009)			-0.034*** (0.009)
全球价值链参与		-0.075*** (0.015)		-0.075*** (0.015)
制造业规模			-4.099*** (1.553)	-3.527** (1.513)
反向资本输出	0.025*** (0.006)	0.014*** (0.005)	0.017*** (0.005)	0.026*** (0.006)
石油出口收入	-0.064*** (0.019)	-0.069*** (0.019)	-0.062*** (0.019)	-0.065*** (0.018)
贸易开放度	-2.963 (2.476)	-3.376 (2.458)	-4.346* (2.556)	-4.836* (2.486)
国家固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	766	766	766	766
R-squared	0.068	0.083	0.058	0.113

注:括号内为标准误差,\*\*\*、\*\*、\*分别表示估计的系数在1%、5%与10%的水平上显著。下表同。

### (三) 稳健性检验

基准回归的实证结果表明,美国贸易赤字的传导受到诸多非关税因素的影响,这里控制地区和时间交互固定效应、采用弱内生性样本,并删除美国对贸易伙伴保持贸易顺差样本的方式,检验基准回归结果的稳健性。

#### 1. 控制地区和时间交互固定效应

在实际情况中,影响美国贸易赤字传导的因素复杂多样。尽管基准回归表明资本输出、全球价值链参与和制造业规模对美国贸易赤字传导有显著影响,但该结果仍然有可能受到遗漏变量的影响。为解



决这一问题,引入国家所在地区和时间交互固定效应及所有时变或非时变的地区层面影响因素,以此缓解遗漏变量可能对结果带来的影响。表4第(1)列的结果显示,贸易伙伴对美国的资本输出规模越大、全球价值链参与度越高以及制造业规模越大,与美国的贸易失衡越显著,这表明基准回归结果的稳健性。

表4 稳健性检验

变量	遗漏变量	排除中国的影响	仅保留贸易逆差样本
	(1)	(2)	(3)
资本输出	-0.034*** (0.009)	-0.014*** (0.003)	-0.047*** (0.013)
全球价值链参与	-0.079*** (0.015)	-0.028*** (0.003)	-0.078*** (0.021)
制造业规模	-3.629** (1.521)	-0.569* (0.327)	-8.330*** (2.855)
反向资本输出	0.027*** (0.006)	-0.006 (0.006)	0.046*** (0.010)
石油出口收入	-0.061*** (0.019)	-0.077*** (0.014)	-0.083*** (0.026)
贸易开放度	-4.028 (2.637)	3.949*** (0.781)	-8.784 (5.489)
观测值	766	759	414
R-squared	0.115	0.428	0.176

## 2. 弱内生性样本

在实际情况中,中国是美国贸易赤字的重要传导对象,如在2017年,中国占美国货物贸易逆差的47%。中国对美国联邦债的持有规模和份额较高。这种反向因果关系使得资本输出变量具有内生性。因此,分析基准回归结果是否受到中美贸易关系的驱动,对深入理解美国贸易赤字传导机制具有重要意义。为了考察基准回归结果是否受中美贸易的特殊影响,从样本中排除了中国的观测值进行实证检验。表4第(2)列结果显示,即使排除了中国的数据,基准回归结果依然稳健。这说明本文的实证结果不完全由特殊的中美贸易关系所驱动。贸易伙伴的资本输出、全球价值链参与度以及制造业规模对于美国向其他贸易伙伴传导赤字,依然具有显著影响。

## 3. 删除美国对贸易伙伴保持顺差的样本

美国与绝大多数贸易伙伴存在贸易逆差,但也与部分贸易伙伴保持贸易平衡或顺差关系。本文针对“与贸易伙伴保持贸易逆差”的子样本进行了实证检验,表4的第(4)列回归结果显示,各解释变量的估计系数与表3基本一致,表明基准回归结果具有稳健性。

## 五、中美贸易冲突对美国贸易逆差结构的影响

在不平等的国际货币体系下,跨境资本过度流向美国对其国际收支产生显著影响,主要体现在资本账户盈余规模不断扩大,而经常账户受国际收支平衡的制约,必然会随之扩大。这一分析框架对于理解中美贸易冲突爆发后中美贸易失衡的走势具有重要意义。在美国与中国的贸易逆差发展趋势中,可以总结以下三点:

一是2018年以来美国的贸易赤字持续扩大。按照美国官方公布数据,2018-2022年间美国贸易逆差从8704亿美元扩大至1.18万亿美元(图6)。对于图6,需要说明的是,中美两国的贸易数据存在统计差异。如2021年中方统计的美国对华贸易逆差为-3963.7亿美元,美方统计的美国对华贸易逆差为-3535亿美元。这里为了统计口径的一致性,选用了美国的数据。使用中国官方统计的贸易数据不改变基本

结论。美国对华货物贸易逆差从2018年的4182亿美元下降至2022年的3829亿美元,中美贸易失衡缩小353亿美元。这说明,对华贸易逆差虽是美国贸易逆差的组成部分,但美国贸易收支平衡状况受中美贸易争端的影响不大。

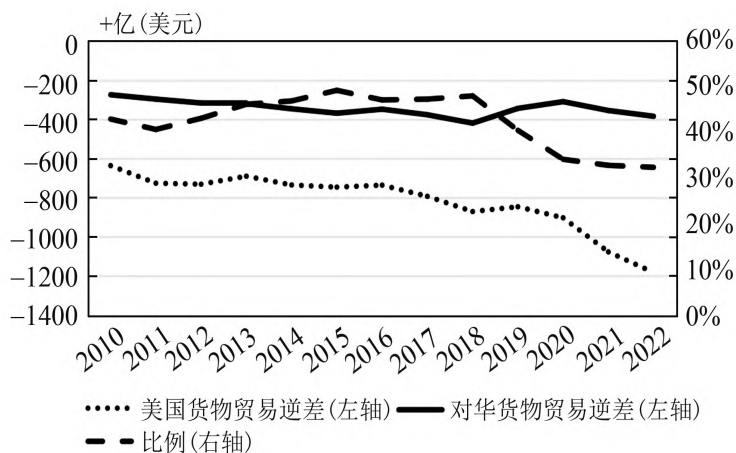


图6 美国货物贸易逆差和中美贸易失衡走势

二是美国贸易赤字中,中国份额下降,其他贸易伙伴份额上升。表5列出了美国与最大贸易伙伴双边贸易失衡相对规模的变化情况。2018年以后,美国对中国逆差的相对规模从48%下降至34%,对越南、墨西哥的贸易逆差相对规模呈现不同程度的上升,其中,美国对亚洲其他国家的相对规模上升了7个百分点。这说明,中美贸易冲突改变了美国贸易赤字向贸易伙伴传导的份额。

表5 美国与贸易伙伴贸易失衡变化情况

国家(经济体)	2017年	2018年	2019年	2020年
中国	0.47	0.48	0.40	0.34
日本	0.09	0.08	0.08	0.07
越南	0.05	0.04	0.06	0.08
德国	0.08	0.08	0.08	0.06
墨西哥	0.09	0.09	0.12	0.13
亚洲其他经济体 (除中国以外)	0.25	0.23	0.26	0.30

资料来源:作者根据US Census Bureau数据整理。计算方法为美国对贸易伙伴的贸易逆差/美国贸易赤字总额。

三是美国贸易赤字不降反升与跨境资本流入密切相关。中美贸易冲突没有改变美国资本账户净流入的态势。表6列出了2017年至2020年美国经常账户、资本账户和贸易赤字的变化情况。2018年以

表6 美国国际收支变化情况(单位:亿美元)

年份	资本账户	经常账户	贸易赤字
2017	3217.0	-3652.7	-7970.6
2018	4239.2	-4496.9	-8785
2019	4017.9	-4802.3	-8572.8
2020	7496.0	-6472.1	-9050

资料来源:笔者根据US Census Bureau数据整理。由于统计误差,第(1)和(2)列不完全相等。

来,美国资本账户从4239.2上升至7496.0亿美元,美国的经常账户逆差从4496.9扩大至6472.1亿美元。两者的扩张几乎同步。在此背景下,美国的贸易赤字也显著增加。尽管中国在总体贸易赤字中的比例有所下降,但随着美国贸易赤字规模的持续扩大,中美贸易失衡的绝对规模并未显著减少。

## 六、结论与启示

本文从理论角度和事实角度分析了美国经常账户和贸易账户保持赤字状态的原因,论证并强调了

跨境资本过度流入对此格局的重要影响。布雷顿森林体系瓦解后,跨境资本的形式和目标发生了显著变化,不再仅限于为贸易提供资金,而是单向、持续流入美国,深刻影响了其国际收支。从需求方面来看,跨境资本流入推高了美国权益资产和固定资产的价格,产生了财富效应,刺激了居民消费和政府财政支出的扩张,同时降低了储蓄率。从供给方面来看,外国投资者加大对美元资产的购买,导致“荷兰病”效应的出现。跨境资本的流入压力推高了美元汇率,降低了美国制造业部门国际竞争力,加剧了去工业化的趋势,导致美国贸易收支持续恶化。

美国对贸易伙伴的赤字传导与贸易对象的资本输出、全球价值链参与度以及贸易伙伴的制造业规模密切相关。当贸易伙伴对美国的资本输出规模较大、参与全球价值链程度高,以及具备较大的制造业规模时,其与美国之间的贸易失衡规模也会相应扩大。中国作为美国的资本净输出国,作为全球制造业龙头地位和亚洲生产网络核心地位的国家,将在未来继续成为美国贸易赤字传导的重要对象。研究还表明,即便在2018年3月美国对华商品加征关税后,中美贸易失衡规模的减小幅度有限;部分原本对中国的贸易逆差转移至其他经济体;美国的贸易赤字规模进一步增大。这些事实验证了中美贸易失衡的形成逻辑:美国为了维持美元国际储备货币地位,不得不接受经常账户赤字和贸易逆差的事实,惩罚性关税措施只能改变其贸易赤字在不同贸易伙伴之间的分配,双边政策调整层面上已不足以有效解决贸易摩擦。

本文可以得出以下几点启示:第一,理解中美贸易失衡需要从国际贸易和国际金融的复合视角进行考量,中美贸易失衡不仅仅是一个国际贸易问题。第二,随着跨境资本持续流入美国,美国必然会维持经常账户逆差,而中国将继续扮演美国贸易赤字的主要传导对象的角色。第三,美国与贸易伙伴之间的资本流动是影响美国贸易赤字传导的重要因素。未来,随着中国金融市场发展水平与美国逐步缩小,以及人民币在全球贸易和资产配置的更广泛使用,中国对美国资本净输出的必要性会有所降低,这有利于减少中美贸易失衡的规模。然而,中国制造业的竞争优势,以及在亚洲生产网络中的核心地位,会使得中国仍将长期成为美国最大的贸易逆差国。

### 参考文献

- [1] 李昕,徐滇庆.中国外贸依存度和失衡度的重新估算——全球生产链中的增加值贸易.中国社会科学,2013,(1).
- [2] 刘遵义,陈锡康,杨翠红等.非竞争型投入占用产出模型及其应用——中美贸易顺差透视.中国社会科学,2007,(5).
- [3] M. Feldstein. Resolving the Global Imbalance: The Dollar and the U.S. Saving Rate. *Journal of Economic Perspectives*, 2008, 22 (3).
- [4] B.S. Bernanke. The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks by Ben S. Bernanke at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri. *The Federal Reserve Board of Governors*, 2005.
- [5] 余永定.见证失衡——双顺差、人民币汇率和美元陷阱.国际经济评论,2010,(3).
- [6] 沈国兵.显性比较优势、产业内贸易与中美双边贸易平衡.管理世界,2007,(2).
- [7] 王耀中,洪联英,刘建江.企业所有权、贸易组织结构与中美贸易失衡——基于两国经济一体化均衡模型的分析.经济学(季刊),2010,(1).
- [8] J. D. Ju, K. Shi, S. Wei. Trade Reforms and Current Account Imbalances. *Journal of International Economics*, 2021, 131(4).
- [9] A. Huang, N. K. Kishor. The Rise of Dollar Credit in Emerging Market Economies and US Monetary Policy. *The World Economy*, 2019, 42(2).
- [10] 肖立晟,夏广涛,袁梦怡等.不平等国际货币体系下中国的“过度损失”.经济学(季刊),2022,(1).
- [11] V. Bruno, H. S. Shin. Dollar and Exports. *The Review of Financial Studies*, 2023, 36(8).
- [12] C. Bertaut, L. P. DeMarco, S. Kamin et al. ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis. *Journal of International Economics*, 2012, 88(2).
- [13] H. S. Shin. Global Banking Glut and Loan Risk Premium. *IMF Economic Review*, 2012, 60(2).
- [14] L. S. Goldberg, K. Crockett. The Dollar and U.S. Manufacturing. *Current Issues in Economics and Finance*, 1998, 4(12).

- [15] W. M. Corden, J. P. Neary. Booming Sector and De-industrialization in a Small Open Economy. *The Economic Journal*, 1982,92(368).
- [16] R. G. Raghuram, A. Subramanian. Aid, Dutch Disease, and Manufacturing Growth. *Journal of Development Economics*, 2011, 94(1).
- [17] P. A. Pablo, E. K. K. Lartey, F. S. Mandelman. Remittances and the Dutch Disease. *Journal of International Economics*, 2009, 79(1).
- [18] S. Miroudot, R. Lanz, A. Ragoussis. Trade in Intermediate Goods and Services. *OECD Trade Policy Papers*, 2009, No. 93.
- [19] 王孝松, 田思远. 全球价值链分工对贸易失衡的影响探究. *经济学家*, 2020, (10).
- [20] J. Brumm, G. Georgiadis, J. Gräß et al. Global Value Chain Participation and Current Account Imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 2019, (97).

## Capital Flow Bias and Sino-US Trade Imbalance Under The Unequal International Monetary System

Yang Chao (Chinese Academy of Social Sciences)

**Abstract** Sino-US trade imbalance is a key issue affecting relations between the two major powers and China's higher standard opening up. Investigating its causes holds theoretical and practical significance. Under the unequal international monetary system, excessive capital flows towards central countries may lead to imbalances in the real economy and also cause trade imbalances between China and the United States. However, this structural factor has not received sufficient attention. Since the U.S. dollar became one of the international reserve currencies, cross-border capital inflows have kept the U.S. current account and trade account in deficit, resulting in trade imbalances with its trade partners. Non-tariff factors play a crucial role in transmitting the U.S. trade deficit, in particular, the larger the scale of capital output by trade partners to the U.S. is, with higher participation in the global value chain and larger manufacturing scale, the greater the trade imbalance with the U.S. will become. If the international monetary system continues to be based on the U.S. dollar, the U.S. foreign trade will continue to maintain a deficit and transmit it to its trade partners. This phenomenon is currently reflected in the Sino-US trade imbalance and may also appear in bilateral trade between the U.S. and other economies in the future. When it is difficult to balance the U.S. trade balance while maintaining the international reserve status of the dollar, a resort to trade disputes is not a feasible way to address bilateral trade imbalances. Promoting the internationalization of the Renminbi and advancing the high-quality development of China's financial markets can reduce dependence on the dollar system, thereby helping to narrow the trade imbalance between China and the United States.

**Key words** Sino-US trade imbalance; U.S. trade deficit; international monetary system; cross-border capital

■ 作者简介 杨超, 中国社会科学院亚太与全球战略研究院助理研究员, 北京 100007。

■ 责任编辑 何坤翁