

全球视角的对外资产与负债

——方法论的重新表述

朱 超

(首都经济贸易大学 金融学院, 北京 100070)

摘 要:文章推演了测算净国外资产的两种方法:资本项目直接法与经常项目间接法的原理。推演结果显示,在考虑市价变动因素的情况下,前者更准确。测算结果发现,我国从1996年开始有正的对外净资产,但要大大低于经常项目累计顺差或累计外汇储备。因此,不能只关注对外资产而忽视对外负债的增值。我国还存在着对外资产负债主体错配与货币错配。从国际比较看,也不能说我国已持有了过高的净国外资产。以全球视角看,穷国向富国输出资本的发展模式不可持续,也不应该持续。

关键词:净国外资产;方法论;测算

中图分类号:F831.6 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2009)07-0088-12

一、引 言

国际经济一体化的发展带来了国家对外资产负债的相互交叉。始于2007年并愈演愈烈的全球金融危机已经充分说明各国外部不均衡下资产负债相互融合所带来的经济风险,而衡量这种风险的重要方法是国家资产负债表。资产负债表的特征是对金融存量变量的分析,是对流量分析的补充。反映外部不均衡的重要指标之一就是一国的净国外资产。关于净国外资产研究并不多,也并不深入。许承明(2000)分析过国际投资头寸与国际收支的数量关系,王义中等(2006)做过简单的测算。王信(2007)从金融发展的角度分析了总量关系。该研究领域的主要学者 Lane 和 Milesi-Ferretti(2006)曾做过一个国际的全面比较,但对我国数据的处理过于简单。IMF 也公布过2004年以后中国国际投资头寸的数据,但其更多的是考虑全球的适用性,对价值变化处理太少,结果有失准确。至于 NFA 的结构分析更是较少。笔者希望本文能厘清净国外资产与国际投资头寸、国际收支的内在联系,对净国外资产的测算方法进行一个深入的讨论,实现中国净国外资产的准确测度,并分析其结构,从中得出一些政策含义。

收稿日期:2009-05-06

基金项目:北京市教委人文社科资助项目(SM200910038008)

作者简介:朱 超(1974—),男,安徽庐江人,首都经济贸易大学金融学院副教授,金融学博士。

二、国际收支与国际投资头寸的联系

在表述净国外资产前,需要回顾一下国际收支平衡表与国际投资头寸表的关系。国际投资头寸(IIP)是一个经济体的对外金融资产和负债存量的资产负债表,反映一国在某一时点上对外资产与负债的价值及其构成。一个经济体的净国际投资头寸加上其持有的非金融资产(如产成品、存货、土地、自然资源等)构成了该经济体的国民财富净值(国际收支手册第五版,第 55 段),其项目分类如表 1 所示。

表 1 国际投资头寸表

资 产	负 债
1.直接投资	1.直接投资
1.1 股本资本和收益再投资	1.1 股本资本和收益再投资
1.1.1 对关联企业的债权	1.1.1 对直接投资者的债权
1.1.2 对关联企业的负债	1.1.2 对直接投资者的负债
1.2 其他资本	1.2 其他资本
1.2.1 对关联企业的债权	1.2.1 对直接投资者的债权
1.2.2 对关联企业的负债/b	1.2.2 对直接投资者的负债/b
2.证券投资/a	2.证券投资/a
2.1 股本证券	2.1 股本证券
2.2 债务证券	2.2 债务证券
3.金融衍生品/a	3.金融衍生品/a
4.其他投资/a	4.其他投资/a/b
4.1 贸易信贷	4.1 贸易信贷/b
4.2 贷款	4.2 贷款/b
4.3 货币与存款	4.3 货币与存款/b
4.4 其他资产	4.4 其他资产/b
5.储备资产	

注:/a:将按机构部门(货币当局、广义政府、银行和其他部门)对证券投资、其他投资、金融衍生品进行分类。还按原始期限对债务证券和其他投资进行分类。/b:为外债头寸的统计范围。

资料来源:IMF(2008)。

国际投资头寸的项目分类同金融项目组成部分基本一致。但国际收支平衡表中反映的是流量。国际投资头寸反映的是经过调整后的对外资产和负债的存量,两者存量之差称为国际投资头寸净额(NIIP)。在不考虑错误与遗漏因素时,经常项目差额和资本与金融项目差额应该满足下列会计等式:

CA+KA=0 (1)

其中,CA 为经常项目差额,KA 为资本与金融项目差额。(1)式反映了资本金融项目和经常项目之间所存在的融资关系。经常项目盈余反映对非居民债权的增加或货币当局购入储备资产,而经常项目逆差则需要由资本金融项目来融资,它表现为居民对非居民债权减少或货币当局减少储备资产。根据国际收支手册第五版:

$$KA = FDIA - FDIL + EQA - EQL + DEBTA - DEBTL + OA - OL + TR - NKT \quad (2)$$

其中:FDIA 和 FDIL 分别表示直接投资的外流与内流;EQA 和 EQL 分别表示股本证券投资的外流与内流;DEBTA 和 DEBTL 分别表示债务证券投资的外流与内流;OA 和 OL 分别表示其他投资的外流与内流;TR 表示储备资产交易;NKT 表示资本转移流量。将(1)式、(2)式合并写成:

$$CA = -\{(FDIA - FDIL) + (EQA - EQL) + (DEBTA - DEBTL) + (OA - OL) + TR\} - NKT \quad (3)$$

若不考虑各类存量资产的汇率、价格变化以及其他调整,(3)式右边的金融资产流量均可看成是国际投资头寸中所对应项目的资产与负债的存量变化。如进一步假定期初国际投资头寸中各项存量为零,则到 t 期末一国对外资产存量 A_t 与负债 L_t 的存量分别等于(3)式右边资产流量的累积,即:

$$\begin{aligned} A_t &= -\sum (FDIA_t + EQA_t + DEBTA_t + OA_t + TR_t) \\ L_t &= \sum (FDIL_t + EQL_t + DEBTL_t + OL_t) \end{aligned} \quad (4)$$

国际投资头寸净额则表示为:

$$\begin{aligned} NIIP_t &= A_t - L_t \\ &= -\sum (FDIA_t + EQA_t + DEBTA_t + OA_t + TR_t) \\ &\quad - \sum (FDIL_t + EQL_t + DEBTL_t + OL_t) = \sum CA_t + \sum NKT_t \end{aligned} \quad (5)$$

即国际投资头寸净额是经常项目累计差额与资本项目余额之和。本期国际投资头寸净额就表现为:

$$NIIP_t = NIIP_{t-1} + CA_t + NKT_t \quad (6)$$

根据国际收支手册第五版,资本项目主要包括与移民相关的资本转移、债务豁免以及政府间转移等。一般来说,资本项目的流量与存量都不大,可以忽略。这样,(6)式就可以写成:

$$NIIP_t = NIIP_{t-1} + CA_t \quad (7)$$

可以看出,忽略这些变量后,国际投资净头寸就是历年累计的经常项目差额,可以近似地代表一国的对外净资产。

三、方 法

现在我们回到净国外资产(NFA, Net Foreign Assets)的测算方法上来。我们讨论资本项目直接法和经常项目间接法这两种主要的测算方法及测算中应注意的一些问题。

(一)资本项目直接法

根据国际收支手册第五版,一国的净国外资产不外乎以五种形式出现:净国外直接投资(FDI)存量、净股本证券投资存量(EQ)、净债务性资产存量(DEBT)、其他投资(OI)以及储备资产(FX)。这五种都代表着资产的运用形

式,代表着未来对外国资产或商品的求偿权。国外直接投资可以通过撤资收回本金与收益或分红实现收益;股本证券投资可以通过卖出股票转换成其他四种金融资产或实现未来消费;储备资产也代表着对国外资产和商品的求偿权;至于净债务性资产和其他投资资产则是一种更直接更容易理解的资产。所以,净国外资产就是上述五项之和。具体表达式如下:

$$\begin{aligned} \text{NFA}_t = & \text{NFA}_{s-1} + (\text{FDIA}_s^t - \text{FDIL}_s^t) + (\text{EQA}_s^t - \text{EQL}_s^t) + (\text{DEBTA}_s^t \\ & - \text{DEBTL}_s^t) + (\text{OA}_s^t - \text{OL}_s^t) + \text{FX}_s^t \end{aligned} \quad (8)$$

其中,A、L 分别表示对应的资产和负债。上下标表示从时间 s 到 t 的流量累积。

(二)经常项目间接法

Lane 和 Milesi Ferretti (2001) 从经常项目的角度来解释净国外资产。他们认为不管净国外资产以怎样的形式实现,其来源主要是一个国家的经常项目顺差。这其实是一个国家为获得未来消费而进行的现时储蓄。经常项目顺差出口了现时消费,才获得了以资本和金融项目体现出来的未来消费。公式表示为:

$$\text{NFA}_t \approx \text{NFA}_{s-1} + \sum \text{CA}_t + \text{NKT}_s^t \quad (9)$$

其中:S 和 t 的上下标表示从时间 s 到 t 的流量累积,NKT 表示资本转移的累积。

到这一步,我们已经可以看出来,国际净投资头寸其实可以看成净国外资产的一种近似表述方式。不同的是,国际净投资头寸一般以国际投资头寸表的形式通过资本项目直接法来计算,而净国外资产有时以经常项目间接法的方法来计算。二者之间的差异原理后文会继续说明。

(三)关于资本项目转移

资本转移(Capital Transfer)主要包括各级政府的转移(主要是债务豁免)和私人的转移(主要是移民的转移和债务豁免)。因为其是一种单方面转移,我们要相应地从累积经常项目中扣掉。为便于理解,我们先从流量的角度举一个具有代表性的例子来分析。假设一国经常项目顺差 200 亿美元,分别用于对外直接投资 50 亿美元,股权投资 30 亿美元,债务性资产 20 亿美元,其他投资 10 亿美元,官方储备增加 80 亿美元,对外移民带走资产 10 亿美元(或本国政府赦免国外的债务 10 亿美元)。根据(3)式有:

$$200 - 50 - 30 - 20 - 10 - 80 - 10 = 0$$

从资本项目直接法来看,不考虑资本转移,净国外资产为其他五项之和,为 190 亿美元。从经常项目间接法来看,也是这样,200 亿美元的经常项目顺差只有 190 亿美元形成了对外的净资产,而其中的 10 亿美元被对外移民带走,这部分移民已不再是本国的居民,相应地,这部分对应的资产也将不再是本国的对外资产(如果是本国政府赦免了国外的债务 10 亿美元,本国的净国外资产也将相应减少 10 亿美元)。所以这部分要被扣掉,净国外资产也是 190 亿美元。

(四)关于错误与遗漏

错误与遗漏是在经常项目、资本与金融项目、官方储备变动三大项后用来

平衡国际收支表的。官方储备一般较为客观,所以错误与遗漏既可能出现在资本金融项目中,也可能出现在经常项目中。如果出现在资本金融项目中,负号的错误与遗漏(可近似看成资本外逃)形成净国外资产;正号的错误与遗漏(未记录的资本内流)则代表着净国外负债的增加。这与资本和金融项目中其他资产无异。

假定当年储备资产变动为零,则有:

$$CA + KA + EO = 0 \quad (15)$$

如果错误与遗漏出现在资本与金融项目中,我们可以将其视为其他投资资产的变动,此时根据经常项目间接法,净国外资产应为 CA(假定期初存量为零);根据资本项目直接法,净国外资产为 KA+EO,也等于 CA。

如果错误与遗漏出现在经常项目中,EO 应直接修正当年的 CA 流量。此时,根据经常项目间接法,净国外资产应为 CA+EO(假定期初存量为零);根据资本项目直接法,净国外资产为 KA,二者仍然相等。

所以,无论是哪种情况,通过两种方法测算出来的净国外资产均相同。有的处理就是将错误与遗漏项合并到其他投资中去(Lane 和 Milesi Ferretti, 2001)。但是,值得注意的是,错误与遗漏到底是出现在资本与金融项目还是在经常项目中,净国外资产本身的结果却是有差异的。上例中,前者是 CA,而后者则是 CA+EO。在本文随后的测算中,我们假定错误和遗漏出现在资本项目方。这也比较符合实际。直觉上,纯粹由于经常项目的统计误差可能不会是错误和遗漏的主体部分。

可以看出,理论上,资本项目直接法实际上是从实现形式上解释净国外资产,而经常项目间接法则是从来源上解释净国外资产。两种方法计算出来的净国外资产理论上应该一致。但在实际测算时有没有差异?有。这种差异将表现在资产价格与汇率调整上。

(五)考虑资产价格与汇率调整

从资本项目直接法来看,净国外资产可以分成两部分:一部分为名义金额基本不变的资产,如债务性资产(包括债务证券与其他投资资产)与官方储备;另一部分为名义价格变动很大的权益性资产,如证券投资与直接投资。对这两块应该有不同的处理方法。

对于第一类名义金额基本不变,其价格基本不会变化。即使对于贷款型的债务证券,如果要考虑折扣的话,那么对债权与债务方就会不一致。严格来说,对于资产方应该以市场价值确认,但对于负债方,其真正的负债却是账面价值,应以账面价值确认。为防止这种不一致,统一为账面价格。对于其中用其他外币定值的部分,要考虑汇率的变动因素。这里先不考虑其收益问题。

$$DEBTL_t = DEBTL_{t-1} \frac{rer_t}{rer_{t-1}} + \Delta DEBTL_t \quad (11)$$

$$DEBT_t = DEBT_{t-1} \frac{rer_t}{rer_{t-1}} + \Delta DEBT_t \quad (12)$$

$$rer^i = \frac{def_i}{def_{us}} e_{us}^i \quad (13)$$

其中: rer^i 表示其他币种 i 对美元的实际汇率。 def 代表该国的 GDP 平减指数, e_{us}^i 为名义汇率。这里实际上就是将其他币种的资产与负债转换成同一种货币美元后由于真实汇率变动所带来的价值变化。当 i 为美元时,也能成立,其不同年份的名义汇率和实际汇率的分子分母均为 1。对于官方储备可以采取同样的处理方法。

关于汇率调整,对于本文下面的度量作一些说明。由于中国对外资产与负债基本上都是以外币定值的,其清算也基本是同种货币,所以定值货币与清算货币之间并不存在汇率差。国际收支报告货币是美元,这样,即使对于一般用本币确定价格的直接投资与证券投资也已经作了汇率兑换。所以对于里面的分项不再作汇率调整。但实际上资产负债应该还有其他币种的成分。我们假定以美元、欧元、日元构成,其比例为 7:2:1。后文我们将以这个币种比例以美元与欧元、日元之间的实际汇率调整由于这三种货币间的汇率变化而带来的资产持有价值的变化。

对于第二类权益性资产,除汇率外,还要考虑其价格变化,但对于其中的证券投资与直接投资又要区别对待。先看证券投资。对于债务国,国外流进的证券投资,其负债的准确金额理论上应该是随着每一种投资的股票随行就市。但这样会过于繁琐,简便的处理方法可以以一国的某一股票价格指数的变动幅度来计算。对于债权国,相对要复杂一些。其对外的股权投资可能分布在不同国家,用本国的股票价格指数显然不能说明问题,用其中某一国的股票价格指数也不能说明问题。相对好的处理方法应该是根据权益性资产的不同国家分布采取加权平均计算。这样,对于证券投资项:

$$EQL_t = EQL_{t-1} \frac{Index_t}{Index_{t-1}} \left(\frac{rer_t}{rer_{t-1}} \right) + \Delta EQL_t \quad (14)$$

$$EQA_t = EQA_{t-1} \frac{WIndex_t}{WIndex_{t-1}} \left(\frac{rer_t}{rer_{t-1}} \right) + \Delta EQA_t \quad (15)$$

其中: $Index$ 表示证券投资流入国股票指数, $WIndex$ 表示证券投资流出国加权股票指数,以证券投资流出公布的国家比例为权重,对各国股票指数加权平均。最好的替代指标当推 Morgan Stanley 公司推出的世界股票指数 MSCI。

但是,对于权益性资产中的外商直接投资,因为其往往没有对应的股票交易,很难以股票投资的方法来发现其市场价值。鉴于此,在计算直接投资两种价值方法即市场价值法(market value)和账面价值法(book value)中,我们只能选择后者再进行相关处理。关于如何计价,学术界曾提出过不少方法,如最

近交易价格法、净资产值、收益贴现法等(IMF, 2008, 国际收支手册第六版)。但笔者认为这些方法要求的数据很难在全球范围内得到,故均很难适用于全球。为了保证数据的可比性及可得性,我们可以选择一种更为可行的方法:账面价值生产率调整法。因为直接投资可以理解为对实体经济的投资,其增值部分可以用东道国生产率提高来表示,通常以该国人均 GDP 增长率作为东道国生产率的替代变量。在此基础上,再对上年直接投资存量的账面价值作汇率调整。这样有:

$$FDIL_t = FDIL_{t-1} \frac{rer_t}{rer_{t-1}} (1 + \gamma_t) + \Delta FDIL_t \quad (16)$$

$$FDIA_t = FDIA_{t-1} \frac{rer_t}{rer_{t-1}} (1 + \gamma_t) + \Delta FDIA_t \quad (17)$$

γ_t 为东道国的人均 GDP 增长率。当然为简化起见, (21) 式中,我们也可以不对直接投资进行东道国分拆,而采取当年世界人均 GDP 增长率来统一计算。

(六) 其他数量调整

在得出年底存量前,还有除交易、汇率、价格变化之外的一个调整项——其他数量调整。这种调整主要包括特别提款权的分配与注销、黄金货币化与非货币化、重新分类(Reclassifications)如债权股权互转、债权人单方面取消债务、征用或无偿没收等。

(七) 容易误解的一个指标 NFA

最后需要说明的是,在 IMF 的国际金融统计银行概览(Banking Survey)中,有一指标 Foreign Assets (Net) (line 31n),也常简写作 NFA,容易被误解为一国的净国外资产。实际上,这一指标与净国外资产有着非常大的区别,需要特别说明。Line 31n 其实来源于货币当局(Monetary Authorities)的资产(lines 11)加上银行机构(Banking Institution)的资产(lines 21)再减去货币当局(Monetary Authorities)的负债(lines 16c)与银行机构(Banking Institution)的负债(lines 26c)之和的净值。

从中可以看出,Foreign Assets (Net) (line 31n),其实只是货币当局与银行机构的对外净资产,并不包含非银行机构中的私人部门。而净国外资产则是测算整个国家部门的资产与负债,且考虑了整个国家存量直接投资与证券投资的累积。所以一般来说,对于非银行私人部门吸收国外投资较多的国家来说,其净国外资产要比 Foreign Assets (Net) (line 31n)小很多。

四、数 据

(一) 经常项目间接法下的净国外资产

我们将经常项目数据的起始年份定为中国外汇管理局有历史数据的 1985 年,鉴于当时数值极小,假设 1984 年起始值为零。对于资本项目 NKT 也作同样处理,假定 1996 年底起始值为零(1997 年中国采用 BOP5 前没有该项数据)。图 1 是经常项目间接法测算的中国净国外资产的变化。

其实中国从改革开放 18 年后,直到 1996 年才实现改变对外净负债的局面,实现对外净资产。到 2003 年实现现有对外净资产 10 779 亿美元的 20%左右,其余 80%均来自于 2004—2007 年这四年的迅猛增长。

(二)资本项目直接法下的净国外资产

关于数据区间。考虑

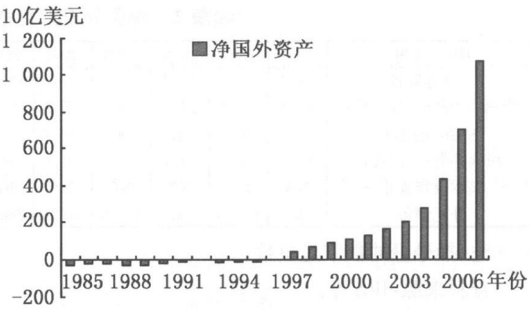
到我国从 1997 年后才采取了现行国际收支平衡表报告方法,所以我们就将起始年度设为 1997 年,之前只能采取经常项目间接法来测算。1996 年底的净国外资产初始余额取自以经常项目间接法测出的值,后续年度调整时计入储备资产。

根据上述方法论,测算需要用到的数据来源分别为:(1)国际收支项目数据主要来源于 IMF 的 IFS 及中国国家外汇管理局。(2)名义汇率,以年底汇率计,来源于 Yahoo 财经频道。(3)实际汇率中的物价因素,以 GDP 平减指数而不是以 CPI 指数计算。主要考虑是 CPI 反映的只是生活品,且各国权重不一样,而 GDP 平减指数则反映了所有物品和劳务的价格变动,国际上更为可比。数据来源于世界银行网站。(4)MSI 股票指数来源于摩根斯坦利指数网站(<http://www.mecin.cn/MSCI/>),以 1996 年底为基期计算各年增值率。(5)中国人均 GDP 增长指数来源于国家统计局网站;世界及美国人均 GDP 指数因获得数据困难,以其 GDP 增长指数来代替,因为人口变动率很小,误差不大。数据来源于世界银行网站。(6)计算东道国证券投资增值,以中国股票指数为年末上证综合指数,以 1996 年底为基期计算各年增值率。数据来源于新浪财经。(7)NFA(line31)来源于 IFS,但缺失 1997 年及 1998 年的数据。(8)中国国际投资头寸只有从 2004 年开始的数字,来源于中国外汇管理局网站。

在用资本项目直接法测算净国外资产时,我们还选取了中国近四年官方的国际投资头寸表、货币当局与金融机构净国外资产、我国外汇储备等数值以作比较。测算结果如表 2 所示。

表 2 净国外资产比较表 单位:10 亿美元

项目/年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
直接投资	(45.2)	(92.4)	(138.3)	(189.5)	(244.8)	(317.2)	(399.6)	(496.4)	(621.6)	(757.0)	(984.3)
股权证券	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.8)	(0.6)	21.4
债务证券	(1.3)	3.2	15.1	26.0	46.2	58.8	55.1	46.4	71.7	180.6	165.3
其他投资	27.6	71.2	91.8	123.3	106.4	110.5	116.4	78.5	82.5	69.3	139.0



数据来源:IFS 及中国国家外汇管理局。

图 1 中国净国外资产 (1985—2007 年)

续表 2 净国外资产比较表

单位:10 亿美元

项目/年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
官方储备	39.4	42.7	53.7	63.6	110.1	193.6	320.7	526.6	702.7	973.9	1 457.7
净国外资产合计(直接)	20.4	24.7	22.1	23.1	17.8	45.5	92.2	154.5	234.6	466.1	799.1
NFA(line31)	NA	NA	207.4	244.8	321.0	385.2	457.6	670.5	939.7	1 293.4	1 887.5
净国外资产(间接)	40.6	72.0	93.1	113.6	131.0	166.3	212.2	280.7	445.7	703.0	1 077.9
国际投资头寸	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	292.8	422.6	611.4	1 022.0
外汇储备	14.0	145.0	154.7	165.6	212.2	286.4	403.3	609.9	818.9	1 066.3	1 528.2

注:括号里的数字为负数。

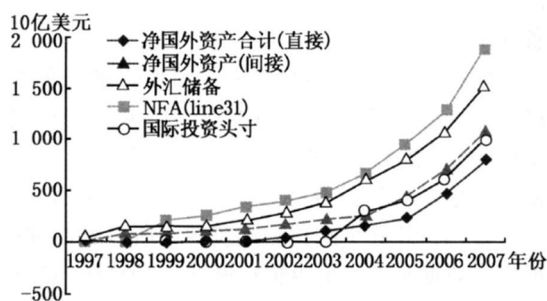
资料来源:IFS 等。

五、结果分析

(一)总体方法与结果分析

在净国外资产的构成中,资产主要是官方储备,负债主要是外国直接投资。总体来说,11 年来,中国主要处于净资产上升的状态,且上升幅度较快。净国外资产与相关指标变动如图 2 所示。

从图 2 中可以看出,中国国际投资头寸与经常项目间接法估算结果基本一致,说明中国国际投资头寸表的主要来源为经常项目累计顺差,很少考虑到资产价格的变动。这一结果验证了前文分析。而代表官方和半官方的银行业对外净资产 NFA(line31)很高,与官方储备接近,但均远远



资料来源:IFS 等。

图 2 净国外资产与相关指标变动图
(1997—2007 年)

高于中国净国外资产。资本项目间接法考虑到了资产价格与汇率的变化,相对经常项目间接法来说,其衡量对外资产负债更为客观,尤其是对于一个较长的时间区域而言。从表中还可以看出,两种方法的结果差异较大。对于中国来说,资本项目间接法所衡量的净国外资产要低。这一差额主要是资产价格与汇率所引起的变动。

这一差额实际上隐含着一个重要的推论。差额中,最主要的一项因素是对于外商直接投资增值的忽视。外商直接投资不能简单以账面价值来计算,而应考虑到外资进来的投资收益。经常项目间接法实际上是在假设外商直接投资在中国多年未取得任何收益。实际上,我们以国内代表劳动生产率的人均 GDP 增长率来代表直接投资的投资收益,测算的结果很惊人。外商直接投资在国内的外资资产已经达到了一个很可观的数字,如果这些资产的撤出必

然对外汇储备形成要求。外汇储备的来源一部分是外商直接投资,如果外汇储备的收益率没有外商直接投资的投资收益率高,那么这一收益剪刀差就会越来越大,到一定的时候就会出现外商直接投资的累计资产超过了收益率很低的外汇储备。所以说,我们一直在低估我国以外商直接投资形式存在的对外负债的增值,而高估了外汇储备应付彻底撤资的能力。这要引起我们足够的重视,在评估外汇储备适度量时,要充分考虑这一因素。

至于两种方法下净国外资产的变动趋势,则比较一致。净国外资产(资本项目法)的一阶差分与经常项目差额之间的相关系数达 0.98。相对来说,与外汇储备一阶差分的差异更大些,相关系数为 0.92。这表明总体上两种方法计算净国外资产有着相同的趋势,但在决定净国外资产的因素中,更准确地说,应该是关注经常项目顺差,而不是我们直觉上的外汇储备。

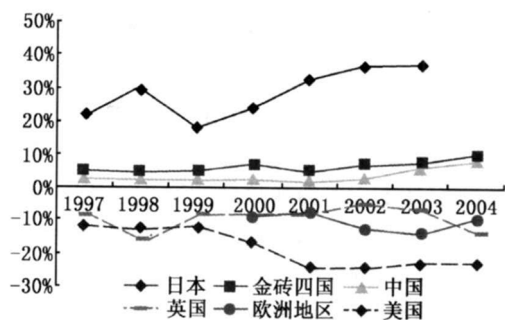
(二)主体错配与货币错配

从表 2 中对外资产的运用形式上可以看到,中国虽表现为最终的净资产状态,但对外资产主要在货币当局与金融机构手中,而对外负债则主要在私人非金融部门手中。这直接造成了主体错配及货币错配。虽然作为一个国家整体,总额上可以相互抵消,但实际上,各部门间是不可抵消的,无论是公共部门还是私人部门,均承受着较大的货币错配风险。这一风险在汇率变动时会通过资产负债表效应影响净值及投资(朱超,2008)。

(三)国际比较

我们选择有代表性的部分国家和地区来做国际比较。主要有美国、英国、日本、欧洲地区作为发达经济体的代表;金砖四国(巴西、中国、印度、俄罗斯)作为新兴市场国家的代表。图 3 表示各国近几年的 NFA/GDP 比例。

从全球视角看,我们发现发达国家往往是净债务国,是资本流入地,而发展中国家则往往是净债权国,恰恰是资本流出地。从效率角度考虑,资本应该由回报率相对低的发达地区流向资金回报率较高的新兴市场。从公平的角度看,更应该如此。但实际上资本不足的国家总是在输出资本呢,而资本密集的国家则仍在吸纳着来自相对贫穷地区的资本。这



数据来源: Lane 和 Milesi—Ferretti(2006)及笔者计算。

图 3 NFA/GDP 国际比较

是为什么呢? 新兴市场国家更大的风险好像不足以完全解释,个中原因可能需要更深层的分析,有可能会涉及对国际经济秩序的反思。但无论从公平

还是从效率的角度来说,这种穷国向富国输出资本的发展模式都不可持续,也不应该持续。

六、结论与政策含义

经济全球化下,讨论一国的净财富与外部均衡显得尤为必要。本文推演并总结了测算一国净国外资产的两种方法:资本项目直接法与经常项目间接法的原理。相对来说,二者原理基本一致,差异主要在资产的估价与汇率变动上。正因为考虑到了市价变动因素,资本项目直接法更为准确,更能代表一国净财富的市场价值。关于资本项目直接法下各种估价方法的论述也是本文的贡献之一。

测算结果发现,我国从 1996 年开始实现正的对外净资产,后来绝对数上升较快,但以 GDP 占比衡量,则只是稳步上升。两种方法下的净国外资产趋势一致,但结果有些差异。更准确的净国外资产要大大低于经常项目累计顺差或累计外汇储备。我们可能只表面地关注着对外资产,而一直在低估对外负债,尤其是以外商直接投资形式存在的对外负债的增值,从而高估了外汇储备应付彻底撤资的能力。外商直接投资与外汇储备的收益剪刀差应引起我们足够的重视。在评估外汇储备适度量时,要充分考虑这一因素。

在对外资产负债中,中国还存在着较为严重的主体错配与货币错配。对外资产主要在货币当局与金融机构手中,而对外负债则主要在私人非金融部门手中。虽然作为一个国家整体,总额上可以相互抵消,但实际上,各部门间是不可抵消的,无论是公共部门还是私人部门,均承受着较大的货币错配风险。从本质上来说,我们并没有脱离传统意义上外债的潜在风险,只不过这种风险暂时被官方手中持有的大量净国外资产掩盖了而已。这种传统意义上容易引起货币与债务危机的脆弱性其实一直像达摩克利斯之剑悬在我们头上,并不能因为总额上实现净国外资产就大意,而应该更要注重结构上的问题。

与国际上相比,也不能说我国就持有了过高的净国外资产。从 GDP 占比看,我们高于主要为净负债的发达经济体(日本除外),但低于主要的新兴市场国家。以全球视角看,资本密集的发达地区正吸收着来自资本紧缺的欠发达地区的资本,这同时违背了效率与公平原则。穷国向富国输出资本的发展模式不可持续,也不应该持续。至于一国究竟应不应该持有净国外资产,则值得进一步讨论。

参考文献:

- [1]王信.中国对外资产负债:金融发展的视角[J].国际金融研究,2007,(1):68—73.
- [2]王义中,金雪军,陈志昂.中国净国外资产测算分析与政策内涵[J].统计研究,2006,(3):75—79.

- [3]许承明. 国际投资头寸与国际收支的数量关系及其实证分析[J]. 世界经济文汇, 2000, (4): 46—49.
- [4]朱超. 中国货币错配: 部门层面间的交叉测度[J]. 世界经济. 2008, (5): 34—43.
- [5]International Monetary Fund. Balance of payments manual[M]. Washington, D.C., 1993.
- [6]International Monetary Fund. Balance of payments and international investment position manual[M]. Washington, D.C., 2008.
- [7]Lane P R, Milesi Ferretti G M. The external wealth of nations measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries[J]. Journal of International Economics, 2001, 55: 263—294.
- [8]Lane P R, Milesi Ferretti G M. The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970—2004[R]. IMF Working Paper /06/69, 2006.

The Foreign Assets and Liabilities from the Global Perspective: A Reformulation of Methodology

ZHU Chao

(School of Finance, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

Abstract: The paper presents the principles of two methods applied to measure net foreign assets, namely, the direct method of financial account and the indirect method of current account. The deduction shows that the direct method is more accurate to measure foreign assets when considering price fluctuation. Results explore that since 1996 China has become a net creditor, but the net foreign assets are much lower than the cumulative current account surplus or the cumulative foreign exchange reserves. We shouldn't only focus on foreign assets, but ignore the added value of foreign liabilities. And there exist problems of agent mismatch of foreign assets and liabilities and monetary mismatch. Compared to other countries, foreign assets hold by China are not excessive. From the global perspective, the development mode that the rich countries absorb capital from the poor countries will not be sustainable and also should not be sustained.

Key words: net foreign assets; methodology; measurement

(责任编辑 周一叶)