中国对外财富的增长：演进、成因与展望*

马国南　周海文

一　导言

国际收支平衡表（BOP）反映居民与非居民间交易的流量信息，国际投资头寸表（IIP）则记录一个经济体在给定时点的对外的金融资产和负债状况，也就是一个经济体的对外资产负债表。与 BOP 表相同，IIP 表按照工具分类也分为直接投资、证券投资和其他投资。此外，在资产方还有储备资产这一类别。在不到 10 年的时间里，中国的对外净资产头寸（Net Foreign Asset，NFA）——也就是对外资产与对外负债的差额——已经有了较大的变化：1999 年中国还是净负债国，对外净债务占 GDP 的比重达到 9%，而 2007 年中国已经是一个净资产国，对外净资产占 GDP 的比重高达 30%。① 以绝对规模论，中国的对外净资产仅次于日本，列世界第二。同时，中国的对外资产和负债之和在过去 20 年里增长近 90 倍。从结构上来看，负债方以对内直接投资为主，资产方则主要由官方储备构成。随着中国在国际金融体系中发挥更大的作用，中国对外资产负债变化所带来的影响对中国和世界都非常重要。

---

* 本文所表达的观点不代表所在机构的意见。感谢 Claudio Borio，Stephen Cechetti，Yin-Wong Cheung，Andrew Filardo，Marion Kohler，李剑阁，Robert McCauley，Anella Munro，Frank Packer，Thomas Rawski，Eli Remolona 和王信的评论和建议，并感谢 Eric Chan 和 Marek Raczko 的研究支持，当然文责自负。

① 一般来说国际投资头寸有三种计价方式：历史成本法，现值法和市场价值法。我们推测，官方编制的国际投资头寸表主要是基于历史成本法。根据官方数据，中国的对外净资产头寸占 GDP 的比重在 2007 年超过 30%。除特别说明外，本文基于美国经济研究局（Bureau of Economic Analysis，BEA）的研究（Nguyen，2008），采用现值法作为讨论和衡量国际投资头寸最主要和基准的计价方法。

本文试图回答与中国国际投资头寸相关的几个问题：为什么中国能在经济尚不发达的情况下成为一个大的债权国？未来 20 年中国的债权国地位能否持续？中国是否将继续融入全球金融体系中？中国对外资产负债的主要结构特点是什么？

本文的研究基于此前的相关研究。Lane 和 Milesi-Ferretti（1999，2007，2008）在国际投资头寸表领域做了大量基础性研究。在多数国家还未编制国际投资头寸表的时候，两位作者计算了一个包含中国等 100 多个国家的国际投资头寸数据库，并以此为基础做了很多研究。但是，对中国对外资产负债的专题研究非常有限。Lane 和 Schmukler（2007）研究了中国和印度对外资产负债的净头寸、规模和结构。McCauley 和 Chan（2008）基于对经济合作与发展组织（OECD）经济体的横截面数据，预测了未来一段时间中国的银行体系的对外头寸。

目前，中国的资本—劳动比率还很低，对中国的大额对外净资产有许多不同的观点。根据新古典增长理论，高的资本回报率会吸引外资流入，因此低收入的国家应该借入国外的储蓄，成为净负债国。Dollar 和 Kraay（2007）认为，中国的经常项目顺差和净资本流出主要是由于国内经济和金融扭曲造成的，并构造模型预测，到 2025 年左右，中国将成为净负债国，净负债达到资本存量的 17%。相反的，McKibbin（2005）和 Peng（2008）更看重人口转变的作用，并预测未来 10 年中国仍将保持经常项目顺差，从而维持净债权国地位。

本文主要讨论影响中国国际投资净头寸、总头寸和结构的中期因素，包括人口、经济增长等。通过对历史的时间序列的分析，我们讨论了相对经济增长率、人口结构转变、政府债务、金融发展和实际有效汇率对中国对外净资产头寸的影响。同时，我们还讨论了决定中国对外总资产负债头寸的因素。最后，我们简要分析描述了中国国际投资头寸结构的演变及其含义。

本文主要得出以下三个结论。首先，即使中国的经济增长率明显高于经合组织等发达国家（可能吸引更多的资本流入），但快速的人口结构转变仍然主导中国成为净债权国。如果这一结论成立，那么中国不太可能在未来 20 年内成为净债务国。我们的结论与 Dollar 和 Kraay（2006）的观点相反，而与 McKibbin（2005）和 Peng（2008）一致，前者认为中国将在不久的将来成为一个大的净债务国。其次，中国国际投资头寸表的总规模在过去 20 年内迅速扩张，这一趋势至少在未来 10 年内还将延续，中国与全球金融市场的互动日益广泛。最后，中国的对外资产和负债结构性差异明显，其持有的资产主要是官方部门持有的固定收益产品，而负债方则以私人部门的对内直接投资为主。

二　中国的国际投资头寸表：概览

中国自2004年开始发布国际投资头寸表，由于时间太短，不足以成为分析历史趋势的依据。因此，我们采用了一种与Lane和Milesi-Ferretti（1999）类似的方法，构建了一个更长的时间序列，推导中国1985～2003年的国际投资头寸数据（具体推算方法见马和周，2009）。简单来说，我们的推算方法有两个特点：我们以官方公布的2004年数据作为起点，从而保证我们的数据能与官方公布的数据保持连贯性。同时，我们将对内直接投资剥离为股权投资和股东贷款两部分，从而可以推导以历史成本法、现值法和市场价值法等三种方法计价的国际投资头寸。除特别说明外，本文主要使用现值法计算的数据进行分析。

中国的国际投资头寸主要有以下几个特点（表1和图1～图3）。

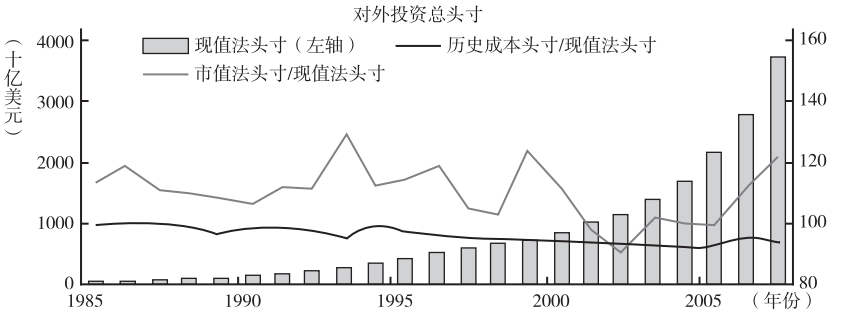
表1　中国的国际投资头寸

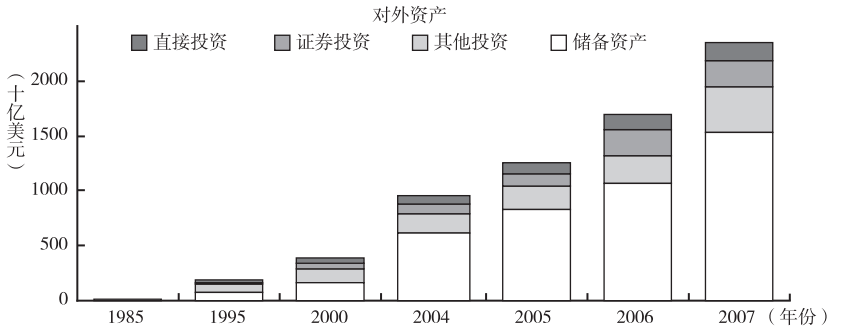
单位：十亿美元

	1985年	1995年	2000年	2004年	2005年	2006年	2007年
对外净资产头寸	-5.8	-38.5	-74.3	190.4	343.1	579.0	1027.4
（占GDP的比例）	1.9	5.3	6.2	9.9	15.3	21.8	30.4
对外资产	18.2	191.2	385.4	954.6	1260.0	1690.9	2428.0
（占GDP的比例）	5.9	26.3	32.2	49.4	56.3	63.6	71.8
对外直接投资	0.9	33.3	51.8	77.5	101.9	137.4	169.6
证券投资	0.0	12.1	41.1	92.0	116.7	229.2	284.6
——股权类工具	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	19.6
——债权类工具	0.0	12.1	41.1	92.0	116.7	227.8	265.0
其他投资	14.7	72.3	126.9	166.6	215.7	251.5	426.5
储备资产	2.6	73.6	165.6	618.5	825.7	1072.8	1547.3
对外负债	24.0	229.8	459.7	764.2	916.9	1111.9	1400.6
（占GDP的比例）	7.8	31.6	38.4	39.6	41.0	41.8	41.4
对内直接投资	3.2	109.2	289.6	496.1	588.4	691.6	891.8
证券投资	1.0	14.6	30.1	56.6	76.6	120.7	146.6
——股权类工具	0.0	3.9	17.8	43.3	63.6	106.5	129.0
——债权类工具	1.0	10.7	12.3	13.3	13.0	14.2	17.6
其他投资	19.8	106.0	140.0	211.5	251.9	299.6	362.2
Memo：市场价值法							
对外直接投资	2.4	42.9	76.8	96.3	123.2	177.1	218.6
对内直接投资	7.3	159.1	359.4	476.6	559.2	992.4	1659.5

注：以现值法计算；对外净资产头寸＝对外资产－对外负债。

数据来源：国家外汇管理局；作者测算。





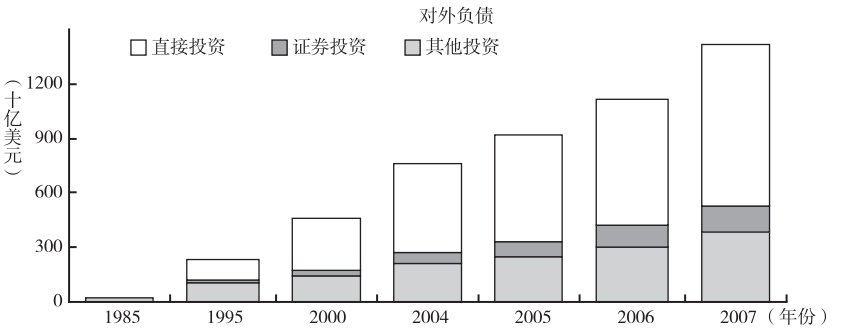
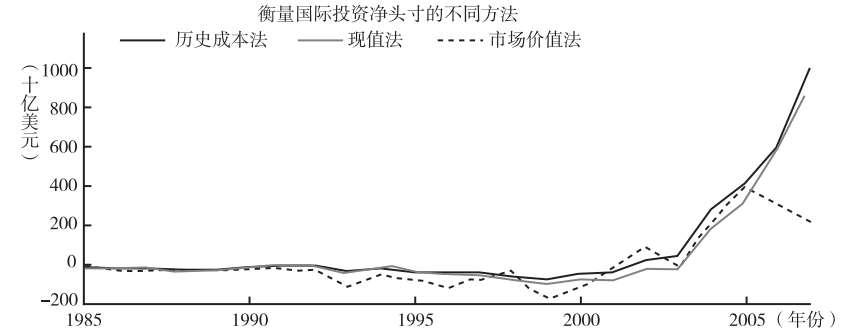


图 1　中国的对外资产和负债规模

注：以现值法计算。对外投资总头寸 = 对外资产 + 对外负债。

数据来源：国家外汇管理局；作者测算。



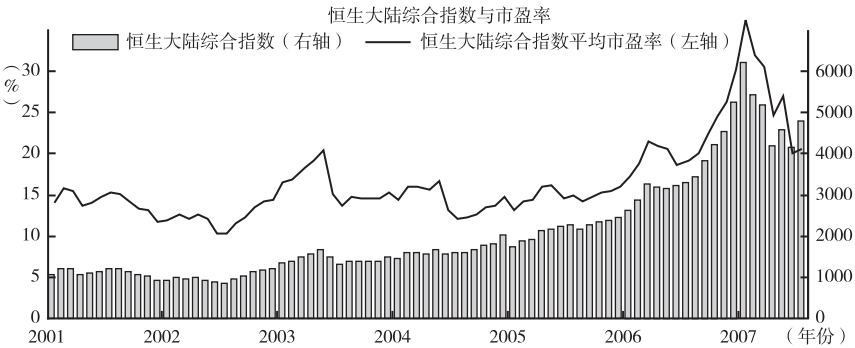
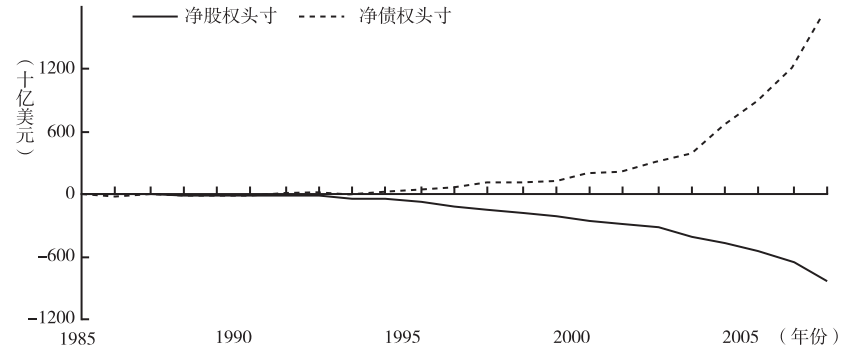


图 2　中国的国际投资净头寸与股票市场指数

数据来源：国家外汇管理局；作者测算。



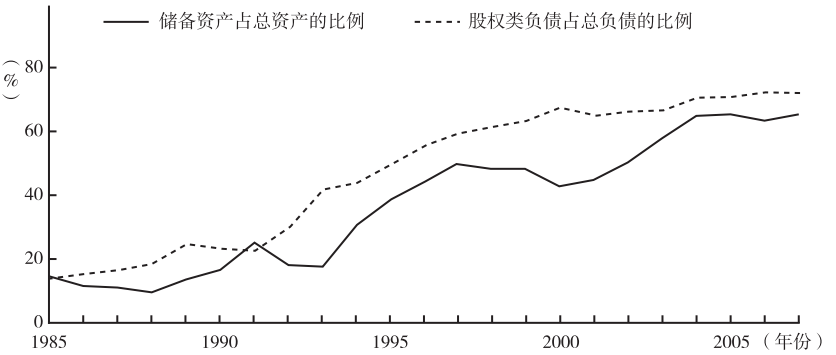


图 3　中国国际投资头寸的结构

注：以现值法计算；净股权头寸 = 股权类资产 - 股权类负债，其中股权包括直接投资和证券投资中的股权部分；净债权头寸 = 除股权外的其他资产 - 除股权外的其他负债。

数据来源：国家外汇管理局；作者测算。

首先，中国的对外净资产头寸自 2004 年左右显著上升（表 1 和图 2）。2004 年以前，中国基本维持净负债头寸。1999 年，净负债头寸达到 1000 亿美元，为 1985 年以来的最高点，占 GDP 的 9%。从净债务国到净债权国的转变发生在 2004 年，而且此后中国的净债权规模显著攀升。到 2007 年，中国的对外净资产头寸已经跃升至全球第二，超过 1 万亿美元，占 GDP 的比例超过 30%。下一部分我们将更详细地讨论为什么中国在人均收入不到经合组织国家 1/10 的情况下还能成为债权人。

其次，中国的国际投资头寸总规模——对外资产和负债之和——在 1985 ~ 2007 年间迅速扩张达 88 倍，到 2008 年已经能够达到 3.8 万亿美元，在亚洲仅次于日本和中国香港而居第三（表 2）。但是，总头寸与 GDP 的比

表 2　国际投资头寸：中国与亚洲，2007

单位：十亿美元，%

	中　国	中国香港	日　本	新加坡	韩　国
(1) 对外总资产	2428.0	2730.6	5355.2	879.9	587.6
(2) 对外总负债	1400.6	2208.7	3160.3	725.2	820.1
(3) 对外总头寸 = (1) + (2)	3828.6	4939.3	8515.5	1605.1	1407.7
(4) 对外总头寸占 GDP 的比例	113.1	2383.8	194.4	995.1	145.1
(5) 对外净头寸 = (1) - (2)	1027.4	521.9	2194.9	154.7	-232.5
(6) 对外净头寸占 GDP 的比例	30.4	251.9	50.1	95.9	-24.0

注：所有的数据均为 2007 年数据；中国的数据为现值法数据。

数据来源：国家外汇管理局；国际货币基金组织；各国政府和央行；作者测算。

重仅为110%，远低于东亚地区的平均水平（250%）。对外总头寸往往是衡量一国融入全球金融一体化的程度，我们接下来还将探讨中国融入全球金融一体化的程度是否会进一步加深。

最后，过去20年来，中国的对外资产负债结构非对称性的特点更加明显，具有典型的“长债权、短股权”的趋势（图3）。超过70%的对外负债集中在股权类工具（主要是直接投资），而在80年代中期超过80%的对外负债是公共部门借入的双边和多边贷款。而在资产方，储备越来越成为最主要的组成部分，占比超过2/3，而20年前仅占15%。换言之，货币当局日益成为对外资产的最大持有人（图1）。

三　为什么中国在低收入水平阶段能成为债权人

2004年以来中国的净资产头寸迅速增加。在人均GDP仅有2500美元（为经合组织国家平均水平的1/10）的时候，中国积累了超过1万亿美元的净资产。根据新古典学派的观点，这是一个谜。因为较低的收入水平、较低的资本—劳动比率和较快的经济增长（Dollar和Kraay，2006）应该使中国吸引更多的外国储蓄而不是向别国贷款。这似乎也成为“卢卡斯悖论”、“配置悖论”或者是“逆流而上的资本流动”（perverse capital flow）的一个例证。①

2004年前后，大幅增长的经常项目盈余推动了中国的对外净资产头寸迅速上升（图4）。21世纪初期，中国的经常项目盈余还比较均衡，到2007年则达到当年GDP的10%左右。2004到2007年间，累计经常项目盈余达到1.3万亿美元，与在此期间中国对外净资产头寸的变动比较接近。支撑巨额经常项目顺差的是高水平且不断增长的国内储蓄。2000～2007年，国内储蓄率由38%上升到接近50%，储蓄—投资缺口从2%扩大到7%左右。因此，要解释对外净资产头寸的快速扩张，有必要了解影响储蓄—投资缺口以及经常项目余额的因素。

在已有的文献中，关于中国高储蓄率的成因，学者就不同部门提出不同

① 卢卡斯（1990）认为，相对于新古典增长理论的预测，从发达国家和资本充足的经济体流向欠发达和资本相对贫乏经济体的资本太少。Gourinchas和Jeanne（2007）、Prasad（2006～2007）在此基础上进一步研究，前者认为经济增长较快的发展中国家吸引的资本流入较少（“分配悖论”），后者提出在新兴经济体经济增长与经常项目顺差之间存在正向相关关系。

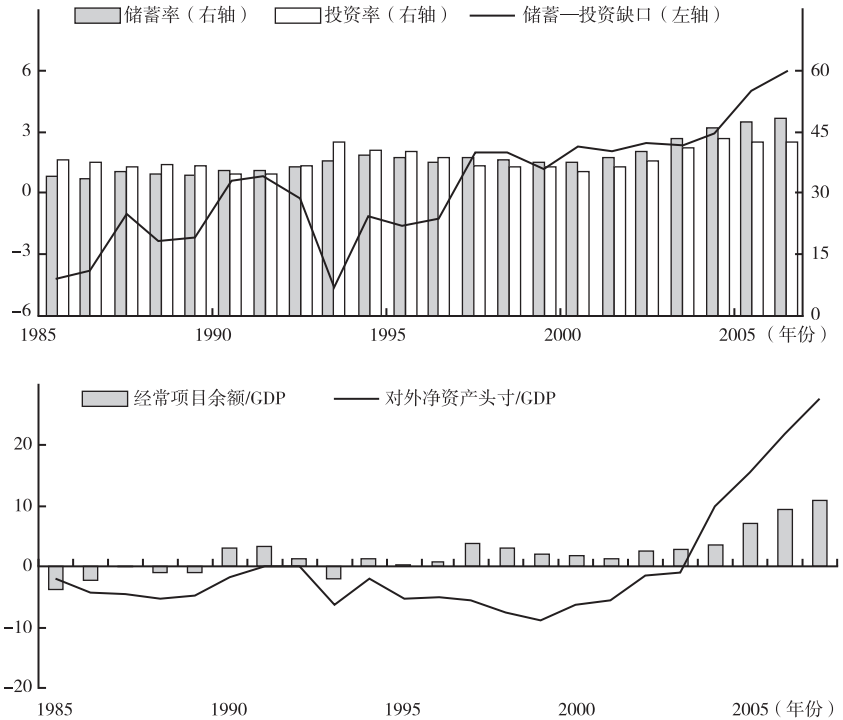


图 4　经常项目余额、储蓄—投资缺口与对外净资产头寸占比

数据来源：国家外汇管理局；作者估算；马国南、周海文：《中国对外财富的演变和债权人地位的上升》，国际清算银行工作论文 NO286。

的解释。[①] 对于住户部门，学者提出居民的储蓄率主要与人口和储蓄的预防性动机有关。大多数分析认为，90 年代以来，在经济转型期出现失业、养老等社会保障缺失，同时个人获得消费信贷也很困难，导致了储蓄率的上升，而较少将储蓄率上升与劳动年龄人口占总人口比重上升相联系。对于企业部门，由于公司赢利状况较好，而很多企业特别是国有企业分红少，导致储蓄率上升。对于政府部门，近年来政府财政收入上升和消费下降也导致了政府部门储蓄率的上升。

① Loayza 等（2000）概述了影响发展中经济体的储蓄率的因素，但主要讨论的是中国的储蓄率而不是储蓄—投资缺口。周小川（2009）讨论了中国的住户、企业和政府储蓄。Kraay（2000）、Modigliani 和 Cao（2004）、Fehr 等（2005）、McKibbin（2005）、Kuijs（2005，2006）、Dollar 和 Kraay（2006）、Eichengreen（2006）、李扬和殷剑峰（2007）、Horioka 和 Wan（2008）等学者也有相关研究。Debelle 和 Faruqee（1996）、Chinn 和 Prasad（2003）讨论了影响经常项目的中期因素。

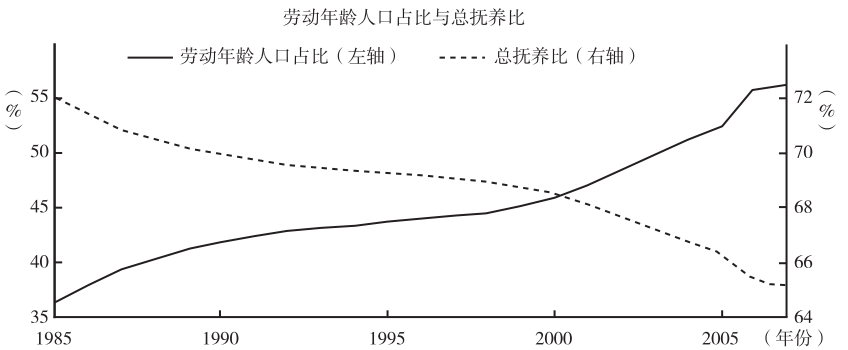
但是，由于这些文献只解释了高储蓄率这一方面，并不能解释导致中国对外债权头寸不断扩大的巨大的储蓄—投资缺口。为了衡量直接影响中国对外净资产头寸的因素的实证影响，本文按照 Lane 和 Milesi-Ferretti（2001）的方法构建了一个简化的缩减式模型（parsimonious reduced-form model）。我们认为，影响对外净资产头寸的因素主要有五个，包括相对收入增长、人口结构、政府债务、金融深化程度和汇率。这部分的主要议题是结合人口结构变化趋势和相对经济增长两个因素对中国对外净资产头寸的影响进行比较。

第一个因素是经济增长率差异。根据新古典增长理论，本国相对较高的经济增长可以被看做是低收入国家的赶超，它意味着较高的边际资本产出率，从而吸引外资流入而不鼓励对外投资。换言之，本国较高的资本回报率将导致对外负债的扩张而抑制对外资产增加。因此，我们认为经济增长差异与净资产头寸间有负相关关系。在中国成为一个大的净资本输出国的过程中，中国已经成为世界上经济增长最快的经济体之一。

第二个因素是人口转变。在人口结构转型期内劳动力年龄人口的增长快于被抚养人口，导致抚养比下降。对许多经济体来说，人口红利期持续超过 50 年（Lee 和 Mason，2006），而中国只用了约一半的时间；中国的抚养比从 1985 年的 55% 下降到 2007 年的 38%（图 5）。根据生命周期假设，下降的人口抚养比会使家庭的储蓄率上升从而为投资提供资金支持，推动人均收入更快增长（William 和 Higgins，2001）。同时，人口抚养比下降也意味着更多的劳动力供给，随着城乡间人口迁徙政策的放松（Wang 和 Mason，2008），会抑制工资增长，从而推动企业利润和公司储蓄的上升。最后，人口抚养比下降还意味着政府用于医疗和养老的支出减少，从而使政府储蓄上升。

人口抚养比下降导致储蓄率上升的结论广为人知，但少儿抚养比和老年抚养比对国内投资的非均衡影响从而对储蓄—投资缺口的不同影响则较少有人提及。在其他条件一致的情况下，较低的少儿抚养比会导致储蓄率增加但未必导致投资增加（Higgins 和 Williamson，1997）。这是因为少儿抚养比下降会导致对住房、教育和医疗等投资需求的下降，从而可能使储蓄—投资缺口扩大，使经常账户盈余上升。

相反的，老年抚养比对经常项目的影响在理论上并没有一致的看法，它取决于其对储蓄和投资各自不同的影响程度。由于劳动力供给减少，资本—劳动比上升使国内投资减少，老年抚养比上升对投资的抑制可能甚于对储蓄



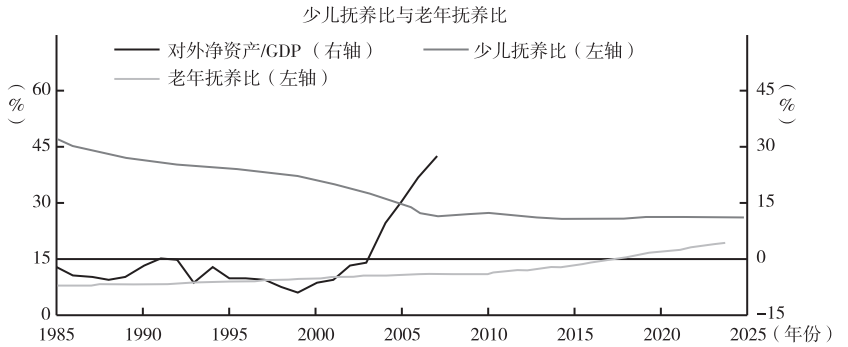


图 5　中国的人口转变与对外净资产头寸

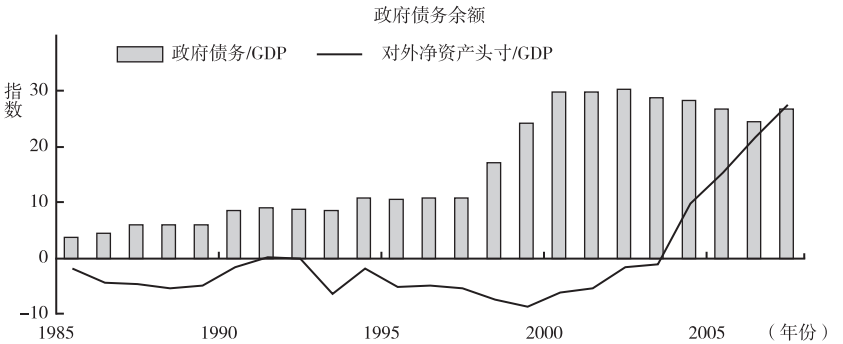
注：劳动年龄人口占比 = 劳动年龄人口数（年龄在 15 岁到 65 岁之间）/总人口数；少儿（老年）抚养比 = 15 岁以下人口数（65 岁以上人口数）/劳动年龄人口数；总抚养比 = 少儿抚养比 + 老年抚养比。

数据来源：马国南、周海文的《中国对外财富的演变和债权人地位的上升》，国际清算银行工作论文 NO286。

的抑制，导致经常项目盈余上升（Lueth，2008；Peng，2008）。另一方面，如果对储蓄的抑制作用大于对投资的抑制作用，则可能使经常项目恶化（Kim 和 Lee，2007；国际货币基金组织，2008）。1985 到 2007 年间中国人口转变的一个显著特点是少儿抚养比下降了一半，而老年抚养比只是略微上升，导致总抚养比下降（图 5）①。本文试图对这一有趣的问题做一个实证研究，即探讨这种独特的人口转型因素对中国的储蓄—投资缺口以及由此导致的经常项目盈余和净资本流入到底有何影响。

① 少儿抚养比的显著下降始于 20 世纪 80 年代初，部分归因于 50 和 60 年代婴儿潮中出生率较高，而 70 年代末开始实施的计划生育政策导致出生率突然下降。

第三个因素是政府债务存量。政府债务越多，会导致储蓄率下降和对外借款增加，因此与一国的对外净头寸有负相关关系（Lane 和 Milesi-Ferretti，2001）。1985 年，中国的政府债务存量占 GDP 的比重为 4%，2002 年该比例上升至 30% 的峰值，此后逐步下降（图 6）。近年来，中国政府储蓄逐步上升，推动国内储蓄率上升（李扬和殷剑峰，2007），与这一现象是一致的，为中国在 21 世纪初从债务国向债权国的转变有一定贡献。



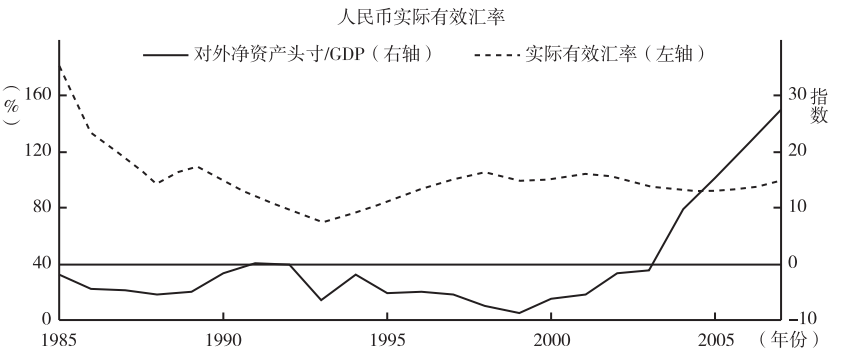


图 6　中国的对外净资产头寸、政府债务和实际有效汇率

注：实际有效汇率取其 2000 年值为 100。

数据来源：马国南、周海文的《中国对外财富的演变和债权人地位的上升》，国际清算银行工作论文 NO286。

第四个因素是国内金融深化。这一因素对储蓄—投资缺口乃至对外净资产投资的影响在总体上来讲也是不确定的。理论认为金融欠发达导致过度储蓄（因为无法平滑消费），金融抑制导致国内投资支出的下降，两者都会导致储蓄—投资缺口扩大（Mendoza 等，2007；Chamon 和 Prasad，2008）。这

也会导致海外配置资产的需求上升从而使海外资产增加，同时会抑制国内投资（因为外债减少），推动对外净资产头寸增加。因此，金融欠发达会限制一国吸引外资的能力。因此，国内金融发展与对外净资产头寸有负相关关系。

第五个因素是汇率，该因素通过贸易和估值变化（valuation）两个渠道对净资产头寸产生影响。理论认为人民币低估一方面使公司利润和储蓄上升，但另一方面通过进口资本品价格上升而抑制了国内投资（Eichengreen，2006；Goldstein 和 Lardy，2008）。因此，人民币升值会使经常项目盈余下降，从而与对外净资产头寸有负相关关系（图 6）。但是，上述理论需要进一步验证，Chinn 和 Wei（2008）的研究表明汇率对经常项目调整的影响有限。

四　模型设定与估算

为了检验上述因素对净资产头寸的影响及其程度，我们用 1985 ~ 2007 年的数据，构建了下列回归方程：

$$nfa_t = \alpha_0 + \beta_1 GROWTH_t + \beta_2 YOUNG_{t-1} + \beta_3 OLD_{t-1} + \beta_4 DEBT_t + \beta_5 FINANCE_t + \beta_6 REER_t + \varepsilon_t \quad \text{（方程 1）}$$

其中，*nfa* 是对外净资产头寸与 *GDP* 的比例；*GROWTH* 是中国的实际 *GDP* 增长率与经合组织国家实际 *GDP* 增长率的差异；*YOUNG*（*OLD*）是少儿（老年）抚养比；*DEBT* 是政府债务存量与 *GDP* 的比例；*FINANCE* 是有关金融深化程度的指标；*REER* 是人民币实际有效汇率；ε 是误差项。我们分别用两个指标来衡量金融深化（Ma 和 Zhou，2009）。最后，为解决非平稳时间序列的问题，我们对方程 1 进行差分：

$$\Delta nfa_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta GROWTH_t + \alpha_2 \Delta YOUNG_{t-1} + \alpha_3 \Delta OLD_{t-1} + \alpha_4 \Delta DEBT_t + \alpha_5 \Delta FINANCE_t + \alpha_6 \Delta REER_t + \pi_t \quad \text{（方程 2）}$$

方程 1 和方程 2 的实证结果在表 3 和表 4 中列示。大部分的系数与我们此前的预期一致。我们的发现证实，较高的经济增长率会吸引更多的资本流入中国，即成为净债务国。但是，不断下降的少儿抚养比则会导致经常项目盈余，使之成为净债权国。此外，部分结果证明政府债务余额与中国的对外净资产头寸呈负相关关系。而关于金融深化和实际汇率这两个指标，我们未能发现其对于对外净资产头寸产生明显影响。一阶差分方程避免了非平稳序

列的问题，从而提供了更为稳定和可信的结果。下文关于对外净资产头寸的预测将基于其估计结果（表4）。

表3　影响中国对外净资产头寸的因素（水平值）

	1	2	3	4	5	6
GROWTH	−0.73[c] (−4.38)	−0.79[c] (−4.82)	−0.67[c] (−5.69)	−0.64[c] (−5.84)	−0.72[c] (−4.47)	−0.68[c] (−6.58)
YOUNG	−2.78[a] (−1.98)	−1.79 (−1.25)	−3.43[c] (−4.67)	−3.28[c] (−4.69)	−3.17[c] (−2.90)	−3.50[c] (−5.41)
OLD	36.67[b] (2.55)	44.27[c] (3.01)	30.09[c] (4.02)	28.99[c] (4.15)	35.25[b] (2.57)	30.80[c] (4.64)
DEBT	−1.38[c] (−3.66)	−1.50[c] (−4.19)	−1.23[c] (−4.95)	−1.19[c] (−4.86)	−1.32 (−3.82)	−1.23[c] (−5.11)
FINANCE	0.02 (0.46)		0.01 (0.23)			
CAPITAL		0.06 (1.43)		0.03 (0.88)		
REER	−0.07 (−0.54)	−0.16 (−1.18)			−0.04 (−0.37)	
Constant	−139.72 (−0.92)	−231.13 (−1.47)	−67.65 (−0.94)	−65.68 (−0.93)	−112.97 (−0.82)	−69.11 (−0.99)
Adjusted R^2	0.89	0.91	0.90	0.90	0.90	0.91
Durbin-Watson stat.	1.73	2.00	1.61	1.67	1.61	1.58

a 显著性水平为10%；

b 显著性水平为5%；

c 显著性水平为1%。

注：由方程1计算得出；样本期为1985～2007年；括号内为 *t* 检验值。

数据来源：马国南、周海文的《中国对外财富的演变和债权人地位的上升》，国际清算银行工作论文NO286。

回归方程的系数表明，中国与经合组织国家每1个百分点的增长率差异将使对外净资产头寸占GDP的比重下降0.25。这一系数也证实了新古典增长理论，即经济增长较快的经济体会吸引更多资本流入。1985到2007年间，中国与经合组织国家的增长率差异约为年均7%，在其他条件不变的条件下，累计使中国对外净资产占GDP的比重下降40%。

表 4　影响中国对外净资产头寸的因素（一阶差分）

	1	2	3	4	5	6
GROWTH	-0.20 (-0.57)	-0.23 (-0.58)	-0.26 (-0.88)	-0.29 (-0.89)	-0.29 (-0.82)	-0.31 (-1.03)
YOUNG	-5.52[b] (-2.71)	-4.39[a] (-1.75)	-5.30[c] (-2.79)	-4.08[a] (-1.85)	-3.48[b] (-2.36)	-3.43[b] (-2.47)
OLD	25.43 (1.10)	17.38 (0.73)	30.60 (1.68)	21.32 (1.12)	15.33 (0.68)	17.67 (1.10)
DEBT	-0.24 (-0.52)	-0.31 (-0.63)	-0.33 (-0.88)	-0.40 (-1.00)	-0.40 (-0.86)	-0.43 (-1.13)
FINANCE	-0.08 (-1.40)		-0.07 (-1.40)			
CAPITAL		-0.03 (-0.46)		-0.02 (-0.39)		
REER	0.05 (0.38)	0.04 (0.30)			0.02 (0.15)	
Constant	-4.53 (-1.18)	-2.73 (-0.62)	-4.63 (-1.25)	-2.60 (-0.61)	-1.39 (-0.43)	-1.49 (-0.49)
Adjusted R2	0.19	0.09	0.23	0.14	0.13	0.19
Durbin-Watson stat.	2.50	2.50	2.53	2.54	2.50	2.53

a 显著性水平为 10%；

b 显著性水平为 5%；

c 显著性水平为 1%。

注：由方程 2 计算得出；样本期为 1985～2007 年；括号内为 *t* 检验值。

数据来源：马国南、周海文的《中国对外财富的演变和债权人地位的上升》，国际清算银行工作论文 NO286。

不断下降的少儿抚养比是过去 20 多年中主导对外净资产头寸的主要因素，其影响力超过了增长率的差异。我们的计算表明，少儿抚养比每下降 1 个百分点，对外净资产头寸占 GDP 的比重将上升 4.5 个百分点。过去 20 多年，中国的少儿抚养比下降近 20 个百分点，在其他条件不变的条件下，足以推动中国对外净资产头寸占 GDP 的比重累计上升 90 个百分点。老年抚养比的系数为正，证明在劳动力流动性有限和资本—劳动替代比较低的情况下，老龄化确实可能导致资本流出（Lueth，2008）。但是，这个指标的系数过大。

政府债务这一指标的系数为负。Kuijs（2006）和李扬、殷剑峰（2007）提出了财政政策对中国高储蓄率的影响，我们的研究与上述两项研究的结果一致，但回归系数超过了 Lane 和 Milesi-Ferretti（2001）的估计结果。我们

的研究结果表明，政府债务与 GDP 的比例每上升 1 个百分点，将会使对外净资产头寸与 GDP 的比重下降 0.35 个百分点。1985～2007 年间，政府债务与 GDP 的比重从 4% 上升到 26%，累计使对外净资产头寸占 GDP 的比重下降 8 个百分点。但是，从 2003 年起，政府债务占比下降，约使净资产头寸占比上升 1.5 个百分点。

金融深化这一指标的系数变化较大且不显著。因此，我们无法证明金融欠发达是导致中国产生大量经常项目盈余和对外净资产头寸上升的主要因素。有一个可能性是我们使用的两个指标都不是衡量金融体系效率的有效指标。但无论如何，一个更令我们感到困惑的问题是，假如中国的金融体系明显欠发达，为什么没有阻碍中国经济的高速发展。

最后，人民币有效汇率这一指标的回归结果也不稳定，且不显著，意味着汇率对于对外净资产头寸的影响是有限的。这与 Chinn 和 Wei（2008）以及 Cheung 等人（2009）的发现一致，对 Eichengreen（2006）的观点提出质疑，后者认为人民币汇率低估使企业利润增加，从而使储蓄率和经常项目盈余上升。汇率低估导致企业利润上升，也可能导致更多的投资，从而有可能使经常项目和对外净资产头寸恶化。

上述回归结果为我们估计中国未来的对外净资产头寸提供了较好的参照系。假设在未来 20 年中国与经合组织国家的经济增长率差异维持在年均 5 个百分点，同时政府债务占 GDP 的比重累计上升 10 个百分点，将分别导致中国的对外净资产头寸占 GDP 的比重下降 22.5 和 3.5 个百分点。也就是说，到 2025 年，上述两个因素共同作用，将使对外净资产头寸占 GDP 的比重下降为约 5% 左右。

有关对外净资产头寸的预测，最大的不确定性来自于人口因素。关于少儿抚养比的影响，我们得到了非常有力的结果，而根据联合国的预测，2007～2025 年间中国的少儿抚养比变化非常小（联合国，2006），因此这个因素在未来不会成为影响对外净资产头寸的主要因素。在此期间，中国的老年抚养比可能翻番至 20% 的水平。然而，关于老年抚养比的回归系数异常大，如果我们用它来做定量预测，风险将会很大。目前，有关东亚地区老龄化对储蓄—投资缺口的实证研究结论存在较大差异（Higgins 和 Williamson，1997；Bosworth 等，2004；Kim 和 Lee，2007；国际货币基金组织，2008；Lueth，2008），老年抚养比可能改善或者恶化中国的对外净资产头寸。同时，总抚养比的上升也可能阻碍经常项目盈余的积累。从实证的角度去看，少儿抚养比和老年抚养比对净资产头寸各自产生的影响也许会被互相抵消。

如果从表面上来理解，在上述各因素的综合作用下，在未来 20 年内，中国仍将维持净债权国地位，或者说至少不会成为一个主要债务国。这一发现与 McKibbin（2005）、Kuijs（2006）、Eichengreen（2006）和 Peng（2008）的结论一致，但与 Dollar 和 Kraay（2006）的结论相反，后者预测在经济进一步自由化的情况下，中国会在未来 20 年成为一个大的债务国，净债务占 GDP 的比重将达到 5%。

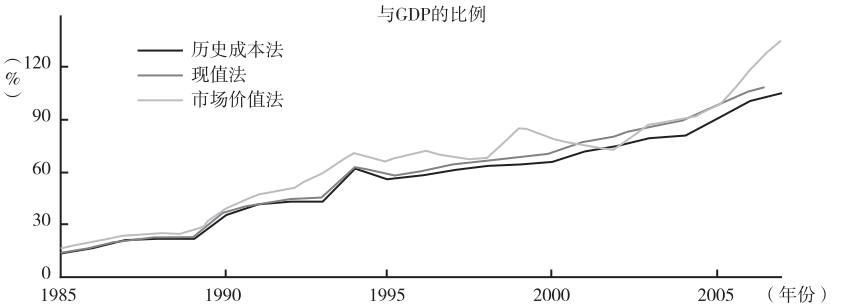
但是，在解释上述结果时有必要谨慎些，部分原因是由于我们的估算方法、数据样本及数据质量存在局限性。例如，国际收支和国际投资头寸统计本身存在误差。此外，我们的模型只是一个局部模型，可能忽略了一些一般均衡效应。在全球非均衡的情况下，中国的经常项目盈余也好，对外净资产头寸也好，可能都不仅仅是其国内发展的因素造成的，还可能与其他国家有关。最后，对一些重要的政策或者制度变量，比如公共服务的提供、知识产权保护等内容，由于如何有效衡量这些因素仍相当困难，我们没有对其进行量化分析。

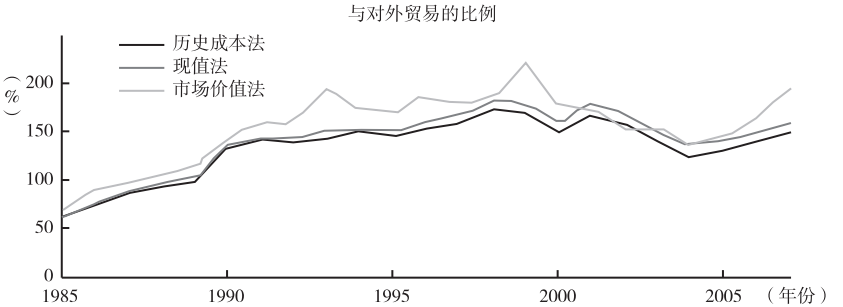
五　扩张的对外资产负债

中国的对外总投资头寸——也就是对外资产与负债之和——是一个非常重要的指标，这一指标反映一国融入金融一体化的程度和与其他国家的金融往来频率（Lane 和 Milesi-Ferretti，2003，2007）。而且，总头寸的变化也意味着更多的跨境资本流动，可能对国内金融体系和政策制定构成影响和挑战。日益扩张的对外资产负债还会影响货币和金融稳定，因为外部冲击的影响可能会被放大。本部分将从中期对中国的对外总头寸做一个展望。

过去 20 多年中国的对外总投资头寸显著扩张，但相对来说仍然较小。与 GDP 相比，中国的国际投资头寸从 1985 年占 GDP 的 14% 上升到 2007 的 113%（图 7）。但是，这仍然远低于经合组织经济体 350% 的平均水平和亚洲国家 250% 的平均水平，意味着未来还有很大的增长空间。但是，如果与对外贸易量和国内金融深化的程度相比，情况则完全不同。国际投资头寸与对外贸易的比例在 1998 年前后达到峰值，随后不断下降。这意味着在亚洲金融危机以后，中国的金融一体化程度是滞后于贸易一体化程度的。[①] 对外

① 这可能是由于两个原因的共同作用：一方面，亚洲金融危机期间大量国际资本从亚洲撤出，政府在一定程度上加强了资本管制以确保人民币不贬值；另一方面，中国加入 WTO 以后贸易规模迅速扩大。





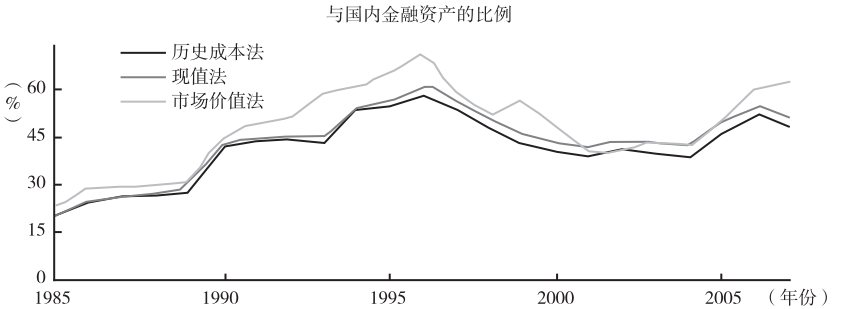


图 7　中国的对外投资总头寸

注：对外贸易是货物和服务的进出口额之和；国内金融资产被定义为国内的信贷资产、债券余额和股票市场市值之和。

数据来源：马国南、周海文的《中国对外财富的演变和债权人地位的上升》，国际清算银行工作论文 NO286。

投资头寸与国内金融发展的关系更呈现不稳定趋势。我们用国内信贷、债券余额和股票市值之和来衡量国内金融资产，国际投资总头寸与该指标的比例在 1996 年达到峰值，随后下降。如果用这一标准来衡量，中国与国际金融

市场一体化的程度似乎在近年陷入了停滞。那么，从中期来看前景如何呢？我们假设中国将逐步开放资本项目，同时保持近年来的经济和贸易发展势头，在此基础上预测中国未来 10 年的对外总投资头寸。我们选择了经合组织国家作为样本国（因为这些经济体已经实现了较高程度的资本自由流动），检验了一些我们认为与对外投资总头寸相关的指标，并利用上述横截面模型估算的参数来预测中国 2015 年前后的对外投资总头寸。

方程 3 是关于横截面数据回归的方程：

$$giip_i = \theta_0 + \theta_1 SIZE_i + \theta_2 OPEN_i + \theta_3 INCOME_i + \theta_4 FINANCE_i + \theta_5 EURO_i + \theta_6 CENTRE_i + \lambda_i \quad \text{（方程 3）}$$

其中因变量 $giip_i$ 是对外投资总头寸与 *GDP* 的比例。因变量主要来自 Lane 和 Milessi-Ferretti（2008）和 McCauley 和 Chan（2008）提出的几个变量：（1）*SIZE* 是用 *GDP* 来衡量的一国的规模，大的经济体持有的对外资产和负债相对其经济规模的比例较小，因为其国内资产和负债配置多元化的空间更大，故我们认为这一指标与对外投资总头寸的相关关系为负；（2）*OPEN* 是贸易开放程度，用商品和服务进出口总额占 *GDP* 的比例来衡量。贸易开放和金融开放被认为是互补的，因此相关关系应为正；（3）*INCOME* 是人均 *GDP*，收入水平越高，风险承受能力和资产国际化需求越强，因此相关关系应为正；（4）*FINANCE* 是国内金融发展程度，我们构建了两个不同的指标来衡量（在第 4 部分有关于这两个指标的讨论），理论上关于金融发展与对外投资总头寸的关系的结论并不一致，但基本上认为两者是互补的；（5）两个虚拟变量：*EURO* 和 *CENTRE*，其中 *EURO* 表示欧元区经济体，*CENTRE* 表示国际金融中心。回归的样本是经合组织经济体。为有效地平滑趋势，防止个别异常数据和统计误差的干扰过大，对上述所有变量我们选择的数据是 2001 ~ 2005 年的平均数①。

表 5 展示了回归的系数，包括贸易开放程度、经济发展以及两个虚拟变量的系数均为正，而且显著。我们看到，欧元区和金融中心两个虚拟变量确实对一国的对外投资总头寸有很大影响。国家规模这一指标的系数如预期的一样为负，但并不非常显著。用来衡量国内金融发展的两个指标均表现出预期的正相关关系，但统计不显著。

---

① 为消除横截面数据中可能出现的异方差干扰，除虚拟变量外我们对其他变量均取对数，同时引入了 white heteroskedasticity-consistent co-variances，同时分别设定了两种情形进行回归：包括卢森堡和爱尔兰，或者不包括。

表 5　影响经合组织经济体对外投资总头寸的因素

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	全样本	去掉卢森堡和爱尔兰的样本	全样本	去掉卢森堡和爱尔兰的样本	全样本	去掉卢森堡和爱尔兰的样本	全样本	去掉卢森堡和爱尔兰的样本
GDP	-0.07 (-1.50)	-0.05 (-1.29)	-0.07 (-1.49)	-0.05 (-1.30)	-0.07 (-1.65)	-0.05 (-1.38)		
Trade	0.64[a] (3.78)	0.43[a] (2.82)	0.63[a] (3.71)	0.43[a] (2.79)	0.63[a] (3.85)	0.43[a] (2.86)	0.79[a] (6.08)	0.54[a] (6.43)
Euro dummy	0.62[a] (4.52)	0.51[a] (3.98)	0.63[a] (4.47)	0.51[a] (3.99)	0.62[a] (4.55)	0.51[a] (4.06)	0.57[a] (4.78)	0.47[a] (4.27)
Financial centre dummy	1.43[a] (5.06)	1.18[a] (8.21)	1.44[a] (5.13)	1.19[a] (8.32)	1.47[a] (5.02)	1.19[a] (8.63)	1.43[a] (4.90)	1.14[a] (10.31)
Nominal GDP per capita	0.61[a] (5.51)	0.55[a] (6.67)	0.62[a] (5.71)	0.55[a] (6.81)	0.63[a] (6.00)	0.56[a] (6.70)	0.62[a] (5.81)	0.55[a] (6.34)
Finance	0.06 (0.73)	0.03 (0.70)						
Capital market			0.04 (0.52)	0.01 (0.13)				
Constant	-3.02 (-1.60)	-1.49 (0.88)	-2.91 (-1.53)	-1.39 (0.82)	-2.74 (-1.55)	-1.36 (-0.85)	-4.20[a] (-3.07)	-2.42[b] (-2.19)
Adjusted R^2	0.90	0.89	0.90	0.86	0.90	0.86	0.90	0.86

a 显著性水平为 1%；

b 显著性水平为 5%。

注：由方程 3 计算得出；全样本有 30 个观测值；对虚拟变量 *Euro*，当该经济体在欧元区内，该值取 1，否则为 0；对虚拟变量 *Financial center*，对卢森堡、瑞士和英国取值为 1，其他经济体为 0；括号内为 t 检验值。

数据来源：马国南、周海文的《中国对外财富的演变和债权人地位的上升》，国际清算银行工作论文 NO286。

我们将表 5 的第三列的参数作为我们预测的基础。为保证预测的合理性，我们先利用中国 2004 ~ 2007 年的数据进行了一个简单的一致性模拟检验。我们发现，中国的实际数据很好地落入了估算的上下限区间内（分别为全样本和去掉卢森堡和爱尔兰的样本的估算值）。

为了估算中国 2015 年的对外投资总头寸，我们假设在未来 10 年，以美元表示的名义人均 GDP 和贸易量都为在上述对经合组织国家检验的基础上估算中国到 2015 年的对外投资总头寸，中国名义人均 GDP 和对外贸易量都以年均 12% 的速度保持增长，低于过去 10 年内分别为 13% 和 21% 的年均增

长水平。在上述假设基础上，取上下限的中点，到 2015 年中国的对外投资总头寸绝对规模将增长到现在水平的 3 倍，占 GDP 的比例约为 150%（见表 6）。当然，这一预测是建立在对经合组织经济体的研究和对中国贸易、经济增长的假设基础上，因此其准确性还取决于中国的国内经济发展及其融入全球金融体系的程度。特别是当前的危机可能会阻碍跨境资本流动的交易，从而使中国对外投资总头寸的扩张速度放慢。但无论如何，随着资本项目的进一步开放，中国的对外投资总头寸规模将保持增长趋势，意味着中国在全球金融体系中的作用日益重要，但同时也面临着来自这一体系的更大风险。

表 6　对中国对外投资总头寸的预测

单位：十亿美元，百分比

	2004 年	2006 年	2007 年	2010 年	2015 年
全样本拟合的对外投资总头寸	1730.4	2989.7	4312.7	6109.5	14894.1
去掉卢森堡和爱尔兰的样本拟合的对外投资总头寸	1151.4	1916.2	2690.0	3838.92	9114.62
对外投资总头寸实际值	1718.8	2802.9	3765.4	—	—
全样本拟合的对外投资总头寸/GDP(%)	89.6	113.0	133.0	142.8	192.2
去掉卢森堡和爱尔兰的样本拟合的对外投资总头寸/GDP(%)	59.6	72.4	82.9	89.7	117.6
对外投资总头寸实际值/GDP(%)	89.0	105.4	111.3	—	—

“—”表示 0。

注：以现值法计算。

数据来源：国家外汇管理局；作者测算。

六　中国对外资产和负债结构的演变

一个经济体的对外投资总头寸、净头寸往往是与其对外资产负债表的结构共同作用的。本部分将提出一些中国的对外资本结构的中期特点、形成这些特点和趋势的原因，并讨论这种结构对成本—收益的启示。总的来说，中国的对外资产负债结构有三个显著特点：

第一，从部门分布来看，官方储备迅速增长并成为占支配性地位的资产，从 20 年前占比 15% 上升到目前占比 2/3（图 3）。如果算上中投持有的部分，官方持有的对外资产在 2007 年达到 1.7 万亿美元，远远超过中国 1

万亿美元的净资产。这也意味着非官方部门的对外净头寸为负，净债务达到7000 亿美元。

第二，从工具来看，2007 年末，70% 的对外负债集中为权益类工具（绝大部分是直接投资），而对外资产的 3/4 为固定收益类工具。因此，中国持有的权益类工具的头寸为负，而债务类工具的头寸为正。中国“长债权、短股权”的结构特点比其他新兴市场经济体更为明显（Lane 和 Schmukler，2007）①。

第三，从币种结构看，中国的对外资产几乎都是外币资产，而 70% 的负债是本币表示的——主要是因为外商直接投资头寸非常大。在其他条件一致的情况下，由于中国的对外负债头寸占 GDP 的 43%，人民币升值 10% 会导致占 GDP 3% 的汇兑损失。

影响中国对外资产负债结构的因素是多种多样的。本文我们将主要讨论其中的三个因素。第一个因素是中国资本账户开放的顺序。例如，在此前很长时间里，中国都是鼓励资本流入，限制资本流出的，可以在一定程度上解释为什么与对外资产相比，对外负债更加多样化。此外，中国长期以来鼓励直接投资流入、限制证券投资流入的政策也导致了对外负债中外商直接投资的主导地位②。

第二个因素是汇率预期的改变。尽管人民币汇率水平变动不大，但市场预期却不断变化。在人民币预期贬值的时候，由于资本外逃的原因，往往会出现对外资产的低估；在汇率预期升值的时候，由于热钱流入，会出现对外负债的低估。2002 年以前，亚洲金融危机使人民币汇率一度疲软，导致中国的企业和家庭持有更多的美元存款，减少美元负债，而政府主要是确保外汇储备的增长。2002 ~ 2007 年间，形势产生显著变化，由于人民币升值预期，私人部门试图通过将美元卖给央行，从而将汇率风险转移给公共部门，导致官方储备资产迅速上升（Goldstein 和 Lardy，2008）。

第三个因素是国内金融的发展程度。国内资本市场欠发达也可能限制了国外投资者参与国内证券市场的发展，导致国内公司也不得不更多地借助外商直接投资。而且，与跨境资本流动的规模相比，国内资本市场容量不够，反过来也加重了监管部门的忧虑（而不敢开放），导致对外资产负债表中的

---

① 而且，与其他工具相比，不论是资产方还是负债方，证券投资的头寸非常小。

② 近年来，在资本项目管理方面，中国趋向更均衡的管理，特别是对于证券投资。因此，在未来，中国的对外资产负债结构在工具方面将更趋均衡。

证券投资头寸较小。另一方面，中国的银行体系仍然在金融体系中占据主导地位，这一特点有助于解释为什么其他投资（主要是与银行相关的工具）的头寸相当于证券投资的两倍多，不论是资产还是负债。

上文提到的中国跨境资本结构的特点，给我们提出了两个与风险—收益权衡相关的问题。一方面，由于对外资产主要由官方部门持有，中国典型的“长债权、短股权”的资产负债结构一方面说明过去中国的对外投资策略更注重稳定性和安全性，以便在经济遭遇困境时可以动用。储备资产倾向于投资于流动性高但收益率较低的固定收益产品，而股权类的负债则风险更大，对中国而言，成本也更高（非居民投资者的收益高）。尽管对外资产负债的非均衡结构也意味着中国能比其他大多数国家更好地应对当前的国际金融危机，也更容易使其在长期内实现对外证券投资的均衡，但是在可以预见的将来，中国的对外直接投资必将增加。

另一方面，中国的对外资产收益率较低，意味着对外资产净头寸的积累主要是通过贸易盈余。我们将一国的对外净资产头寸与其商品和服务累计净出口额进行比较，两者的差额可以作为衡量其对外净资产累计投资收益的衡量指标。如图 8 所示，中国的货物和服务累计净出口超过了其对外净资产头寸。相比而言，香港的货物和服务累计净出口不到其对外净资产头寸的 1/3。换言之，香港对外净资产头寸的增长主要来自对外净资产收益（包括资产收益和价值重估两部分），而中国则来自于对外贸易盈余。

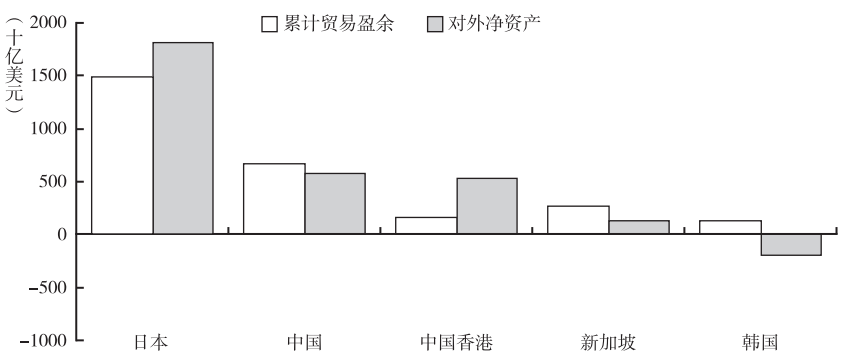


图 8　对外净资产与截至 2007 年的累计贸易盈余

注：累计贸易盈余累加了有史以来所有的贸易盈余额，数据均来自国际收支平衡表以及国民账户体系的数据：中国的数据始于 1952 年，日本始于 1955 年，韩国和新加坡始于 1970 年，中国香港始于 1961 年。

数据来源：各国（地区）央行；各国（地区）统计局数据。

七　结论

本文讨论了中国对外资产负债表的净头寸、总头寸及其结构的中期趋势和展望。首先，我们发现少儿抚养比的大幅下降是导致中国成为净债权国的最主要因素。较快的经济增长和增长的政府债务只能在部分抵消人口因素的作用。汇率和金融发展在塑造中国对外净资产头寸中的作用不明显。这一结论意味着中国在未来 20 年成为大的债务国的可能性较小。其次，中国在未来 10 年对外资产和负债的总规模将增长为目前水平的 3 倍，中国将成为全球金融体系的重要参与者，但也将面临更大的外部冲击。最后，中国的对外资产和负债的结构高度非均衡，既是对过去的政策、机构和市场发展的反映，也意味着未来向证券投资领域进行结构调整的必要。

通过上述结论我们得到四点启示。第一，未来 20 年中国的人口结构将呈现与过去截然不同的特点，在经济继续强劲增长，且人民币汇率弹性逐渐增加的前提下，中国的对外净资产头寸将会逐渐调整。这也将有助于全球经济不均衡的有序调整而不至于引起过大的压力。第二，由于中国的对外净资产头寸不大可能出现突然逆转，在其他条件不变的情况下，即使资本项目开放程度进一步扩大，跨境资本流动大增所带来的压力也是可以承受的。这对于中国进一步提高人民币可兑换程度是一个积极因素。第三，对外资产负债总头寸的扩大意味着中国与全球金融体系的互动加大，中国更有必要强化风险管理能力和推动国内金融市场发展，世界各国也有必要对中国作用的增大有所认识并积极应对。第四，中国有必要调整对外资产负债的结构，比如在资产方更多鼓励对外直接投资，在负债方鼓励证券投资的流入。

参考文献

Bosworth, B., Bryant, R. and Burtless, G. 2004, *The impact of ageing on financial markets and the economy: a survey*, Brookings Institution Working Paper, Brookings Institution, Washington, DC.

Chamon, M. and Prasad, E. 2008, *Why are saving rates of urban households in China rising?*, IMF Working Paper, no. WP/08/145, International Monetary Fund, Washington, DC.

Cheung, Y., Chinn, M. and Fujii, E. 2009, *China's current account and exchange rate*, NBER Working Paper, no. 14673, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Chinn, D. and Prasad, E. 2003, 'Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration', *Journal of International Economics*, vol. 59, pp. 47 – 76.

Chinn, M. and Wei, S. 2008, A faith-based initiative: do we really know that a flexible exchange rate regime facilitates current account adjustment?, *Manuscript*, January.

Debelle, G. and Faruqee, H. 1996, *What determines the current account? A cross-sectional and panel approach*, IMF Working Paper, no. 96/58, International Monetary Fund, Washington, DC.

Dollar, D. and Kraay, A. 2006, 'Neither a borrower nor a lender: does China's zero net foreign asset position make economic sense?', *Journal of Monetary Economics*, no. 53, pp. 943 – 71.

Eichengreen, B. 2006, 'Global imbalance, demography and China', in M. Balling, E. Gnan and F. Lierman (eds), *Money, Finance and Demography: The consequences of ageing*, a volume for the 26th SUERF Colloquium, Lisbon.

Goldstein, M. and Lardy, N. 2008, Debating China's Exchange Rate Policy, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.

Gourinchas, P. and Jeanne, O. 2007, *Capital flows to developing countries: the allocation puzzle*, NBER Working Papers, no. 13602, November, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Higgins, M. and Williamson, J. 1997, 'Ageing structure dynamics in Asia and dependence on foreign capital', *Population and Development Review*, vol. 23, no. 2, June, pp. 261 – 93.

Horioka, Y. and Wan, J. 2008, 'Why does China save so much?', in B. Eichengreen, C. Wyplosz and Y. Park (eds), *China, Asia, and the New World Economy*, Oxford University Press, Oxford, pp. 371 – 91.

International Monetary Fund (IMF) 2008, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, November, International Monetary Fund, Washington, DC.

Kim, S. and Lee, J. 2007, 'Demographic changes, saving, and current account in East Asia', *Asian Economic Papers*, vol. 6, no. 2, pp. 22 – 53.

Kraay, A. 2000, 'Household savings in China', *The World Bank Economic Review*, vol. 14, no. 3, pp. 545 – 70.

Kuijs, L. 2005, *Investment and savings in China*, World Bank Policy Research Working Paper, no. 3633, The World Bank, Washington, DC.

—— 2006, *How will China's saving-investment balance evolve?*, World Bank Policy Research Working Paper, no. 3958, The World Bank, Washington, DC.

Lane, P. and Milesi-Ferretti, G. 1999, *The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries*, IMF Working Paper, no. WP/99/115, International Monetary Fund, Washington, DC.

—— 2001, 'Long-term capital movements', NBER Macroeconomic Annual, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., pp. 71 – 135.

—— 2003, *International financial integration*, IMF Staff Papers, vol. 50, Special Issue, International Monetary Fund, Washington, DC.

—— 2007, 'The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970 – 2004', *Journal of International Economics*, vol. 73, pp. 223 – 50.

—— 2008, *The driver of financial globalisation*, Institute for International Integration Discussion Paper, no. 238, January, Department of Economics, College of Liberal Arts and Sciences, University of Connecticut.

Lane, P. and Schmukler, S. 2007, 'International financial integration of China and India', in A. Winter and S. Yusuf (eds), *Dancing with the Giants: China, India and the global economy*, The World Bank, Washington, DC, pp. 101 – 32.

Lee, R. and Mason, A. 2006, 'What is the demographic dividend', *Finance and Development*, vol. 43, no. 3, September, International Monetary Fund, Washington, DC.

Li, Y. and Yin, J. 2007, 'A study on China's high saving rate', *Economic Research*, no. 6, pp. 14 – 26.

Loayza, N., Schimdt-Hebbel, K. and Serven, L. 2000, 'Saving in developing countries: an overview', *The World Bank Economic Review*, vol. 14, no. 3, pp. 393 – 414.

Lueth, E. 2008, *Capital flows and demographics-an Asian perspective*, IMF Working Paper, no. WP/08/8, International Monetary Fund, Washington, DC.

Lucas, R. 1990, 'Why doesn't capital flow from rich to poor countries?', *American Economic Review*, vol. 80, pp. 92 – 6.

Ma, G. and Zhou, H. (forthcoming), *China's evolving external wealth and rising creditor position*, BIS Working Papers, Bank for International Settlements, Basel.

McCauley, N. R. and Chan, E. 2008, 'Hong Kong and Shanghai: yesterday, today and tomorrow', in Takatoshi Ito and Andrew K. Rose (eds), *Financial Sector Development in the Pacific Rim*, East Asia Seminar on Economics, vol. 18, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

McKibbin, W. 2005, *The global macroeconomic consequences of a demographic transition*, Lowy Institute Working Papers, no. 7. 05, November, Lowy Institute, Sydney.

Mendoza, E., Quadrini, V. and Rio-Rull, J. 2007, *Financial integration, financial deepness and global imbalance*, NBER Working Paper, no. 12909, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Modigliani, F. and Cao, S. 2004, 'The Chinese saving puzzle and the life-cycle hypothesis', *Journal of Economic Literature*, vol. XLII, March, pp. 145 – 70.

Peng, X. 2008, 'Demographic shift, population ageing and economic growth in China: a computable general equilibrium analysis', *Pacific Economic Review*, vol. 13, no. 5, pp. 680 – 97.

Prasad, E., Rajan, R. and Subramanian, A. 2006 – 07, 'Patterns of international capital flows and their implications for economic development', *The New Economic Geography: Effects and policy implications*, Federal Reserve Bank of Kansas City and Brookings Institution, Kansas City and Washington, DC.

United Nations (UN) 2006, *World Population Prospects: The 2006 revision*, United Nations, New York.

Wang, F. and Mason, A. 2008, 'Demographic factors in China's transition', in L. Brandt and T. Rawski (eds), *China's Great Economic Transformation*, Cambridge University Press, Cambridge.

Williamson, G. and Higgins, M. 2001, 'The accumulation and demography connection in East Asia', in A. Mason (ed.), *Population Change and Economic Development in East Asia-Challenges met and opportunities seized*, Stanford University Press, Palo Alto, Calif.

Yong, I. and Chen, H. 2005, 'Hong Kong as one of the world's largest net creditors: a study of international investment position statistics', *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*, December 2005, Hong Kong Monetary Authority, pp. 7 – 16.

Zhou, X. 2009, Some observations and analysis of the saving rate problem, Speech at Bank Negara Malaysia High Level Conference, Kuala Lumpur, Malaysia, 10 February 2009.

（周海文　译）