

中國國際投資部位的發展

朱 美 智 摘 譯

本文摘譯自：Ma Guonan and Zhou Haiwen, "China's evolving external wealth and rising creditor position," BIS Working Papers No. 286, Bank for International Settlements, July 2009.

摘 要

中國在全球貿易市場扮演重要角色是眾所周知的事，但是中國在全球金融市場竄起的重要性卻不見得受到歡迎。目前中國是全球僅次於日本的第二大淨債權國，2007年中國對外淨資產部位占GDP的比例超過30%。本文以相對經濟成長率、人口年齡結構、政府債務、金融深化程度及人民幣實質有效匯率作自變數，來探討對中國對外淨資產部位的影響程度。研究結果顯示，少年人口依賴比例(youth dependency ratio)的快速下降，是促使中國握持龐大對外淨資產部位的重要因素；同時也證實新古典主義的經濟理論，即經濟成長速度愈快將吸引愈多的資本流入。

本文也預測在未來20年內，中國對外淨資產部位占GDP的比例可能降至低於5%，但不太可能轉變為淨債務國。此外，本文指出，中國對外資產與負債總額在過去20年中顯著擴大，並且在未來10年將可能擴大為目前的3倍，顯示中國與全球金融市場的互動關係日益密切。最後，雖然中國對外淨資產部位預計將逐步進行調整，並可能因此促進其資本帳開放，但是，國外波動對中國衝擊程度逐步加深，及中國與其他國家間的互動程度日益增加，對中國及全球金融體系均將形成重大的挑戰。

一、前 言

本文研究下列四項議題：(1)中國的國際投資部位隨著時間推移如何發展？(2)為什麼當中國平均每人GDP水準仍低於經濟合作暨發展

組織(OECD)成員國平均水準的1/10時，中國握持龐大的對外淨資產部位？(3)未來20年中國是否將維持對外淨資產部位？(4)以對外資產

與負債總額為衡量標準，中國與世界其他地區的金融整合與互動程度是否將繼續擴大？

二、中國國際投資部位的發展

在 2004 年，中國官方開始正式公布國際投資部位數據，由於期間太短，以致無法藉此進行歷史趨勢的分析。為了建構較長和一致的時間數列，本文採取類似 Lane and Milesi-Ferretti (1999) 的方法，來估算 1985 年至 2003 年期間的國際投資部位。

本文從 1985 年至 2007 年期間中國國際投資部位的進展，發現三項特點如下：

(一) 國際投資淨部位在不到 10 年中從淨債務部位反轉為淨債權部位：

中國對外淨資產部位在 2000 年代激增。在 2004 年之前，中國仍是握持少量外債的淨債務國。1999 年為谷底，對外淨負債部位達 1,000 億美元或占 GDP 的 -9%。轉折點出現在 2004 年，中國淨債權部位開始大幅成長。到

2007 年，若以重置成本衡量，對外淨資產部位超過 1 兆美元，或占 GDP 的 30% 以上，成為全球第二大僅次於日本的淨債權國；但是，若以市值衡量，對外淨資產部位縮減至僅等於以重置成本計算的 1/4，或占 GDP 的 9%。

(二) 對外資產與負債總額在過去 20 年中擴大為 90 倍：

中國的國際投資部位毛額，即對外資產與負債總額，在過去 20 年中擴大為 90 倍。到 2007 年，達 3.8 兆美元，在亞洲排名第三，僅次於日本與香港。然而，以相對於 GDP 的比例來衡量，2007 年中國國際投資部位毛額僅略超過 110%，遠低於東亞約 250% 的平均水準(參見表 1)。

表 1 國際投資部位：中國與亞洲

IIPs: China and Asia ¹					
In billions of US dollars and per cent, 2007					
	China ²	Hong Kong SAR	Japan	Singapore	Korea
(1) Gross external assets	2,428.0	2,730.6	5,355.2	879.9	587.6
(2) Gross external liabilities	1,400.6	2,208.7	3,160.3	725.2	820.1
(3) Gross position = (1) + (2) ³	3,828.5	4,939.3	8,515.5	1,605.1	1,407.7
(4) Gross position as % of GDP	113.1	2,383.8	194.4	995.1	145.1
(5) NFA = (1) - (2)	1,027.4	521.9	2,194.9	154.7	-232.5
(6) NFA as % of GDP	30.4	251.9	50.1	95.9	-24.0

¹ 2007 data. ² China at current cost. ³ Gross position is the sum of external assets and liabilities.

Sources: See the Appendix. Table 2

(三) 國際投資部位的結構隨著時間推移日益呈現不對稱現象：中國的「長債券，短股票」(long debt, short equity)不對稱現象變得更加明顯，因為

股權證券淨負債部位與債權證券淨資產部位的絕對值規模越來越大(參見圖 1)。(2)中國對外負債的 70%是外資握持中國企業股權的直接投資，相比之下，1980 年代中期，對外負

圖 1 中國國際投資部位的組成

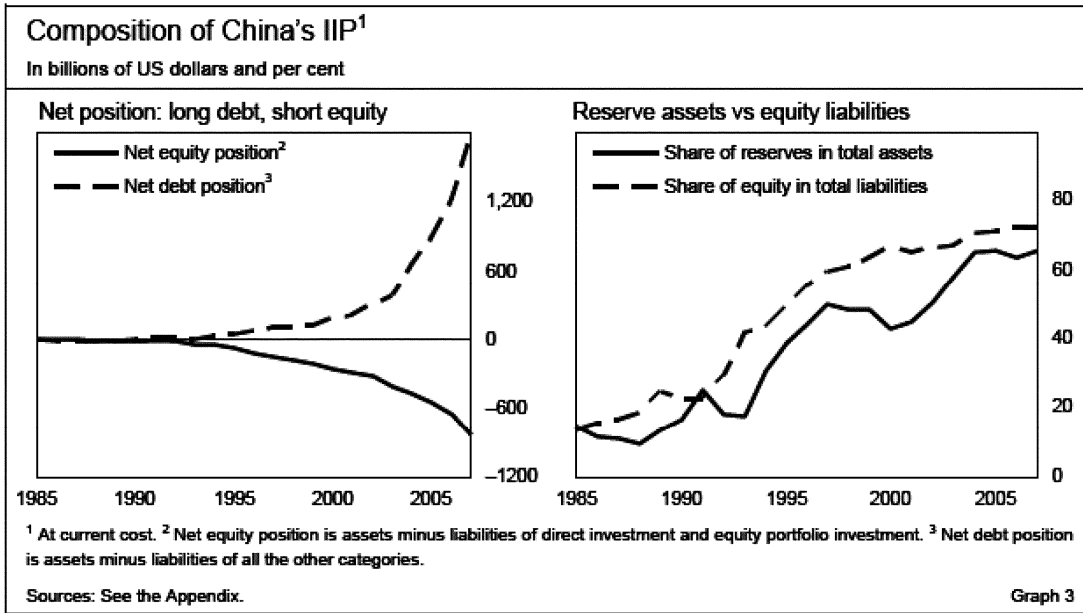
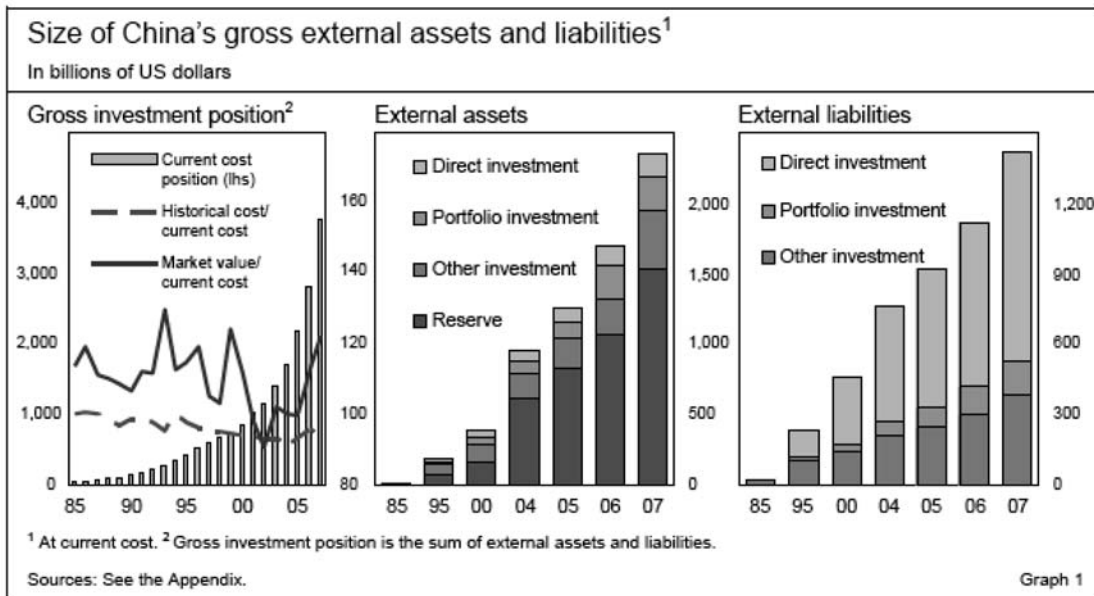


圖 2 中國國外資產與國外負債的規模



債的 80%是公共部門所進行的多邊和雙邊借貸交易。這主要反映，長期實施鼓勵外國直接投資流入和限制對外借款政策的結果。(3) 外匯準備資產日益主宰中國的對外資產，目前所占比重為 2/3，相比之下，20 年前僅為

15%。易言之，官方已是握持中國國外資產最多的部門。這可能在部分程度上反映，採取限制民間資本流出的資本管制措施，及近幾年在外匯市場進行大幅干預的結果(參見圖 2)。

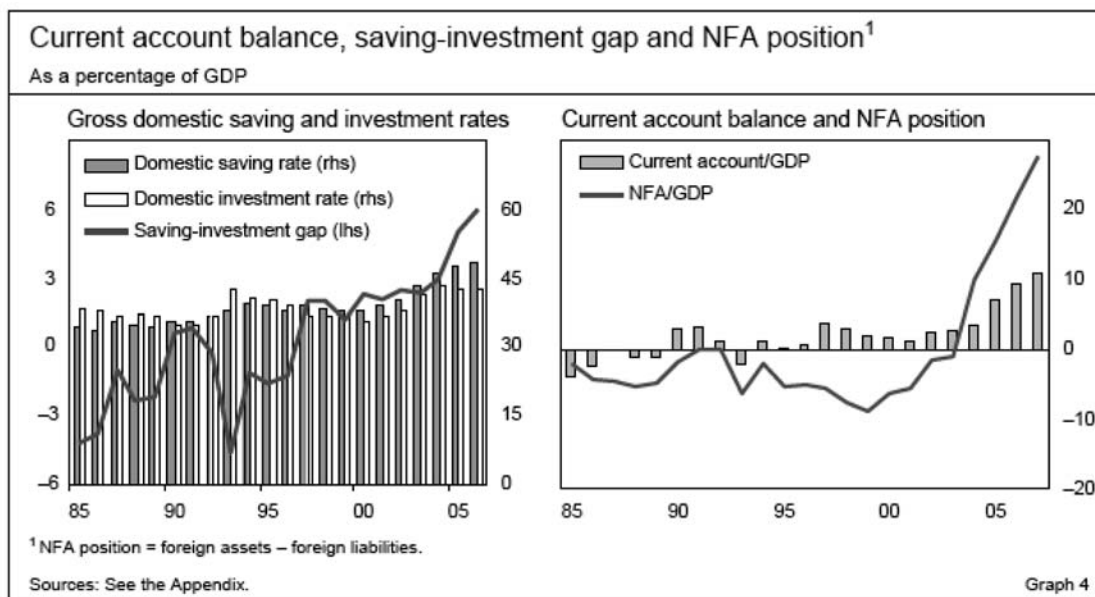
三、探討中國相對較低的所得水準卻握持龐大對外淨資產部位的因素

到 2007 年，中國對外淨資產部位占 GDP 30%以上，平均每人 GDP 僅 2,500 元美元，不到 OECD 成員國平均水準的 1/10。根據新古典經濟理論，這令人感到大惑不解，因為中國相對較低的所得水準和資本勞動力比率，以及強勁的經濟成長勢頭，應該是會吸引外資流入從而造成淨債務部位才對。

自 2000 年初期中國的對外淨資產部位迅速增加，主要得益於持續飆升的經常帳順

差，該順差從 2003 年占 GDP 比例 3%以下上升至近 11%。在 2004 年與 2007 年之間，中國累計經常帳順差達 8,500 億美元，而對外淨資產部位的增幅差不多與經常帳順差同步。至於支持經常帳順差的力量則是中國人的高儲蓄率。中國的民間儲蓄率由 2000 年占 GDP 的 38%，上升至 2007 年的接近 50%。因此，造成儲蓄與投資之間差距的因素，也可能是探討上述謎題的關鍵因素(參見圖 3)。

圖 3 中國經常帳餘額、儲蓄-投資差距及對外淨資產部位



本文運用縮減式模型(reduced form model)分析時間數列數據，估計五項因素，諸如，相對經濟成長、人口年齡結構、政府債務、金融深化程度及實質有效匯率，在直接影響中國對外淨資產部位方面的重要性。

(一) 第一項因素是相對經濟成長：

根據標準的新古典經濟成長模型，低所得國家相對較快的經濟成長速度可能顯示資本較高的邊際產量，往往會吸引更多外國資本的流入並遏阻國內資本的流出。因此，預期相對經濟成長率與對外淨資產部位之間呈現負相關。

(二) 第二項因素是人口年齡結構：

人口視窗係指一段期間，在該期間，勞動力的成長速度比依賴扶養人口的成長速度快，導致依賴扶養比例下降。根據許多經濟體的過往經驗，人口視窗可以維持超過 50 年，但中國的人口視窗只維持 20 多年，即中國整體依賴扶養比例從 1985 年的 55% 下降至 2007 年的 38%，因此未來 20 多年仍將受惠於人口視窗。

依賴扶養比例下降有助於儲蓄率提高。根據生命週期假說，依賴扶養比例下降有助於提高家庭儲蓄率，從而鼓勵投資，及導致更高的平均每人所得成長，並進一步增加家庭儲蓄。此外，依賴扶養比例下降顯示勞動供給增加。該增加藉著抑制工資成長，提高企業利潤和企業儲蓄。這與許多中國的調查結果一致，亦即過去 20 年來實質工資上漲幅

度有限。最後，依賴扶養比例下降可能意指，政府減少健康照護與退休金方面的支出，從而提高政府儲蓄。

在 1985 年至 2007 年期間，中國的少年人口依賴比例與老年人口依賴比例走向不同，即前者下降了一半，後者略有增加，此外，少年人口依賴比例與老年人口依賴比例對國內投資的影響亦不對稱，並因此使儲蓄與投資之間差距受到影響。其中，少年人口依賴比例下降會提高儲蓄，但會減少投資，從而造成經常帳順差和資本淨流出。之所以會減少投資係因少年人口依賴比例下降可能導致對住房、學校及醫院的投資減少。

與此相反，老年人口依賴比例升高對經常帳的影響不明確。老年人口依賴比例上升可能使投資減少的程度超過使儲蓄減少的程度，以致導致經常帳順差或資本淨流出。這是因為人口老化往往會減少勞動力供給和提高資本勞動力比率，從而抑制國內投資。但是，如果使儲蓄減少的程度超過使投資減少的程度，老年人口依賴比例上升也可能導致經常帳餘額惡化(參見圖 4)。

(三) 第三項因素是政府債務：

若該因素增加，對外淨資產部位會減少，因為政府債務增加往往使國內儲蓄減少和對外借款增加。中國政府債務占 GDP 的比例從 1985 年的 4% 上升至 2002 年高峰點的 30%，但自此以來呈下降趨勢，以致支持近幾年國內儲蓄率走高。因此，在 2000 年中期

圖 4 中國人口年齡結構與對外淨資產部位

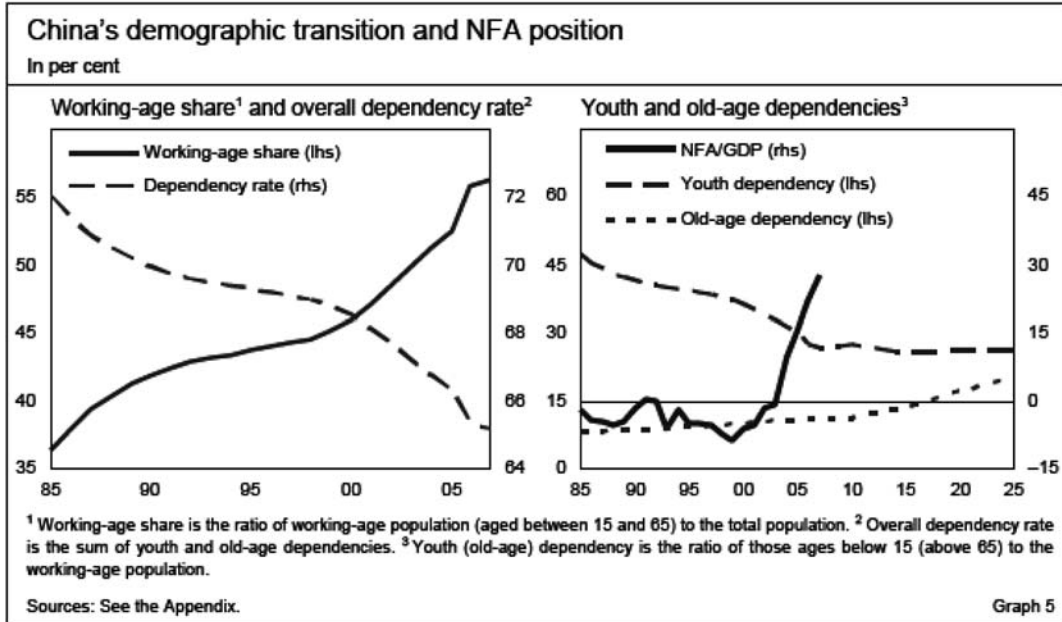
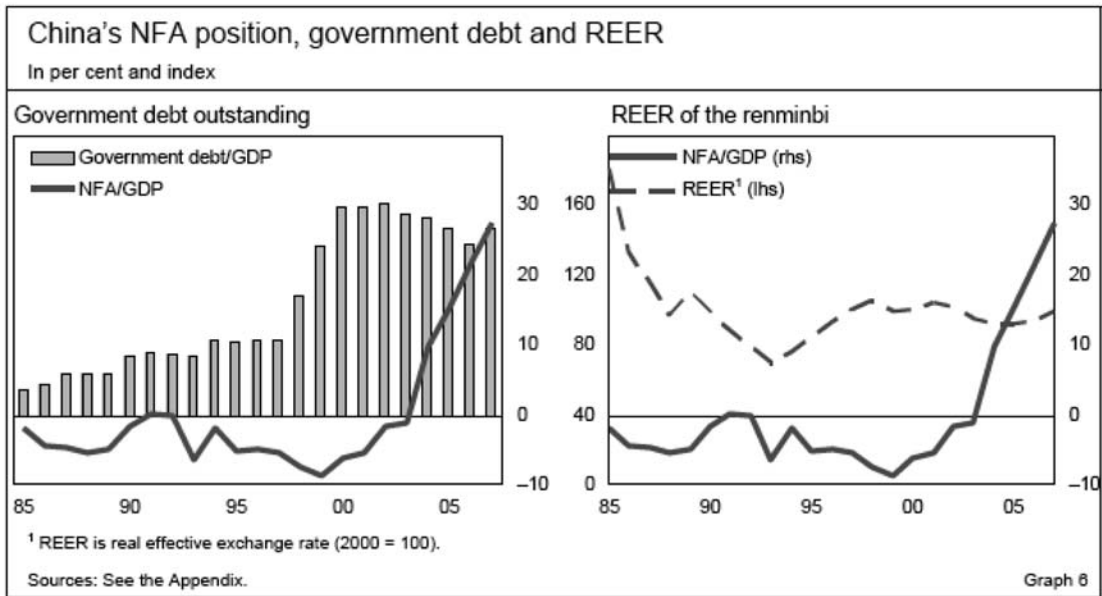


圖 5 中國對外淨資產部位、政府債務及實質有效匯率



逐漸趨小的政府債務，可能是中國從淨債務國轉變為淨債權國的因素之一(參見圖 5)。

(四) 第四項因素是金融深化程度：
該因素可能透過多種管道影響儲蓄與投

資，對經常帳與對外淨資產部位的影響不明確。有一種理論認為，金融低度發展往往導致國內儲蓄過多和國內投資受到過多融資限制，以致導致儲蓄與投資之間差距擴大。

(五) 第五項因素是匯率：

該因素可能透過貿易和評價管道影響對外淨資產部位，所發揮的作用不明確。例如，有一種理論認為，人民幣被低估，一方

面提升企業獲利與企業儲蓄，另一方面透過提高進口資本財價格抑制國內投資。因此，人民幣貶值會使中國的經常帳順差與對外淨資產部位增加。不過，人民幣被低估雖然提升企業獲利及產生更多的企業儲蓄，但是同時可能誘發更多的投資，遠超過前述的企業儲蓄，以致也可能使對外淨資產部位減少(參見圖 5)。

四、量化五項因素對中國對外淨資產部位的影響程度

本文藉由相對經濟成長、人口年齡結構、政府債務、金融深化程度及實質有效匯率等五項自變數，對中國對外淨資產部位進行迴歸分析，結果顯示，(1)較快的經濟成長速度往往吸引更多外國資本流入中國，使之成為淨債務國。(2)少年人口依賴比例下降往往造成經常帳順差增加，從而使之成為淨債權國。(3)政府債務對對外淨資產部位的影響呈負向關係。(4)金融深化程度和人民幣實質有效匯率僅發揮有限的作用。

(一) 相對經濟成長率：

該估計係數為負數，並顯示，中國經濟成長率與 OECD 成員國經濟成長率每相差 1 個百分點，中國對外淨資產占 GDP 的比例將下降約 0.25 個百分點。由於中國經濟成長率與 OECD 成員國成長率在 1985 年至 2007 年期間每年平均相差 7%，該相對經濟成長因素累計促使中國握持對外淨

負債部位，占 2007 年 GDP 的比例近 40% ($7\% \times 0.25 \times 23$)。

(二) 人口年齡結構：

(1)急劇下降的少年人口依賴比例是中國對外淨資產部位的主要決定因素，超過相對經濟成長因素的影響。該估計係數顯示，少年人口依賴比例每下降 1 個百分點，對外淨資產占 GDP 的比例將提高約 4.5 個百分點。在過去 20 多年中，少年人口依賴比例下降近 20 個百分點，累計促使中國握持對外淨資產部位，占 2007 年 GDP 的比例近 90% ($20\% \times 4.5$)。(2)老年人口依賴比例的估計係數為正數，但數字大到令人難以置信。

(三) 政府債務：

該估計係數為負數，並顯示，政府債務占 GDP 的比例每上升 1 個百分點，對外淨資產占 GDP 的比例將下降約 0.35 個百分點。政府債務占 GDP 的比例在 1985 年至 2007 年之

間從 4% 上升至 26%，累計促使中國握持對外淨負債部位，占 2007 年 GDP 的比例近 8% ($0.35\% \times 22$)。

(四) 金融深化程度：

該估計係數在統計上不顯著，意味著，似乎沒有提供強力證據支持，金融市場不發

達是中國淨債權部位日益增加的主要因素之論點。

(五) 人民幣實質有效匯率：

該估計係數在統計上不顯著，意味著，僅提供有限證據支持，匯率為中國握持對外淨資產部位的主要因素之論點。

五、未來 20 年中國對外淨資產部位的前景

就預測中國對外淨資產部位的中期前景，上述實證結果提供有用基礎。假設未來 20 年中國每年經濟成長速度高於 OECD 成員國平均水準 5 個百分點，政府債務占 GDP 的比例累計共上升 10 個百分點，將造成中國淨債權部位占 GDP 的比例分別下降 22.5 個百分點 ($5 \times 0.25\% \times 18$) 及 3.5 個百分點 ($10 \times 0.35\%$)。易言之，這兩個因素加在一起，可能使中國對外淨資產部位占 GDP 比例到 2025 年下降至低於 5%。

中國對外淨資產部位的中期前景之許多不確定性，來自於人口年齡結構的影響。本

文就少年人口依賴比例的影響，雖然取得相當強有力的估計，但根據聯合國 2006 年的預測，中國少年人口依賴比例在 2007 年與 2025 年之間變化不大，因此，可能不再是未來中國對外淨資產部位的主要驅動力。與此同時，中國的老年人口依賴比例預計將成為 2 倍達到 20%。然而，老年人口依賴比例的估計係數大到令人難以置信，顯示評估其數量上的影響將不可靠。

這些結果顯示，在未來 20 年內，雖然中國對外淨資產部位占 GDP 的比例可能明顯縮小，但是可能仍然是淨債權國。

六、過去 20 年中國國際投資部位毛額的表現

中國國際投資部位毛額在過去 20 年內大幅擴大，但仍相對較小。若以占 GDP 的比例衡量，中國國際投資部位毛額隨著時間推移穩步成長，從 1985 年的 14% 至 2007 年的 113%，若以市值衡量甚至達 135%。儘管如此，這仍然低於 OECD 國家平均水準 350%

或亞洲經濟體的 250%，這意味著中國對外資產與負債總額在未來 10 年內有大幅擴展空間。

但是，若以占貿易流量及國內金融財富的比例衡量，中國國際投資部位毛額表現顯著不同的趨勢。(1) 中國國際投資部位毛額占

貿易流量的比例，在 1998 年前後達到高峰，但從那時起趨於下降，由此可知，自亞洲金融危機以來，中國金融整合程度似乎落後貿易整合程度。(2)中國國際投資部位毛額占國內金融財富(國內信用、債券流通在外餘額和

股票市值的總和)的比例，顯示隨著時間推移更大的不穩定性，在 1996 年達到高峰，但從那時起趨於下降，由此可知，中國的國際金融整合程度近年來停滯不前。

七、未來 10 年中國國際投資部位毛額的前景

如果中國持續開放資本帳及維持最近發展方向，未來 10 年中國國際投資部位毛額的前景如何？本文首先藉由貿易開放程度、經濟發展程度、經濟規模及金融深化程度¹等因素對 OECD 成員國國際投資部位毛額進行迴歸分析，然後以這些因素的估計係數為基

礎，並假設未來 10 年中國平均每人 GDP 和貿易流量平均年成長率為 12%(過去 10 年平均水準分別為 13%和 21%)，結果發現，到 2015 年中國國際投資部位毛額將變為目前的 3 倍，占 GDP 的比例將上升至約 150%。

八、結 論

本文研究結果所衍生的意涵如下：(1)因為未來 20 年預計人口結構變化有非常不同的型態、經濟成長持續強勁、及人民幣匯率更有彈性，中國的對外淨資產部位預計將逐步進行調整。這應有助於全球經濟體系朝有序方向平衡發展，而不會在過渡時期對世界其他國家造成過多的壓力。(2)如果中國的對外淨資產部位不可能大幅反轉為對外淨負債部

位，在資本帳更開放的情況下，巨大部位調整所產生龐大跨境資本移動的壓力，應該容易處理。這應有助於實現人民幣可兌換性增強的目標。(3)國際投資部位毛額的規模擴大顯示，中國與全球金融體系之間的互動關係日益密切，並強調加強風險管理與金融市場發展的必要性，以與資本帳開放相得益彰。

附 註

(註 1) 貿易開放程度以商品與服務出口與進口占 GDP 的比例來衡量，經濟發展程度以每人平均 GDP 來衡量，經濟規模以 GDP 來衡量，金融深化程度以國內信用、債券流通在外餘額與股票市值的總和來衡量。

(本文完稿於 98 年 11 月，譯者為本行經濟研究處二專)