

中国外部财富的估值效应研究

那 明 李 康

摘 要：本文从中国外部财富的现状出发，利用中国 1982~2012 年外部财富的数据，测算出中国外部财富变动中的估值效应，运用脉冲响应函数和方差分解量化各因素对估值效应的影响。实证分析得出：中国外部财富变动中存在负估值效应，但估值效应的变动呈现波动性。美元兑人民币汇率对估值效应的影响最大且为正向；净外部资产变动率的影响呈现波动性；美国一年期国债利率对估值效应的影响为正向；外商来华投资回报率对估值效应的影响较小。

关键词：外部失衡；估值效应；国际投资头寸；资本回报率

中图分类号：F832.6

文献标识码：A

文章编号：1006-1894 (2015) 06-0033-11

一、引言

2008 年金融危机给全球经济带来的衰退再次引发国内外学者对全球失衡这一经济运行中突出问题的密切关注。中国作为全球最大的失衡国家，一直处在风口浪尖。2012 年中国经常账户顺差额为 1,931 亿美元，而同期净外部资产增量仅为 480 亿美元，两者的差额（被称作暗物质）为 1,451 亿美元。巨额的贸易顺差并没有完全转变为中国的净外部资产。与此同时，2012 年美国经常账户余额为 -4,404.23 亿美元，净外部资产变动额为 -1,333.07 亿美元，巨额的逆差也没有导致美国净外部资产等值恶化。传统观点认为净外部资产的变化仅通过贸易调整渠道，但这无法解释“暗物质”，因此引发了对外部失衡的金融调整渠道——估值效应的研究。估值效应 (Devereux and Stutherland, 2010) 指由于汇率和资产价格等因素的变化导致的一国净外部资产价值发生相应的变化。由经常项目构成的贸易渠道和由估值效应构成的金融调整渠道是外部失衡调整的两种途径。随着外部资产的增加，估值效应所造成的资本损益规模会更加显著。

国内外学者关于金融调整渠道——估值效应的研究起源于 21 世纪初。但是由于大多数发展中国家的数据不完善，无法量化估值效应。Lane 和 Milesi-Ferretti (2001,2007) 测算 1970~1998 年间 67 个国家（包括工业化国家和发展中国家）的国际投资头寸总量及组成部分的存量，构成国家外部财富数据库 I(EWA I)。然后在 EWA I 的基础上重新估算 1970~2004 年间 145 个国家的外部资产和外部负债，并提供国家外部财富数据库 II(EWA II)，其中包括中国 1981~2004 年净外部资产的估算值，为今后学者对估值效应的研究提供数据支撑和方法指导。

关于估值效应在外部调整中的作用是否显著，仁者见仁，智者见智。Pan(2006)、

范志勇(2008)和刘少英(2012)等学者认为估值效应在外部调整中所起的作用不显著,但大多数的学者肯定估值效应的显著作用。由于各个国家外部财富的构成不同,所处国际地位不一,所以估值效应给不同国家带来的影响是不同的。对于发达国家而言,估值效应改善本国外部失衡,增加外部财富。Gourinchas和Rey(2007)在一国跨期预算约束的基础上构建金融账户跨期分析框架,详细分析了1952年以来美国外部头寸的变化,结果显示正估值效应改善美国的外部失衡,美国大约27%的外部调整来自估值渠道。Meredith(2007)研究发现1989~2005年大多数美国的“过度的特权”来自正估值效应。廖泽芳(2012)测算得出美国的净外部资产变动存在相当大的正估值效应,与之相应的贸易顺差国日本和中国存在巨大的负估值效应,这意味着财富从顺差国向美国转移。

对于广大发展中国家而言,估值效应虽有助于其外部失衡的调整,但却起着减少其外部财富的作用。宋效军(2006)认为中国净外部资产变动中存在负估值效应,这种负效应直接抵消经常账户顺差对净外部资产的增加。估值效应虽然在一定程度上缓解中国的外部失衡,但这相当于向国外无偿转移通过经常项目盈余所聚积的大量财富。杨权(2008)对全球失衡背景下中国外部财富分析的结果显示,中国存在负的估值效应。肖立晟(2013)利用中国1998~2011年间基于市场价值的中国国际投资头寸表季度数据进行研究,结果显示中国持续的外部失衡中存在显著的负估值效应损失,2011年末达到4,212亿美元,占净外部资产总额的25%。

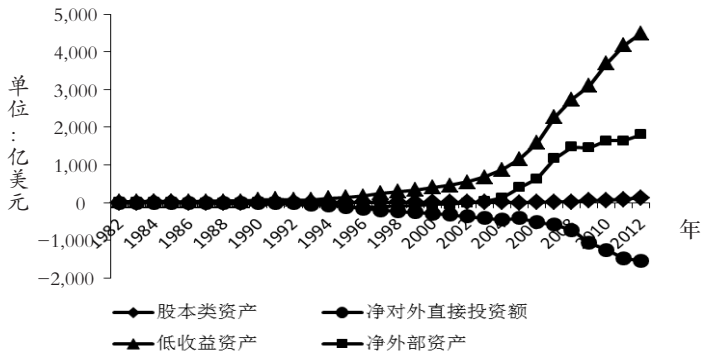
现有文献只论证净外部资产变动中是否存在估值效应,但未量化汇率、资产价格、外部资产和外部负债等因素对估值效应的影响。迄今为止只有少数学者针对中国外部财富变动中的估值效应进行研究。本文从中国外部资产和负债的现状出发,运用定义测算估值效应。在此基础上,运用脉冲响应函数和方差分解,量化汇率、资产价格、净外部资产等因素的变动对估值效应的影响,为今后政策的制定提供数据上的支持。

二、中国外部财富结构分析及估值效应测算

根据国际货币基金组织定义,外部资产细分为股本类资产、债务类资产、对外直接投资和储备资产4部分;外部负债细分为股本类负债、债务类负债和来华直接投资3部分。净外部资产(NFA)等于外部资产减去外部负债,即外部财富。本文数据来源于国际货币基金组织IFS数据库、Lane和Milesi-Ferrett(2007)构建的国家外部财富数据库II(EWA II)。

(一) 中国外部财富的现状

以官方储备和债务性资产组成的“低收益资产”构成中国外部资产的主要部分并逐年增加,是影响净外部资产变动的关键变量;净对外直接投资始终为负数且绝对值呈现上升趋势,表明中国对外直接投资相对增长缓慢,负值的净FDI抵消相当部分的净外部资产;股本类资产一直处于较低水平,波动很小。



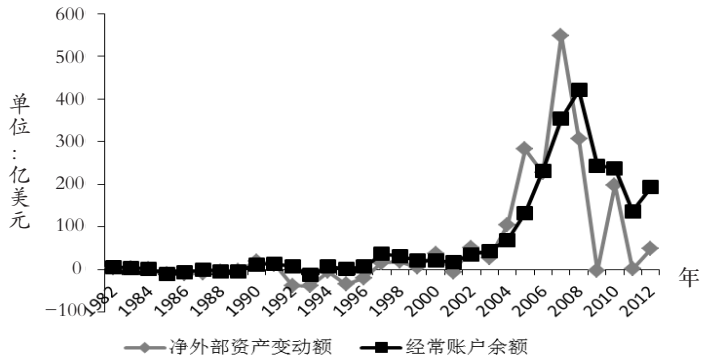
数据来源：IMF 中 IFS 数据库。

图 1 中国净外部资产构成

从资产价格来看，中国外部资产以外汇储备为主，收益率很低。中国外部负债以 FDI 为主，成本较高。据孙文凯 (2010) 的测算，1978~2006 年外商来华投资的回报率高达 20% 以上，部分年度甚至达到了 41.47%。从汇率来看，中国外部资产主要以外币（美元为主体）计价，外部负债以人民币计价。美元贬值导致中国外部资产缩水，人民币升值意味着外部负债增加。资产价格和汇率共同作用导致负估值效应，给中国净外部资产带来损失。

（二）净外部资产变动与经常账户的相关性

经常账户余额是影响净外部资产变动的根本因素 (Gourinchas and Rey, 2013)。若不存在估值效应，经常账户顺差将等额增加中国外部财富。但是由于负估值效应的存在，中国外部财富很容易发生缩水和转移。



数据来源：IMF 中 IFS 数据库。

图 2 净外部资产变动和经常账户余额

本文对中国经常账户余额和净外部资产变动额的相关性进行测算，1982~1991 年两者之间的相关系数显著为 0.92，1992~2001 年两者之间的相关系数为 0.82，2002~2012 年两者之间的相关系数为 0.64(见表 1)。从表 1 可以看出，经常账户余额和净外部资产变动的相关系数越来越小，显著性也越来越低。这充分证明，随着时

间的推移,经常账户越来越不能解释净外部资产的变动,此时就需要估值效应来解释。

表1 净外部资产变动与经常账户余额的相关系数检验

年份	1982~1991	1992~2001	2002~2012	1982~2012
相关系数	0.92	0.82	0.64	0.80
T 值	6.74	4.03	2.50	7.09
P 值	0.0001	0.0038	0.0336	0.0000

Lane 和 Milesi-Ferretti(2006a) 的研究表明各国净外部资产的波动性均明显高于其经常账户,中国也不例外。表2 分别列出中国外部财富变动和经常账户余额的均值和标准差。均值和标准差之比为变异系数,用以衡量变量的波动程度。

表2 中国净外部资产变动额与经常账户余额波动性比较

	标准差	均值	变异系数
净外部资产变动额	124,706.3	53,798.49	2.32
经常账户余额	112,760.7	72,408.51	1.56

(三) 估值效应

IMF(2005) 将净外部资产变动进行简便的分解,即通过下式估算:

$$NFA_t - NFA_{t-1} = CA_t + VAL_t + KA_t + EO_t \quad (1)$$

其中, KA_t 表示资本与金融账户余额(可简称为“资本账户”或“金融账户”), EO_t 表示净误差与遗漏项, VAL_t 表示估值规模,用来量化估值效应所产生的净外部资产价值的变化。由于资本账户余额数值一般很小,“净误差与遗漏”项中包括大量官方无法准确统计的信息,因而在分析过程中常常忽略这两项,即认为净外部资产变动主要是由于经常账户渠道和估值效应渠道所引起的。

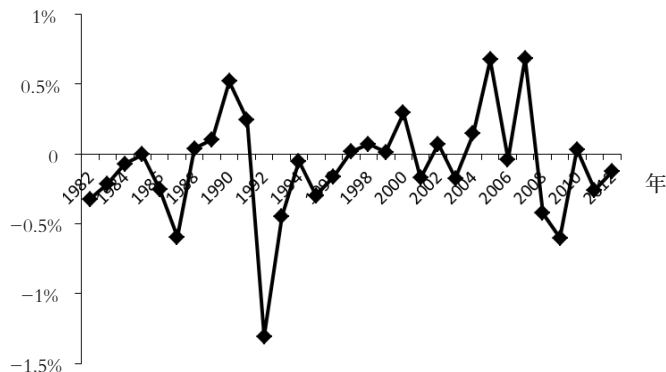
估值效应用各变量与 GDP 之比进行衡量,可以得到如下表达式:

$$val_t = \frac{NFA_t - NFA_{t-1}}{GDP_t} - \frac{CA_t}{GDP_t} \approx \Delta nx_t - ca_t \quad (2)$$

本部分将根据所获取的年度数据对中国净外部资产的估值效应进行测算。对数据的初步分析表明,自20世纪80年代后期以来,中国的贸易顺差和国际资本流量逐步增加,因此选取中国1982~2012年数据进行分析。根据式(2)算得中国净外部资产的估值效应(见图3),从图中可以得出如下结论。

首先,中国净外部资产变动中存在负估值效应。1982~2012年,大部分年份的估值效应为负值。这一时期内中国年均资本损失额约为86.99亿美元,占年均GDP的0.48%。

其次,中国净外部资产的损失呈波动趋势。进入21世纪,估值规模从2001年的-186.9亿美元恶化至2012年的-653.58亿美元,但期间波动更显著。2004~2007年的估值效应基本保持为正值。2008年后负估值效应再次显现,但是受美国次贷危机引起的全球金融危机的影响,中国对外贸易净额减少,经常账户盈余减少,中国净外部资产增幅下降,负估值效应也相应减少,2012年估值效应仅为-0.84%。



数据来源：原始数据来源于 IMF，估值效应由作者计算得出。

图 3 1982 ~ 2012 年中国净外部资产变动中的估值效应

三、中国外部财富变动中估值效应的影响因素分析

本文首先构建 VAR 模型，基于该模型进行脉冲响应分析和方差分解，从而对中国外部财富中估值效应与汇率、资产价格、净外部资产间的动态关系予以考察。对数据的初步分析可知，美国国债在中国外部资产中所占比重最大，外商来华直接投资在中国外部负债中所占比重最大，所以以美国一年期国债利率和 FDI 投资回报率作为资产价格的表征变量。本文选取 1982~2012 年美元兑人民币汇率 (E)、美国一年期国库券利率 (UR)、外商来华的投资回报率 (FDI)、净外部资产变动率 (nfa) 和公式 (2) 所测度的估值效应 (val) 进行实证研究。数据来源于国际货币基金组织数据库和美联储网站。其中 FDI 的资本回报率的计算参照孙文凯 (2010) 的方法，原始数据来源于中国统计年鉴，具体结果见表 3。

表 3 中国的资本回报率

年份	资本份额 (%)	GDP (10 ¹⁰ 元)	资本产出比	年折旧率	增长率 (%)		资本回报率 (%)
					投资品价格指数	GDP 价格指数	
1978	50.33	3,645.22	1.47	12.1	0.93	1.92	21.12
1979	48.62	4,062.58	1.45	11.97	2.15	3.58	20.11
1980	48.85	4,545.62	1.42	11.82	4.95	3.78	23.86
1981	47.32	4,891.56	1.5	11.43	1.78	2.25	19.68
1982	46.43	5,323.35	1.5	11.06	2.34	-0.21	22.49
1983	46.46	5,962.65	1.48	10.82	3.76	1.04	23.28
1984	46.32	7,208.05	1.38	10.67	4.8	4.96	22.63
1985	47.1	9,016.04	1.32	10.69	8.62	10.24	23.26
1986	47.18	10,275.18	1.39	10.86	7.52	4.7	25.89
1987	47.47	12,058.62	1.39	10.81	6.98	5.17	25.19
1988	48.28	15,042.82	1.34	10.84	12.5	12.1	25.61
1989	48.49	16,992.32	1.52	10.88	9.55	8.55	22.03

(续表3)

1990	46.64	18,667.82	1.59	11	7.31	5.8	19.92
1991	49.97	21,781.5	1.52	10.91	9.05	6.87	24.19
1992	49.91	26,923.48	1.41	10.79	15.52	8.2	31.85
1993	49.63	35,333.92	1.37	10.72	29.35	15.16	39.59
1994	48.89	48,197.86	1.45	10.65	10.25	20.63	12.76
1995	47.44	60,793.73	1.44	10.74	4.97	13.71	13.43
1996	47.2	71,176.59	1.45	10.71	4.51	6.43	19.86
1997	47.11	78,973.03	1.52	10.61	2.12	1.52	20.94
1998	46.88	84,402.28	1.6	10.61	0.02	-0.89	19.62
1999	47.58	89,677.05	1.66	10.59	-0.15	-1.27	19.12
2000	48.52	99,214.55	1.64	10.59	1.6	2.03	18.57
2001	48.54	109,655.17	1.67	10.56	0.7	2.05	17.2
2002	49.08	120,332.69	1.69	10.55	0.37	0.6	18.34
2003	50.38	135,822.76	1.67	10.55	3.09	2.59	20.15
2004	54.49	159,878.34	1.65	10.54	6.86	6.93	22.32
2005	58.6	184,937.37	1.72	10.53	1.42	3.92	21.03
2006	59.39	216,314.43	1.69	10.64	1.2	3.81	21.97
2007	60.26	265,810.31	1.58	10.71	4.28	7.64	24.03
2008	56.82	314,045.43	1.59	10.7	10.84	7.76	28.1
2009	53.38	340,902.81	1.82	10.6	-3.49	-0.61	15.8
2010	54.99	401,512.80	1.73	10.71	4.13	6.64	18.51
2011	55.06	473,104.05	1.76	10.66	7.87	7.8	20.6
2012	54.41	518,942.11	1.97	10.53	1.18	1.89	16.43

数据来源：国家统计局和作者的估算。

(一) 变量平稳性检验

本文采用 ADF 检验法检验序列的平稳性，即单位根检验。表 4 检验结果表明所有变量均为一阶单整，满足协整检验的条件。

表 4 平稳性检验

变量	检验形式	ADF 统计量	1% 临界值	5% 临界值	10% 临界值	P 值	结论
D(val)	(c,0,7)	-6.07***	-3.689194	-2.971853	-2.625121	0.0000	平稳
D(UR)	(c,0,7)	-4.09***	-3.689194	-2.971853	-2.625121	0.0038	平稳
D(nfa)	(0,0,7)	-9.27***	-2.647120	-1.952910	-1.610011	0.0000	平稳
D(E)	(c,0,7)	-4.61***	-3.679322	-2.967767	-2.622989	0.0010	平稳
D(FDI)	(c,0,7)	-6.01***	-3.689194	-2.971853	-2.625121	0.0000	平稳

注：(1) 检验形式 (c, t, k) 中，c, t, k 分别代表常数项、时间趋势项和滞后阶数。

(2) ***、** 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 显著性水平。下同。

(二) 协整关系检验

从表 5 可以看出，在 5% 的显著性水平下存在一个协整变量。这意味着估值效应 (val)、净外部资产增长率 (nfa)、汇率 (E)、美国一年期国库券利率 (UR)、外商来华

投资回报率 (FDI) 之间存在协整关系，满足向量自回归 (VAR) 模型检验的条件。

表 5 协整检验

	特征值	T 值	5% 的显著性水平	P 值
没有协整变量*	0.706771	78.61481	69.81889	0.0084
至少一个协整变量*	0.537769	43.03759	47.85613	0.1317
至少两个协整变量*	0.350985	20.65857	29.79707	0.4525

(三) 向量自回归模型

本文用赤池信息准则 (AIC) 和施瓦茨准则 (SC) 选择滞后阶数 p 值，AIC 和 SC 最小值对应的 p 值均为 3，故选取 VAR 模型滞后阶数 p=3。VAR 模型的结果见表 6。

表 6 VAR 模型变量系数表

	val	E	I	nfa	UR	FDI
val(-1)	-0.599131	-2.452607	-215.5817	-24.74467	-0.347373	-0.599131
val(-2)	-0.07108	-10.91425	33.25672	-17.13741	0.86102	-0.07108
E(-1)	0.217018	-4.184741	-50.24728	-8.59436	1.606128	0.217018
E(-2)	0.002549	0.951954	0.077138	0.14608	0.062853	0.002549
nfa(-1)	-0.026843	0.018750	-6.067376	0.013205	-0.050439	-0.026843
nfa(-2)	0.023937	0.099432	4.729635	-0.123814	-0.028669	0.023937
UR(-1)	-0.000435	-0.004969	-0.223563	-0.005007	-2.97E~05	-0.000435
UR(-2)	-0.000931	-0.003079	-0.202226	-0.028294	0.000391	-0.000931
FDI(-1)	-0.000244	-0.001696	-0.157175	-0.041006	-0.0005	-0.000244
FDI(-2)	0.013133	0.020363	3.038816	1.22811	0.006324	0.013133
C	-0.004772	0.081398	1.557429	-0.234273	-0.01190	-0.004772

本文关注的是估值效应 (val) 的变动，所以应当注意以 val 为因变量构建的模型。经检验，模型的 R² 为 0.72，F 值为 2.08，AIC 和 SC 的值分别为 -4.67 和 -3.90，模型拟合度较好且稳定。

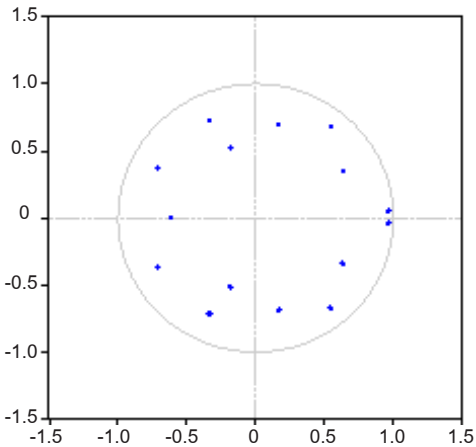


图 4 AR 根检验

Lutkepohl(1991)指出,如果被估计的VAR模型所有根模的倒数小于1,即位于单位圆内,则它是稳定的。由图4可以看出,向量自回归模型中所有的单位根都位于圆内,所以VAR模型是稳定的。因此,可以对此VAR模型做脉冲响应函数分析。

(四) 脉冲响应函数

本文在所得的VAR模型基础上,基于脉冲响应函数式,研究汇率、净外部资产变动率、美国一年期国债利率和外商来华投资回报率对估值效应冲击的动态响应路径,并从单期效应和累计效应两个角度来阐述其影响。

1. 美元兑人民币汇率(E)的影响 美元兑人民币汇率的提升意味着人民币贬值和美元升值,由此带来外部资产的增加和外部负债的减少,预计美元兑人民币汇率(E)的上升给估值效应(val)正向影响。

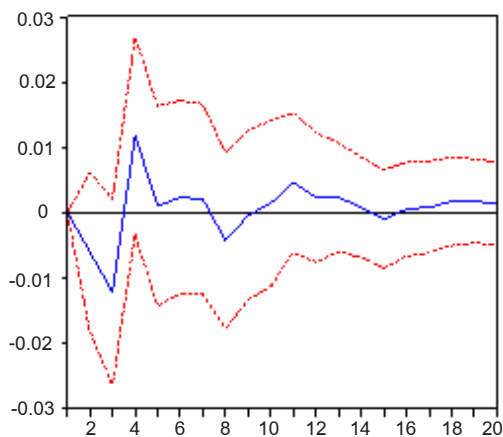


图5 val对E的一个标准差新息的影响

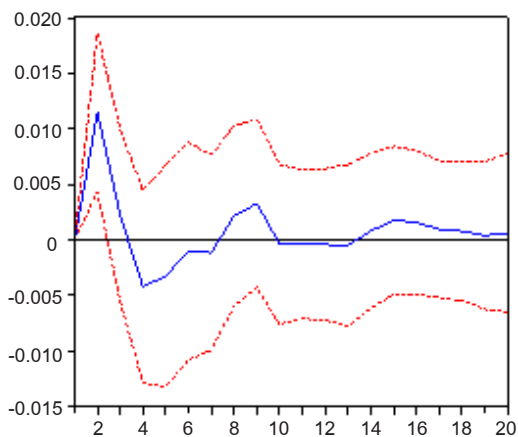


图6 val对UR的一个标准差新息的影响

由图5可以看出,汇率(E)对估值效应(val)的影响具有波动性,第1期呈现负向影响,并在第3期达到最大,第4期后影响转为正向并逐渐趋于平稳。初期与假设不符,可能由于人民币贬值带来的正估值效应需要一段时间才能显现。

2. 美国一年期国库券的利率(UR)的影响 在我国的外部资产中,外汇储备的比重为60%以上,而其中美国国债所占的比重最大,美国国库券利率的上升带来外部资产收益的增加,预计美国一年期国库券的利率(UR)的上升给估值效应(val)带来正向影响。

从图6可以看出,美国一年期国库券的利率(UR)对估值效应(val)的正向影响从第1期开始飙升,带来正估值效应,随后有所波动。同时从累计效应来看,UR对val的影响始终保持为正,符合预期。

3. 外商来华投资的资产回报率(FDI)的影响 外商来华投资回报率的增加,意味着外部负债成本的增加,导致净外部资产的减少,带来负估值效应;另一方面,外商来华投资回报率的增加也会吸引更多外资,引进更先进的技术,提升我国经济实力,优化外部资产结构,带来正估值效应。因此,预计外商来华投资回报率(FDI)的上升对估值效应(val)的影响初期为负,随后有所波动。

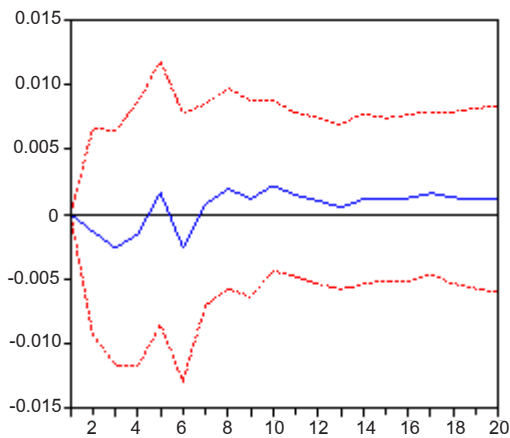


图7 val 对 FDI 的一个标准差新息的响应

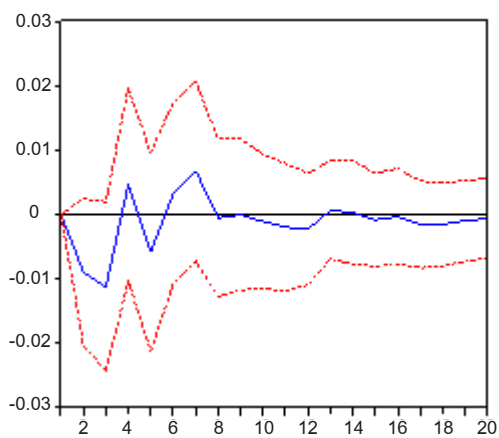


图8 val 对 nfa 一个标准差新息的响应

从图7可以看出，外商来华投资回报率(FDI)的增加给估值效应(val)带来的影响是不断波动的，最终趋于稳定。前4期负估值效应显现，随后估值效应转为正向并有所波动，整体符合预期。

4. 净外部资产年增长率(nfa)的影响 自中国加入WTO后，经常账户盈余不断扩大，中国外部财富不断增加。但在外部财富增加的同时，中国外部财富的负估值效应越来越明显。这源于中国外部资产和外部负债结构的不合理，带来负估值效应。但随着负估值效应的愈发显著，中国会不断优化外部资产结构来减少损失。因此，预计净外部资产年增长率(nfa)的上升对估值效应(val)的影响初期为负向，即随着净外部资产的增加而减少，之后呈现波动。

从图8可以看出，第1期净外部资产年增长率(nfa)的上升对估值效应(val)的影响为负向并不断扩大。第4期转为正向后整体呈现波动，最终趋于平稳，符合预期。

(五) 方差分解

为了更进一步了解估值效应、汇率、资产价格、净外部资产之间的相互作用关系，比较各因素对估值效应的影响程度，可以对VAR(3)做方差分解分析。

表7 val的预测方差分解

时期	S.E.	val	E	nfa	UR	FDI
1	0.020251	100	0	0	0	0
2	0.025669	62.24344	5.443695	12.11404	19.91918	0.279649
3	0.030800	43.40642	19.46502	21.83371	14.38181	0.913039
4	0.033637	36.54461	28.67349	20.18026	13.62350	0.978134
5	0.034519	35.69315	27.31668	22.02472	13.80996	1.155481
6	0.034878	35.05786	27.21012	22.43503	13.61008	1.686916
7	0.035742	34.07251	26.2462	24.9684	13.06273	1.650162
8	0.036138	33.44561	27.06355	24.44734	13.13768	1.905832
9	0.036308	33.13371	26.82401	24.21939	13.82850	1.994388
10	0.036432	32.96818	26.79741	24.14600	13.74655	2.341867

由表7可以看出,方差分解的标准差很小,说明模型是稳定的。估值效应的预测方差受到其自身波动影响较大但不断降低,从第2期的62.24%下降至第10期的32.97%。各因素中,汇率对估值效应的影响最大,从第2期起不断上升,随后基本保持在27%左右。净外部资产变动率对估值效应的影响逐期上升,第10期为24.15%。美国一年期国库券的利率对估值效应的影响在第2期达到最大值19.92%,随后有所下降,基本保持在13%左右。外商来华投资回报率对估值效应的影响较小,第10期仅占估值效应预测方差分解值的2.34%。

四、结论

综上所述,中国外部财富变动中存在负估值效应,导致中国外部财富的损失。美元兑人民币的汇率、净外部资产、美国一年期国债利率和外商来华投资的资本回报率等因素对估值效应的影响很大,这源于中国外部财富结构的不合理性。为改变这一现状,本文提出以下建议。

第一,优化外部资产结构。要降低外部资产中储备资产的比重,为此必须改革外汇管理制度,降低外汇储备的比重,尤其是持有以美元计价的资产的比重,来规避美元贬值带来的损失。同时,放松民间资本的限制,提高外部资产中私人对外投资的比重,鼓励民营企业海外并购,深化落实“走出去”战略,增加外部资产中对外直接投资的比重。

第二,稳定人民币汇率。人民币升值是引起中国对外债权损失的重要原因之一。自2005年7月以来,人民币升值压力和升值预期不仅没有减少贸易顺差,还引起国内资产价格泡沫和投机资本的大量流入,加剧中国财富流失。近期人民币升值趋势放缓,但这只是升值过程中的波动,大体趋势不会改变。因此,稳定人民币汇率,减少套利性资本流入是改善中国外部资产结构的另一重要策略。

第三,推动人民币国际化的步伐。美元在国际货币体系中的霸主地位给美国带来了巨大的利益。若人民币成为世界货币,在国际贸易往来中可以减少外汇的使用,降低结汇的压力,因此不必为确保国际收支安全而储备大量低收益的外汇。

第四,健全金融证券市场的各项规章制度。中国证券市场尚处于起步阶段,各种政策措施尚不完善,国外热钱涌入中国证券市场的数量很少,所占的比重很低,由此导致中国对外融资的比重低,外部资产结构不够合理。党的十八届三中全会提出加大对金融市场的改革,推动金融市场的市场化,这对于中国外部资产结构的优化有着重要的积极意义。

参考文献:

- [1] 范志勇,沈俊杰.估值效应与中国外汇储备损益评估[J].学习与探索,2009,(4).
- [2] 廖泽芳,雷达.全球经济失衡的利益考察——基于估值的视角[J].世界经济研究,2012,(9).
- [3] 刘少英.美元贬值对美国经常账户影响的估值效应分析[J].世界经济研究,2012,(3).

- [4] 宋效军, 陈德兵, 任若恩. 我国外部均衡调节中的估值效应分析[J]. 国际金融研究, 2006, (3).
- [5] 孙文凯, 肖耿, 杨秀科. 资本回报率对投资率的影响: 中美日对比研究[J]. 世界经济, 2010, (6).
- [6] 肖立晟, 陈思翀. 中国国际投资头寸表失衡与金融调整渠道[J]. 经济研究, 2013, (7).
- [7] 杨权. 全球失衡背景下中国外部财富分析[J]. 国际贸易问题, 2008, (9).
- [8] Devereux, M. B., Stutherland, A. Valuation Effects and the Dynamics of Net External Assets[J]. Journal of International Economics, 2010, 80(1).
- [9] Gourinchas, P. O., Rey, H. External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects[R]. National Bureau of Economic Research, 2013.
- [10] Gourinchas, P. O., Rey, H. From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and Exorbitant Privilege[M]. Chicago: Chicago University Press, 2007.
- [11] Helbling, T., Batini, N., Cardarelli, R. Globalization and External Imbalances[J]. IMF World Economic Outlook, 2005, (4).
- [12] 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[J]. Journal of international Economics, 2007, 73(2).
- [13] Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. International Financial Integration[J]. International Monetary Fund Special Issue, 2003, (50).
- [14] Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. Examining Global Imbalances[J]. Finance and Development, 2006, 43(1).
- [15] Lutkepohl, Helmut. Introduction to Multiple Time Series Analysis[M]. New York: Springer-Verlag, 1991.
- [16] Meredith, G. Debt Dynamics and Global Imbalances: Some Conventional Views Reconsidered[M]. Washington: International Monetary Fund, 2007.
- [17] Pan, Huiran. The Dynamics of External Adjustment: Evidence from Emerging Markets[C]. Seattle: University of Washington, 2006.
- [18] Sims, C. A. Macroeconomics and Reality[J]. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1980, (48).

作者信息: 那明, 合肥工业大学经济学院硕士生导师, 北京大学经济学院博士后, 研究方向: 世界经济; 李康, 合肥工业大学经济学院硕士研究生, 研究方向: 国际金融。

基金项目: 国家自然科学基金“估值效应渠道对中国外部财富的调整研究”(项目编号: 71503066)。

Research on the Valuation Effect in Chinese External Wealth

NA Ming LI Kang

Abstract: This paper, based on the status of china's external wealth, using china's external wealth data from 1982 to 2012, estimates the valuation effect existing in China's external wealth. The results show that there exists negative valuation effect in the changes of Chinese external wealth, but the valuation effect shows volatility. The role of exchange rate of RMB against the U.S. dollar on the valuation effect is the largest and its direction is positive; the change rate of net external assets affects secondly and the direction shows volatility. The impact of the one-year US national bond rate on valuation effect is positive. The return on capital of foreign investment affects valuation least.

Key words: external imbalance; valuation effect; international investment position; return on capital

(责任编辑: 张建华)