

□世界经济与中国

# 中国持有美国资产机会成本的估算

李 晓 周学智

〔摘 要〕基于美国经济分析局 (BEA) 公布的数据,分别估算出 1999 年后美国投资者持有海外资产、美国国外投资者和中国投资者持有美国资产的资产所得。相比较而言,美国投资者持有海外资产能获得较高的纯资产所得率。虽然近年来中国持有美国资产数量快速增长,但中国持有美国资产的纯资产所得率却较低。如果将同样数量的资产转由美国投资者进行对外投资,那么中美投资者所获得的纯资产所得之差便构成了中国持有美国资产的“机会成本”。随时间推移和中国对美国资本输出数额的逐年剧增,中国持有美国资产的机会成本也在同步增加。中国持有美国资产承受的机会成本既是美元国际地位的体现,也能反映出中国持有美国资产的收益状况,更是中美两国获取对外投资回报能力差异的体现。

〔关键词〕美国资产; 纯资产所得; 机会成本

〔基金项目〕国家社会科学基金重大招标项目 (10ZD&054)

〔收稿日期〕2011-05-22

〔作者简介〕李 晓,吉林大学经济学院教授,经济学博士;周学智,吉林大学经济学院博士研究生。(长春 130012)

## 一、问题的提出

近年来,中国持有美元资产的数量急剧增加。仅就证券来看,中国持有美国证券数额从 2000 年 3 月的 920 亿美元上升到 2009 年 6 月末的 14 640 亿美元。由于目前尚无中国持有美国资产存量的准确数据,中国学者只能对中国持有美国资产的数量和真实收益率做较为粗略的估算,且主要集中于外汇储备层面。但中国持有的美国资产不仅限于有价证券,还包括直接投资等其他多种资产。所以,中国持有的美国资产很难从结构和规模上进行统计,从而导致对其真实的收益情况难有绝对权威的统计或计算。

从现有研究成果看,虽然学者们得出的中国海外资产真实收益率的准确数值不尽相同,但却有一个比较一致的结论:中国所拥有的以美元资产为代表的海外资产的真实收益率较低,甚至或为负。张斌等发现,中国外汇储备真实有效收益率的波幅远大于美元计价的外汇储备收益率波幅,真实有效收益率水平远低于美元计价的外汇储备收益率,以美元计价外汇储备收益率最大化为目标的外汇储备管理,可能会背离实现外汇储备真实财富保值增值的初衷。<sup>[1]</sup>王永中认为,若以人民币计价,汇改后中国外汇储备的平均收益率仅为 1.1%;在剔除冲销成本之后,汇改后的收益率则为 -1.64%。<sup>[2]</sup>Wang 分析了中国持有海外资产低收益率的原因,指出中国持有的海外资

产主要集中于外汇储备,而直接投资和有色证券投资比重较低,由此导致中国海外资产的收益与风险出现不匹配。<sup>[3]</sup>

相比之下,美国持有的海外资产则能获得较高收益率。国外学者对美国能够获得较高的海外资产回报率的原因做过大量研究。Gourinchas & Rey 认为,美国持有海外资产能够获得较高回报率的原因在于:不同资产的收益率不同,美国海外资产中 FDI、股票等高收益率资产的比重较高,则海外资产的总收益率就会较高。相反,美国国外投资者持有的美国资产中债券比重较大,资产的收益率就必然较低。<sup>[4]</sup> Kitchen 认为,美国对外资产和负债的“价值变化”(valuation changes)绝大部分是由汇率变动引起,其他不可定义的因素只占到资本流量的 25%—30%。<sup>[5]</sup> Obstfeld & Rogoff, Edwards, Mussa 通过计算后认为,美元汇率每下跌 4%—10%,美国对外债务占 GDP 的比重就会降低 1%。<sup>[6-8]</sup> Curcuru *et al.* 认为美国国外投资者对美投资回报率较低的原因在于,他们对投资时机的研判有所不足 (poor timing),而美国投资者对外投资时罕见这样的错误。<sup>[9]</sup> Hausmann & Sturzenegger 发现,美国的贸易赤字表面上不断恶化,但美国实际上一直保持着正的外部资产,而且美国的外部资产回报率较高,这是由于某种“暗物质”(dark matter)的存在。<sup>[10]</sup> 还有学者从美元的国际地位进行分析,认为美国对外投资能够获得较高收益,其中一个重要原因在于美元特殊的国际地位使美国能够享受“特权”(exorbitant privilege)。Kindleberger, Despres *et al.* 指出,美国位于国际金融体系的中心,是“世界银行”,所以美国可以“对外借出中长期资产,借入短期资产”。<sup>[11-12]</sup> 美国政府在国际债券市场上支付较少的费用,这是因为美国政府可以凭借美元的国际货币地位,作为世界货币的提供者来享受一种“流动性折扣”(liquid discount)。美国为世界提供流动性而获得额外利益,且获得额外利益的能力不断强化,尤其是在布雷顿森林体系瓦解和固定汇率制度崩溃后表现得更加明显。<sup>[13]</sup>

显然,中国与美国持有海外资产的回报率形成了明显的差距。中国持有美国资产所获得的真实收益除了受名义收益率影响外,还受到价格变动、美元汇率变动等因素的影响。本文将根据美国经济分析局(Bureau of Economic Analysis, BEA)提供的经过价格变动、汇率变动等因素调整后的数据,估算中国持有美国资产真实的收益情况,并以“纯资产收益率”来量化每期的资产价值变化。中国持有美国资产与美国持有海外资产的纯资产回报率之间存在的差距,随着中国持有美国资产数额的不断攀升将逐步增大,这实际上就是本文所界定的“中国持有美国资产的机会成本”。本文试图分析的主要问题是,中国持有美国资产机会成本究竟有多大,原因何在,反映出什么问题,等等。

## 二、模型的建立——对资产所得和纯资产所得的估算

### (一) 数据来源

BEA 定期公布包括对外资产负债在内的美国经济状况数据。其中,美国对外资产负债的存量数据可由美国对外投资头寸表(Table 2. International Investment Position of the United States at Yearend)获得;每期的流量数据可在美国国际收支平衡表(Table 1. U. S. International Transactions)中获得。此外,BEA 还公布包括中国在内的分国家和地区的美国国际收支平衡表(Table 12. U. S. International Transactions, by Area),用此可以分析个别国家或地区与美国的贸易、资本和金融项目的往来情况。

在 BEA 公布的美国对外投资头寸表中,每一期内美国对外资产负债的价值变化由流量因素、价格变化因素、汇率变化因素和其他因素四项共同作用引起。 $t$  期时,美国持有的海外资产可由如下公式表达:

$$a_t = a_{t-1} + Flow_t^a + PC_t + EC_t + OC_t \quad (1)$$

$a_t$  为  $t$  期末美国持有的海外资产数量。 $Flow_t^a$  为 BEA 公布的国际收支平衡表中美国海外资产的流量，也即当期美国海外资产的注入量。其他三个因素是独立于流量因素之外的可导致美国资产负债价值变化的因素<sup>①</sup>。本文所运用的模型主要根据公式 (1) 导出，所引用的数据主要来自“美国对外投资头寸表”、“美国国际收支平衡表”和“分国家和地区的美国国际收支平衡表(中国部分)”。

## (二) 模型的建立

根据公式 (1)， $a_t - a_{t-1}$  可理解为美国在  $t$  期获得海外资产的价值，实际上也是  $t$  期与  $t-1$  期资产存量的差额，将其定义为美国  $t$  期的资产所得 (capital gain)。资产所得反映出的是资产价值的整体变化。

$$cg_t^a = a_t - a_{t-1} = Flow_t^a + PC_t^a + EC_t^a + OC_t^a \quad (2)$$

本文中，美国国外投资者和中国投资者的资产所得是针对二者持有的美国资产而言，所以可体现为美国对外负债的资产所得。

$$cg_t^l = l_t - l_{t-1} = Flow_t^l + PC_t^l + EC_t^l + OC_t^l \quad (3)$$

如果剔除流量因素，美国在  $t-1$  期持有的海外资产在  $t$  期可获得的资产所得为：

$$pcg_t^a = a_t - a_{t-1} - Flow_t^a = PC_t^a + EC_t^a + OC_t^a \quad (4)$$

将 (4) 定义为  $t$  期美国的纯资产所得 (pure capital gain)<sup>②</sup>。资产所得的增加既依靠纯资产所得的增加，还依靠每期的资产流量，但二者有着本质上的区别。在本文中，资产流量在某种程度上充当着外生变量的角色，包括中国在内的国外投资者持有美国资产数量迅速增加并非本文所要探讨的问题。相比资产所得，纯资产所得由价格、汇率等因素引起，更能体现出投资者所持有资产的价值变化状况。纯资产所得率为：

$$p\gamma_t^a = \frac{cg_t^a - Flow_t^a}{a_{t-1}} = \frac{pcg_t^a}{a_{t-1}} \quad (5)$$

相应地，国外投资者获得的纯所得资产为：

$$pcg_t^l = l_t - l_{t-1} - Flow_t^l = PC_t^l + EC_t^l + OC_t^l \quad (6)$$

$t$  期时外国投资者的纯资产所得率为：

$$p\gamma_t^l = \frac{cg_t^l - Flow_t^l}{l_{t-1}} = \frac{pcg_t^l}{l_{t-1}} \quad (7)$$

从第 0 期到第  $t$  期累计的所得资产等于资产存量的变化量。

$$\sum_{i=0}^t cg_i^a = a_t - a_0 = (1 + p\gamma_i^a) * a_{t-1} + Flow_t^a - a_0 \quad (8)$$

BEA 公布的“分国家和地区的美国国际收支平衡表”只提供流量数据，所以目前并无准确的中国持有美国资产的存量数据。为方便比较，本文以 1999 年为第 0 期，第 0 期初美国持有海外资产存量  $A_0 = 0$ 。第 0 期末美国新增持有的海外资产为当期美国持有海外资产的流量。为了与真实的资产所得相区分，在不考虑 1999 年以前美国资产存量的前提下，各经济变量符号的第一个字母改用大写。根据 (5) 和 (8) 式，剔除 1999 年资产存量后美国累计获得的资产所得和  $t$  期的纯资产所得分别为：

$$\sum_{i=0}^t Cg_i^a = A_t - A_0 = A_t - 0 = (1 + p\gamma_i^a) * A_{t-1} + Flow_t^a \quad (9)$$

<sup>①</sup> 更详尽的说明可参考：Christopher L. Bach. A Guide to the U. S. International Transactions Accounts and the U. S. International Investment Position Accounts. <http://www.bea.gov/international/>.

<sup>②</sup> 本文的“纯资产所得”与“估值效应”(valuation effects) 有所不同。后者由汇率变动和价格变动引起，而纯资产所得在此基础上还包括 BEA 所公布的“其他变动因素”项。

$$PCg_t^a = p\gamma_t^a * A_{t-1} \quad (10)$$

对于美国国外投资者，将第 0 期到第  $t$  期持有美国资产的增量记为  $L_t - L_0$ 。同样以 1999 年第 0 期，初始资产存量  $L_0 = 0$ ，可求得剔除 1999 年资产存量后美国国外投资者累计的资产所得和第  $t$  期的纯资产所得：

$$\sum_{i=0}^t Cg_i^l = L_t = (1 + p\gamma_i^l) * L_{t-1} + Flow_t^l \quad (11)$$

$$PCg_t^l = p\gamma_t^l * L_{t-1} \quad (12)$$

BEA 公布的“分国家和地区的美国国际收支平衡表（中国部分）”中，金融项目的许多子项目数据并不充分，所以只能假定每期中国新增持有的美国资产结构与美国新增负债结构相一致，这意味着在  $t$  期能够与其他美国国外投资者获得相同的纯资产所得率，即  $p\gamma_t^{lc} = p\gamma_t^l$ 。<sup>①</sup>以 1999 年为第 0 期，第 0 期初中持有美国资产的存量  $L_0^c = 0$ ，则在剔除 1999 年资产存量后中国投资者的累计资产所得和  $t$  期的纯资产所得分别为：

$$\sum_{i=0}^t Cg_i^{lc} = L_t^c = (1 + p\gamma_i^l) * L_{t-1}^c + Flow_t^{lc} \quad (13)$$

$$PCg_t^{lc} = p\gamma_t^l * L_{t-1}^c \quad (14)$$

根据等式（9）、（11）和（13），可以计算出剔除 1999 年资产存量后美国、美国国外、中国投资者累计资产所得（表 1）。到 2009 年末，美国国外投资者累计资产所得大于美国投资者，其中又以中国持有美国资产的资产所得数额增长较快。

### （三）不同投资者纯资产所得率的对比

根据表 1，到 2009 年末美国国外投资者累计资产所得是美国的 1.54 倍。表面上看，美国国外投资者获得了较多的资产所得，尤其是中国持有美国资产的资产所得增长更为快速。但事实上，美国国外投资者持有美国资产的纯资产所得率相对较低，资产所得数量上的增加更多地依赖流量因素——不断对美国进行资产输出来完成。所以，外国投资者持有美国资产数量的增长实际上是“粗放型”增长。

在这 10 年间，美国海外资产的纯资产所得率通常高于国外投资者持有美国资产的纯资产所得率，只有在 2000 年、2001 年和 2008 年例外。

根据公式（5），影响纯资产所得率的因素包括汇率变动因素、价格变动因素和其他因素。仅以汇率变动因素来看，根据美元汇率变动对美国对外资产负债的影响不同，可将 2000—2009 年分为三个时期。第一时期是 2000—2001 年，这期间美元指数从 99.7 上涨到 110.8，与此同时美国投资者获得的纯资产所得率也低于国外投资者。第二时期为 2002—2007 年，这一时期美元指数持续走低，而美国投资者也获得了高于国外投资者的资产所得率。第三时期为 2008—2009 年，美元汇率在 2008 年的金融危机期间走强，美国投资者获得的纯资产所得率在 2008 年再次低

表 1 剔除 1999 年资产存量后的累计资产所得(亿美元)

	美国投资者	美国国外投资者	中国投资者
1999	5041	7422	151
2000	10396	17619	335
2001	13701	25040	717
2002	16747	32119	1416
2003	21672	41367	2191
2004	33672	58096	3517
2005	46616	75844	5718
2006	64075	100104	8322
2007	89651	130384	11688
2008	93277	147989	17095
2009	89804	138501	17080

<sup>①</sup> 现实情况是：在中国持有的美国资产中低收益率的债券比重较高，而股票投资和 FDI 等高收益率的资产比重较低，所以此假设并不符合现实情况。后文将对此进行分析。

于国外投资者。第一时期和第三时期可称为危机时期。这一时期美国和国外投资者的纯资产所得率均有所降低,甚至为负数。不过由于危机时期美元成为避险工具,美元汇率走强,这在一定程度上导致美国投资者承受相对较大的纯资产所得率损失。2002—2007年可称为非危机时期。这一时期美元汇率持续下跌,美国投资者获得了较高的纯资产所得率。由此可见,汇率变动是影响美国纯资产所得率的重要因素之一。

本文假设中国投资者能够获得美国国外投资者平均的纯资产所得率,  $p\gamma_i^c = p\gamma_i^f$ , 所以不能将美国投资者同中国投资者的纯资产所得率进行直接对比。不过,由于资产所得由纯资产所得和流量两部分构成,所以利用 BEA 公布的流量数据仍可得到有意义的启示。

分别将各投资者 1999—2009 年累计的资产流量求和,再除以表 1 中对应的累计资产所得,便可得到资产流量与资产所得之比。美国依靠价格、汇率等因素来获得资产所得的比重较高,依靠每期资产流量来获得资产所得的比重为 70.8%。与此形成鲜明对比的是,美国国外投资者获得的美国资产的资产所得更多地依靠对美国的资产注入——10 年间对美国累计的资产注入量占资产所得的 86.1%。中国的情形更加引人深思:从 1999 年到 2009 年的资本收入几乎全部归于对美国的资产注入(93.3%)。这一方面说明,中国对美国资本输出的数量增长较快,另一方面也反映出中国持有的美元资产的纯资产收益率较低。需要指出的是,本文计算中国持有美国资产的资产收入的前提是“中国持有的美国资产与美国负债结构一致”,这必然会高估中国持有美元资产的资产所得。所以,在中国的实际资产所得中,流量因素的贡献率应超过 93.3%,占有更大的比重。

### 三、中国持有美国资产的“机会成本”

#### (一) 中国持有美国资产数量的增长状况

到 2009 年末,美国国外投资者持有的美国资产达到 21.17 万亿美元,是世界最大对外负债国家。由于美国净资产减少的速度快于经济增速,美国负债占 GDP 比重也在逐步增大。尽管背负大量的对外债务,但同时美国也持有大量的海外资产,是世界上最大的债权国。根据 BEA 和 IFS 的数据,2009 年末美国对外资产总值达到 18.38 万亿美元,为世界各国之首。根据 1976 年以来的数据,美国对外资产的变化率与对外负债的变化率之间存在一定的相关性。

1999—2007 年,各分类地区(国家)对美国一直保持金融账户逆差。美国金融账户顺差主要来自欧洲、亚洲和拉丁美洲。随着中国对美融资数额不断增加,中国对美国资产输出占美国资产输入的比重也越来越大。在 2008 和 2009 年,许多欧洲和拉美国家受全球金融危机影响纷纷从美国撤出资产,但中国对美国金融项目逆差不降反增,结果 2008 年中国对美国的资产输出占到美国当年净资产输入额的近 100%。所以,在此次全球金融危机当中,中国对美国的融资对美国的救市及其应对政策来说,是至关重要的。

#### (二) 中国持有美国资产的机会成本测算

中国对美国投资主要集中于债券等低收益率资产,所以中国在美投资的收益率并不高。美国一方面从中国进行廉价的融资,另一方面又对外进行高风险、高回报的投资,以获取巨额的收益。同样数额的资产,美国用来对外投资获得的纯资产所得要大于中国对美投资获得的纯资产所得,二者之差实际上是一种中国持有美国资产的“机会成本”。本文中的“中国持有美国资产的机会成本”本质上是中美两国对外资产获取纯资产所得能力的对比或差距。

将等式(13)和(14)式中的纯资产所得率  $p\gamma_i^f$  替换为  $p\gamma_i^c$ ,表示中国从第 0 期到第  $t$  期累计流入美国的资产如果转由美国进行对外投资,那么  $t$  期时可累计获得的资产所得和纯资产所得为:

$$A_t^{lcu} = (1 + p\gamma_t^a) * A_{t-1}^{lcu} + Flow_t^{lc} \quad (15)$$

$$PCg_t^{lcu} = p\gamma_t^a * A_{t-1}^{lcu} \quad (16)$$

根据 (13) 式和 (15) 式, 中国持有美国资产的长期机会成本为:

$$CLong = A_t^{lcu} - L_t^c \quad (17)$$

根据 (14) 式和 (16) 式, 短期机会成本为:

$$CShort_t = PCg_t^{lcu} - PCg_t^{lc} \quad (18)$$

表2 中国持有美国资产的机会成本 (亿美元)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
$PCg_t^{lcu}$	—	-7.5	-16.6	5.1	143	213	841	643	1601	792	-979
$PCg_t^{lc} (1)$	—	-3.8	-7.8	-25.0	29.3	74.0	319	272	765	1171	-1449
$CShort_t (2)$	—	-3.7	-8.8	30.1	113.7	139	522	371	836	-379	470
(2)/(1)	—	97%	113%	-120%	388%	188%	164%	136%	109%	-32%	-32%
$A_t^{lcu}$	151	332	704	1434	2322	3788	6510	9485	13688	18716	19172
$L_t^c (3)$	151	335	717	1416	2191	3517	5719	8322	11688	17095	17080
$CLong (4)$	0	-3.7	-12.6	17.4	131	270	792	1163	1999	1621	2091
(4)/(3)	0.00%	-1.11%	-1.76%	1.23%	5.99%	7.69%	13.86%	13.98%	17.11%	9.48%	12.24%

从长期看, 随着时间推移和中国持有美国资产数量的增加, 中国持有美国资产的机会成本的绝对数额呈上升趋势, 机会成本占资产所得的比重也在不断提高。到 2007 年, 中国自 1999 年后新增持有美国资产的机会成本占到资产所得的 17%。也就是说, 如果将中国自 1999 年后累计流入美国的资产由美国进行对外投资, 那么美国的资产所得相当于中国资产所得的 117%。

不过, 长期的机会成本并不足以说明问题。原因在于中国流入美国资产数额的增速极快。根据 BEA 公布的分国家和地区的美国国际收支平衡表 (中国部分) 中的金融项目数据, 2008 年中国输入美国的资产为 4 236 亿美元, 是 1999 年 151 亿美元的 28 倍。新流入的资产数额越庞大, 前期资产存量的比重就越低, 长期的机会成本就会被稀释。而从短期来看, 多数年份里中国持有美国资产的机会成本都相当大。

尽管多数年份里中国承担着较高的持有美国资产的机会成本, 但机会成本的大小不可一概而论。若将 2000—2009 年划分为危机时期和非危机时期, 中国持有美国资产的机会成本在两个时期则完全不同。中国在 2000、2001 和 2008 年获得了负的短期机会成本, 表明中国持有的美国资产在经济危机中的损失相对较小。与经济危机相伴随的往往是股市的惨烈下跌, 以及在现行国际货币体系下美元汇率的走强。由于中国持有的美国资产集中于相对安全的政府债券, 所以此时持有美国资产获得的纯资产所得率就会相对较高。从这个角度说, 中国持有的美国资产在危机中一定程度上发挥了规避风险的功能。

因此总体上看, 在现行国际货币体系维持不变的条件下, 中国持有的美国资产盈利能力不足, 但在危机时期抵御风险的能力尚可。

#### 四、对中国持有美国资产纯资产所得率的修正

在 BEA 编制的分国家和地区的美国国际收支平衡表 (中国部分) 中, 并不单独公布中国每年持有美国政府债券的流量数据, 而是将其与其他一些金融项目统一并入“由美国银行和证券经纪人报告的债务” (U. S. liabilities reported by U. S. banks and securities brokers) 项。由于不同资产之间的回报率相差较大, 会导致本文“中国投资者能够获得美国国外投资者平均的纯资产

所得率”这一假设存在缺陷。

根据分国家和地区的美国国际收支平衡表（中国部分），中国每年流入美国的 FDI 资产和非政府债券资产比重极低。相对于美国国债，这类资产具有高收益、高风险的特征。FDI 和非政府债券的纯资产所得率波动性较大。以 2008 年为例，美国国外投资者持有 FDI 资产的纯资产所得率为 -5%，股票资产的纯资产所得率为 -39%，美国政府债券的纯资产所得率则为 5.7%。在非危机年份，外国投资者持有的美国政府债券的纯资产所得率则明显较低。以 2005 年为例，美国国外投资者持有 FDI 资产的纯资产所得率为 2.2%，股票资产的纯资产所得率为 3.5%，美国政府债券的纯资产所得率则为 -0.4%。

所以，根据中国持有美国资产的配置特点，我们可以这样推断：较之美国国外投资者平均获得的纯资产所得率  $p\gamma_i^l$ ，中国投资者实际上获得的纯资产所得率  $p\gamma_i^k$  在非危机年份较低，而在危机年份中较高。据此，可以对前文的一些结论做些初步的修正。

表 3 对相关结果的修正

		实际的纯资产所得率	中国持有美国资产 实际的(纯)资产所得	实际的机会成本
短期	非危机年份	小于 $p\gamma_i^l$	小于 $PCg_i^k$	大于 $CShort_i$
	危机年份	大于 $p\gamma_i^l$	大于 $PCg_i^k$	小于 $CShort_i$
长期		—	小于 $\sum_{i=0}^l Cg_i^k$	大于 $CLong$

通过对前文计算结果的修正可以发现，在危机年份里，中国持有美国资产实际获得的纯收益率应大于本文的计算结果，在非危机年份则相反。所以，中国持有的美国资产在非危机时期盈利性较差，在危机时期抵御风险能力尚可的这一特征被进一步强化。从长期看，由于非危机时期更长，所以“剔除 1999 年资产存量后中国投资者累计资产所得”应小于本文先前的计算结果。这也意味着从长期看，中国实际上承担着更大的持有美国资产的机会成本。

## 五、结论与启示

1. 中国持有美国资产的机会成本是中美对外投资回报差距的体现。中国持有美国资产的机会成本实际上是由纯资产所得率  $p\gamma$  的差异所导致。中国持有的国外资产中，美国的资产比重较高，其中又以美国政府债券占主体，高收益率的 FDI 和股票等资产比重较低。低风险通常意味着低收益，对高风险资产的回避有时是投资能力不足的表现。虽然中国持有的美国资产在经济危机时期的损失相对较小，但这是以美元为中心的国际货币体系的存在为前提，以中美之间的“金融恐怖平衡”为基础，以中国持有的美国资产“被绑架”为代价，且危机是非常态的，而非危机则为常态。因此从长期来看，中国若不能对持有美国资产的结构进行重大调整，或将外部资产更多地分散到其他国家及类型的资产，必将继续面临巨大的资产保值压力和贬值风险，甚至引发严重后果。

2. 金融体系发达程度的差异是中国持有美国资产产生机会成本的原因之一。毋庸置疑，美国是现阶段世界上唯一的“金融国家”，拥有强大的“金融霸权”，它以最具广度和深度的发达的金融市场处于国际金融体系的中心。美国发达、开放的金融市场和权利、义务的不均衡，使得美元在很大程度上破解了布雷顿森林体系时代的“特里芬难题”，可以使美国恣意地占有、运用或影响全世界的资源及其配置。<sup>[14]</sup> 反观中国，目前，国内金融体系落后，资本市场存在重大制度

缺陷,投融资渠道不畅,导致大量储蓄不能顺利转化为投资。在中国国内金融体系配置资源效率低下的背景下,不得不依靠美国的金融体系来配置部分外部储蓄,使得对美国的贸易顺差不能有效地投资于国内金融市场。这是中国不得不选择大量购买美国国债这种安全但却收益率低下的投资方式的重要原因之一。这对中国而言显然是不得已的次优选择。<sup>[15-16]</sup>中美两国金融体系发达程度上的差距,使得中国持有美国资产付出了较高的机会成本。所以,解决问题的关键在于,改革和完善国内金融体系、加强资本市场的制度建设,扫除投融资循环路径的障碍。

当然,中国持有美国资产付出较高的机会成本由诸多因素造成,问题相当复杂,绝非本文可以穷尽。这其中既有客观条件的约束,也有主观战略的选择问题。在现行国际货币体系下,美国国外投资者持有美国资产的机会成本或许很难避免,但中国投资者付出了比其他国家更高的机会成本,不能不引人深思。对中国来说,降低持有美国资产的机会成本之路任重道远。

#### [参考文献]

- [1] 张斌、王勋、华秀萍 《中国外汇储备的名义收益率和真实收益率》,《经济研究》,2010年10期。
- [2] 王永中 《中国外汇储备的构成、收益与风险》,《国际金融研究》,2011年1期。
- [3] Wang X. China as net creditor: an indication of strength or weaknesses? *China & World Economy* ,2007 ,15 (6) : 22 - 36.
- [4] Gourinchas P-O ,Rey H. From world banker to world venture capitalist: the U. S. external adjustment and the exorbitant privilege , in Clarida R ( ed. ) *G7 current account imbalances: sustainability and adjustment* ,Chicago: University of Chicago Press ,2007.
- [5] Kitchen J. Sharecroppers or shrewd capitalists projections of the US current account ,international income flows and net international debt ,*Review of International Economics* ,2007 ,15 (5) : 1036 - 1061.
- [6] Obstfeld M ,Rogoff K. The unsustainable US current account position revisited ,Revised version of NBER Working Paper 10869 ,2005.
- [7] Edwards S. Is the US current account deficit sustainable and if not ,how costly is adjustment likely to be ,NBER Working Paper 11541 ,2005.
- [8] Mussa M. Exchange rate adjustments needed to reduce global payments imbalances , in Bergsten F ,Williamson J ( eds. ) *Dollar adjustment: how far? against what* , Washington , D. C. : Institute for International Economics ,2004.
- [9] Curcuru S E ,Dvorak T ,Warnock F E. Decomposing the U. S. external returns differential ,*Journal of International Economics* ,2010 ,80: 22 - 32.
- [10] Hausmann R ,Struzenegger F. Global imbalances or bad accounting: the missing dark matter in the wealth of nations ,Centre for International Development Working Paper No. 124 ,Harvard University ,2006.
- [11] Kindleberger C. Balance of payments deficits and the international market for liquidity ,*Essays in International Finance* No. 46 ,Princeton University ,1965.
- [12] Despres E ,Kindleberger C ,Salant W. The Dollar and world liquidity: a minority view ,*The Economist* ,Feb. 5 ,1966: 526 - 529.
- [13] Portes R ,Rey H. The emergence of the Euro as an international currency ,NBER Working Paper 6424 ,1998.
- [14] 李晓、丁一兵 《亚洲的超越》,北京: 当代中国出版社,2006年。
- [15] Corden W M. Those current account imbalances: a skeptical view ,Working Paper No. 13/06 ,Melbourne University ,2006.
- [16] 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年3期。

[责任编辑: 赵东奎]



## **Law Reading and Compassion: on the Core Concepts of Hearing in Qing Dynasty**

*XU Zhong-ming*

**Abstract:** Reading law and compassion played a basic and key role in the hearing of Qing Dynasty. They were not only the summary of Chinese hearing experience, but also the guidelines to hearing practice. Therefore, they became the core concepts of hearing in Chinese Empire. Whether the judicial officials had legal knowledge and whether they could hear according to law, were the key issues of law in Chinese Empire. As there were special provisions of reading and preaching law in law rules of Qing Dynasty, whether judicial officials read and preached law and whether they understood meaning of law was a prerequisite of whether they could cite statutes at hearing. On the other hand, Confucian concept of “benevolence” is “love” or “loving people” politics, but also emotionally based politics. Compassion is justice officials’ sympathy, and also has the meaning of love. There are correlations between compassion and a series of core judicial concepts just like reading law, cautious penalty, appropriate penalty, and convinced. The justice model as “meeting both emotion and law” in Qing Dynasty actually has a reciprocal causation relationship with the request for judicial officials reading law and compassion at hearing.

**Keywords:** Qing Dynasty; hearing; law reading; compassion; to exhaust emotion and law

## **The Opportunity Cost of Holding U. S. Assets by Chinese Investors**

*LI Xiao, ZHOU Xue-zhi*

**Abstract:** Based on the data U. S. Bureau of Economic Analysis (BEA) published, this paper estimates the capital gain of U. S. investors by holding overseas assets, and the capital gain of U. S. foreign investors and Chinese investors by holdings of U. S. assets after 1999. In comparison, foreign assets held by U. S. investors can obtain higher pure capital gain rate. The number of U. S. assets held by China’s investors grows rapidly in recent years, but the pure capital gain rate is very low. If the same amount of assets invested by the United States, the difference of the pure capital gain acquired between U. S. investors and Chinese investors is defined as the “opportunity cost of holding U. S. assets”. While time shifting and the growing amount of capital export, the opportunity cost of holding U. S. assets beard by Chinese investors is increasing. The opportunity cost of holding U. S. assets reflects the dollar’s international status and the earning position of the U. S. assets held by Chinese investors. Further, it can reflect the capability of acquiring return of investment.

**Keywords:** U. S. assets; pure capital gain; opportunity cost

## **A Study of the Impact of the Aging of Population in China on Consumption**

*YU Xiao, SUN Meng*

**Abstract:** The changes of the structure of ages in population definitely affect the social consumption level. This paper is based on the consumption theory in economics and to use the corresponding quantitative study method to analyze the issue in two aspects. First, the aging of population affects the overall level of consumptions through changing the orientation in consumptions in the society. Second, in current China, the impact of the aging of population on consumptions is with positive effect: the consumptions on housing, family needed equipments and services, medical care, transportation and communication are directly related with the rapid aging in population in China.

**Keywords:** the aging of population; the demand of consumption; consumption structure