

净债务国和净债权国：孰优孰劣？

◎张启迪

摘要：过去 20 年，世界各国国际投资头寸发生显著变化，存量失衡问题愈发突出。一国国际投资头寸处于何种地位更为有利并不确定。本文认为，维持净债务国还是净债权国地位更为有利，主要与以下几个因素有关：一是经济发展阶段；二是本国国情；三是国际投资头寸结构；四是对外净资产收益率。本文在展开分析的基础上提出如下政策建议：一是在不考虑外汇储备的情况下当前中国维持净债务国地位更为有利；二是不断加强外国直接投资支持力度；三是持续推进金融业对外开放；四是鼓励企业增加海外投资；五是增加黄金储备。

关键词：全球失衡；国际投资头寸；净债务国；净债权国；储备资产

中图分类号：F831 文献标识码：A

2008 年国际金融危机后，贸易摩擦逐渐增多，全球失衡问题引发广泛关注。由于政策协调压力有所上升，全球失衡再度成为 2019 年 G20 的核心议题（杨盼盼等，2019）。全球失衡主要体现在两个方面，一是流量失衡，二是存量失衡。所谓流量失衡是指经常账户失衡，即一部分经济体贸易顺差较大，而另一部分经济体贸易逆差较大。而存量失衡是指以国际投资净头寸衡量的失衡水平^①（杨盼盼等，2019）。现有研究对流量失衡研究较多，而对存量失衡研究较少。从微观视角来看，如果一个企业的净资产为负，就意味着这家企业处于资不抵债

状态，大概率要破产；然而从宏观视角来看则完全不同。美国是全世界最大的净债务国，面临较为严重的失衡问题，但美国经济总量世界第一，对外经济影响力也最强，似乎并未受到国际投资头寸地位的不利影响。而中国虽然是全球第二大债权国，却并没有获得应有的收益。王红缨、李卓（2016）认为，中国作为净债权国具有比过去更大的自主权，但这并未带来中国金融影响力的显著增加。管涛（2019）认为，虽然中国作为第二大对外净债权国，然而投资收益却常年为负。维持净债务国还是净债权国地位更为有利？这是本文要探讨的问题。

一、世界各国国际投资头寸分析

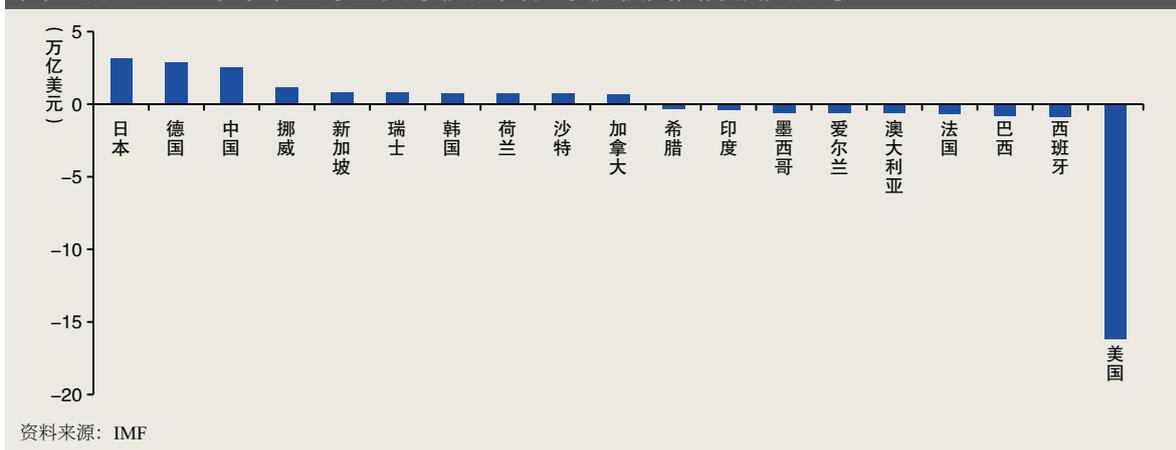
（一）国际投资头寸发展现状

当前，全球主要净债权国有日本、德国、中国、挪威和新加坡等，净债务国主要有美国、西班牙、巴西和法国等（见图 1）。日本是全球最大的净债权国。IMF 的数据显示，截至 2022 年年末日本对外净资产高达 3.16 万亿美元。中国位居全球第三，对外净资产规模为 2.53 万亿美元。不考虑储备资产的情况下，全球主要净债权国排名总体变化不大，唯一影响相对较大的是中国。如果剔除储备资产，中国将由净债权国变为净债务国，2022 年国际投资净头寸将由 2.53 万亿美元降至 -7752 亿美元，成为仅次于美国、西班牙和巴西的全球第四大净债务国。

作者简介：张启迪，中央财经大学国际金融研究中心客座研究员，高级经济师。

① 国际投资头寸（Net International Investment Position, 简称 NIIP）反映的是某个时点上，一国居民对非居民的债权或作为储备资产持有的黄金等金融资产，以及一国居民对于非居民的负债的价值。对外金融资产和负债相抵后的差额就是净头寸，如果对外资产大于对外负债，即表现为净资产，则该国或地区是对外净债权国；反之，则为净债务国（国家外汇管理局国际收支司，2015）。

图1 截至2022年年末全球主要净债务国和净债权国国际投资头寸



从全球主要净债权国和净债务国情况可以看出,净债权国有两个特点,一是常年保持贸易顺差。贸易顺差的经济体可以分为两类,一类是商品出口型经济体,例如,日本、德国、中国等。另一类是资源出口型经济体,例如,挪威、沙特阿拉伯、加拿大等。二是大都为发达经济体。在全球主要净债权国中,只有中国是新兴经济体,其余均为发达经济体。净债务国主要有两类国家:一类是新兴经济体,例如,巴西、墨西哥、印度等;另一类是发达经济体,例如,美国以及西班牙、法国、爱尔兰、希腊等欧元区国家。美国是全世界最大的净债务国,对外净资产规模为-16.17万亿美元,远超过其他国家和地区。这主要有三个原因:一是美国经常账户自20世纪90年代以来常年维持贸易逆差;二是由于美国资产价格持续上行,外国投资者持有美国证券资产的价值不断攀升,导致美国对外负债不断增多(Tille, 2003);三是美元是全球最重要的储备货币和公共物品,美国长期向全世界输出大量美元,这些美元又回流美国,导致美国对外资产和负债规模越来越高。

从全球主要净债权国和净债务国对外净资产水平来看,排名前五位的分别是挪威、新加坡、瑞士、荷兰和日本,截至2022年年末对外净资产/GDP比率分别为203%、176%、97%、76%和75%。排名后五位的分别是希腊、爱尔兰、美国、西班牙和墨西哥,截至2022年年末,对外净资产/GDP比率分别为-146%、-118%、-64%、-61%和-42%(见图2)。

虽然美国是全球最大的净债务国,但同时美国也拥有全球规模最庞大的对外资产(见图3)。截至2022年年末,美国对外资产规模高达31.6万亿美元。英国排名第二,对外资产规模为17万亿美元。中国排名第八位,对外资产规模为9.3万亿美元。美国庞大的对外资产为其提供了强大的影响力。

(二) 国际投资头寸演进历史

全球主要净债务国和净债权国国际投资头寸的演进历史呈现出明显的差异性(见图4)。美国在1989年以前一直是净债权国,1989年首次成为净债务国。此后,美国对外净资产规模持续下降,至2004年达到阶段性谷底,降至-2.4万亿美元。2005—2007年美国对外净资产有所回升,2007年升至-1.3万亿美元。然而,2008年美国对外净资产规模大幅下降至-4万亿美元,此后对外净资产持续大幅下降,2021年降至-16.2万亿美元。作为全球第二大净债务国,英国1980—1994年对外资产总体维持增长态势。1995年,英国对外净资产变为负值,首次成为净债务国。此后英国对外净资产波动较大,2008年和2016年还一度成为净债权国,自2017年之后再次成为净债务国,并一直持续至今。日本、德国和中国对外净资产总体维持增长态势。截至2022年年末,日本、德国和中国对外净资产规模分别为3.2万亿美元、2.9万亿美元和2.5万亿美元。

从全球典型净债务国和净债权国情况来看,对外资产总体表现为持续增长(见图5)。美国对外

图2 2022年全球主要净债务国和净债权国国际投资头寸与GDP之比

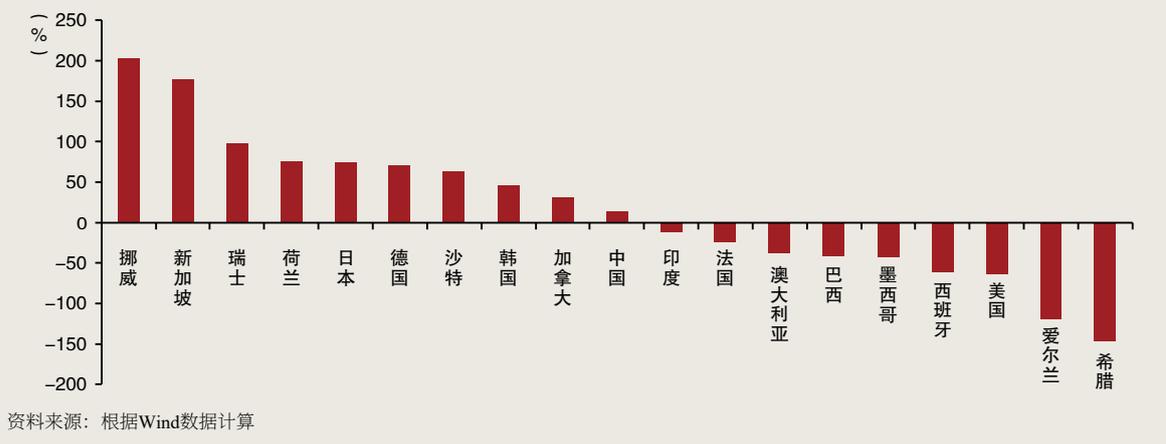
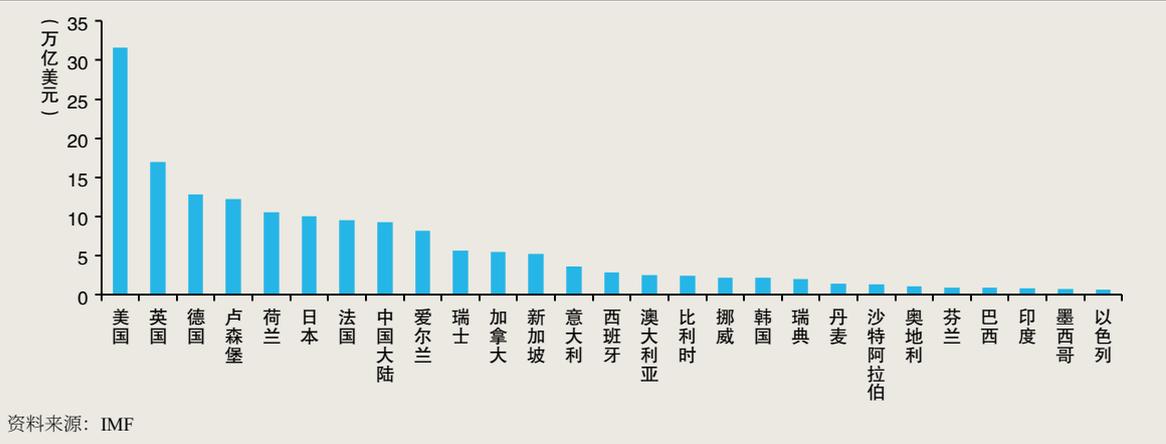


图3 截至2022年年末全球对外总资产分布



资产增长可以分为五个阶段：第一个阶段是1976—1998年，随着美国经济持续增长，美国对外资产规模也稳步上升；第二个阶段是1999—2002年，受互联网泡沫影响，美国对外资产规模有所回落；第三个阶段是2003—2008年，随着美国经济持续复苏，对外资产规模快速增长；第四个阶段是2009—2018年，国际金融危机后由于美国经济增速有所下降，对外资产增长也出现放缓；第五个阶段是2019—2022年，受新冠疫情影响，美国采取了大规模扩张性政策，美国对外资产规模也由此大幅上升，由2018年年末的25.1万亿美元上升至2022年年末的31.6万亿美元。英国对外资产增长可以分为两个阶段：第一个阶段是2008年国际金融危机前，总体维持稳步增长态势；第二个阶段是国际金融危机后，对外资产规模总体呈现震荡态势。德国、日本和中国对外资产增长总体维持平稳增长态势。

(三) 全球主要净债务国和净债权国国际投资头寸结构分析

国际投资头寸按投资职能类别划分可以分为五类，分别是直接投资、证券投资、金融衍生产品（储备除外）和雇员认股权、其他投资和储备资产。直接投资是指一经济体的居民对另一经济体的居民企业实施了管理上的控制或重要影响。证券投资包括但不限于在有组织市场或其他金融市场上交易的证券。金融衍生合约是一种金融工具，该金融工具与另一个特定的金融工具、指标或商品挂钩，可以在金融市场上对特定金融风险进行交易。雇员认股权作为一种报酬形式，是向公司雇员提供的一种购买公司股权的期权。其他投资为剩余类别，包括没有列入直接投资、证券投资、金融衍生产品和雇员认股权以及储备资产的头寸和交易。储备资产是由货币当局控制并随时可供货币当局用来满足国际收支

图4 全球对外净资产变化趋势

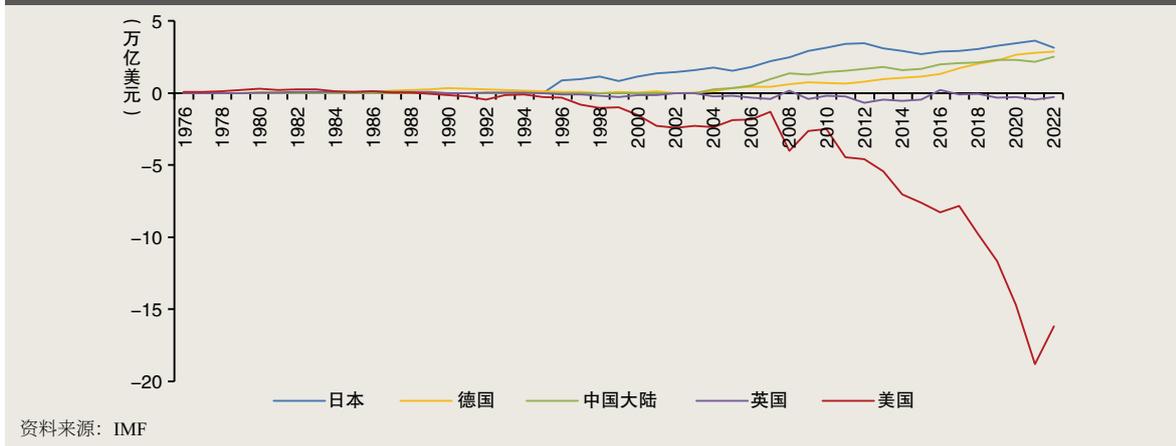
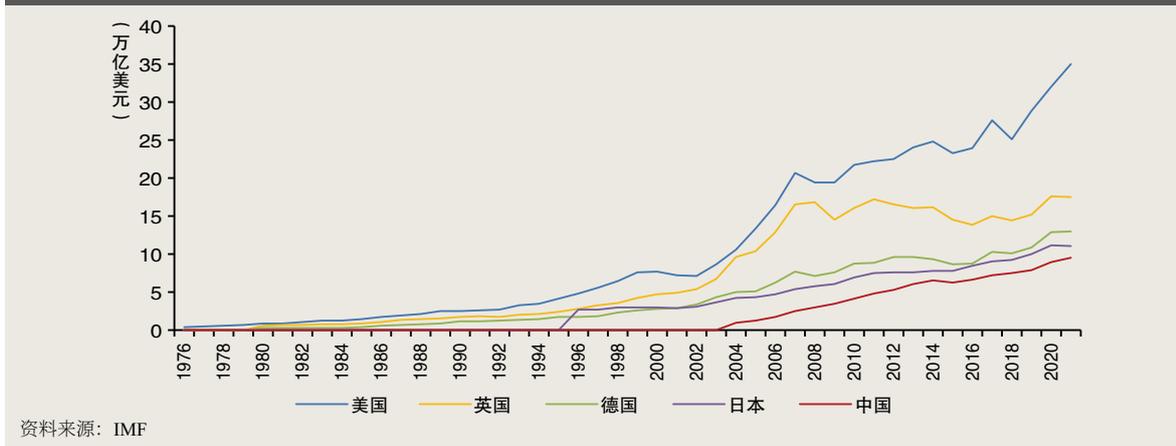


图5 全球对外总资产变化趋势



资金需求,用于干预汇兑市场影响货币汇率以及用于其他相关目的的对资产(IMF, 2009)。

1. 对外资产分析

全球典型净债务国和净债权国国际账户构成呈现出较大的差异性(见表1)。在资产端,从占比来看,截至2022年年末,中国、美国、德国对外直接投资占比相对较高,分别为30%、29%和24%。日本和英国直接投资占比相对较低,分别为21%和15%。这体现了美国、中国和德国产业投资在对外资产中的占比较高。美国、日本和德国对外证券投资占比相对较高,分别为44%、40%和29%。英国和中国对外证券投资占比相对较低,分别为21%和11%。储备资产方面,中国和日本占比相对较高,分别为36%和12%。德国、美国和英国占比较低,分别为2%、2%和1%。这主要是因为中国作为发展中国家,资本账户尚未完全开放,需

要保有一定规模的外汇储备维持汇率稳定,因此储备资产占比最高。日本虽然已经实现资本账户完全开放,但由于在经济高速增长时期积累了大量的外汇储备,这些外汇储备迄今仍然是日本对外资产的重要组成部分。德国、美国和英国资本完全自由流动,货币地位较高,几乎不需要保有外汇储备,因此储备资产占比较低。

从规模来看,美国对外直接投资规模最大,截至2022年年末,美国对外直接投资金额为9.3万亿美元,对外经济影响力也较大,这也是美国实施长臂管辖的重要基础之一。德国、中国、英国和日本对外直接投资规模与美国差距较大,金额分别为3万亿美元、2.8万亿美元、2.6万亿美元和2.1万亿美元。美国对外证券投资规模也居全球首位,截至2022年年末对外证券投资金额高达14.1万亿美元。日本、德国、英国对外证券投资规模与美国差

表 1 截至 2022 年年末典型净债务国和净债权国国际账户构成

类别	日本		德国		中国		英国		美国	
	金额 (亿美元)	占比 (%)								
资产	100887	100	128438	100	92580	100	170091	100	316318	100
直接投资	20712	21	30314	24	27950	30	25777	15	92770	29
证券投资	40052	40	37397	29	10335	11	36364	21	140739	44
金融衍生品(储备除外) 和雇员认股权	5787	6	16403	13	304	0	39300	23	25433	8
其他投资	22110	22	41377	32	20925	23	66882	39	50306	16
储备资产	12226	12	2947	2	33065	36	1769	1	7069	2
负债	69328	100	99421	100	67267	100	173006	100	478041	100
直接投资	3480	5	20191	20	34956	52	31275	18	122627	26
证券投资	34544	50	30300	30	17810	26	39743	23	247641	52
金融衍生品(储备除外) 和雇员认股权	5835	8	15863	16	183	0	40248	23	24738	5
其他投资	25469	37	33067	33	14318	21	61739	36	83035	17
净国际投资头寸	31559	31	29017	23	25313	27	-2914	-2	-161723	-51

资料来源：IMF

注：净国际投资头寸占比 = 净国际投资头寸 / 资产。

距较大，金额分别为 4 万亿美元、3.7 万亿美元和 3.6 万亿美元。中国对外证券投资金额最小，仅为 1 万亿美元。储备资产方面，中国拥有全球规模最大的外汇储备。截至 2022 年年末，中国储备资产金额高达 3.3 万亿美元，日本次之，为 1.2 万亿美元。美国、德国和英国储备资产规模较小，金额分别为 7069 亿美元、2947 亿美元和 1769 亿美元。

2. 对外负债分析

在负债端，从占比来看，外国对本国直接投资占对外负债比重最高的是中国，截至 2022 年年末占比高达 52%，主要是因为自改革开放以来，中国对引进外资较为重视，通过持续改善营商环境吸引了大量外资。其次是美国，外国对本国直接投资占比为 26%，德国、英国、日本占比分别为 20%、18% 和 5%。这些国家同时也是经济实力较强的国家，体现了直接投资对于经济发展的重要作用。外国对本国证券投资占对外负债比重最高的是美国和日本，2022 年占比分别为 52% 和 50%，显示外国投资者投资美国和日本金融资产的意愿较强。德国、中国和英国占比相对较低，分别为 30%、26% 和 23%。

从规模来看，美国对外负债规模全球最大，截至 2022 年年末金额高达 47.8 万亿美元。其中，外国对本国直接投资规模为 12.2 万亿美元，证券投资规模为 24.8 万亿美元，均远超过其他国家和地区。这一方面体现了美国投资环境较好，外国投资者对

美国产业投资较为踊跃；另一方面，显示美国作为全球最大的金融市场，外国投资者持有美国金融资产意愿较强。其次是英国、德国、日本和中国，截至 2022 年年末对外负债规模分别为 17.3 万亿美元、9.9 万亿美元、6.9 万亿美元和 6.7 万亿美元。中国对外负债中外国对本国直接投资规模为 3.5 万亿美元，排名全球第二，主要是因为中国改革开放以及加入 WTO 后外国对华产业投资不断增长，看好中国中长期经济发展前景。英国外国对本国证券投资负债规模为 3.9 万亿美元，排名全球第二，体现了英镑作为全球主要货币之一的独特地位。

二、国际投资头寸结构优缺点分析

一国是净债务国还是净债权国主要取决于对外资产和对外负债的相对大小。从构成来看，对绝大多数国家来说，一国海外资产的主要组成部分是直接投资、证券投资和储备资产，对外负债的主要组成部分是直接投资和证券投资。一国是净债务国还是净债权国主要取决于上述构成的相对大小。因此，如果要分析净债务国还是净债权国更为有利，首先要对直接投资和证券投资的优点和缺点进行分析。

(一) 本国对外直接投资的优点和缺点

一般来说，本国对外直接投资主要有以下优点：一是抢占外国市场。当某一种产品本国市场已

经相对饱和或竞争较为激烈时，有助于本国企业拓展外国市场，通过增加对外投资向外国输出资本和技术，满足当地市场的需求，扩大生存空间。二是利用外国比较优势提高产品竞争力。如果某一种中间品在外国生产成本较低，那么企业也会选择在外国进行生产。通过利用外国比较优势全球配置资源，可以最大限度降低生产成本。三是保障供应链安全。近年来越来越多的企业开始重视供应链安全问题。通过在外国布局生产线可以分散生产，降低因意外事件造成的供应链中断。四是获取外国资源。通过在国外投资本国不具备或者是供应不足的资源可以稳定企业的原材料供应，进而提高生产能力。

本国对外直接投资的缺点主要有以下几个方面：一是容易造成产业空心化问题。随着经济逐渐发展，一国劳动力成本不断上升，制造业企业倾向于将本国企业迁往劳动力成本更低的地区，这容易造成本国产业流失。美国近年来持续强化制造业回流，主要原因在于本国制造业流失过多。制造业占比降低不仅导致经济增速持续下行，而且产业链安全也存在隐患。二是对就业和经济产生不利影响。本国对外直接投资增多会相应减少其在国内的投资，进而对本国就业产生负面效应。税收也可能减少，对经济增长较为不利。

（二）本国对外证券投资的优点和缺点

本国对外国证券投资的优点主要有以下几个方面：一是提高收益率。通过在全球范围内配置资产可以发掘更多投资机会，获取更高收益。尤其是在本国收益率较低时，投资国外市场更加重要。例如，新西兰超级年金（NZSF）2011—2021年年化收益率高达12.45%，主要是因为其投资组合中国际股票配置比例高达75%。加拿大退休金计划（CPPIB）2011—2021年年化收益率高达10.84%，与其大量配置全球股票也密不可分。二是分散风险，提高夏普比率^①。通过在全球范围内配置资产，可以使各类资产的波动相互对冲，降低投资组合的风险，进而提高单位风险收益率。

本国对外国证券投资的缺点主要有以下几个方面：一是资本流出风险。对新兴经济体而言，在发达经济体处于加息周期时，为了获取超额收益，新兴经济体容易大量资金流出本国并流入发达经济体。这会加大新兴经济体的汇率波动，甚至可能影响金融稳定。二是消耗外汇储备。本国金融机构、企业和个人投资国外均需要先兑换成外币再投资境外市场，而这会消耗外汇储备。对于绝大部分新兴经济体来说外汇储备仍是相对稀缺的资源，这也是为什么新兴经济体资本账户普遍没有完全放开的重要原因。随着境内主体投资境外资产规模逐渐上升，对外汇储备的消耗也会持续增多，进而降低新兴经济体稳定汇率的能力。

（三）外国对本国直接投资的优点和缺点

外国对本国直接投资的优点主要有以下几个方面：一是可以利用外国资金、技术发展本国产业。尤其是在经济发展的初期阶段尤其重要，因为在此阶段资金和技术都相对短缺。通过引进外资利用外国资本和技术不仅可以加快国民经济工业化、市场化和国际化的步伐，而且可以增加本国的税收和就业（沈坤荣、耿强，2001）。二是增加竞争，促进本国企业持续发展。引进外国企业可以增强国内企业危机意识，进一步提高技术和管理水平，进而提升国内企业国际竞争力。三是推动国内产业持续转型升级。外商直接投资企业大量引进先进技术，通过技术扩散、技术竞争、技术应用等途径产生技术外溢效应，大大加快产业结构升级（江小涓，2002）。四是带动相关产业链的发展。外国企业进入后往往也需要当地企业进行配套，这也会带动国内上下游企业的发展。

外国对本国直接投资的缺点主要有以下几个方面：一是容易造成垄断。如果引入外国企业后，本国企业没有发展起来，那么相关产业就可能被国外垄断，将国内市场拱手相让，产业利润将长期被外国企业把持。这不仅会影响产业链安全，而且无法享受产业链发展的红利。二是收益汇出风险。如果

^① 夏普比率是用于衡量金融资产或投资组合绩效的风险调整指标，公式为：夏普比率 = (投资组合预期报酬率 - 无风险利率) / 投资组合的标准差。

外国企业在本国投资获利较多，每年收益汇出本身就会给国际收支带来较大压力。一旦国际形势发生动荡或者出现其他影响外资信心的情况，外国企业可能会大量汇出投资收益，给汇率和资本流出带来更大压力。巴西是较为典型的例子。20世纪90年代巴西持续加大对外开放，吸引大量国际资本涌入，给巴西带来了发展机遇，但同时也让国际资本攫取了大量投资收益。由于需要向国际资本支付大量投资收益，巴西常年维持庞大的收益项逆差，经常项目连年出现赤字。

（四）外国对本国证券投资的优点和缺点

外国对本国证券投资的优点主要有以下几个方面：一是利用外国资金支持本国经济发展。通过吸引国外资金投入本国金融市场，可以压低本国利率水平，提升证券估值，为本国企业提供增量资金支持。以美国为例，美国国际收支常年维持逆差，利用全世界资金压低美国利率和通胀率，降低企业和政府的融资成本。二是促进本币国际化和金融市场的开放。通过不断吸引外国对本国证券投资，可以繁荣国内证券市场，促进本国金融市场和外国金融市场互联互通，进而更好地为本国企业提供金融服务。三是充实外汇储备水平。外国对本国证券投资时需要将外币兑换成本币，这会促进外汇储备增长，进而增强稳定汇率的能力。

外国对本国证券投资的缺点主要有以下几个方面：一是加剧汇率波动。外国证券投资相当一部分资金为短期资金，这类资金流动频繁，容易造成汇率大幅波动。二是加大资产价格波动。如果外国资本持有本国金融资产较多，国际资本流动容易加大本国资产价格波动，引发金融风险，进而影响金融稳定。三是对外负债可能上升。如果本国资产价格长期上行，外国对本国证券投资市值也会持续上升，本国对外净头寸会持续下降。过去10年美国对外头寸恶化的重要原因就是美国股市上涨（Milesi-Ferretti, 2021；Taylor, 2021）。四是影响货币政策独立性。如果外国证券投资流入过多，中央银行将被迫回笼更多基础货币，进而对货币政策独立性产生影响。而当外国资本大量流出时，也可能导致国内流动性环境被动收紧，中央银行也将不得不投放

更多基础货币，对国内流动性环境造成扰动。

（五）储备资产的优点和缺点

储备资产主要有以下优点：一是抵御跨境资本流动风险。充足的储备资产有助于平抑跨境资本流动，维持汇率稳定，维护国家金融安全（CF40 研究部，2017）。亚洲金融危机后，新兴经济体不同程度地提升了外汇储备水平，以应对国际资本流动的风险。二是防范货币和债务危机。充足的外汇储备有助于更好地满足国际支付和结算的需要，降低外债风险，防范金融风险由外向内传染。三是实施国家战略。储备资产较多有助于国家“一带一路”倡议实施，支持企业“走出去”，促进人民币国际化（罗素梅等，2017）。

然而，储备资产同样存在缺点：一是汇兑损失问题。如果储备资产规模较大，当本币升值时，外汇储备将蒙受汇兑损失。例如，“8·11”汇改前夕，2015年7月外汇储备的购汇成本（即按外汇占款折算的人民币汇率）是7.2323元人民币/美元，较当时的月末汇率6.1135贴水18.3%，外汇储备按市价重估后账面损失达4.08万亿元（管涛，2018）。二是保值增值难度大。外汇储备不仅要保持流动性和安全性，还要保持盈利性，而这三个目标是相互矛盾的。尤其考虑到中国外汇储备规模较大，实现上述三个目标难度更高。中国为净债权国但收益率常年为负与外汇储备收益率偏低密切相关。

三、当净债务国还是净债权国更为有利不能一概而论

一国是净债务国还是净债权国是结果而不是原因，取决于一个国家实行的产业政策和对外开放政策。一国处于的发展阶段不同，国情不同，经济和金融系统的抗风险能力也不同，需要采取的政策也不同。具体来说，到底是当净债务国还是净债权国更为有利主要与以下因素有关。

（一）经济发展阶段

从世界各国发展经验来看，当净债务国还是净债权国更为有利与经济发展阶段高度相关。如果一

国处于经济发展的初期阶段，一般来说当净债务国更为有利。外国直接投资相对较多有利于更多地利用外国资本，引进更多先进技术，发展本国产业和经济。证券投资相对较多有利于为金融市场引入更多外国金融资本，降低利率水平，提高资本市场估值，为国内企业融资提供更为有利的金融条件。本国对外国直接投资和证券投资相对较少有利于将更多产业资本和金融资本留在国内，促进经济增长。而在经济发展的成熟期，由于本国劳动力成本偏高，部分生产要素已经不具备比较优势，再加上本国产业竞争力总体上较强，此时应鼓励企业走出去，充分利用国际比较优势和各种资源，抢占国际市场。并且，在此发展阶段利率水平偏低，投资机会缺乏。通过向外输出金融资本可以获取更多投资机会，享受外国经济增长带来的投资收益，提高本国居民和企业的财富水平。然而需要说明的是，对外净负债水平不能过高，否则容易影响金融稳定。目前全球主要净债务国中除美国外，希腊、爱尔兰和西班牙等大都为欧元区国家，而这些国家又恰恰是经常爆发主权债务危机的欧洲国家。即便是对美国来说，过高的对外净负债水平也并不是完全没有风险。如果外国资本流入突然下降，可能会对美国金融市场造成破坏，给经济带来广泛的负面影响（Jackson, 2009）。

（二）本国国情

根据出口类型，经济体可以分为两类，分别是商品出口型经济体和资源出口型经济体。对商品出口型经济体来说，在经济未发展至成熟期时当债务国更为有利。而对于资源出口型经济体可能并非如此。由于这类国家大都存在“荷兰病”，国内产业竞争力相对较弱，很难吸引大量外国投资，发展本国产业也较为困难，缺少投资机会。再加上出口资源获取了大量收入，此时通过向国外输出资本，可以充分发掘国际市场的投资机会，享受外国经济发展带来的巨大红利，进而提升本国居民的福利水平。例如，中东国家通过出口石油获得大量收入，此时就需要通过加大对外投资，实现资产保值增值。Global SWF 的数据显示，截至 2022 年年末，全球总资产规模排名前十位的主权财富基金有四家来自

中东地区，分别是阿联酋主权财富基金阿布扎比投资局（0.99 万亿美元，排名第三）、科威特主权财富基金科威特投资局（0.77 万亿美元，排名第五）、沙特主权财富基金沙特阿拉伯公共投资基金（0.62 万亿美元，排名第七）以及卡塔尔主权财富基金卡塔尔投资局（0.45 万亿美元，排名第十）。对极少数国家来说，如果本币具有霸权地位，当净债务国更为有利。美国通过持续向全球输出美元，既可以获取巨额铸币税，还可以运用“绿纸”进口外国商品，降低本国通胀水平。外国投资者获取美元后又通过投资美国国债等方式令美元回流美国，压低美国利率水平，降低美国政府和私人部门的融资成本。此外还可以输出通胀压力和危机，以减轻对自身经济的影响。

（三）国际投资头寸结构

一般来说，外国直接投资对经济的促进作用要优于证券投资。外国直接投资大都是中长期资本，而且是产业资本，可以直接拉动本国产业和就业的发展。全球主要债权国和债务国中外国直接投资占比最高的国家是美国、中国和德国，这些国家恰恰又是全球范围内产业实力和经济实力几乎最强的国家。而证券投资中虽然也有中长期投资资金，但短期资金占比不低，容易造成资本大进大出，加大汇率波动，进而影响金融稳定。尤其是在经济发展的初期和中期阶段时，避免证券投资过多流入更加重要。因为在此阶段无论是经济还是金融市场的发展都不够成熟，抗风险能力较弱。一旦发生较大内部或外部冲击，外国证券投资过多容易造成资本大进大出，甚至可能引发经济或金融危机。1998 年亚洲金融危机就是金融资本大进大出引发金融危机的典型案例。在经济成熟阶段，经济和金融系统抗风险能力更强。即便是外国证券投资占比较高，其影响也相对可控。从国际投资头寸结构来看，如果对外负债中直接投资占比较高且规模较大，那么即便是债务国对经济也可能是有利的。美国是全球最大债务国，然而美国对外负债中直接投资占比排名全球第二，规模全球第一，这也是虽然美国存在较为严重的存量失衡问题，但经济仍然具有较强韧性的主要原因。

（四）对外净资产收益率

从对外净资产收益率的角度来说，当债权国较为有利。因为一般情况下债权国具有正的对外净资产收益率，可以常年为本国创造大量收益。例如，日本经常账户常年维持顺差，很大程度上是因为日本拥有庞大的海外资产，这些资产产生大量收入汇回国内，形成规模庞大的初次收入，令日本保持贸易顺差地位。如果一国为净债务国，但其净资产收益率为负，那么不仅可以享受净债务国的好处，而且不至于引发金融风险。例如，虽然美国是全球最大的净债务国，但其从其外国资产（主要包括股票和外国直接投资）上获得的回报要高于从其负债（主要是银行存款和债券）上支付的成本，因此并不值得担忧（Gourinchas and Re, 2007）。而如果一国为净债权国，但其资产收益率低于负债收益，虽然作为净债权国对金融稳定有一定好处，但维持净债权国的成本也较高。例如，中国作为仅次于日本的世界第二大对外净债权国，投资收益常年为负。这主要有两方面原因，一方面是因为中国对外资产中储备资产占比较高且收益率较低，另一方面是因为外资在中国投资收益较高。如果长期维持净债权国地位，但净收益又常年为负，维持金融稳定的成本过高，最终也将对经济增长产生不利影响。

四、政策建议

（一）当前中国维持净债务国地位更为有利

基于中国当前国情，在不考虑外汇储备的情况下，维持净债务国总体更为有利。主要有两点原因：一是中国经济尚未发展至成熟阶段，仍然需要持续加大对外开放力度吸引外资进入国内。外国产业资本有助于中国经济转型升级实现高质量发展。同时，还要维持国内产业资本的稳定性，不断改善营商环境，避免国内企业大量流出，出现产业空心化问题。二是外国证券投资对于压低国内利率水平、提高证券市场估值以及促进人民币国际化都具有重要意义。尤其是在当前大国博弈的背景下，中国企业赴美上市融资难度越来越大，利用国际金融市场融资的空间被大幅压缩。在此情况下，为国内企业

在国内金融市场融资创造更为有利的金融环境更加重要。因此，未来很长一段时间在不考虑外汇储备的情况下，中国维持净债务国地位更加有利。然而，这并不意味着外汇储备不再重要。在中国经济尚未发展至成熟阶段且金融风险仍较为突出的情况下，保有适当规模的外汇储备有助于人民币汇率和金融市场的稳定，防范金融风险由外向内传染。

（二）不断加强对外国直接投资支持力度

外国直接投资对本国的经济发展有诸多好处，不因经济发展阶段存在差异。即便对全球最大以及竞争力最强的经济体美国来说也不例外。近年来，美国推出了大量政策鼓励制造业回流，吸引外国直接投资已经取得一定效果。一般来说，随着经济不断发展，劳动力和土地等生产要素成本上升，容易出现产业转移和空心化问题。因此，在经济发展由中期向成熟期过渡的阶段要注重产业资本的稳定。外国直接投资对于本国产业链完整、产业链安全、吸引先进技术、提高本国产业发展水平、促进就业以及增加税收等方面都具有重要积极意义。未来要进一步优化外商投资环境，持续推进投资自由化便利化，不断提高利用外资水平，这样才能继续增强产业竞争力，提高居民收入水平。同时，也要注重培育国内企业竞争力，避免关键领域被国外企业垄断。

（三）持续推进金融业对外开放

随着中国经济快速发展，对资本的需求也越来越大。近年来境内赴境外上市企业越来越多。然而，由于美国频繁打压中国，境外上市企业面临的约束也越来越强，境内企业赴境外上市难度大幅上升，利用美国金融市场融资的难度持续加大。通过吸引更多国际资本进入国内，可以让国内企业更多利用国际资本更好发展。当前，中国经济总量位居世界第二，经济总体维持中高速增长，产业竞争力不断增强，外汇储备规模世界第一。同时，中国人民银行积累了丰富的汇率管理工具，初步建成了跨境资本流动“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架，有能力维持国际资本流动和人民币汇率的相对稳定。未来要持续吸引国际资本，推动国内金融市场对外

开放，为企业发展创造更为有利的金融环境。

（四）鼓励企业增加海外投资

当前，中国对外资产在总量和结构上与国外都有差距。从总量来看，截至2022年年末，中国对外资产规模仅相当于美国的29%。从结构来看，中国对外资产中储备资产占比过高。由于储备资产需要持有相对安全且流动性相对较高的资产，收益率偏低，导致对外净资产收益率常年为负。未来要鼓励实体企业走出去，利用自身资本和技术优势获取国外市场，同时将管理和研发等高附加值的部分留在国内。这样不仅可以拓展企业的发展空间，获取企业所需要的各种资源，提高资源配置效率，而且可以提高中国经济的影响力，有助于推进“一带一路”倡议实施。同时，还要支持国内金融机构投资海外市场，挖掘海外市场投资机会，尤其是新兴市场的投资机会，以提高证券投资收益率。

（五）增加黄金储备

外汇储备是中国对外资产的重要组成部分。截至2022年年末，中国外汇储备占全部对外资产的比重为35.7%。当前，外汇储备投资面临的形势异常复杂严峻。一是能源危机令欧元持续下跌。由于外汇储备中欧元资产规模仅次于美元资产，欧元下跌令欧元资产面临缩水风险。俄乌冲突前景尚未明朗，未来欧元仍有可能继续下跌。二是中美博弈加剧令美国国债安全性存疑。中国持有大量美国国债，面临的不确定性有所上升。俄乌冲突后美国和欧盟冻结了俄罗斯的储备资产，未来甚至存在没收的可能。三是信用货币价值面临挑战。新冠疫情暴发后，美联储、欧央行等全球主要央行再度实施量化宽松政策，货币供应大幅上升，信用货币价值被动下降。上述因素加大了外汇储备保值增值的难度。而黄金作为重要的投资品具有独特优势。黄金长期以来就是最可靠的资产，本身不是任何一方的负债，不受地缘政治因素影响。并且，黄金与其他资产相关性低，流动性也较强。从长期来看，黄金还可有效对冲通胀。当前外汇储备中黄金占比偏低。未来应大幅增加外汇储备中黄金的比例，以进一步增强外汇储备的安全性，避免外汇储备大幅缩水。

参考文献：

- [1]CF40 研究部. 外汇储备的度与用 [EB/OL]. https://www.sohu.com/a/211459529_257448
- [2] 管涛. 反思对中国外汇储备问题的讨论 [J]. 国际经济评论, 2018 (1): 9-23+4
- [3] 管涛. 破解对外净债权但投资收益为负的中国悖论: 优化跨境投融资结构 [J]. 中国外汇, 2019 (8): 14-17
- [4] 国家外汇管理局国际收支司. 诠释国际收支统计新标准 [M]. 中国经济出版社, 2015
- [5] 江小涓. 中国的外资经济对增长、结构升级和竞争力的贡献 [J]. 中国社会科学, 2002 (6): 4-14+204
- [6] 罗素梅、周光友、曾瑶. 金融安全、国家利益与外汇储备优化管理 [J]. 管理科学学报, 2017, 20 (12): 1-18
- [7] 沈坤荣、耿强. 外国直接投资、技术外溢与内生经济增长——中国数据的计量检验与实证分析 [J]. 中国社会科学, 2001 (5): 82-93+206
- [8] 王红缨、李卓. 中国在国际金融体系中的崛起: 进展与局限性 [J]. 中国国际战略评论, 2016 (00): 41-53
- [9] 杨盼盼、常殊昱、熊爱宗. 危机后全球失衡的进展与国际协调思路 [J]. 国际经济评论, 2019 (4): 9-25+4
- [10] Cedric Tille. The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt [R]. Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, 2003
- [11] Gourinchas P O, Rey H. International Financial Adjustment [J]. Journal of Political Economy, 2007, 115(4): 665-703
- [12] IMF. Balance of Payments and International Investment Position Manual [R]. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009
- [13] Jackson J K. The United States As a net Debtor Nation: Overview of the International Investment Position [M]. CRS Report No. RL32964. Washington, DC: Congressional Research Service, 2009
- [14] Milesi-Ferretti G M. The US Is Increasingly a Net Debtor Nation. Should We Worry? [EB/OL]. <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2021/04/14/the-us-is-increasingly-a-net-debtor-nation-should-we-worry/>
- [15] Timothy Taylor. The US Net International Investment Position, aka “Debtor Nation” [EB/OL]. <https://www.bntimes.com/global-economy/the-us-net-international-investment-position-aka-debtor-nation>

（责任编辑：辛本胜）