

上海交通大学现代金融研究中心系列丛书

倪权生 著

全球资本 流动过程中的 收益分配

格致出版社



上海人民出版社



上海交通大学现代金融研究中心系列丛书

倪权生 著

全球资本 流动过程中的 收益分配

格致出版社



上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

全球资本流动过程中的收益分配/倪权生著. —上海:格致出版社;上海人民出版社, 2015
(上海交通大学现代金融研究中心系列丛书)
ISBN 978-7-5432-2567-1

I. ①全… II. ①倪… III. ①资本流动-利益分配-研究-世界 IV. ①F831.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 229932 号

责任编辑 王梦茜
装帧设计 人马艺术设计·储平

上海交通大学现代金融研究中心系列丛书

全球资本流动过程中的收益分配

倪权生 著

出版 世纪出版股份有限公司 格致出版社
世纪出版集团 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)



编辑部热线 021-63914988
市场部热线 021-63914081
www.hibooks.cn

发行 上海世纪出版股份有限公司发行中心

印刷 浙江临安曙光印务有限公司
开本 787×1092 1/16
印张 14
插页 2
字数 246,000
版次 2015 年 11 月第 1 版
印次 2015 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5432-2567-1/F·881

定价:42.00 元

全球化是近半个世纪以来世界经济发展最为显著的特征,特别是 20 世纪 80 年代以来,随着各国经济对外开放度的提高,国际间贸易、投资活动不断加深。国际资本在经济全球化中起着重要的载体作用,它已渗入到全球经济活动的各个领域,将各国紧密地联系在一起,形成一个复杂的活动网络,维系着全球及各国经济、金融体系的运转。国际资本作为一种生产要素,既可以给投资国带来回报,也可以给东道国提供发展所需要的资源,因此国际资本流动的过程也是利益产生和分配的过程。不少学者认为国际流动资本由少数发达国家掌握,以美国、日本和西欧国家为主体的发达国家是掌握全球资本流动的主导力量,并从中获得巨大利益。而大多数发展中国家,在国际资本流动体系中往往处于被动的地位。关于全球资本流动过程中收益分配不均的讨论越来越受到学者们的关注。虽然不少学者从不同的角度进行了阐述和分析,但是现有的国际经济金融理论尚未对此形成系统的、明确的观点和理论体系。并且这些讨论往往是定性的,更侧重逻辑分析的研究,缺少理论和实证的支持。

本书试图将国际资本流动过程中的收益分配问题,进行系统的梳理和分析。在充分利用前人已有成果的基础上,通过理论推导和实证分析探讨各经济体在对外资本循环中的收益和成本,分析各经济体在国际资本流动体系中的角色。研究在经济全球化的背景下,国际资本流动所产生的收益在不同经济体之间的分配问题。

各经济体在国际资本流动体系中获益情况不同,是因为各经济体在对外资本流动中的收益和成本不同。本书的研究基础是单个经济体在全球资本流动体系中的收益和成本,通过比较收益和成本来比较不同经济体在对外资本循环中是否获益,并从全球视角来分析收益分配问题。

本书首先提出理论假说,从理论上推导不同特征经济体在全球资本流动体系中的获益能力。在理论假说的基础上,通过实证数据理清过去近 30 年全球资本流动体系的格局及其演化过程。在进行收益分析之前,首先需要解决的是国际资本的存量问题,作者针对不同类型的资产建立模型,计算了过去 30 年 80 个国家和地区的对外资

产和负债存量。基于计算的这 80 个国家和地区的资产负债存量数据,结合各国和地区国际收支中的投资要素收入和支付数据,进一步计算了各国和地区的对外投资的账面收入和支付。基于收入和支付数据、投资存量数据和投资流量数据,我们计算了各国和地区的对外投资的收益率和支付率。进而通过收入和支付、收益率和支付率的比较,分析得出哪些国家和地区在全球资本流动体系中是获益的,而哪些国家和地区又是受损的。并进一步从微观和宏观的角度去分析其中的原因。

从理论上来说,那些经济发达、技术先进、资金实力充裕的发达国家和地区能够在对外直接投资中获得更大好处。这些国家和地区的跨国公司利用自身的技术、管理和资金优势,结合发展中国家和地区的廉价劳动力和其他资源,能够有效降低成本,提高利润。证券投资方面,发达国家和地区——特别是资本市场发达的国家和地区——由于具备信息、资本、技术优势,从而能够取得更好的收益率。在其他投资和储备资产类别中,不同国家和地区的收益和成本,因受到其资质、利率水平等因素的影响而有所不同。落后国家和地区由于信用低,可能需要支付更高的利息。而那些提供国际储备货币的国家和地区,不仅在本币初次输出时享有“铸币税”,还在此后的对外资本循环中,充当银行家的角色,能够以低成本吸收资金,再以高利率贷出资金。

在理论假说的基础上,我们通过建立一个可以代表全球经济活动的国家(地区)样本,实证分析全球资本流动过程中各国(地区)的收益和成本。样本包含 80 个国家和地区,这 80 个国家和地区的经济总量(GDP)占全球 95%左右,这些地区对外资本流动规模也占全球所有国家和地区的 95%左右,我们可以认为这些样本基本代表了全球的经济活动。

通过建立模型计算这 80 个样本国家(地区)对外资本流动和国际投资头寸的情况,我们首先厘清了过去 30 年全球资本流动的格局及演变趋势。我们发现过去 30 年全球资本流动呈现出以下特征:(1)国际资本流动规模增长加速。全球资本流动规模和各经济体国际投资头寸增长超过同期实体经济的增长速度。(2)少数经济体在国际资本流动体系中占据主导地位,资本流动规模最大的 13 个经济体占全球比重超过 80%。从区域来讲,西欧经济体的资本流动规模占全球的一半左右,是全球资本流动最活跃的地区。其次是北美,资本流动总量平均占全球的 15%—20%之间。20 世纪 90 年代中期以后,发展中国家(地区),特别是亚洲和中东欧的发展中国家(地区)在全球资本流动体系中的比重明显上升。(3)对外资本流动“失衡”的国家(地区)越来越多。在我们计算的样本中,2000 年至 2008 年间,每年资本净流动和 GDP 比值超过 5%的有 30 个国家和地区,而这一数字在 90 年代和 80 年代分别仅为 10 和 12。(4)尽

管发展中国家(地区)在 90 年代末开始由资本输入转变为资本输出,但是发展中国家(地区)的负债地位尚未根本改变。虽然发展中国家(地区)在 2008 年对外总资产首次超过总负债,但是扣除中国因素之后,其他发展中国家(地区)长期以来仍旧对外净负债,并且在 2008 年金融危机之前,其他发展中国家(地区)的负债规模还呈上升趋势——虽然 2000 年以后发展中国家(地区)持续资本输出。扣除美国因素之后,其他发达国家(地区)长期对外资本净输出,持有的境外资产也大于对外负债,并且净资产规模不断上升。(5)发达国家(地区)的境外资产中,证券投资所占比重不断上升,储备资产所占比重大幅下降;而发展中国家(地区)的境外资产结构变化最显著的特征就是储备资产的不断上升,80 年代初发展中国家(地区)的境外资产中储备资产约为 25%,这一比例到 2008 年已经上升为 50%,其中主要是外汇储备,黄金和 SDR 所占比例极小。

从收益和支付角度来看,只有少数经济体在国际资本循环中获得了要素净收入,而获得账面净收入的经济体则更少。我们计算的 80 个样本国家(地区)中,在 1980—2008 年间,有 34 个经济体累计资本净输出,到了 2008 年只有 24 个是债权经济体,能够获得累计要素净收入的只有 15 个,如果考虑资产升值,那么能够获得账面净收入的经济体只有 12 个。这说明在国际资本流动体系中,“赚钱”并不容易,不少国家和地区在输出资本的同时,还向外国(地区)支付更多的利息——中国和俄罗斯就是其中的典型代表。在一些债权经济体(或资本输出经济体)还需要对外利息净支付的情况下,美国和英国这两大债务国从国外大量借入资本的同时,却还能够获得更高的收益——无论是要素收入,还是账面收入。我们用净收益率表示收益率和支付率之差,在过去 30 年中要素净收益率均值显著为正的经济体仅有 7 个,而账面净收益率显著为正的经济体仅有美国 1 个。这说明在全球资本流动体系中,能够直接获益的经济体非常少,大多数经济体在对外资本循环中的成本超过收益。

CONTENTS 目录

第1章 绪论

- 001 1.1 选题背景和意义
- 002 1.2 研究思路和内容
- 004 1.3 研究对象及相关概念的界定
- 006 1.4 本书的创新点

第2章 文献综述

- 007 2.1 国外学者关于国际资本流动中收益分配的研究
- 008 2.2 国内学者关于国际资本流动中收益分配的研究
- 010 2.3 国际资本流动的格局研究
- 014 2.4 国际投资头寸的计算

第3章 理论假说和模型分析

- 017 3.1 国际资本流动过程中要素收入分配的理论假说
- 025 3.2 影响资产和负债价值的因素
- 028 3.3 国际资本流动过程中其他的潜在风险和成本
- 029 附录 3.1

第4章 全球资本流动格局

- 030 4.1 国际投资头寸的计算方法
- 041 4.2 样本和数据说明
- 044 4.3 国际资本流动的规模分析
- 047 4.4 少数国家在国际资本流动中的主导地位
- 050 4.5 地区和国家间的资本流动格局
- 065 4.6 国际投资头寸和资产负债结构的变化
- 075 4.7 2008 年全球金融危机对国际资本流动格局的影响

第5章 国际资本流动中的收益和成本分析

- 084 5.1 收益率和支付率的计算方法
- 085 5.2 要素收入和要素支付
- 098 5.3 资产和负债的升值
- 104 5.4 账面收入和账面支付
- 108 5.5 收益率分析

第6章 全球资本流动体系中重要国家和地区分析

- 137 6.1 美国
- 163 6.2 英国
- 173 6.3 欧元区国家
- 181 6.4 日本
- 187 6.5 中国

第7章 结论和展望

198 7.1 总结

202 7.2 未来研究的方向

203 参考文献

213 后记

第 1 章 绪论

1.1 选题背景和意义

全球化是近半个世纪以来世界经济发展最为显著的特征,特别是 20 世纪 80 年代以来,随着各国经济对外开放程度的提高,各国贸易、投资活动不断加深。经济全球化促进了生产要素在全球范围内的有效配置,为各国提供了新的发展机会。国际流动资本在经济全球化中起着重要的载体作用,它已渗入到全球贸易、服务以及投资等各个领域,将全球不同的国家紧密地联系在一起,形成千丝万缕而又复杂异常的网络,维系着全球及各国经济、金融体系的运转。国际资本作为一种生产要素,既可以给投资方及投资国带来回报,也可以给融资方及东道国提供发展所必要的资源,因此国际资本流动的过程也是利益产生和分配的过程。

从全球来看,国际资本的总量是极其庞大的,已经超过了全球 GDP 的总和,但其分布却是极不均衡的。虽然传统观念认为,资本输出国往往都是少数的发达国家,但如今形势却发生了变化,积累巨额贸易盈余的发展中国家如中国、石油输出国等,其资本输出规模也不可小觑。但与传统的发达国家相比,这些新兴国家的资本输出呈现出单一性、低盈利性特征。国际流动资本仍由少数发达国家掌握,以美国、日本和西欧国家为主体的发达国家仍是全球资本流动过程中的主角,把握着全球资本流动的主导力量,并从中获得巨大利益。而大多数发展中国家,在国际资本流动体系中往往处于被动的地位。不仅在资金的运用上处于被动地位,而且在投资收益和融资成本上,发展

中国家也往往处于不利地位。著名的“斯蒂格利茨怪圈”正是阐述发展中国家——特别是亚洲国家——将本国企业的贸易盈余转变成官方外汇储备,并通过购买收益率很低的美国国债,回流到美国资本市场;美国在贸易逆差的情况下大规模接受这些“亚洲美元”,然后又以证券组合投资、对冲基金等形式将这些“亚洲美元”投资在以亚洲为代表的高成长新兴市场国家获取高额回报。除了美国和亚洲国家“斯蒂格利茨怪圈”式的资本循环外,在发达国家主导的全球经济、贸易和金融体系下,在全球范围内的资本循环中,利益又是如何分配的?资本输入国和输出国又承担了怎样的成本?

对于这些问题,虽然不少学者从不同的角度进行了阐述和分析,但是现有的国际经济金融理论尚未对此形成系统的、统一的、明确的观点和理论体系。关于国际资本流动中的收益分配问题,现有研究大多是将资本输出国和输入国分开单独分析,或者将实体经济和虚拟经济分开分析。一些学者分析证券市场国际化分散投资的收益,另一些学者分析外国直接投资对东道国的益处。而实体经济和虚拟经济往往是有紧密关联的,同时资本输出国和输入国在收益分配问题上也是存在竞争关系的。还有些研究则结合资本输入国和输出国双方来讨论收益分配问题,但这类讨论往往是定性的,更侧重逻辑分析的研究,缺少理论和实证的支持。

因此,本书试图将国际资本流动过程中的收益分配问题,作为一个体系进行系统的梳理和分析。在充分利用前人已有成果的基础上,作者拟通过实证数据分析国际资本流动的特征,分析各国和地区在对外资本循环中的收益和成本,分析各国和地区在国际资本流动体系中的角色,研究在经济全球化的背景下,国际资本流动所产生的利益在不同国家和地区之间的分配问题。

随着我国外汇储备规模的不断增长,关于中国巨额外汇储备低收益高成本的讨论也越来越受到重视。正是在这样的背景下,本书希望在理清全球资本流动格局的基础上,分析全球资本流动过程中的收益分配问题,比较不同国家和地区在对外资本循环中的收益和成本,并分析其中的原因,进而为我国对外资本开放和巨额外汇储备管理提供参考。

1.2 研究思路和内容

1.2.1 研究思路

本书采用理论和实证分析相结合的方法,首先提出理论假说,从理论上推导不同

特征国家和地区在全球资本流动体系中获得收益的能力以及融资成本的高低。在理论假说的基础上,结合过去 30 年的实证数据,分析全球资本流动体系中的收益分配情况。由于不同国家和地区之间经济规模差距极大,各国和地区对外的资本流动规模也存在显著差异,收入和支付的总量与经济规模存在很大联系。因此,收益率和支付率相对于收益和支付的绝对量,更能够显示一国和地区在对外资本循环中的收益和成本。本书关于收益的研究,也主要基于对收益率和支付率的分析。

本书的实证分析是一个从个体到整体再到个体的过程,首先计算和分析各个样本国家和地区的对外资本循环以及从中获益情况,进而从全球视角比较各国和地区在全球资本流动体系中的收益和成本,得出哪些国家和地区在全球资本流动体系中是获益的,而哪些国家和地区又是受损的。在分析全球格局的基础上,又回到全球资本流动体系中的主要国家和地区,进一步分析这些国家和地区对外资本循环的特征,从微观和宏观的角度去分析其中的原因。最终,本书希望能够通过理论分析和实证数据,构建出全球资本流动体系的格局以及其中的收益分配情况,并为我国如何在全球资本流动体系中争取最大收益提供参考。

1.2.2 本书主要内容

第 1 章是引言部分,介绍了本文研究的背景和意义,介绍了本书的研究思路 and 主要内容,提出的研究对象以及相关概念的界定,并提出了本书的创新点。

第 2 章主要内容为文献综述,由于和本书研究的题目直接相关的定量研究较少,也缺乏相关的理论体系。因此本书就对在研究过程中需要涉及的主要理论和实证研究进行了整理和综述。除了关于国际投资的收益分配问题之外,还总结了对国际资本流动格局的研究、国际投资头寸的估算方法等方面的文献。

第 3 章提出分析的理论基础。基于直接投资理论、证券投资理论、利率平价原理,本章分析了不同类型的国际投资资产中,不同国家和地区具备的盈利能力以及可能的融资成本。

第 4 章基于我们的研究样本,系统全面地从实证数据分析了过去近 30 年中全球资本流动体系的格局、演变和最新特征。分析了不同类型和区域的国家和地区在全球资本流动体系中的角色,并进一步深入到国家层面。就国际资本流动的规模、结构、方向、变化趋势作了全面的计算和分析。

第 5 章计算了跨国投资给各国(地区)带来的收益和成本。结合收益(支付)的规

模和收益率(支付率)大小,从绝对值和相对值上分析了各样本国家和地区的收益情况。通过收益率和支付率的数据,从而分析出全球资本流动体系中哪些经济体给外国投资者提供了高回报率的资产以供投资、哪些经济体具备在全球获得高收益的能力、哪些经济体在全球资本流动体系中既能获得高收益又能以低成本融资。

第6章基于第4章和第5章的结果,重点分析了全球资本流动体系中的主要角色,即美国、英国、德国、日本和中国。以实证数据分析了这些国家和地区在全球资本流动体系中的地位,以及这些国家和地区对外投资的收益和融资成本。

第7章总结了本文的研究成果,提出了对后续研究的展望。

1.3 研究对象及相关概念的界定

本书的研究主题是全球资本流动过程中的收益分配,而全球资本流动是由全球200多个经济体之间错综复杂的多边关系构成。因此,研究对象分为两个层面,第一个层面基于微观视角,即全球资本流动体系中各个国家和地区的收益和成本,全球资本流动体系中的收益分配格局是由每个国家和地区的收益和成本所决定,这是研究的基础;第二个层面基于全球视角,基于各经济体对外资本循环的情况以及收益和成本进一步分析全球层面的资本流动的格局以及收益分配。

本书的研究步骤是从个体到整体,再到个体的一个过程。首先利用相关模型计算单个经济体对外资本流动的情况,以及该经济体在此过程中的收益和成本。其次,基于单个经济体的资本流动以及收益情况,分析和构建全球资本流动格局的框架,并进一步分析全球收益分配的格局。最后,基于对全球资本流动过程中收益分配的研究,重点分析主要的国家和地区在全球资本流动体系中的角色,以及这些国家和地区是否在对外资本循环中获益。

分析一国和地区对外资本流动的格局以及收益情况,需要从多个角度进行分析,涉及国际资本流动的流量、存量、境外投资的收益、境外投资收益率等多个方面。各国和地区对外资本流动的流量以及利息、红利等收入(支付)在各国和地区的国际收支平衡表中已经进行了官方统计。本书的相关概念以IMF的《国际收支手册》为基础,并根据本书研究需要进行了进一步扩充。

作者首先估算了各经济体的国际投资头寸,国际投资头寸是反映特定时点上一个

国家或地区对世界其他国家或地区金融资产和负债的存量数据。国际投资头寸的变动是由特定时期内交易、价格变化、汇率变化和其他调整引起的。国际投资头寸表在计价、记账单位和折算等核算原则上均与国际收支平衡表保持一致,并与国际收支平衡表共同构成一个国家或地区完整的国际账户体系。根据IMF的《国际收支手册》,资产细分为对外直接投资、证券投资、其他投资和储备资产四部分;负债细分为外来直接投资、证券投资、其他投资三部分,净头寸是指对外资产减去对外负债。由于金融衍生品作为新兴的金融投资方式,其发展时间较短,大多在场外市场完成,数据难以统计(我们发现大多数国家和地区的对外金融衍生品投资数据都存在比较严重的缺失),因此,本书所涉及的各经济体对外资本流动均不包括金融衍生品(如无特别说明)。

投资收益是本书分析的重点内容,我们将境外投资的收益根据来源分成两个部分——要素收入和资产升值。由于在日常使用中,人们常将要素收入也称为投资收益,为了区别起见,我们分别定义了账面收入和要素收入两个概念,账面收入包括要素收入和资产升值两个部分。要素即国际收支平衡表中的投资收入项,是居民实体因持有国外金融资产而得到的收入,最常见的要素收入是股本收入(红利)和债务收入(利息)。红利包括股息,是分派给股票以及在公司化的私人企业、合作企业以及公共企业里的其他参股形式的收益。红利代表债权人和债务人之间无需根据具有约束力的协议即可用于分配的收入。利息包括贷款和债券的收入。根据不同的资产类别,要素收入又可分为直接投资收入、证券投资收入和其他投资收入。国际收支平衡表中的投资收入(即本文所指的要素收入)是已经实现的,由红利、利息等形式获得的收入,但不包括境外资产由于自身价格变动而给居民带来的账面的增值或损失。因此,我们引入账面收入的概念,即无论是因为资产价格波动还是来自分红利息,只要在一定时间区间内使居民因持有境外资产而得到的所有收益或损失均称为账面收入。

分别与要素收入和账面收入对应,我们将一国(地区)因对外负债而对外国投资者支付的红利和利息称为要素支付,因本国(地区)负债的价值变化和本国(地区)对外支付的红利和利息等所有因素引起的外国投资者的账面的收益称为账面支付,即要素支付是账面支付的一部分。

有了要素收入、账面收入、要素支付、账面支付的概念,我们结合一国(地区)的资产头寸、负债头寸以及相关的资本流出和流入量,计算一国(地区)对外投资的收益率和对外融资的支付率。要素收益率表示一国(地区)在一定的境外资产基础上获得要素收入的水平,账面收益率是一国(地区)在一定的境外资产基础上获得账面收入的水

平。要素支付率反映了一国(地区)在一定的对外负债基础上对外要素支付的水平,账面支付率反映了一国(地区)在一定的对外负债基础上对外账面支付的水平。

1.4 本书的创新点

(1) 选题和分析角度新颖。本书从全新视角量化分析全球资本流动过程中的收益分配。目前关于全球资本流动过程中的收益分配问题的研究较少,以局部性的、定性的分析为主。本书以大量样本国家和地区对外投资的收益率和对外融资的支付率为基础,全局分析了各国和地区在对外资本循环中获得的利益,并进行全球层面的比较。据我们观察,尚未有类似的研究出现。

(2) 实证方法和数据的突破。本书解决了国际投资头寸和收益率的计算问题,并结合大量的样本数据将其运用。一方面,现有的国际资本流动统计的存量数据严重缺失,大多数国家和地区开始统计国际投资头寸的年份较晚。国际投资头寸数据的不足,制约了该领域实证分析的进展。本文针对不同类型的资产建立模型,计算了80个国家和地区30年的国际投资头寸。另一方面,经济体层面的投资收益率一直未有相关研究,本书基于计算的各经济体投资头寸,计算了各经济体对外投资的收益率和融资成本。如此大样本的经济体国际投资头寸和对外投资收益率数据是目前的研究中所没有的。

(3) 跨国投资理论的综合和深化。针对国际资本流动过程中收益分配问题的研究,尚未形成相关理论体系。本书将直接投资的竞争理论、证券投资的风险—收益分析、利率平价理论等针对不同类型资产的分析方法应用到跨国投资的收益分析当中,从理论上推导不同类型经济体在对外资本循环中的收益和成本。这使得原本分割开来的不同领域的研究,可以结合起来对一国(地区)对外投资和融资的收益及成本进行理论分析。

(4) 理论分析的验证。与已有研究不同的是,本书获得了大量的实证结果,因而使用本书的实证结果对相关理论进行了验证。

第2章 文献综述

关于国际资本流动的研究在国际金融学领域起步较晚,在20世纪60年代以前,尚未形成相对完整的国际资本流动理论体系。有关国际资本的论述多散见于国际贸易、国际收支以及汇率等理论的研究中,或是针对国际资本的某一特定问题进行的研究。随着经济和技术的发展,二战后国际间的贸易投资规模不断增强,关于国际投资的理论也开始兴起。60年代以后,经济学界陆续产生了对外直接投资理论、发展中国家利用外资理论、国际投资组合理论等等,构成了国际投资理论的基石。近30年来,随着经济全球化的加深,学术界对国际资本流动的研究愈加重视。越来越多的学者分析研究国际资本流动的特征、驱动因素、影响、风险以及应对措施等等。这些研究大多数是实证分析,而理论研究比较少,更没有形成系统的理论。

本书的目标是在理清全球资本流动格局的基础上,分析各经济体在全球资本流动过程中的收益和成本,进而解释清楚在全球资本流动循环过程中收益是如何分配的,并分析其中的原因。因此,本书的研究范围涉及国际资本流量的测度、国际投资头寸的估算、全球资本流动格局、国际投资的收益和成本等方面。

2.1 国外学者关于国际资本流动中收益分配的研究

已有关于国际资本流动过程中收益分配问题的研究大多针对个别国家进行分析,其中较多的还是关注美国对外投资的收益和成本。Gourinchas 和 Rey(2005)针对美

国作为国际货币体系的中心国家,是否享有欧洲人所说的“过度特权”进行了探讨,该文使用了一种新的数据系列,详细分析了1952年以来美国外部资产和负债的市场价值变化情况。研究发现美国之外的资产比负债有明显的超额收益。有趣的是,这种超额收益在布雷顿森林体系崩塌后有所增加。在每种资产上,美国支付给外国投资者的回报率要比其从国外资产上获得的小很多。美国资产负债的结构差异也是美国获益的原因之一,美国趋向于借入短期而借出长期。随着金融全球化的进程,美国将其自身从一个世界银行家转变为风险投资家,大量投资于高收益的资产,如股票和FDI。最后作者用这些发现来分析美国经常账户不平衡的可持续性。Ibbotson等(1982)比较了美国和17个国家的股票、债券以及国际债券回报率在1960—1980年的21年间的表现,发现全球市场的总体表现优于美国,美国只是在一小部分时间表现更好。这说明美国投资者能够从对外投资中获益。Balakrishnan和Tulin(2006)通过研究美元风险贴水来研究美国资产的吸引力。资本流入过程中存在的负的美元贴水(美元贬值超过利率),显示投资者是出于结构原因而购入美国资产。一个可能的解释就是,亚洲金融危机导致各国积累了大量的储蓄,而这些储蓄所追求的相对低风险的投资机会,则由成熟、流动性强、创新的美国金融市场提供。美国金融市场对欧洲投资者的吸引,则是因为他们需要不同风险/收益特征的资产来完善他们分散投资的结构。这说明美国金融市场的配置效率能够减轻全球经常账户不平衡导致的无序的风险。Higgins等(2006)研究显示美国外债的稳定反映了美国从强劲的外国股市以及弱势美元上获得的收益。美国在外直接投资的回报高于外国在美投资的回报,但美国持续的借债可能会使得美国净收入平衡转向更深的赤字。另外,该文回顾了一些观点,即认为美国还持有很多无形资产(无法用数据度量),也可能使美国的净投资头寸趋于平衡。但该文作者认为这些无形资本,并不太可能足够稳定来改变美国的净负债地位。Jorion(1996)从汇率变化角度分析了1977—1994年间日本投资者在美国投资的直接损失,并从机会成本角度来衡量间接损失。结果发现,1977—1994年间,日本投资者在美国投资的名义货币损失达到2 600亿美元,即使以在日本本地市场投资作为机会成本参考,这部分损失也达到2 000亿美元。

2.2 国内学者关于国际资本流动中收益分配的研究

关于国际资本流动中的收益分配的研究,国内学者基本以定性研究的方式就此问