

国际资本流动格局变化与中国资本流动分析

摘要:

全球资本流动格局的转变,意味着在未来几年中国面临资本输出的良好机遇。但是中国目前资本输出的结构与成熟经济体之间还有很大的差异,这将使得中国对外资本输出过程中可能面临风险。在中长期里,随着全球经济不平衡程度的降低,中国将面临为全球资本市场提供稳定投资对象的机遇。

2005 年以来全球经济格局发生了深刻的转变,这也导致全球资本流动格局发生了重大改变。本文首先分析 2005 年以来全球资本流动整体格局的变迁,包括主要经济体在对外投资和吸引资本方面所发生的格局性变化。然后预测未来的格局变迁,从中分析对于中国经济未来对外投资格局变化的启示。

一、 国际资本流动格局变动

从 2005 年以来,全球资本流动格局发生几个重大的变化。以几次标志性的事件为重要转折点,全球资本流动发生了比较重大的转变。图 1 展示了主要经济体在 2005 年以来金融项目盈余的变化情况。我们把发达经济体划分成四组,分别是美国、欧元区、日本和其他次要国际货币发行国(即英国、瑞士、澳大利亚、加拿大和北欧三国);而新兴经济体则划分为三组,分别是中国、欧佩克核心国(主要是沙特)和其他新兴经济体(即 G20 中除中国和沙特外的其他新兴经济体,包括阿根廷、巴西、印度、印度尼西亚、墨西哥、南非、韩国、土耳其和俄罗斯)。

2007 年开始显现的美国次贷危机是影响全球资本流动变化的第一个事件。2007 年以后,美国的金融项目盈余显著下降,这种下降一直持续到 2009 年末。而同一时期,欧元区从资本输出地区变成资本输入地区,一定程度上替代了美国在次贷危机前的角色。

2010 年爆发的欧债危机时影响全球资本流动的第二个重大事件。2010 年以后,欧元区从资本流入迅速转变为资本流出,而中国和其他新兴经济体的资本流入迅速增加,同一时期美国的资本流入数量也有所恢复。

而从 2011 年开始,日本的资本输出数量大幅下降(这是在安倍上台以前就已经开始的趋势),而欧元区则逐渐取代了日本成为重要的资本输出地区。于此同时,新兴经济体则在 2012 年以后普遍遭遇了比较大的国际资本流动波动,从 2012 年到 2013 年包括中国在内的新兴经济体遇到了资本流动逆转冲击,不少经济体因此而遇到了国际收支困难。

对比全球金融危机以前和今天的国际资本流动格局,我们可以发现如下几个特征:

(1) 欧佩克国家一直是重要的资本输出国,而且资本输出规模一直保持不变;英瑞澳和北欧等次要国际货币发行国的资本输入输出水平基本上一直保持平衡;美国一直是最重要的资本输入国,但是其资本净输入规模在因为次贷危机而下降以后一直保持在较低水平。

(2) 日本曾经长期是重要的资本净输出国,但是在 2010 年以后已经逐渐转变成一个资

本输入输出平衡的经济体；与此相对，欧元区则从一个资本输入输出平衡的经济体变成了一个净输出资本的经济体。

(3) 中国基本上一直维持资本净输入的格局，但是输入变动幅度显著增大，甚至在有些时期经历了资本净流入。其他新兴经济体也同样经历了资本流动方向改变的反复冲击。在 2013 年以前，中国和其他新兴经济体的资本流动方向基本相同；但是在 2013 年以后，这两者的流动方向出现了较大的差异，其他新兴经济体资本流入减少，而中国资本流入则大幅增加。

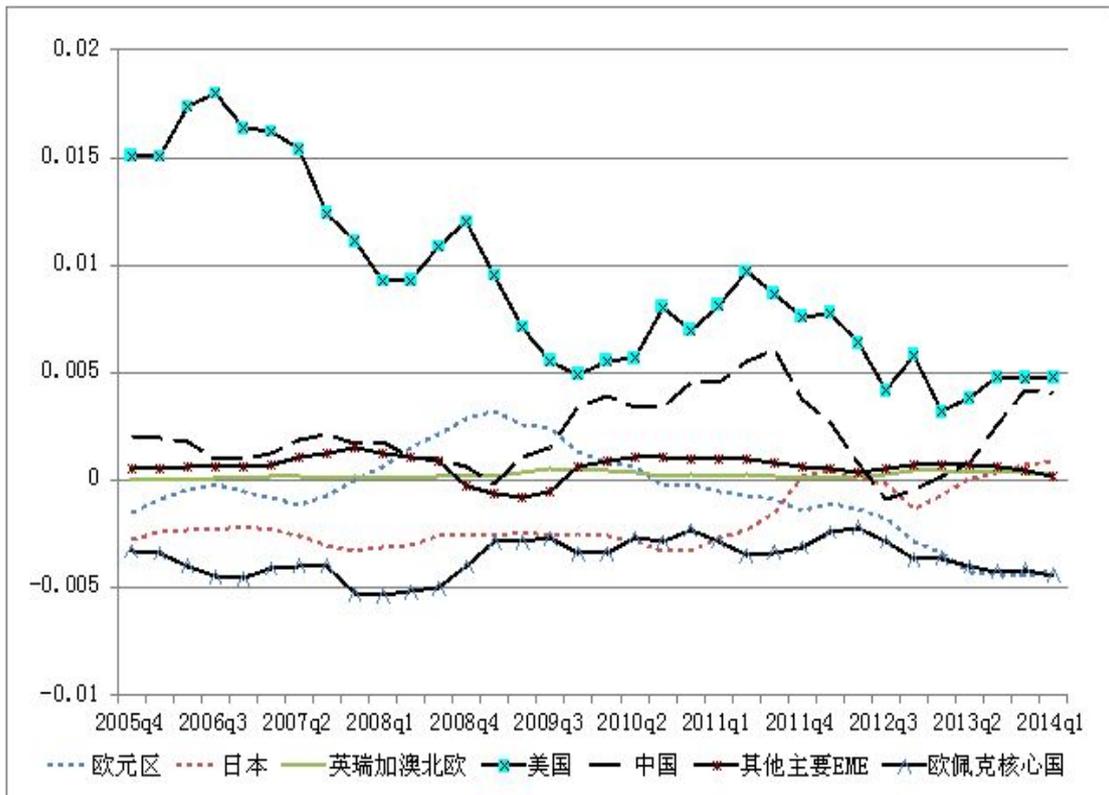


图 1 主要经济体金融项目盈余/世界 GDP 比重

数据来源： IFS 数据库并经作者整理；其他主要 EME 包括 G20 中除中国以外的 9 个新兴经济体。图中结果为各经济体前四个季度累计的金融项目盈余/当年全球 GDP。

二、 国际资本流动格局未来的演变可能

国际资本流动格局的未来演变很大程度上取决于各经济体未来经济政策的走向。我们分别对主要经济体未来的经济政策进行简要分析来对其未来资本流动方向和规模的可能演变进行预测。

2.1 美国经济政策及其影响

首先是美国经济。由于美元在国际货币体系中的主导地位，美国的金融账户余额就是其经常账户余额的一个镜面，因此可以通过美国的国际贸易来对其资本流动进行分析。美国资本净流入规模不断下降的另一个侧面是美国经常账户赤字的不断减少。我们对美国进口和出口占 GDP 的比重进行分析以后就可以发现，出口的增加和进口的减少同时对 2007 年以来美国经常项目赤字的减少做出了贡献。但是自从 2011 年以来，经常项目赤字的减少就全部来自进口的减少而不是出口的上升。（见图 2）

进口的减少一方面缘于石油进口的减少，美国石油产品进口占全部商品进口的比重从 2011 年中的 17% 下降到了最近的 11%（见图 3）；另一方面则缘于制造业的相对恢复，美国经常项目赤字在 1997 年以后的迅速增长跟其制造业的转移有很大关系，而从危机以来，美国经济中的制造业比重保持平稳，从 2009 年到 2013 年，制造业增加值占 GDP 的比重从 11.9% 上升到了 12.4%，虽然比重变化不大，但是扭转了长期以来的下降局面（见图 4）。

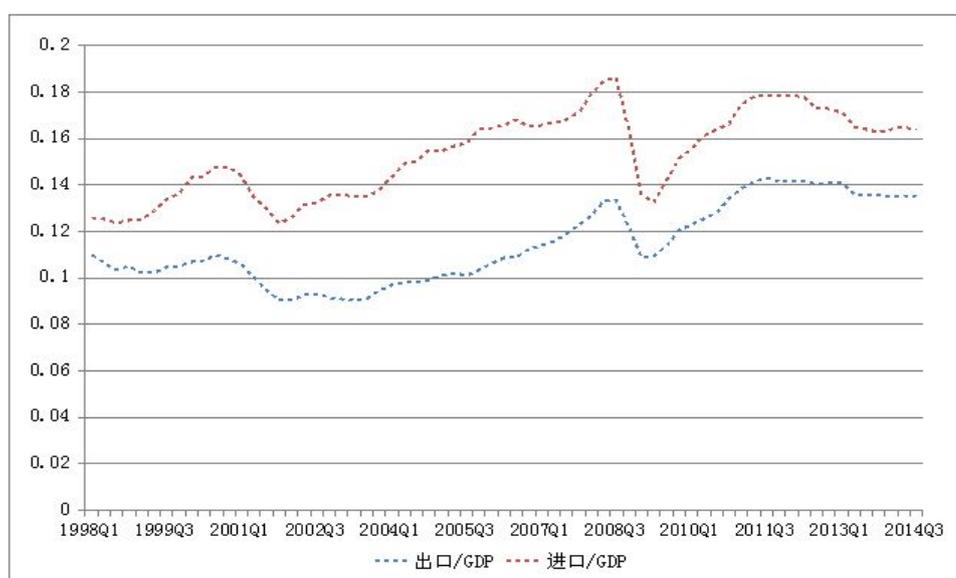


图 2 美国进出口占 GDP 比重变化趋势

数据来源：CEIC。

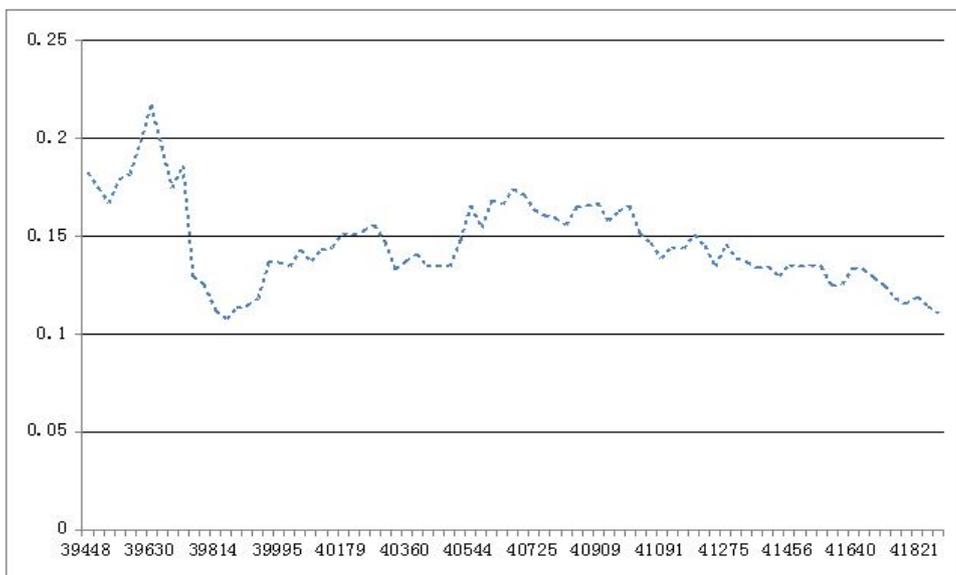


图 3 美国石油进口占全部商品进口比重变化趋势

数据来源：CEIC。

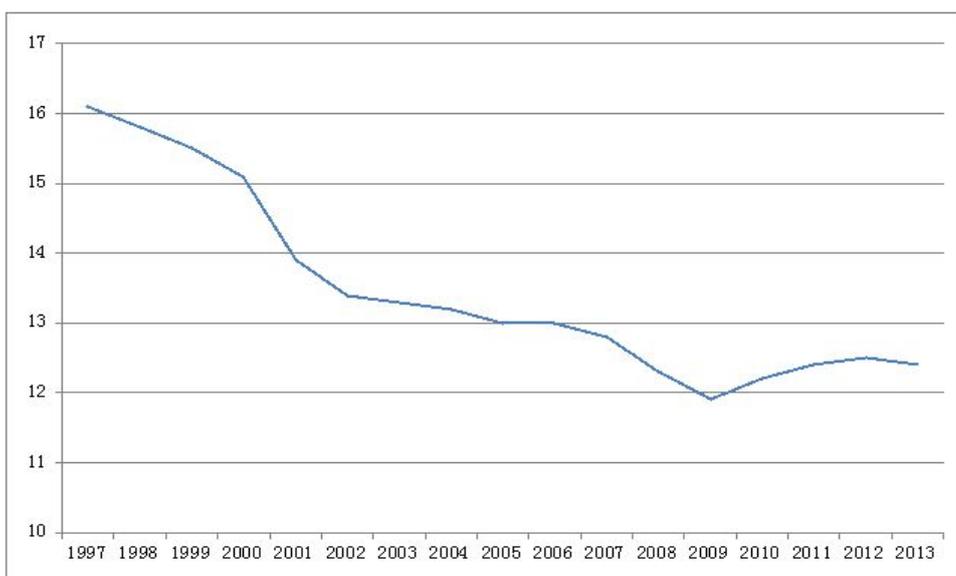


图 4 美国制造业增加值占 GDP 比重变化趋势

数据来源：CEIC。

那么美国经济政策的日后走向将会对其外部平衡产生什么影响呢？我们分别从实体经济政策和货币政策两个角度进行分析。从实体经济方面，尽管美国经济的这一次复苏与奥巴马在其第二任期内分别喊出的再工业化和出口倍增计划直接关系并不大，但是这两项政策毕竟反映了美国决策者促进贸易平衡的意愿。因此，尽管短期内美国货币政策的扭转和美元升值可能会导致美国经常项目赤字有所增长，但是中长期来看，能源价格下降、能源进口减少和美国制造业的逐步复苏将让美国的经常项目赤字保持在一个相对较低的水平上。

从货币政策方面，随着美国经济 2013 年以来出现了实质性复苏（主要体现为本次复苏

过程中，劳动力市场正逐步得到实质性改善：就业改善已从就业率的改善变成更广泛的劳动力市场指标的改善），美国货币政策的主要关注点是如何让货币政策回归常态。值得注意的是，虽然美联储在 2014 年 10 月底按照原定计划中止了资产购买，但美国的国债利率在当月还出现了下降（见图 5）；这反映了市场认为，由于宽松货币政策对于美国经济复苏起着至关重要的作用，因此只要通胀率和通胀预期可控，美国宽松货币政策依然会维持足够长的一段时间。在美国国内金融市场上，中近期利率在走高，反映了对于美联储在中期内（2-5 年）逐渐提高利率的预期；但是长期利率（10 年期利率）保持稳定甚至下行，反映了长期通胀预期的稳定。美国当前货币政策的核心是：相信其对于金融市场风险的控制能力，因此不担心超宽松货币政策带来的金融风险；相信其通胀预期的掌控能力，因此不担心超宽松货币政策带来的通胀失控。在这两个信念的基础上，超宽松货币政策的成本都是较低的，因此要尽可能地利用超宽松货币政策环境来实现就业最大化，促进实体经济的尽快恢复。所以，虽然在 2015 年的某个时间点，美国货币政策的宽松度会收紧，但是这种货币政策变动将会是非常谨慎，因此国际资本流动的逆转并不会以一个很剧烈的方式发生。

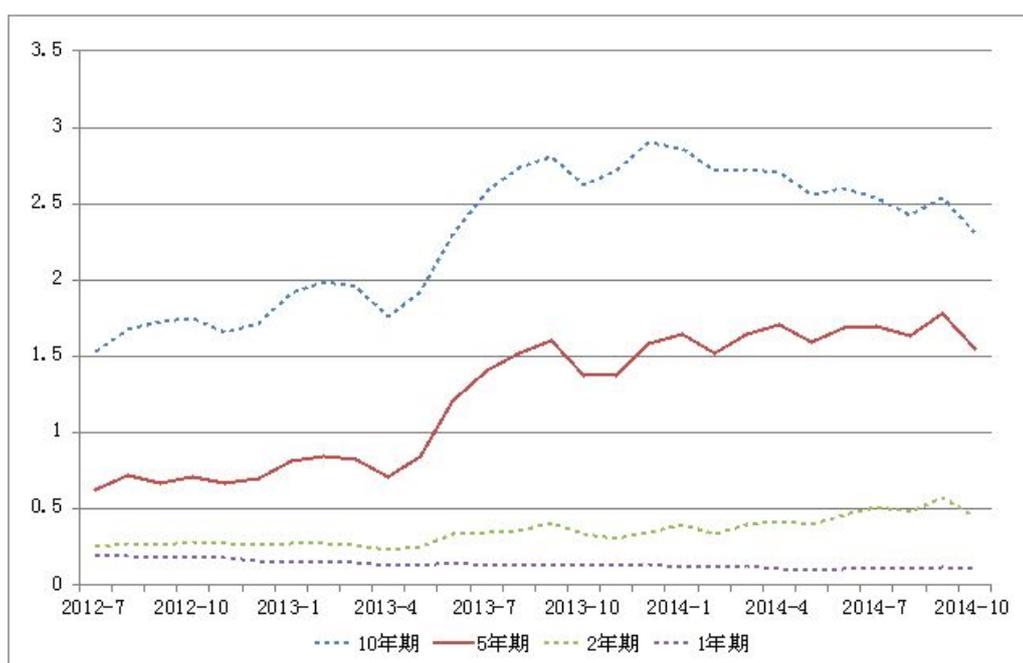


图 5 美国国债利率变动趋势

数据来源： 美联储。

除了美国的经济政策以外，全球投资者对于美国资本市场的态度也是一个很重要的影响资本流入的因素。我们以全球外汇储备中美元资产比重作为一个衡量长期投资者对于美国资本市场态度的指标。由于外汇储备的价值会受到汇率的影响，因此要对汇率因素进行剔除以后才能得到美元资产的实际比重变化。（见图 6）在次贷危机以后，美元资产在外储中的比重就出现了下降，不管是新兴经济体还是发达经济体，都减持了美元资产的比例，相对而言，新兴经济体的动作力度更大；而在欧债危机爆发后，短期内美元资产比重都出现了反弹。但是在 2012 年以后，新兴经济体和发达经济体这两类央行对于美元资产的态度发生了分歧。

发达经济体继续减少美元资产的比重，而新兴经济体则一定程度上增加了美元比重。之所以发生这种差异，可能跟两类经济体外汇储备的作用有关。相对而言，发达经济体的金融体系较为发达，应对外部资本流动冲击的能力也较强，所以外汇储备的价值储藏功能更强，在进行投资决策的时候也更注重长期战略收益；而新兴经济体金融体系应对外部冲击的能力相对较差，所以外汇储备的保险功能更强，在进行投资决策的时候更注重短期风险规避。而 2012 年以来，新兴经济体所遇到的外部金融冲击不断增强，这也使得这些经济体在进行外汇储备资产操作的时候更加注重安全性，因此增加了美元资产的比重。但是从长期战略投资者（由发达经济体的外汇储备管理部门来代表）的角度来看，美国资本市场的吸引力正在下降。导致其吸引力下降的原因主要来自政治僵局久拖不决而导致的财政改革滞后，以及由此带来的未来财政困境和对于美国金融中心地位的挑战。

总之，根据上面的分析，从经常项目账户来看，美国对国外石油和制造品依赖度的下降，使得美国的贸易赤字不会迅速增加，所以金融项目顺差相应也不会大幅增加；从货币政策来看，宽松货币政策的扭转不会以一种剧烈的方式产生，所以短期内虽然会增加资本流入，但增加幅度不会很大；而从长期战略投资者的角度来看，美元资产的吸引力受到长期风险的影响而不断下降。基于这些原因，美国金融项目盈余在未来不会大幅增加，美国对于国外资本的吸引力不可能再像金融危机前那么大。

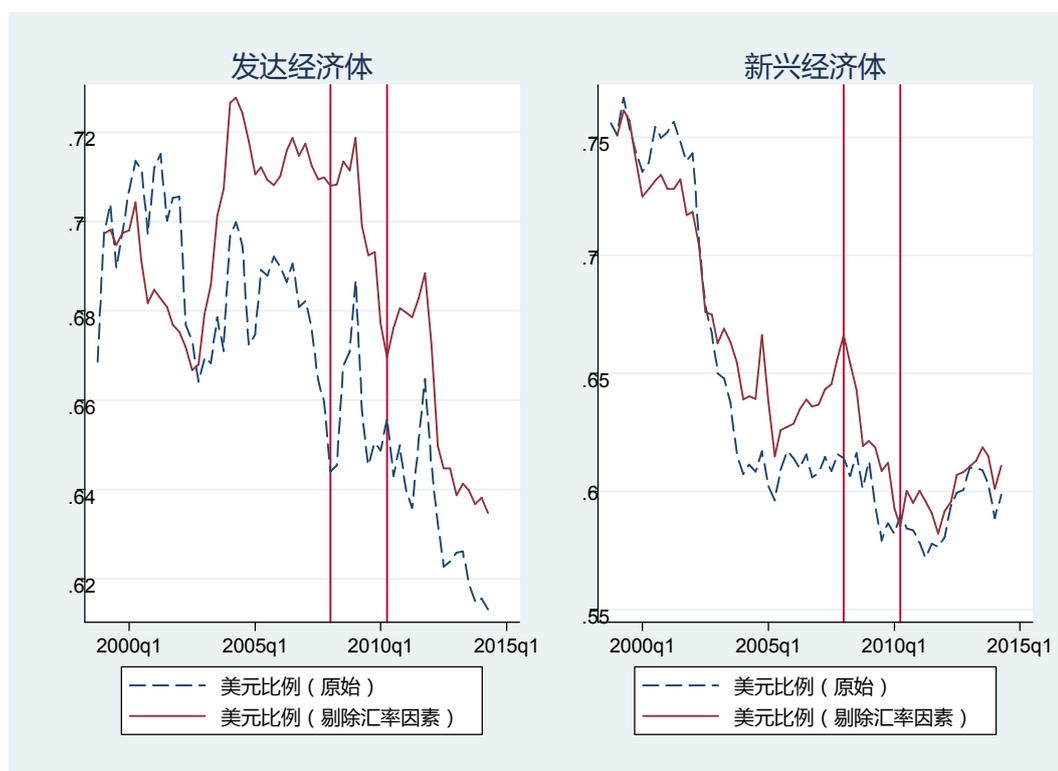


图 6 全球外汇储备中美元资产比重

数据来源：COFER 数据库并经作者计算整理。标注的两条红线分别为次贷危机爆发和欧债危机爆发的时间点。

2.2 日本和欧元区经济政策及其影响

然后来看日本经济。安倍上台以来所实施的大规模经济实验（“安倍经济学”），在 2014 年遭受了一定挫折。虽然安倍经济学的进一步实施面临着巨大的风险，但目前还无法判定其成败。日本未来一个时期经济政策的核心是继续实施“安倍经济学”中最核心同时也最艰难的结构性改革部分。目前已经或正在推行的结构性改革措施包括调整税收结构(提高消费税和降低企业所得税)、促进企业投资、提高工资增长率和提高劳动参与率等。目前，不同领域所取得的进展不一，在促进企业投资方面，已经取得一定成效；但是在提高工资增长率和劳动参与率方面，进展并不大。

坚挺的日元曾经促使日本企业不断向海外投资，使日本成为海外净资产最多的经济体。自从 2012 年底安倍上台以来就不断促使日元贬值；而为了给结构性改革创造更好的条件，日本政府还将长期执行扩张性货币政策，在中期内日元贬值趋势将持续。通过日元贬值，日本一方面希望通过日元贬值提高日本企业的竞争力，另一方面还希望吸引日本企业回国投资。从中期来看，日本对外经济政策的一个重要转变就是从积极对外投资转为吸引国内投资，同时通过日元贬值来获取更大的国际市场。这样一个转向将使得日本在国际资本流动格局中的地位发生重要变化。我们已经看到，从 2011 年以来，日本已经从一个长期的资本输出国变成了一个资本输入输出基本平衡的经济体，这种转变甚至早在在安倍 2012 年底上台之前就已经发生。

接下来是欧元区。虽然欧元区核心国和边缘国家之间存在巨额的不平衡，但是欧元区在大部分时间是一个外部整体平衡的经济体。但是随着边缘国家通过痛苦调整从贸易赤字国向贸易平衡发展，而核心国却迟迟没有采取相应改革来实现外部平衡，这使得整个欧元区出现了大规模的经常项目盈余。整个欧元区也从一个资本输入输出大致平衡的地区变成了一个资本输出地区。

通过对日元和欧元在全球外汇储备资产中比重的变化也可以看到这一点。不管是发达经济体还是新兴经济体，都增强了对日元资产的持有，日本成为了一个长期投资者的投资目的。而欧元区资产的吸引力在下降，这个跟欧元区整体的资本净输出也是一致的。（见图 7 和图 8）

尽管这两个经济体在对外投资上的角色发生了对换，但是两个经济体都面临着同样的经济振兴难题。而为了振兴经济，未来很长一段时间内两者都将实施超宽松的货币政策。这一政策的一个重要后果就是导致两个货币的长期贬值和资本流入。

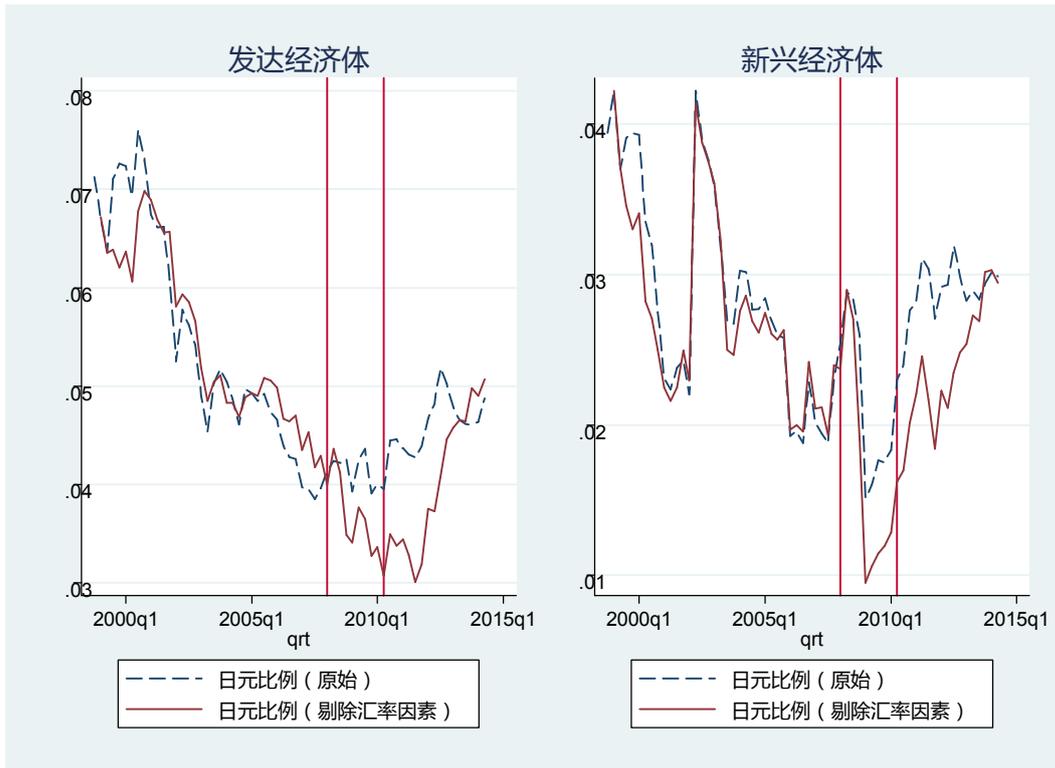


图 7 全球外汇储备中日元资产比重

数据来源：COFER 数据库并经作者计算整理。标注的两条红线分别为次贷危机爆发和欧债危机爆发的时间点。

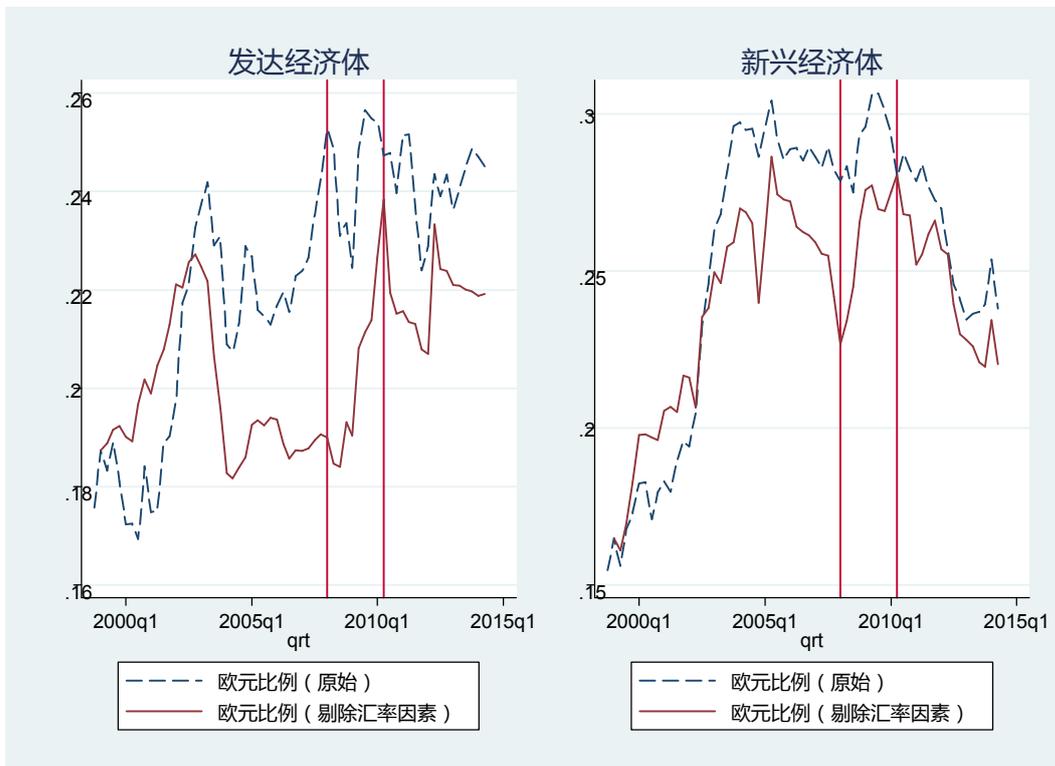


图 8 全球外汇储备中欧元资产比重

数据来源：COFER 数据库并经作者计算整理。标注的两条红线分别为次贷危机爆发和欧债危机爆发的时间点。

2.3 其他主要经济体

其他主要经济体中，一批次要国际货币发行国虽然在国际货币体系中的地位加强，体现为英镑、瑞郎、澳元和加元等货币在外汇储备中占比的上升。但是这批经济体整体上对外资本输入输出的平衡一直保持得很好。虽然他们的资产很有吸引力，但是长期以来奉行的独立货币政策使得他们可以对外部平衡有更多的调节手段，因此整体上一般不会出现大规模的资本净流动方向的变化。

欧佩克成员国一直以来都扮演着重要的资本供给者角色。其资本供给能力与国际油价的高低息息相关。随着国际油价的下降，这批经济体所能提供的国际资本数量将会下降。

新兴市场在 2009 年以来吸收的来自先进经济体的证券投资的比例比过去大得多。这种更强的联系所带来的后果是，资产价格变化和波动的同步性增强。而主要新兴经济体又可以分成两类国家，一类是资源型经济体，另一类是制造型经济体。不同经济体所收到的冲击和资本流动方向又有很大的区别。

资源型经济体更加依赖外部的资金和技术，在矿业繁荣结束和金融中心国家货币政策扭转的背景下，他们受到资金外流的严重冲击，许多投资项目被迫搁置。因为资金和技术的缺失，导致基础设施的落后，这些经济体无法有效利用其丰富的自然资源。不管是在当下还是长远来看，这些经济体都必须大力吸引外部投资。

制造型经济体，在全球经济复苏较慢的背景下，出口乏力降低了经济增长潜力；而在美国逐步退出宽松货币政策的背景下，资金流出也对短期金融市场的稳定带来了威胁，它们也需要更多的吸引资金来创造内需和维持金融稳定。

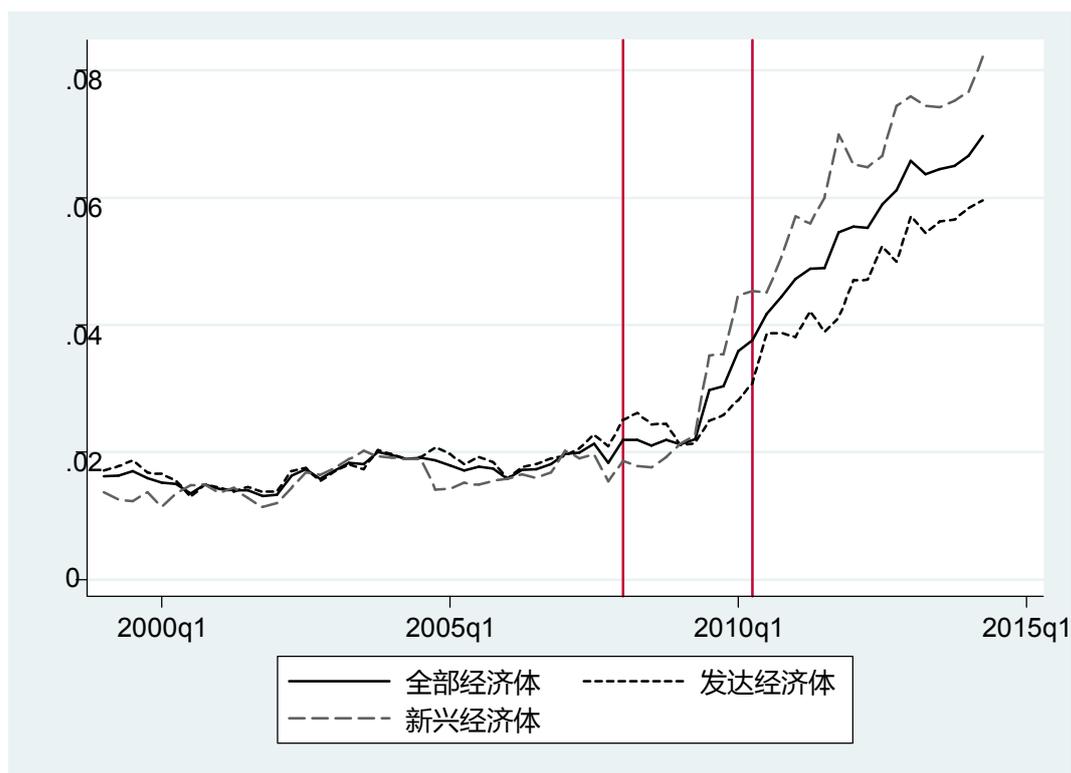


图 9 其他币种资产占外汇储备资产比重

注：这里的其他币种指的是美元、欧元、日元、英镑和瑞郎以外的其他币种资产。

2.4 小结

通过上面的分析，我们发现，全球资本流动格局正在发生重大变动。资本提供者方面，传统的资本提供者正在萎缩（日本从净资本提供者变成吸引者，石油输出国的资本输出数量随着油价下降也可能会降低），目前的主要资本提供者（欧元区）也正在摆脱资本外流的局面；资本需求者方面，美国在短期里可能会因为货币政策逆转而吸引更多资本流入，但是长期来说资本流入增量也非常有限；新兴经济体中，除中国（也包括韩国和墨西哥等少数新兴经济体）以外的其他新兴经济体随着金融风险提高而资本流入减少。

可见，在未来的一段时间里，不管是传统的资本提供者，还是传统的资本需求者，都将转向更多地吸引国际资本。美国在短期内对国际资本吸引力的增加，会让国际资本在短期内变得更加稀缺，因此在短期内，中国应该增加对外投资，尤其是对新兴经济体的投资。但是从中长期来看，随着美国外部不平衡的改善，美国所吸引的长期资本数量将会下降，将需要一个能够替代美国金融市场的稳定投资对象。因此在中长期里，中国应该增加本国金融市场对于全球资本的吸引力。

三、 中国跨境资本流动格局的变动与特征

这一部分我们将对中国资本流动格局的特征和世界上主要经济体进行对比。按照国际收支平衡表，资本流动可以分成直接投资、证券投资和其他投资三类。

我们首先看直接投资。图 10 展示了主要经济体直接投资净流入额的变动情况，而图 11 则展示了中国对外和吸引直接投资的波动。可以发现，主要发达经济体的直接投资波动情况要远高于中国。

然后是证券投资（图 12 和图 13）和其他投资（图 14 和图 15）。在这两个项目上面，中国的对外投资波动情况和主要经济体相差不大。

也就是说，相对主要成熟经济体来说，一旦中国对外资本输出增加以后，中国经济在未来还面对着如何管理对外直接投资波动这一难题。

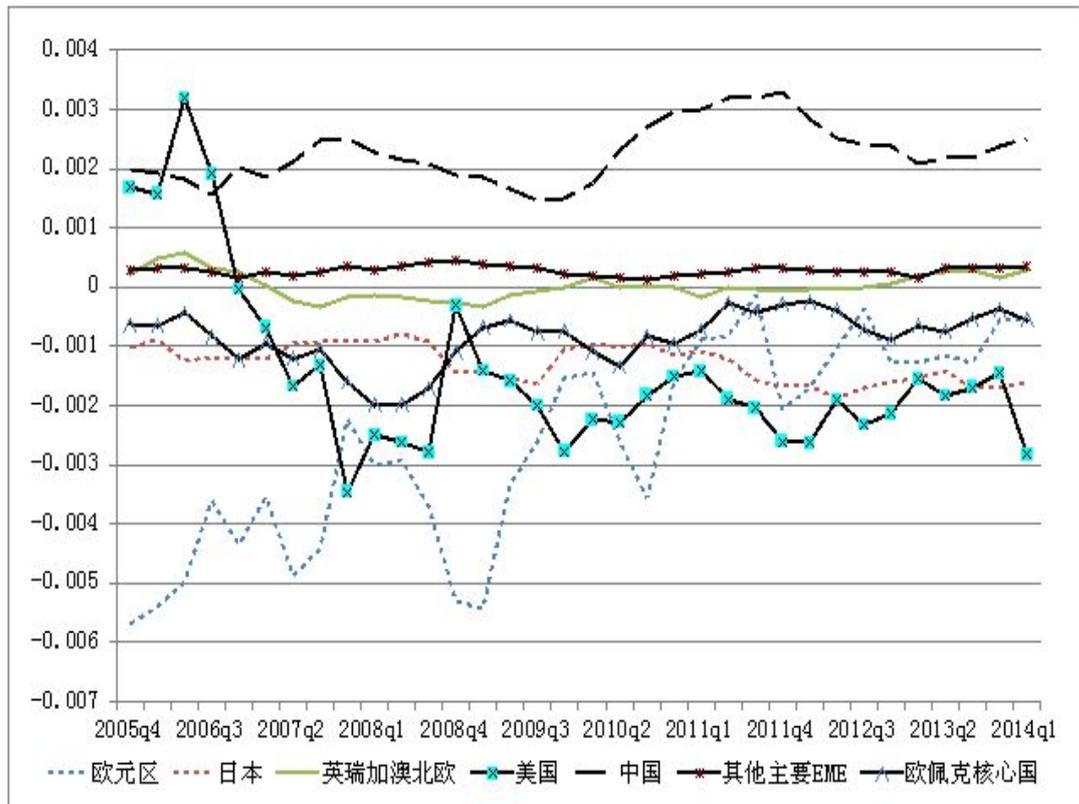


图 10 主要经济体直接投资净流入额/世界 GDP 比重

数据来源： IFS 数据库并经作者整理；其他主要 EME 包括 G20 中除中国以外的 9 个新兴经济体。图中结果为各经济体前四个季度累计的直接投资净流入额/当年全球 GDP。

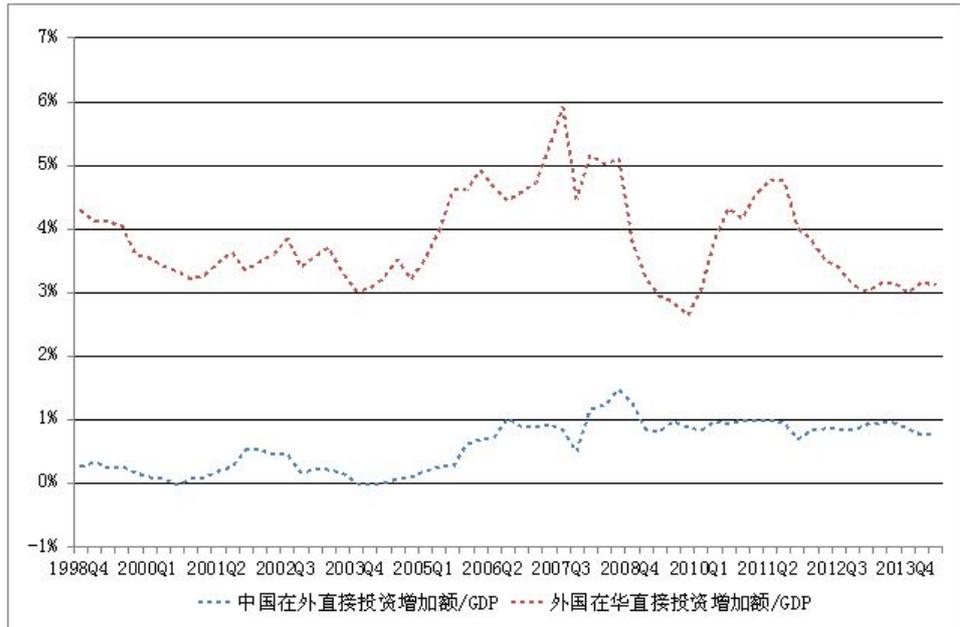


图 11 中国直接投资/GDP 比重

数据来源：国家外汇管理局。为前四个季度累计的余额/当年 GDP。

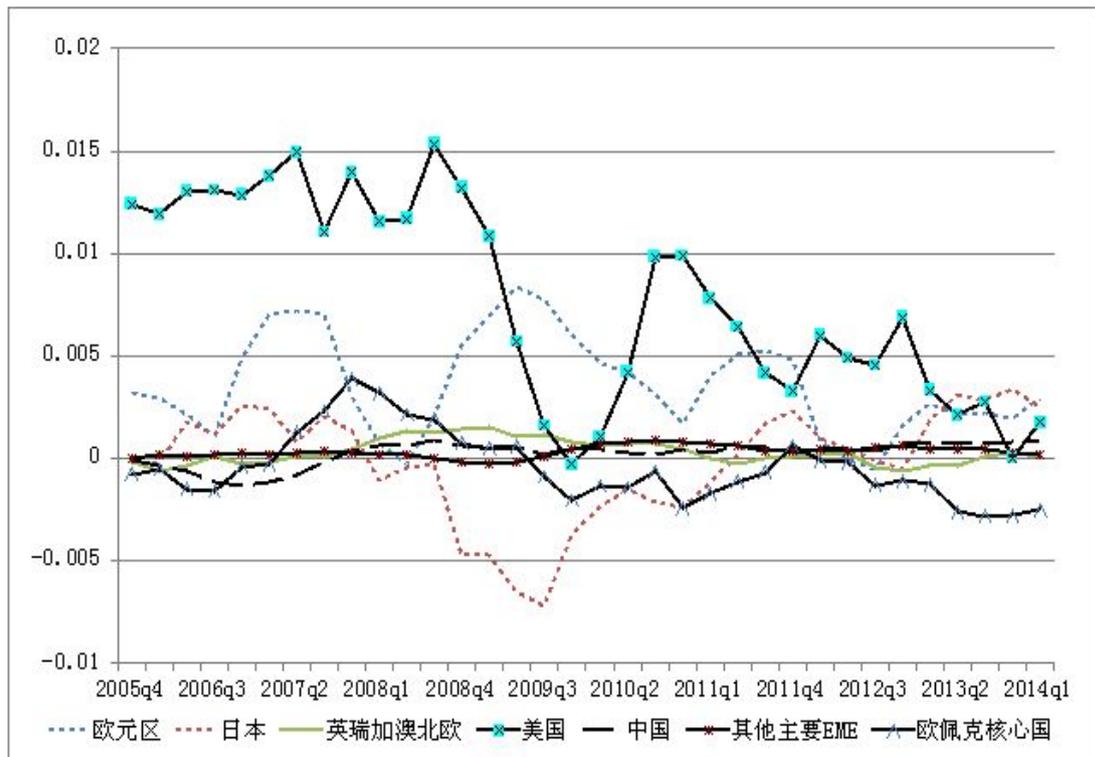


图 12 主要经济体证券投资净流入额/世界 GDP 比重

数据来源：IFS 数据库并经作者整理；其他主要 EME 包括 G20 中除中国以外的 9 个新兴经济体。图中结果为各经济体前四个季度累计的证券投资净流入额/当年全球 GDP。

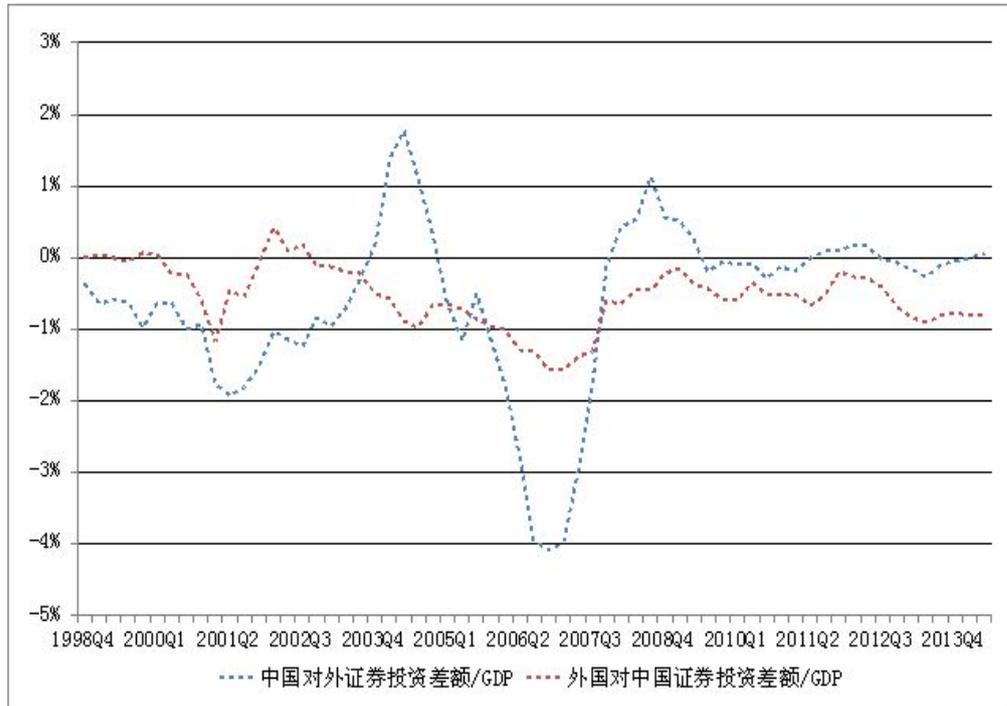


图 13 中国对外证券投资/GDP 比重

数据来源：国家外汇管理局。为前四个季度累计的余额/当年 GDP。

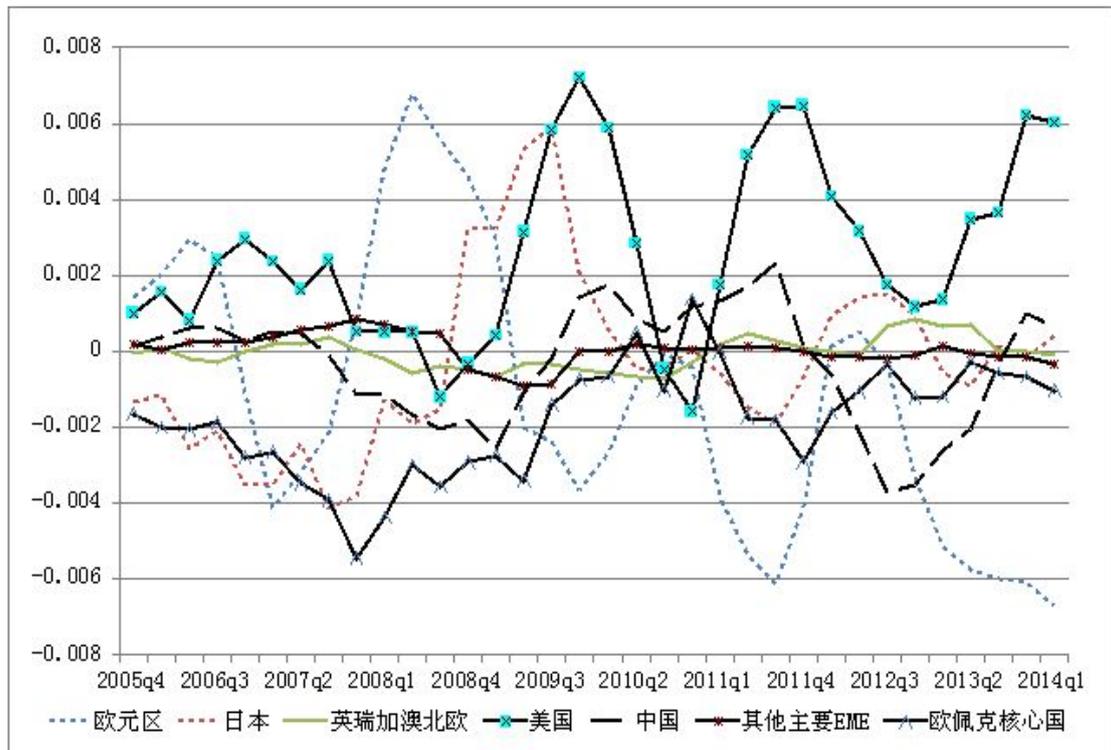


图 14 主要经济体其他投资净流入额/世界 GDP 比重

数据来源： IFS 数据库并经作者整理；其他主要 EME 包括 G20 中除中国以外的 9 个新兴经济体。图中结果为各经济体前四个季度累计的其他投资净流入额/当年全球 GDP。

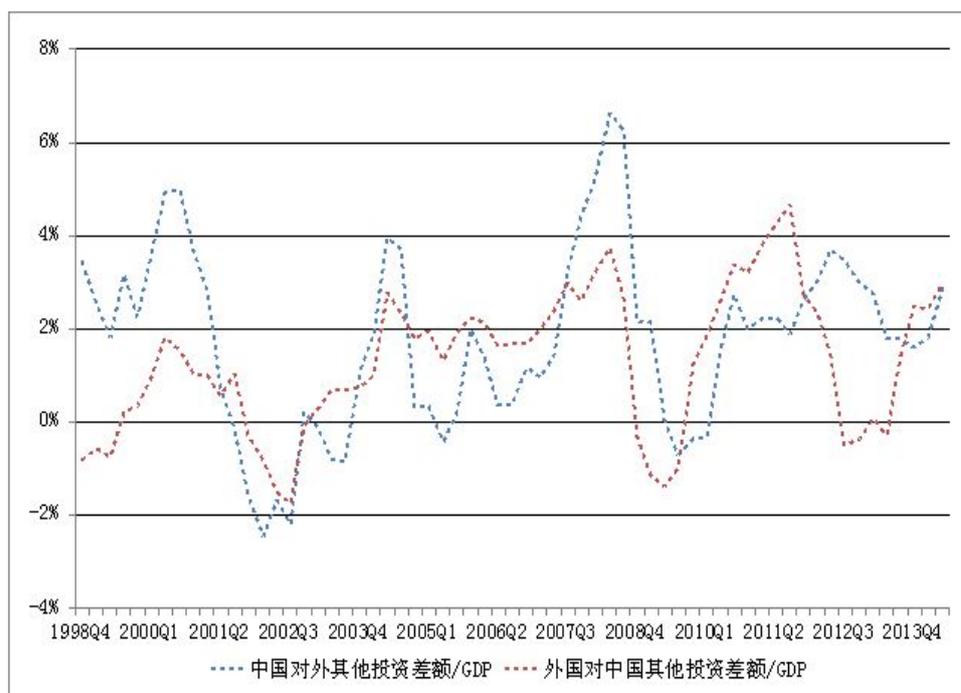


图 15 中国对外证券投资/GDP 比重

数据来源：国家外汇管理局。为前四个季度累计的余额/当年 GDP。

四、 结论

全球资本流动格局正在发生重大变动。不管是传统的资本提供者，还是传统的资本需求者，都将转向更多地吸引国际资本。美国在短期内对国际资本吸引力的增加，会让国际资本在短期内变得更加稀缺，因此在短期内，中国应该增加对外投资，尤其是对新兴经济体的投资。未来几年中国面临资本输出的良好机遇。在中长期里，随着全球经济不平衡的降低，中国将面临增加本国金融市场对于全球资本吸引力的问题。中国目前资本输出的结构与成熟经济体之间还有很大的差异，一旦大规模输出资本，将面临如何管理对外直接投资波动这一新课题。