

国际金融冲击下的资本流动性变化

于春海

一、引言

目前的流行观点认为，次贷危机所引发的全球性金融动荡，会通过贸易和金融两个渠道对新兴市场和发展中经济体产生负的溢出效应。在贸易渠道上，发达国家经济增长速度的下降和进口需求的减少，导致新兴市场和发展中经济体的出口增速下降，并带动其经济增速下降。在金融渠道上，金融冲击下的全球范围内跨境资本流动规模和结构的急剧变动，导致新兴市场和发展中经济体跨境资本流动方向、规模和结构急剧变化，对其宏观经济和金融稳定性产生负面影响。

迄今为止，实体渠道上的影响并没有完全显示出来。在美国等主要发达经济体和世界经济增长速度大幅下降的同时，在中国和印度等国家内部需求强劲增长的带动下，新兴市场和发展中经济依然保持着较为强劲的增长势头。所以，在目前的情况下，新兴市场和发展中经济的最大挑战并不是不断可能出现的世界经济衰退的威胁，而是在国际市场初级产品价格上涨和国内通货膨胀压力不断上升的背景下，国际金融市场不确定性加大所导致的资本跨境流动的易变性及其对宏观经济和金融稳定性的现实影响。

国际间跨境资本流动性的变化，不仅带来现实的对宏观经济稳定性和金融稳定性的负面影响，而且国际资本流动方向的逆转可能促发全球经济失衡状况的强行调整，特别是美国的经常项目失衡状况。净资本流入是维持美国经常项目赤字的必要条件，而美国持续的、大规模的经常项目赤字又是维持新兴市场和发展中经济体非均衡增长战略的必要条件。鉴于这样的判断，国际金融冲击下跨境资本流动性的变化，不仅直接影响新兴市场和发展中经济的宏观经济和金融稳定性，而且影响其非均衡增长战略的基础，进而对其长期经济增长构成威胁和挑战。

从上述逻辑出发，次贷危机影响下的国际间跨境资本流动性的变化，就成为我们分析和思考次贷危机影响的重要线索。跨境资本流动性受到宏观经济内部和外部各种因素的综合影响，要想从资本流动性的各种影响因素中甄别国际金融动荡的量化影响，是一个非常困难的任务¹。但幸运的是，国际金融动荡作为一种典型的短期影响因素，对国际资本流动性的影响应该主要体现在短期波动性上。因此，可以通过集中分析金融动荡发生前后资本流动的波动性变化，考察金融动荡的影响。从这样的思路出发，本文希望结合 20 世纪 90 年代后期以来美国和新兴市场资本流动性变化的经验，从中分析国际金融冲击下美国、新兴市场和中国跨境资本流动性的动态特征及其背后的影响因素。

二、国际金融冲击与美国资本流动性的动态特征

（一）美国净资本流动性的变化

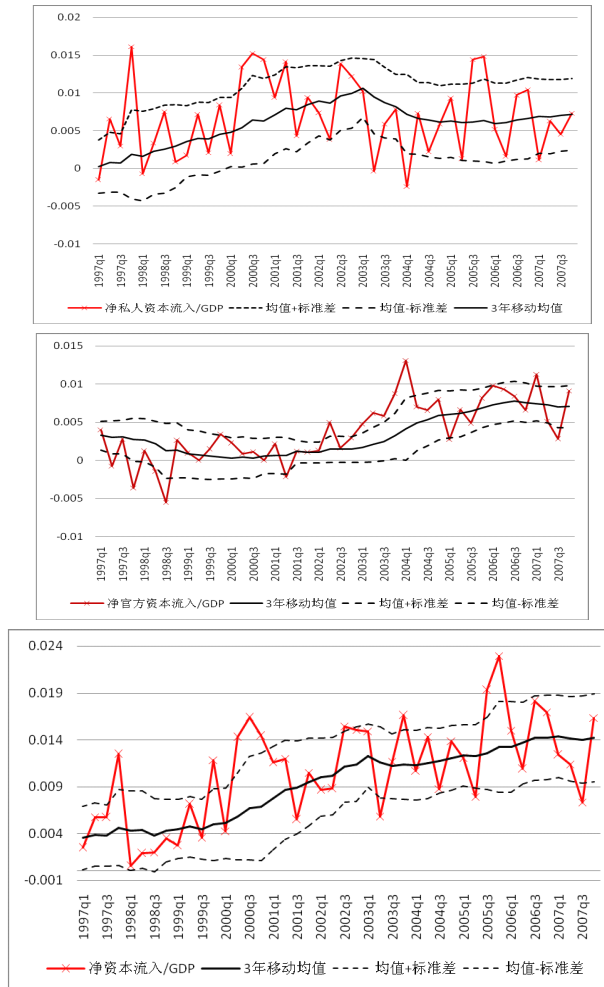
通过考察美国资本流动数据可以发现，官方资本流动和私人资本流动具有不同的行为模式。在金融动荡导致净私人资本流入的绝对规模和相对规模下降的同时，官方资本净流入的绝对规模和相对规模都会呈现明显的增加趋势。这种差异性带来了美国净资本流入的稳定性。此外，金融动荡后的市场调整和政策反应，可以带动净收益流入的增加，不仅直接构成贸易赤字的融资来源，而且有助于降低国际投资者对美国债务负担的担忧，增加美

¹ 关于跨境资本流动性的影响因素的分析，参见：Alfaro, Kalemli-Ozcan and Volosovych (2005); Calvo, and Mendoza (2000); Curcurun, Dvorak and Warnock (2008); Faria, Mauro, Minnoni and Zaklan (2006); Simon (2007); Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2006); Portes, and Rey (2005)。

国赤字融资的可持续性。

从 90 年代中期以来美国的资本流动数据中可以看出，无论是净私人资本流入占 GDP 的比重，还是净官方资本流入或净资本流入占 GDP 的比重，受金融动荡的冲击并不明显。从变动轨迹中很难看出金融冲击的系统性影响，无论是 1998 年前后还是 2001 年前后，以特定的金融冲击为分界点，三个指标的变动没有明显的趋势，向上和项下偏离潜在趋势项的程度没有明显变化，总体的波动性较少超出正负 1 个标准差，详见图 1。也就是说，金融冲击并没有显著地改变美国净资本流入的易变性。

图 1 美国季度资本流动相对规模的变化²

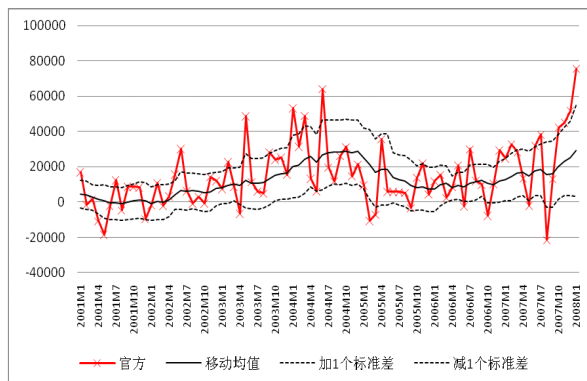
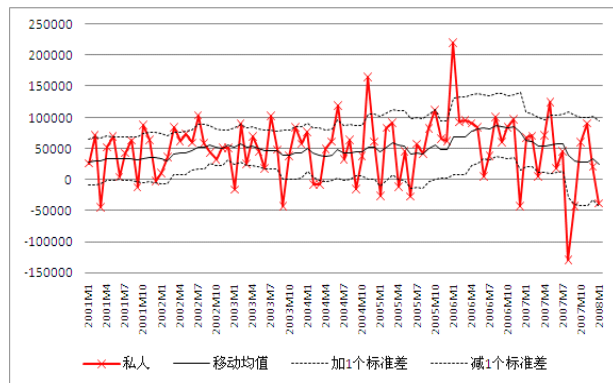
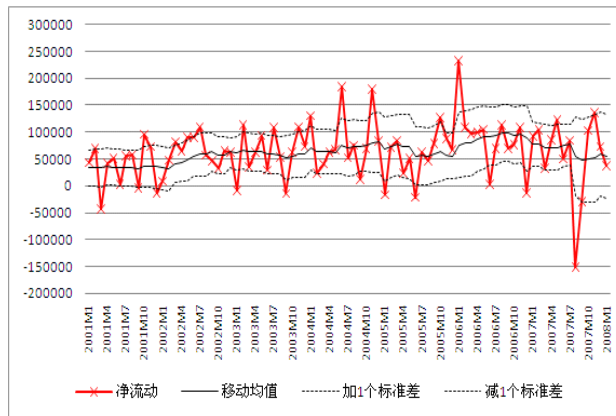


2006 年中期以来，随着次贷危机的爆发和不断深化，美国净资本流入的月度数据波动性有所加大。特别是在 2006 年 8 月份，美国的净资本流入、净私人资本流入和净官方资本流入都为负值，并且向下偏离趋势项的程度都超过了 1 个标准差。但是这种偏离都是暂时的，9 月份官方资本净流入转变为正值；私人资本净流入虽然还是负的，但是净流出规模大幅减少，并在 10 月份转变为正值。进入 2008 年，随着美国一些大型金融机构次贷损失的披露，美国金融市场经历短暂冲击，私人资本净流入急剧减少并变为净流出状态，但是官方资本净流入规模却持续增长，使得美国总资本保持净流入状态。详见图 2。

图 2 美国月度资本流动规模（百万美元）³

² 季度资本流动数据和季度 GDP 数据均来自美国商务部经济分析局网站。均值是三年 12 个季度的移动平均值，标准差是三年 12 个季度的移动标准差。

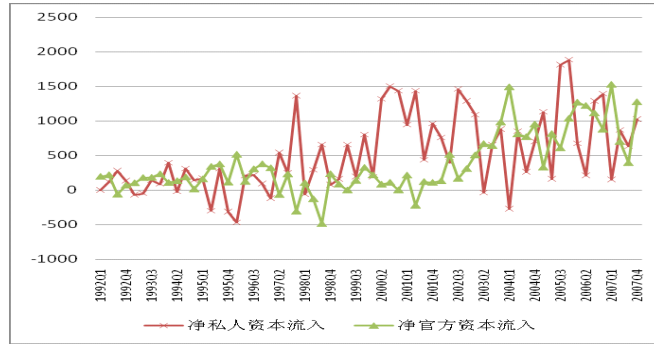
³ 资本流动规模数据来自美国财政部 Treasury International Capital System。均值是 12 个月移动平均值，标准差是 12 个月移动标准差。



进一步分析可以发现，在美国的资本流入结构中，从1997年开始，私人资本净流入超过官方资本流入，成为美国贸易赤字融资的主要来源；2003年以后，私人资本的地位有所下降，官方资本净流入在美国赤字融资中的地位上升。从两者的变动轨迹来看，存在非常显著的负相关性。在净官方资本流入减少的时候，私人资本净流入会增加；在私人资本净流入减少的时候，官方资本净流入会增加。两者之间存在较为明显的互补性（见图3）。

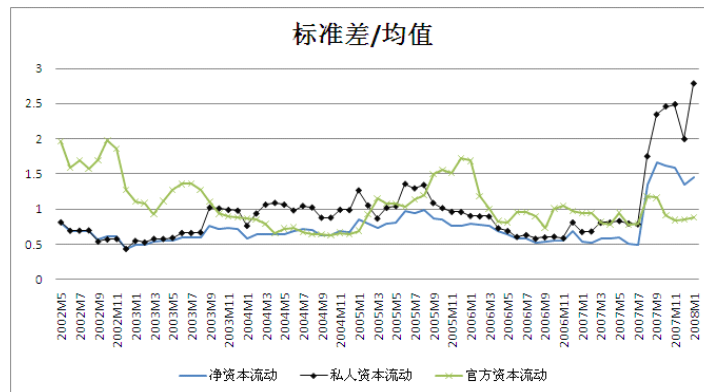
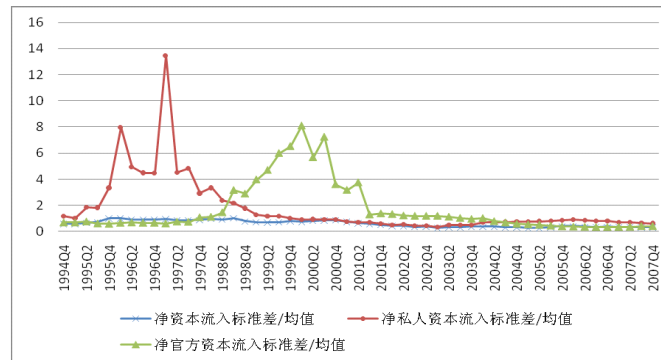
图3 美国金融项下净资本流动规模和结构（百万美元）⁴

⁴ 数据来自美国商务部经济分析局网站。



美国私人资本净流入和官方资本净流入两个指标不仅存在互补性,而且各自的波动性都在不断下降。1998年以前,美国净资本流动具有较高的波动性,这主要来自与私人资本流动的不稳定性。1998年以后,虽然官方资本流动的波动性上升,但是由于官方资本净流入所占的比重较低,所以,私人资本流入波动性的大幅下降导致美国净资本流入的波动性显著降低。2000年以后,随着官方和私人资本流动的波动性不断降低,美国净资本流入的波动性被控制在较低的水平上。从目前的情况来看,在季度数据中,无论是总资本的净流入还是私人资本和官方资本的净流入,虽然近期的波动性有所上升,但是与过去相比,特别是与1998和2000年左右的情况相比,目前的波动性处于历史上较低的水平;在月度数据中,次贷危机后的金融动荡导致美国私人资本净流入的波动性大幅增加,但是由于官方资本流入的波动性与历史相比处于非常低的水平,而且官方资本流入在美国总资本流入中的比重不断上升,所以总资本流入的波动性并没有明显增加。详见图4。也就是说,美国资本净流入在目前较为稳定,2007年上半年以来的金融动荡还没有对美国跨境资本流动的易变性产生显著影响。

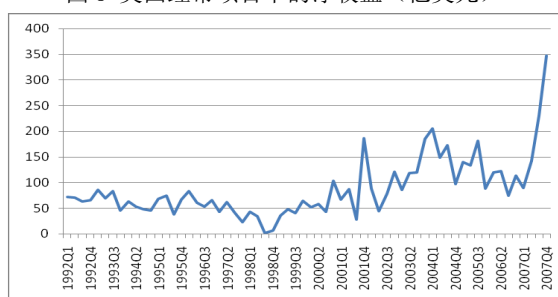
图4 美国净资本流入的波动性⁵



⁵ 根据美国商务部经济分析局的季度净资本流动规模统计数据 and 财政部月度净资本流动规模统计数据计算而得。其中,月度数据的均值和标准差是12个月移动,季度数据是3年12个季度移动。

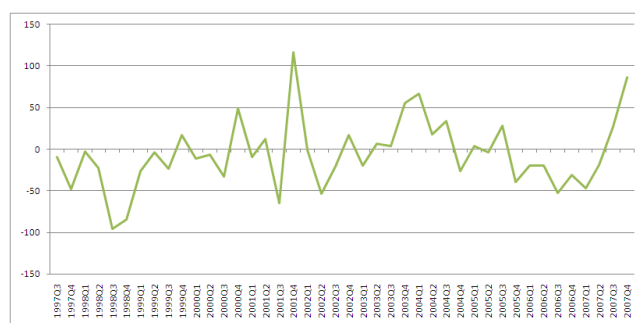
考察一国的资本流动性，不仅要分析资本和金融项下的资本流动问题，还要从一个更宽广的视角出发，分析整个国际收支统计口径下资本流动性的变化。由于美国一直处于经常项目逆差状态，导致美国对外净债务和债务负担不断增加，这就带来人们对于美国偿债能力的担忧。2007年以来的金融动荡，改变了市场风险和参与者的风险厌恶程度，引发风险重新定价的过程。在这个过程中，如果国际投资者对美元资产要求更高的风险溢价，并导致美国的债务负担加剧，那么，国际投资者对于美国贸易赤字可持续性的潜在担忧就会加剧，并与金融市场动荡过程不断增加的不确定性结合在一起，相互强化，最终必然导致美元急剧贬值、国际资本流动的波动性急剧增加和美国净资本流入的大幅减少。但事实上，迄今为止，美国经常项下的收益项一直是正的，正的净收益意味着美国并没有承担实际的债务负担，处于“良性的”债务国位置⁶。次贷危机发生以后，一方面美国金融资产收益率降低，另一方面美联储大幅度降息，这减少了美国对外支付的收益，使得美国净收益流入增加（详见图5）。从资本流动性的角度看，净收益流入是对资本和金融项下净资本流入的直接补充。

图5 美国经常项目下的净收益（亿美元）⁷



从净资本流动缺口和净收益缺口的变动情况看，1998年和2001年的金融冲击使得美国净资本流入处于负缺口状态，即净资本流入规模低于长期潜在的趋势；但是另一方面，随着金融冲击的出现，美国资产收益率下降以及为应对金融冲击而实施货币扩张政策，美国净收益向下偏离潜在趋势的缺口变小，并逐步变为正值。详见图6。这就说明，虽然金融冲击在一定程度上影响了美国的净资本流入，但是随之而出现的净收益增加趋势，可以缓解净资本流入偏少的压力。而且，根据前文的分析，净收益流入的增加本身也可以成为带动资本和金融项下资本流入的增加。

图6 美国净收益缺口的变化⁸



（二）资本流动与金融市场主要指标之间的关系分析⁹

短期中，市场流动性的降低引起官方资本净流入的增加。由于欧美金融市场的高度一体化，在美国金融市场流动下降的同时，欧元区 and 日本的流动性也会降低。在这种情况下，美国金融市场相对于其他成熟市场的优势反而增强，导致官方资本净流入的增加。长期中，

⁶ Curcurn, Dvorak and Warnock (2008)。

⁷ 数据来自美国商务部经济分析局网站。

⁸ 用净收益的实际值减去净 H-P 滤波得到的趋势值。

⁹ 除非特别说明，本节的数据均来自 IMF 的国际金融统计数据库、《世界经济展望》和《全球金融稳定报告》。

由于官方资本主要是投向美国短期国债市场，所以会导致美国短期政府债券的价格上升并吸引更多的官方资本流入美国短期政府债券市场。

市场流动性紧缩无论是短期中还是在长期中，对私人资本净流入的负面影响并不显著，股票市场价格指数的持续下降和金融市场风险溢价的持续上升，对私人资本净流入具有显著的抑制作用。但是金融冲击之后政策部门不断增强的刺激措施可以市场的持续低迷和风险溢价的持续上升，所以金融动荡对私人资本净流入的不利影响并没有显著地表现出来。

从不同形式的资本流动的变化来看，金融动荡导致 FDI 流入增加，其原因包括两个方面：首先，成熟市场整体的金融动荡和流动性降低使得国际投资者转向寻求直接投资机会；其次，在面临金融动荡和流动性下降的问题时，美国会放松对外国直接投资的限制。在金融动荡的冲击下，市场波动性的增加会导致证券投资流入的减少。以银行贷款和货币等形式流入美国的资本，与美国短期利率、流动性等收益率或流动性指标之间没有统计上显著的联系，但是美国和日本之间短期利差的上升，能够显著推动美国净私人资本流入的增加，这在一定程度上印证了日元“套利交易”的判断。

私人资本净流入与反映市场流动性的指标 TED¹⁰之间关系不明显。在短期中两者之间存在微弱的负相关性，但是没有明显的因果联系；在长期中¹¹两者之间存在微弱的负相关性，私人资本流入成为 TED 的格兰杰原因。从这种对比中可以看出，在市场流动性相对较低的时期，市场中的风险和不确定性较大，市场参与者的行为存在很大的易变性，所以市场指标和市场行为之间的没有稳定的联系。私人资本流入虽然在资金供给层面有助于改善市场条件，但是由于私人投资者的预期和行为在市场缺乏流动性的条件下具有很大的易变性，所以，即便私人资本流入增加，在短期中也无法扭转市场信心，进而无法显著增加市场流动性。只有私人资本流入的增长趋势能够持续较长时期的情况下，市场信心才能逐步扭转，进而导致市场流动性增加。

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2000M01 2008M02

Lags: 4

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
TED不是私人净资本流入的格兰杰原因	94	0.61823	0.65072
私人资本净流入不是TED的格兰杰原因		2.14511	0.08220

美国股票市场指数的变化与净私人资本流入之间存在一定的正相关性，从同期到滞后 8 期，相关系数为 0.2 至 0.25 之间。在滞后 1 期和 2 期，股票市场指数是净私人资本流入的格兰杰原因，股票市场指数的上升可以导致滞后 1 期和 2 期的净私人资本流入增加。随着滞后期的增加，两者之间因果关系发生变化，在滞后 6 期时，净私人资本流入是股票市场指数的格兰杰原因，这意味着随着私人资本的不断流入，对美国股票市场的影响将不断增加，最终将推动美国股票市场指数的上升。由此可以看出，从美国股票市场指数上升到私人资本净流入增加之间存在相互强化机制。当然，如果股票市场持续低迷，这种相互强化机制会发生逆转。但是，在金融冲击之下，因为美国政府会根据市场发展状况不断增强刺激措施，这就避免了股票市场的持续低迷。而根据格兰杰因果关系分析，股票市场指数的下降只有在持续很长时间以后才会导致净私人资本流入的减少。所以，股票市场持续下降并最终导致私人资本净流入减少的情况，在包括 2007 年以来的次贷危机在内的金融动荡期并没有出现。

Pairwise Granger Causality Tests

¹⁰ 3 月期美元 LIBOR 与 3 月期美国政府债券收益率的差额。

¹¹ 滞后 4 期以后。

Sample: 2002M01 2008M02

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
净私人资本流入不是股票市场指数的格兰杰原因	74	1.17894	0.28124
股票市场指数不是净私人资本流入的格兰杰原因		3.99784	0.04939

Lags: 6

净私人资本流入不是股票市场指数的格兰杰原因	74	1.93349	0.08963
股票市场指数不是净私人资本流入的格兰杰原因		1.08828	0.37961

在综合反映美国金融市场风险溢价和参与者风险厌恶程度的收益率曲线斜率与净私人资本流入之间的关系方面。首先两者之间存在负相关性，从滞后 1 期到滞后 10 期，相关系数都在-0.2 以下。从滞后 1 期到 4 期，收益率曲线的斜率都是净私人资本流入的格兰杰原因；而净私人资本流入只是在滞后 1 期构成收益率曲线斜率的原因。这就意味着，在短期中净私人资本流入和美国金融市场风险溢价相互影响，净私人资本流入增加导致风险溢价下降，风险溢价下降导致净私人资本流入增加；在长期中，风险溢价的变化带动净私人资本流入的变化。在金融动荡的冲击下，美国金融市场风险溢价会上升，这会抑制国际私人资本的流入。但是，针对金融动荡采取的各种干预措施可以降低市场的风险¹²和风险溢价，进而可以抑制风险溢价的上升及其对于净私人资本流入的不利影响。

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2002M01 2008M02

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
收益率曲线斜率不是净私人资本流入的格兰杰原因	74	8.35759	0.00509
净私人资本流入不是收益率曲线斜率的格兰杰原因		3.35242	0.07130

Lags: 4

收益率曲线斜率不是净私人资本流入的格兰杰原因	74	3.02835	0.02364
净私人资本流入不是收益率曲线斜率的格兰杰原因		1.19420	0.32180

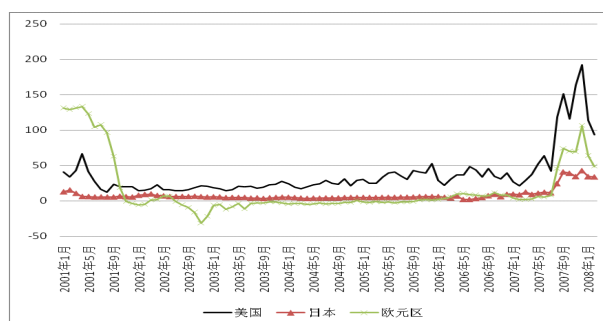
官方资本净流入与 3 月期美元 LIBOR 和 3 月期美国政府债券收益率差（TED）之间存在正的相关性，从同期到滞后 6 期的相关系数在 0.21 至 0.55 之间。两者之间的因果关系随着滞后期的变化而变化。滞后 1 期至 3 期，TED 构成官方资本净流入的格兰杰原因；滞后期超过 4 期以后，两者互为因果。这意味着，在短期中，市场流动性的降低引起官方资本净流入的增加；长期中，两者之间相互影响、相互促进。2000 年以来，欧美金融市场流动性状况的变化是高度同步的，这反映了欧美金融市场高度的一体化。在美元 TED 的上升同时，欧元和日元 TED 都在上升，详见图 7。在这种情况下，美国金融市场相对于其他成熟市场的优势反而增强，这一方面是因为美国经济和金融体系的整体优势，另一方面是因为美国的官方资本流入主要是来自新兴市场和发展中经济体的官方储备资产。所以，在短期中，美元 TED 的增加反而可以导致官方资本净流入的增加。在长期中，随着官方资本流入的增加，由于官方资本主要是投向美国短期国债市场，所以会导致美国短期政府债券的价格上升和收益率下

¹² 风险是一个主观概念，依赖于市场参与者赋予各种可能状态的主观概率。在金融动荡时期，政府采取的干预和刺激政策，有助于稳定市场参与者的预期，降低“灾害性事件”风险和风险溢价。关于风险的主观性和“灾害性事件”风险的分析，参见：Arrow (1964)、Cochrane (1997)、Krebs (2001)。

降，进而推动 TED 的增加。而美国政府债券价格上升带动又会吸引更多的官方资本流入美国短期政府债券市场。

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 2000M01 2008M02			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
TED不是官方资本净流入的格兰杰原因	97	23.8161	4.3E-06
官方资本净流入不是TED的格兰杰原因		0.00370	0.95164
Lags: 4			
TED不是官方资本净流入的格兰杰原因	94	5.02241	0.00111
官方资本净流入不是TED的格兰杰原因		4.63735	0.00196

图 7 成熟金融市场的 TED 指标



在 1998 年美国长期资本公司破产和 2001 年 IT 泡沫破灭引发的金融动荡之后，外国官方投资者大幅提高新投资中美国政府证券所占的比重。但是在次贷危机爆发后，在外国官方对美国的投资中，美国政府债券所占比重却不断降低。详见图 8。这说明，次贷危机及其引发的系统性金融冲击并不构成各国官方储备资产管理部门在美国的资产选择的主导因素。对储备资产币种多元化和更高收益的追求，已经成为影响各国官方投资者资产选择的主导因素，外生金融冲击并没有改变这一主导趋势。

图 8 外国官方对美国投资的结构变化（美国政府债券占比，%）¹³

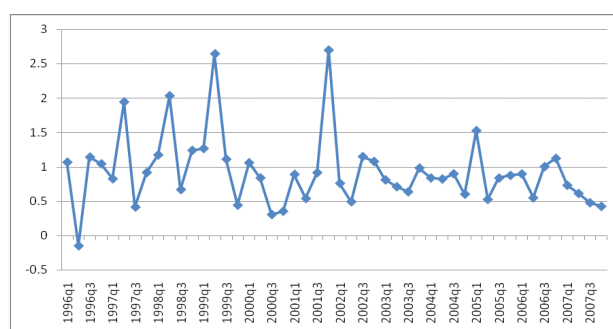
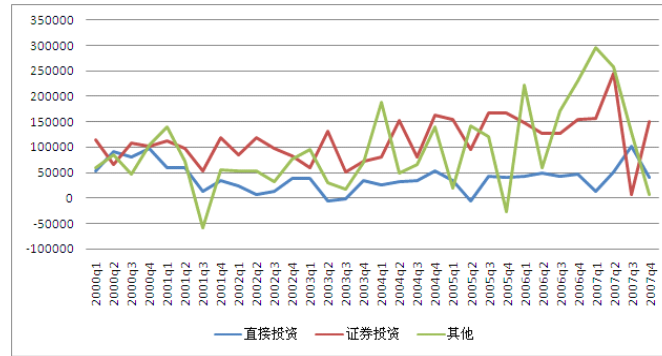


图 9 私人投资者对美投资结构的变化（百万美元）¹⁴

¹³ 根据美国商务部经济分析局的数据计算而来。

¹⁴ 数据来自美国商务部经济分析局。



进一步分析美国私人资本流入中各个组成部分与金融市场主要指标之间的关系。美国 FDI 流入规模与 TED 之间存在正的相关性，相关系数为 0.5；TED 是 FDI 流入的格兰杰原因。这意味着在美国面临金融冲击的情况下 FDI 流入增加。其原因包括两个方面：首先，成熟市场整体的金融动荡和流动性降低使得国际投资者转向寻求直接投资机会；其次，在面临金融动荡和流动性下降的问题时，美国会放松对外国直接投资的限制。¹⁵证券投资流入与 S&P500 指数波动性之间存在负的相关性，相关系数为-0.44；并且后者是前者的格兰杰原因。所以，在金融动荡的冲击下，美国市场波动性的增加会导致证券投资流入的减少。

以银行贷款和美元货币等形式流入美国的资本，与美国短期利率、流动性等收益率或流动性指标之间没有统计上显著的联系，但是与美元兑日本的汇率波动性存在较为显著的联系。两者之间的相关系数为-0.47，并且汇率波动性是其其他资本流入的格兰杰原因。美国的净私人资本流入与美国和日本的短期利率差¹⁶之间存在正向相关性，相关系数为 0.27，并且后者是前者的格兰杰原因。前后对比可以看出，提出银行信贷和美元货币等形式的资本流动，主要也就是 FDI 和证券资金流入，在很大程度上符合过去几年中流行的“日元套利交易模式”。

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2000Q1 2007Q4

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
TED不是直接投资流入的格兰杰原因	30	3.06338	0.06458
直接投资流入不是TED的格兰杰原因		1.14596	0.33406

Lags: 2

S&P500波动性不是证券投资流入的格兰杰原因	30	5.16831	0.01323
证券投资流入不是S&P500波动性的格兰杰原因		0.27516	0.76172

Lags: 1

美元-日元汇率波动性不是其他资本流入的格兰杰原因	31	5.81412	0.02271
其他资本流入不是美元-日元汇率波动性的格兰杰原因		0.21183	0.64889

Lags: 1

美日短期利差不是净私人资本流入的格兰杰原因	31	3.75605	0.06276
净私人资本流入不是美日短期利差的格兰杰原因		0.08888	0.76781

¹⁵ 通过分析 FDI 流入与美国联邦基金利率的关系，可以得出同样的结论。两者之间存在正相关性，并且联邦基金利率构成 FDI 流入的格兰杰原因。这里为了节省篇幅，没有给出具体分析结果。

¹⁶ 3 月期政府债券收益差。

三、国际金融冲击与新兴市场资本流动性的变化

对比 20 世纪 90 年代中后期以来三次较大的金融动荡，我们可以看出，金融动荡是否会对新兴市场的净资本流动性产生显著影响，取决于金融动荡的性质及其发源地。

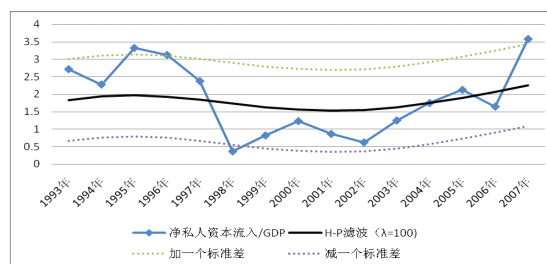
如果新兴市场作为资金需求方出现了较大金融动荡，其资本流入必然急剧降低，并推动净资本流入的减少，这是 1998 年左右的情况。如果金融动荡主要出现在发达国家——即资金供给方，那么新兴市场的资本流入规模未必会减少。

2001 年左右的金融动荡，因其影响了当时引领世界增长的关键产业——IT 产业，使得新兴市场对于 FDI 的吸引力降低，资本流入减少。但是另一方面，美国自身的金融动荡在一定程度上抑制了新兴市场的资本流出，这就缓和了新兴市场净资本流入的降低幅度。

2006 年以来源于美国房地产市场调整的次贷危机虽然已经演变成美欧成熟金融市场的整体性动荡，但是对于新兴经济的金融体系的整体影响相对较小。在这种情况下，新兴市场自身的金融体系并没有呈现危机，次贷危机作为一个外因，而且是一个影响比较间接的外因，对其净资本流入没有构成较大的冲击，新兴市场净资本流入占 GDP 的比重在 2007 年不仅没有下降，反而因为美欧金融市场出现问题而导致其对国际资金的吸引力上升，净资本流入增加。

关于新兴市场和发展中经济体的资本流动性的讨论非常多，除了第一部分中对于资本流入影响因素的分析外，近年来的研究越来越关注新兴市场资本流动性的周期特性。研究发现：1) 新兴市场的净 FDI 流入规模与美国的商业周期正相关。流向发展中国家的 FDI 集中于一般制造业，该产业的发展依赖于国际市场状况，特别是美国的市场状况。只有国际市场状况较好时，该产业的发展才会较为顺利，进而 FDI 才会流入发展中国家。美国经济增长和就业情况较好时，市场状况较好，外部商品较容易进入美国市场，特别是发展中国家的一般制成品，所以大量 FDI 流向发展中国家的一般制造业。2) 流入发展中国家的银行贷款的规模与美国的商业周期负相关，美国经济高涨时，吸引大量的银行贷款，流向发展中国家的规模相应减少。3) 流向发展中国家的证券投资与美国的利率、产出增长率负相关。¹⁷对于国际金融冲击特别是源于外部的成熟金融市场动荡对新兴市场资本流动性的影响，目前还缺乏充分的研究。基于引言部分所给出的原因。我在下面主要是集中分析金融动荡前后资本流动的波动性变化。

图 10 新兴市场净资本流动占 GDP 的比重 (%)¹⁸



通过对数据的初步分析，可以看出，新兴市场净私人资本流入占 GDP 的比重在 1998 年和 2001 年受到金融动荡的影响而显著降低。特别是在 1998 年，该指标实际值对潜在趋势的

¹⁷ Reinhart (2002) 利用主权债券的等级变化来描述新兴市场主权债券利差或溢价的，即发展中国家国际借款成本的变化，得出资本流动的“顺周期”特征。Kaminsky and Reinhart (2002) 以及世界银行 (2001) 的研究都表明，新兴市场资本流入对负面产出冲击的反应程度大于对正面冲击的反应程度，在出现负面冲击时的信用等级下降幅度大于出现正面冲击时的信用等级上升幅度。

¹⁸ 数据来自 IMF 2007 年 10 月和 2008 年 4 月的《世界经济展望》，所用的标准差是整个样本期间的历史标准差。

向下偏离程度超过 1 个标准差，属于净资本流入“急剧减少”的情况。从 1997 年到 1998 年，新兴市场净私人流入占 GDP 的比重下降了 2 个百分点以上。2001 年美国 IT 泡沫破灭引发的金融动荡，在一定程度上对新兴市场的净资本流入产生了负面冲击，但是这种负面冲击远小于 1998 年的情况，从 2000 年到 2001 年，新兴市场净资本流入占 GDP 的比重下降不到 0.5 个百分点。2006 年以后，随着美国次贷危机的出现和不断加深，新兴市场净资本流入占 GDP 的比重急剧上升，向上偏离趋势项的程度超过了 1 个标准差。在美国次贷危机及发达金融市场整体性金融动荡的冲击下，新兴市场出现了净资本流入“急剧增加”的情况。详见图 10。

从新兴市场分类资本净流动的相对规模变化中可以看出，1998 年净资本流入大幅降低，主要是因为证券投资和以银行贷款为主的其他资金净流入的大幅减少。而这两类资本净流入的减少趋势在 1998 年以前就已经出现，1998 年美国长期资本公司破产导致的美国金融市场动荡及没有明显减缓、也没有明显加速这种趋势。2001 年以后，在新兴市场分类资本流动中，较为明显的变化是净 FDI 流入/GDP 的减少和其他资金净流入/GDP 的增加，而证券投资净流入/GDP 则是延续着 1997 年就已经出现的不断降低趋势。详见图 11。这反映美国 IT 泡沫破灭后金融动荡的基本特征，首先是美国 IT 产业受到较大打击，导致对新兴市场 IT 产业的直接投资大幅降低；其次，美国为应对危机而采取不断减息的政策，导致流向新兴市场的银行信贷开始增加。在 2006 年以后，随着美国次贷危机的出现和不断加深，新兴市场净证券投资流入占 GDP 的比重大幅增加，并成为新兴市场净资本流入急剧增加的主要原因。

从新兴债券市场和股票市场指标的变化中可以看出，新兴市场证券投资和其他形式资本净流入的变动趋势与 EMBI 指数利差所反映出来的风险和风险报酬具有紧密的联系。1998 年至 2001 年底，EMBI 指数利差的波动性和风险价格¹⁹的变动呈现非常明显的负相关性。从 1999 年初到 2000 年初，波动性降低和风险溢价上升，这意味着在市场风险程度下降的同时，风险价格上升，这有助于提高新兴市场对于国际上那些具有较高风险厌恶系数的投资者的吸引力，特别是对于国际银行信贷资金的吸引力，所以在此期间新兴市场的银行信贷资金净流入增加。但是另一方面，风险价格上升意味着市场参与者风险厌恶程度的上升，这不利于证券投资的流入。从 2000 年到 2001 年，EMBI 的隐含波动性上升、风险溢价下降的并存，这意味着在风险上升的同时，风险价格下降。在风险增长的同时风险补偿下降，这会抑制新兴市场的证券投资和银行信贷的净流入。2001 年之后，新兴市场的风险程度不断下降，这对于新兴市场吸引国际银行信贷资金是有利的，所以在此以后，新兴市场银行信贷资金净流入不断增加。在波动性和风险趋于下降的同时，新兴市场风险价格依然具有较大的波动性，并成为影响证券投资净流入的主导因素。2002 年至 2004 年，风险价格的上升显著地推动了证券投资的净流入；2004 年到 2006 年，风险价格下降导致证券投资净流入不断减少，并转变为净流出状态。2007 年，随着美国次贷危机的出现，新兴市场的证券资金流出大规模减少，导致净证券资金流出减少。

图 11 新兴市场分类资本净流入占 GDP 的比重

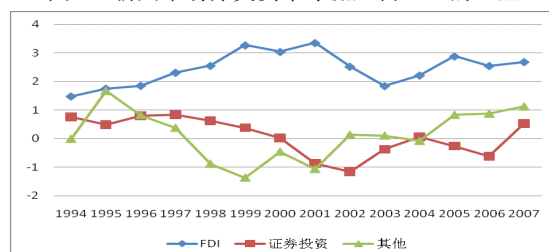
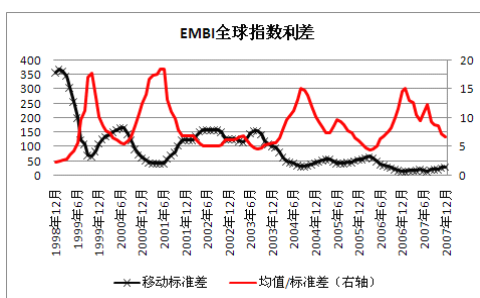


图 12 新兴市场风险和风险溢价的变化²⁰

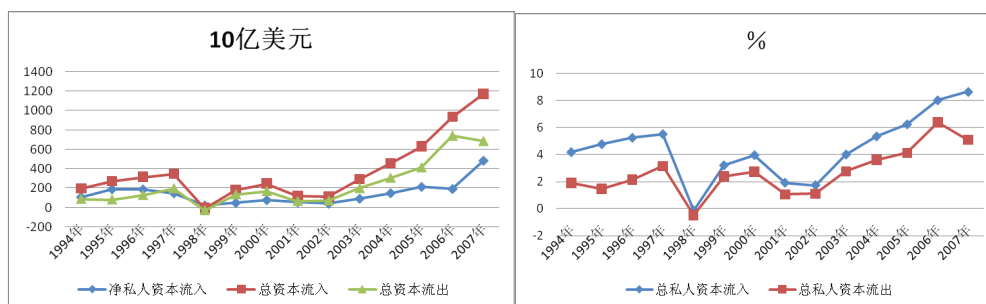
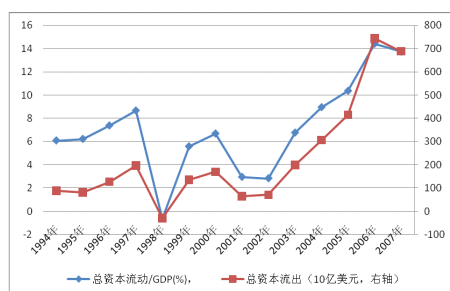
¹⁹ 用 EMBI 利差的移动均值表示平均的总风险溢价，用移动标准差表示风险程度，所以，均值/标准差就表示单位风险的补偿，即风险价格。

²⁰ 这里用 EMBI 的移动标准差表示风险程度，用 EMBI 的均值与标准差的比率表示风险溢价水平。



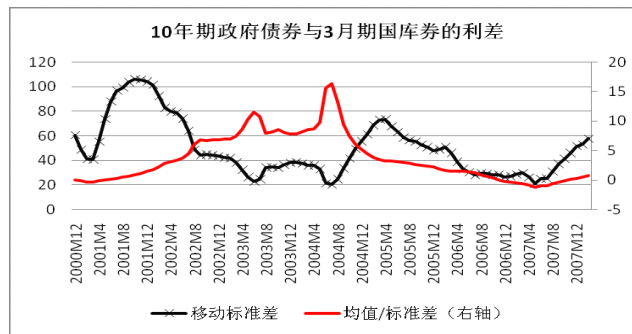
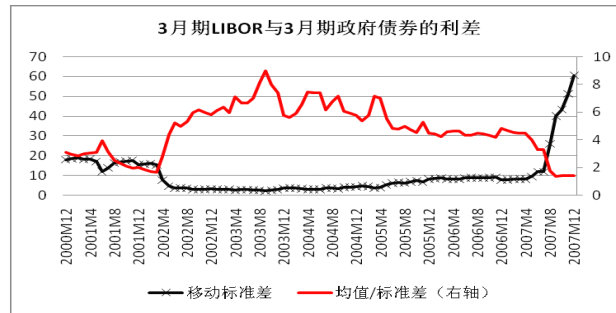
进一步结合新兴市场资本流进和流出的绝对规模和相对规模的变化情况，可以看出，从1997年到1998年，导致新兴市场净资本流入大幅降低的主要原因是总资本流入的急剧减少，其背后的影响因素首先是新兴市场作为资金需求方出现了严重的金融危机，导致金融市场风险上升，国际资金流入减少；其次是美国所出现的金融动荡在一定程度上导致对新兴市场的资金供给减少。需求和供给两方面的金融动荡，共同导致新兴市场净资本流入急剧减少。2001年左右，虽然美国IT泡沫破灭导致的NASDAQ市场调整与911恐怖袭击事件结合在一起，引发了较大的金融动荡，但是新兴市场自身并没有经历较为严重的金融问题。在这种情况下，新兴市场作为资金需求方，自身并没有出现大的问题，影响其所吸引的国际资金规模的主要因素来自供给方面，所以资本流入规模的降低幅度较小。另一方面，美国金融市场动荡使得新兴市场对美国的投资减少，即资本流出规模减少。这就使得新兴市场净资本流入的绝对规模基本没受影响。

图 13 新兴市场资本流进和流出规模的变化



沿着上述逻辑，继续分析2006年以后新兴市场的资本流动情况，可以发现，新兴市场净资本流入的绝对规模、相对规模以及分类资本流动的相对规模都出现了明显的增加。驱动新兴市场净资本流入增加的主要原因资本流出规模的大幅减少，而资本流入延续了2002年以来的增长趋势。新兴市场资本流出的减少，最主要的原因是次贷危机后美国金融市场风险增加以及普遍的风险重新定价过程。从图14中可以看出，次贷危机爆发以后，美国金融市场的波动性和风险急剧上升，而风险重新定价过程比较缓慢，还没有充分体现对风险的补偿。在这种情况下，从新兴市场流向美国以及其他成熟金融市场的证券资金和银行信贷资金必然大幅减少。

图 14 美国金融市场风险和风险价格



对比 20 世纪 90 年代中后期以来三次较大的金融动荡，我们可以看出，金融动荡是否会对新兴市场的净资本流动性产生显著影响，取决于金融动荡的性质及其发源地。如果新兴市场作为资金需求方出现了较大金融动荡，其资本流入必然急剧降低，并推动净资本流入的减少，这是 1998 年左右的情况。如果金融动荡主要出现在发达国家——即资金供给方，那么新兴市场的资本流入规模未必会减少。2001 年左右的金融动荡，因其影响了当时引领世界增长的关键产业——IT 产业，使得新兴市场对于 FDI 的吸引力降低，资本流入减少。但是另一方面，美国自身的金融动荡在一定程度上抑制了新兴市场的资本流出，这就缓和新兴市场净资本流入的降低幅度。2007 年出现的次贷危机，对实体经济的负面影响首先表现在房地产这样的非贸易品部门，然后才会通过金融市场对于实体经济的其他领域产生传动效应和间接影响。因此，新兴市场实体经济部门迄今并没有受到明显的负面冲击，金融体系也没有受到明显的负面冲击。这就使得新兴市场总资本流入能够继续维持过去的增长势头。但是，美国以及其他成熟金融市场的动荡却导致这些市场上的金融资产的风险急剧增加，使得新兴市场总资金流出减少。在这种情况下，新兴市场净资本流入急剧增加。对于新兴市场资本流动的总规模而言，无论金融动荡的性质和地理分布如何，资本流动总规模必然会受金融动荡的冲击而减少。

2006 年以来源于美国房地产市场调整的次贷危机虽然已经演变成美欧成熟金融市场的整体性动荡，但是对于新兴经济的金融体系的整体影响相对较小。2008 年以来，新兴经济的证券市场受次贷危机的冲击也出现了较大的波动。但是，迄今为止，次贷危机在美构成熟市场之所以引发如此大的金融冲击，原因在于次贷危机同时影响了美国和欧洲的证券市场与金融机构，特别是银行体系受到了较大冲击。银行体系和证券市场作为金融体系的两个发动机，两者的信贷创造功能具有相互替代、相互补充的特征，在一方融资功能下降的时候，另一方会弥补进来。在目前的金融动荡中，美国和欧洲面临的问题是两者同时失效，美欧金融市场中日益盛行的“非杠杆化”和“再中介化”趋势，导致银行体系和证券市场的信贷创造功能都受到破坏²¹，金融体系出现严重问题。而新兴市场的银行体系和金融机构受次贷危机的直接影响较小，其信贷创造功能并没有受到严重破坏。在这种情况下，新兴市场自身的金融体系并没有呈现危机，次贷危机作为一个外因，而且是一个影响比较间接的外因，对其净

²¹ 参见：Tucker (2007)、IMF(2008)。

资本流入没有构成较大的冲击，新兴市场净资本流入占 GDP 的比重在 2007 年不仅没有下降，反而因为美欧金融市场出现问题而导致其对国际资金的吸引力上升，净资本流入增加。

四、次贷危机对中国资本流动性的影响

人民币超额收益率、新兴债券市场指数风险溢价、美国金融市场的流动性溢价和风险溢价可以显著地影响中国的非贸易非 FDI 资金流入。在金融动荡的冲击下，金融市场相关收益率、流动性和风险溢价指标波动性的上升，导致中国非贸易非 FDI 资金流入的波动性提高。在目前特定的汇率和外汇管理制度，从短期跨境资本流动到国内货币和金融稳定性之间存在制度性的传导机制。在这种情况下，金融动荡冲击下中国跨境资本流动的波动性增加对国内货币和金融稳定性构成了较大威胁。

从实体经济层面的变化来看，1998 年和 2001 年发生于美国的两次金融动荡及其引发的世界经济调整和全球经济失衡的加速积累，为中国经济过去几年中的高速增长提供了契机²²。2007 年以来由美国次贷问题所引发的成熟金融市场的系统性金融动荡，对于包括中国实体经济的负面冲击迄今为止并不是很大。虽然在 2008 年前几个月中国的贸易收支和 FDI 出现了异常波动，但是考虑到 2007 年以来中国自身不断强化的政策调整对贸易收支和 FDI 行为的短期影响，即便没有外部的金融冲击，贸易收支和 FDI 流动在短期中也会出现异常波动。所以，对于金融动荡对中国经济的影响，更多的应该关注资本流动性的变化，特别是非贸易非 FDI 资金流动的变化。

从月度数据来看，中国的非贸易非 FDI 资金净流入的波动性在 2007 年以后都是不断加大的。2007 年 8 月至 2008 年 3 月的 8 个月中，非贸易非 FDI 净流入水平向上或向下偏离趋势项的程度超高 1 个标准差的月份有 5 个。用均值进行标准化以后，非贸易非 FDI 净流入的波动性在 2007 年 8 月份以后呈现较为明显的上升趋势。详见图 15。

图 15 中国非贸易非 FDI 资金净流入的波动性²³

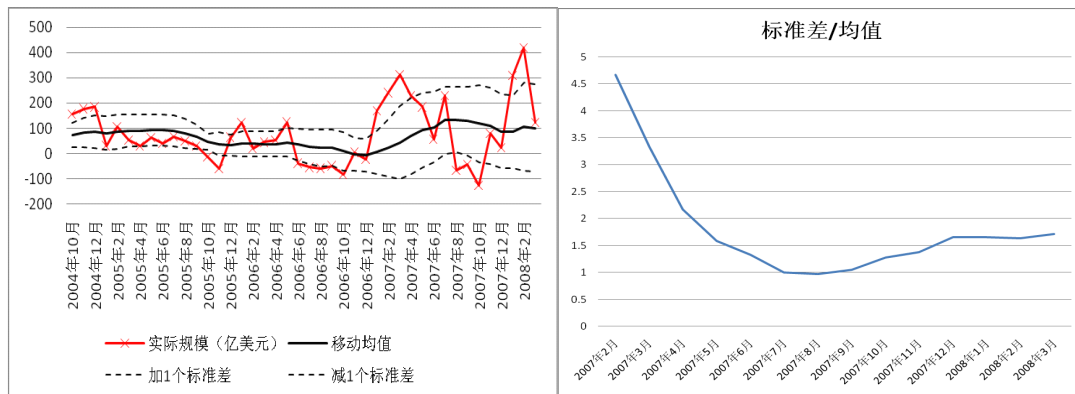


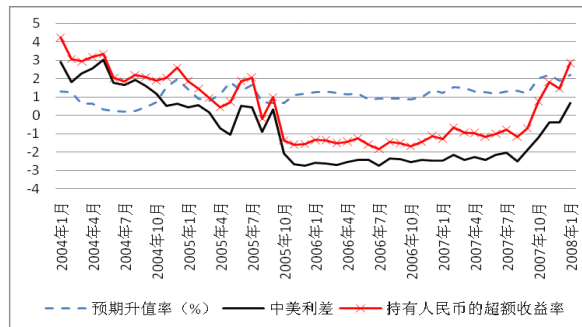
图 16 人民币对美元的超额收益率²⁴

²² 参见中国人民大学经济学院经济研究所 2007 年 4 季度的“中国宏观经济分析与预测报告”。

²³ 非贸易非 FDI 是在外汇储备月度增量中减去贸易顺差和 FDI 实际流入规模。所用的标准差和均值分别是 10 个月移动标准差和均值。数据来自国家外汇管理局和商务部网站。

²⁴ 中美利差是 3 月期 CHIBOR-3 月期 LIBOR；预期升值率是 $\frac{\text{人民币即期汇率} - NDF}{\text{人民币即期汇率}}$ ；超额收益率是利差和

预期升值率之和。数据来源：中国人民银行网站、国泰安统计数据库和 Bloomberg。



对 FDI 流入、贸易收支余额和非贸易非 FDI 资金净流入进行初步的 VAR 分析，结果如下

25.

变量	含义和数据来源
FDI	月度实际 FDI 完成额
TRADEBAL	月度贸易余额
NONTRADFDI	非贸易非 FDI 资金净流入
INTERESTSPREAD	3 月期 CHIBOR-3 月期美元 LIBOR
APPRECIATION	人民币对美元的预期升值率，用 3 月期 NDF 与人民币即期汇率计算而来
STOCK	上证指数月度收益率
EMBISTD-AVE	新兴债券市场指数利差的移动均值对移动标准差的比率
OUTPUTGROWTH	中国月度工业增加值同比增长率
TEDSTD-AVE	基于 3 月期美元 LIBOR 与 3 月期美国政府债券的利差，计算出移动均值与移动标准差的比率
YIELDCURVESTD-AVE	基于 10 年期美国政府债券收益率-3 月期美国国库券收益率，计算出移动均值与移动标准差的比率

Vector Autoregression Estimates

Sample (adjusted): 2004M05 2008M01

Included observations: 45 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	NONTRADFDI	FDI	TRADEBAL
C	-471.5121 (231.904) [-2.03322]	47.21789 (44.9944) [1.04942]	110.4595 (165.843) [0.66605]
INTERESTSPREAD	14.09729 (12.4503) [1.13229]	6.116940 (2.41563) [2.53224]	-4.127253 (8.90365) [-0.46355]
APPRECIATION	102.3021 (31.8406) [3.21295]	10.78205 (6.17776) [1.74530]	-8.104710 (22.7703) [-0.35593]
STOCK_CN	0.078547 (1.50777)	0.544121 (0.29254)	0.061670 (1.07826)

²⁵ 所有内生变量的滞后 4 阶，这里为了节省篇幅，没有给内生变量滞后值的影响系数的估计结果。

	[0.05210]	[1.85999]	[0.05719]
EMBISTD-AVE	-5.583620 (5.03848)	-2.482326 (0.97758)	2.205646 (3.60320)
	[-1.10819]	[-2.53927]	[0.61213]
OUTPUTGROWTH	-14.89448 (5.72137)	-0.373422 (1.11007)	0.744904 (4.09156)
	[-2.60331]	[-0.33639]	[0.18206]
TEDSTD-AVE	25.85098 (17.5861)	3.734736 (3.41208)	-10.89457 (12.5764)
	[1.46997]	[1.09456]	[-0.86627]
YIELDCURVESTD-AVE	-20.71932 (7.92739)	0.792165 (1.53809)	0.770611 (5.66917)
	[-2.61364]	[0.51503]	[0.13593]
R-squared	0.805307	0.617724	0.827969
F-statistic	5.442488	2.126202	6.332792
Log likelihood	-234.8810	-161.0906	-219.7933

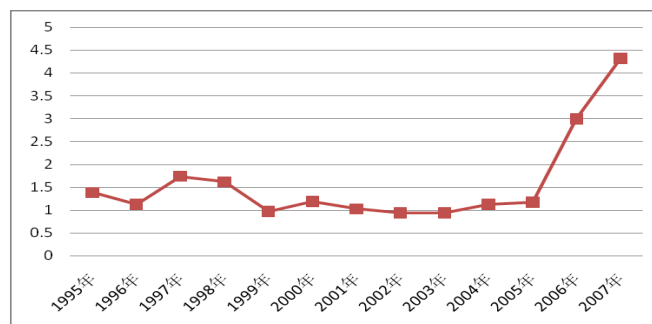
从中可以看出，过去一段时间中，随着次贷危机的加深，美国的短期利率不断下降，导致中美利率缩小并转变为正值，这导致非贸易非 FDI 资金流入增加；人民币对美元预期升值率的提高上升，导致非贸易非 FDI 资金流入增加。对于国际资金而言，新兴债券市场与中国市场之间存在一定的替代性，其指数价格的上升将吸引国际资金的流入，从而导致中国导致非贸易非 FDI 资金流入的减少。金融动荡后美国金融市场流动性紧缩和市场风险上升引发市场的重新定价过程，美国金融市场流动性导致流动性溢价和风险溢价上升。但是这两者对于中国非贸易非 FDI 的流入具有不同的影响。流动性溢价上升背后的原因是成熟金融市场上交易对手风险增加所导致的信心危机，在这种情况下，成熟金融市场上的金融机构会转向中国市场，导致中国非贸易非 FDI 资金流入增加。美国长期政府债券收益率价差的上升，意味着长期政府债券价格的下降，这会增加美国长期政府债券市场对国际资金的吸引力，使得中国的非贸易非 FDI 资金流入减少。

短期数据中，人民币超额收益率、新兴市场债券指数风险溢价、美国市场流动性溢价和风险溢价的变动，对于中国非贸易非 FDI 资金流入具有显著影响。而在金融动荡的冲击之下，金融市场的这些指标必然会出现较大的波动，从引发中国短期跨境资本流动的波动。在目前特定的汇率制度和外汇管理制度下，非贸易非 FDI 资金流入规模和波动性的提高，通过制度性渠道对中国的宏观经济和金融稳定性产生较大冲击。从外汇市场阻力指数的变动情况来看，2005 年汇改以来，中国外汇市场的阻力指数²⁶显著提高。详见图 17。在这种情况下，从短期跨境资本流动到国内货币和金融的传导效应不断提高，金融动荡冲击下跨境资本流动波动性的提高，必然会对国内货币和金融稳定性构成更大的威胁。

图 17 中国外汇市场阻力指数²⁷

²⁶ 关于外汇市场阻力指数的计算方法参见：IMF2007 年 4 月的《全球金融稳定报告》。

²⁷ 计算所用数据分别来自中国人民银行和国家外汇管理局网站。



五、结论

国际间的跨境资本流动性受到宏观经济形势、金融市场条件、制度、政策、金融市场发展程度等方面的多种因素的综合影响。围绕着金融动荡的发生、演变和消退，宏观经济和金融的基本面因素同时也在变化，并显示其对资本流动性的影响。由于主要经济体宏观经济管理当局的调控能力和协调能力的增强，所以，现阶段金融动荡是一种相对较为短期的影响因素。基于这样的判断，我们认为可以避开对资本流动性变化背后的各种复杂影响因素的全面分析，而是集中分析在金融动荡的影响下，国际资本流动性的趋势和波动性是否出现突变或逆转。沿着这样的分析思路，本文针对 20 世纪 90 年代后期以来源于美国的三次系统性的金融动荡，对比分析美国和新兴市场资本流动性在金融动荡前后的动态特征，由此得出如下的基本结论。

（一）对于美国资本流动性的影响

在美国的净资本流动构成中，官方资本流动和私人资本流动具有不同的行为模式。在金融动荡导致净私人资本流入的绝对规模和相对规模下降的同时，官方资本净流入的绝对规模和相对规模都会呈现明显的增加趋势。这种差异性带来了美国净资本流入的稳定性。

美国经常项下的收益项一直是正的，正的净收益意味着美国并没有承担实际的债务负担，处于“良性的”债务国位置。次贷危机发生以后，金融动荡后的市场调整和政策反应，带动净收益流入的大幅增加，这不仅直接构成贸易赤字的融资来源，而且有助于降低国际投资者对美国债务负担的担忧，增加美国赤字融资的可持续性。

金融动荡时期，美国金融市场相对于其他成熟市场的优势进一步增强，导致官方资本净流入的增加。所以，波及主要发达金融市场的动荡，有助于增加美国的官方资本净流入。这在长期中可以推动美国政府债券的价格上升，并吸引更多的官方资本流入。

在 90 年代以来美国的几次金融动荡中，金融市场流动性紧缩无论是短期中还是在长期中，对私人资本净流入的负面影响并不显著。股票市场价格指数的持续下降和金融市场风险溢价的持续上升，对私人资本净流入具有显著的抑制作用。但是金融冲击之后政策部门不断增强的刺激措施可以市场的持续低迷和风险溢价的持续上升，所以金融动荡对私人资本净流入的不利影响并没有显著地表现出来。在次贷危机爆发之后，同样也是如此。

从美国不同形式的资本流动的变化来看，金融动荡导致美国 FDI 流入增加，其原因包括两个方面：首先，成熟市场整体的金融动荡和流动性降低使得国际投资者转向寻求直接投资机会；其次，在面临金融动荡和流动性下降的问题时，美国会放松对外国直接投资的限制。在金融动荡的冲击下，市场波动性的增加会导致证券投资流入的减少。以银行贷款和货币等形式流入美国的资本，与美国短期利率、流动性等收益率或流动性指标之间没有统计上显著的联系，但是美国和日本之间短期利差的上升，能够显著推动美国净私人资本流入的增加。

（二）对于新兴市场资本流动性的影响

对比 20 世纪 90 年代中后期以来三次较大的金融动荡以及新兴市场资本流动性的动态变化，我们可以看出，金融动荡是否会对新兴市场的净资本流动性产生显著影响，取决于金融

动荡的性质及其发源地。

如果新兴市场作为资金需求方出现了较大金融动荡，其资本流入必然急剧降低，并推动净资本流入的减少，这是 1998 年左右的情况。如果金融动荡主要出现在发达国家——即资金供给方，那么新兴市场的资本流入规模未必会减少。

2001 年左右的金融动荡，因其影响了当时引领世界增长的关键产业——IT 产业，使得新兴市场对于 FDI 的吸引力降低，资本流入减少。但是另一方面，美国自身的金融动荡在一定程度上抑制了新兴市场的资本流出，这就缓和新兴市场净资本流入的降低幅度。

次贷危机对于新兴经济的金融体系的整体影响相对较小。在这种情况下，新兴市场自身的金融体系并没有呈现危机，次贷危机作为一个外因，而且是一个影响比较间接的外因，对其净资本流入没有构成较大的冲击，新兴市场净资本流入占 GDP 的比重在 2007 年不仅没有下降，反而因为美欧金融市场出现问题而导致其对国际资金的吸引力上升，净资本流入增加。

（三）次贷危机对中国跨境资本流动性的影响

人民币超额收益率、新兴债券市场指数风险溢价、美国金融市场的流动性溢价和风险溢价可以显著地影响中国的非贸易非 FDI 资金流入。在金融动荡的冲击下，金融市场相关收益率、流动性和风险溢价指标波动性的上升，导致中国非贸易非 FDI 资金流入的波动性提高。在目前特定的汇率和外汇管理制度，从短期跨境资本流动到国内货币和金融稳定性之间存在制度性的传导机制。在这种情况下，金融动荡冲击下中国跨境资本流动的波动性增加对国内货币和金融稳定性构成了较大威胁。

参考文献

1. Arrow, K. J., The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing, *Review of Economic Studies*, 31, 1964, 91-96.
2. Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych, Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions, NBER Working Paper 11696, October 2005.
3. Calvo, Guillermo and Enrique Mendoza, Contagion, Globalization, and the Volatility of Capital Flows, in *Capital Flows and The Emerging Economies*, editor: S. Edwards, The University of Chicago Press, Chicago, 2000.
4. Campion, Mary Kathryn & Neumann, Rebecca M., Compositional effects of capital controls: evidence from Latin America, *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 15(2), 161-178, August 2004.
5. Cochrane, John H., Where is the market going: uncertain facts and novel theories, *Economic perspectives*, 21, 1997.
6. Curcurun E. Stephanie, Tomas Dvorak and Francis E. Warnock, Cross-border returns differentials, NBER Working Paper 13768, February 2008.
7. Faria, André, Paolo Mauro, Martín Minnoni, and Aleksandar Zaklan, The External Financing of Emerging Market Countries: Evidence from Two Waves of Financial Globalization, IMF Working Paper 2006/205.
8. Johnson Simon, Reaping the Benefits of Financial Globalization, IMF, June 2007.
9. Kose M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff and Shang-Jin Wei, Financial Globalization: a Reappraisal, NBER Working Paper 12484, August 2006.
10. Krebs, Tom, Testable implication of consumption-based asset pricing models with incomplete markets, Brown University, 2001.
11. Portes, Richard and Helene Rey, The Determinants of Cross-Border Equity Transaction Flows, *Journal of International Economics* 65, 2005, 269-296.