

新兴市场国家与中国资本流动的相关性研究

冯俊新

摘要:

本文主要对新世纪以来中国和其他主要新兴经济体的资本流动情况进行了对比分析,发现中国和其他主要新兴经济体的资本流动方向在危机前后高度相关,但是在 2012 年以来相关度在降低。导致这一现象的主要原因是主导中国资本流动方向变化的主要驱动力——其他投资——的波动方向在金融危机前后跟其他新兴经济体之间出现了高度的一致性。此外,尽管中国名义上的资本账户开放程度较低,但是中国的跨境资本活跃程度和变动方向却与那些资本账户较为开放的新兴经济体更为类似。

一、引言

本报告主要分析新世纪以来,中国和主要新兴经济体的资本流动之间的相关性,尤其是金融危机前后,中国和主要新兴经济体金融项目流动方面的相关性。

全球金融危机爆发以来,新兴经济体在全球经济和金融领域的重要性日益提高,尤其表现在新兴经济体所吸收的资本流入量的增长上。2009-2011 年间,共有超过 3 万亿美元的国际资本流入主要新兴经济体,其中中国是最重要的资本流入目的地之一。但是 2012 年以来,大规模的国际资本开始流出新兴经济体。国际资本的大规模流动对于新兴经济体的宏观经济政策制定产生了重要影响。

在 2008 年全球金融危机爆发以来,新兴经济体之间的表现差异性明显存在两个阶段。在 2012 年以前,各新兴经济体在国际资本流入方面表现较为一致。但是在 2012 年以后,不同新兴经济体之间在吸引国际资本方面的表现产生了很大的差异。尤其是随着美国量化宽松货币政策的逐步退出,部分新兴经济体遭遇了短期资本大规模流出的现象,而一些经济体则继续遭遇资本的流入。尤其是中国作为最大的新兴经济体,从 2012 年以来表现出了跟其他新兴经济体不一样的资本流入状况。(见图 1)这意味着不同新兴经济体的宏观政策要进行不同的调整来适应这种新的国际资本流动方式。这是本研究第一方面的意义。

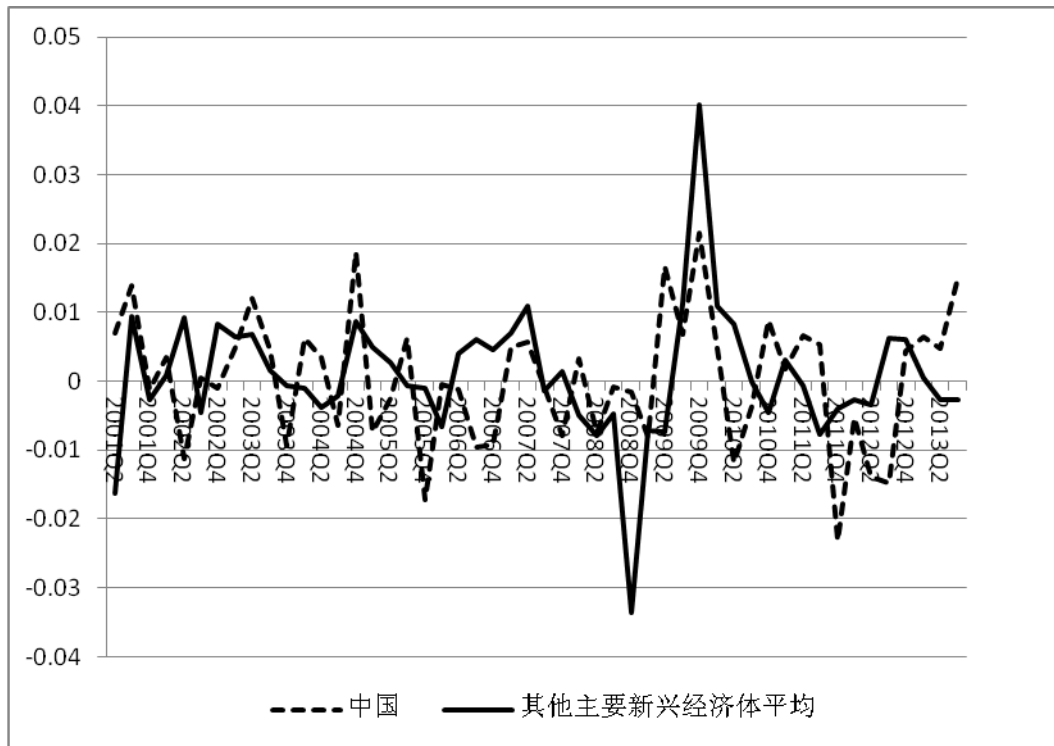


图1 中国和其他主要新兴经济体资本流入情况对比 (2001Q2-2013Q3)

注：1.使用证券投资和其他投资净流入占GDP比重（年化）来衡量资本流入规模；2.其他主要新兴经济体指的是除中国以外的E11国家（E11即G20中的新兴经济体，包括：阿根廷、巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非和土耳其）。

对于正在不断加大对外资本开放的中国经济来说，对新兴经济体间国际资本流动相关性的研究还具有第二方面的意义。通过对中国和其他新兴经济体资本流动相关性的研究，可以加深我们对中国在国际资本管理者中的角色的认知，即从国际资本管理者的角度来看，中国市场在其国际资产组合中起到怎样的作用。通过对中国和其他新兴经济体之间关系的研究，有助于让我们判别国际资本所有者对于中国市场投资行为的意图，从而有利于国际资本流动的管理。

在相关的研究方面，主要是从理论和实证两个角度来分别进行分析。首先，从理论上来看，国际资本流动取决于国际资本管理者的最优投资行为。这方面最早的研究源自对于国际资本资产定价模型(ICAPM)的研究，有代表性的研究包括Solnik(1974)、Stulz(1981)、Adler和Dumas(1983)、Brennan和Cao(1997)等。其次，在实证研究中，国内外学者对于不同经济体之间的资本流动状况相关性也进行了很多检验。在国内，大家主要关注了中国和发达经济体之间的相关性，尤其是在股市价格方面波动和宏观经济状态之间的相关性，包括彭斯达和陈继勇(2009)、张兵等(2010)、丁剑平等(2009)、费兆奇(2011)。此外，还关注了金砖国家之间的宏观经济周期相关性等问题，如张兵和李翠莲(2011)。但是，对于中国和包括金砖国家在内的新兴经济体之间资本流动相关性的研究目前还比较少见。本文主要对中国和其他主要新兴经济体之间的金融项目流动方向的相关性进行分析。

二、中国和其他新兴经济体金融项目流入概况

这一节我们主要对中国和主要新兴经济体之间金融项目的主要状况进行简单对比分析。

首先进行两点简单说明。第一，是关于研究对象选择的说明。在 E11 中，由于沙特和印尼的可比数据序列较短，而且经济规模较小，因此在下面的分析中并不作为重点考察对象。为了跟中国进行对比，在下面的分析中，我们把剩下的 8 个主要新兴经济体（即阿根廷、巴西、印度、韩国、墨西哥、俄罗斯、南非和土耳其）简称为“E8”。我们所选取的新兴经济体虽然只有 9 个（含中国），但却具有很强的代表性，在 2013 年，这 9 个新兴经济体 GDP 占 E11 的 92.4%，达到 19.6 万亿美元。2013 年全部新兴和发展中经济体的 GDP 合计为 28.6 万亿美元。也就是说，虽然只有 9 个经济体，但是这 9 个经济体已经占据了全部新兴和发展中经济体经济总量的 68.3%，具有非常高的代表性。

表 1 样本国家选取

国家	2013 年 GDP (亿美元)	权重
阿根廷	4882	0.023
巴西	22429	0.106
中国	91814	0.434
印度尼西亚	8703	0.041
印度	18707	0.088
韩国	12218	0.058
墨西哥	12585	0.059
俄罗斯	21180	0.100
沙特阿拉伯	7453	0.035
土耳其	8272	0.039
南非	3508	0.017
E8+中国	195594	0.924
E11 合计	211750	1

数据来源：WEO 数据库。

第二，是关于我们所使用的研究数据。关于一个国家跨境资本流动情况的最主要分析工具是国际收支平衡表中的金融项目。国际收支平衡表的金融项目主要可以划分为三个子项，即直接投资(Direct Investment)、证券投资(Portfolio Investment)和其他投资(Other Investment)。一般认为，直接投资的流动性相对较差，因此其趋势变化不会过于剧烈；而证券投资和其他投资的变动可能会更为剧烈。

我们分别按照直接投资、证券投资和其他投资的顺序，对中国和 E8 国家的资本流入项目进行对比分析（见图 2 和图 3）。

首先对比直接投资。中国的直接投资基本上一直处于净流入状态，从 1998 年以来一直都是资本流入的最主要形式；虽然随着近年来中国对外投资的增加，直接投资净流入有所减少，但依然保持稳定状态。相比之下，虽然在 2004 年以前，直接投资也是其他新兴经济体资本流入的最主要形式，但是在 2004 年以后，证券投资和其他投资已经取代了直接投资，成为资本流入的最主要形式；而且，直接投资净流入的波动性要比中国大得多。

接下来对比证券投资。对中国来说，在 2003-2007 年，证券投资也成为重要的资本流动方式，但是此后就变得不再重要，尤其是在金融危机以后，波动性很小。而对于其他新兴经济体来说，证券投资则成为了金融危机以后最重要的资本流动波动的来源。

最后对比其他投资。对中国来说，其他投资一直是最重要的资本流动不确定性的来源，尤其是在金融危机以后；对于其他新兴经济体来说，其他投资的波动性则要小得多。

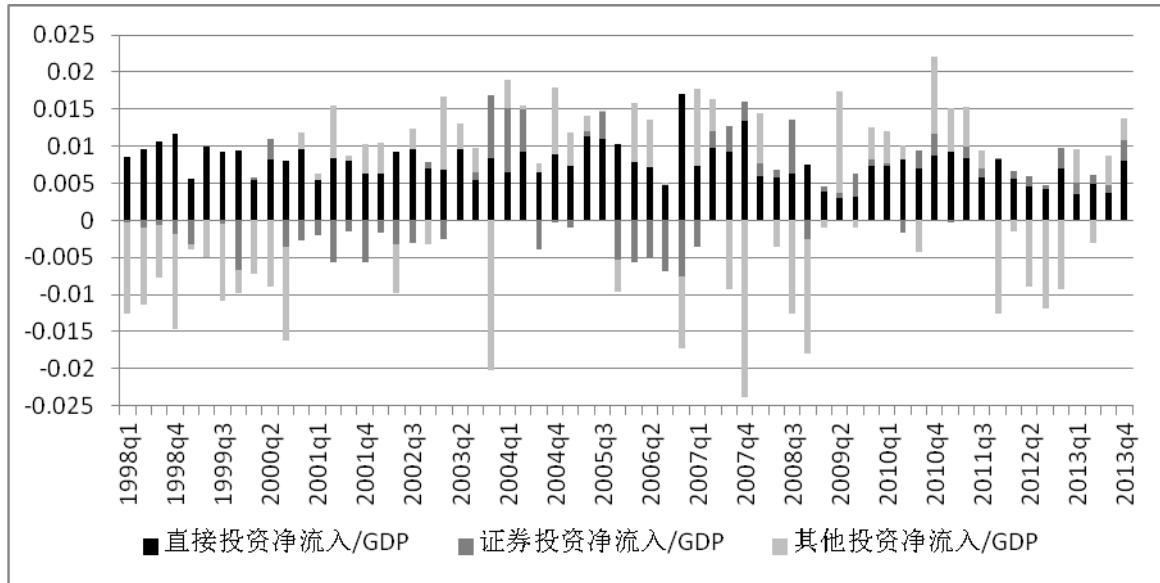


图2 中国金融项目流入构成（1998-2013）

数据来源：中国国际收支平衡表历史数据。

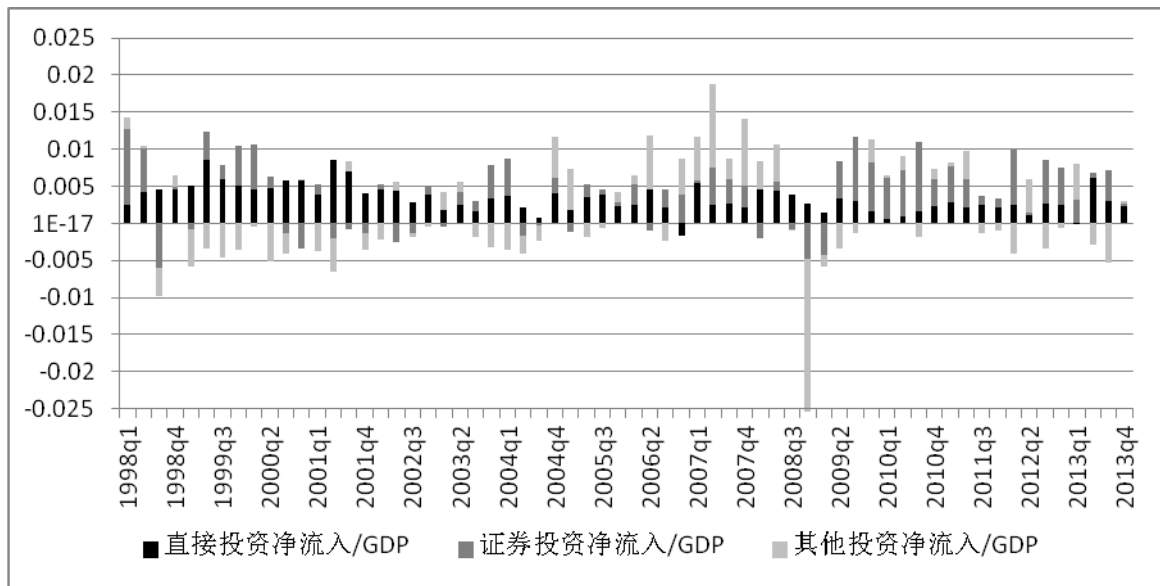


图3 E8国家金融项目流入构成（1998-2013）

数据来源：CEIC 数据库。

三、中国和其他新兴经济体资本流动相关性分析

3.1 整体资本流动的相关性

首先，我们分析整体金融项目余额的相关性。我们使用一个简单的方法来衡量资本流动的相关性。我们首先计算得到其他主要新兴经济体（E8）的季度金融项目余额/GDP的比重数据，然后使用其与中国的相应数据进行相关性分析，同时检验两者之间的统计显著关系。同时，选择以12个季度为周期进行滚动分析（选择其他周期的计算结果基

本相同)。分析结果见图 4。

其中，虚线表示两者之间的相关系数。可以看见，在 2002 年以前，中国和其他新兴经济体之间的资本流动方向是负相关的；在 2002 年到 2008 年第 2 季度之前，资本流动方向的相关性并不确定；但是到了 2008 年第 3 季度以后，两者之间就转向了显著的正相关关系，并且这种正相关关系在 2011 年 3 季度之前达到了高峰。关于统计显著性的分析结果（见左轴）可以得到同样的结论。

我们通过图 5 可以进一步验证以上结论。这一时期，双方资本流动方向的高度相关性主要体现在金融危机刚刚爆发时同时发生的资本大幅流出，以及在 2010 年以后同时出现的资本大幅回流。但是这种相关性在 2012 年以后明显减弱，两者的资本流动甚至还出现了一些相反的趋势。

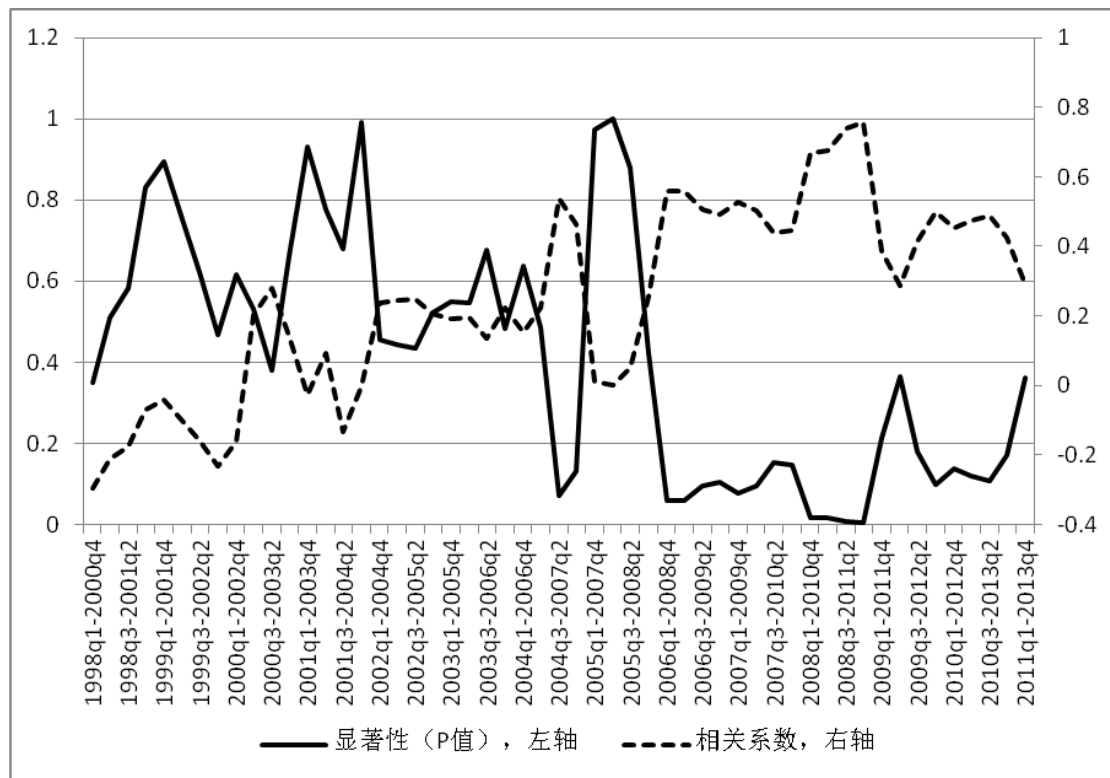


图 4 不同时间区间中国和 E8 国家资本流动方向相关性 (1998-2013)

注：虚线上的每一点表示相应区间内两者之间的相关系数；实线上的每一点表示相应区间内两者之间相关性检验的 P 值。以下同。

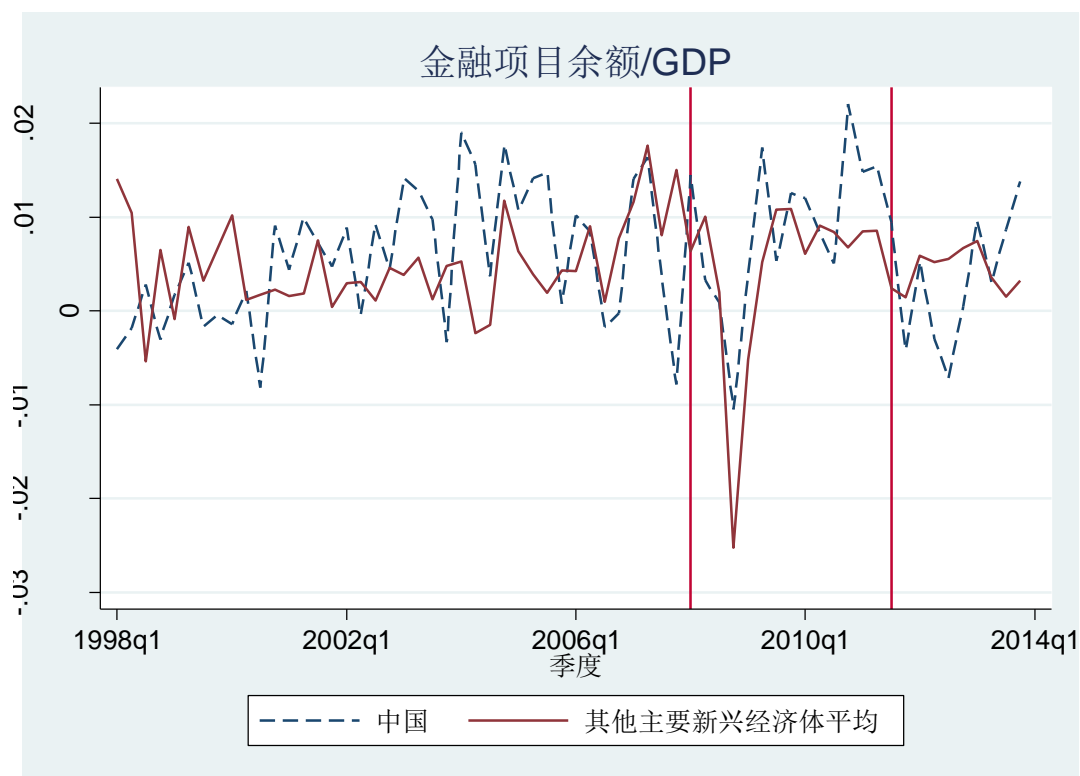


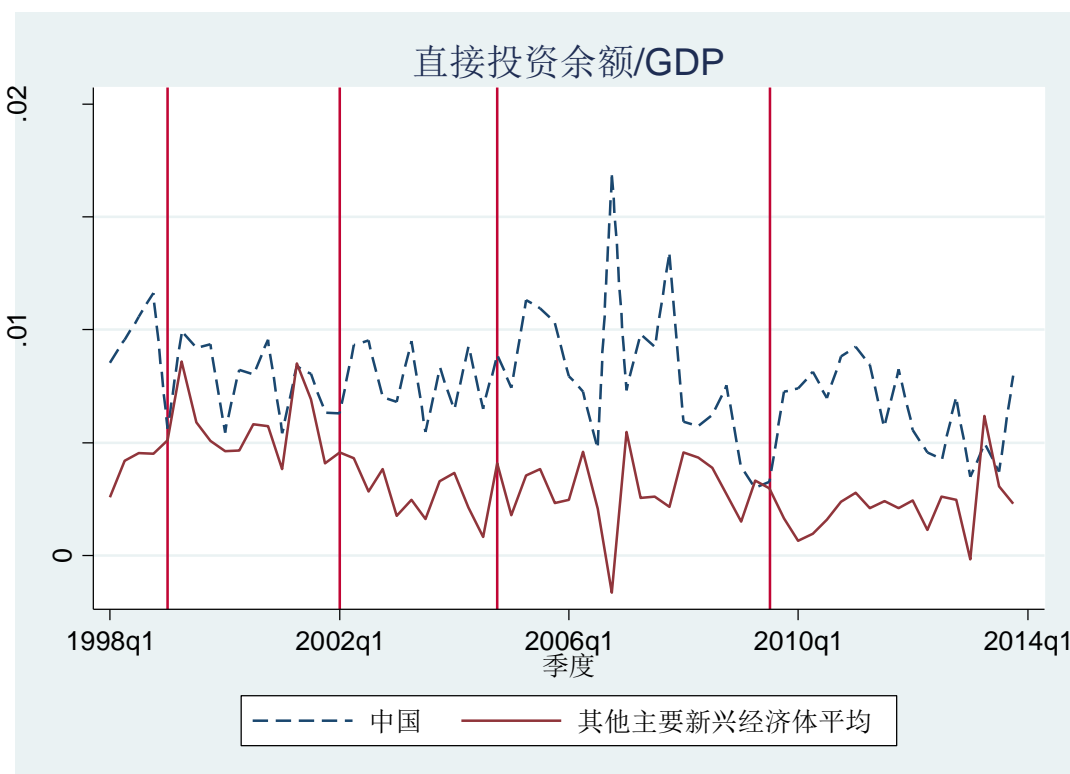
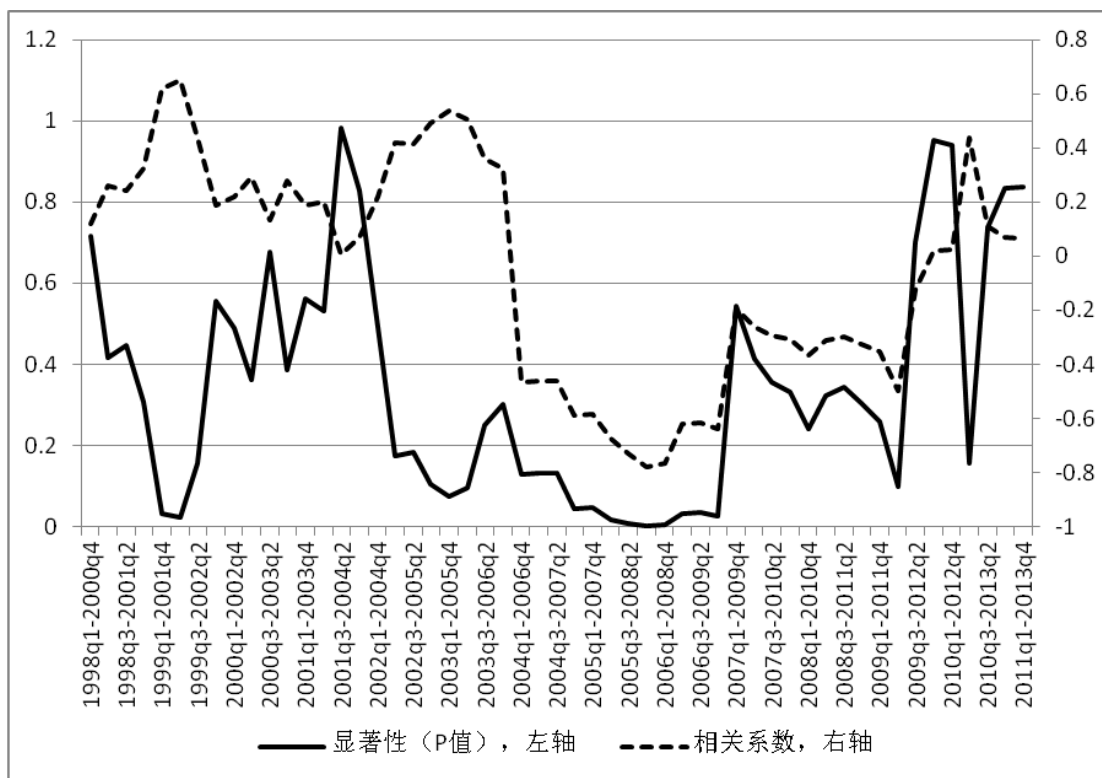
图 5 中国和其他主要新兴经济体资本流动方向

注：红线之间的区间为 2008 年第 1 季度和 2011 年第 3 季度，该区间内两者相关性检验的统计显著性低于 5%。

3.2 子项目资本流动的相关性

我们用同样的分析方法来对直接投资、证券投资和其他投资进行分析。

在直接投资方面（见图 6 和图 7），在 2004 年以前，两者之间存在正相关性，尤其是在 1999-2001 年间这种正相关性较强（在 5% 显著性水平上显著）。但是在 2004 年以后，双方的关系迅速从正相关性转变为负相关性，并一直持续到 2012 年。尤其是在 2005-2009 年区间，两者之间的负相关性在统计上非常显著（见图 6）。同样，根据图 7，我们可以对上述结果进一步确认，在金融危机爆发前后，中国和其他主要新兴经济体之间的直接投资显示出了较强的互补性，而且这种互补性一定程度上到今天依然存在。



度和 2009 年第 3 季度之间，上述区间内两者相关性检验的统计显著性低于 5%。

在证券投资方面，在 2005 年以前，两者之间存在很强的正相关性（见图 8 和图 9），但是在此后，虽然在某些时间段（如金融危机前后）仍然有一定的正相关性（见图 9），但是在大部分时间段内两者之间的相关关系并不明显。

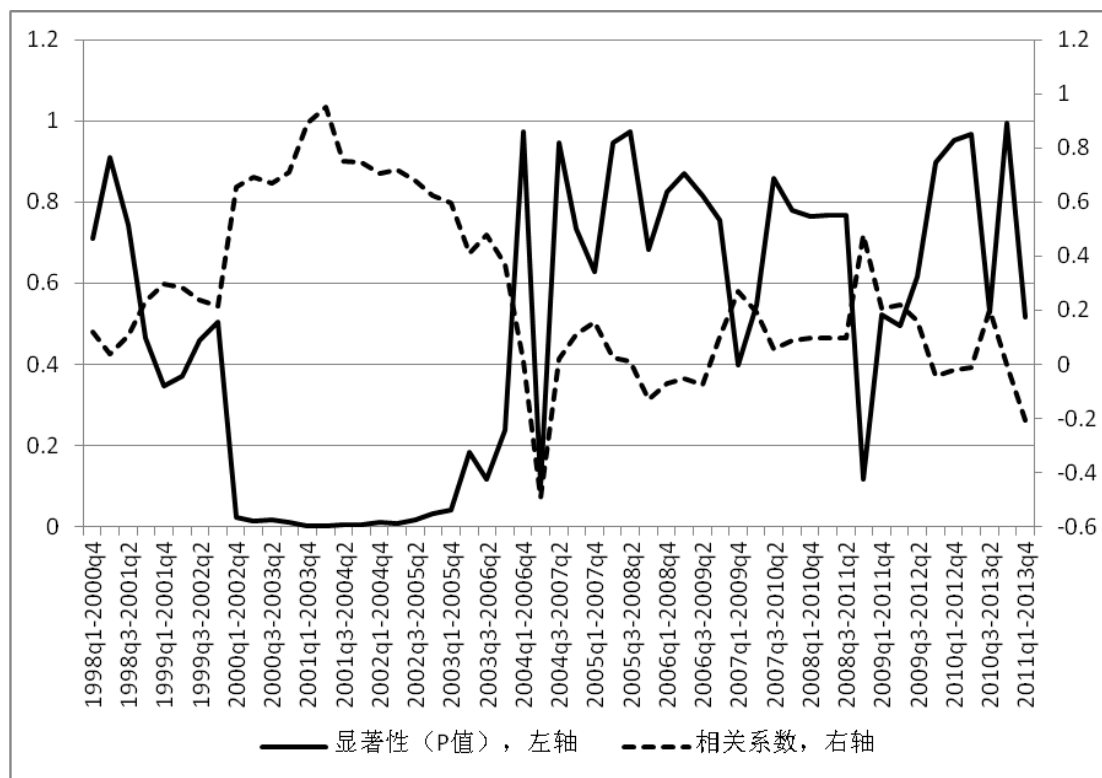


图 8 不同时间区间中国和 E8 国家证券投资流动方向相关性（1998-2013）

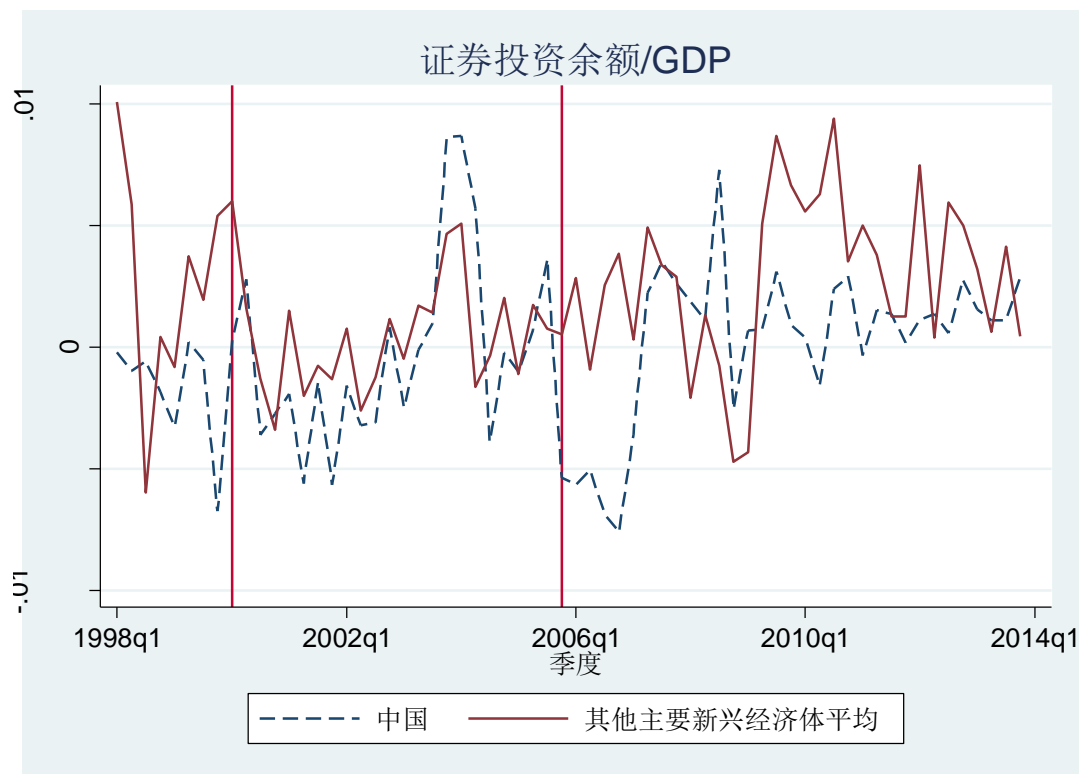


图9 中国和其他主要新兴经济体证券投资流动方向对比

注：红线之间的区间为2000年第1季度和2005年第4季度之间，上述区间内两者相关性检验的统计显著性低于5%。

最后，在其他投资方面（见图10和图11），在2008年金融危机以前和以后，虽然在大部分时间两者之间呈现正相关关系，但是这种相关程度并不强（均没有达到5%以下的统计显著性）。但是在危机期间及稍后的一两年，即2008年第3季度和2011年第4季度之间，两者之间呈现出了高度的正相关性。

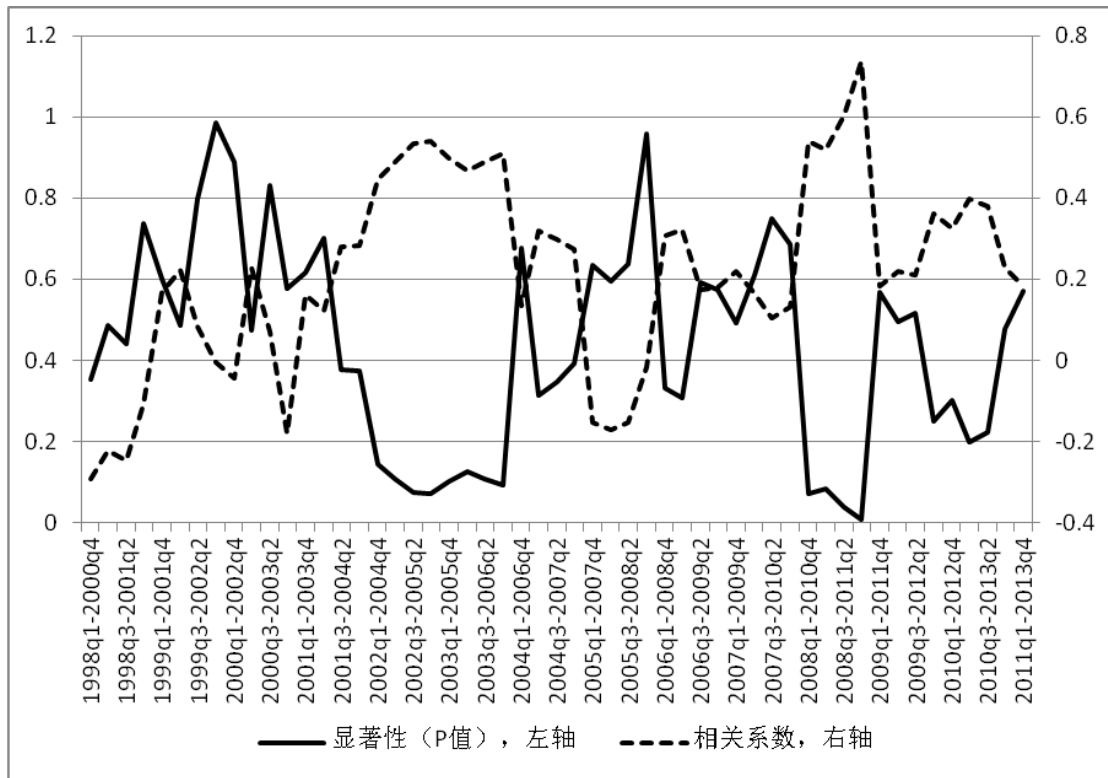


图 10 不同时间区间中国和 E8 国家其他投资流动方向相关性 (1998-2013)

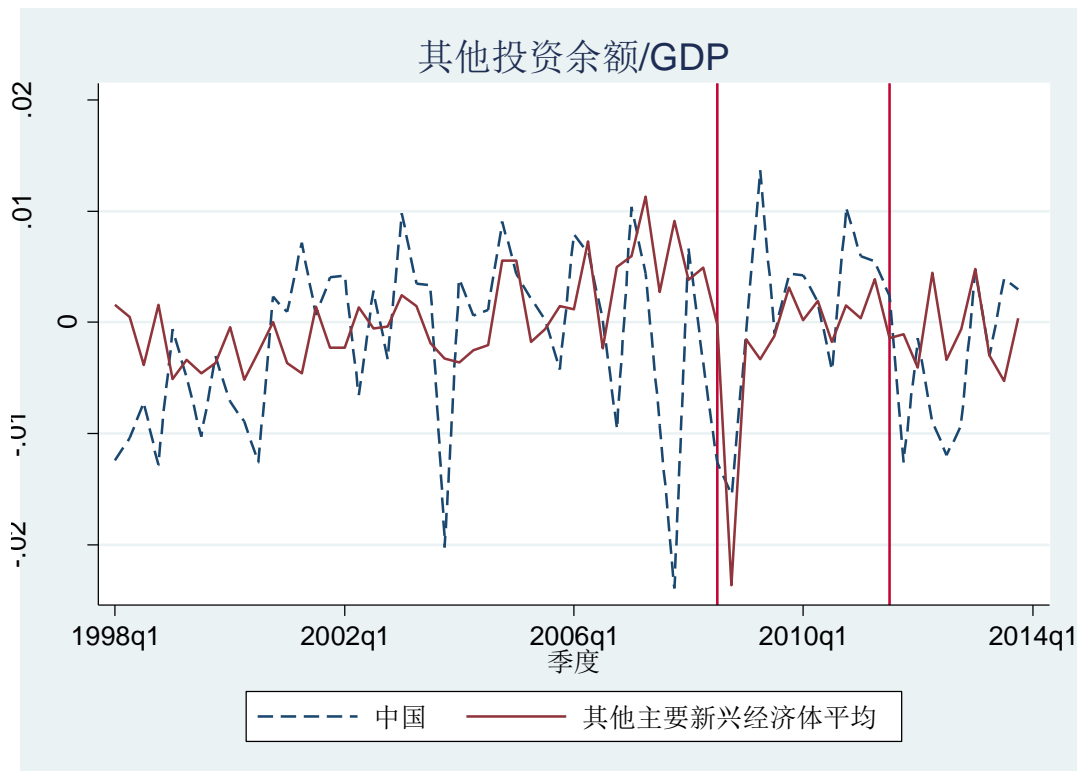


图 11 中国和其他主要新兴经济体其他投资流动方向对比

注：红线之间的区间为 2008 年第 3 季度和 2011 年第 4 季度之间，上述区间内两者相关性检验的统计显著性低于 5%。

通过对以上结果进行总结分析，可以发现，在不同类别项目中，中国和其他新兴经济体之间的关系存在很大差异。在流动趋势最稳定的直接投资项目中，中国在大部分时间实际上跟其他经济体之间是负相关的关系。而在证券投资中，虽然大部分时间两者处于正相关关系，但是这种关系在危机前后并不显著。而在其他投资中，虽然大部分时间两者关系并不确定，但是在危机前后却显示出了非常强烈的正相关关系。由于在 2005 年以后，其他投资是中国资本流动方向变化的最大驱动力，所以正是由于其他投资方面的影响，使得中国和其他新兴经济体的整体资本流动在金融危机前后出现了显著的同步性。同样，随着这种同步性在 2012 年以后的消退，中国和其他新兴经济体的资本流动同步性在 2012 年以后也有所减弱。

3.3 关于未来的展望

我们通过从直接投资、证券投资和其他投资分别分析未来中国和其他新兴经济体资本流动相关性的变化趋势。

在直接投资方面，随着中国对外直接投资的增加（而且有很多是投向了其他新兴经济体），这意味着中国很可能在未来一段时间后成为新兴经济体的主要直接投资来源地（UNCTAD, 2014）。因此，在未来，中国和这些新兴经济体在直接投资方面的互补性会不断增强，因此资本流入的负相关性在未来可能会重现并进一步加强。

在证券投资方面，随着中国证券市场的进一步开放，以及一些国际投资者正在开始考虑把中国证券市场纳入其全球投资组合中，这就意味着将来中国和其他新兴经济体在证券投资方面的同步性可能加强。

在其他投资方面，随着中国在国际金融市场上地位的增强，中国很可能在未来成为新兴经济体贷款的重要来源，因此两者在其他投资吸引资金方面的互补性也会加强，因此在不爆发严重金融危机的情况下，两者在其他投资资本流入上面的负相关性有可能增强。

综上，虽然在证券投资方面，中国和其他新兴经济体的同步性有可能增强，但是随着中国企业和中国金融机构在国际市场上地位的增强，中国会逐步成为新兴经济体直接投资和其他投资资金的重要来源，这意味着在直接投资和间接投资方面两者的互补性会增强。因此，整体来看，金融危机期间两者资金流动方向高度同步的现象在未来可能不会重现，中国和主要新兴经济体之间的资金流动将会趋于不同步。

四、不同资本开放程度国家的区别

为了区分中国 and 不同类型新兴经济体之间的关系是否存在区别。在新兴经济体中，影响资本流动相关性的一个重要因素在于他们在资本账户开放程度上的差别。我们根据 Schindler(2009)的分析，按照不同国家资本账户的开放程度，尤其是对于资本流入的开放程度，把这些国家分成两类。第一类是资本账户开放程度较高的经济体，包括韩国、巴西和土耳其；第二类则是开放程度较低的经济体，包括阿根廷、印度、印尼、墨西哥和南非（见表 2）。根据这个分类，中国的资本账户开放程度在主要新兴经济体中是最低的。

按照跟第 3 节相似的方法，我们分别把中国和资本账户开放程度较高的经济体（开放经济体），以及资本账户开放程度较低的经济体（封闭经济体）进行对比。

表 2 主要新兴经济体资本账户开放程度对比（2005 年）

经济体	资本账户开放程度	其中：	流入	流出
韩国	0.13		0.00	0.25
巴西	0.25		0.17	0.33
土耳其	0.25		0.00	0.50
墨西哥	0.46		0.42	0.50
南非	0.63		0.42	0.83
阿根廷	0.88		0.75	1
印度	0.96		0.92	1
俄罗斯	1		1	1
中国	1		1	1

数据来源：Schindler(2009)，数值越低代表开放程度越高。

4.1 中国跟封闭经济体对比

把中国跟封闭经济体对比，可以发现两者之间的相关系数一直都不高，没有显示出显著相关的时期，并没有任何一个区间的相关性显著度低于 5%以下（见图 12）。通过图 13 可以更明显地看出来，两者虽然在 2008 年以后走势一致性有所增强，但是相关程度依然不大。

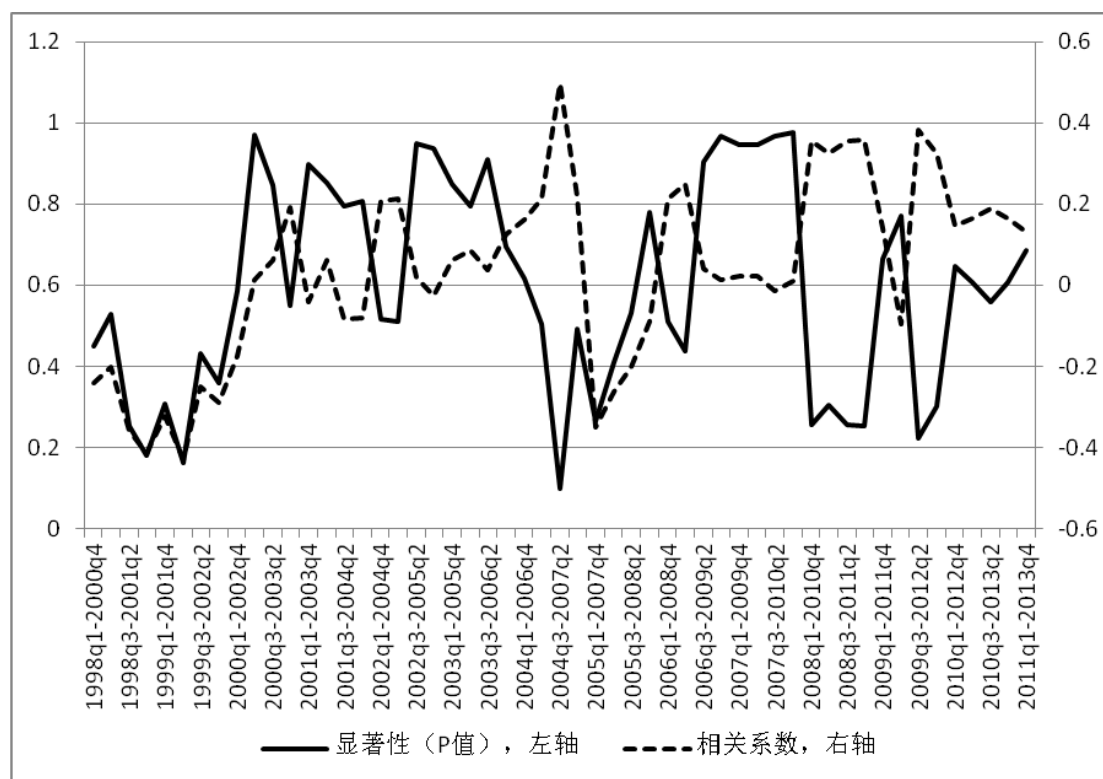


图 12 不同时间区间中国和封闭经济体资本流动方向相关性（1998-2013）

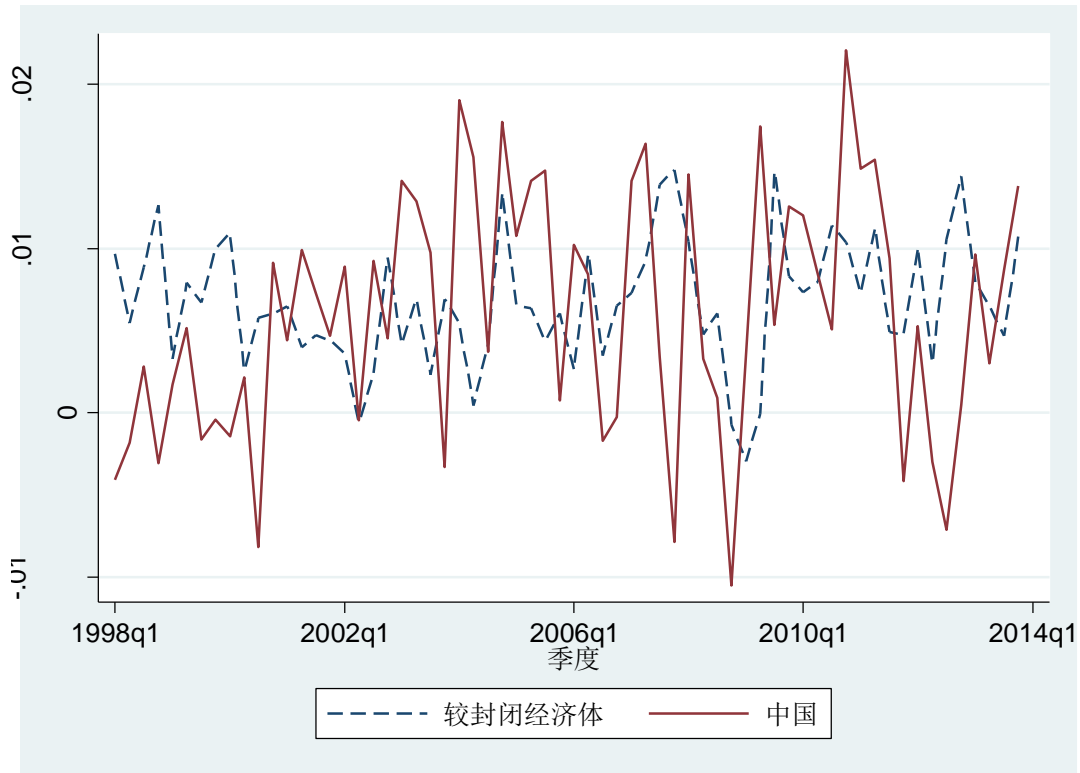


图 13 中国和封闭经济体资本流动方向对比

4.1 中国跟开放经济体对比

但是，中国跟开放经济体的对比结果则有很大的不同（见图 14 和图 15）。可以看出，从 2003 年开始两者之间就存在正相关关系，这种关系在金融危机前后尤其明显，相关性检验的显著性一直在 5% 以下。

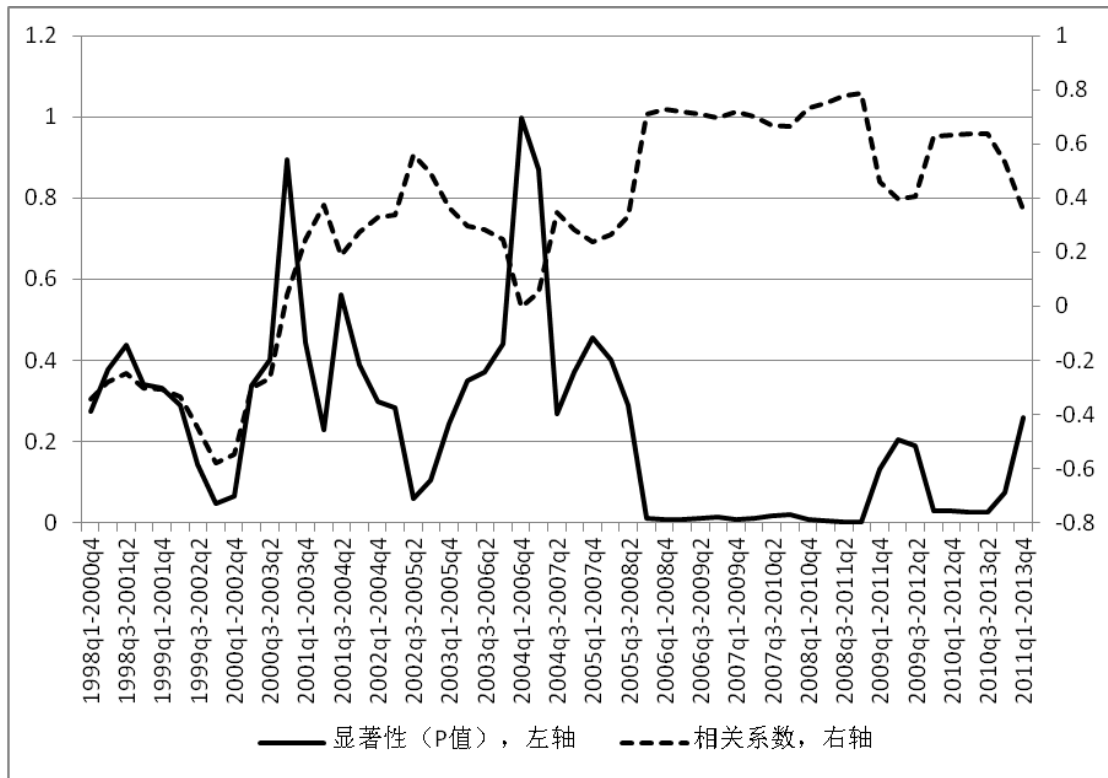


图 14 不同时间区间中国和封闭经济体资本流动方向相关性（1998-2013）

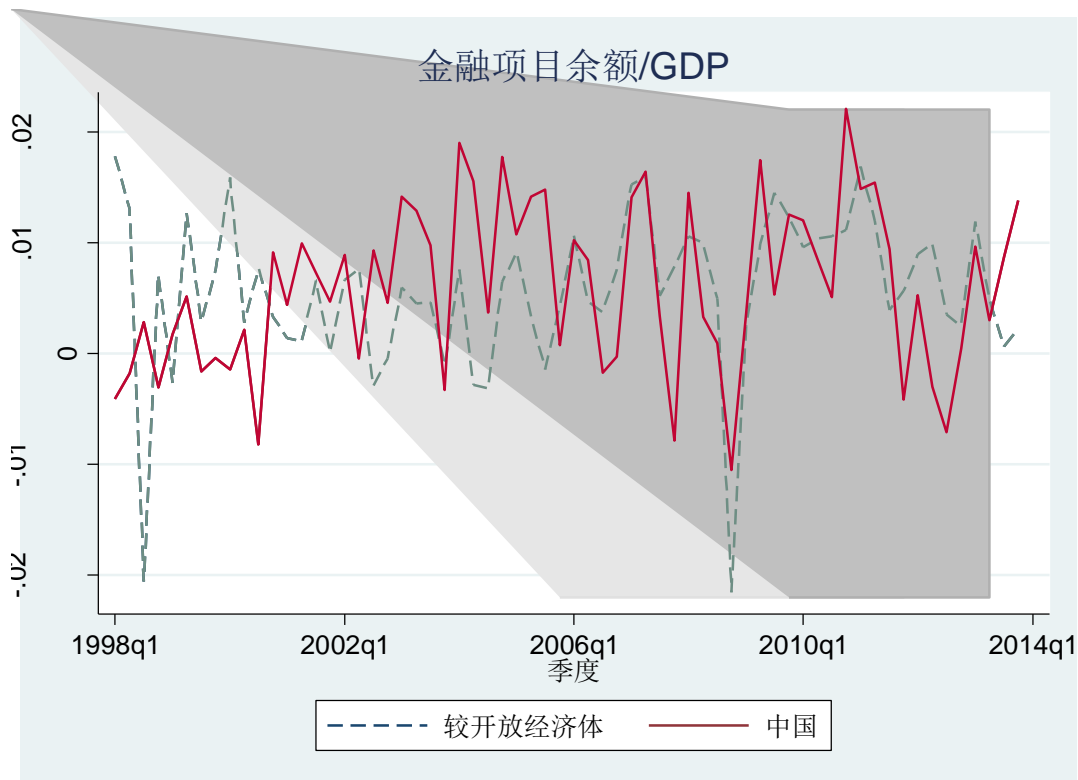


图 15 中国和开放经济体资本流动方向对比

注：阴影区间分别为 2005 年第 4 季度和 2011 年第 3 季度之间，以及 2009 年第 4 季度和 2012 年第 2 季度之间，上述区间内两者相关性检验的统计显著性低于 5%，并且存在部分重叠。

那么主导两者之间相关性的主要力量是什么呢？通过图 16 的分析可以发现，正是在金融危机以后，在证券投资，尤其是其他投资资本流动方向上的高度重合，使得中国和开放经济体之间的资本流动方向出现了如此之高的重合度。



图 16 中国和开放经济体资本流动方向分项目对比

综上，通过把中国 and 不同开放程度的经济体进行对比，总体上来看，我们发现在金融危机前后，中国和高度的新兴经济体的资本流动方向重合度更高。尽管根据 IMF 的条文和规定来看，中国的资本账户开放程度较低，但是中国的跨境资本活跃程度和变动方向却与那些资本账户较为开放的新兴经济体更为类似。

五、总结

本文主要对新世纪以来中国和其他主要新兴经济体的资本流动情况进行了对比分析。本文得到如下主要结论：

(1) 对于中国来说，其他投资一直是最重要的资本流动不确定性的来源，尤其是在金融危机以后；对于其他新兴经济体来说，资本流动不确定性的来源则要广泛得多，直接投资、证券投资和其他投资都会发生大幅变化。

(2) 中国和其他主要新兴经济体的资本流动方向在危机前后高度相关，但是在危机前，以及 2012 年以来相关性并不高。导致这一现象的主要原因是其他投资这一项目的波动方向在金融危机前后出现了高度的一致性。

(3) 在直接投资方面，大部分时期中国跟其他新兴经济体都存在互补性，而且这种互补性在未来可能会进一步增强。

(4) 尽管中国名义上的资本账户开放程度较低，但是中国的跨境资本活跃程度和变动方向却与那些资本账户较为开放的新兴经济体更为类似。