

理解国际资本的流动：特征和趋势

赵勇 张明霞

摘要：国际资本流动的方向、规模、以及方式的发展变化在很大程度上反映了国际经济关系的变化。本文重点讨论了金融危机前后国际资本的流动特征。结果发现，金融危机的发生和美国货币政策的变化的确对国际资本的流动格局产生了一定影响，但其并未引起国际资本流动格局根本性的变化。国际资本流动的双循环特征，以及美国在国际资本输出和流入的地位都没有发生根本改变，而未来美国货币政策的趋紧也更多是在短期内对国际债券资本的流动产生影响。

关键词：国际资本 美国货币政策 金融危机

一、引言

为应对 2008 年金融危机，刺激经济增长，美国先后推出多轮量化宽松货币政策，尽管不断有学者质疑美联储的量化宽松货币政策究竟对美国经济复苏产生多大有利影响，但是从主要经济指标来看，美国经济正在稳定复苏，并且经济增长动能持续增强。如图 1 所示，美国国内生产总值在 2008 年第四季度经历了 7.7% 的下降以后，美联储在当年 11 月 25 日旋即推出首轮量化宽松政策。在 2010 年 3 月首轮量化宽松政策结束之前，美国国内生产总值季度增长率已经由负转正，并且成上升的趋势。最近公布的 2014 年第二季度的增长率更是达到了 6.8%，创 2008 年第一季度以来新高。失业率在 2009 年 2 月份曾高达 10.2%¹，之后一直呈下降趋势，今年 9 月份已降至 5.9%。通胀水平一直处于低位，2014 年 2 月 CPI 同比仅为 1.1%。

¹ 数据来源于美国劳工部统计局 (www.dol.gov)，下同。

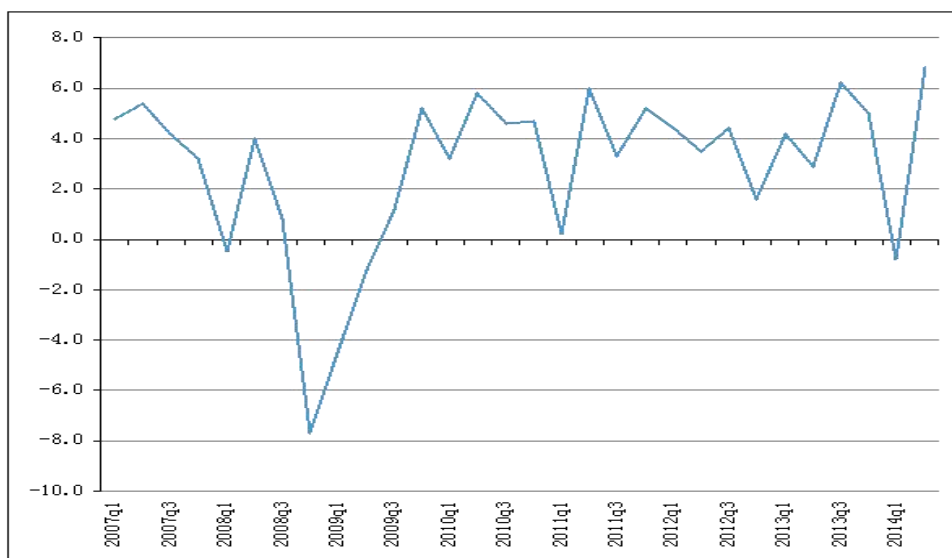


图 1 美国 GDP 季度增长率 (%)

数据来源：美国经济分析局 (www.bea.gov)

从以上指标看出，量化宽松货币政策的确推动了美国经济复苏，而在美国经济整体复苏趋势得以确立的背景下，美国货币政策的收紧将成为一种必然。考虑到美元的国际货币地位，伴随着美国货币政策的变动，不同国家不同资产的收益率将出现变化，而这又会引起国际资本流动规模和流动方向的变动。事实上，当美国量化宽松政策退出信号刚发出时，印度、巴西经济都出现明显动荡，大量资金流回美国，导致这些国家的主要货币出现较大幅度的贬值。在这样的背景下，本文的主要目的就在于从流动规模、流动方向、流动特征方面就金融危机后国际资本流动格局的整体特征以及未来变化的方向进行讨论。具体分析时，鉴于美国在世界经济中的重要地位以及数据来源的限制，我们重点对流入和流出美国的资本进行讨论。

二、国际资本流动状况的整体分析

1、世界整体的资本流动格局

对比金融危机发生前后国际资本流动格局的变化，我们可以看到 2008 年金融危机发生前，资本的净输出主要来自于发达经济体，并呈现扩张趋势（见图 2）。金融危机发生后，国际资本流动发生逆转，发达经济体一度从资本净输出转变为资本净输入。之后，由于发达经济体经济复苏前景不明，在多个国家量化宽松货币政策实施的背景下，其又回到资本净输出国的角色。从 2012 年开始，

随着发达经济体稳步复苏以及市场对量化宽松政策退出的预期，资本又纷纷流向发达经济体，2013年一度飙升到2959亿美元，创2006年以来新高。新兴市场的资本流动恰好和发达经济体相反。金融危机发生前吸引大量国际资本流入，2006年吸引6187亿美元的国际资本。金融危机发生后，由于新兴市场增速放缓，加之资本的避险需求，大量国际资本回流到发达经济体。2009年到2012年，发达经济体推出的量化宽松政策导致国际资本重新流向新兴市场。整体来看，发达经济体和新兴市场的国际资本流动规模绝对差异逐渐缩小。根据IMF的预测，2015年新兴市场吸引国际资本1924亿美元，流入发达经济体的国际资本达1820亿美元，两者仅差104亿美元。

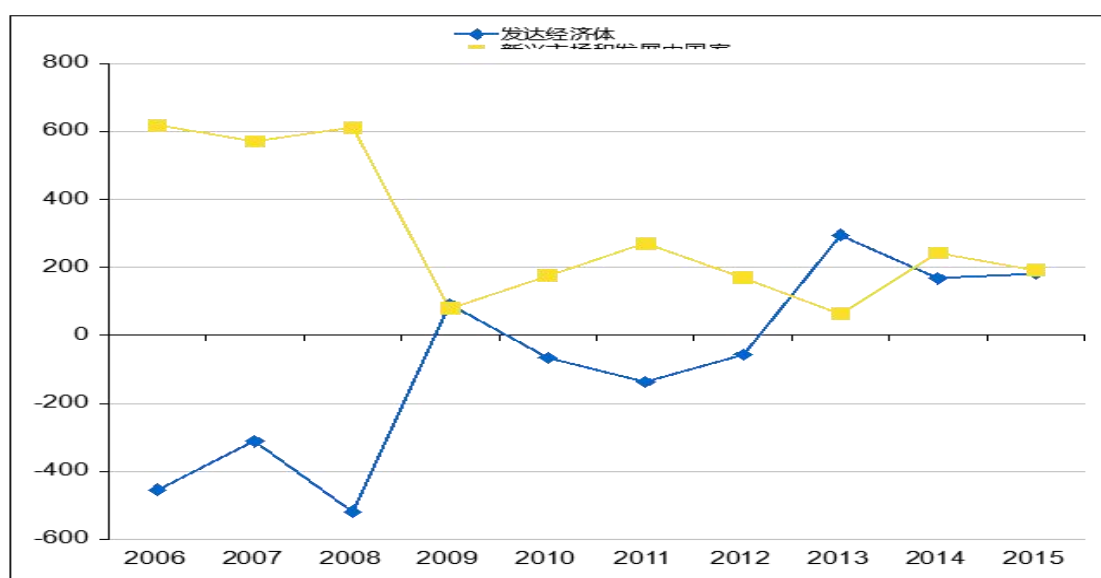


图2 发达经济体和新兴市场经济体国际资本流量对比（单位：10亿美元）

数据来源：IMF2014世界经济展望数据库

注：2014和2015年为预测值

2、美国资本流动状况的变动

多年来，美国市场被认为是“风险避难所”。美国在事实上起着国际资本流动的枢纽作用，即一方面吸收大量的国际资本，另一方面进行大量的对外直接投资和证券投资。美国资本流入和流出额分别占全球总额的三分之一和五分之一。它的资本流入流出的变化在相当程度上反映了国际主要投资机构全球投资策略的调整。从图3可以看出，金融危机发生后，伴随着美国金融市场的动荡，流入以及流出美国的资本规模都出现了一定程度的下滑。但伴随着美国金融市场的趋于稳定以及世界经济的不断复苏，到2011年，美国持有的国外资产

规模已经基本恢复到危机前的水平。

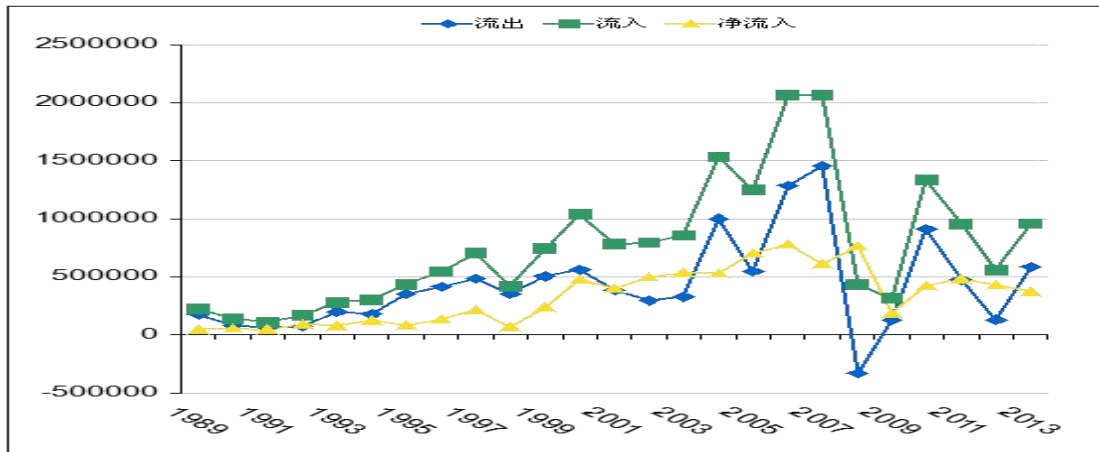


图3 美国资本头寸变化情况（单位：百万美元）

数据来源：美国经济分析局（www.bea.gov），下同

（1）美国资本流动的地区结构

在美国资金流动规模变动的同时，流入和流出美国的地区结构也发生了变化。在资本流出方面（见图4），金融危机前，美国主要的资本输出地是欧洲以及临近的加拿大和拉美地区，虽然涨跌互现，但总体来看，美国流向这些国家和地区的资本呈现上涨趋势。而流入亚太地区的资本变化则相对平稳，在2007年出现大幅下跌。2008年初，金融危机发生以后，美国传统的资本输出地区欧洲和拉美等国变成了资本来源国。此时，亚太地区一枝独秀，成了美国主要的资本输出地区。2008年以后，亚太地区一直是美国资本的主要输出地区，这是由于发达国家采取的量化宽松政策使资本纷纷流向货币不断升值的新兴市场。另外新兴市场相对发达地区较高的经济增长率，也吸引了大量的国际资本包括美国资本的流入。随着欧债危机的解决以及欧洲经济复苏，流向欧洲地区的资本不断增加。在连续推出两轮量化宽松货币政策后，美元泛滥同样造成拉美地区国家如阿根廷、巴西、墨西哥货币大幅升值，导致2010年流向拉美地区的资本大幅增加。从资本流入方面来看（见图5）金融危机前后，虽然流入美国的资本规模有所减少，但是流入美国的资本地区构成并未发生显著变化。欧洲和亚太地区一直是美国主要的资本来源地区。并且在2008年金融危机期间，来自亚太地区的资本规模不减反增。

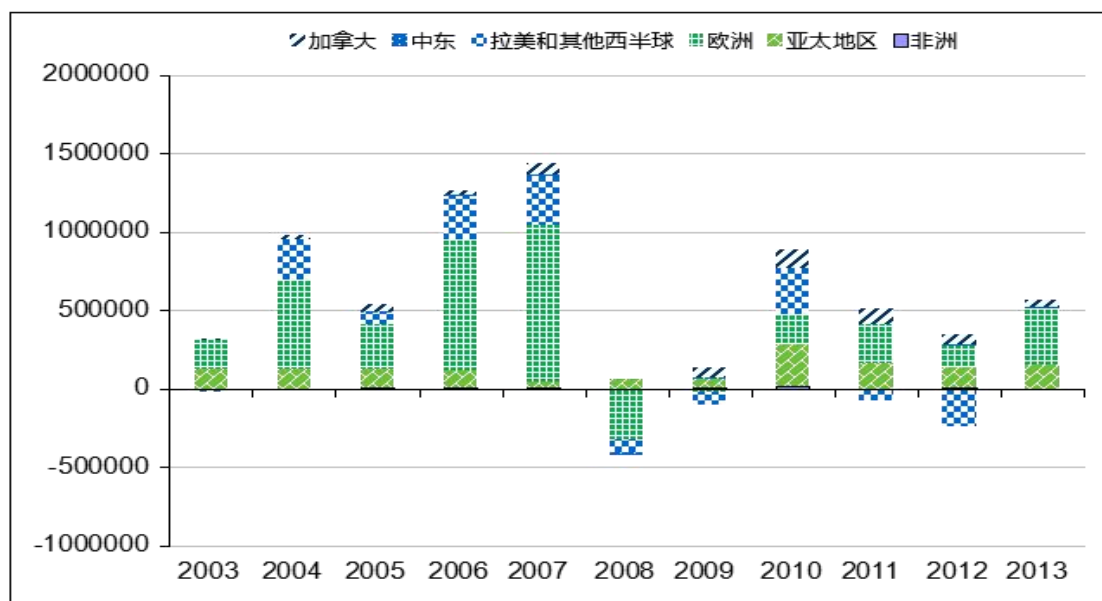


图 4 从美国流出的资本地区构成 (单位: 百万美元)

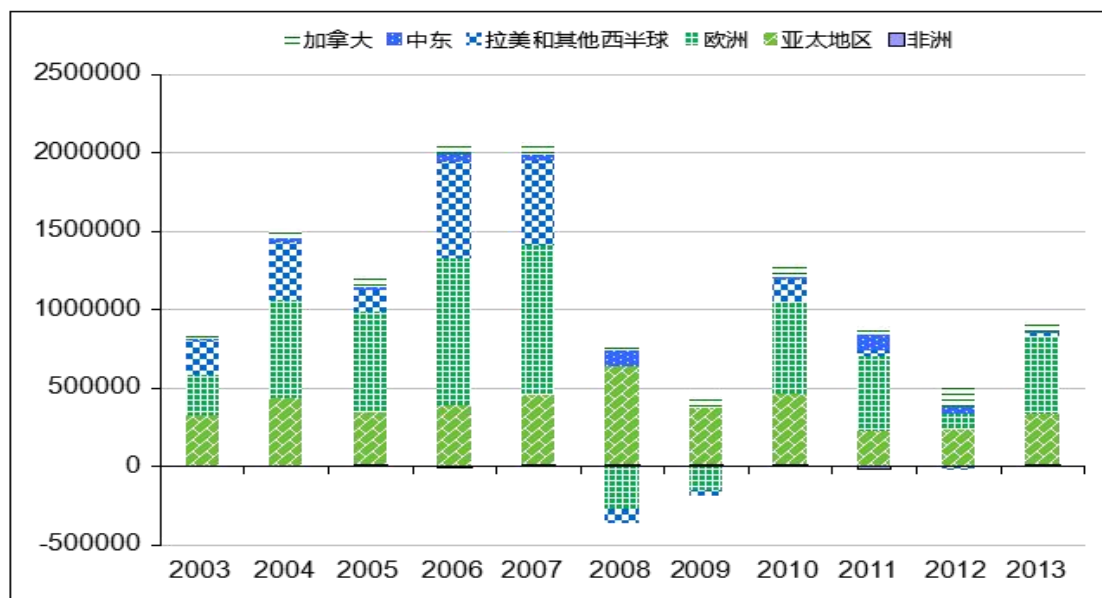


图 5 流入美国的资本地区构成 (单位: 百万美元)

(2) 美国资本流动的风险结构

虽然金融危机的发生影响了资本流入和流出美国的规模，但从资本流动的结构来看，金融危机的发生并没有根本改变资本流动的风险结构和收益结构。从图 6 可以看出，在流入美国的资本构成中，债券资本特别是以政府国债为主要载体的资本流动是最为主要的资本流动形式。在 2002-2011 年期间，债券投资占整个美国资产投资的比重一直在 67% 以上，金融危机发生后，在流入美国的资本规模没有发生巨大变化的情况下，债券投资所占的比重却出现了增加，

在最高的 2008 年，流入美国 77.5% 的资本都是债券投资，说明即便在美国金融危机时期，美元债券资产仍然是最具吸引力的投资工具。相反的情形出现在美国对外的资本输出结构中，从图 7 可以看出，与流入美国的资本结构恰好相反，在美国对外资本输出的过程中，股权投资是最为主要的形式。在 2003-2011 年期间，股权投资占美国对外证券投资输出的比重一直在 65% 左右，虽然这一数值在金融危机后有所下滑，但是下滑幅度不大。因此，综合图 5 和图 6 的情况，我们发现流入美国的资本是风险和收益都相对较小的债券投资，而流出美国的资本是风险和收益都相对较高的股权投资。在这样一种资本的双向循环过程中，即便不考虑资本流动对美国产业结构调整间接收益，单以资本收益率来看，美国也有超过 10 个百分点的资本收益(Gourinchas and Rey, 2005)。

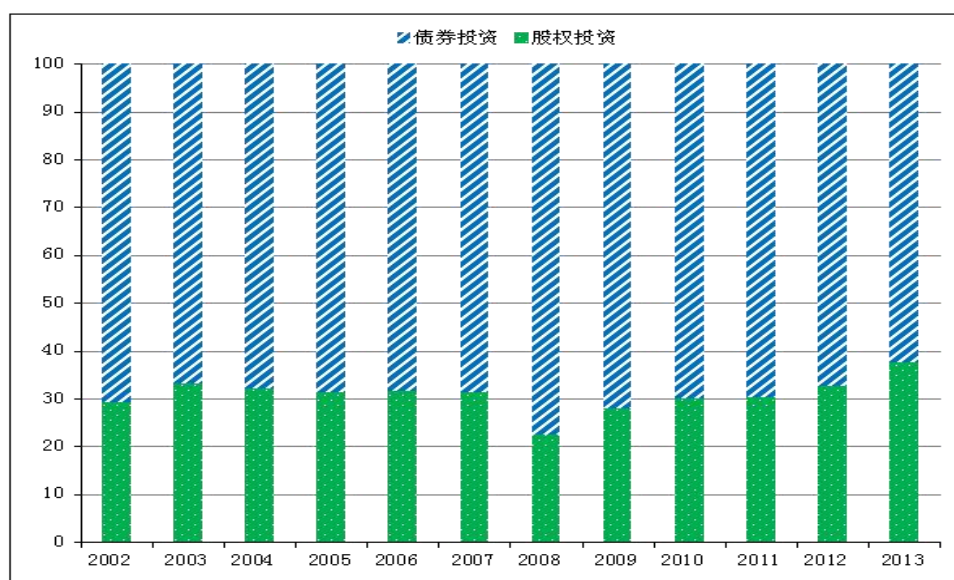


图 6 国外持有的美国资产结构（单位：%）

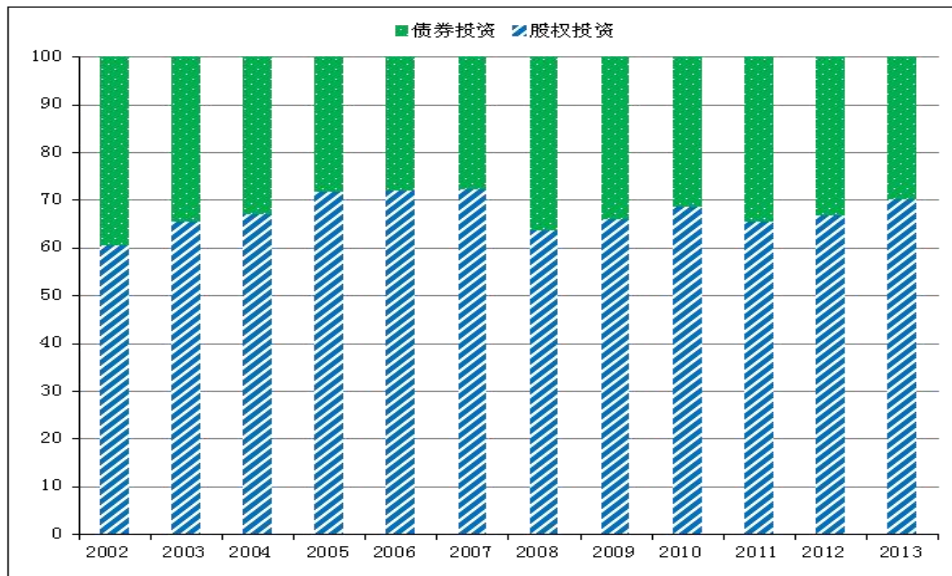


图 7 美国持有的国外资产结构 (单位: %)

三、国际直接投资流动的特征

1、国际直接投资流动的整体状况

直接投资 (Foreign Direct Investment, FDI) 是国际资本流动形态中的一种重要形式。二战后至 20 世纪 70 年代, 直接投资一直是国际资本流动的主要形式, 且直接投资主要发生在发达国家之间。从直接投资流出量来看 (见图 8), 发达经济体一直占绝对优势, 2003 年高达 89%, 此后虽有所下降, 但仍占世界直接投资流出总量的一半以上。从流入量来看 (见图 9), 金融危机发生前, 发达国家一直是吸引直接投资的主体, 但是和发展中国家吸引直接投资的差距逐渐缩小。金融危机以后, 发达国家吸引直接投资的规模逐渐缩减, 发展中国家成了吸引直接投资的主体, 2012 年发展中国家首次超过发达国家, 成为外商直接投资最青睐的目的地。

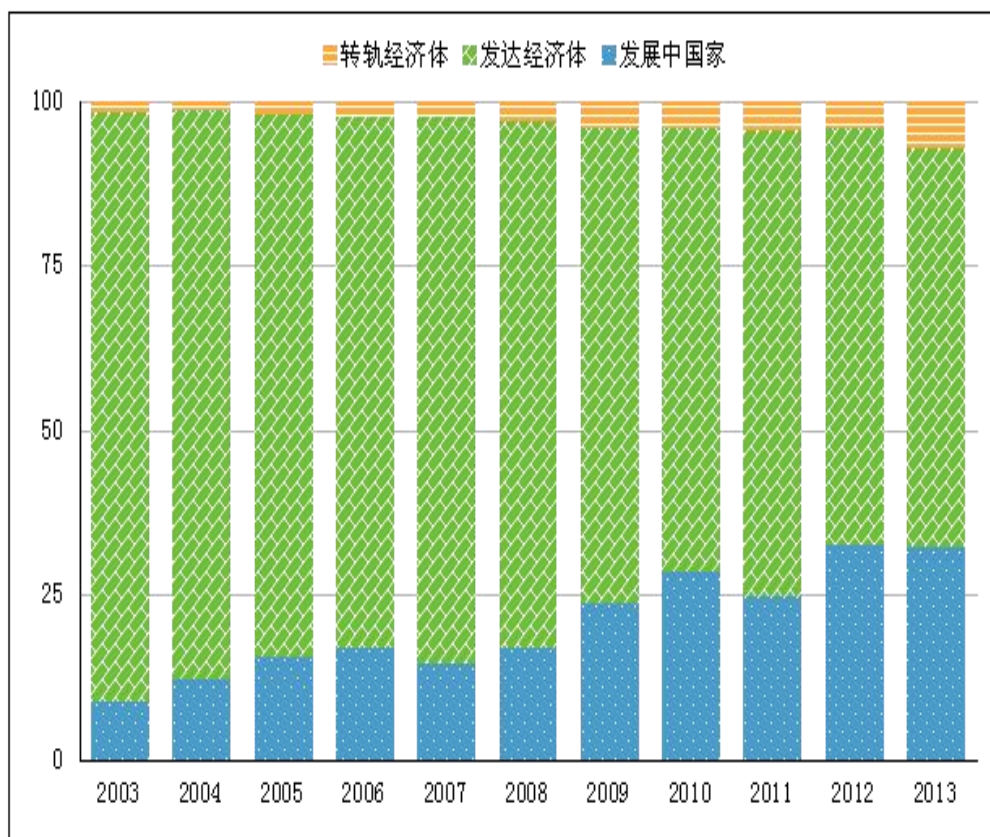


图 8 发达经济体和新兴市场经济体 FDI 流出量百分比 (单位: %)

数据来源: 联合国贸发会统计数据库(unctadstat.uncata.org)

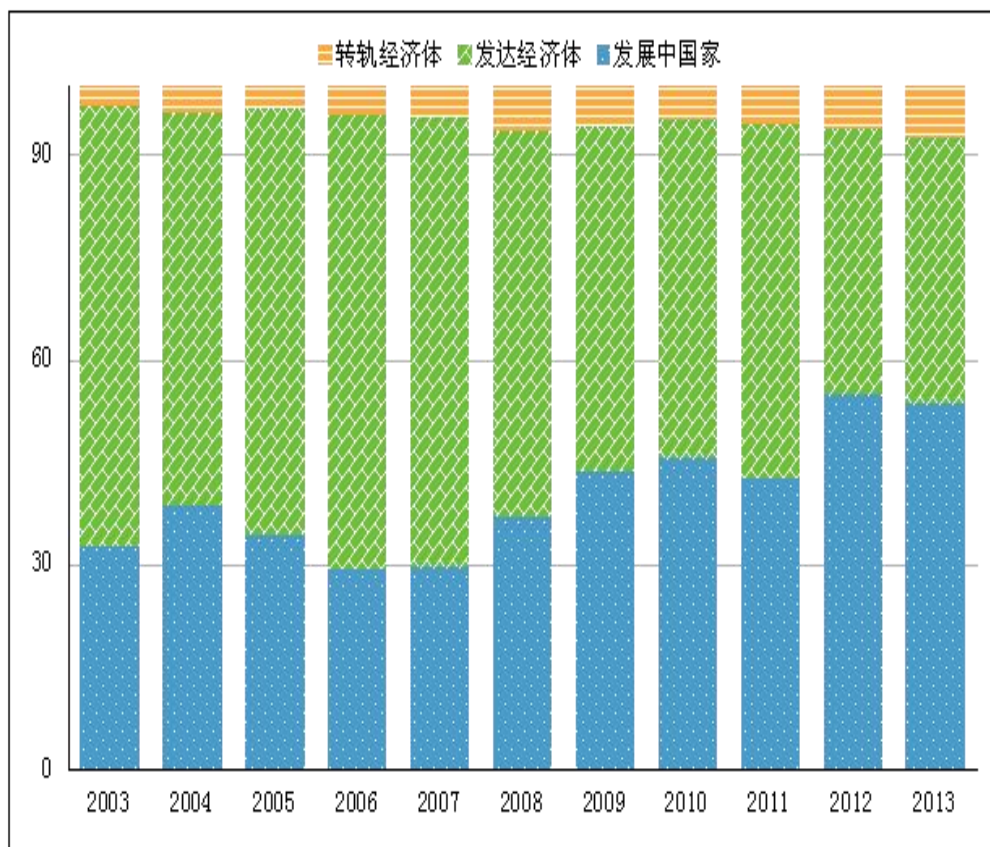


图9 经济体和新兴市场经济体 FDI 流入量百分比（单位：%）

数据来源：联合国贸发会统计数据库(unctadstat.uncata.org)

注：2011年为99.9999%。

2、美国直接投资流动的整体状况

在对外直接投资和吸引外商直接投资方面，美国一直高居世界各国榜首。金融危机前后，美国 FDI 的流出量和流入量变化趋势基本一致（见图 10）。在 2007 年以前，除 2005 年有小幅下跌外，基本保持稳定上涨趋势。金融危机发生初期，二者规模均大幅缩减，但是 FDI 流出量下跌幅度更大，这也导致美国在考察期（2003-2013）内，唯一一年成为 FDI 的净流入国。之后，FDI 流出量和流入量均开始回升，2009 年甚至超过危机前水平。随后开始下跌，从 2011 年起又开始恢复上涨趋势。整体来看，美国一直是 FDI 的净流出国，这和美国世界金融中心的地位是分不开的。外围国家一直对美国等中心国家存在融资依赖。不论是已经完成工业化的新兴工业经济体如韩国、新加坡还是正在发展的新兴市场如中国、巴西、印度，他们在发展的过程中都吸引了来自美国等中心国家的直接投资。与此同时，美国相对健康的经济增长前景也使得美国成为了直接投资的流入地，呈现出直接投资大进大出的局面。

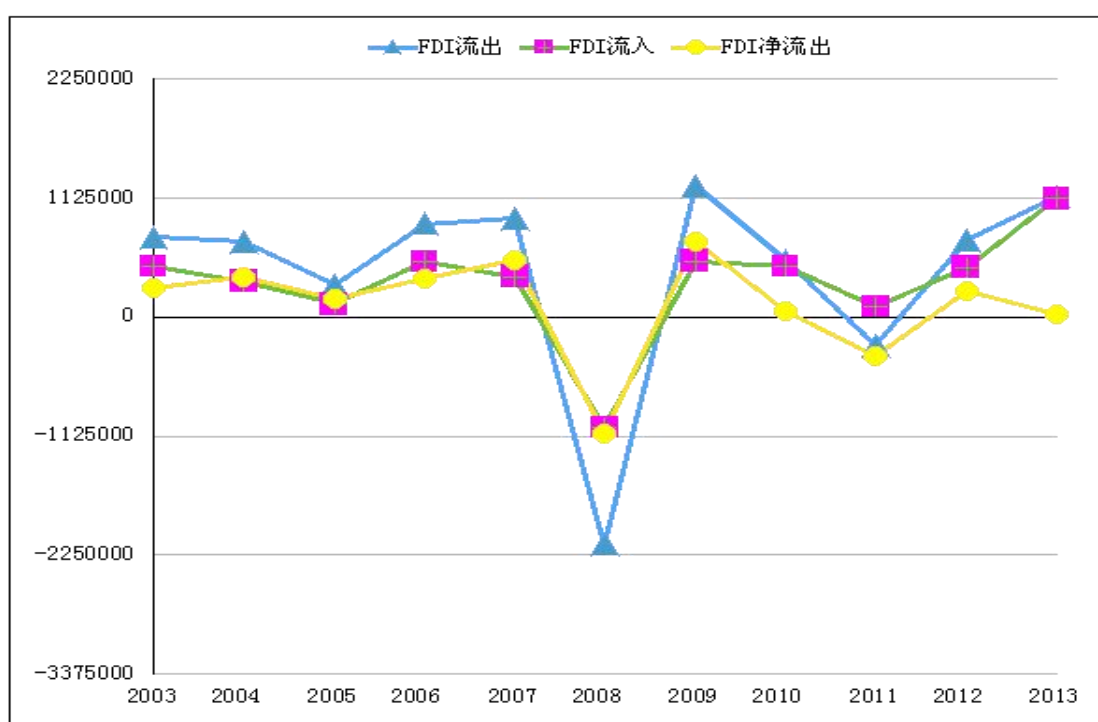


图 10 美国 FDI 流出、流入、净流出变化趋势（单位：百万美元）

数据来源：美国经济分析局（www.bea.gov），下同。

3、美国直接投资流动的国别结构

从美国对外直接投资的目的地来看，金融危机并未改变美国对外直接投资的整体格局（见图 11）。欧洲和北美的发达国家一直都是美国对外直接投资最主要的目的地，主要包括英国，欧元区的荷兰、卢森堡，加拿大，亚太地区的日本、新加坡和澳大利亚。金融危机发生后，美国对外直接投资的国别差异变化不大，相对明显的一个变化是对中国的直接投资数量有所下降。此外，从美国直接投资的来源地来看，美国吸引外商直接投资的来源国和美国对外直接投资的目的地基本一致，这也印证了对外直接投资基本上发生在发达国家之间的结论。从图 12 看出，金融危机前后美国吸引外商直接投资的格局也没有发生变化，在对美国的直接投资中，主要是一些发达经济体，包括欧元区荷兰、卢森堡，英国，加拿大，以及亚太地区的日本和韩国。其中，欧洲一直占据较大比重，2008 年更是高达 58%。美国金融危机后，在欧洲经济长期受主权债务危机的困扰下，欧洲对美国的直接投资出现了一定数量的下滑，但尽管如此，欧洲仍然是美国最主要的直接投资来源地。事实上，对外直接投资属于长期的资本流动，和短期资本相比，受货币政策的影响较小。在整体的世界经济格局不发生根本变化的条件下，国际直接投资的流动格局变动特征并不明显（Blonigen, 2005; Cheng and Kwan, 2000; Noorbakhsh and Paloni, 2001）。

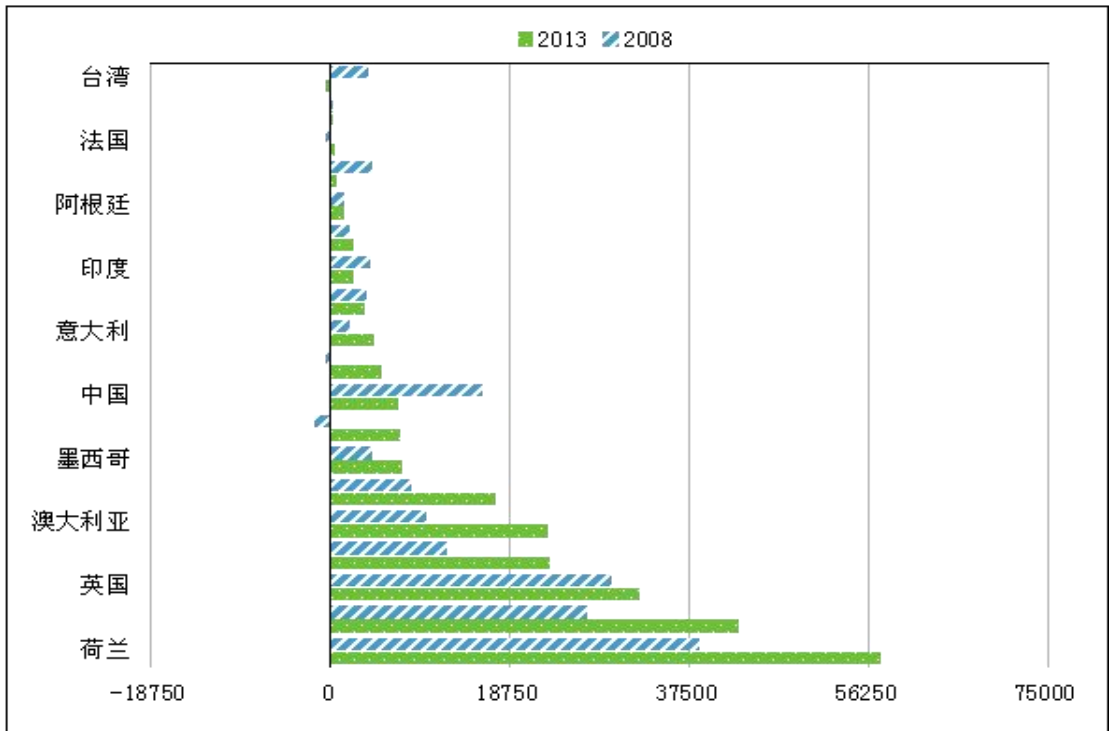


图 11 从美国流出的 FDI 的国别构成 (单位: 百万美元)

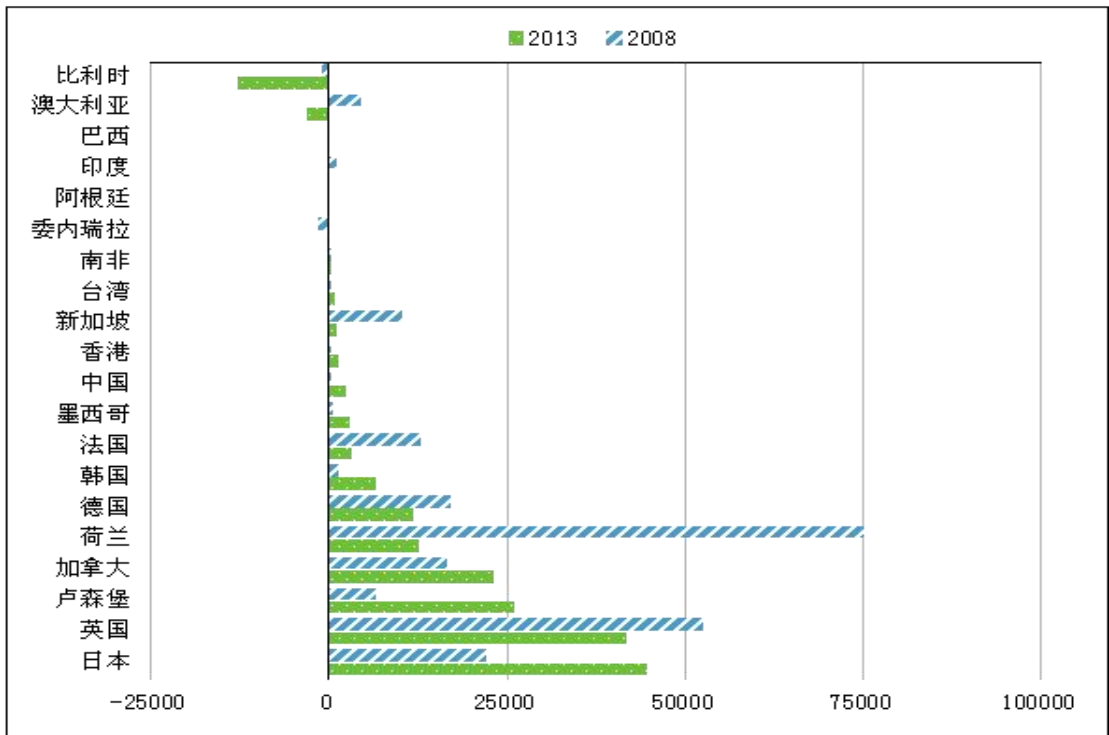


图 12 流入美国的 FDI 的国别构成 (单位: 百万美元)

4、美国直接投资流动的产业结构

金融危机以及美国量化宽松货币政策没有改变 FDI 流动方向、规模，同样

也没有改变 FDI 的产业结构。从图 13 可以看出，美国对外直接投资中占比最大的是金融业，主要是以非银行的控股公司以及非存款性的金融保险机构为主，而制造业对外直接投资所占比重相对较小，制造业的对外产业转移已经基本完成。和美国对外直接投资不同，流入美国的 FDI 中，占比较大的一直是生产制造业（见图 14）。生产制造业在 2007 年以前一直维持上涨趋势，2008 年大幅下跌，之后除 2011 年下跌外一直维持上涨趋势。尤其是 2012 年奥巴马政府高调宣布重振美国制造业，带来一系列政策优惠，吸引了大量外资投向生产制造业，当年生产制造业吸引外资额度达到 92.8 亿美元。

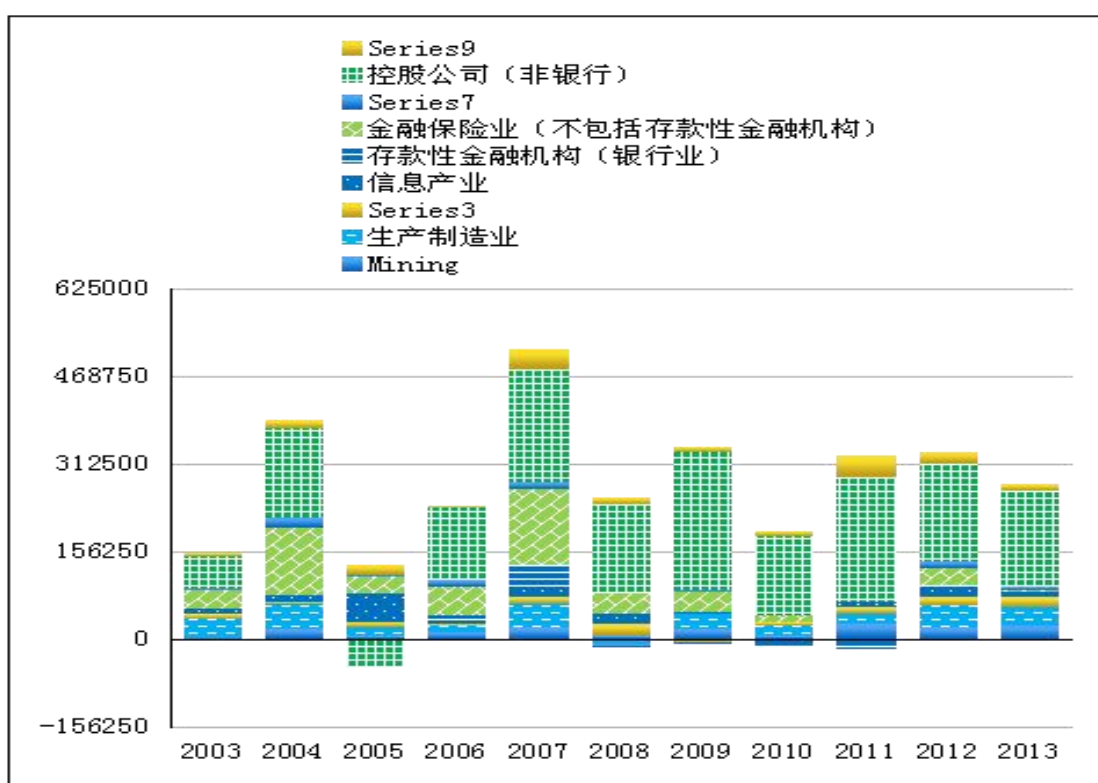


图 13 美国对外直接投资产业结构（单位：百万美元）

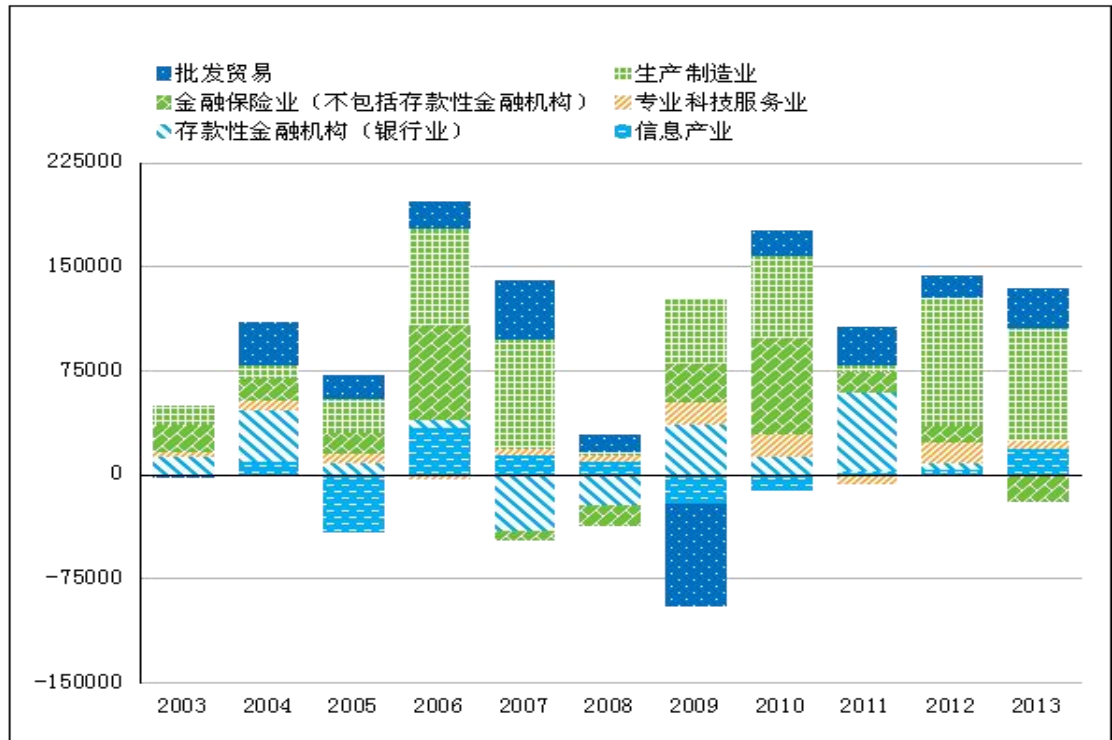


图 14 外国对美直接投资产业结构 (单位: 百万美元)

而具体到制造业内部，流入制造业的 FDI 的具体产业结构也有所差异。具体来看（见表 1），流入生产制造业的 FDI 主要投向了化学制品行业和运输设备行业，并且呈逐年增加的趋势。2013 年二者之和占生产制造业的近 42%。石油和煤炭业在金融危机前占生产制造业比重较小，平均在 5%左右。2008 年以后大增，吸引资金规模仅次于化学制品行业和运输设备行业，平均占比达到 14%，上涨了九个百分点，成为直接投资流入速度增长最快的产业。

表 1 流入美国生产制造业的 FDI 具体产业流向

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
化学制品行业	30%	25%	24%	29%	24%	19%	21%	23%	27%	30%
运输设备业	14%	15%	12%	14%	13%	12%	13%	13%	13%	12%
石油和煤炭产业	5%	5%	4%	5%	4%	14%	13%	16%	14%	12%
机械制造业	9%	9%	7%	11%	11%	11%	10%	9%	9%	9%
非金属矿业	8%	8%	9%	11%	10%	8%	8%	8%	6%	6%

主要金属及金属加工 装配业	4%	5%	6%	7%	7%	7%	6%	7%	6%	6%
食品业	4%	9%	9%	4%	4%	4%	5%	4%	4%	5%
计算机及电子设备业	6%	6%	9%	7%	9%	9%	8%	7%	7%	5%
电子设备及零部件	2%	2%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	5%	5%

四、国际债券投资的流动

除直接投资外，间接投资也是国际资本流动的一种重要形式。间接投资亦称证券投资，是指投资者在国际债券市场上购买外国政府和企业发行的债券，或在股票市场上买卖公开上市的外国公司股票等有价值证券。间接投资包括债券投资和股权投资两种形式。我们首先就债券投资的流动进行讨论。

1、美国债券资本流动的整体特征

债券的收益来源主要是固定的利息收入，购买成本即债券价格又受到市场供求、货币政策和财政政策的影响。因此，和直接投资相比，债券投资受量化宽松货币政策的影响更大。这一点可以从图 15 中得到佐证。从图 15 中可以看出，无论是美国购买的债券还是发行的债券，金融危机前后波动幅度均较大。从债券资本流入方面来看，2007 年以前总体保持上涨趋势，2008 年大幅下跌，2009 年开始回升，之后总体呈现下降趋势。由于在美国的债券投资中，平均约 46% 投向了美国的国债，2013 年更是高达 60%。因此，国债收益率的高低成为债券资本流动的重要影响因素。根据美国财政部的数据资料，2007 年 10 月份 10 年期国债收益率约 4%，之后量化宽松货币政策通过大量购买长期国债压低长期国债收益率，导致 10 年期国债收益率除 2011 年 2 月份达到自金融危机以来 3.5% 的新高外，基本维持在 1.5% 到 2.5% 之间。这也可以解释 2009 年之后流入美国债券规模整体呈现下降趋势。和流入美国债券相比，美国对外投资的债券规模较小，除个别年份（2005、2008、2009）外，从变化趋势上看，金融危机前后变化趋势比较平稳，金融危机保持平稳上升趋势，金融危机后呈现平稳下降趋势。

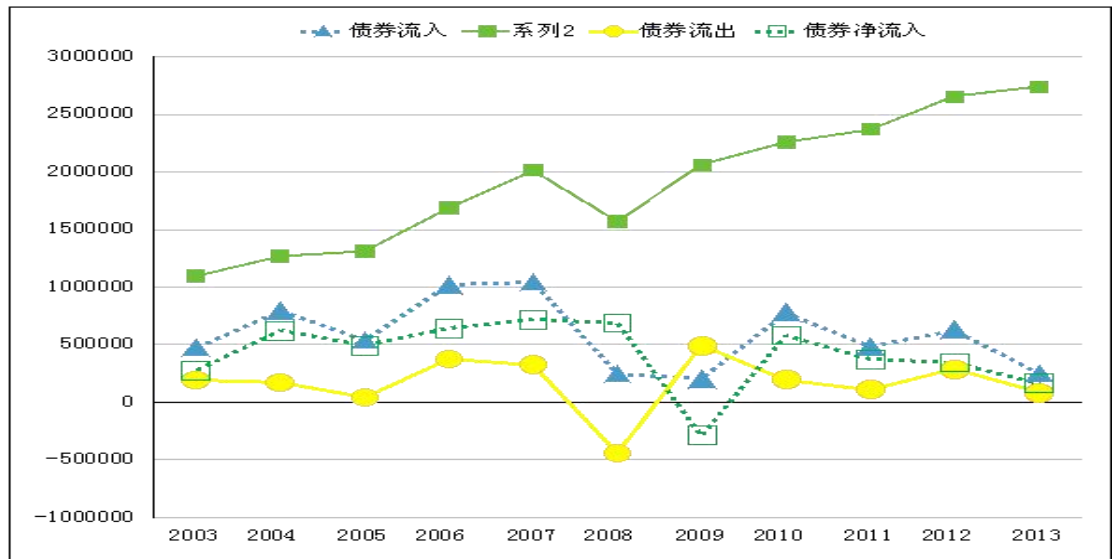


图 15 美国债券流出、流入、净流入变化趋势（单位：百万美元）

整体来看，除 2009 年外，美国一直是债券资本的净流入国。事实上，在金融危机发生后，美国资本收益是可以保证的，相比之下，美国依然是世界最安全的投资目的地。美国收益率是否可以维持的一个重要方面就是美国资产价格调整是不是可以控制的。这主要取决于投资者对美国公司风险调整后的盈利前景的预期。一方面，美国经风险调整后的资产收益尽管下降，但与欧洲、日本等发达国家的资产收益相比仍有优势。在上世纪 90 年代，美国金融资产的利率要比日元和欧元资产高很多。即便假设美国和欧洲的金融市场成熟程度是一致的，即他们的系统性风险相似，那么美元资产的利率/风险比值也要比欧元和日元资产高，所以美元资产具备了相对优势。另一方面，将美元资产和新兴市场国家的资产相比较，虽然新兴市场国家的资产收益率普遍要比美国的高，但是这些国家的系统风险却让国外投资者不敢贸然进入，美国的系统风险要比新兴市场经济体小很多。因此，相对于欧元资产和新兴国家资产而言，美国的金融资产具有不可比拟的优越性，美国仍然是世界最安全的投资目的地。

2、美国债券资本流入的国别结构

我们重点关注美国债券资本流入的情况。购买美国债券的地区主要是亚太地区（见图 16）。欧洲地区和拉美地区的国家也是美国主要的债权国。在大部分年份，这两个地区所购买的美国债券规模仅次于亚太地区。而具体到单个国家，亚太地区对美国债券投资额度较大的两个国家是中国和日本。中国和日本

一直是美国两个最大的债权国（见表 2）。根据美国财政部公布的国际资本流动报告，2008 年 9 月末，中国持有美国国债余额达到 5850 亿美元，一举超过八年来始终占据首位的日本，成为美国国债最大持有国。

从变化趋势上看，和日本相比，中国流入美国债券资金规模波动幅度较大，且波动频繁。在 2008 年之前，中国流入美国债券的资金规模直线上升，2008 年升至 370.027 亿美元，随后开始直线下降，2011 年跌至-185.760 亿美元。2011 后开始反弹，2013 年基本接近危机前水平。日本购买美国债券的资金规模 2008 年以前呈下降趋势，2008 年后稳步上涨，2011 年后小幅下降。和大部分国家相反，2011 年日本购买的美国债券规模不减反增。这主要与日本的汇率干预政策有关。根据日本内阁府公布的统计资料，为了稳定日元汇率及日本股市，2011 年 10 月 31 日，日本银行入市直接干预日元汇率，共动用 9 万亿日元以上的资金，²这也是日本政府历史上最大规模的干预汇市行动。所以日本在 2011 年其他国家缩减美国债券规模的情况下依然增持美国国债。

欧元区购买美国债券规模较大的国家是法国和卢森堡。金融危机前，德国购买美国债券的总量位居欧元区国家首位，但随后呈现下降趋势，但是总量上仍然位居欧元国家前列。卢森堡在美国的债券投资量除 2008 年下降外，其余年份整体呈现上涨趋势。法国在美国债券投资规模波动较大，2007 年开始下降，2008 年降至 2003 年以来低点后，整体呈现上涨趋势，并经历了 2009 年和 2011 年两个高峰。值得关注的是，2011 年法国对美国债券的投资高达 93.55 亿美元，创下 2003 年以来新高。而前面提到，2011 年，由于美元贬值、美国国债收益率下降，大部分国家减持美国国债。法国之所以增持美国国债并创下新高，和欧债危机的拖累有关。2011 年 11 月，法国与德国 10 年期国债收益率的息差扩大至 170 个基点，³达到欧元问世以来水平。按照标普评级模型，以及法国官方公开数据，法国信用评级只有 AA 级，这说明了市场对法国经济前景包括投资前景的担心。

表 2 购买美国债券的国别结构（单位：%）

地区	国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
亚太	中国	15.7	20.2	31.9	36.0	32.0	67.3	21.9	17.8	-27.6	6.3	39.7

² 数据来源：《日本：非常措施度过“非常之年”》，中国经济导报（2201）A04，2011-12-27

³ 数据来源：新华网 <http://www.xinhuanet.com>

	日本	31.6	35.8	9.7	4.7	0.0	2.1	14.1	32.6	25.9	12.4	2.6
	澳大利亚	1.7	0.5	-0.4	2.2	-1.7	0.5	-0.3	-1.6	-0.7	1.1	1.4
	新加坡	0.6	2.0	0.0	0.4	1.6	-0.9	-1.3	8.8	2.2	9.3	0.5
	香港	5.6	2.8	5.0	3.9	0.9	2.6	11.5	-0.5	-3.2	1.7	5.6
	台湾	3.0	1.5	2.3	0.6	0.3	7.0	7.1	6.9	4.0	6.2	3.0
	印度	1.5	-0.7	-0.1	1.0	0.1	1.9	0.4	1.5	0.1	4.1	2.2
拉美	巴西	0.7	0.7	2.2	4.7	11.2	-2.0	5.1	1.0	4.9	7.2	-0.2
	墨西哥	2.3	4.3	1.7	1.6	0.6	-1.6	-3.1	-0.2	1.6	6.9	-1.2
欧元区	比利时	-4.2	-0.4	-0.7	2.1	1.6	-2.6	-2.9	0.7	-0.2	0.4	4.3
	法国	-2.0	-0.4	3.4	3.5	0.3	-4.0	2.5	-0.5	13.8	19.2	4.9
	德国	1.4	2.6	4.1	2.7	1.3	0.0	-2.4	2.5	-0.9	-0.5	3.9
	意大利	-0.3	0.3	0.7	-0.4	0.1	-0.3	0.3	0.4	0.5	1.4	0.8
	卢森堡	-2.5	-0.9	0.4	4.9	4.0	-4.0	-0.1	-1.4	-0.5	1.0	9.7
	荷兰	-1.1	-0.4	-1.0	0.8	-1.1	-1.3	-1.8	-1.1	-1.4	3.4	0.3
	英国	22.9	22.5	30.2	24.9	40.9	-0.3	-22.9	12.8	-10.7	-8.6	17.1
	加拿大	2.9	3.9	6.0	5.5	2.5	-1.8	2.3	9.7	-1.9	10.2	2.6

五、国际股权投资的流动特征

1、资本流动规模的变动

股权投资属于间接投资的另外一种形式，一般是指购买被投资单位的股票，通过股息和买卖差价获取资本增值。作为世界金融中心，美国不仅吸引了来自世界各地的投资者投资美国的股票市场。同时，美国投资者也一直是国际股权投资市场上最大单一投资者。根据美国经济分析局的统计数据，截止到 2013 年末，美国对外股权投资总量达到 6444 亿美元，外国对美国的股权投资也高达 5821 亿美元，如此庞大的规模甚至超过某些国家的外汇储备和主权财富基金的规模。和债券投资不同，股权投资一般被认为是长期投资，因此受金融危机和货币政策影响较小。但是金融危机导致全球股市震荡，国际股权投资也不可避免的受到影响。这点可以从图 16 中得到印证。

金融危机前，美国对外股权投资和外国在美股权投资波动不大，整体呈现上涨趋势。2008 年金融危机发生后，二者均骤跌，尤其是美国对外股权投资跌幅更大，达到 136.8%。这是因为 2008 年全球股市遭遇历史上最严重的大跌。根据标准普尔公司发布的报告，全球股票市值出现创纪录的 14 万亿美元缩水，

全球许多国家的股市遭遇有史以来跌幅最严重的一年。截止到 2008 年年底，美国道琼斯工业指数下跌近 35%。在伦敦，金融时报 100 指数下跌 31.3%，是该指数 1984 年创立以来最大的年度跌幅。整个亚洲的股市也遭遇了创纪录的重挫，东京日经指数全年下跌 42%，香港恒生指数跌幅达 48%，沪深 300 指数下跌 66%。金融危机后，世界各国纷纷推出各种政策包括宽松的货币政策、扩张的财政政策救市，股市也开始回暖。与此同时，美国对外股权投资也回升到了危机前水平，高达 1246.867 亿美元。外国在美国股权投资也回升至危机前水平。由于全球经济复苏基础不牢，欧债危机愈演愈烈，2009 年美国对外股权投资和外国在美股权投资刚回升至危机前水平后，又开始新一轮的下跌，2011 年双双跌至 2009 年以来谷底。2011 年后二者重新恢复上涨趋势。

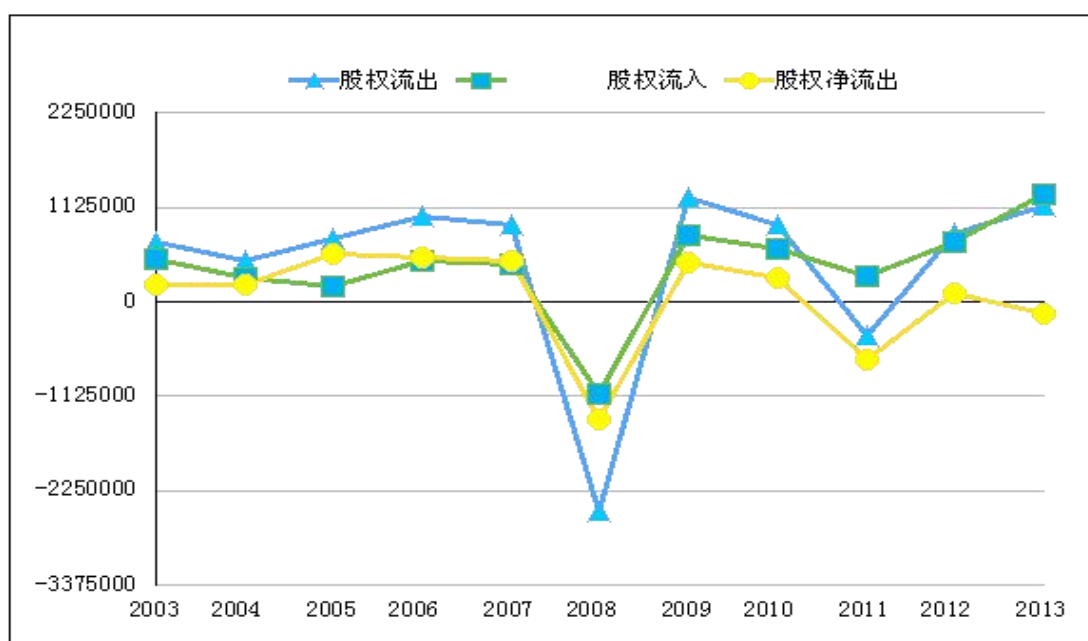


图 16 美国股权投资流出、流入、净流入变化趋势（单位：百万美元）

2、资本流动的国别结构

金融危机基本没有改变美国对外股权投资的结构。具体来看（见图 17），2008 年以前，欧洲和亚太地区是美国对外股权投资的主要目的地，二者变化趋势稍异。美国在欧洲地区的股权投资稳步上涨，而在亚太地区股权投资规模逐渐缩小，2007 年甚至不及美国在加拿大一国的投资量。2008 年金融危机发生后，美国在亚太地区的股权投资一度变为负值，随后开始稳步回升，除 2011 年下降外，一直维持上涨趋势。金融危机后，美国在欧洲地区股权投资和危机前相比，始终不见起色。直到 2012 年开始大幅上涨，回升至金融危机前水平，2013 年

投资总量占美国对外股权投资规模的近 79%。另外，2007 年以后拉美也成为美国对外股权投资的一个重要目的地，并且表现稳定，平均维持在 33 亿美元左右，即使在 2008 年金融危机发生初期，也并未向其他地区一样骤减。

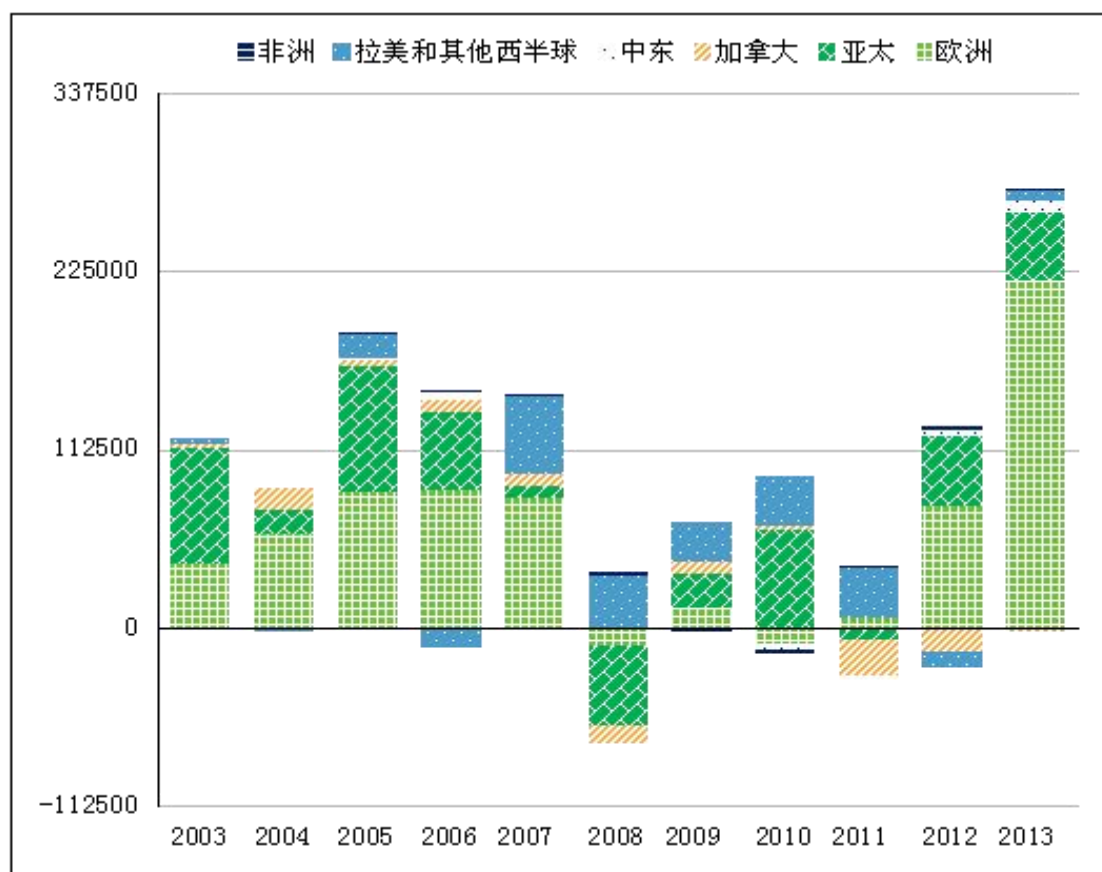


图 17 美国对外股权投资的地区构成 (单位: 百万美元)

和美国对外股权投资主要集中在欧洲和亚太地区相比，外国在美股权投资分布则比较均衡。从图 18 可以看出，除传统的欧洲、亚太、加拿大是在美股权投资的主要地区外，拉美、中东也是美国股权流入的重要来源国。2007 年以前，和其他地区相比，欧洲占较大比重。金融危机后，波动较频繁。2008 年小幅下跌后回升至危机前水平，随后开始下跌，2012 年回升至正常水平后，又开始跌回负值。亚太地区流入美国的股权投资，2006 年以前变化较小，2006 年开始上涨，2008 年在其他地区均缩减对美股权投资的情况下，涨至考察期内新高，达 81.204 亿美元，占有地区总和的 62%。2008 年后呈现下跌趋势，2013 年更是骤跌至 -59.497 亿美元。拉美地区在美国的股权投资在 2007 年以前呈现稳步上涨趋势，2007 年涨至考察期内顶点，达 96.574 亿美元，和欧洲地区不相上下。

2008 年大幅下跌后开始缓慢回升，2012 年又开始新一轮下跌。和上述地区相比，加拿大在美国的股权投资波动较小，2012 年之前呈现稳步上涨，2012 年涨至考察期内顶点，达 56.697 亿美元，分别超过了来自亚太地区和拉美地区当年在美投资总量。2013 年有小幅回落，但是仍然是这年唯一保持对美股权投资净流入的国家。

2013 年大部分地区在美股权投资的下降和美国 2013 年的股市表现是分不开的。2013 年美国经历了长达一年的股市牛市行情。根据各大交易所的统计数据，2013 年，美国道琼斯指数全年累计上涨 26.5%，纳斯达克综合指数全年累计上涨 38.32%，标普 500 指数全年累计上涨 29.60%，创下 16 年来最大年度涨幅，收于历史新高。这一轮牛市行情既有来自美国持续向好的经济基本面因素为市场提供支撑，也有美联储的量化宽松货币政策为市场提供大量流动性。在持续几年的良好经营活动后，美国大型上市公司都掌握了充裕的现金流，除了用于公司日常业务和经营拓展外，这些上市公司在 2013 年纷纷宣布了股票回购或提高股息计划。数据显示，美国上市公司全年股票回购规模达 7510 亿美元，创下了自 2011 年以来的最大规模回购。而 2013 年流入美国股市的资金仅有 1276 亿美元左右。两个数字对比不难看出为什么 2013 年各国流入美国的股市不增反降。

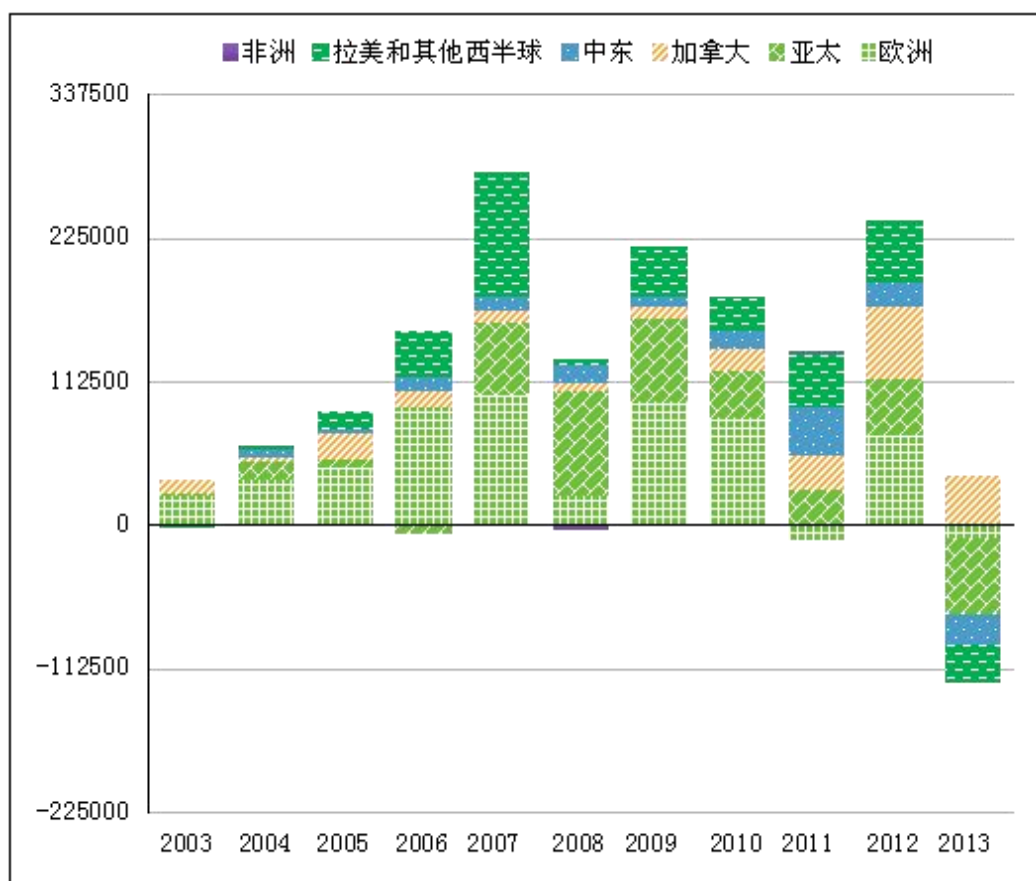


图 18 流入美国的股权投资的地区构成 (单位: 百万美元)

六、美国货币政策的变动与国际资本流动格局演变的未来趋势

自 2008 年 11 月美国推出量化宽松货币政策以来，全球市场都在享受美元泛滥所带来的廉价资本盛宴。据哈佛大学经济学教授 Ricardo Hausmann 的测算，2003 至 2011 年间，巴西名义 GDP 增长 348%，中国增长 346%，俄罗斯增长 331%，印度增长 203%（均是以美元计算）。^[1]但是新兴市场的卓越表现并非经济体增加了所产生的真实货物数量。提振名义 GDP 的三大因素包括实际产出增加、出口相对价格上涨和实际汇率升值。而这三个因素并非独立运作，新兴市场名义 GDP 的增长很大程度上是因为贸易条件改善以及实际汇率升值。以巴西为例，其中 2003 至 2011 年间 348% 的名义 GDP 增长，只有 11%（经通胀调整）是实际产出增长带来的。其余的 89% 来自于同期 222% 的物价上升（以美元计算），物价上涨来自巴西货币雷亚尔的升值以及贸易条件（出口商品相对于进口商品）的 40% 的改善。在大部分国家，以美元计算的 GDP 增长，大大超

过了不论是对实际增长，抑或巴拉萨—萨缪尔森效应所预期的幅度。对这些国家来说，QE 推出时期由廉价资本带来名义 GDP 的大幅增长，在 QE 退出后将起到相反的作用。

随着美国经济稳步复苏，美联储开始酝酿退出量化宽松货币政策。美联储从 2013 年 12 月份开始缩减债券购买规模，目前已经缩减至每月 150 亿美元。美联储公开市场委员会在 10 月 30 号发表声明称从 11 月开始停止购债。表明美联储彻底退出最后一轮量化宽松货币政策。150 亿元购买规模对市场来说微不足道，因此剩余 150 亿美元的退出并不会对市场造成太大的波动，而且市场也已有预期，已经消化了美联储这一决策的影响。从美联储宣布这一决议后，股债仅有小幅下跌就可以说明最后 150 亿美元的退出影响不大。相比之下，更重要的是美联储可能会在这一会议上就未来的货币政策路径给出怎样的信息，也就是所谓的利率前瞻指引。前瞻指引作为美联储量化宽松的工具之一，自 2012 年底开始启用，旨在为金融市场提供货币政策的可预见性，避免因政策而造成的金融市场的剧烈震荡。这次会议上也未就加息向市场发出明确的信号，依然维持之前的措辞：“维持联邦基金利率目标区间 0~0.25% 不变，在相当长时间内保持低利率水平”。美联储内部官员关于美联储何时加息有不同看法。据外媒报道，美国圣路易斯联储总裁詹姆斯—布拉德（James Bullard）多次抛出“美联储应在 2015 年第一季度加息”的论调。他强调，经济的温和增长和通货膨胀的表现都应该确保利率可以在 2015 年初被提高，“当然，这一判断是基于我的个人预测都能成真的情况；但美联储等到通货膨胀率和失业率都完全达到自己的目标再采取任何措施来对政策进行正常化，的确是很不明智的”。与此同时，亚特兰大联储主席丹尼斯·洛克哈特（Dennis Lockhart）则认为单纯的失业率不足以指导美联储何时加息，预计美联储将于 2015 年下半年迎来首次加息。他认为在加息前，美国 GDP 应先达到在 3% 的水平上持续增长。尽管二者对于加息时间的早晚有分歧，但均表现出对经济数据的更多关注。这也和美联储发布的美国货币中长期目标相契合。美联储货币政策的中长期目标是兼顾充分就业和物价稳定，并且认为 2% 的通货膨胀率符合经济正常增长水平。由于就业更多的是由非货币政策因素决定，所以美联储并未给出合适的失业率水平，但是根据经验数据，美联储认为长期来看 5.2%~5.8% 的失业率符合经济正常增长水平。这也给市场提供了判断美联储货币政策走向的指标。先来看消费者物价指数

（CPI）衡量的通货膨胀率（见图 19）。进入 2013 年以来，CPI 的变化趋势基本呈现“W”形，非常不稳定。这也使得美联储判断美国经济还没有真正走上平稳的复苏通道。所以迟迟没有宣布何时缩减债券购买规模，直到 2013 年年底才开始宣布逐步有序的缩减债券购买规模。而 2014 年至今，CPI 进入了上升通道，尤其是 2014 年第二季度，CPI 均达到了美联储认为的 2% 的经济增长的健康水平。第三季度稍有下跌。和 CPI 的大幅波动相比，核心 CPI⁴ 的变化趋势较为平稳，2013 年至今的平均水平也在 1.7% 以上，2014 年 4 月份甚至达到 2% 水平。

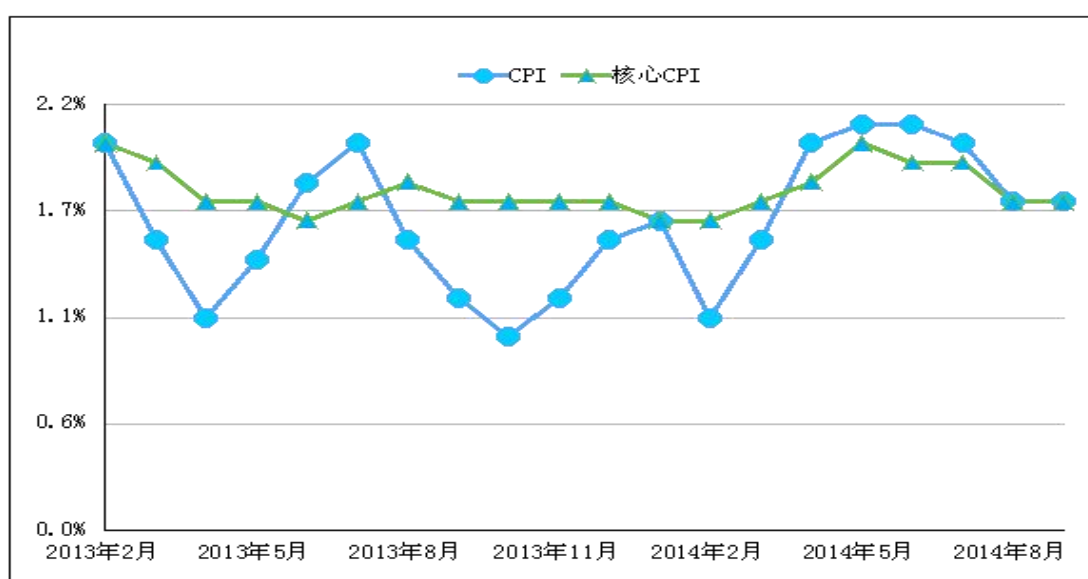


图 19 美国 CPI 和核心 CPI 变动趋势

再来看第二个指标失业率，从图 20 看出，2013 年以来，美国失业率整体呈现下降趋势，2014 年 4 月降到 6.3%，首次低于美联储在第四轮量化宽松政策设定得 6.5% 的目标。美联储曾在第四轮量化宽松政策时设定只要失业率高于 6.5%，就继续维持零利率政策。截止到 2014 年 9 月末，失业率已降至 5.9%。但是美联储在 2014 年 3 月份的公开市场委员会会议上已放弃了 6.5% 的失业率门槛作为决定未来升息的一个因素。事实上，2014 年 6 月份美联储主席耶伦在向美国国会议员作证时指出，美国劳动力市场离满意水平还有较大距离，劳动力市场仍有大量的闲置产能，因此“高度宽松的货币政策仍旧是合适的”。失业率的下降并不能说明美国就业状况的好转，还要看劳动参与率、薪资增长率、

⁴ 核心 CPI 是指扣除了食品和能源价格的消费者价格指数。

非农部门新增就业人数等指标。根据美国劳工部最新数据显示，人均小时薪资2014年9月份比上月下降0.01美元，由于8月份比上月增加0.08美元，所以9月份跌幅较大，环比下降112.5%。另外，失业率的下降不一定是由经济好转带来的就业人数的增加，也有可能是劳动力人口的减少导致计算失业率的分子减小。因为在美国，放弃找工作的劳动力人口不纳入失业率的计算。由于经济不景气，很多人放弃找工作。这就需要结合劳动参与率⁵来看。从图20来看，劳动参与率在2013年整体呈下跌趋势，2013年6月份开始下跌，跌至2014年1月份的62.5%，2014年整体呈现上涨趋势，但是最近两个月又开始下跌。

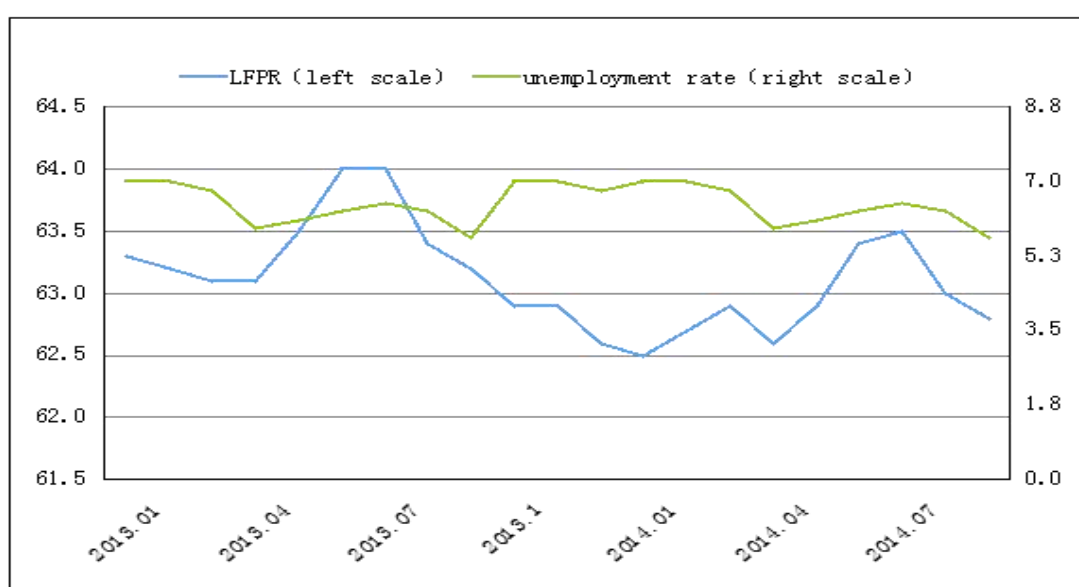


图 20 美国劳动参与率和失业率变化趋势（单位：%）

虽然美国经济目前正稳步复苏，但就业市场仍未恢复到健康状态。核心通胀率虽达到1.7%，但是还是低于美联储设定的2%水平。低通胀率鼓励消费者延迟购买行为，可能导致消费支出降低，而消费支出是美国经济增长的主要动力。另外，全球经济放缓的风险也在威胁美国经济增长。欧洲经济持续乏力，2014年10月27日数据显示，欧洲最大经济体德国的商业信心指数已跌至两年来最低。日本经济也处于缓慢复苏状态，消费税提高带来消费支出减少。根据日本内阁府数据，日本2014年第二季度GDP增长率为-6.8%，经济增长率时隔两个季度再次陷入负增长。

另外，由于政策时滞，根据以往的政策记录，美联储历次进入加息周期的

⁵ 根据美国劳动部的定义，劳动参与率（Labor Force Participation Rate LFPR）是指经济活动人口占劳动年龄人口的比例，是用来衡量人们参与经济活动状况的指标。

时间点相比实际的经济周期都会有所延迟。综合以上因素，我们不难理解为什么美联储最近不会加息，而是在相当长时间内维持低利率水平。

但可以肯定的是随着经济复苏的稳定，美联储会以加息为标志回归正常的货币政策。加息对国际资本流动的影响还是体现在资本的预期收益率上。金融危机以来，美国推出低利率政策。从 2008 年年底开始，美国 1 年期国债收益率就维持在 1% 以下，2014 年 9 月份美国 1 年期国债收益率为 0.11%，基本可以看做零利率。金融危机期间推出的量化宽松政策通过大量购买长期国债，使长期国债收益率也维持在一个较低水平。从图 21 中可以看出，2012 年 10 年期国债收益率平均在 1.8% 左右，而金融危机前 10 年期国债收益率一直维持在 4.8% 左右。随着美国逐步缩减国债购买规模，10 年期国债收益率有小幅上涨，2013 年下半年至今平均水平在 2.7% 左右。

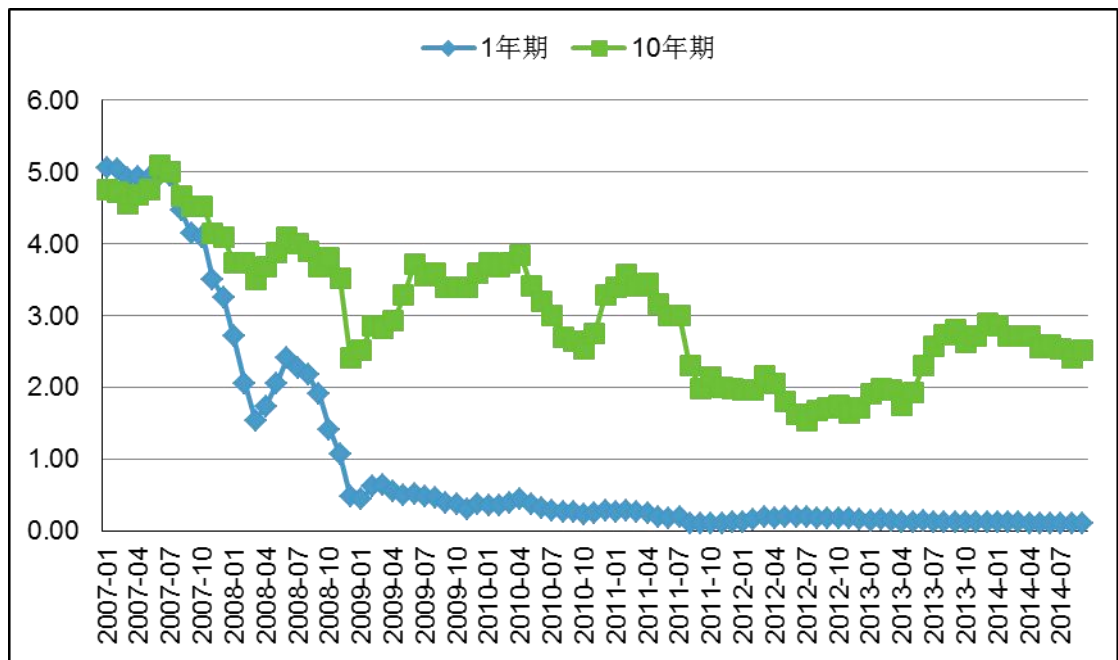


图 21 美国 1 年期和 10 年期国债收益率（单位：%）

美国未来加息势必会导致流动性缩减，短期利率上调，美国国债收益率作为无风险利率的标杆，也不可避免的开始上升。以 10 年期国债收益率为例，加息之后很可能会从目前的 2.73% 升到危机前水平，大概在 4% 左右。美联储逐步退出 QE 为国际资本回流美国腾出空间。经济步入正轨后，美联储需将对由 QE 积累起的资产负债表进行瘦身，直至恢复到正常水平。一旦进行瘦身，就相当于从市场抽走巨量流动性，而从新兴市场撤出的资本将来填补这一缺口。美国

国债收益率的提高也会吸引其他国家的资本流入美国债券市场，尤其是一些新兴市场可能会进一步增持美国国债。当然美国日趋稳固的经济复苏基础也会使得美国国债逐渐失去吸引力，国际资本也可能会从收益稳定的债券市场流向高收益率的股权市场。除了流入美国的资金会增加外，美国稳固的复苏基础也会导致美国对外投资的增加。国际资本流动的整体规模也会上涨，变化趋势逐渐趋于平稳，波动减少。

因此，从这个角度上来说，在将来美国货币政策趋紧的背景下，以债券形式为主的短期资本会率先向美国流动，而美国宏观经济条件的改善还可能带来间接资本流动结构的变化，流入美国的股权投资数量都有望进一步增加，这都会导致外国国家市场流动性环境的趋紧。而在长期内，伴随着美国经济形势的好转，双向的直接投资流动有望迎来进一步的扩张。

参考文献

Blonigen, B. 2005. "A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants", *Atlantic Economics Journal*, Vol33, pp.383-403.

Cheng, L. and Kwan, Y. 2000, "What Are the Determinants of the Location of Foreign Direct Investment? The Chinese Experience", *Journal of International Economics*, Vol 51. pp. 379-400.

Gourinchas, P.-O. and Rey, H. 2005. "From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege", NBER Working Paper No.11563.

Noorbakhsh, F. and Paloni, A. "Human Capital and FDI Inflows to Developing Countries: New Empirical Evidence", *World Development*, Vol29, pp.1593-1610.