

新兴市场经济体跨境资本流动：回顾与展望¹

2017 年，全球金融市场整体趋于平稳，根据国际货币基金组织 2017 年 10 月发布的《全球金融稳定报告》，由于超常规政策支撑、监管加强和全球经济周期性上行，全球金融体系的稳健性上升。得益于上述背景，新兴市场经济体实体经济和金融市场表现双双稳定，跨境资本无序流动的阴云消退。从资本市场的表现来看，新兴市场股债双收，2017 年股票和美元债收益水平均高于发达国家。

全球金融危机以来新兴市场跨境资本流动回顾

尽管短期内，新兴市场的金融市场风平浪静且频有好消息传出，但是不应对新兴市场摆脱跨境资本潮汐魔咒过于乐观。2018 年，是全球金融危机爆发十周年。从全球金融危机之后新兴市场资本流动的历史来看，新兴市场的资本流动受周期性和政策性因素影响较为明显，目前也还未从这种周期性的波动中走出。全球金融危机爆发之后，国际资本流动在短期内受到了严重打击。全球资本流动规模占 GDP 的比重曾经从上世纪末的不到百分之十上升至危机爆发之前的超过百分之二十，但是全球金融危机爆发之后，资本流动出现了大规模收缩，起初主要是银行信贷的收缩，随后传导至各类资本跨境流动。

对于新兴市场国家而言，在危机爆发之后，也经历了一次资本断流，但是，资本流动在新兴市场国家出现了较快恢复，资本大量流入新兴市场国家。根据国际金融协会（IIF）公布的数据显示（本节数据来源均为 IIF 公开数据），2010 年至 2012 年每年，新兴市场私人资本净流入均保持在超出 1 万亿的水平。其背后

¹ 原文已发表于《中国外汇》，本文略有调整。

的动力主要在于发达国家超宽松货币政策导致低利率引致的利差以及危机之后新兴市场国家采取刺激政策维持增长高位带来的与发达国家经济增长暂时性脱钩。

然而，伴随着美联储退出量宽计划及其实施，以及新兴市场最终被拖入危机泥潭增长放缓，国际资本开始大量流出，引发新兴市场金融市场、外汇市场的动荡。2014年，新兴市场股市和债市跨境资本净流出1110亿美元，2015年进一步上升至7350亿美元，这两年的资本外流幅度远比1998年亚洲金融危机和2008年全球金融危机爆发时更加严重，2015年是IIF1980年有数据记录以来最差的一年，这一年资本外流规模等于2007年资金流入及2009年资金资金回流的规模总和。

2016年，新兴市场证券跨境资本开始出现流入，但规模仅有280亿美元，是全球金融危机爆发以来的最低值，其规模仅为2010-2014年均值的十分之一，与之类似，吸引的外商直接投资规模也从2015年的5260亿美元降至2016年的约4100亿美元，接近危机低点。2017年，随着新兴市场经济增长的周期性恢复及美联储加息政策进度缓于预期，新兴市场的资金流入得到较大修复。根据IIF2018年1月8日发布的最新报告，2017年共有2350亿美元证券投资资金流入新兴市场，这是2014年以来的最佳水平，且是2012年以来首次出现各月股债投资均未出现净流出情形。资本流入促进新兴市场国家外汇储备净增1320亿美元，这使得新兴市场国家面临未来冲击时将更加稳健。不过，在资本流入表现良好的2017年，相对宽松的货币金融环境也带来了新兴市场债务规模的持续累积。新兴市场债券发行规模已经从2016年的2.2万亿美元增加到了18.4万亿美元，预计至2018年底，新兴市场将有1.8万亿债务到期。这无疑资本狂欢背后的重大隐忧。

新兴市场国家对待资本流动的态度变迁

在对待资本流动态度方面，新兴市场国家的态度在过去二十年有了较大的变化。从起初的遵循“华盛顿共识”，认为资本账户的全面开放和资本的完全自由流动是最好的政策选择，转向强调资本开放的次序，即只有满足了相应的宏观、

金融市场、价格信号等的要求之后，才能考虑资本的自由流动，到现在对于资本账户开放的观点变得更加谨慎，任何时候都不轻言资本完全流动，这也成为包括中国在内的东亚国家制定金融政策时的重要考量。从近期政策界和学术界的讨论来看，新兴经济体看待资本账户开放和资本流动的观点可以总结为以下三个方面：

第一，主张在开放条件下宏观经济政策制定中关注二元悖论而非三元悖论。二元悖论由 LBS 的学者 Helene Rey 在美联储举办的经济政策研讨会上提出，其基本内涵是，由于全球金融周期的同步性，不论汇率自由浮动与否，一旦开放资本账户，货币政策的独立性就无法实现。其引申出的政策含义是，对于新兴市场国家而言，如果需要保证货币政策的独立性，就不能完全开放资本账户。对于非储备货币发行国，特别是新兴市场而言，资本管制政策成为国内货币政策独立性的先决条件。

第二，跨境资本按照其来源可以分为外商直接投资、国际借贷和短期资本流动三个部分。林毅夫曾在 CF40 的研讨会上依据新兴市场的历史经验指出新兴市场国家对待不同类型资本流动的态度，具体而言，外商直接投资的开放提倡进行，国际借贷需审慎进行，短期资金的流动最好不要进行。这主要是因为短期资金具有非常强的顺周期性，在经济繁荣的时候很可能进一步流入，导致经济过热，而在经济出现下行趋势的时候又会迅速的流出，使得国内流动性枯竭，造成经济的进一步下行。近期，约翰霍普金斯大学学者 Anton Korinek 在其工作论文中使用实证手段论证了上述经验的适用性。研究发现，流向新兴市场的资金产生的外部性取决于该资金流回报对经济周期的依存性。通常，体现出顺周期特征的资本流动（例如外币债务）往往将带来大量的负外部性，因为在危机期间往往导致大量的偿还和紧缩性货币贬值。而具有保险性特征的资本流动，例如 FDI 或者股权，则没有这样的负外部性。

第三，对于资本流动的管理不应当是一个暂时性的措施，而是应该建立一个安全资本流动框架，将其纳入国际货币体系之中。安全资本流动框架由国际货币基金组织提出，资本流动框架包含国际资本流动框架和国内资本流动框架两个层面，国际层面着手于制度设计，使得国际资本流动从短期向长期债务和股权流动转变；国内层面出台政策促进本国金融体系对资本流动的弹性，例如可以通过调

整税收政策，使市场更倾向于直接投资和股权融资，而不是更多依赖债券市场进行投融资。基金组织十分重视这一框架，这一框架在改革国际货币体系中被视为重要抓手，总裁拉加德也在不同场合对这一理念进行介绍。

新兴市场国家资本流动展望

从过去十年新兴市场资本流动的特征不难看出，在发达市场货币政策趋紧、全球风险偏好下降、新兴市场经济增长不确定性大于发达经济体等情形下，资本由新兴市场国家外流就可能出现。在这样的背景下，新兴市场资本流动在 2018 年仍然面临着较大不确定性。

第一，发达经济体货币政策存在进一步收紧可能，利率上升或引致新兴市场资本外流。2018 年，美联储或将维持较为稳定的加息节奏，利率进一步上升；欧元区经济在 2017 年出现强劲复苏，欧央行自 2018 年 1 月起缩减月量化宽松规模。欧美货币政策同时趋紧且前景向好料将导致发达国家的资产回报率水平上升，吸引资本回流，这将使得新兴市场的资本流动承压。

第二，全球风险偏好可能结束当前高偏好的局面，这将使得资金出于避险需求从新兴市场回流。2017 年，全球风险偏好处于历史高位，这体现为 VIX 指数处于历史低值。从历史经验来看，VIX 指数同新兴市场资本外流压力呈现正向关联，如果 2018 年 VIX 指数回升，市场将其解读为金融市场风险上升，则可能将资本配置从高风险的新兴市场项低风险的发达市场转移，造成新兴市场资本外流压力上升。

第三，新兴市场经济增长尚难言十分稳固。尽管 2017 年新兴市场经济整体出现了较为明显的好转，但是这一增长好转多建立在较低的基期水平上，部分国家在过去几年出现了多年增长放缓乃至负增长的情形，因此，增长的触底反弹并不意味着 2018 年增长的好转可以持续。从本轮回暖的动力来看，是中国首先引领新兴市场的发展，随后中国与发达市场共同作用继续促进新兴市场增长，但是 2018 年，中国的引领作用可能会削弱，这可能将加大新兴市场同发达经济体之间的增长差距，成为新兴市场资本外流的又一动因。

综合上述情形，尽管目前新兴市场的资本流动形式仍然良好，但 2018 年存

在资本流动出现不利变动的可能，需要引起各国政策制定者的关注。对于单一新兴市场国家而言，密切监控资本流动形势及保持对资本账户完全开放的审慎态度至关重要。对于新兴市场国家间的国际合作，则主要可以在以下几方面进行：第一，国际货币基金组织等国际金融机构进一步就宏观经济、金融市场和资本流动形势提供相关的公共产品，提升新兴市场应对资本流动风险的能力；第二，建立国际政策协调机制，从国际合作层面促进资本流动监控合作，通过机制化手段促进资本流动由短期向中长期的转变；第三，中国在资本流动的国际合作方面正发挥更加重要的作用，实施共建“一带一路”倡议、发起创办亚投行等举措都有助于促进中长期资本在弥补新兴市场国家投融资缺口方面的作用，也在客观上促使资本流动由短期向中长的转变。

杨盼盼 中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所世界经济预测与政策模拟实验室所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。