

全球经济失衡:资本流动的视角*

闫小娜

[摘要] 本文试图对全球经济失衡背景下的国际资本流动,尤其是美国国际资本流入的基本模式与特征进行梳理,并在此基础上考察各种不同因素的解释力,希望以此来促进对于全球经济失衡现象的整体认识,并对危机后的国际金融格局做出更为准确的判断。本文认为,由于主要贸易盈余国家对美国的金融产品是刚性需求,因此美国的贸易逆差也必然伴随着资本的流入,并且,流入美国的资本显然已经弥补了经常账户的赤字;从2003年第3季度后,获取收益不再是资本流入美国的主要原因,并且金融危机对资本流入美国的影响是显著的。在为应对全球经济失衡所进行的调整中,以中国为代表的新兴市场国家除了应该调整贸易结构外,还需要更多地从资本流动的角度出发,提高自身金融体系的能力,发展国内外币金融市场,推动本币国际化,逐步减少对美元资产的刚性需求。

关键词: 全球经济失衡 经常账户赤字 资本流入

JEL 分类号: E40 F30 F42

一、引言:全球经济失衡中的资本流动视角

世界经济并不是在所有时间与地点都保持对称运行,不对称的长期积累就形成了全球经济失衡。自古典经济学家休谟的时代开始,对于全球经济失衡的关注与探讨就一直是国际经济学的重点。在金本位时期,全球经济失衡的资本因素通常体现在黄金的国际流动上,而肇始于本世纪初的全球经济失衡,则因为伴随着美元资本的大规模流动而有所不同。布雷顿森林体系解体后,随着浮动汇率的实践和各国自由化经济政策的实施,资本的大规模跨境流动成为国际货币体系的重要特征。在此次全球金融危机发生之前,美国吸收了全世界约 3/4 的资本净流入,欧洲地区基本持平,新兴市场与发展中国家则是资本净流出地区。尽管金融危机之后,流入美国的资本大幅减少,但是2009年其资本净流入仍然占到全世界资本净流入的38%以上。

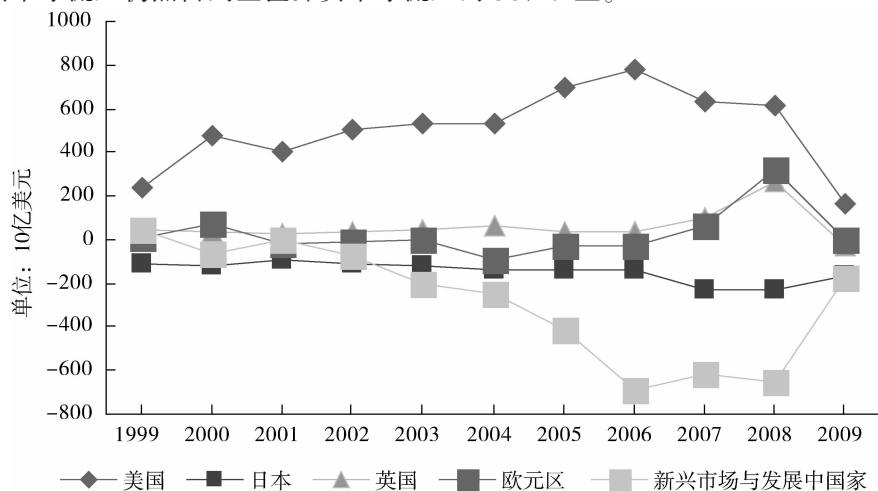


图1 世界主要国家和地区资本流入

数据来源: Global Financial Stability Report, October 2010.

* 闫小娜,中国社会科学院金融研究所,经济学博士。

美国何以能够吸引规模如此巨大的资本流入引发了人们的思考。按照新古典理论,资本应该流向报酬最高的地方,因此在边际收益递减的世界里,资本应该从人均资本存量较高的“富国”流向人均资本存量较低的“穷国”,但是现实世界里的资本流动模式显然与此并不相符。卢卡斯因此提出了著名的“卢卡斯悖论”,并给出了三种可能的解释,即劳动质量差异、人力资本的外部性和政治风险或资本市场不完全性(Lucas, 1990)。考虑到这些因素,美国等人均资本存量较高的“富国”的资本预期报酬可能并不低于,甚至高于“穷国”,因此它们能够吸引到大量的国际资本也就并不奇怪了。

卢卡斯的经典论文为全球经济失衡中的资本流动模式提供了基本解释,但它远不足以覆盖相关的全部事实。正如我们将在后面的分析中所看到的,在新兴市场国家与美国等发达国家之间的资本流动模式有着相当的复杂性,它们很难简单地归因于资本的预期收益率这一因素。这也引发了后继的大量理论工作,其中储蓄率、汇率、名义利率等宏观因素被纳入了研究视野。针对上述资本流动模式的各个侧面,人们给出了不同的解释,其中具有代表性的观点包括贸易政策及其导致的经常项目失衡(如 Dooley, Folkerts-Landau, and Garber, 2004), 储蓄率差异(如 Bernanke, 2005), 金融市场发展水平(Caballero, Farhi and Gourinchas, 2006)等等。这些不同于新古典范式的视角大大丰富了对于国际资本流动的解释力,但与此同时,要将各种不同的观点统一在具有一致性的框架内并给出明确的结论或预测也变得越来越困难。

在本文中,我们试图对全球经济失衡背景下国际资本流动,尤其是美国国际资本流入,的基本模式与特征进行梳理,并在此基础上考察各种不同因素的解释力,希望以此来促进对于全球经济失衡现象的整体认识,并对危机后的国际金融格局做出更为准确的判断。

本文后续部分的结构安排如下:第二部分将列举相对于美国的国际资本流动的基本模式与特征;第三部分对上述特征的可能解释进行梳理;第四部分将通过计量模型对各种因素在资本流动中的影响力进行实证分析;第五部分为结论。

二、基本事实:美国的国际资本流入

第二次世界大战后,美国的资本输出一直维持在很高的水平上,是世界最大资本输出国。但是从1986年开始,美国出现国际投资逆差,并且20多年来一直持续增加,到2009年底,国际投资逆差达2.74万亿美元,占GDP比达到19%。也正因为此,美国成为世界上最大的资本净进口国家,资本进口在金融危机前占全世界资本净进口量将近四分之三。美国的资本流入有以下主要特征:

(一)资本流入方式

组合投资是外国对美投资的重要方式,也是美国国际投资逆差主要来源。组合投资包括权益类资产投资和债券类资产投资。从图4中我们可以看出,2000年以来,组合投资在流入美国资本中占比一直在50%左右,2007年以后,该比例下降到40%。到2009年底,外国投资者持有的美国组合投资累计达到9.7万亿美元,其中中国债累计为3.7万亿美元,各种机构债、公司债和股票6.0万亿美元。而美国持有的外国债券仅为5.4万亿美元,仅此一项逆差达到4.3亿美元。在组合投资中,一年期以上的长期组合投资占有绝对比重,从1990年以来一直稳定在90%左右。

相形之下,直接投资占在美国资本流入中占比较小。20世纪80年代到90年代初,直接投资在外国对美投资中的比例一直保持在20%左右,1995年以后这一比例持续缩小,到2009年底,外国对美国直接投资只有2.7万亿美元,占全部投资的12.6%。外国对美国的直接投资中有90%以上是通过购买美国企业的全部或部分资产/股权的方式完成的。

与此同时,与上述主题密切相关的特征是,美国资本净流入与经常账户赤字呈同向变动。从图中我们可以看出,资本净流入与经常账户余额在2006年同期达到峰值,占GDP的比例约为

6%。随后资本净流入与经常账户赤字不断下降,并且美国资本净流入基本能够弥补经常账户赤字。

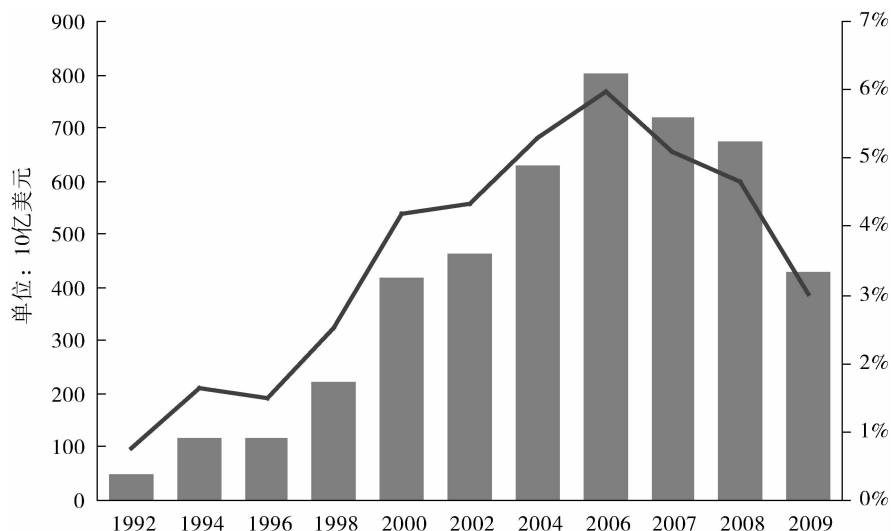


图2 美国资本净流入

注:资本净流入包括资本账户、金融账户、错误与遗漏。

数据来源:International Financial Statistics, IMF。

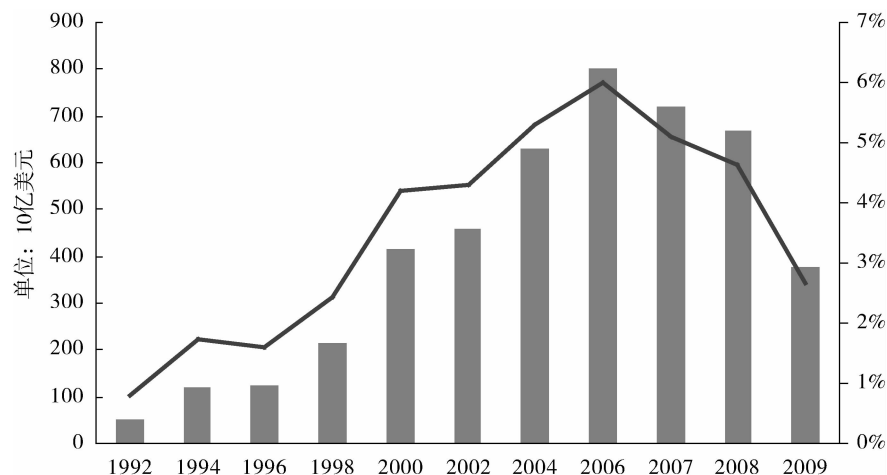


图3 美国经常账户赤字

数据来源:International Financial Statistics, IMF。

(二)资产持有者结构

美国国际资本来源地持有的美国组合资产结构不尽相同。从对收益相对较高的权益和公司债的持有情况看,欧元区和英国由于私人投资者占比较多,因此,在投资美国的组合资产中更多地投向了权益类资产(包括普通股、优先股和基金)。欧元区在2002年投资权益类资产高达40%,在经历金融危机后该比例仍然达到25%。英国这一比例更高,在2002年达到52%,2009年的这一比例也保持在35%。日本也保持了较高的权益类资产投资,在2002年最高达到18.6%,在2009年保持了14%的比重。中东石油国家则由于较早成立了主权财富基金,对储备资产实行积极管理,因此投资权益类资产比重也比较高,在2004年达到57%,2009年该比重下降到31%。中国于2007年成立中国投资公司,之后对权益类资产投资比重有所上升,由2006年的0.5%上升到2007年的3%,2008年上升到8%,随后在2009年调整该比例至5%。欧元区和英国对美国的公司债投资比重较

高,日本和中东石油国家次之,中国对美国公司债投资比重最小。

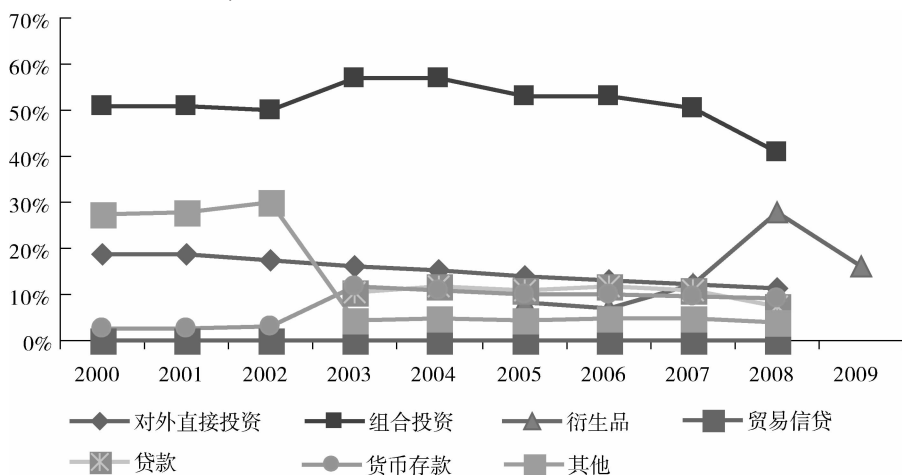


图 4 流入美国资产结构

数据来源: Balance of Payment, IMF。

从对国债和机构债的持有情况看,中国对美国的组合投资以国债和机构债为主,二者合计占比高达 90%以上;日本也保持了对国债和机构债的重点投资,二者投资比例合计高达 70%以上;中东石油国家则除了大量持有美国权益类资产外,还大量持有美国国债,国债占比在 2009 年达到 51%;欧元和英国则保持了较小的投资比例。

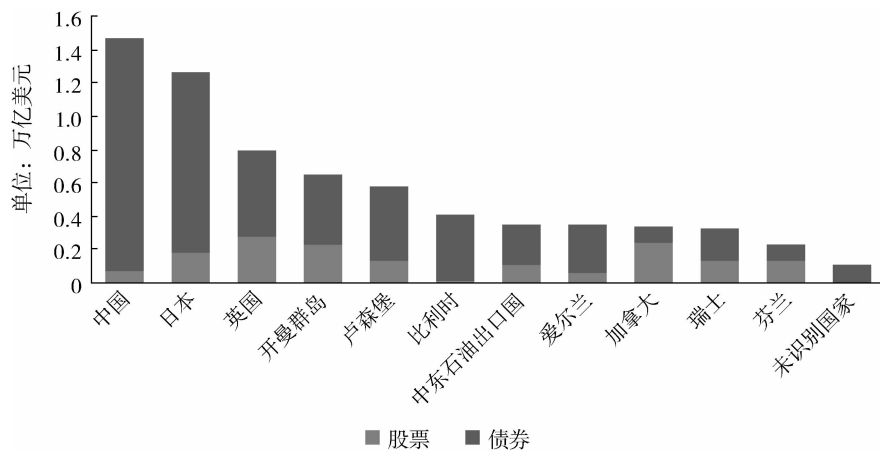


图 5 世界主要国家持有美国组合投资 (2009 年)

注:包括未识别国家在内的前 12 位国家持有美国组合投资占全部组合投资的比例达 70%以上。在进行统计时,由于外国金融中介经常介入这些组合投资的管理,所有权信息不公开,因此获得国外持有美国组合投资的准确信息是不可能的,某些此类情形就列入到“未识别国家”中。

资料来源:美国财政部。

(三) 资本收益

在国际资本流动模式中,一个值得关注的现象是国外流入美国的资本获得的收益低于美国资本流出获得的收益。Forbes(2008)发现,在 2003~2007 年期间,国外投资者投资美国的平均收益只有 4.3%,而美国投资者的国外投资收益高达 11.2%,并且这种投资收益的差异还要持续一段时间。即使是非官方部门的资产,流入美国的资产收益也比美国的海外资产收益低,外国投资者的股票收益只有 7.6%,债券资产收益只有 5.3%,而美国投资的海外的股票和债券收益分别达到 17.4%

和 6.7%。这其中,汇率贬值是一个重要原因。

在其他条件都相等的情况下,美元贬值会使美元负债贬值,从而使净对外投资收益增加。到 2009 年底,美国的对外资产净头寸为-2.74 万亿美元,如果美元贬值 10%,则美国的对外负债将会减少 0.274 万亿美元,相当于美国 GDP 的 2%,而 2009 年美国经常账户赤字也只有 GDP 的 2.6%。因此美元贬值的收益还是相当可观的。实际上,无论是美国的名义有效汇率还是实际有效汇率,从 2003 年以来都一直在下降,其幅度超过 10 个百分点。这说明美国在国际货币体系中的独特位置使它享有“过多的特权”(Gourinchas and Rey, 2005),即尽管美国对外负债过度,美元汇率不断贬值,并且流入美国的资产收益较低,但仍然有大量的资本在不断流入美国。

三、理论分析:国际资本流动模式的成因

如前所述,对于当前的国际资本流动模式,人们提出了各种解释。总体上,它们可以归纳为以下几个方面:

(一)贸易流动

贸易流动与资本流动是全球经济失衡中的两面。在众多的全球经济失衡模型中,正是由于美元是国际储备货币,大家处于对国际储备货币的竞争性需求,使得贸易商品从新兴市场国家流向美国,带来资本的逆向流动。Dooley, Folkerts-Landau and Garber(2003, 2004, 2009)认为,现在新布雷顿森林体系的核心就是亚洲国家维持本币对于美元的相对低估,同时将贸易顺差以及干预汇市得到的美元用于购买美元资产,促使美国资本账目盈余,从而平衡美国贸易赤字。如果美国采取措施恢复这种经常账户平衡时,敦促亚洲国家采取措施放开汇率管制,并抵制资本净流入,这将会带来体系的终结。不过对于双边贸易流动与资本流动的实际关系,学术界一直存有争议。Lane and Milesi-Ferretti(2008)发现,经验证据表明,双边贸易流动与双边资产持有呈强烈的相关性。而 Antràs and Caballero(2007)建立金融市场发展程度模型,结论表明贸易和资本流动在金融市场不太发达的国家有相互补充的作用。Ahearne, Grier and Warnock(2004)则认为,贸易流动与资产持有没有必然关系。

(二)金融市场发展

金融市场作为贸易与资本流动的载体,在全球经济失衡的讨论中占有重要地位。由于一些国家金融市场的不发达,资本为了获得更好的流动性和收益,流向更加成熟发达的金融市场。Caballero 等(2006)的模型显示,新兴市场国家经济的快速增长伴随着不能生产更多的作为价值储藏的金融产品,因此这些地区就会产生对美国和欧洲地区的金融产品的需求。同时,因为美国的经济增长潜力要好于欧洲地区,因此更多储蓄就流向了美国。这样,新兴市场国家既维持了汇率的稳定,又获得了经常账户盈余,而发达国家则可以得到资本的流入。Caballero, Farhi and Gourinchas(2008)进一步发展了上述观点。他们建立储蓄工具总需求模型,假定在本国投资工具有限的情形下,这些国家会购买美国的投资工具。Mendoza, Quadrini and Ríos-Rull(2006)证明金融体系不发达的国家将积累金融市场比较发达国家的金融资产,净资产为负的国家就成为资本净流入国家。与此同时, Ventura and Broner(2007)认为,发达国家的金融产品具有一定的普遍性,信息相对比较充分,而发展中国家的金融产品是地方性的,从而具有较高程度的信息不对称。因此,在金融全球化条件下,无论是发展中国家还是发达国家,都更愿意购买发达国家的金融产品。

但也有研究认为,金融市场发展与资本流动之间不存在必然的联系。Gruber and Kamin(2008)利用面板数据分析各种金融发展指标与国际资本流动的相关性,他们发现,金融发展水平的差异不能解释资本从发展中国家向发达国家的净流动以及美国的巨额经常项目赤字。更有研究认为,金融市场发展与外国组合投资之间的关系是正相关而不是负相关的。例如 Lane and Milesi-Ferretti

(2008)认为,股票市场比较发达的国家一般持有较多的国外资产,同时不发达国家会不断培育完善自己国家的金融市场,因此,国际间的投资可能会降低。Obstfeld and Rogoff(2001)认为,即使全球金融市场是完全的,金融市场产品生产的摩擦也会导致本土偏好,资本会更多地投资于本国金融市场。

(三)劳动生产率

劳动生产率的差异是资本收益差异产生的现实根源,也是资本国际流动是否有效率的判断标准。Blanchard(2009)对失衡进行了定性分析,区分了好的失衡和坏的失衡。他认为,在某些情形下,失衡反映的是资本在时间和空间上的优化配置。但是,失衡也有可能是潜在扭曲的征兆,他认为在网络泡沫之前的失衡基本上是“好”的失衡,生产率差异是解释美元升值及美国经常账户赤字扩大的主要原因。之后的失衡,尽管利率很低而且美元在贬值,但债务为美国经常账户赤字提供融资的相对重要性上升,使资本流动的性质发生了改变,是“不好”的失衡。因此,资本是否由于生产率的差异而流动,就成为检验资本是否是最优配置的一个标准。

Faruqee and Lee(2009)表达了类似的观点。他们认为全世界资本源源不断流入美国,曾对世界经济的“伟大缓和(great moderation)”发挥了重要作用,增加了全球的流动性,降低经济波动性,使通货膨胀率下降,利率降低。但是新兴市场国家不断积累外汇储备,流入美国的资本获得的收益较低,实际在补贴着美国经济,这样,资本的全球配置就不是最优的。

Hunt(2008)强调,经济历史的发展有时存在可以比较的地方。在古典金本位制下,核心工业化国家如英国、法国、德国,为资源丰富型国家如澳大利亚、阿根廷、加拿大和新西兰甚至美国提供资金,这些资金流动显然是最优的,反映了资本流向资本边际生产率最高的地方。与之形成对比的是,1970年代的发达国家的金融机构充斥资金,尤其是那些石油出口国循环出来的资金。这些资金以可调整利率借贷给了拉丁美洲等发展中国家。在1980年代全球衰退时期,许多发展中国家出口下降,恰逢此时美元强劲升值,美元债务负担骤然增加,高利率、高汇率在许多拉美国家引发债务危机。资本虽然流向了边际生产率最高的地方,但是却带来了发展中国家的债务危机,这样就很难判断资本流动是否最优的。

(四)利率与汇率

利率与汇率作为资金的国内与国际价格,其变化应该对资本流动产生重要影响。Calvo等(1996)认为,“1994年,美国收紧货币政策,利率上升,使得投资于亚洲和拉丁美洲国家显得缺少吸引力……看起来金融市场一体化程度越高,越采用高端技术,收益率的相对变化很快就会引起资本的跨境流动”。Goldstein and Turner(1996)也表达了类似的观点:“经验研究表明,世界利率的变化可以解释1990年代以来发展中国家1/2或2/3的私人资本流动状况”。因此利率尤其是美国的联邦基金利率无论如何都应该对资本的跨境流动有重要影响。

不过Gruber and Kamin(2008)对金融资产回报率差异与国际资本流动经验关系的考察则给出了不同的结论。他们发现,美国债券的收益率并不显著高于其他发达国家,从而美国金融资产并不比其他发达国家金融资产更有吸引力,因此,收益率差别不能解释资本为何流入美国。

四、实证检验:美国国际本流入的影响因素

在这一部分,我们将对前面列举的解释因素进行实证检验,考察从长期看,美国的资本流入是否受劳动生产率、金融市场发展、利率和汇率等因素的影响。与此同时,我们将分别考察中国、日本、欧元区和英国的相关因素相对美国的变化对资本流入美国的影响,从而进一步验证我们关于上述解释有效性的判断。

(一)资本流入角度:美国

根据前面我们的分析,影响资本流入美国的因素主要有利率、汇率、金融市场发展、劳动生产率、双边贸易流动。由于在对影响资本流入的美国因素进行分析时,经常账户赤字与金融账户盈余之间的相关性太显著,因此我们舍弃贸易流动这个因素。

我们首先对数据选取进行解释:

1.净组合投资(Net Portfolio Investment, NPOT):指国外投资者净持有的美国债券和股票,数据来源于IMF的BOP数据库,用该数据表示美国的资本流入。

2.联邦基金利率、真实有效汇率、股票价格指数、GDP、劳动人口数据均来自于IMF的IFS数据库,国内未清偿债券余额来自于BIS数据库。

3.金融发展指标一般用股票总市值/GDP和国内债券未清偿余额/GDP来衡量,由于数据的可得性,股票总市值/GDP用股票价格指数来近似替代。

4.劳动生产率指标用GDP/劳动人口表示。

5.数据选取时间从1980年第一季度至2010年第一季度。

本文的基本估计模型可表示为:

$$NPOT=C+\beta_1FED_RATE+\beta_2IND_STOCK+\beta_3BOND_GDP+\beta_4R_EXCH+\beta_5GDP_L+\varepsilon$$

其中:NPOT表示流入一国(地区)的净投资组合资产,C为常数项,FED_RATE表示美国联邦储备基金利率,IND_STOCK为股票指数,BOND_GDP为国内债券未清偿余额与GDP之比,R_EXCH表示美国真实有效汇率,GDP_L为单位劳动产出, ε 为扰动项。

对上述模型的估计结果参见表1。

表1 流入美国的净投资组合资产实证结果

因变量为净投资组合资产 NPOT			
变量名称	方程 1	方程 2	方程 3
C	-159.33**(-2.13)	-130.51**(-3.18)	-75.54**(-2.62)
FED_RATE	2.80(1.03)		
IND_STOCK	0.83*(1.82)	1.07**(2.96)	1.64*** (8.15)
BOND_GDP	43.73(1.22)	67.27**(2.45)	51.84*(1.96)
R_EXCH	0.09(0.18)		
GDP_L	0.002*(2.03)	0.001*(1.86)	
R-squared	0.53	0.53	0.52
Durbin-Watson	1.42	1.40	1.37
F-statistic	26.89	44.80	64.14

注:1. *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%显著性水平下的估计值。

2. 表中括号()内的数值为相应估计值的t-值。

结果表明,1980年至2010年间,美国金融市场发展以及劳动生产率对资本流入有着显著的正向解释力度,但联邦基金利率和真实有效汇率解释力度不足。这也说明,从长期来看,影响资本流入美国的因素还是劳动生产率和金融市场发展。利率和汇率变动虽然在短期可能对资本流入有影响,在长期对资本流入美国影响不显著。

(二)资本流出角度:中国、日本、欧元区与英国

在流入美国的资本中,中国、日本、英国、欧元区和中东石油国家占全部流入资本的比重达到80%以上。因此对这些国家和地区流入美国的资本进行国别分析,考察影响这些国家和地区资本流入美国的因素及其变化就非常重要。根据前面的理论分析,我们提出以下五个基本假设:

假设 1: 一个国家相对于另一个国家的利率水平越高, 金融资产就越倾向于流入这个国家。

假设 2: 一个国家金融发展水平越高, 其金融资产的净流入量就越高。

假设 3: 一国货币的汇率水平越高, 流入该国的长期金融资产越大。

假设 4: 一个国家(地区)相对另一个国家(地区)的净出口量越大, 则其金融资产的净购买也就越大。

假设 5: 一国国家(地区)相对另一个国家(地区)劳动生产率越高, 则金融资产的净流入越多。

1. 基本实证模型

我们利用 F 检验对以下假设进行检验, 来确定本文应选择的模型设定形式。

$$H_1: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n$$

$$H_2: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_n$$

$$\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n$$

若接受 H_2 则选择混合效应模型, 即在模型中截距和斜率都不发生变化, 此时不需再对 H_1 进行检验, 如果拒绝 H_2 , 则检验 H_1 。如果接受 H_1 则认为模型为变截距模型, 若拒绝 H_1 则认为模型为变系数模型。

$$F_2 = \frac{(S_3 - S_1) / [(N-1)(k+1)]}{S_1 / [NT - N(k+1)]} = \frac{(93824.73 - 35816.66) / [(4-1)(7+1)]}{35816.66 / (108 - 4 \times 8)} = 7.98 > F_{0.05}(24, 76)$$

$$F_1 = \frac{(S_2 - S_1) / [(N-1)k]}{S_1 / [NT - N(k+1)]} = \frac{(61624.75 - 35816.66) / [(4-1)7]}{35816.66 / (108 - 4 \times 8)} = 2.61 > F_{0.05}(21, 76)$$

其中 S_3 为混合效应模型的残差平方和, S_2 为变截距模型的残差平方和, S_1 为变系数模型的残差平方和, N 为个体截面个数, T 为观测时期数, k 为解释变量个数, 且由于变系数模型的随机效应要求界面数大于时期数, 因此我们选择固定效应模型。在下表中我们给出了混合效应模型和固定效应模型的回归结果, 但是从上述检验结果可知, 应选择变系数模型。

本文采用的基本实证模型如下:

$$NSECU_i = \alpha_i + (\delta \gamma) \begin{pmatrix} GDP_L_i \\ NEXP_i \end{pmatrix} + (\beta_{1i} \beta_{2i} \beta_{3i} \beta_{4i}) \begin{pmatrix} EXC_i \\ MR_i \\ STC_GDP_i \\ DSEC_i \end{pmatrix} + \varphi_i D_{08} + \varepsilon_i \quad i = CHN, JNP, UK, EUR$$

其中, $NSECU$ 金融资产的净购买量(净流入量), EXC 表示相对名义汇率水平, MR 表示相对利率水平, $NEXP$ 表示净出口量, STC_GDP 为金融发展水平, GDP_L 为劳动生产率, $DSEC$ 代表金融资产规模, D_{08} 为虚拟变量表示 08 年的金融危机(08 年三季度之前为 0, 08 年三季度之后为 1), ε 为扰动项。

2. 变量定义及说明

以下我们运用面板数据模型将中国、日本、英国和欧元区四个世界主要经济体对美国的长期证券的净购买量及这四个经济体与美国贸易额、相对名义汇率水平、相对于美国的金融发展水平、相对利率水平之间的关系进行实证分析。数据长度为 2003 年第 3 季度至 2010 年第 1 季度, 共计 108 个观察值。具体变量说明参见表 2。

3. 实证结果

以下采用混合效应模型和固定效应模型对上述假设进行检验。混合效用模型认为不同个体(即国家)的截距项和斜率项是相同的。而固定效应模型认为各个不同个体(即国家)的截距项和斜率项不同。在固定效应模型中, 在模型设定时, 本文假定 EXC 、 MR 、 STC_GDP 、 $DSEC$ 前的系数随着国别的变化而发生改变(即相关变量前的斜率是变化的, 而假定 GDP_L 、 $NEXP$ 这两个主要由实体

表 2 变量定义及说明

变量名称	变量定义及说明
<i>NSECU</i>	表示对美国金融资产的购买量,实证中以中国、英国、日本和欧元区对美国长期证券的净购买量
<i>EXC</i>	用 <i>EXC_CN</i> , <i>EXC_EU</i> , <i>EXC_JP</i> 和 <i>EXC_UK</i> 分别表示人民币、欧元、日元、英镑兑美元的汇率水平。该值越大,则表示美元相对于其他货币汇率水平越高。
<i>MR</i>	用 <i>MR_CN</i> , <i>MR_EU</i> , <i>MR_JP</i> 和 <i>MR_UK</i> 分别表示联邦基金利率与中国、欧元区、日本和英国基准利率之间的差值。该值越大,则表示联邦基金利率相对于其他基准利率水平越高
<i>STC_GDP</i>	用 <i>STC_GDP_CN</i> , <i>STC_GDP_EU</i> , <i>STC_GDP_JP</i> 和 <i>STC_GDP_UK</i> 分别表示美国股票市场发展与中国、欧元区、日本和英国股票市场发展的比值,该值越大,表明美国相对股票市场发展水平越高。其中股票市场发展水平指标用股票总市值与该国 GDP 总值之比衡量。
<i>DSEC</i>	用 <i>DSEC_CN</i> , <i>DSEC_EU</i> , <i>DSEC_JP</i> 和 <i>DSEC_UK</i> 分别表示美国国内未清偿证券与中国、欧元区、日本和英国国内未清偿证券比值,该值越大,表明美国相对债券市场发展水平较高。
<i>NEXP</i>	用 <i>NEXP_CN</i> , <i>NEXP_EU</i> , <i>NEXP_JP</i> 和 <i>NEXP_UK</i> 分别表示中国、欧元区、日本和英国对美国的净出口额。该值越大,则表示对美国的净出口越大。
<i>GDP_L</i>	用 <i>GDP_L_CN</i> , <i>GDP_L_EU</i> , <i>GDP_L_JP</i> 和 <i>GDP_L_UK</i> 分别表示美国劳动生产率指标与中国、欧元区、日本和英国劳动生产率指标比值,该值越大,这表明美国相对于该国(地区)劳动生产率水平越高。其中劳动生产率指标用 GDP 与劳动力人口之比衡量。

经济进行传导的变量前的系数不随国别的变化而变化(即相关变量前的斜率是统一的)。

具体的回归结果参见表 3:

第一,在两种实证模型下,对美国长期证券的净购买量与各国货币汇率水平的变动方向是一致的,即美元对一国(地区)的汇率水平越高,则该国对美国长期证券的净购买量越低,检验结果与假设 3 正好相反。在混合回归模型下,这一效应在 10%的显著性水平下未能通过检验。但在固定效应模型下,日本和英国在 5%的显著性水平下通过检验,中国和欧元区不显著。

第二,关于联邦基金利率与中国、日本、欧元区以及英国相应基准利率相对水平的假设,不论是在混合效应模型,还是在固定效应模型下都没有通过显著性水平为 10%的检验。

第三,混合效应模型的回归结果表明,以 *STC_GDP* 指标衡量的美国相对于其他国家(地区)的股票市场发展水平越高,则流入美国的金融资产规模越大,这与假设 2 相符。相应的系数在 10%的显著性水平下是显著的。在固定效应模型中,日本在 10%的显著性水平下是显著的;但对于英国而言上述假设不成立,英国的这一比值系数是负的;中国和欧元区不显著。

第四,在混合效应模型中,对美国证券的净购买规模与美国国内未清偿证券与相应国家(地区)相对水平之间存在着显著正相关性。在固定效应模型中,对美国证券的净购买规模与美国国内未清偿证券与英国和欧元区相对水平之间也存在着显著正相关性,但中国和日本不显著。

第五,检验结果表明,对美国长期证券的净购买与对美国的净出口呈现正向关系,即对美国的净出口越大,对美国金融资产的净购买也越大,与假设 4 基本一致。但这一效应在固定效应模型中未能通过 10%的显著性水平检验,而在混合回归模型中通过了 10%的显著性水平检验。

第六,美国证券的净购买规模与以 *GDP_L* 表示的劳动生产率相对水平之间的正相关性不显著,这说明劳动生产率差异与流入美国资本之间的关系并不显著。

表3 资本流入美国因素回归结果

变量	混合回归模型 1	混合回归模型 2	固定效应模型 1		固定效应模型 2
C	-9.32 (-0.91)	-11.17 (-1.20)	287.10** (2.46)		210.71*** (3.63)
EXC	-0.02 (-0.18)		_CHI	-32.04 (-0.55)	-20.92 (-0.96)
			_JPN	2.57* (-1.72)	-1.87*** (-3.38)
			_UK	-1154.824*** (-3.07)	-1134.08*** (-3.12)
			_EUR	-119.08 (-0.75)	-62.19 (-0.43)
MR	0.15 (0.06)		_CHI	2.71 (0.33)	
			_JPN	4.33 (0.55)	
			_UK	-1.61 (-0.35)	
			_EUR	4.98 (0.86)	
STC_GDP	1.51 (1.82)	1.47** (2.69)	_CHI	9.34 (0.60)	8.69 (0.66)
			_JPN	2.25* (1.58)	1.71* (1.86)
			_UK	-1643.75*** (-4.54)	-1582.51*** (-5.31)
			_EUR	166.22 (1.22)	70.83 (0.92)
GDP_L	-0.86*** (-4.26)	-0.85*** (-4.39)	-0.12 (-0.28)		
DSEC	13.51*** (6.09)	13.59*** (6.67)	_CHI	-3.08 (-0.31)	-5.73 (-1.30)
			_JPN	109.55 (0.79)	79.77 (0.69)
			_UK	78.69** (2.38)	77.73** (2.41)
			_EUR	415.23** (2.26)	429** (2.44)
NEXP	0.53* (1.84)	0.53* (1.89)	-1.11* (-1.71)		0.93* (1.62)
D ₀₈	-4.13 (-0.52)		-33.40*** (-2.67)		-33.41*** (-2.96)
固定效应					
CN--C			111.47		61.02
EUR--C			-475.99		-443.39
UK--C			401.00		421.39
JNP--C			-36.48		-39.02
统计量指标					
R-squared	0.38	0.37	0.74		0.73
Adjusted R-squared	0.33	0.35	0.67		0.68
Log likelihood	-518.67	-518.88	-472.39		-473.25
Durbin-Watson	1.16	1.16	2.10		2.06
F-statistic	8.61	15.35	10.72		14.38

第七,虚拟变量 D_{08} 的影响在混合效应模型中不显著,在固定效应模型中是显著的,这也表明金融危机对美国资本流入的影响是显著的。

(三)对实证结果的分析

1. 劳动生产率

从对美国的回归结果看,资本流入与美国的劳动生产率有显著相关性。因此,从长期看,资本流入仍然反映了生产率的差异,显示了资本在空间和时间上的最优配置。但是,从2003年以后对中国、日本、欧元区、英国回归结果看,劳动生产率的差异对资本流入影响不显著。这一方面可能是因为各国生产率增长有自身的规律,所以作为整体,劳动生产率差异就对美国资本流入不显著。另一方面,在2003年以后,美国新经济泡沫破灭,劳动生产率增加并不显著,但是各国对美国组合投资的购买伴随着衍生品交易的繁荣而不断增加,流入美国的资本在2007年前也显著上升。这也是为什么 Blanchard(2009)认为此时的失衡是不好的失衡的原因。

2. 汇率与利率

作为与资产收益息息相关的变量,汇率与利率的波动本应对资本的跨境流动产生重要影响,但是不论从长期看,还是在2003年以后的计量检验中,利率对资本流入美国的影响都不显著,汇率的变动则直接与美国的资本流入呈现负相关关系,似乎完全违背了资本追逐利润的本能。汇率变动与资本流入负相关,也与实际情况相符。2003年开始,美元的真实有效汇率不断走低,而与此同时美国的资本流入则在不断增加。这个结果首先是再次印证了流入美国的资本收益远不及美国流出资本的收益的结论;同时,也说明资本不管收益如何持续流入美国,真正的原因可能在于美元和美元资产作为全球公共品,在国际货币体系中享有的“特权”。

3. 双边贸易流动

双边贸易流动对资本流动的影响,在理论上主要分为两个层面:首先是贸易赤字方向贸易盈余方进行贸易货款的支付带来经常账户的资金流动,其次是贸易盈余方将积累的外汇资产重新投资于贸易赤字国的金融资产上带来金融账户的资本流动,形成一个完整的循环。其核心则在于关键货币尤其是美元在国际贸易中扮演的支付、结算、价值储藏功能。

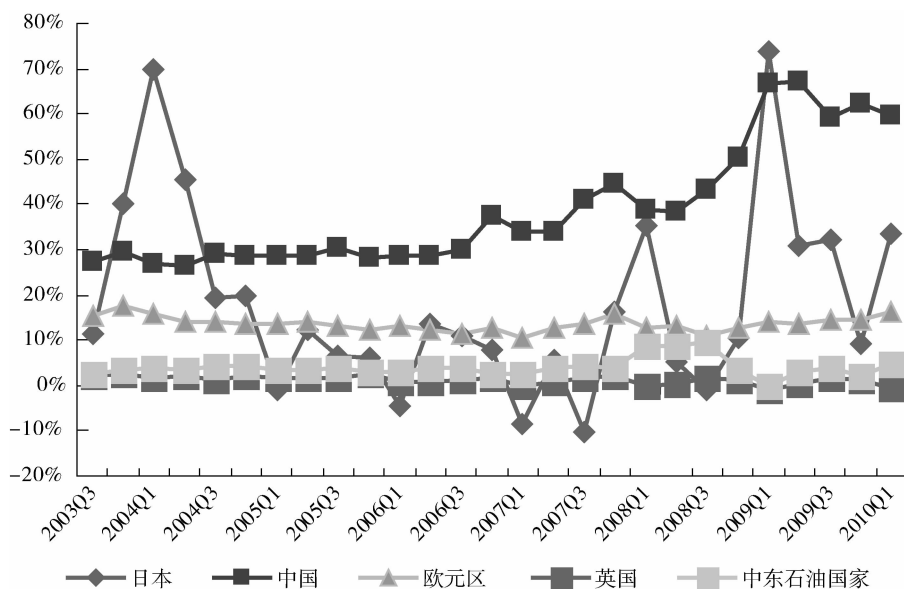


图6 主要国家和地区对美贸易顺差占比

数据来源:IMF, Direct of Trade Statistics。

在实证分析中,双边贸易流动对资本流入的影响显著,中国、日本对美国的双边贸易流动对资本流入的影响更加显著。中国和日本在金融危机后对美贸易盈余仍然不断增加,与此同时,中国和日本流入美国的组合投资也在不断增加。

欧元区在金融危机后,仍然保持了对美的贸易顺差,但是资本流入显著减少。英国在金融危机后对美贸易整体保持顺差,个别季度表现为贸易逆差,但是对美国的资本流入也呈现显著下降的趋势。在双边贸易流动对资本流入美国影响整体显著的情形下,中国、日本和欧元区、英国流入美国的资本变化出现了差异,这应该与各国金融市场发展与结构差异有关。

4. 金融市场发展

在对全球经济失衡的解释中,金融市场发展的差异占有重要位置。一般认为,新兴市场国家和发达国家在金融市场发展方面的差异,使得资本从新兴市场国家流向发达国家。但是,回归的结果表明,对于作为新兴市场国家中国,其流入美国的资本与金融发展指标之间的关系并不显著,反而是金融市场相对比较发达的英国、欧元区和日本的相对金融市场发展指标比较显著。

一种可能的解释是,新兴市场国家尚未形成本国的美元债券或美元股票市场,使得本国通过贸易盈余积累的以美元为主的外汇储备不能有效投资于以本国货币为主的金融市场。在这种情况下,无论美国股票或债券市场发展情况如何,以美元为主的外汇储备都必须购买美元资产,因此,新兴市场国家对美元资产的需求就是一种刚性的需求。与之形成鲜明对比的是,英国和欧元区很早就形成了较为发达的欧洲美元市场,本国的美元资产与美国的美元资产在一定程度上形成了替代关系,因此,这些地区的美元资本流出就对金融市场发展比较敏感。

这一现象表明,笼统地认为新兴市场国家不能够生产更多的金融工具吸纳本国过高的储蓄从而导致了资本外流,可能是一个错误的认识。以中国为代表的新兴市场国家积累了大量外汇储备,这既与本国的外汇管理制度有关,也与美元为主的贸易结算体制有关,有着非常复杂的原因。如果单纯提出是金融市场发展的差异引起资本流入美国,就可能掩盖了资本流动的真正原因。

四、金融危机后美国资本流入的变化:资产结构分析

在前面的实证分析中,我们设置了一个哑变量,以检验金融危机对资本流入美国的影响。结果表明,金融危机对资本流入美国的影响是显著的。实际数据也表明,金融危机之后的2009年上半年,季度资本净流入一度呈现负值。但是对于不同国家和地区,在金融危机后资本流入美国的情况也有所差异。欧元区和英国资本流入美国明显减少,长期证券的净购买一度呈现负值,中国和日本在金融危机后流入美国的资本虽然有所下降,但总体上还是美元资产的净购买方。

与之相对应,欧元区和英国流入美国的资本,对股票市场和债券市场发展的相对变动比较显著,并且在金融危机之后出现了资本流动的逆转,2008—2009年持有美国的组合类资产呈现下降态势,并且在净购买美国的长期债券季度数据中,连续出现净购买为负值的情况,说明这两个地区在不断减持美国的组合类资产。

显然,在劳动生产率、利率和汇率与资本流动关系不太密切的情况下,双边的贸易流动与金融市场发展差异对资本的这种流动产生了重要影响。欧元区和英国资本流入美国与金融市场发展密切相关,而中国和日本资本流入美国则与双边贸易流动关系更紧密。产生这种情况的根本原因在于一国的外部经济结构不同,而外部经济结构不同必然形成不同的外部资产结构。

从不同国家和地区外部资产持有者结构来看,外部资产中以私人持有者为主的国家或地区,其资产结构分布相对比较均匀,流入美国的资本比较容易受股票市场和债券市场发展的影响,并

且在金融危机后资本流动的逆转比较显著;而官方持有为主的国家,资产结构相对比较单一,外汇储备占比较高,流入美国资本相对比较稳定。

(一)外部资产结构差异

首先从外部资产的规模看,欧元区和美国仍然是国外资产规模最大的国家和地区,中国的外部资产规模相对仍然较小。从这个角度来说,中国的外部经济规模绝对值仍然小于欧美等发达国家,因此未来的发展方向肯定不是限制外部经济规模。

其次,从持有者结构看,中国由于储备资产规模较高,因此官方持有的国外资产比例较高,在2009年达到70%。日本既拥有相当规模的储备资产,又拥有相当数量的私人国外资产,官方持有的国外资产比例在2009年为22%。英国和美国官方持有国外资产比例比较低,在2009年分别只有0.9%和2.6%。

第三,从资产结构看,除发生金融危机的美国外,其他国家的外部资产都保持了相对比较稳定的结构比例。同时,作为国际主要结算货币发行国的美国、英国和欧元区储备资产占比都较小,资产结构分布相对比较均匀,组合投资占有相当比重。作为非关键货币国的中国,其储备资产占比相对较高,资产结构比较单一,组合资产等占比较小。日本则介于这两种情况之间。

(二)资产结构差异产生的原因

对于为什么亚洲国家形成大量的外汇储备积累,现代重商主义者认为,外汇储备的积累是出口竞争战略的直接结果:由于出口可以创造更多的工作岗位,因而可以将更多的人留在传统行业部门,在这种战略安排下,外汇储备的积累可以起到防止或减缓本币升值的作用。相当一部分人认为,现代重商主义观点符合东亚国家的情况,并认为东亚国家遵循的是相同的发展战略。然而,重商主义者关于外汇储备的观点是值得商榷的,毕竟出口导向型经济增长策略在50年前已经出现于东亚,而外汇储备的大幅增长却是发生在1997年之后。而根据预防性需求谨慎动机的观点,东亚经济危机的特征似乎表明外汇储备的累积是出于预防性调整的谨慎动机,是对未来出现的不确定性进行的自我保险与防范。例如Lane and Burke(2001)通过实证检验得出结论,贸易开放度(trade openness)是影响储备规模的最重要变量,金融深化(financial deepening)会提高储备占GDP的比重,规模较小、国际收支波动较大的工业化国家相对规模较大、波动较小的工业化国家会倾向于持有更多的外汇储备,负债较多的发展中国家外汇储备比例(相对于GDP)越小。

实际情况可能远比理论解释复杂得多。中国官方持有的储备资产占比较高既与我国长期实行出口导向型发展战略有关,更与我国强制结售汇的外汇管理体制有关。在人民币升值预期主导的情况下,虽然央行在不断放宽结售汇限制,但是企业和居民持有外币资产意愿仍然不强。日本拥有较多的储备资产则与日本在2004年之前在公开市场频繁干预日元汇率密切相关,因此当2004年日本宣布停止公开市场操作干预汇率的一段时期内,外汇储备没有任何的增长。

欧美国家则不同。这一方面由于他们的货币本身就是国际结算货币,因此,无论是政府,还是企业和居民,都不用持有更多的其他国家货币作为谨慎动机的预防性需求。另一方面,欧美国家发达的国际金融市场也使得本国政府、企业和居民能非常容易地获得所需要的外币资金,因此,其外部资产结构相对分布比较均匀。

(三)资产结构对金融危机后资本流入的影响

各国外部资产结构不同,既反映了本国外部经济的结构不同,也反映了各国资本流出方式的不同。如果是贸易盈余较多的国家形成的外汇资产,在本国的外汇管理制度下,形成以官方持有为主体的外汇储备,同时,这部分外汇储备不能有效投资于国内的外币市场,资本输出方式就会比较

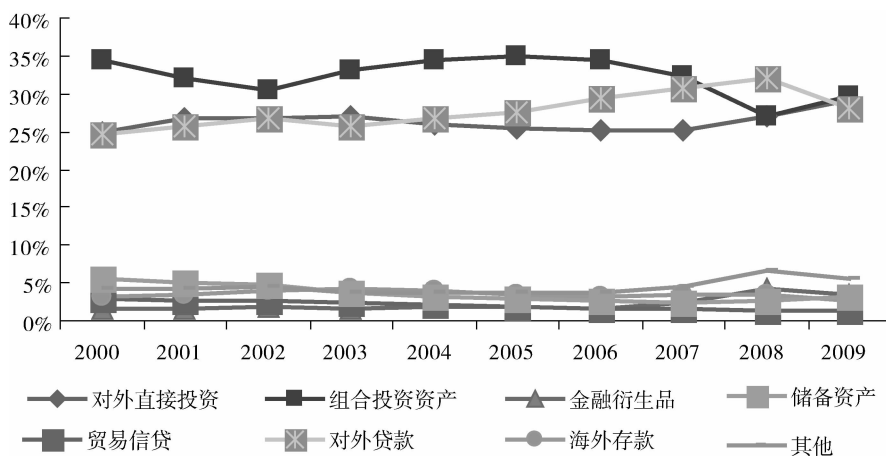


图7 欧元区外部资产结构

数据来源:IMF, Balance of Payment and International Investment Position Statistics。

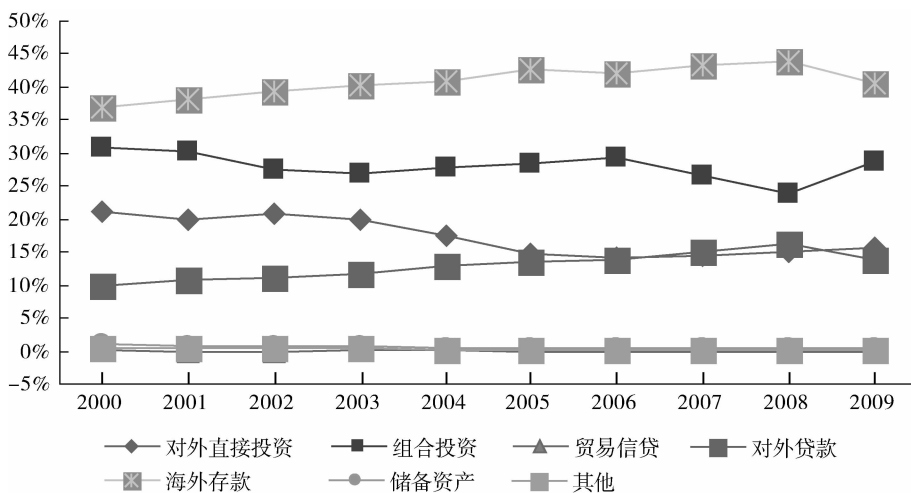


图8 英国外部资产结构

数据来源:IMF, Balance of Payment and International Investment Position Statistics。

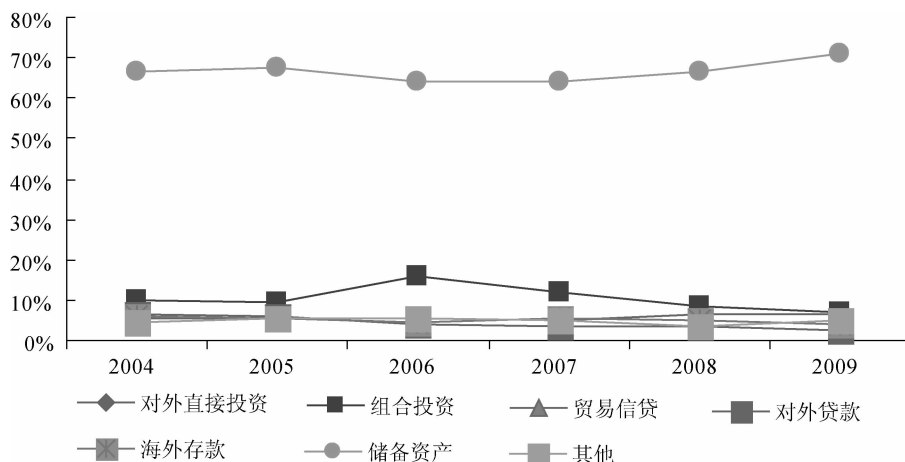


图9 中国外部资产结构图

数据来源:IMF, Balance of Payment and International Investment Position Statistics。

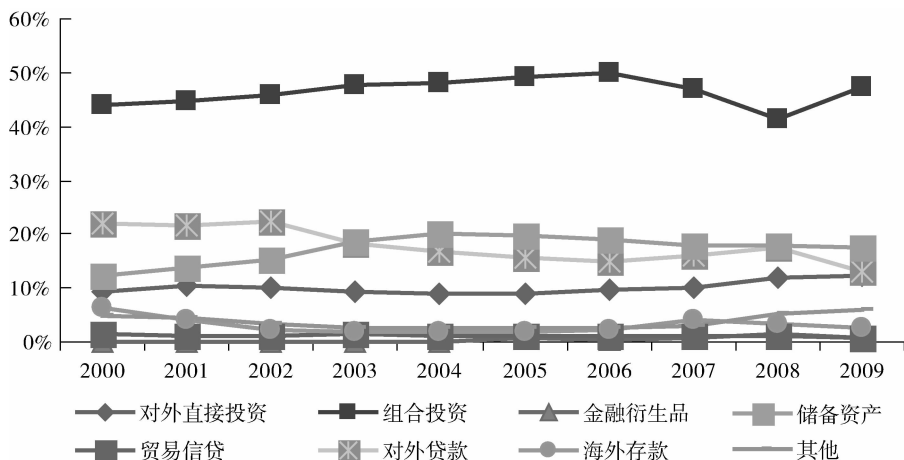


图 10 日本外部资产结构

数据来源:IMF, Balance of Payment and International Investment Position Statistics。

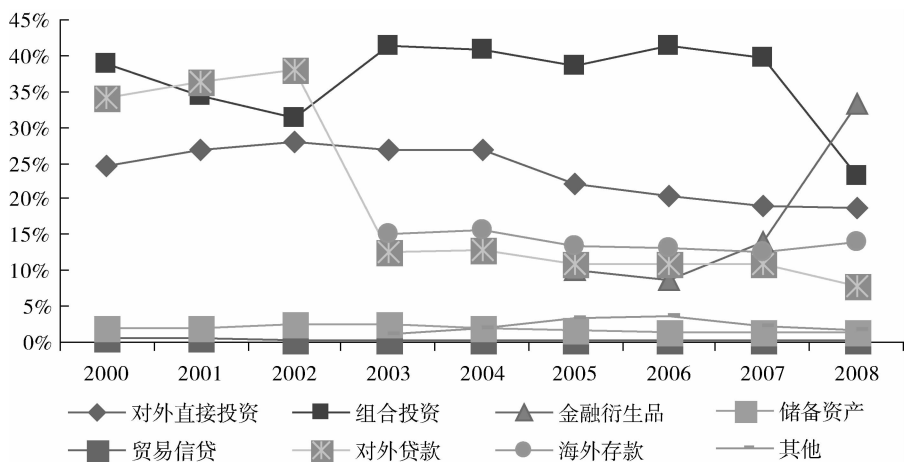


图 11 美国外部资产结构

数据来源:IMF, Balance of Payment and International Investment Position Statistics。

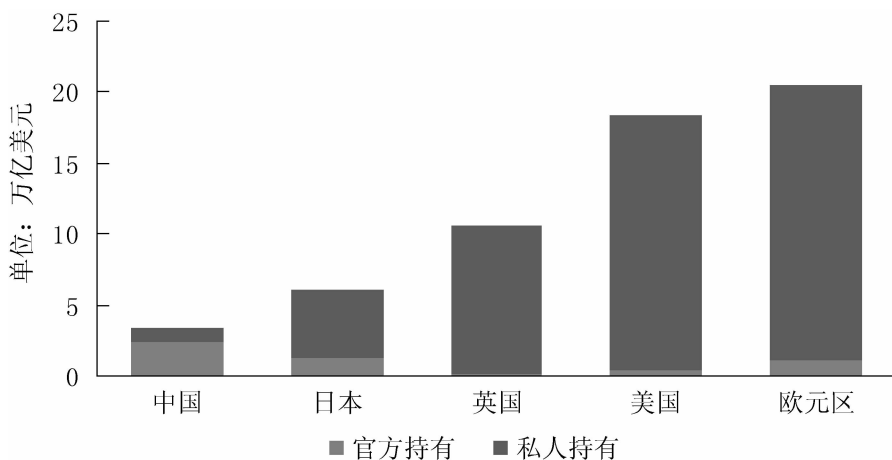


图 12 世界主要国家和地区外部资产持有者结构(2009年)

数据来源:IMF, Balance of Payment and International Investment Position Statistics。

单一,这部分资本对美元资产的需求就是刚性需求,资本流入美国对金融市场的变化就不显著,而更多地是与双边贸易流动相关。金融危机发生后,以官方持有储备资产并购买国债和机构债为主的中国和日本保持了对美国持续的资本流出,这部分资本显然在金融危机中发挥了稳定作用。可以预期,这两个国家在未来会随着贸易结构与国外资产的调整而逐步改变资本流入美国的结构与数量。

而私人持有为主体的欧元区 and 英国的外部资产结构相对分布均匀,资本输出方式多元。本地区发展良好的欧洲美元市场为欧洲的投资者提供了可以替代美国金融资产的金融产品。因此,欧元区和英国流入美国的资本受金融市场发展影响显著,其对美国金融资产的需求是一种弹性需求,资本流入会随着金融市场等因素变化而变化。金融危机之后,以购买权益和公司债为主的欧元区和英国,流入美国的资本显著减少,这种资本流动变化加剧了全球金融与经济的动荡。

五、结论

全球经济失衡及其相应的国际资本流动模式绝非经济学领域的全新话题,但是它至今仍未得到令人满意的解释。在本文中,我们通过相对于美国的国际资本流入与流出两个视角的实证分析,试图对各种理论解释的总体有效性进行解释,从而深化这一领域的认识。在这一过程中,我们得到了以下结论:

第一,从资本流动的角度来看,美国经常账户赤字对其总体外部平衡的影响可能没有那么严重。由于主要贸易盈余国家对美国的金融产品是刚性需求,因此美国的贸易逆差也必然伴随着资本的流入。并且,流入美国的资本显然已经弥补了经常账户的赤字。

第二,从长期看,资本流入美国与美国的劳动生产率和金融市场发展相关。但是,自2003年第3季度之后,资本流入与劳动生产率之间的关系不显著,与利率的关系也不显著,与汇率之间的关系是负相关,这反映了在总体上,获取收益不再是资本流入美国的主要原因。

第三,金融危机对资本流入美国的影响是显著的。由于各国外部资产结构不同和持有的美元资产结构不同,资本流入美国的变化也不相同。作为美国天然盟友的欧元区和英国流入美国的资本骤然减少,而备受美国指责的中国等新兴市场国家保持了对美国的稳定资本流出。在这一意义上,以中国为代表的贸易盈余国家实际上为维护美国乃至全球的金融稳定做出了重要贡献。

第四,在应对全球经济失衡所进行的调整中,以中国为代表的新兴市场国家除了应该调整贸易结构外,还应该更多地从资本流动的角度出发,提高自身金融体系的能力,发展国内外币金融市场,推动本币国际化,逐步减少对美元资产的刚性需求。

参考文献

- 马丹、陈志昂(2010):《全球经济失衡与美元的国际地位》,《数量经济与技术经济研究》,第1期。
- 石巧荣(2010):《不成熟债权国困境与人民币国际化》,《世界经济研究》,第2期。
- 中国经济增长与宏观稳定课题组(2009):《全球失衡、金融危机与中国经济的复苏》,《经济研究》,第5期。
- 祝丹涛(2008):《金融体系效率的国别差异和全球经济失衡》,《金融研究》,第8期。
- Ahearn, A. W. Grier and F. Warnock (2004): "Information Costs and Home Bias: An Analysis of U.S. Holdings of Foreign Equities", *Journal of International Economics*, 62, 313-36.
- Anräs, P. and R. Caballero(2007): "Trade and Capital Flows: A Financial Frictions Perspective", NBER Working Paper, No. 13241.
- Bernanke, B. (2005): "The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit", *BIS Review*, 16/2005.
- Blanchard, O. and G. Milesi-Ferretti (2010): "Global Imbalances: In Midstream?", CEPR Discussion Papers, No. 7693.

Caballero, R., E. Farhi and P. Gourinchas (2006): "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates," NBER Working Papers, No. 11996.

Caballero, R., E. Farhi and P. Gourinchas (2008): "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances", NBER Working Papers, No. 14521.

Calvo, G., L. Leiderman and C. Reinhart (1996): "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, 10, 123–140.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2003): "An Essay on the Revived Bretton Woods System", NBER Working Papers, No. 9971.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2004): "The Revived Bretton Woods System," *International Journal of Finance and Economics*, 9, 307–313.

Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber (2009): "Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System", NBER Working Papers, No. 14731.

Forbes, K. (2008): "Why do Foreigners Invest in the United States", NBER Working Paper, No. 13908.

Faruqee, H. and J. Lee (2009): "Global Dispersion of Current Accounts: Is the Universe Expanding?", IMF Staff Papers 56, 574–595.

Goldstein, M. and P. Turner (1996): "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", BIS Economic Papers, No. 46.

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

Gruber, J. and S. Kamin (2008): "Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?", Federal Reserve Board International Finance Discussion Paper, No. 923.

Hunt, C. (2008): "Financial Turmoil and Global Imbalances: the End of Bretton Woods II?", Reserve Bank of New Zealand Bulletin 71, 44–55.

Lane, P. and D. Burke (2001): "The Empirics of Foreign Reserves", *Open Economies Review*, 12, 423–34.

Lane, P. and G. Milesi-Ferretti (2007): "A Global Perspective on External Positions", In Richard Clarida, ed. *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago: University of Chicago Press, 67–98.

Lane, P. and G. Milesi-Ferretti (2008): "International Investment Patterns", *Review of Economics and Statistics*, 90, 538–549.

Lucas, R. (1990): "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?", *American Economic Review*, 80, 92–96.

Mendoza, E., V. Quadrini and J. Ríos-Rull (2006): "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances", NBER Working Paper, No. 12909.

Obstfeld, M. and K. Rogoff (2001): "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?", *NBER Macroeconomics Annual*, 15, 339–90.

(责任编辑:程 炼)