

新兴经济体国内外居民短期资本的同时流出： 特征事实、驱动因素和异质性考察^{*}

张 明¹ 李曦晨²

内容提要 文章使用面板 Logit 方法对 1999~2018 年间 19 个新兴经济体国内外居民短期资本同时流出的现象进行研究。样本期内这一反常现象发生的比例高达 19.24%，且国外居民资本流出的规模比国内居民更高。实证研究发现，引发国内外居民短期资本同时外流最主要的三个因素是经济增长率下行、资本账户开放程度和全球金融危机因素。此外，套利空间收缩和逆转会对国外居民主导的双流出造成显著的影响。从区分资本流动类型看，其他投资双流出主要受到 GDP 实际增长率和资本开放度影响，而造成证券投资双流出的主要因素则是全球金融风险、汇率预期和资本开放度。不同地区和收入水平国家双流出现象的影响因素也存在差异。经济增长率之差和汇率预期对新兴经济体短期资本正常单向流出和双流出的影响方向显著相反。

关键词 新兴经济体 短期资本流动 异常资本流动 资本管制

作者单位 1. 中国社会科学院金融研究所; 2. 中国社会科学院大学

DOI:10.13516/j.cnki.wes.2020.12.007

一、引言

1995 年以来，国际短期资本流动再次经历了巨大的变化。短期资本总流动规模在 2003 年之后迅速增长，在 2008 年全球金融危机爆发期间急剧收缩，在 2010 年之后又开始在波动中上升（图 1）。与发达国家（地区）相比，新兴经济体国内外居民短期资本总流动之间往往存在较大的差距，净流动方向也在流入和流出之间多次转换，而且波动性远超发达国家（地区）。国际短期资本流动在新兴市场国家的大幅逆转和波动可能会对新兴经济体的金融市场和宏观经济的稳定性造成严重破坏。

在以往的文献中，对于异常资本流动的关注集中于其突然波动的情况，主要包括涌入、骤停、外逃和收缩四种异常情形（Forbes 和 Warnock 2012）。与上述四种异常资本流动情况不同，本文所关注的资本流动异常形式则是国内居民和国外居民短期资本同时流出的现象，这种反常的极端资本流动现象同时体现出短期资本总流动和净流动的特征，反映了短期资本强烈的流出趋势，往往与本国经济周期下行、全球性金融风险上升、本国利率下降、本币汇率贬值和资本管制程度放松等因素相关，并可能会进一步引发本国投资和产出水平下降，进而给新兴经济体的金融市场和经济增长带来严重的潜在风险^①。

从图 2 中可看出，1995~2018 年间，加总的新兴经济体国内外居民短期资本同时流出主要出现在 3 个时期。第一次发生于 1998 年，亚洲金融危机使泰国、印尼和俄罗斯等国本币大幅贬值，金融市场剧烈

^{*} 本文为中国社会科学院大学研究生科研创新支持计划项目“新兴经济体异常短期资本流动的驱动因素及其潜在风险项目”（项目编号：2020-KY-091）研究成果。

^① 一种类似的情形是国外居民资本流出伴随国内居民资本流入，这通常是在全球金融风险高企时各国资本的回流行为。

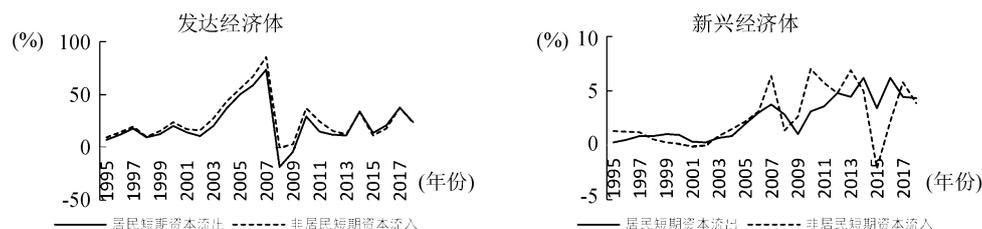


图1 新兴经济体①与发达国家(地区)②的短期资本流动规模(单位: 千亿美元)

数据来源: IMF 数据库。

注: (1) 短期资本流动规模由其他投资和证券投资加总得到。(2) 居民和非居民短期资本流动数据分别为国际收支平衡表中的资产方和负债方。居民短期资本流出为正说明国内居民短期资本流出, 为负则说明国内居民短期资本是净流入的; 非居民短期资本流入为正说明国外居民短期资本是流入的, 为负则说明国外居民短期资本出现流出。

波动 经济增长陷入衰退, 从而引发非居民短期资本的大规模流出。第二次也是幅度最大的一次, 在2008年全球金融危机爆发后, 全球范围内资本大量回流, 新兴经济体非居民短期资本流出规模在2008年第四季度达到历史性的高峰, 占GDP规模的5.26%。第三次则发生在2015年, 可能与发达经济体开始退出量化宽松政策、利差收窄和国别性因素③相关。

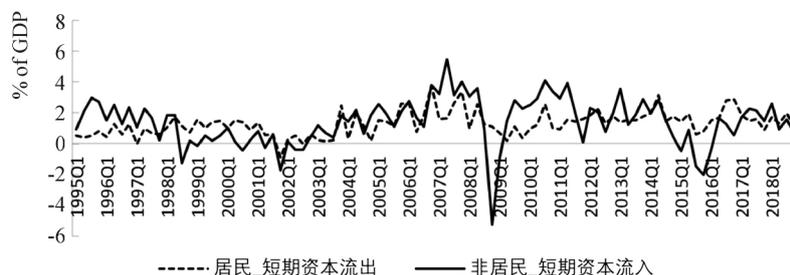


图2 1995~2018年新兴经济体居民和非居民短期资本流动的季度走势(单位: %)

数据来源: IMF 数据库。

注: 同图1。

本文主要目的是梳理和归纳新兴市场国家出现国内外资本双流出的特征事实, 并识别出其主要的影响因素, 进而对如何预防这种极端资本流动的现象提出针对性的政策建议。本文的可能贡献在于: 第一, 首次对国内外居民资本流动叠加流出的现象进行梳理, 区分了不同规模和类型资本流动以及不同地区和收入水平国家双流出现象的特征。第二, 分析了引发国内外居民短期资本同时流出的可能影响因素, 并使用面板Logit方法进行实证检验, 发现GDP增长率之差、资本开放程度和金融危机虚拟变量是最主要的影响因素, 并进一步区分了不同规模短期资本双流出、国内或国外居民主导的短期资本双流出、不同类型和地区短期资本双流出影响因素的区别, 以及短期资本单向流出和双向流出驱动因素之间的差异。研究发现, 在双流出规模较低时, 稳定经济增长可能是更好的应对手段, 而在双流出规模较高时, 资本管制措施可以显著地发挥作用。

① 新兴经济体: 本文选取阿根廷、巴西、保加利亚、智利、中国、哥伦比亚、匈牙利、印度、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、秘鲁、菲律宾、波兰、罗马尼亚、俄罗斯、南非、泰国和土耳其19国, 下同。

② 发达经济体: 本文选取澳大利亚、奥地利、加拿大、中国香港、塞浦路斯、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、冰岛、爱尔兰、以色列、意大利、日本、韩国、科威特、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马耳他、荷兰、新西兰、挪威、波兰、葡萄牙、罗马尼亚、沙特、新加坡、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士、英国和美国39国(地区)。

③ 如2015年第三季度人民币汇率改革, 使人民币汇率开始持续贬值, 引发中国短期资本持续外流。2015年第四季度, 中国非居民短期资本外流规模为1273亿美元, 占19国非居民短期资本总流出规模的91%, 在全样本期内这一占比达27%。

二、文献综述

近来对于异常资本流动的研究逐渐丰富,学界从对净资本异常流动的关注逐渐转移到了总资本异常流动,并对总资本突然涌入和中断现象的原因、影响和应对方案进行了系统的研究。

1. 异常资本流动现象及其影响因素

关于资本异常波动的研究通常与资本流动的时代特征相关。在20世纪80年代主要关注的是新兴经济体的资本外逃。在20世纪末21世纪初,Calvo(1998)首次对净资本流入的骤停进行分析,同时期内与此相关的汇率贬值和经常账户逆转等问题也受到了关注。随着总资本流动规模的迅速上升和剧烈变化,2008年后对总资本流动的异常情况研究逐渐成为热点。Obstfeld(2012)指出,资本总流动的影响比净流动更为广泛,为金融危机在国家间的传染和放大提供了渠道,其潜在不良后果也更为严重。Cowan等(2008)开始从总资本流动的视角将净资本流入的骤停区分为由国外居民主导的流入型突然中断和由国内居民主导的流出型突然中断两种类型。Forbes和Warnock(2011)在前人对单一类型异常资本流动研究的基础上,进一步根据国外居民和国内居民资本总流动的突然增加和减少,将异常资本流动区分为涌入、骤停、外逃和收缩四个阶段。

在对极端资本波动影响因素的研究中,由于国家样本不同、时期不同和异常资本流动类型不同,推拉因素中谁发挥了更主要的作用尚无定论。Forbes和Warnock(2011)对1980~2009年超过50个国家季度资本总流动的涌入、骤停、外逃和收缩的数据进行研究,发现全球风险对所有类型的异常资本流动都会产生影响,使得骤停和收缩增加而涌入和外逃减少,即国内外居民资本都呈现回流趋势,国内经济增长因素则会影响外国投资者行为,资本管制则对所有情况都没有影响。郑璇(2014)研究发现,新兴市场国家中的流入和流出型突然中断都与经济增长率负相关,而与证券投资占比、金融开放度和风险传染指标则呈正相关,投资者恐慌情绪和国际利率只会提高流入型突然中断的概率。Ghosh等(2014)对1980~2009年56个新兴经济体和发展中国家国内外居民资本的突然涌入(导致流入增加)情况进行分析发现,推拉因素都会产生影响,但是程度不同,其中推动因素是决定是否出现突然涌入的最重要条件,而拉动因素则影响了突然涌入的规模;此外,国外投资者比国内投资者对全球因素更敏感。

也有学者对金融危机时期资本异常流动的影响因素进行考察,Milesi-Ferretti和Tille(2011)考察了全球金融危机时期国内外居民资本流动的收缩情况发现,危机期间新兴经济体资本流动紧缩超过发达经济体,规避风险冲击是危机时期资本收缩的主要驱动因素。张明和肖立晟(2014)研究发现,在市场平静时期,本币汇率变动率 and 经济增长率是新兴市场经济体短期资本流动的重要驱动因素,但这些因素在市场动荡时期不再显著。

2. 异常资本流动的风险及其应对方案

资本流动的突然逆转可能会对金融稳定性和经济增长造成风险,突然逆转通常是指资本总流入大量减少或总流出的突然增加。Cavallo等(2015)对1990~2011年间32个发展中国家和31个发达国家的总资本流动和净资本流动突然逆转现象对实际GDP和实际汇率水平的影响进行分析发现,总流入的突然逆转比总流出忽然增加更具有破坏性,而且尽管净资本流动可能没有发生变化,但总资本流入的突然逆转也可能具有强烈的潜在破坏性。黄宪等(2019)基于58个新兴市场国家1995~2015年资本流动数据发现,外国投资者驱动型国际资本流动大幅逆转会降低经济增长,而伴随有对外直接投资大幅增加的本国投资者驱动型国际资本流动大幅逆转不仅不会降低经济增长,反而会促进经济增长。

资本管制和宏观审慎政策是应对异常资本流动常见的两项政策选择。关于资本管制效果和影响的争论由来已久,在本轮全球金融危机爆发后,全球资本流动规模明显加剧,许多国家适时加强了资本管制,IMF也改变了长久以来的立场,首次提出了包含资本管制的综合政策框架。2008年全球金融危机后的大部分文献认为资本管制有助于缓解过度资本流动和资本流动的异常波动。Ahmed和Zlate(2013)

以新兴经济体为研究对象,以本轮全球金融危机为时间节点研究发现,整体而言资本管制能够有效地抑制资本流入,但其效果在危机前后有所不同,危机前的管制相对来说更加有效。Giordani 等(2017)针对全球层面资本管制的研究发现,资本管制可以有效地减少流向具有与本国相似特征的其他国家的资本。然而,也有一部分研究并不支持资本管制的有效性,如 Forbes 和 Warnock(2011)则认为资本管制并不能降低资本异常流动。

宏观审慎政策在本轮全球金融危机爆发后也被频繁提及,学者们自然也将其纳入了资本流动影响因素的分析框架,并且将宏观审慎政策与资本管制政策的效力进行了比较。Forbes 等(2015)通过微观层面的倾向得分匹配技术进行了反事实分析后发现,资本管制虽然有助于控制信贷规模,但难以抑制主要宏观变量在短中期金融市场波动。而宏观审慎则对银行杠杆、通胀预期等变量能够产生显著影响。

通过对上述文献的梳理我们发现,国内外学者对不同类型的总资本流动和净资本流动的突然变动行为和危机期间资本流动的异常变化进行了丰富和全面的研究,但是对国内外居民资本流动同时流入和流出的极端情形罕有提及,其中短期资本总流动的同时流出具有更强烈的潜在金融破坏性。因此,本文对新兴经济体中这一短期资本流动异常现象的特征事实进行了较为全面的梳理,并对其驱动因素进行了实证分析,希望能对这种极端的资本流动现象提供识别和警示作用。

三、新兴市场国家短期资本双流出的特征事实

1999~2018年间19个新兴经济体共出现了289次国内外居民短期资本流动同时流出的现象,在样本期间和国家中的发生频率高达19.24%^①,其中国外居民资本流出的规模高于国内居民资本流出。表1显示,证券投资双流出集中出现于重大危机前后,主要与全球金融风险相关,而其他投资双流出规模和波动都更大,可能与国内拉动因素相关程度更高。

1. 新兴市场国家短期资本双流出的整体情况

从表1中可以看出,样本期内新兴经济体共出现了289次国内外居民短期资本双流出的情况,占样本总量的19.24%,其中总流出规模超过GDP5%和10%的双流出现象占比为9.19%和2.73%,大规模

表1 1999~2018年新兴经济体居民和非居民短期资本流动双流出的整体情况

国内外居民总流出规模 (% of GDP)	短期资本流动		证券资本流动		其他资本流动		
	出现频数	占比	出现频数	占比	出现频数	占比	
大于0	289	19.24%	334	22.24%	338	22.50%	
大于1%	263	17.51%	260	17.31%	288	19.17%	
大于3%	194	12.92%	114	7.59%	184	12.25%	
大于5%	138	9.19%	52	3.46%	102	6.79%	
大于10%	41	2.73%	16	1.07%	37	2.46%	
大于20%	8	0.53%	2	0.13%	3	0.20%	
	均值	中位数	最大值	均值	最大值	均值	最大值
国内居民资本流出(% of GDP)	2.82	1.87	23.53	1.23	14.38	2.28	22.20
国外居民资本流出(% of GDP)	3.03	1.93	36.95	1.81	25.40	2.30	17.78

数据来源:IMF数据库。表2~表6的数据皆来源于IMF数据库

注:本表分别统计了19个新兴经济体在1999~2018年内不同幅度的短期资本双流出现象出现的频率及其占样本总数之比。国内外居民总流出规模指国外居民短期资本总流出+国内居民短期资本总流出规模。

^① 这一频率的分母为本文所使用总样本量,即样本国家(19个)乘以样本期间(1999~2018年间的80个季度)共1520个样本,剔除18个缺失值后共计1502个样本。

模短期资本双流出的现象更加需要警惕。值得注意的是,在双流出发生时,国外居民资本流出的均值、中位数和最大值均高于国内居民资本流出。从区分证券资本和其他资本来看,其他投资双流出发生的频率更高,平均规模也更大,其中大规模双流出现象(占GDP的5%和10%以上)出现的次数比证券投资高一倍。

图3显示了19个新兴经济体居民和非居民短期资本流动双流出的时间特征,可以看出三次集中发生的时间段分别是1999~2002年、2008~2009年和2014~2016年,与图2中加总新兴经济体短期资本波动所得出的结果一致。

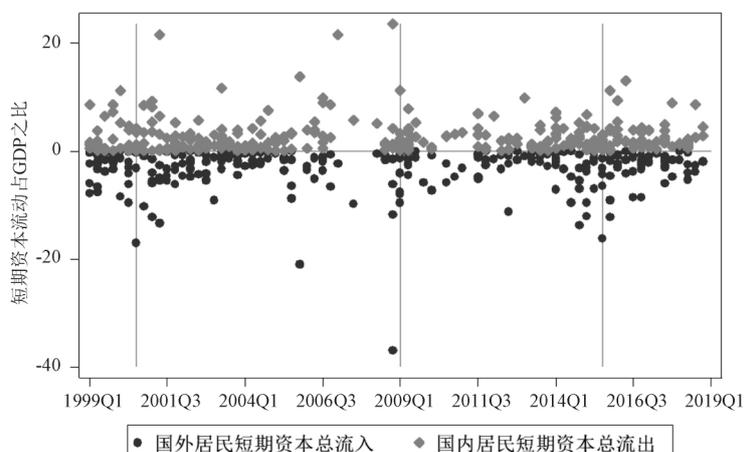


图3 1999~2018年新兴经济体居民和非居民短期资本流动双流出的散点图

注:图中三条辅助线分别表示2000Q3、1999Q1和2015Q3。图中的散点表示在某一个季度国内外居民资本同时流出时,国内和国外居民资本总流动的规模(占GDP之比);其中位于x轴上方的浅灰色点表示国内居民资本流出的规模,此处取正值表示国内居民资本外流;而位于x轴下方的深灰色点表示国外居民资本流入的规模,此处取负值表示国外居民资本是流出的。图4、图5注同。

2. 不同类型短期资本流动的双流出

进一步区分证券投资和其他投资双流出之间的差异及其时间特征发现,其他投资双流出的规模相对更大,波动也更剧烈,在证券投资双流出在重大危机前后出现的双流出更集中且规模更大,这说明二者的驱动因素有所不同,证券投资双流出可能与全球金融风险等推动因素的相关性更高,而其他投资双流出则更多受到本国经济周期等拉动因素的影响(本文的实证分析部分验证了这一推断)。

对其他投资和证券投资进行细分发现,货币与存款项的双流出最具有代表性,其波动特征与其他投资项最为相似;在货币与存款项、贸易信贷和其他应收应付款项的双流出现象中,以国内居民资本流出为主;而在贷款项下,以国外居民资本流出为主。而证券投资中,大部分时候非居民债券投资流出的次数和规模都超过股权投资,而股权投资双流出集中于2008年全球金融危机前后。

3. 不同地区短期资本流动的双流出

本文所使用的19个新兴经济体样本国家除南非外,平均分布于亚洲、中东欧和拉美地区。从图4中可看出,不同地区的短期资本流动双流出具有不同的特征。从规模上来看,亚洲和中东欧地区的短期资本双流出规模高于拉美地区。从时间特征上看,中东欧短期资本双流出主要出现在2008年之后,而拉美地区则主要出现在2008年之前;在2010~2011年初这段时间仅中东欧地区出现了短期资本双流出现象,这主要是受到了欧洲债务危机的影响;此外,2008年全球金融危机对亚洲国家短期资本双流出的影响最大,欧洲国家次之,拉美国家最小。从国内居民和国外居民资本流出的规模来看,拉美国家的双流出以国内居民为主,而对亚洲国家和中东欧国家而言,国外居民短期资本流出略高于国内居民。

具体到国家来看,其中欧洲和拉美国家的双流出时间特征高度趋同,而亚洲国家之间的差异较为明

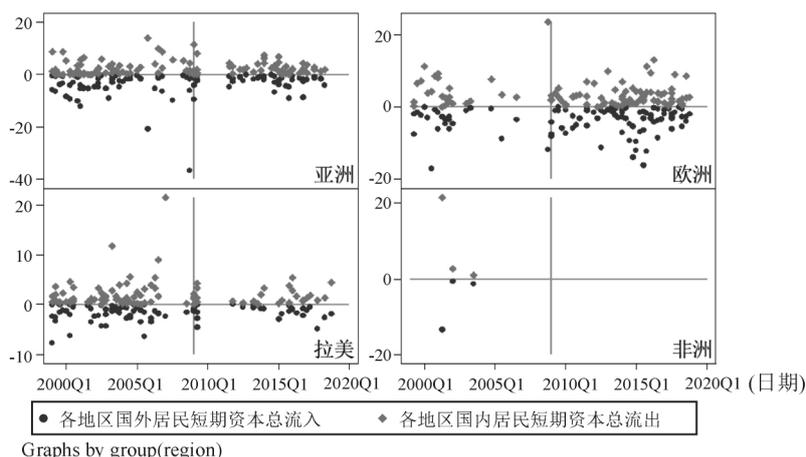


图4 1999~2018年不同地区新兴经济体居民和非居民短期资本流动双流出的散点图

注: 亚洲国家包括中国、印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国; 中东欧国家包括保加利亚、匈牙利、波兰、罗马尼亚、俄罗斯和土耳其; 拉美国家包括阿根廷、巴西、智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁; 非洲国家包括南非。

显。从双流出规模上来看, 流出规模占GDP比重最高的国家分别是马来西亚、俄罗斯和匈牙利, 其次是泰国、保加利亚和菲律宾, 这些国家都受到亚洲金融危机的剧烈冲击或是资本开放程度很高的国家。

四、新兴市场国家短期资本双流出的潜在影响因素

新兴市场国家国内外居民短期资本叠加流出尤其是大幅叠加流出发生的潜在影响因素主要有以下几点:

1. 传统资本流动的推动因素与拉动因素

资本流出的动机是新兴市场国家短期资本双流出的根本驱动因素, 主要包括国际金融危机的发生、全球金融风险高企等推动因素, 以及新兴市场国家经济增长率下降、利差收窄、持续的汇率贬值预期和股票价格下行等拉动因素。

其中新兴经济体GDP实际增长率根据各国加总的美元不变价格GDP计算。实际利率通过名义贷款利率减去通货膨胀率计算。股票价格增速用各国股价指数环比增长率表示。汇率预期由下一期的实际有效汇率和当期实际有效汇率之差再除以当期实际有效汇率进行估算。新兴经济体的汇率预期、股价增速和实际利差的加权均值根据各国美元不变价格GDP进行计算。

从图5中可以清楚地看出, 实际增长率之差与新兴市场国家短期资本双流出发生的频率和规模相关性最高, 新兴市场国家实际增长率的低谷期均伴随着新兴市场国家短期资本双流出的频繁发生。此外, 汇率预期、股票价格增速和VIX指数在一定程度上都与双流出现象存在相关关系, 只有实际利差看起来与双流出的分布没有明显的联系。

2. 新兴经济体国外居民短期资本流动的顺周期性

新兴经济体国外居民短期资本流动的顺周期性是引发国外居民短期资本在周期性因素下行趋势下资本流出的必要条件。Contessi等(2013)发现新兴经济体的总资本流动呈现出顺周期的特征, 且国外居民资本流动的顺周期性高于国内居民。在危机时期这种顺周期特征更为明显, 在全球金融危机后期, 新兴经济体国内外居民资本流动的流出规模和波动性都远超发达经济体, 这主要是出于资本避险的原因(Milesi-Ferretti和Tille 2011)。除了避险因素外, 造成危机期间国内外居民资本流动共同流出的原因还可能是国内外居民主权风险不对称(Broner等 2013)。

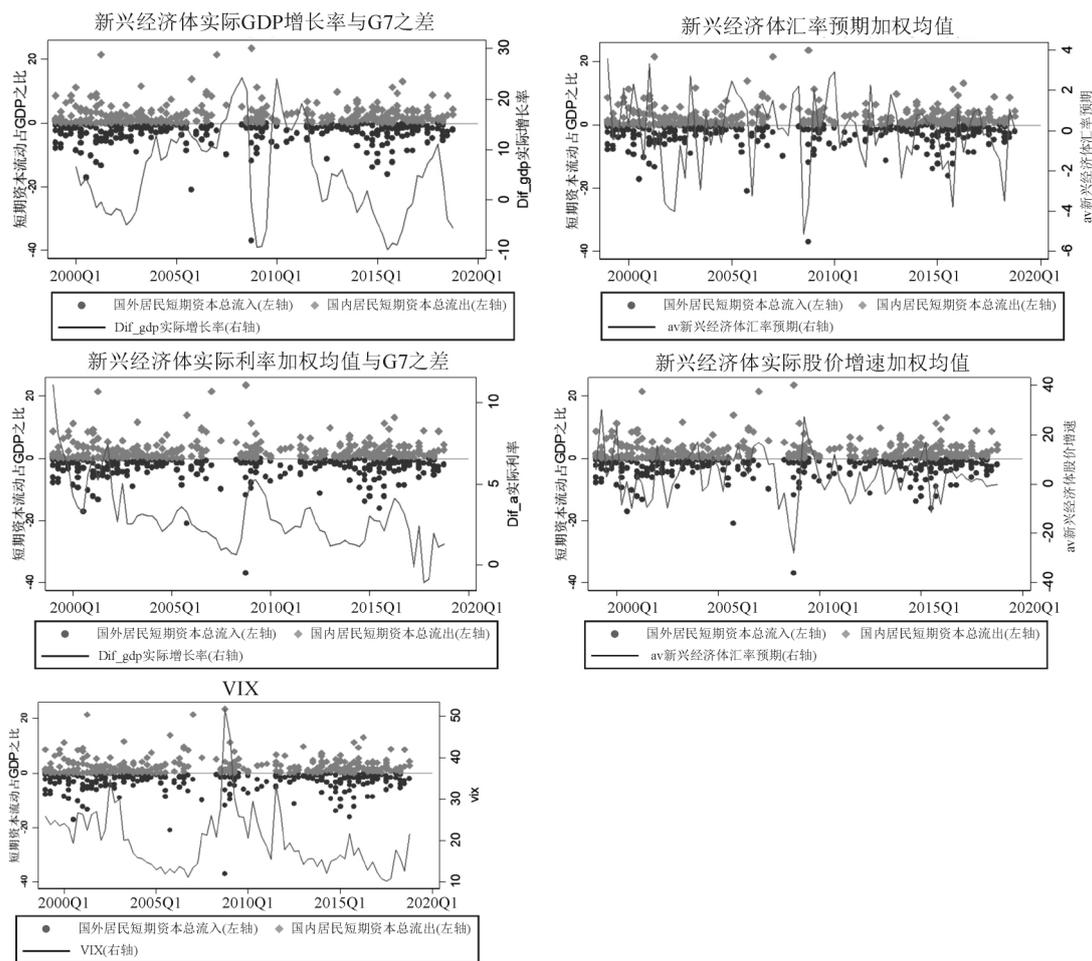


图5 新兴经济体居民和非居民短期资本流动双流出和主要周期性因素

数据来源: IMF、BIS、CEIC 数据库。

表2统计了国内外居民短期资本流动的周期性部分与GDP实际增长率和VIX指数周期性部分之间的相关系数,从相关系数的大小和显著性上可以看出新兴经济体的短期资本总流动是顺周期的,与GDP增长率水平呈显著正相关,与全球金融风险程度呈显著负相关,在经济周期和全球金融周期扩张期流入,而在经济周期和全球金融周期收缩期流出,并且国外居民的顺周期都显著强于国内居民。在全球金融危机时期内,国内外居民的顺周期程度明显高于全样本期间,危机期间相关系数均值约为全样本期间的2倍。此外,区分地区和收入水平来看,亚洲和欧洲新兴经济体短期资本流动的周期性强于拉美国家,中高收入水平国家短期资本流动的周期性最强。进一步对其他投资和证券投资进行相关系数检验发现^①,其他投资的顺经济周期性更强,证券投资顺全球金融周期性更强。在证券投资中,股权投资和经济周期相关性很弱,国内外居民股权投资都和VIX显著负相关,债券投资则与经济周期和全球金融周期都相关。

3. 宽松的资本管制政策

早期学术界和全球金融机构关于资本账户自由化的观点主要强调了资本管制的无效性和资本开放可能带来的收益,而在亚洲金融危机和全球金融危机相继爆发之后,对于资本账户开放度的研究重点转

^① 由于篇幅原因,并未在表中报告。

表 2 新兴经济体国家居民和非居民短期资本流动与周期因素之间的相关系数

国家	地区	收入组	1999 ~ 2018 年				2007 年 3 月至 2009 年 3 月			
			GDP 实际增长率		VIX 指数		GDP 实际增长率		VIX 指数	
			国外居民	国内居民	国外居民	国内居民	国外居民	国内居民	国外居民	国内居民
中国	亚洲	中高收入	0.46	0.30	-0.46	-0.21	0.52	0.69	-0.81	-0.40
马来西亚	亚洲	中高收入	0.21	0.13	-0.47	-0.17	0.19	-0.37	-0.65	-0.15
泰国	亚洲	中高收入	0.20	-0.05	-0.49	-0.38	0.79	0.27	-0.65	-0.48
土耳其	亚洲	中高收入	0.47	0.01	-0.57	-0.19	0.73	0.32	-0.87	-0.45
印尼	亚洲	中低收入	-0.15	-0.04	-0.20	0.08	-0.01	-0.15	-0.61	0.10
菲律宾	亚洲	中低收入	0.17	-0.01	-0.27	-0.19	0.12	-0.62	-0.60	0.32
印度	亚洲	中低收入	0.02	0.17	-0.51	-0.30	0.52	-0.25	-0.74	-0.05
匈牙利	欧洲	高收入	0.05	0.09	0.14	-0.24	0.07	0.36	0.56	-0.69
波兰	欧洲	高收入	0.22	0.20	-0.38	-0.35	0.65	0.53	-0.88	-0.90
俄罗斯	欧洲	中高收入	0.29	0.13	-0.41	0.12	0.60	0.25	-0.94	0.51
保加利亚	欧洲	中高收入	0.15	-0.09	-0.22	-0.11	0.65	-0.42	-0.66	0.18
罗马尼亚	欧洲	中高收入	-0.01	0.00	-0.32	-0.14	-0.03	-0.51	-0.69	-0.04
阿根廷	拉美	高收入	0.29	-0.16	-0.01	0.12	0.48	0.49	-0.80	-0.70
智利	拉美	高收入	0.06	-0.12	-0.31	-0.38	0.54	0.28	-0.78	-0.73
哥伦比亚	拉美	中高收入	0.03	0.02	0.05	-0.12	0.04	-0.08	-0.16	-0.11
墨西哥	拉美	中高收入	0.09	-0.05	-0.30	-0.16	0.28	-0.12	-0.89	-0.40
巴西	拉美	中高收入	0.16	-0.06	-0.41	-0.11	0.24	-0.39	-0.89	-0.35
秘鲁	拉美	中高收入	0.11	-0.21	-0.23	-0.09	0.47	-0.54	-0.62	-0.10
南非	非洲	中高收入	0.17	0.14	-0.49	-0.27	0.12	0.21	-0.77	-0.02
	corr > 0 的国家数		17	9	2	3	17	9	1	4
合计	corr < 0 的国家数		2	10	17	16	2	10	18	15
	相关系数均值		0.16	0.02	-0.31	-0.16	0.37	0.00	-0.66	-0.24

数据来源: IMF、CEIC 数据库。

注: 表格中报告的数值是资本流动项和周期项的相关系数; 二者均使用 HP 滤波提取出其周期性部分。Bootstrap 对相关系数的估计在 10% 的置信水平上显著(抽样次数为 500 次)。非居民_短期资本流出(居民_短期资本流入) 根据当季其他投资和证券投资负债项(资产项) 的加总占季度 GDP 的百分比计算得到。

向了资本开放是否会加剧金融风险以及资本开放的顺序和条件。当前, 资本管制政策在面对异常资本流动尤其是在危机时期可以起到有效的遏制作用已经成为了各界共识。2012 年 11 月, IMF 发布的《资本流动自由化与管理: 基金组织机构观点》强调了资本账户开放的潜在风险, 并提出了全面应对资本流动的综合政策, 资本管制措施不能替代宏观政策因素, 但是在资本流出的极端情况下实施资本管制措施, 有助于避免大规模资本流动给金融市场和宏观经济造成严重破坏。

五、新兴市场国家短期资本双流出影响因素的实证检验

根据上文中提及的影响因素, 本部分对新兴市场国家短期资本流动双流出的影响因素进行实证检验, 并区分资本流动类型、双流出规模、国家收入水平和地区再进行分组检验。结果发现, 经济负增长、资本开放程度和危机因素是引起国内外居民资本同时外流的主要因素。

1. 模型设定和数据说明

本文使用面板 logit 模型对新兴市场国家短期资本双流出的影响因素进行分析, 使用 19 个新兴市场

国家 1999 ~ 2018 年的季度数据。模型设定如下:

$$P(DF_of)_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_GDPR_{it} + \beta_2 D_IR_{it} + \beta_3 SP_{it} + \beta_4 EE_{it} + \beta_5 VIX_{it} + \beta_6 Crisis_{it} + \beta_7 Caopen_{it} + \sigma_{it}$$

其中 DF_of 是取值为 0 或 1 的离散变量,若发生了短期资本双流出现象^①,取值为 1,反之取 0。 $P(DF_of)_{it}$ 是 i 国在 t 期发生短期资本双流出的概率,短期资本流动数据来自 IMF 的 IFS 数据库,短期资本为证券投资加其他投资之和,单位为占 GDP 的百分比。除短期资本流动外,本文还分别对其他投资和证券投资双流动进行了分析,分别标注为 DF_oof 和 DF_pof 。

解释变量中 D_GDPR_{it} 是 i 国与 G7 国家之间实际 GDP 增长率之差; D_IR_{it} 是 i 国与 G7 国家之间实际利率之差; SP_{it} 是 i 国的股票价格指数同比增速。 EE 是实际有效汇率升值预期,根据(下期汇率 - 本期汇率) / 本期汇率 * 100 估算得到。 VIX 指数来自芝加哥期权交易所,根据 SP500 指数期权隐含波动率加权平均计算所得,反映了全球金融风险厌恶程度和投资者恐慌情绪。 $Crisis$ 是全球金融危机虚拟变量,在 1997 年第三季度到 1999 年第三季度之间取值为 1。 $Caopen$ 是资本开放度指标,数据来自 Chinn-Ito 构建的资本账户开放指数。主要变量的描述性统计如表 3 所示。

表 3 描述性统计

变量	含义	样本量	均值	标准差	最小值	最大值	单位	来源
DF_of	短期资本双流出	1520	0.19	0.39	0.00	1.00	-	IMF
DF_oof	其他投资双流出	1520	0.22	0.42	0.00	1.00	-	IMF
DF_pof	证券投资双流出	1520	0.22	0.41	0.00	1.00	-	IMF
D_GDPR	GDP 增速差	1520	2.60	4.10	-18.10	25.47	%	CEIC
D_IR	实际利差	1512	9.74	12.56	-2.31	91.31	%	CEIC
EE	汇率预期	1501	0.11	4.60	-56.34	25.95	%	BIS
SP	股价增速	1459	3.77	13.17	-67.14	93.26	%	CEIC
VIX	全球风险厌恶程度	1520	19.96	7.41	10.12	51.72	-	芝加哥期权交易所
$Caopen$	资本开放度	1520	0.49	0.30	0.00	1.00	-	Chinn Ito

此外,相关系数的检验结果表明各变量之间不存在明显的线性关系。在数据处理过程中,考虑到同期条件下解释变量中的宏观经济变量可能与随机扰动项相关而引发内生性问题,对 GDP 增速差、实际利差、汇率预期和股价增速变量滞后一期处理。考虑到资本流动和 GDP 季度数据具有明显的季节性特征,因此均进行了季节性调整。

2. 基准回归结果

表 4 报告了使用面板 Logit 模型对短期资本双流出影响因素的基准回归结果,可看出固定效应 Logit 回归和随机效应 Logit 回归的结果高度一致。与第四部分中的推论相似,对短期资本双流出影响最为显著的因素是 GDP 实际增长率之差、资本开放度和危机因素,均在 1% 的统计水平上显著。具体而言,本国和 G7 国家 GDP 实际增长率差值越大,资本账户开放程度越高,出现短期资本双流出的概率越高;全球金融危机时期出现新兴经济体国内外居民短期资本双流出的可能性也显著高于其他时期。此外,汇率的贬值预期也会提高短期资本双流出发生的概率。

在没有加入全球金融危机变量前, VIX 指数的估计结果显著为正,这一结论符合经济学家的直觉,但是在加入全球金融危机变量后 VIX 指数不再显著,可能的原因有:一是危机变量和全球金融风险之间存在较高的相关性(0.58),因此危机变量的引入抵销了全球金融风险高企带来的部分影响;二是国内外资本流动的双流出和全球金融风险之间存在门槛效应,仅在全球金融风险最高的危机时期内才会显

^① 在基准回归中,我们报告了不同口径下短期资本双流出的回归结果,分别为当国外居民短期资本流出占 GDP 之比和国内居民短期资本流出占 GDP 之比均大于 0%、0.3%、0.5% 和 1% 时 DF_of 取 1,其余样本 DF_of 赋值为 0。由于结果非常相近,在本文的剩余部分,仍然以 0% 为双流出的发生标准。

表 4 短期资本双流出影响因素的基准回归结果

	因变量: 是否存在短期资本双流出							
	FE				RE			
L. GDP 实际增长率之差	-0.076 *** (-3.669)	-0.086 *** (-4.046)	-0.081 *** (-3.757)	-0.090 *** (-3.976)	-0.072 *** (-3.532)	-0.081 *** (-3.907)	-0.076 *** (-3.635)	-0.083 *** (-3.790)
L. 利差变化	-0.013 (-0.472)	-0.022 (-0.803)	-0.028 (-0.997)	-0.041 (-1.396)	-0.013 (-0.465)	-0.022 (-0.790)	-0.027 (-0.986)	-0.040 (-1.392)
L. 汇率预期			-0.030* (-1.866)	-0.027* (-1.673)			-0.030* (-1.889)	-0.027* (-1.708)
L. 股价增速				-0.009 (-1.418)				-0.009 (-1.496)
VIX	0.020 ** (2.271)	-0.002 (-0.156)	-0.005 (-0.441)	-0.010 (-0.803)	0.020 ** (2.242)	-0.002 (-0.186)	-0.006 (-0.471)	-0.010 (-0.823)
Crisis2008		1.082 *** (3.003)	1.112 *** (3.065)	1.082 *** (2.897)		1.084 *** (3.020)	1.113 *** (3.081)	1.061 *** (2.852)
资本开放度	1.429 *** (3.295)	1.250 *** (2.834)	1.229 *** (2.773)	1.094 ** (2.335)	1.255 *** (3.519)	1.127 *** (3.132)	1.122 *** (3.111)	1.046 *** (2.816)
constant					-1.818 *** (-7.306)	-2.019 *** (-5.854)	-1.968 *** (-5.684)	-1.788 *** (-5.004)
Adjusted R ²	0.023	0.030	0.033	0.037	0.058	0.073	0.076	0.106
样本数	1473	1473	1473	1422	1473	1473	1473	1422

注: 引入时间固定效应的模型检验结果与基准回归高度类似, 但是由于引入季度虚拟变量后变量个数过多, 此时极大似然估计下部分的分组检验结果无法收敛, 因此仅在稳健性检验中进行报告。***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著, 括号内是 z 统计量。Hausman 检验的结果显示固定效应和随机效应的系数不存在系统差异, 可以使用随机效应模型。LR 检验的结果显示在随机效应和混合回归中应当使用随机效应模型。

著增加双流出发生的概率。

此外, 我们还从不同口径下分别统计了短期资本双流出现象的发生, 分别为当国外居民短期资本流出占 GDP 之比和国内居民短期资本流出占 GDP 之比均大于 0%、0.3%、0.5% 和 1% 时, DF_of 取 1, 否则 DF_of 取 0。回归结果显示, 不同口径下短期资本双流出驱动因素的回归结果非常相似, GDP 实际增长率之差、资本开放度和危机因素仍然是其最显著的因素, 由于篇幅原因不在正文中进行报告。

3. 不同幅度的短期资本双流出

不同幅度的国内外短期资本叠加流出带来的潜在风险也不同, 因此本文根据总流出规模、国外居民流出规模和国内居民流出规模的不同, 对短期资本双流出现象进行分组回归。

整体来看, 对较小规模的短期资本双流出影响最显著的因素是经济增长率之差和全球金融危机; 对中等规模的短期资本双流出影响最显著的因素是经济增长率之差和资本开放度, 并且从系数大小来看, 对小规模流出的影响更大; 而对较大规模的短期资本双流出现象影响最显著的因素则是资本开放程度。此外, 区分国内外居民资本流出幅度可发现以下特点: 国外资本较大规模流出显著受到股票市场价格变化的影响, 汇率贬值预期提高了小规模国内资本流出和中等规模国外资本流出的双流出现象发生概率。

4. 国内居民和国外居民主导的短期资本双流出

当国外居民短期资本出现大幅逆转时, 国外居民短期资本流出规模甚至可能超过国内居民短期资本流出规模, 此时对新兴经济体的潜在威胁与风险更大。因此我们进一步根据国外居民和国内居民资

本外流规模对比,将短期资本双流出区分为国外居民主导的双流出和国内居民主导的双流出。

表6的结果显示,经济增长率下降、汇率贬值预期、股票价格增速下降和利差缩小都是引发国外居民主导的短期资本双流出的周期性因素,而资本管制程度可以有效降低国外居民主导的短期资本双流出发生的概率。对比国内居民主导的双流出,可以发现套利空间的收缩和逆转会对国外居民主导的双流出造成更加显著的影响。

表5 不同幅度短期资本双流出的影响因素实证结果

Y: P(DF _{of})	总流出规模(国内加国外)			国外居民资本流出规模			国内居民资本流出规模		
	小于4%	4%~10%	大于10%	小于2%	2%~5%	大于5%	小于2%	2%~5%	大于5%
L. GDP 实际	-0.074***	-0.113***	-0.014	-0.068***	-0.108***	-0.058	-0.068**	-0.092***	-0.090
增长率之差	(-2.667)	(-3.327)	(-0.210)	(-2.599)	(-2.847)	(-1.099)	(-2.429)	(-2.784)	(-1.455)
L. 利差变化	-0.047	-0.018	-0.079	-0.049	-0.003	-0.059	-0.049	-0.017	-0.055
	(-1.430)	(-0.370)	(-0.895)	(-1.518)	(-0.059)	(-0.913)	(-1.487)	(-0.362)	(-0.805)
L. 汇率预期	-0.026	-0.037	-0.030	-0.028	-0.042*	-0.022	-0.045**	-0.001	-0.007
	(-1.276)	(-1.423)	(-0.536)	(-1.242)	(-1.701)	(-0.533)	(-2.257)	(-0.042)	(-0.145)
L. 股价增速	-0.005	-0.009	-0.027	-0.008	-0.001	-0.032**	-0.010	-0.007	-0.009
	(-0.558)	(-0.966)	(-1.492)	(-0.940)	(-0.076)	(-2.117)	(-1.242)	(-0.700)	(-0.541)
Crisis	1.833***	0.097	0.514	1.506***	0.935	-0.542	1.306***	0.848	0.115
	(3.771)	(0.166)	(0.577)	(3.262)	(1.472)	(-0.650)	(2.842)	(1.429)	(0.127)
VIX	-0.039**	0.018	0.000	-0.030*	-0.016	0.044*	-0.015	-0.013	0.020
	(-2.249)	(1.024)	(0.014)	(-1.856)	(-0.749)	(1.776)	(-0.952)	(-0.664)	(0.713)
Chinn ito	0.608	0.988*	3.316***	0.565	1.040*	2.077**	0.765	1.002**	2.118**
	(1.273)	(1.769)	(2.631)	(1.306)	(1.785)	(2.320)	(1.625)	(2.060)	(2.093)
constant	-1.910***	-3.286***	-6.630***	-1.839***	-2.990***	-5.705***	-2.302***	-2.768***	-5.645***
	(-4.191)	(-5.856)	(-5.154)	(-4.388)	(-5.078)	(-6.455)	(-5.133)	(-5.391)	(-5.436)
样本数	1279	1265	1196	1299	1234	1207	1298	1246	1196

注:由左到右,因变量分别在总流出规模占GDP百分比小于4%、4%~10%和大于10%的双流出现象发生时取1,在没有发生双流出现象时取0;在国外(国内)居民资本流出规模占GDP百分比小于2%、2%~5%和大于5%的双流出现象发生时取1,在没有发生双流出现象时取0。采用随机效应的面板logit模型进行回归。***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平上显著,括号内是z统计量。

表6 国外居民和国内居民主导的短期资本双流出的影响因素实证结果

	国外居民主导的双流出		国内居民主导的双流出	
	xtlogit_fe	xtlogit_re	xtlogit_fe	xtlogit_re
L. GDP 实际增长率之差	-0.091*** (-2.651)	-0.079** (-2.399)	-0.074** (-2.246)	-0.061** (-2.004)
L. 利差变化	-0.106* (-1.800)	-0.097* (-1.741)	-0.008 (-0.180)	-0.006 (-0.142)
L. 汇率预期	-0.053** (-2.341)	-0.052** (-2.358)	-0.017 (-0.619)	-0.015 (-0.593)
L. 股价增速	-0.020** (-2.147)	-0.022** (-2.333)	-0.005 (-0.558)	-0.005 (-0.577)
VIX	0.007 (0.399)	0.007 (0.401)	-0.027 (-1.548)	-0.027 (-1.534)
Crisis2008	0.492 (0.876)	0.376 (0.674)	1.654*** (3.276)	1.583*** (3.152)
资本开放度	1.188* (1.761)	1.174** (2.371)	0.918 (1.314)	0.894** (2.174)
constant		-2.957*** (-6.018)		-2.205*** (-5.044)
Adjusted R ²	0.053	0.213	0.031	0.247
样本数	1175	1175	1189	1189

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%的统计水平上显著,括号内是z统计量。

5. 不同类型、地区和收入水平的短期资本双流出

区分资本流动类型来看,影响其他投资双流出发生概率的最主要因素是 GDP 实际增长率和资本开放度,其次是危机因素,而影响证券投资双流出的主要因素是汇率贬值预期、全球金融风险和资本开放度。此外,进一步细分资本类型时发现,利率因素也会显著影响其他投资中的贷款项双流出。

区分国家收入水平来看,对 12 个中高收入国家样本而言,经济增长率、危机和资本开放度依然是主要的影响因素,而对于 3 个中低收入国家样本而言,短期资本双流出的主要周期性原因是利率的迅速下降,而不是 GDP 增长率的下降。此外,资本管制的影响在中低收入国家比中高收入国家更有效果。

表 7 不同种类、地区和收入水平国家短期资本双流出的影响因素实证结果

Y: P(DF _{of})	资本流动类型		本国收入水平		地区		
	其他投资	证券投资	中高收入	中低收入	亚洲	中东欧	拉美
L. GDP 实际增长率之差	-0.054 *** (-2.723)	0.010 (0.491)	-0.101 *** (-3.869)	0.064 (0.723)	-0.080 (-1.579)	-0.095 ** (-2.318)	-0.076 ** (-2.300)
L. 利差变化	0.012 (0.385)	-0.038 (-1.431)	-0.030 (-0.638)	-0.579 ** (-2.374)	-0.439 ** (-2.094)	0.054 (0.950)	-0.061 * (-1.751)
L. 汇率预期	0.007 (0.469)	-0.050 *** (-3.197)	-0.012 (-0.568)	-0.067 (-1.392)	-0.042 (-1.109)	0.030 (0.946)	-0.051 ** (-2.058)
L. 股票价格	-0.001 (-0.181)	-0.005 (-0.872)	-0.011 (-1.482)	-0.024 (-1.333)	-0.017 (-1.378)	-0.018 * (-1.691)	-0.005 (-0.515)
Crisis	0.702 * (1.923)	0.120 (0.337)	0.891 * (1.887)	1.705 * (1.710)	1.512 ** (2.362)	-0.582 (-0.784)	2.323 *** (3.457)
VIX	-0.022 * (-1.918)	0.029 *** (2.598)	-0.000 (-0.011)	-0.020 (-0.597)	-0.002 (-0.114)	0.013 (0.551)	-0.050 ** (-2.169)
Chinn ito	0.885 *** (2.695)	0.792 ** (2.332)	0.794 * (1.660)	4.063 *** (2.852)	2.501 ** (2.515)	1.448 *** (2.618)	-0.014 (-0.019)
constant	-1.240 *** (-3.930)	-2.370 *** (-6.932)	-1.775 *** (-3.760)	-3.476 *** (-3.293)	-2.012 *** (-3.341)	-2.470 *** (-3.445)	-0.671 (-1.035)
样本数	1422	1422	891	229	458	442	444

注:收入水平的区分根据 WDI 数据库附录中的分类分为高收入、低收入、中高收入和中低收入四类,本文的样本中包含了中高收入、中低收入和高收入样本,但高收入新兴经济体国家不具有代表性,因此并未报告。采用随机效应的面板 logit 模型进行回归。***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著,括号内是 z 统计量。

区分地区来看,对于亚洲国家而言,经济增长率因素符号依然为负但是不再显著,短期资本双流出的主要原因是利差、资本开放度和金融危机;对于欧洲国家而言,则是实际经济增长率、资本开放度和汇率预期,全球金融危机的影响并不显著;对于拉美国家而言,周期性因素如经济增长率之差、利差和汇率预期因素都有显著的影响,全球金融危机也会提高双流出的概率,但是资本开放度并没有显著影响。

6. 短期资本单向流出和双向流出驱动因素的差异

为了识别出影响短期资本单向流出和双向流出的因素有何差异,本文将样本中短期资本流出分为三类:一是国内外居民短期资本同时外流,即我们所考虑的双流出,在 19 个新兴经济体 1999 ~ 2018 年的样本期间共计发生 289 次;二是国内居民短期资本流出,同时国外居民短期资本流入,共 795 个样本,是最为常见的短期资本流动形式;三是国外居民短期资本流出,而国内居民短期资本流入,共 166 个样本,是另一种资本流动的异常形式,即国内外居民短期资本同时回流本国。

表 8 的左侧三列报告了相应的回归结果:其中对于双流出的回归结果即为基准回归中对应结果,本国相对经济增长率的下行、资本账户自由化的提高、危机因素和汇率贬值预期会提高短期资本双流出的

发生概率; 对于新兴经济体正常的国内居民资本流出(国外居民资本流入) 而言, 本国相对经济增长率的提高、全球风险厌恶程度的下降和本国汇率升值预期因素会提高新兴经济体短期资本正常单向流出的发生概率; 最后, 短期资本同时回流本国的驱动因素是全球风险厌恶程度的显著上升和较高的资本开放程度。

表 8 短期资本双流出相对于单流出的影响因素

	不同方向的短期资本流出			短期资本双流出		
	双流出	国内单流出	同时回流	(相对于国内资本单向流出的驱动因素)		
<i>L.</i> GDP 实际增长率之差	-0.083 *** (-3.790)	0.052 *** (3.137)	-0.019 (-0.788)	-0.121 *** (-4.071)	-0.137 *** (-4.652)	-0.135 *** (-4.401)
<i>L.</i> 利差变化	-0.040 (-1.392)	0.015 (0.651)	0.022 (0.569)	-0.032 (-0.911)	-0.004 (-0.122)	-0.028 (-0.788)
<i>L.</i> 汇率预期	-0.027* (-1.708)	0.033 ** (2.545)	-0.029 (-1.592)	-0.047 ** (-2.104)		-0.047 ** (-2.064)
<i>L.</i> 股票价格	-0.009 (-1.496)	-0.005 (-1.149)	0.002 (0.222)	-0.021 *** (-2.763)		-0.014* (-1.680)
<i>VIX</i>	-0.010 (-0.823)	-0.037 *** (-3.834)	0.047 *** (3.408)		0.017 (1.099)	0.008 (0.478)
<i>Crisis</i>	1.061 *** (2.852)	-0.467 (-1.418)	-0.179 (-0.404)		1.271 *** (2.635)	1.274 ** (2.520)
资本开放度	1.046 *** (2.816)	-0.504 (-1.448)	1.559 *** (2.651)	1.902 *** (3.506)	1.727 *** (3.257)	1.832 *** (3.351)
<i>constant</i>	-1.788 *** (-5.004)			-1.827 *** (-5.089)	-2.157 *** (-4.688)	-1.992 *** (-4.173)
回归方法	xtlogit_re	xtlogit_fe	xtlogit_fe	xtlogit_re	xtlogit_re	xtlogit_re
样本数	1422	1422	1422	760	785	760

注: 左侧三列不同方向的短期资本流出回归方程中, 因变量在每一种情况发生时取 1, 未发生时取 0。其中左一的回归结果即为基准回归中对应的结果。右侧三列回归方程中, 因变量在出现短期资本双流出时取 1, 在国内短期资本单向流出时取 0, 直接衡量相对于普通单流出而言双流出现象的驱动因素有何差异。***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著, 括号内是 z 统计量。

为了进一步识别相对于正常的短期资本单向流出与短期资本双流出的驱动因素有何差异, 我们剔除了短期资本双流入和同时回流的样本, 设因变量在出现短期资本双流出时取 1, 在国内短期资本单向流出时取 0, 表 8 的右侧三列报告了相应的回归结果: 相对于国内居民短期资本单向流出而言, GDP 实际增长率之差的下降、较高的资本账户自由化水平、危机因素、本币预期贬值和本国股票增速的下降都会提高短期资本双流出现象发生的概率。

六、稳健性检验

1. 使用 Ivprobit 模型对内生性问题进一步检验

考虑到可能的内生变量问题, 本文采用 Ivprobit 对方程进行重新估计。本文选择的内生解释变量分别是 GDP 增长率之差、利差、股票价格和汇率预期, 工具变量分别选择它们的滞后 1 期、滞后 1~2 期和滞后 1~3 期的数据, 外生变量是 *VIX*、资本开放度和危机变量, 以及时间和国家固定效应。Wald 内生性检验的结果显示, 模型不能在 10% 的水平上拒绝不存在内生性的原假设, 在控制了时间和国家固定效应之后 p 值已经达到接近 1 的水平, 因此可认为并不存在严重的内生性问题影响模型估计的一致

性。从变量显著水平来看,与基准回归的结果和控制时间固定效应之后的结果非常相近,资本开放度和GDP实际增长率之差依然是最显著的影响因素,危机因素受到时间固定效应的影响显著性有所下降。

表 9 稳健性检验 1: 使用 Ivprobit 两步法

工具变量滞后期	滞后 1 期	滞后 1~2 期	滞后 1~3 期	滞后 1 期	滞后 1~2 期	滞后 1~3 期
GDP 实际增长率之差	-0.030** (-1.674)	-0.050*** (-3.259)	-0.047*** (-3.238)	-0.029 (-1.304)	-0.041* (-1.875)	-0.043** (-2.136)
利差变化	-0.112 (-1.639)	-0.023 (-0.365)	-0.011 (-0.167)	-0.099 (-1.164)	-0.065 (-0.807)	-0.042 (-0.528)
股票价格	-0.031** (-1.689)	-0.029* (-1.943)	-0.020 (-1.567)	0.000 (-0.002)	-0.017 (-0.382)	-0.012 (-0.436)
汇率预期	-0.053 (-0.423)	0.112* (1.716)	0.033 (-0.788)	-0.065 (-0.503)	0.071 (0.650)	0.024 (0.406)
VIX	-0.016** (-1.241)	-0.019* (-1.725)	-0.013 (-1.377)	-0.519 (-1.420)	-0.503 (-1.394)	-0.515 (-1.499)
资本开放度	0.446* (2.950)	0.367** (2.546)	0.416*** (-3.052)	1.087*** (-2.956)	0.964* (1.896)	1.090*** (2.627)
Crisis2008	0.525*** (1.808)	0.768*** (3.121)	0.653*** (-2.953)	8.101 (-1.604)	8.127* (1.711)	8.296* (1.750)
constant	-0.685 (-2.013)	-0.546* (-1.917)	-0.706*** (-2.851)	7.712 (-1.269)	7.613 (1.282)	7.769 (1.369)
时间固定效应				控制	控制	控制
国家固定效应				控制	控制	控制
Number of observations	1401	1381	1361	1281	1261	1241
Prob > chi2	0.260	0.225	0.513	0.961	0.875	0.963

注:最后一行报告了 Wald 内生性检验的结果,其原假设为原方程的误差项与第一阶段对内生解释变量回归的误差项之间的相关系数为 0。若检验结果 p 值小于 0.1,则可在 10% 的水平上拒绝原假设,认为选取的内生解释变量是有内生性的,原方程的误差项与第一阶段对内生解释变量回归的误差项存在相关性。***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著,括号内是 z 统计量。由于内生变量较多使用极大似然估计不容易收敛,因此使用两步法进行估计。

2. 控制时间固定效应

一般而言,控制时间固定效应可以解决不随个体变化而随时间变化的遗漏变量问题,但是在长面板数据中若控制季度虚拟变量则会损失较多的自由度,一个可能的替代方案是引入时间趋势项,但是时间趋势项假设每个时期的时间效应均相等,显然这并不符合本文所描述的情形。由于引入季度虚拟变量后部分分组回归的结果无法收敛,因此在此仅对引入时间固定效应后的基准回归结果进行报告,仍然采用面板 Logit 模型进行估计。

整体来看,控制时间固定效应之后的回归结果与主回归结果高度一致,GDP 实际增长率之差和资本开放度因素分别在 5% 和 1% 的统计水平上显著,前者的显著性略有下降。从这两项系数大小上来看,GDP 实际增长率之差的系数在引入时间固定效应之后有所下降,而资本账户开放度的系数则有所上升。

七、结论和政策建议

本文基于 1999~2018 年 19 个新兴经济体的季度资本流动数据,对国内外居民短期资本同时流出这一现象的特征事实、潜在原因和影响因素进行了考察。样本期内新兴经济体出现国内外居民短期资

本双流出的时期占样本总量的 19.24% ,其中总流出规模超过 GDP 的 5% 和 10% 双流出现象占比为 9.19% 和 2.73% ,且国外居民资本流出的规模略高于国内居民资本流出 ,短期资本双流出的现象需要引起相关部门警惕。引发新兴市场国家国内外居民短期资本叠加流出尤其是大幅叠加流出发生的原因是经济增长率下降和全球金融风险高企为代表的传统资本流出的推拉因素、国外居民短期资本流动顺周期性和宽松的资本管制政策。

表 10 稳健性检验 2: 控制时间固定效应

<i>Y: P(DF_of)</i>	FE				RE	
<i>L. GDP 实际增长率之差</i>	-0.055 ** (-2.263)	-0.050 ** (-2.036)	-0.054 ** (-2.077)	-0.054 ** (-2.303)	-0.048 ** (-2.017)	-0.050 ** (-2.004)
<i>L. 利差变化</i>	-0.031 (-1.113)	-0.030 (-1.067)	-0.035 (-1.167)	-0.029 (-1.033)	-0.029 (-1.019)	-0.032 (-1.077)
<i>L. 汇率预期</i>			-0.013 (-0.797)			-0.014 (-0.811)
<i>L. 股票价格</i>			0.001 (0.151)			0.001 (0.070)
<i>VIX</i>	0.077 (0.250)	0.136 (0.435)	4.727 (0.011)	0.077 (0.248)	0.142 (0.453)	-0.101 (-0.944)
<i>资本开放度</i>		1.920 *** (4.094)	1.857 *** (3.728)		1.682 *** (4.273)	1.655 *** (4.083)
<i>constant</i>				-3.773 (-0.518)	-6.103 (-0.828)	-0.029 (-0.013)
<i>时间固定效应</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>Adjusted R²</i>	0.118	0.133	0.147	0.148	0.162	0.200
<i>样本数</i>	1473	1473	1422	1378	1378	1305
<i>Hausman 检验</i>	随机	随机	随机	随机	随机	随机

注: 由于季度虚拟变量会影响危机变量的结果, 因此并未将后者放入回归方程中。***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的统计水平上显著, 括号内是 z 统计量。Hausman 检验和 LR 检验的结果都支持使用随机效应模型。

关于影响因素实证检验部分, 本文得出的主要结论包括: (1) 引起国内外居民资本同时外流最主要的三个因素是经济负增长、资本开放程度和全球金融危机因素。(2) 对比国内居民主导的双流出, 可以发现除了上述因素外, 套利空间的收缩和逆转会对国外居民主导的双流出造成更加显著的影响。(3) 区分资本外流规模来看, 资本管制因素可以有效降低大幅度短期资本双流出现象发生的概率, 对中等规模双流出也有一定的作用, 而对小规模双流出影响并不显著; 而经济增长率下行是对中小规模双流出最主要的影响因素。(4) 区分资本流动类型来看, 影响其他投资双流出发生概率的最主要因素是该国的 GDP 实际增长率和资本开放度, 其次是危机因素, 而影响证券投资双流出发生的主要因素是全球金融风险、汇率预期和资本开放度。(5) 区分国家收入水平来看, 中高收入新兴经济体短期资本双流出的主要原因是经济增长率、危机和资本开放度, 对中低收入新兴经济体而言, 短期资本双流出的主要周期性原因则是利率的迅速下降, 而不是 GDP 增长率的下降。此外, 资本管制的影响在中低收入国家比中高收入国家更有效。(6) 区分地区来看, 亚洲国家短期资本双流出的主要原因是利差、资本开放度和金融危机; 对于欧洲国家而言, 则是实际经济增长率、资本开放度和汇率预期; 周期性因素提高了拉美国家短期资本双流出的概率, 但是资本开放度并没有显著影响。(7) 经济增长率之差和本国汇率升值预期因素对新兴经济体短期资本正常单向流出和双流出的影响方向相反; 相对于国内居民短期资本单向流出而言, GDP 实际增长率之差的下降、较高的资本账户自由化水平、危机因素、本币预期贬值和本国股票增速

的下降都会提高短期资本双流出现象发生的概率。

由于本国经济实际增长率和资本管制程度都是影响国内外居民短期资本双流出现象的重要条件, 因此面对短期资本异常流出时, 新兴经济体应当结合宏观经济政策和资本管制措施来防范潜在风险。在国内外短期资本流出规模较小时, 通过宏观经济政策手段稳定经济增长、金融市场和汇率水平是防范资本流出规模进一步加大的根本措施, 而在国内外短期资本流出逐步增长到一定水平或突然同时大幅流出时, 实施资本管制措施可以有效防范其可能对本国金融市场和经济增长造成的破坏。同时需要警惕全球金融危机时短期资本流动的异常行为, 预防区域性和全球性系统性金融风险的累积。此外, 在面对不同类型的短期资本流出时应区分对待, 并考虑不同的影响因素。

在当前国际环境发生巨大变化的背景下, 本文的研究结论对中国应对短期资本流动的异常流出风险具有启示作用。首先, 面对全球疫情和外部环境不确定性挑战, 通过逆周期财政货币政策稳定中国经济增长, 并在未来进一步推动经济发展方式加快转变是防范资本流动异常流出的重要前提。其次, 保持跨境资本流动管理对防范短期资本大规模的同时流出具有重要的作用, 未来可以考虑引入托宾税等更加市场化的管制措施, 完善跨境资本流动管理的政策工具。最后, 推动人民币汇率机制进一步市场化, 避免形成持续的单边升值或贬值预期, 可以有效预防由套利因素引发的短期资本异常同时流出。

参考文献

- [1] Ahmed S, Zlate A. Capital flows to emerging market economies: A brave new world? [J]. *Journal of International Money & Finance*, 2013, 48: 221-248.
- [2] Broner F, Didier T, Erce A, et al. Gross capital flows: Dynamics and crises [J]. *Journal of Monetary Economics*, 2013, 60 (1): 113-133.
- [3] Calvo G A. Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops [J]. *Journal of Applied Economics*, 1998, 1 (1): 35-54.
- [4] Cavallo E, Powell A, Pedemonte M, et al. A new taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops should countries be most concerned about? [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2015, 51: 47-70.
- [5] Cowan K, De Gregorio J, Micco A, et al. Financial Diversification, Sudden Stops, and Sudden Starts [J]. *Current Account and External Finance*, 2008, 12: 159-194.
- [6] Contessi S, De Pace P, Francis J L. The cyclical properties of disaggregated capital flows [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2013, 32: 528-555.
- [7] Forbes K J, Warnock F E. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment [J]. *Journal of International Economics*, 2012, 88 (2): 235-251.
- [8] Forbes K, Fratzscher M, Straub R. Capital-flow management measures: What are they good for? [J]. *Journal of International Economics*, 2015, 96: S76-S97.
- [9] Ghosh A R, Qureshi M S, Kim J I, et al. Surges [J]. *Journal of International Economics*, 2014, 92(2): 266-285.
- [10] Giordani P E, Ruta M, Weisfeld H, et al. Capital flow deflection [J]. *Journal of International Economics*, 2017, 105: 102-118.
- [11] Milesi-Ferretti G M, Tille C. The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis [J]. *Economic policy*, 2011, 26(66): 289-346.
- [12] Obstfeld M. Does the current account still matter? [J]. *American Economic Review*, 2012, 102(3): 1-23.
- [13] 黄宪, 杨逸, 胡婷. 国际资本流动大幅逆转对新兴市场国家经济增长都是负效应吗? ——全球化资本流出管制的适配性 [J]. *国际金融研究*, 2019(7).
- [14] 张明, 肖立晟. 国际资本流动的驱动因素: 新兴市场与发达经济体的比较 [J]. *世界经济*, 2014(8): 151-172.
- [15] 郑璇. 流入驱动型与流出驱动型国际资本流动突然中断的影响因素分析——以新兴市场国家为例 [J]. *国际金融研究*, 2014 (1): 86-95.

(责任编辑: 夏 定)

Simultaneous Outflow of Short-Term Capital from Domestic and Foreign Residents in Emerging Economies: Characteristic Facts , Driving Factors and Heterogeneity*Zhang Ming Li Xichen*(89)

This paper uses the panel logit method to study the simultaneous outflow of short-term capital from domestic and foreign residents in 19 emerging economies between 1999 and 2018. In the sample period , the proportion of this abnormal phenomenon was as high as 19.24% , and the scale of capital outflow of foreign residents was larger than that of domestic residents. The results of the empirical study show that the three main factors leading to the simultaneous outflow of short-term capital are the downward economic growth rate , the degree of openness for capital account and the global financial crisis. The capital control can effectively reduce the probability of large and medium-sized short-term capital double outflow , while the economic growth rate downtrend is the most important factor to medium and small-scale dual outflow. In addition , the contraction and reversal of arbitrage space will have a significant impact on the dual outflow dominated by foreign residents. According to different types of capital flows , the dual flows of other investments are mainly affected by the real GDP growth rate and capital openness , while the main factors causing the dual flows of securities investment are global financial risk , exchange rate expectation and capital openness. There are differences in the factors of dual outflow phenomenon in different regions and countries with various income levels. At last , growth differentials and exchange rate expectations have a markedly opposite impact on the normal one-way outflow and dual outflows of short-term capital from emerging economies.

Economic Policy Uncertainty and Cross-border M&A of Chinese Enterprises: Impact and Discussion*Yin Da Qi Jianhong*(105)

This paper uses Zephyr M&A database , Wind database and BBD index of Baker et al. (2016) during the period of 2001 ~ 2018 to analyze the impact of global economic policy uncertainty on Chinese enterprises' cross-border M&A , and further discusses the domestic and international differences of uncertainty , non-market-oriented motives , location change and transmission mechanism. The results show that the rise of global economic policy uncertainty has a significant negative effect on both success rate and scale of cross-border M&A , which remains robust after various robustness checks and endogeneity test. Further considering domestic uncertainty index , it indicates that cross-border M&A activities need a stable internal environment , and the tendency of hedging against risk by M&A is not obvious. By analyzing non-market-oriented motives and location changes , we find that M&A for tax avoidance as well as that to high-income countries and Hong Kong , Macao , and Taiwan regions , will be restrained due to the increase of economic policy uncertainty as well. For the transmission mechanism , asset reversibility is a key factor when firms react to increased uncertainty , which provides supplementary evidences for real option theory.

Analysis on the Promotion Effect and Influence Mechanism of Target State Business Environment on China's Foreign Direct Investment*Wu Jun Liu Meilian Yuan Shengjun Xu Zhengli*(118)

This article regards the Belt and Road Initiative (BRI) as a quasi-natural experiment , using a DID method to analyze the promotion effect and impact mechanism of the business environment of the countries along the " Belt and Road" on China's outward direct investment. The results of the study show that the introduction the BRI has significantly promoted China's OFDI inflow into target countries with a good business environment. Under the " superposition effect" of the BRI and bilateral investment agreements , target countries with relatively poor business environment are more able to attract China's OFDI inflows. From the perspective of the impact mechanism: first , Chinese OFDI with market-seeking motivation , efficiency motivation , and infrastructure motivation are more likely to flow into target countries with a good business environment , while Chinese OFDI seeking natural resource motivation has no significant difference in the impact on the target country's business environment; second , cooperation between countries is beneficial to China's OFDI flow into target countries with a poor business environment. The research in this article provides empirical evidence for assessing the effects of the BRI on China's foreign direct investment , suggesting bilateral and multilateral cooperation to improve local business environment. And it provides a reference for the precise implementation of the BRI to promote the participation of Chinese companies in the global value chain division of labor.