



# 未来潮流

来自新兴市场经济体的私人投资者  
逐渐把资金投向海外资产

G. 安德鲁·卡洛里、大卫·T. 恩格、埃斯瓦尔·普拉萨德

随着新兴市场经济体逐渐成为全球经济中的重要参与者，其在全球跨境金融资产流动中所占的份额也正在上升。由于新兴市场经济体增长前景强劲，吸引了寻求高回报的外国投资者，特别是在发达经济体利率水平非常低的时期。还有另外一个资本流动方向，即新兴市场经济体的政府通过大力投资于发达经济体而建立起外汇储备。

最近，另一种现象的势头逐渐增强：随着新兴市场经济体中的投资者寻求海外投资机会，其私人资本开始外流。

了解各种资本流动（主权资本流动和私人资本流动）的规模和模式并分析其影响因素，将能够阐明以下问题：随着新兴市场经济体更加深入地融入全球金融市场，国际资本流动的格局是如何有可能发生变化。我们着眼于新兴市场资本流出的类型，并阐述了我们现行研究的一些初步结果。这些结果显示，选择证券投资（目前的规模相对较小，但扩张的潜力很大）目的地的一个重要影响因素是对其临近和熟悉的程度。

## 资本输出

2000年至2012年期间，在中国的引领下，新兴市场国家的外汇储备规模增加了6万亿美元——几乎所有的这些外汇储备都投资于主要储备货币经济体（主要是美国）发行的证券。在未来几年，这些新兴市场

经济体的外汇储备积累步伐可能会大大减慢，因为大多数经济体都已经积存了充足的外汇储备，足以帮助缓冲未来任何的资本流动波动。

随着新兴市场经济体外汇储备积累步伐放缓，我们可以预料到，来自这些经济体的私人资本外流将迅速扩大。实际上，现在这类资本外流的规模与官方储备积累增长的规模旗鼓相当（见图1）。当然，中国也是这类私人资本流动的重要推动力，如果把中国排除在外，总体数字就不太显眼。不包含中国在内的其他新兴市场国家中，私人资本外流规模现在已经超越外汇储备增长的规模（见图2）。

出于多种原因，我们可以预计私人资本外流将会增加。随着新型市场经济体的家庭变得更加富裕并且达到更高的储蓄水平，它们将会寻求海外投资机会，以使其投资组合多样化。机构投资者，如共同基金和养老基金，已经成为这类资本外流的重要渠道。随着企业和金融机构扩大国际运营并进入外国市场，它们也有可能继续寻求外国的投资机会。

## 中国的转变

中国，这个世界第二大经济体的资本流动结构的变化，给这些趋势提供了很好的例证。在过去10年里，中国已经成为一个向世界其他地区输出资本的资本净输出大国。该国一直保持贸易盈余（这反映了货物和

服务的出口多于进口），以及资本账户盈余（这反映了私人资本的流入）。在此期间，中国的经常账户一直维持总体盈余，这表明中国正往世界其他地区净输出资本。这些资本输出以中国人民银行（中国的央行）积累外汇储备的形式为主，中国的外汇储备由国家外汇管理局管理。外汇储备的积累是中国人民银行干预外汇市场的结果，中国人民银行通过买入美元来限制人民币升值，从而避免中国丧失出口竞争力。中国把这些美元中的大部分投资于外国证券，例如美国国库券和债券。根据美国财政部的数据，截至2013年1月，中国官方持有的美国国债总额为1.26万亿美元。

鉴于货币方面的压力，以及对资本流入可能引发通胀和推动资产价格暴涨的担忧，中国对于引入外国资本一直很谨慎。外国投资者受到限制，不能大范围投资于中国的股票市场，尽管已经开放了一些投资渠道，比如大幅扩大了合格境外机构投资者计划的配额。相对而言，中国债券市场仍然不够发达。因此，中国大部分的资本流入一直都是外国直接投资的形式，这通常涉及到获得企业控股权。根据IMF的数据，2010—2012年间，流入中国的外国直接投资总额平均每年为2600亿美元（这些数据与中国国家外汇管理局的数据相一致，但中国商务部指出，这一时期的资本流入量仅为每年1100亿美元）。

但是更为引人注目的是，最近几年中国的私人资本外流大幅上升。中国对资本外流一直保持严格控制，但随着时间的推移也开始放松管制。根据IMF的数据，从2004年到2012年，中国对外投资规模从0增长至1000亿美元以上（中国国家外汇管理局披露的2012年资本外流数据较低，为620亿美元；中国商务部没有

报告资本外流的相关数据）。

实际上，中国一直以来不仅鼓励企业，而且鼓励机构投资者——例如共同基金和养老金管理公司——进行海外投资。2006年，中国还推出了合格境内机构投资者计划，该计划与合格境外机构投资者计划平行，允许机构投资者在一定限制条件下进行海外投资。由于这些措施，其他形式资本外流的规模迅速接近官方外汇储备形式资本外流的规模（见图3）。2012年的初步数据显示，外汇储备积累的规模大幅下降，而其他形式资本外流的规模持续增加，这一趋势可能会持续下去。

这些进展引发了以下担忧：资本外流的增加反映了国内投资者对中国经济增长前景的忧虑。实际上，这些资本外流可能仅仅反映了该经济体的成熟，成熟经济体允许资本更加自由地流出和流入。随着中国变得更加富裕，以及金融市场变得更加发达，为投资者进行多元化投资提供了更多的机会，私人资本外流很有可能会进一步增加。其他新兴市场也可能遵循类似的路径。

## 资本外流的构成正发生变化

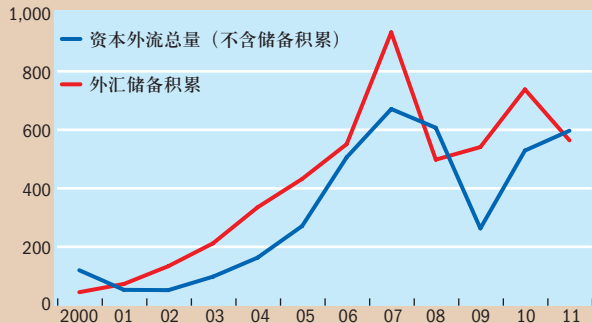
新兴市场经济体私人资本外流的构成由政府当局实行的资本管制和金融市场发展水平决定。对于资本外流激增可能破坏国内金融体系稳定的担忧，使得很多新兴市场经济体限制私人资本外流。尽管如此，一些国家逐渐愿意允许企业进行海外投资。最近几年，新兴市场经济体进行并购的规模大幅上升：其中包括一个新兴市场经济体的公司收购另一个新兴市场经济

图1

### 水平拉近

新兴市场私人资本外流的规模现在超过了积累外汇储备的政府资本外流。

(10亿美元)



资料来源：IMF，《国际收支统计》。

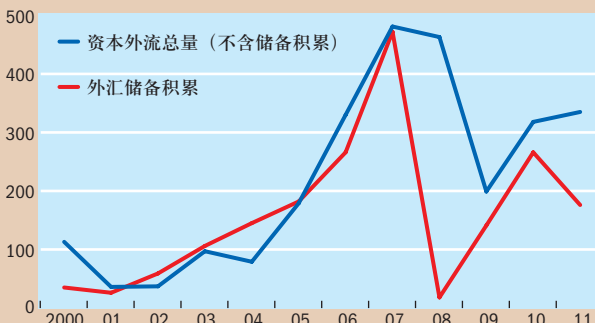
注：红线表示新兴市场经济体持有的外汇储备从一年年末到次年年末的变化量。

图2

### 资本外流变化

把中国排除后，新兴市场私人资本外流超过外汇储备积累1000多亿美元。

(10亿美元)



资料来源：IMF，《国际收支统计》。

注：红线表示新兴市场国家持有的外汇储备从一年年末到次年年末的变化量。

体的公司，也包括新兴市场经济体的实体企业收购发达经济体的企业。这类并购活动有多种潜在驱动力，包括新兴市场经济体的企业进行生产基地多元化和提高对其他市场渗透度的愿望。收购外国企业还能帮助它们获得技术，国内企业可以利用这些技术提高生产能力。自上一个十年的中期以来，来自这些经济体的外国直接投资流出显著增长（见图4）。

新兴市场经济体的金融市场欠发达，是家庭对外投资组合的重要限制因素。例如，中国和印度现在允许个人每年携带一大笔资金出境（中国为50000美元，印度为200000美元）。然而，这些国家的金融市场不发达，因此大部分家庭不能够轻易地通过如共同基金这一类的投资工具购买外国股票或债券。这些国家金融市场的快速发展——连同机构投资者（如养老基金、保险公司，乃至共同基金）的日益强大——很可能为证券投资外流创造更多的渠道。

当本国经济增长远远快于发达经济体时，为什么新兴市场的投资者还想进行海外投资？理论上来说，国际化投资为散户投资者提供了分散投资组合风险的机会。此外，有些新兴市场国家的金融体系仍以银行为主导，这些银行对储蓄存款支付的利率历来相对较低（特别是把通胀因素计算在内后）。有些新兴市场经济体的股票市场规模仍然相对较小，流动性也不如发达经济体的股票市场，并且市场估值经常大幅波动。所有这些因素都迫使机构投资者（如养老基金、共同基金和保险公司）进行海外投资——并且影响股本投资流动。

## 股本证券投资组合流动

由于强劲的增长潜力和股权市场对国际投资者的

快速开放，新兴市场经济体成为全球股本证券投资组合流动（包括来自其他新兴市场的投资）的重要目的地。例如，在2000年，新兴市场经济体占全球外国股本证券投资组合总额的3%。到2010年，这一比例已经上升到16%。因此，有关流入新兴市场国家的外国投资的形式及决定因素的研究的学术文献数量激增。但对于新兴市场投资者对外国证券投资方面的关注则要少得多，此类投资在不断增长，尽管相对温和。

反映新兴市场经济体在国际金融体系中的相对重要性的一个指标是，其在全球外国股本证券资产中所占的份额——这一比例从2000年的1%上升到2010年的5%。就绝对数额来讲，新兴市场投资者的外国股本证券组合资产从670亿美元上升到6430亿美元。甚至在主要发达经济体的对外证券负债中，来自新兴市场的资本流入也正在发挥越来越重要的作用。我们不妨看一下新兴市场在投资于美国的外国证券投资方面的相对重要性。根据IMF协调联合证券投资调查的数据，新兴市场投资者持有美国股票的比例从2000年的2%上升到2011年的7%。美国财政部的数据与之类似。

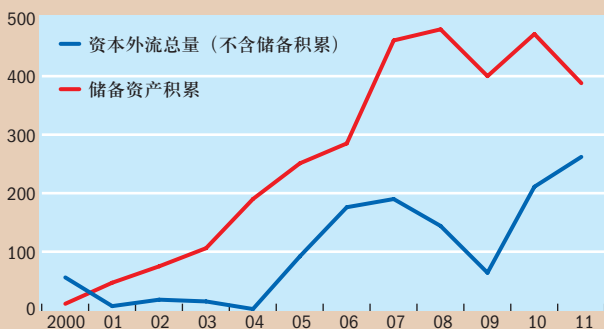
这些数据表明，新兴市场在跨境证券投资流动中的作用越来越显著，随着新兴市场变得更加富裕、开放资本账户以及发展金融市场，这一现象很可能会增强。将会有多少外国投资流出来自于新兴市场？金融理论提供了一个方法，以供思考外国投资的最优水平：为了最大化多元化的收益，并获得较好的风险—收益权衡，原则上讲，投资者应该持有广泛分散的国际化证券投资组合（该组合中的权重以有关国家股票市场的市值为基础），而不是只投资于国内股票市场。鉴于新兴市场占世界股票市场市值的比例仍然仅为8%，原则上来说，其投资者应该把相当大比例的资金投资于发达经济体的股票市场。

图3

### 中国私人对外投资的增长

最近几年，中国鼓励企业进行海外投资，这导致私人投资资本外流的规模正逐步赶上主权储备积累的规模。

(10亿美元)



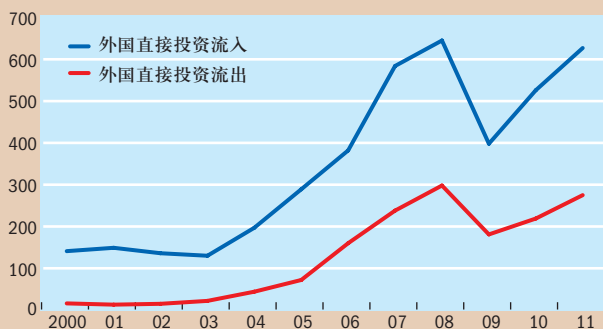
资料来源：IMF，《国际收支统计》。

图4

### 直接投资流动

源自新兴市场经济体的外国直接投资的流出从过去10年间的中段起快速增加。

(10亿美元)



资料来源：IMF，《国际收支统计》。

实际上，投资者不会把投资组合多元化到接近标准模型所建议的范围。几乎每个国家（包括那些资本账户开放和金融市场发达的国家）的投资者，往往都表现出高度的本土偏好（不成比例地偏重国内股票市场的投资）。对于本土偏好的解释包括信息不对称（投资者对国内股票的了解要多于外国股票）、交易成本及金融市场欠发达。鉴于过去 10 年间跨境股本投资流动的大规模增长，以及诸如信息不对称和交易成本等障碍的降低，本土偏好有望会下降。然而，研究表明，过去 10 年间本土偏好并没有减轻多少。

## 不包含中国的其他新兴市场国家中，私人资本外流规模现在已经超越外汇储备增长的规模。

然而，随着全球金融市场更加一体化以及信息障碍的减少，证券投资多元化的扩张将影响其他相关的偏好。比如，非国内证券投资组合配置表明有区域性外国偏好（不成比例地偏重邻国股票市场的投资）的倾向。投资者还会不成比例地把资金投向以下类型的国家：与本国贸易规模较大的国家；由于殖民历史或语言相同，投资者比较熟悉的国家。其他因素，比如政治稳定性，也会影响到这些决策。对于这些变量如何推动证券投资组合配置，理论并没有给出有力的指导。例如，治理薄弱的国家对国际投资者的吸引力应该较小，但实际上，投资来源国和吸收国之间公司治理方面的相似性，由于“熟悉度”效应反而增加了双边资本流动。理论也没有告诉我们上述“外国偏好”是否能够随着资本流动的扩大而趋于消失，以及应该如何实现。这些问题必须通过实证分析来解决。

### 关注机构投资者的行动

我们研究了新兴市场对外股本证券投资总量，接着更加详细地分析了以共同基金和其他机构投资者为管道的资本外流。我们的分析基于广泛的实证研究，覆盖了 2000 年至 2011 年，并运用标准的投资组合理论来指导对结果的解释。我们并不检验投资组合配置理论的具体模型。

我们在分析中使用了两个数据集。第一个数据集基于 IMF 的协调联合证券投资调查，该数据集包含双边跨境股本证券持有数据（股票，而不是资本流动）。我们还使用了发达经济体和新兴市场经济体中个体机构投资者数据库，来提供关于跨境股本证券投资流动驱动因素的分类证据。

我们的初步研究得出了一个有趣的结论：“引力”

变量（之所以称之为“引力”，是因为这些变量含有质量和距离的原理，以模仿牛顿物理学中的引力相互作用）——该变量根据国家间的地理距离、共同语言、殖民历史以及共同的自由贸易区等特点来反映“接近”或“临近”度——是跨境股本证券投资流动的重要决定因素。这些因素的重要性已经在研究发达经济体投资者的文献中得到确认；我们发现，新兴市场经济体的投资者似乎会基于同样的考量来进行对外投资。一种可能性是，这些变量（研究发现，这些变量在影响跨境贸易流动的形式方面发挥了重要作用）仅仅反映

了以下事实：金融流动与贸易流动之间存在关联。然而，我们发现，当我们直接控制了双边贸易关系因素之后，引力变量在解释双边股本证券投资流动方面的重要性丝毫不受影响。我们初步研究结果的一个含义是，新兴市场证券投资外流将导致更大程度的区域金融一体化，至少在资本外流扩大的初始阶段是这样。

### 资本外流上升

关于新兴市场经济体日益突出的地位，一个重要但研究较少的方面是这些经济体的对外投资流动。尽管这些资本流动的规模仍然相对有限，但正在快速增长。随着这些经济体变得更加富裕、金融市场的发展以及跨境资本流动的自由化，这些经济体的散户投资者和机构投资者将进一步寻求海外投资机会，从而使投资多元化。初步证据表明，这些经济体的投资者似乎表现出了本土偏好以及与地理接近度和熟悉度相关的外国偏好，与发达经济体投资者的表现相类似。这可以推动更大程度的金融市场区域一体化，以及在新兴市场内部产生越来越多的股本投资流动。■

安德鲁·卡洛里（Andrew Karolyi）是康奈尔大学约翰逊商学院的教授。大卫·恩格（David Ng）和埃斯瓦尔·普拉萨德（Eswar S. Prasad）分别是康奈尔大学戴森应用经济学和管理学院的助理教授和教授。恩格曾是香港金融研究中心的访问学者。普拉萨德还是布鲁金斯学会的高级研究员。