



投资者 变脸

国际资本流动的急剧增长对于金融稳定意味着什么？

芝加哥商品交易所的一位职员正在大声喊出交易指令。

Ceyla Pazarbaşıoğlu、Mangal Goswami 和 Jack Ree

在过去十年中，跨境资本集聚大幅攀升。经过1980—1995年间相对较小的波动之后，全球跨境资本流动在过去十年增长了3倍，达到6.4万亿美元，约为2005年世界GDP的14.5%（见图1）。大多数资本流动可以归因于以下几种趋势：跨境投资变得越来越多样化；随着投资自由化和技术方面的进步，全球资本市场正在朝着更为一体化的方向发展；当前的经济环境为世界各国的经济增长提供了许多机遇。上述因素的综合作用，加上管理的资产快速增长，超出了

国内可以利用的规模，从而导致了跨境资本流动的高企。低风险的资产收益回报使得投资者在寻求更大收益时大胆地降低了信贷底线。上述变化还伴随着日益增加的投机和风险。

分析国际投资者在投资动机和投资配置行为方面所发生的变化，对于了解国际金融市场优点和弱点的构成是至关重要的。关键投资者做出的有关在何处配置其资产的决定，不仅对金融资产的价格产生影响，而且对于不同国家的经济表现和社会福利也有着广泛的潜在作



用。跨境资本流动的规模和快速创新，引起人们对金融稳定的关注，因为许多国家仍然记得，以往金融投资的繁荣往往伴随着危机的发生。虽然正如人们公认的那样，要想解开由全球投资者构成的复杂的联系和网络是非常困难的，本文仍然试图勾勒出全球投资者在心态方面发生的重大潜在变化，并且对其在金融稳定方面的影响进行评估。

资金来自何方？

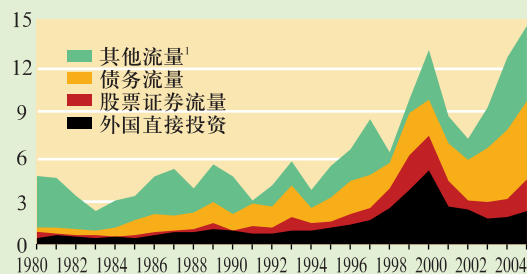
成熟市场国家仍然是全球资本总流量的主要贡献者，其中主要受泛欧跨境流动的驱动，紧随其后的是美国和日本。欧盟（EU）一体化推动了欧洲大陆金融区域化的发展，使得欧洲在全球跨境流动的份额从1996年的50%上升到了2005年的70%左右。事实上，相对于其他国家间的投资来说，欧盟成员国之间的相互投资并不成一对应的比例关系，因此许多经验证明显示，欧元区在证券投资方面存在偏差（Lane, 2006）。虽然其经济规模仍然较大，然而日本在过去十年中逐渐衰退，使得亚洲发达国家作为资本总流量主要供给者的地位下降。然而，自2000年以来，亚洲新兴经济体，即新的工业化经济体（中国香港、韩国、新加坡和中国台湾）以及石油生产国对跨境总流量的贡献得到了极大的提高。

一项对净资本流动趋势的分析显示，全球资产负债表的内容发生了很大变化，并且全球收支不平衡的状况非常严重。更为引人注目的是，在过去5年中，作为一个整体，新兴市场国家已经成为资本的净输出国，并且成为成熟市场的重要投资群体（见图2），它们的资本流出量与美国来自外部的融资数量大致相当。然而，资本从新兴市场国家向成熟市场国家的流动主要是通过亚洲各国中央银行储备以及国家福利基金等方式进行的，这些基金主要属于石油输出国（例如，那些受阿布扎比投资管理局、科威特投资管理局等机构管理的基金）。但是，随着机构投资者、银行和企业不断将其增长的金融资产进行跨境投资，以实施多元化发展战略并加强收益风险调控，私人资本也正在从新兴市场国家向成熟市场国家流动。

在过去十年中，机构资金的巨浪对全球资本流动起到了支撑作用。最为重要的增长发生在证券投资流量方面，其中主要是债务和跨境银行业务。这些流入流量，伴随着资产评估价格的攀升和派生市场的金融创新，导致了未曾预期的增长和金融市场的深化。当前，全球股票和债券市场的规模已经是全球GDP的两倍，2005年全球股票资本总额达38万亿美元，而债务市场的资本总额则达45亿美元（见图3）。

图1
新的高峰

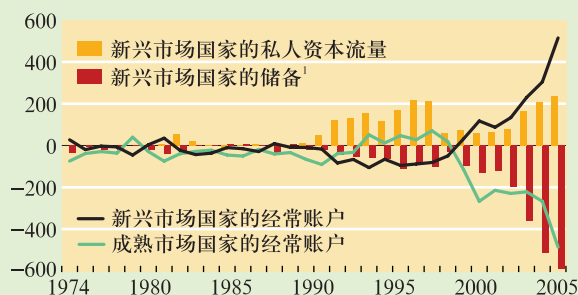
自1995年以来，国际资本总流量大幅攀升。
(全球资本流入总额，占世界GDP的百分比)



资料来源：IMF，国际金融统计数据库。
¹其他流量包括衍生交易。

图2
镜像

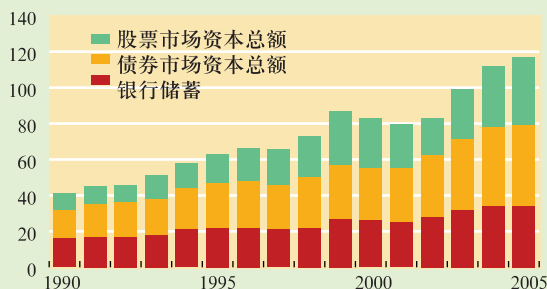
私人资本正在从成熟市场国家流向新兴市场国家，而官方资本的流动方向则与之相反。
(10亿美元)



资料来源：IMF，国际金融统计数据库。
¹负值意味着资本流出。

图3
正在扩大的市场

全球股票和债券市场在过去15年中经历了空前的增长。
(万亿美元)



资料来源：IMF工作人员基于S&P/IFC的新兴市场国家数据库的估计；世界证券交易联合会；Datastream数据库；国际清算银行；国际金融公司。

自网络经济泡沫开始膨胀以来，除机构资金和银行融资以外，源自成熟市场国家的外国直接投资（FDI）也得到了部分恢复。流入新兴市场国家的FDI开始增长，但仍然保持着相当程度的集中，自2002年以来，中国占新兴市场流入资金的大约50%。在新兴市场国家中，亚太地区和新兴欧洲国家是FDI的主要接受国，而流向拉丁美洲的FDI——其中主要流向巴西，自2000年以来则开始下降。

投资者的心态发生了怎样的变化

在跨境资本流动快速增长的同时，投资者的心态由于以下3种重大趋势而受到激励：机构投资者管理的资产出现了显著增长，对冲基金快速增长，新兴市场中央银行与国家福利基金作为重要参与者的地位得到了提升。

传统成熟市场的机构投资者（社保基金、保险公司和共有基金）所管理的资产有了大幅增长。这些投资者的资产从1995年的21万亿美元增长到2005年的53万亿美元，其中美国占了一半以上，而欧洲则占了1/4多的份额（见图4）。美国社保基金在该类资产中占有相当大的比例，除爱尔兰、荷兰和英国以外，欧洲在该类资产所占的份额相对较小。然而不仅在美国而且在欧洲，共同基金和保险公司在机构资产中都占有主要份额。

另一个关键性趋势就是对冲基金的快速增长。对冲基金（不包括衍生基金）的数量从1990年的530个暴增到2005年的6700个。自2002年以来，除了特别富有的个人投资者之外，机构投资者的加入使得投资者范围得到了扩大，受这种背景的驱动，流入对冲基

金的资本大幅增加。虽然由对冲基金掌管的资产规模小于其他机构投资者管理的资产规模，但是其总量也从1990年的300亿美元增长到2005年的1.4万多亿美元。这些基金大部分受美国以及占欧洲多数份额的英国的掌控（见图5）。例如，2004年，英国社保基金大幅提升其在对冲基金中的份额（UBS，2005）。

在新兴市场，中央银行和国家福利基金已经在跨境资本配置中扮演着重要角色，其中美国金融市场已经成为其关注的焦点。在过去十年中，外国投资者持有美国政府债券的数量已经增加了3倍，其中外国官方机构对此做出了巨大贡献。中国保持了最大增长幅度的记录，在过去几年中将其持有的份额增加了50%，从而成为美国政府债券的第三大投资者。据估计，到2005年末为止，在所有被外国投资者持有的美国长期债券中，外国官方机构持有的份额已经超过了50%。

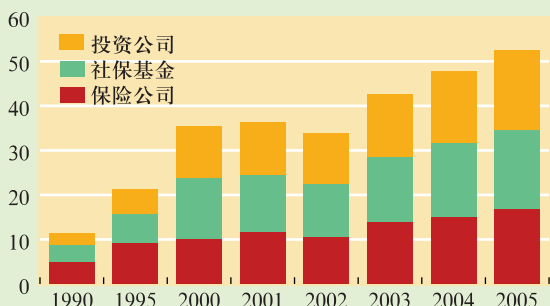
面向外国市场

在成熟市场国家机构投资者管理的资产出现增长的同时，往往伴随着跨境资产配置的增长和所谓“母国偏好”的下降。据观察，母国偏好是指在国际证券投资中，其投资重点倾向于投资者的母国（French和Poterba，1991；Aurélio，2006）。

作为成熟市场国家管理的总资产的一部分，跨境证券投资资产在过去大约5年中增长迅速，这些资产主要受到机构投资者的控制。2001—2005年期间，跨境证券投资资产累积增长超过100%，达19万亿美元左右。在此期间，来自美国的跨境证券投资资产从2.3亿美元增长到4.6亿美元，而来自日本的资产则从0.6万亿美元增长到2005年的2.1万亿美元。欧洲的母国

图4
钱袋子

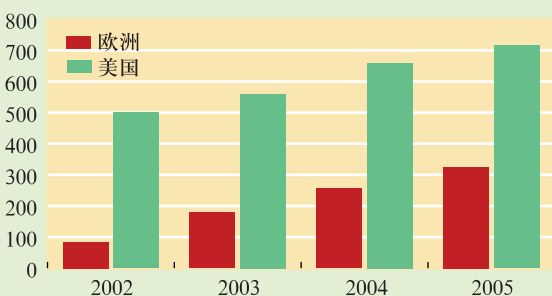
工业国家机构投资者掌控的资产已经大幅增长。
(成熟市场的机构投资者的资产，万亿美元)



资料来源：国际金融服务，伦敦；OECD；IMF员工的估计。

图5
正在增长的资产

套期保值基金受到了范围更为广泛的投资者的欢迎。
(管理的资产，10亿美元)



资料来源：Eurohege, Hennessee Group LIC。



偏好倾向大幅下降，2001—2005年期间，其跨境证券投资资产增加了6.1万亿美元。然而，这种下降大部分发生在欧洲发达国家之中，因为其投资者仍然喜欢在欧洲大陆和英国进行投资。自2000年以来，源自日本的跨境证券投资流量开始增加，其主要途径就是通过日本共同基金进行投资。机构投资者，例如来自成熟市场国家的社保基金和共同基金，正在新兴市场增加其投资份额。

**“在波动性和信贷价差较低的时期，
往往蕴育着新的风险，
例如相对流动性更大的
备选资产投资活动的增加，
将增加对金融稳定的担忧”。**

母国偏好的下降受结构性以及周期性因素所驱动。对于大多数机构投资者来说，多元化是一个非常令人兴奋的激励。社保基金在制度和账务方面的变化同样也对投资者资产配置决策的改变产生影响。特别突出的是，随着社保基金到期债务的增加，这些社保基金的投资者努力使其投资战略多元化，其目的不仅是为了能够及时偿付债务，同时也是为了获得最高的风险收益。

对全球稳定性的影响

跨境资本流动和投资者心态的改变对金融稳定具有巨大影响，其中既有正面影响，也有负面影响。代表不同机构和不同国家的一种更为全球化、多元化的投资者心态，遭受并发性、系统性和毁灭性冲击的可能性很小，因此能够更好地对风险进行管理，并且能够在经济处于危机阶段的时候更好地化解冲击。另一方面，在波动性和信贷价差较低的时期，往往蕴育着新的风险，例如相对流动性更大的备选资产投资活动的增加，将增加对金融稳定的担忧。这些担忧混杂着对市场参与者投机增加的关注以及如何采取果断措施来缓解这种局面。

成熟的市场机构投资者跨境资本流动的高涨使得投资者对新兴市场外债的立场有所松动，从而使得这类资产在过去5年中保持着较高的稳定性和较低的波动性——正如具有全球影响力的“JP摩根大通新兴市场指数”所显示的那样。诸如美国社保基金等机构投

资者在其证券投资配置标准中增加了新兴市场国家的外债，从而使得新兴市场资产利率产生了一种结构性的上扬。

信用基础的改善，各国汇率灵活性的增强，储备覆盖范围的扩大，新兴欧洲国家向欧盟标准靠拢而带来的结构性繁荣，以及新兴市场国家信息发布的透明，使得投资者对新兴市场国家资产成熟性的预期得到了加强（Byun和Oswald，2006）。上述变化使得向这类资产的战略流入得到更大的增长。事实上，作为新兴市场债券指数基准，由新兴市场基金掌控的资产，已经从2000年末的270亿美元上升到了2006年中期的2300亿美元。这些战略投资者之所以购买、持有这些资产，甚至通常在较低或零利率的情况下持有这些资产，其主要目的就是为了解决其长期债务支付周期的需要。

在过去十年中，虽然大多数新兴市场国家已经从金融冲击中得到了恢复，然而无论从净值还是从总量来看，成熟市场国家和部分新兴市场国家资本流动的波动性已经增加。事实上，对于大多数新兴市场国家来说，为增加外汇储备而提高跨境资本流动波动性的现象，在1996—2005年期间已经大为减少。

在较长一段时期内，债券、股票和外汇等类型的资产，其价格波动一直在下降。成熟市场许多类型的资产，无论是现实波动还是潜在波动都已变得相当温和。新兴市场资产，例如外债，同样遵循着这种趋势。虽然这种现象，按照美国联邦储备局主席本·伯南克的说法，可能归因于所谓的“伟大的适度性”，然而其可持续性仍然需要在恶劣环境进行考验。

Ceyla Pazarbaşıoğlu, 副主任; Mangal Goswami, 经济学家; Jack Ree, IMF 货币与资本市场部高级经济学家。

本文主要以IMF即将出版的《全球金融稳定性报告（2007年4月）》为基础，该报告中的一章对国际资本流动的增加，投资者基础的扩大以及金融稳定性所带来的影响进行了分析。

参考文献：

Aurélio, Marcela Meirelles, 2006, “Going Global: The Changing Pattern of U.S. Investment Abroad,” Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review, Third Quarter, pp. 5–32.

Byun, Jennie, and William Oswald, 2006, “Emerging Markets External Debt as an Asset Class” (New York: JPMorgan).

French, Kenneth, and James Poterba, 1991, “Investor Diversification and International Equity Markets,” American Economic Review, Vol. 81 (May), pp. 222–26.

Lane, Philip, 2006, “Global Bond Portfolios and EMU,” International Journal of Central Banking, Vol. 2 (June), pp. 1–23.

UBS, 2005, Pension Fund Indicators (New York).