



## 资本悖论反思：资本倒流的逆转

作者：[Emine Boz](#)、[Luis Cubeddu](#) 和 [Maurice Obstfeld](#)

2017年3月7日

基本经济理论告诉我们，为寻求更高的回报，资本应从增长缓慢的富裕国家流向增长更快的贫穷国家。十年前，我们以前的研究部同事 [Eswar Prasad](#)、[Raghuram Rajan](#) 和 [Arvind Subramanian](#) 分析了为什么实际上情况相反——资本一般从较贫穷国家“逆向”流向较富裕国家。在 [Robert Lucas](#) 的开创性工作基础上，他们指出，较贫穷国家的某些特征，如制度较为薄弱、教育水平较低，可能会降低在这些国家投资的风险调整后的回报。

在这篇博客中，我们反思资本倒流谜题，并探讨其政策含义。我们指出，资本倒流在全球金融危机爆发之前加剧，但最近方向出现逆转。这些转变反映了几个因素，但由于主要发达经济体的货币政策预计将实现正常化，政策不确定性增加，资本倒流的大规模、持续性逆转不太可能发生。新兴经济体和发展中经济体今后应继续侧重实施有关政策，扩大资本流入的收益，抑制资本流动的波动性，并提高国内金融市场的韧性和深度。

### 全球资本配置的变化

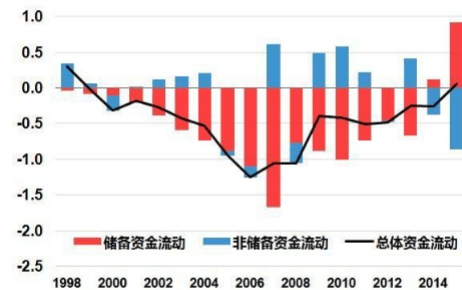
在危机爆发前的几年里，发达经济体作为一个整体接受了持续、大规模的净资本流入。与这些资本流入相对应的是发展中国家（特别是其中最大的经济体、正融入全球经济的中国）以及原材料出口国（它们受益于大宗商品价格的高涨）大规模、不断增加的资本流出。发展中经济体在此期间的资本流出主要体现为官方外汇储备积累。

自危机以来，这种资本流动格局朝反方向发展。发达经济体的企业和家庭减少了债务，导致投资减少、资本净流入下降。随着中国开始朝着促进国内消费的方向推进经济的再平衡调整，大宗商品出口国从大宗商品中获得的额外收入消失，从这些发展中经济体的流出的资本相应减少。资本倒流的减缓和最终逆转主要反映了官方外汇储备的变动。几年前，官方外汇储备开始出现总体下降。事实上，自2014年以来，发展中国家的私人资本净流入变为负值，正如基金组织早先[研究](#)所记录的，但随着中央银行反向调整其国外资产头寸而被官方资本流入抵消。

#### 有起有落

最近，发展中国家的私人资本流出被官方资本流入所抵消。

（占世界GDP的百分比）



来源：基金组织《资金流动分析》、基金组织《世界经济展望》以及基金组织工作人员的计算。  
注：本图基于140个国家的面板数据。负值表示资本流出，即发展中经济体积累对发达经济体的储备或非储备债权。

国际货币基金组织

## 储蓄和投资的作用

危机前的资本倒流主要反映了与储蓄有关的因素，并没有阻止发达经济体投资下降或发展中经济体投资扩大（相对于全球国内生产总值而言）这一趋势。发达经济体的投资占 GDP 比重下降，但储蓄的大幅减少导致对外逆差扩大。相反，发展中经济体的投资强劲增长，尽管其资本外流加剧。这不足为奇，因为这些经济体的资本存量普遍较低。但储蓄的大幅上升超过了投资的强劲增长。中国强调出口导向而忽视消费，以及由此导致的大宗商品价格上涨，在一定程度上造成了这种状况。

危机之后，富裕国家与贫穷国家之间的投资和储蓄趋势继续分化。在发达经济体，经常账户差额随着投资下降而改善。与此同时，在发展中国家，经常账户差额减弱，反映出投资增长相对较快。发展中国家的投资增速虽然大大低于危机前水平，但却快于储蓄的增长。因此，最近的全球储蓄净流动为发展中国家扩大投资提供了支持。

## 前景和政策

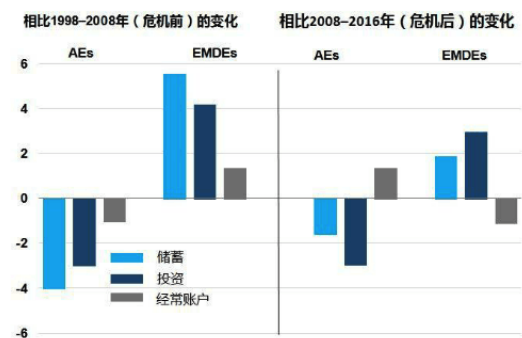
资本从发达经济体大规模流向发展中经济体的“向下”流动趋势在近期不太可能持续下去。一方面，发展中国家的私人资本净流入最近变为负值。诚然，这些经济体更为强劲的增长和基础设施需求，以及较富裕经济体人口老龄化等结构性变化，可能推动资本向“正确”方向流动。然而，随着发达经济体收紧货币政策（美国总统大选之后，对美国实施更为扩张性财政政策的预期增强，所以货币政策的收紧看来已变得更有可能发生），资本可能再次回流到发达经济体。全球仍然面临巨大的不确定性，尤其是因为保护主义风险上升，这主要会影响发展中经济体。

获取资本流入的好处仍然是发展中经济体面临的主要挑战。一般来说，为应对这一挑战，需要进一步加强政策框架，以降低潜在资本流动逆转的风险。虽然汇率灵活性有助于提供缓冲，但有时可能需要采用其他工具来维持有序的市场状况。此外，正如[早先的研究](#)指出的，健全的制度和政策框架至关重要，包括运作完善的国内和国际金融市场，使储蓄资金能够有效地为投资所利用。

### 分析差额

最近的全球储蓄净流动为发展中国家的投资提供了支持。

（占世界GDP的百分比）



来源：基金组织《世界经济展望》以及基金组织工作人员的计算。

注：2016年的数据是截至2017年1月的预测。发达经济体（AEs）与新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的划分依据基金组织最新一期《世界经济展望》。储蓄的变化包括小幅差异，目的是使经常账户与储蓄投资之差相匹配。差异的处理不影响总体结果。

\*\*\*\*\*



**Emine Boz** 是国际货币基金组织研究部高级经济学家，《国际货币基金组织经济评论》的联合编辑。她于 2006 年加入基金组织。她的工作主要侧重于国际资本流动、金融危机、新兴市场和主权债务。她在《货币经济学杂志》、《国际经济学杂志》、《货币、信贷和银行业杂志》以及《国际货币基金组织经济评论》等学术期刊上发表了若干学术文章。**Boz** 女士从马里兰大学获得博士学位。



**Luis Cubeddu** 是国际货币基金组织研究部开放经济处处长，领导基金组织对外部门协调小组的工作。在担任现职之前，他研究新兴市场问题，并参与基金组织几项大型规划的工作。**Cubeddu** 先生从宾夕法尼亚大学获得经济学博士学位，曾任西班牙巴塞罗那庞培法布拉大学助理教授。



**Maurice Obstfeld** 是国际货币基金组织经济顾问兼研究部主任，目前从加州大学伯克利分校休假。他是伯克利分校 1958 届经济学教授，曾担任该校经济系主任（1998-2001 年）。在 1991 年前往伯克利分校担任教授之前，他曾正式任教于哥伦比亚大学（1979-1986 年）和宾夕法尼亚大学（1986—1989 年），并在哈佛大学担任客座教授（1989-1990 年）。他就读于宾夕法尼亚大学（1973 年获学士学位）和剑桥大学国王学院（1975 年获硕士学位），并于 1979 年在麻省理工大学获得经济学博士学位。

2014 年 7 月到 2015 年 8 月，奥伯斯费尔德博士担任奥巴马总统经济顾问委员会成员，在此之前曾担任日本银行金融研究所名誉顾问（2002-2014 年）。他还是计量经济学会和美国艺术和科学院成员。奥伯斯费尔德博士获得的荣誉包括蒂尔堡大学特亚林·科普曼斯资产奖、Rajk Laszlo 高等研究学院（布达佩斯）约翰·冯·诺伊曼奖和德国基尔世界经济研究所的伯恩哈德·哈姆斯奖。他还发表了许多著名演讲，包括美国经济协会的年度理查·伊利演讲、印度储备银行的 L.K.Jha 纪念演讲和普林斯顿大学的弗兰克·格雷厄姆纪念演讲。他还曾在美国经济协会执行委员会工作，并担任该协会副主席。此外他还在基金组织和全球多家中央银行从事咨询和教学工作。

奥伯斯费尔德博士还是两本主要国际经济学教科书的联合作者——《国际经济学》（第 10 版，2014 年与 Paul Krugman 和 Marc Melitz 合著）和《国际宏观经济学基础》（1996 年与 Kenneth Rogoff 合著）。他还著有 100 多篇关于汇率、国际金融危机、全球资本市场和货币政策的研究文章