

市场预期对国际资本流动的影响探讨

刘天祥

一、研究的意义

进入20世纪90年代以来,随着世界经济一体化、贸易集团化、金融国际化和区域性合作的进一步发展,金融创新和金融衍生工具的出现和广泛应用,各国逐步放松对资本管制和浮动汇率制,国际资本流动的速度和规模更加庞大。

从资本追逐利益的本质来看,国际资本流动是为了实现资本收益最大化,这种行为其实是与市场预期直接联系的。影响国际资本预期收益的因素是多方面的,如宏观经济状况、微观经济结构、经济管理体制、资本市场运行情况等等,但是可以肯定的是在众多因素之中资本市场上体现的市场预期是影响国际资本流动的最主要因素。这首先是因为资本市场的波动是一国宏观经济状况以及未来发展趋势的真实反映,资本市场的预期也是一种综合预期的体现;其次是因为资本市场对社会和经济的各种变化的反映是最敏感和迅速的,资本市场的预期将在最短时间内体现出这些变化,投资者据此迅速调整自己的投资策略。基于此,研究市场预期对国际资本流动的影响,无论对于更好的吸引和利用外资还是对于防范金融风险都具有非常重要的理论和实践意义。

二、市场预期对资本流动影响的具体分析

市场预期对资本流动的影响是多方面的,本文仅从对资本流动规模、资本流动方向、资本流动结构和资本流动速度的影响这四个方面来展开具体分析:

(一)市场预期对资本流动规模的影响

国际资本从投资期限上可以分为长期资本和短期资本,这两种资本关注的是资本市场的市场预期的不同方面,对市场预期的反应也不尽相同。

1、长期平稳的市场预期使长期资本流动规模基本稳定。

国际长期资本追逐的是长期内的较高水平并且平稳的投资收益,它们与当期预期没有直接关系,它们更看重的是一个国家中的企业或行业未来几年、十几年的预期收益是否令人满意。于是,资本市场上的同类企业未来的市场预期就成为国际长期资本投资者的判断基础。如果同类企业在资本市场的预期较好,代表同行业的其他企业未来的预期也会很好,国际长期资本就会加大流入的力度,流动规模增大。在国际长期资本中,FDI是最主要的投资方式,并且体现了长期资本的所有特点。从新兴市场国家的实证分析来看(见图1),FDI净流入规模从90年代开始大幅度增长,1999年净FDI流入是1986年的16.6倍,是1990年的8.5倍;97年亚洲金融危机后虽然有所下降,但下降的幅度很小,主要是因为这些国家的资本市场中某些企业的表现给国际长期资本投资者提供了一个良好的长期平稳的市场预期,但是这种良好的预期到1997年东亚金融危机爆发时有了改变,许多投资者开始修正自己对新兴市场国家经济发展的预期,结果就是从2000年开始,FDI净流入开始减少,从减少的规模上看,FDI减少的幅度十分有限,这则说明了投资者对新兴市场国家资本市场的恢复仍有较好的预期。

2、短期不稳定的市场预期使短期资本流动规模在近十年波动剧烈。

与国际长期资本不同,短期资本追求的是短期而高效的投资收益,而资本市场流动性强的特点决定了它是短期资本最理想的投资场所。一旦短期资本预期一国的资本市场上某种资产有利可图时,它就会迅速而大量的进入该市场,资本流动规模迅速增大。此时,国际投机资本常常会发动攻

击，开始大量抛售，资本向外回流，这使得市场预期开始转向，进而促使抛售行为加剧，导致资本流动规模波动剧烈。从新兴市场国际资本流动中的证券投资的流动情况可以看出（见图1），市场预期的不稳定使得证券投资的绝对数量在总体上升的趋势下，在近十年波动十分剧烈。最明显的是东亚金融危机后的1998年，净证券投资流入量仅为3亿美元，而1994年曾高达1050亿美元。显然，东亚金融危机摧毁了短期投资者的市场信心，大量国际投资者抛售股票和债券，短期资本大量地从这些国家流出。这表明，短期资本的剧烈波动的背后一定伴随着市场预期的剧烈变化。

（二）市场预期对资本流动方向的影响

资本流动方向主要指的是国际资本在一国的流入与流出。如前所述，无论长期、短期的国际资本，良好的资本市场预期都会使国际资本向该国流入，反之，则不会流入。在图1中可以看出，90年代初投资者对市场预期较好时，长期资本和短期资本在新兴市场国家的流动方向都是流入，但预期开始转向不利时，长期资本和短期资本产生了不同的表现：长期资本流动的流向基本不会发生大的变化，而短期资本则可能会发生资本流动的逆转。这是由于公众投资者的信息的不完全而导致的“羊群效应”，使得不利预期极有可能发展成为心理恐慌，短期资本为了回避风险就会地大量流出。在资本流动统计数据中就表现为净流入量的急剧变化，因为净流入量是资本流动流出的综合体现，净流入量大幅度下降，必然代表着资本大量的流出。图1给出了新兴市场资本流动的实际情况，从中可以看出，从1986年以来新兴市场的净直接投资稳定增长，1994年后净证券投资出现波动，1997年后以证券投资流动方向与总的资本流动方向基本一致，已经成为主导资本流动方向的主要力量。从1996年开始净证券投资和资本净流入急剧下降（图中阴影部分）；其次，东南亚金融危机爆发时，前期流入的短期资本几乎全部流出，流动方向瞬间改变。例如，马来西亚的短期资本流从1996年的41亿美元净流入变成1997年的40亿美元净流出和1998年的55亿美元净流出。在这些变化的背后，市场预期无疑都在起着巨大的推动作用。

（三）市场预期对资本流动结构的影响

市场预期在影响资本流动规模、方向的同时，也影响着资本流动的结构。这里的结构主要指FDI、证券投资、债务占总资本流动的比重。在FDI基本呈稳定趋势的情况下，资本流动结构更多地受证券投资的影响。当资本市场预期股票等有价证券价格上涨时，国际资本就会更多地以证券投资的形式进入、证券投资的比重提高；反之，国际资本就会抛售股票等有价证券，从该国流出，证券投资比重降低。同时，由于资本市场预期的不稳定性，资本流动结构也同样不稳定，特别是在新兴市场国家的资本流动中，这种不稳定性表现的尤其明显。从图2可以看出，与证券投资绝对数相比，净证券投资比重的波动更加剧烈，而且这种波动不是在近十年才出现的，在大部分时间内持续发生了这种大幅度震荡，东南亚金融危机爆发以后的1998年证券投资比重几乎降至零点。显然，这种频繁的波动与市场预期的不稳定是紧密相关的。虽然这种相关性的分析同上面的分析类似，但是对资本流动结构的关注，将更有助于我们明确证券投资在资本流动中的地位和在一国金融体系的影响。

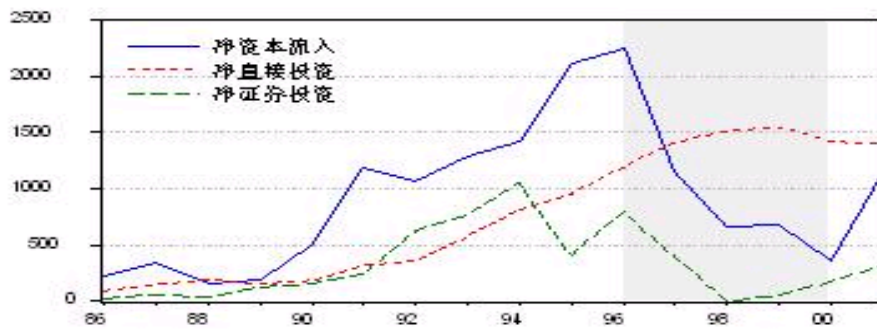
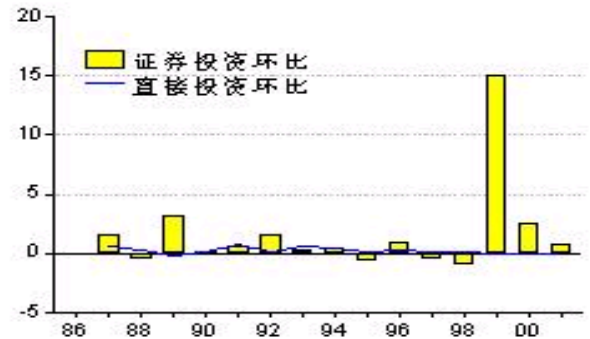
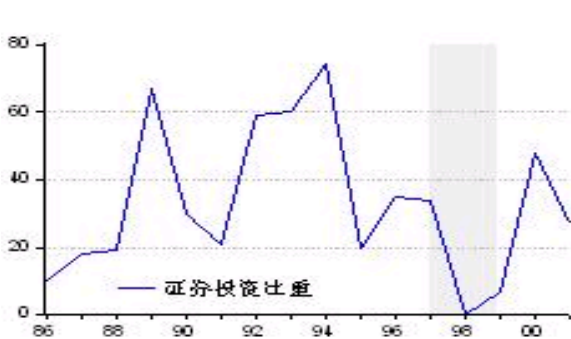


图 1. 新兴国家资本流动状况



资料来源：1986-1991年的数据见IMF《世界经济展望》数据库，1992-2001年数据见IMF《世界经济展望》（2000年10月），转引自梅新育著：《国际游资的发展与国际金融体系演变》第113页。

注：1. 新兴市场包括发展中国家、转型经济国家、韩国、新加坡、中国台湾、以色列。

（四）市场预期对资本流动速度的影响

同前面的分析类似，不稳定的市场预期是短期资本流入和流出的增长速度波动远远大于长期资本的基本因素之一。我们可以从在新兴市场国家资本流动速度的比较来得出同样的结论，长期资本流动的增长速度基本上是不变的，而且绝对值很小；而短期资本流动的增长速度则出现了较大的起伏，增长速度的绝对值也比长期资本流动大得多。如图3所示，1997年的金融危机导致当年的证券投资减少了391亿美元，减少的环比速度达到了99%；而1998年和1999年的资本流入增长速度则分别达到了1500%和260%，这种变化速度是长期资本流动所不可能达到的，也更容易给一国的金融体系带来风险。在亚洲，印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国1996年的资本流入和1997年的资本流出之间的总逆差达到了850亿美元，再次让我们认识到短期资本流动速度之快，而资本市场的市场预期正是这种高速运动的重要推动因素。过度乐观或悲观的市场预期常常导致短期资本在短时间内快速的进出某个国家或地区，这种流动速度对于原本脆弱的金融体系的打击将不可估量。

三、合理引导预期，调控国际资本流动

上述分析表明，市场预期很大程度上决定了国际资本流动的规模、方向、结构和速度，市场预期对国民经济的影响不仅表明预期与经济现实之间的客观联系，同时也表明对市场预期进行引导的必要性和可行性。国际

资本的超量汇集会使资本流入国的资本收益率下降，进而导致资本流动发生逆转，同时给短期资本提供了投机的机会。可以说，国际资本流动的主要影响因素是市场预期，可能结果是货币危机。另一方面，国际经验研究也表明，资本的超量汇集与突然逆转是现代金融危机爆发的特点，因此，由于经济主体掌握的信息存在差异，形成的预期会有所不同；就是掌握信息的时间不同，预期也不同。如果政府能在信息量、信息内容、信息传播时间和强度等方面从信息源头和信息传播过程进行必要的调控，就能对预期的形成产生直接或间接的影响，从而达到引导预期的目的。总之，政府决策应当充分考虑公众的预期及其对经济政策效应的影响，并根据情况的变化适时调整，以取得满意的效果。

（作者系湖南大学国际经济与贸易专业博士研究生，湖南商学院经济学系教授。研究方向：市场与流通）

相关链接

论社会主义社会基本矛盾理论的坚持与创新
市场预期对国际资本流动的影响探讨
我国个人所得税存在的问题及对策
对企业并购后文化整合模式的探讨
企业公民与企业价值最大化
改革农业推广制度的研究
精益建造的理论特点及其应用
马克思关于人的全面发展理论与和谐社会构建机制探讨

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心