



下半年跨境资本流动形势怎么走？



来源：轩言全球宏观

作者：谢亚轩 招商证券首席宏观分析师

核心观点：

目前市场对 2021 年下半年的全球跨境资本流动形势的预期相对谨慎，基准判断是认为美国经济复苏将相对快于欧元区和日本，最早 9 月就将看到美联储收缩货币政策的信号，促使美元走强，美债利率上升，从而引发国际资本从新兴经济体更大规模的外流。

与此预期不同，我持相对乐观的态度，认为下半年跨境资本流动将保持繁荣局面，虽有波折但不改变扩张趋势，主要的判断依据包括：

一是美联储的货币政策收缩将晚于市场预期，推动全球跨境资本流动总量进一步扩张；二是大宗商品价格仍将在高位运行，继续吸引跨境资本流入大宗商品生产国；三是美元的走弱与全球美元信用扩张之间形成正反馈关系。

图：未来美元走弱将与全球金融周期和信用扩张相互加强



资料来源：Wind，招商证券

以下为正文内容：

2021年7月16日美国财政部发布的月度国际资本流动报告（TIC）显示，2021年5月，海外投资者净增持647亿美元美国国债。至此，海外投资者持有的美债余额升至71350亿美元，创一年新高。从这一数据走势说开来，2021年上半年全球跨境资本流动形势如何，其背后的决定因素有哪些，全球跨境资本流动形势下半年会发生逆转吗？

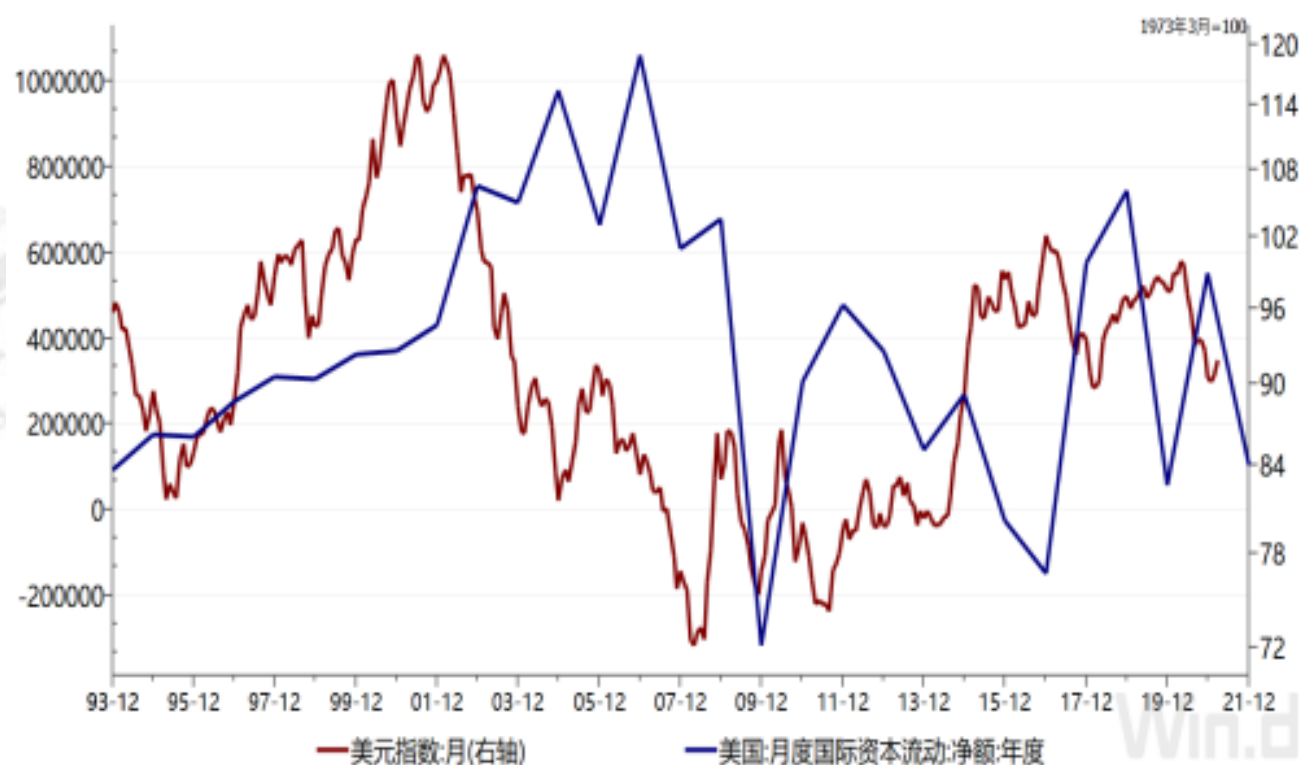
一、扩张与分化：2021年上半年全球跨境资本流动形势

尽管由于统计数据滞后的原因，我们尚不能够使用详实的国际收支数据来描述2021年上半年全球跨境资本流动的形势，但仍可从包括前文提

及的美国财政部月度国际资本流动数据等等高频统计指标勾勒出其四个主要特征：

一是 2021 年上半年全球跨境资本流动总量处于扩张状态。证据来自美国财政部月度国际资本流动净额，2021 年前 5 个月均保持较大规模的净流入。不同于市场流行的观点，认为美国的国际资本净流入就意味着其他经济体的跨境资本外流，我们观察历史数据发现，当全球跨境资本流动活跃度、总量扩张的时候，美国统计到的国际资本流动净额也呈稳定增加的趋势。这主要是由于美元是全球中心货币，所以当全球跨境资本流动总量扩张的时候，美元信用的创造会在全球范围内扩展，通俗一点讲就是美元信用的蛋糕越做越大，在流入美国的同时流入其他经济体的国际资本规模也在上升，而并非简单的此消彼长。这一总量扩张的趋势，从 2021 年前 5 个月各经济体所持有国际储备余额的不断攀升中也可以得到印证。

图 1：美国的国际资本流入与美元呈反向关系



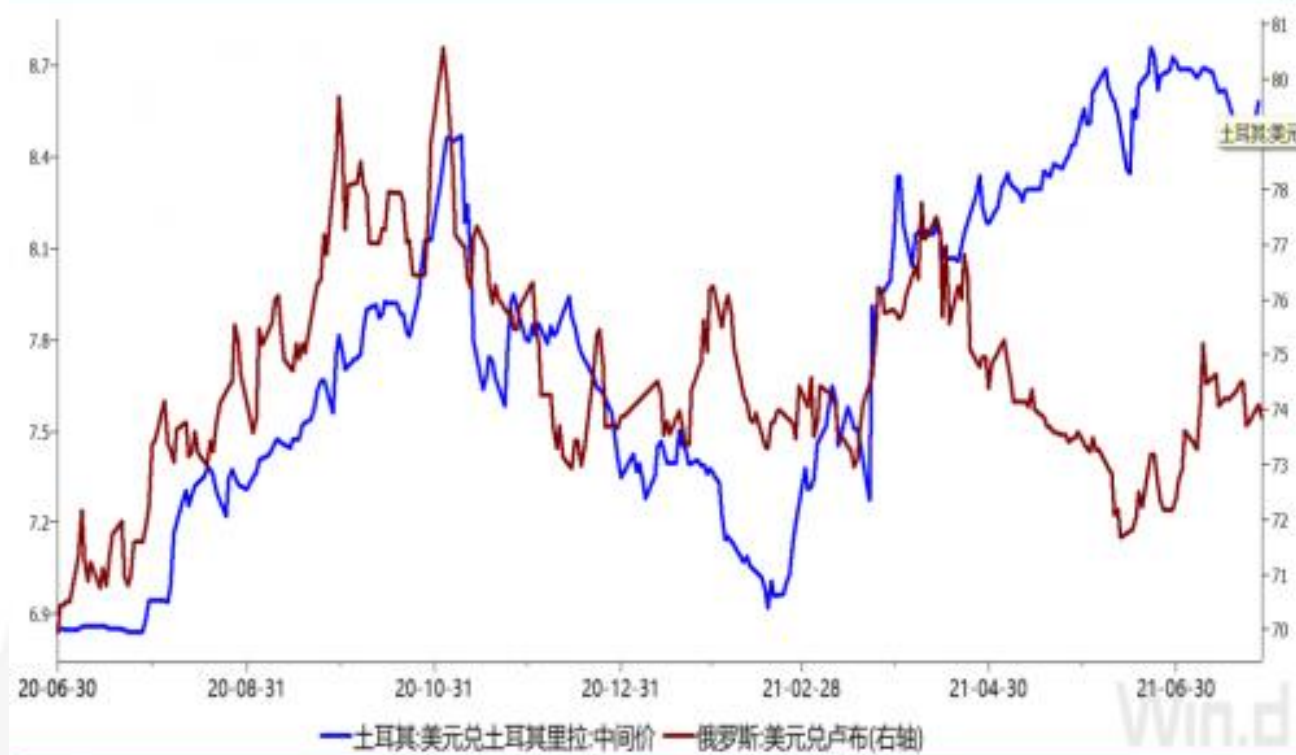
资料来源：Wind，招商证券

二是 2021 年上半年全球跨境资本流动的波动加剧。一般认为，代表全球风险因素的标普 500 波动率指数（VIX）与跨境资本流动的波动性正相关。2021 年上半年标普 500 波动率指数的均值为 20，低于全球资本流动异常波动的 2020 年的读数 29，但较之 2018 年的均值 17 和 2019 年的均值 15 均显著上升，显示 2021 年全球跨境资本流动的波动加剧。VIX 指数飙升的时间段主要是在 2021 年的 1 月末至 3 月中旬。同样，被国际清算银行认为可以衡量全球经济和金融不确定性的美元指数在 2021 年 1 月末处于低位的 90.2，但此后一路上升到 2021 年 3 月末的 93.3，同样显示这一阶段全球跨境资本流动形势相对比较动荡。

三是 2021 年上半年不同经济体的跨境资本流动形势出现分化。鉴于

2021 年上半年全球跨境资本流动的总量处于扩张状态，因而多数经济体在资本流动形势层面都是“优等生”。但其中也不乏个别表现欠佳者，比如土耳其。2021 年 3 月 19 日晚，土耳其总统埃尔多安出人意料地免除了仅上任 4 个月的土耳其央行行长 Naci Agbal 的职务。央行行长的职位由一直批评央行加息举措的 Sahap Kavcioglu 接任，这意味着土耳其央行有可能重新采取低利率政策，放弃控制通胀和拯救汇率。此举导致海外投资者丧失对土耳其政府和央行的信心，国际资本加速流出土耳其市场，使土耳其面临“股债汇三杀”的局面。土耳其的官方储备余额从 2 月末高点的 545.9 亿美元下降到 4 月末的 470.3 亿美元，下降 13.8%。

图 2：不同经济体之间的分化从 2021 年第二季度开始

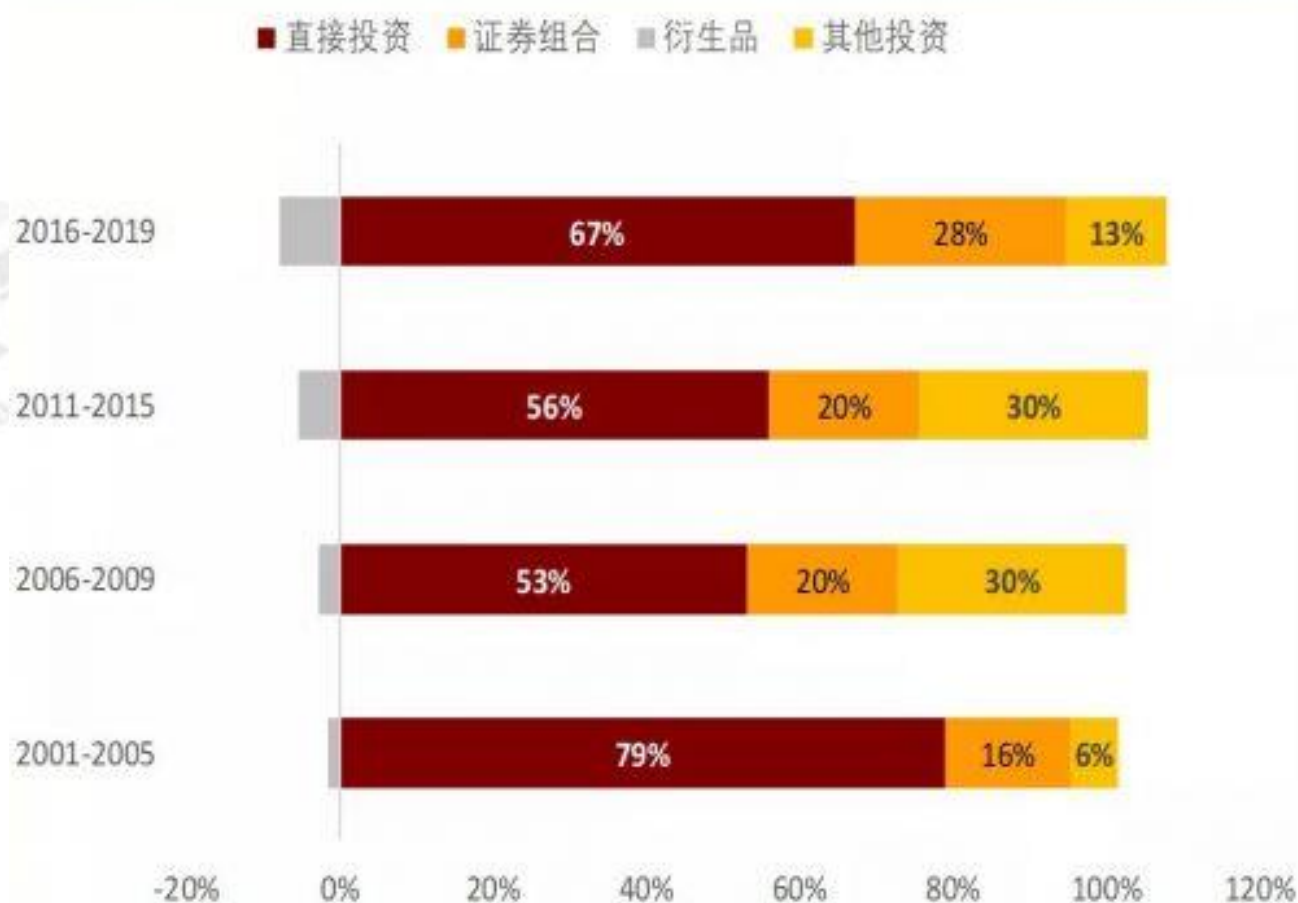


资料来源：Wind，招商证券

四是证券投资的重要性明显上升。过去 20 年，从全球范围看，证券

投资在跨境资本流动中的重要性逐步上升。2001 年至 2005 年，证券投资在金融项目中的占比为 16%，2006 年至 2015 年上升至 20%，2016 年至 2019 年进一步上升至 28%。2021 年以来，中国的情况也可以作为一个例证。尽管以中国为例有以偏概全之嫌，但由于中国的跨境资本流动规模大并且对疫情控制得当且经济回复常态的经济体具有代表性，因而可以作为典型。2021 年一季度，外商来华直接投资 976 亿美元，我国对外直接投资 219 亿美元，直接投资项下跨境资本流动规模达 1195 亿美元。同期，我国对外证券投资 717 亿美元，境外对我国证券投资 752 亿美元，证券项下跨境资本流动规模达 1469，证券项下跨境资本流动规模是直接投资项下跨境资本流动规模的 1.2 倍。可参考《疫情冲击以来中国国际收支形势的变化、原因和趋势展望》。

图 3：证券投资的重要性持续上升



资料来源：Wind，招商证券

二、决定当前全球跨境资本流动形势的四个因素

2021 年上半年，全球跨境资本流动的走势决定于以下经济基本面、宏观政策和金融因素：

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34299

