



解读资本流动的亚洲视角

Beyond FDI: Lessons from Asia

乔纳森·亚当斯-凯恩 克劳德·洛佩兹 雅各布·威廉

摘要：本文以亚洲作为研究对象，详细分析了该地区对外国投资者的吸引力，以及资本流入的构成。文章认为，外国直接投资和证券投资等资本流入对地区投融资至关重要，且取决于该地区金融一体化的发展程度。

关键词：资本流动 外国直接投资 证券投资 金融一体化

Abstract: The article assesses the attractiveness of Asian countries to foreign investors and provides a closer look at the composition of Asia's capital inflows. There is significant potential for capital flows, FDI and portfolio flows, to play a greater role in financing investment, but this will depend on financial integration of the region's peripheral markets.

Keywords: Capital Flows, Foreign Direct Investment, Portfolio Flows, Financial Integration

2016年，中国接任G20轮值主席国，提出“准备与所有成员一起努力构建一个创新、活动、联动、包容的世界经济”。其中一个关键议题便是促进“全球投资政策的合作与协调”。众所周知，投资对贸易和经济增长至关重要。联合国贸易和发展会议（简称贸发会议，UNCTAD）和经合组织（OECD）都曾指出20国集团2015年投资政策进一步放开了外国投资。

资本很重要，但经济发展光靠国内资本供应难免有限，常常需要依赖国际资本。直到最近，由于对一国生产性资产的直接投资比

乔纳森·亚当斯-凯恩（Jonathon Adams-Kane）系米尔肯研究院的研究经济学家，克劳德·洛佩兹（Claude Lopez）系米尔肯研究院的研究主管，雅各布·威廉（Jakob Wilhelmus）系米尔肯研究院的研究分析师。原文出自 <http://www.milkeninstitute.org/publications/view/818>。曾一已编译。



全球机会指数包括影响投资活动的经济、金融因素，也包括商业、法律和监管政策等支持和驱动投资的因素。

证券投资表现出更强的稳定性，监管层才开始对FDI（外国直接投资）青睐有加。但近期加强的证券投资流动（特别是流向新兴市场的机构投资）以及许多国家正面对的投资缺口又要求进行重新审视，即不能忽视市场化投资，这可能成为PPP（政府和社会资本合作）的一部分，以推动国际金融资源进一步的平均分配。对于那些谋求金融稳定的国家来说，多样化资本流动构成是一个需要仔细考量的问题。

对此，亚洲可作为一个研究对象。首先，亚洲2014年取代欧洲，成为FDI的主要目的地。其次，1997年金融危机后，一些亚洲国家主动采取资本管制等审慎政策工具。该地区对全球危机的抵御能力通常与以上监管措施相关。第三，该地区虽已达成众多贸易协议，但存在较高经济异质性，强调以金融一体化来维持和加强区域发展。Chang、Kaltani & Loayza（2009）研究表明，金融自由化往往会强化经济共同体，如东盟。最后，亚洲金融一体化和地区发展不管对亚洲还是全球都具有重要

意义。不久将来，作为增长最快的地区，亚洲可能不仅成为全球经济增长驱动，也或是未来诸多发达经济体的债权人。^①

全球机会指数：亚洲视角

全球机会指数包括影响投资活动的经济、金融因素，也包括商业、法律和监管政策等支持和驱动投资的因素。总体而言，全球机会指数跟踪一个国家在5类因素54个方面的表现，每一方面都反映了该国在该领域对投资者的吸引力。

经济基础（EF）表明一国在现有全球经济前景下的经济实力。评估主要侧重该国的宏观经济水平、贸易开放程度、劳动力质量与结构以及现代基础设施。

金融服务（FS）通过金融基础设施及获取信贷渠道等指标来衡量一国金融服务的规模和渠道。

商业成本（BP）衡量商业运行相关的显性及隐性成本，包括税务负担和透明度等。

制度框架（IF）衡量一国为企业运行提供支持的程度。

国际标准与政策（ISP）反映一国制度、政策和法律体系遵行国际标准的程度。

综合指数值是上述五类值的平均数。每一个变量赋值从0至10，被赋予相同的权重并进行加总，从而得到每一个

① Karolyi 等（2015）认为过去的 FDI 模式和贸易协议影响着新兴市场当前国际投资构成。



类别的数值。最大值为10（表明投资环境最佳），最小值为0（表明投资环境最差）。指数涵盖了136个国家和地区。^①

从亚太地区2016年全球机会指数中，可以得知以下几个重要信息：

●总体而言，该地区各国表现的差异与世界其他地区国家的情况相似，证实了该地区差异化的特征。中国香港、新西兰、澳大利亚和新加坡排名全球前10，本地区25个国家中有10个国家排在全球机会指数的前50名。

●总体而言，该地区比世界其他区域表现更好，尤其在商业成本方面。

●两个相对落后的因素是国际标准与政策和金融服务。

亚洲资本流入的构成

资本流入^②广义上包括所有增加非居民对东道国金融债权的交易。资本流入形式众多，根据经济活动和外国投资者类型可分为三类：FDI、证券投资和银行资金

流入^③。

亚太地区在全球资本流入中的份额迅速增长，增长集中在FDI和银行资金流入。2014年、2015年，该地区超过欧元区成为世界接受FDI最多的地区。然而，出现这种情况主要是因为2013—2014年，流向欧元区的FDI规模急剧下降。在此期间，亚洲地区FDI资金流入增速实际上比较平稳、温和，一些国家甚至出现下降的现象。^④

近年来，中国在保持经济增长、应对人口老龄化挑战时面临着诸多结构化难题，日本经济则长期持续下滑。投资者注意力开始转向亚太地区其他一些中小国家。这些国家能否维持亚太地区作为全球首选投资目的地的地位，将在很大程度上取决于它们能否实现区域金融一体化的能力。

如果从整体总量上看亚太地区资本流入构成，可以发现证券投资仍旧是日本占比最高；2002—2006年是53%，2010—

①由于数据可得性，2016年版本覆盖了123个国家和地区。

②如，外国企业通过FDI获得东道国企业所有权权益，或非居民购买东道国企业（或政府）所发行债券。相对地，资本流出是指那些引起居民对非居民金融债权变化的交易。如，居民从非居民手中获得外国企业的直接股份，或居民从非居民那购买外国股票。

③FDI流入主要衡量增加非居民对东道国企业直接股权（存在控制权益，通常定义为所占股份超过10%）的交易（扣除撤资部分）；其中包括留存收益，以及非居民母公司对其海外子公司的贷款（扣除偿还部分）。证券投资流入包括非居民从居民购买居民机构发行的股票、债券（扣除非居民回售给居民的这部分证券）。银行资金流入包括未纳入FDI和证券投资的其他资本流入，包括非居民（主要为外国银行）的贷款净额、非居民在东道国银行的存款、东道国企业的贸易信贷及其他对非居民的应付账款。

④欧元区FDI流入从2013年的1.25万亿美元下降至2014年的0.47万亿美元，下降主要归因为卢森堡和荷兰；与此同时，东亚-太平洋地区的FDI流入从0.585万亿美元上升至0.606万亿美元（计算基于IMF全球金融数据）。流向卢森堡和荷兰的大部分FDI都是特殊目的实体，并最终流向其他地区的生产活动。



FDI通常是最稳定的资本流入形式，而银行资金最不稳定（高度顺周期，且对外部冲击很敏感），证券投资则居于两者之间。

2014年则是42%。而尽管过去二十年中，紧跟经济增长趋势，流入亚洲地区的三种类型资本规模都大幅增长，但证券投资在其中仍显相对落后。流入该地区证券投资总量远远少于FDI或银行资金。

此外，不同类型的资本流入特征也不尽相同。FDI通常是最稳定的资本流入形式，而银行资金最不稳定（高度顺周期，且对外部冲击很敏感），证券投资则居于两者之间。鉴于该地区经济发展高度依赖银行体系，提高证券投资规模并不一定会加大该地区资本流入的波动性（深化资本市场可能带来更稳定的证券投资流入）。

亚洲FDI构成

FDI流入可分为三类：并购和绿地投资^①；通过留存收益增加股权；来自外国母公司（或姐妹公司）的贷款。其中，并购和绿地投资是最常见最直接的FDI形式，即非居民购买（控制权益）或建立公司。国际收支数据（IMF全球金融数据）

显示，并购和绿地投资是亚太地区FDI的主要形式，2005—2014年占比达54%（同期全球该比例为56%）。

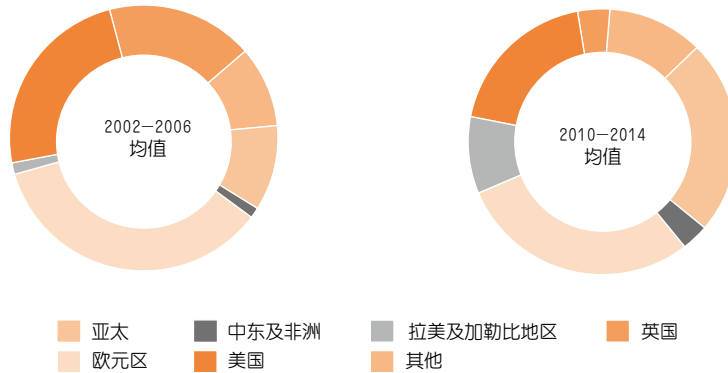
外国投资者也可通过留存收益来增加所持公司股权，该形式FDI在亚洲也很重要，2005—2014年占比为24%（同期全球该比例为18%）。它可能包括再投资，或被公司当作现金或金融资产持有，或用来偿还债务。严格来说，其中部分流入可被计入并购和绿地投资，这些资金运用发挥着更大作用。该形式FDI运用相对灵活，在不同国家或同一国家不同时期，表现出相当大的差异。2005—2014年，留存收益平均占中国香港FDI的80%，韩国、泰国分别的占比是65%、57%；该地区其他国家，这部分FDI并不显著。

最后，2005—2014年，集团内部贷款占该区域FDI的14%（同期全球该比例为21%）。该类投资流入在不同区域内部差异极大，蒙古国是37%，菲律宾是36%，马来西亚是49%^②。但在大多数其他亚洲国家，这一比例虽说也很重要但明显更小，通常为5%—20%。

虽然大多数外国直接投资者都是相关行业（与目标企业呈横向关系或垂直关系）的跨国企业，但私募（PE）、风投

^①Greenfield investment，即创建投资，是指跨国公司等投资主体在东道国境内依照东道国法律设置的部分或全部资产所有权归外国投资者所有的企业。

^②数据考虑了还款；早些年该比例一度达到了100%，原因可能在于某些资本管制。



数据来源：IMF 国际金融数据；作者整理。
注：区域划分依据世界银行，同时严格考虑数据可获得性。

图 1 全球资本流动：按目的地

(VC)机构也已经成为另一资金来源。主权财富基金（如新加坡淡马锡控股）是亚洲地区的早期投资者，投资于当地VC机构，并为外国VC机构的进入创造条件。PE、VC和主权财富基金未来可能将在亚洲地区FDI中发挥越来越大的作用。目前，他们主要专注于利基市场，例如投资于湄公河三角洲地区的前沿市场，以及亚洲相对发达经济体（主要是新加坡和马来西亚）的IT、健康和生物技术行业。

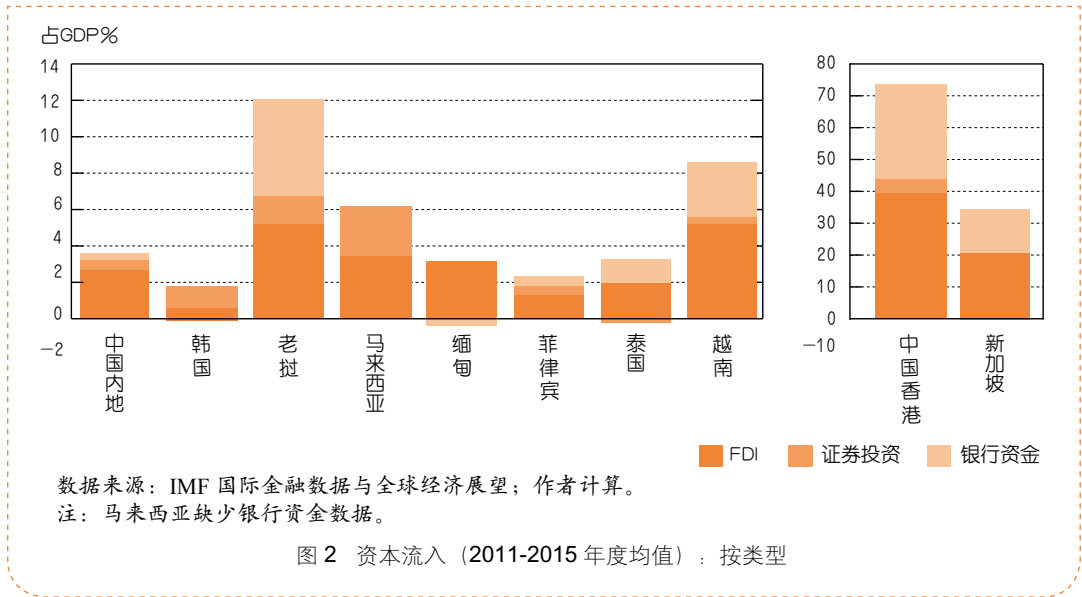
不管是全球价值链的构建与重组，还是面向当地消费者需求发展商业（收入提升、信贷供给扩大），亚洲国家FDI都具有很大增长空间。东亚和东南亚国家间的区域内FDI总量大，很大程度是由于中国内地与中国香港间的资本流动（IMF，

2015）。若不考虑此因素，仅看东南亚那些中小规模经济体之间的FDI，可以发现，区域内投资大部分发生在少数国家，尤其是新加坡和马来西亚，可谓主导了东盟国家间的企业并购。

总之，东亚和东南亚国家通过各种渠道，在吸引FDI方面取得了广泛成功。各国在FDI主要形式与投资者类型存在高度异质性，这表明并无吸引投资的“一刀切”政策。同时，区域内FDI尤其分布不均匀，因此也就凸显了其未来对推动东南亚投资发展方面的巨大潜力，但这还将取决于该地区金融一体化对周边市场的扩张程度。

证券投资流入的异质性

在经济发展水平和金融市场结构上，



亚洲国家各不相同，存在高度差异。但是，目前对区域资本流入的任何测量都掩盖了这种异质性，不管是在规模还是结构上。可能违反直觉的是，数据显示，作为金融中心的中国香港和新加坡吸引的证券投资极少（资本流入占比）。整个亚洲地区，证券投资占资本流入的比例都较低。

在中国内地、中国香港和新加坡，资本市场发展成熟且起重要作用；股票市场资本充裕，且债券市场（公司债、政府债等）规模可观^①。然而，相对于FDI和银行资金流入，其证券投资流入规模较小。对

中国内地来说，FDI流入占主导地位；对中国香港和新加坡两地而言，银行资金和FDI流入规模相对于证券投资都较大。但值得注意的是，若就中国香港的经济规模而言，其证券投资流入量是很充裕的。

韩国和马来西亚的资本市场也很发达，但与上一段不同，这两个国家的证券投资占比很大。^②泰国大致遵循相似模式，只是其资本市场相对于GDP更小。

相对经济体量，印度尼西亚和菲律宾的股票、公共债券市场规模还是相当大的（菲律宾的情况比印度尼西亚更突出），

①虽然在中国香港和新加坡，债券市场显著小于股票市场。

②由于数据可得性，马来西亚资本流入构成的相关数据主要基于2002—2009年。



通过分析证券投资的股权和债券部分，亚太地区的债券占证券投资流入的比例均为64%（2001—2015年），东盟国家的是73%。而债券部分流入很大比例是由主权债券构成。

但公司债券市场极不发达（近期发行量有所上升）。印度情况类似。

柬埔寨、老挝、缅甸和越南的证券投资流入则极少。相对地，它们的资本市场发展相当不足，尽管越南股票市场确实有所增长。蒙古国和大多数中亚、南亚国家都属于这一群体。

通过分析证券投资的股权和债券部分，亚太地区的债券占证券投资流入的比例均为64%（2001—2015年），东盟国家的是73%。而债券部分流入很大比例是由主权债券构成。^①

正如亚洲国家高度异质的证券投资流入规模与结构，其证券投资流出也是高度异质的。为进一步了解亚洲在全球资本市场中扮演的角色，下面关注资产端。

亚洲的资产配置

在亚洲，新加坡和中国香港是金融中心，而其他许多国家的资本市场却仍处于

发展阶段。身处全球化世界，亚洲所面临的主要难题之一就是如何应对自由资本流动以及保护国内经济免受资本流动突然转向的影响。有关最近亚洲资本流入（出）的增长常常被提及，且关注着亚洲国家持有的证券。IMF的证券投资调查（CPIS）数据记录了一国私人证券投资存量（收购与处置净额）。^②除中国香港和新加坡，亚洲大多数地区实际持有量仍然相当低，这主要是由于资本流出量变大算是一个新现象。

此外，证券持有量可以为亚洲地区乃至全球近期发展和区域内联动关系提供部分视角。金融危机后，政策制定者和监管机构意识到有必要进一步了解国际金融市场和获取更多更细分的数据。特别是对个别国家，必须要了解其具体资产配置而不仅仅是存量规模，如资产类别、到期时间等。分析部分东盟国家（经济规模较大）所持证券，可以得出一些关键点：

总持有量随着资本流出和流入的增加而变动，且自金融危机以来已翻番。

区域内证券持有量持续增长。

中国香港和新加坡高度融入全球金融体系，并在该地区资本流动中发挥关键作用。两者所持证券额分别为1.4万亿美元和

^①Alfaro, Kalemli-Ozcan & Volosovych (2014)对大多数发展中国家净资本流入的私人、公共组成部分进行了详细分类和分析。

^②Mesny (2006)。



新加坡的资产配置则更多元化。持有资产大多仍是在美国，为2 700亿美元；近年来增长主要来自股票和长期债券（多为政府债券）。

9 650亿美元。中国香港在中国内地资本流入和流出中扮演着特殊角色：2015年，其所持中国证券总额超过了4 000亿美元，是危机前的两倍多。第二位在离岸中心，主要是开曼群岛（3 620亿美元中的3 430亿美元）。^①大多数是以投资基金的形式，部分用于海外并购。

新加坡的资产配置则更多元化。持有资产大多仍是在美国，为2 700亿美元；近年来增长主要来自股票和长期债券（多为政府债券）。第二位的仍是离岸中心，从不到200亿美元增长至2008年的2 000多亿美元。

外国资金流动

从投资者的角度来看，分散风险和增加收益是进行国际化投资的主要动机，尤其是面对当前的低利率时期。数据显示，美国资金在一些东南亚国家的流动（对不同国家投资或撤资）呈现出高度相关性，显示了投资者在搜集特定国家风险相关信

息方面的困难。

这种相关性尤其显著表现在债券上，也表明投资者的资金流动并非受特定国家宏观经济发展的驱动，而是主要由对全球、该地区的总体认识所主导的。因此，当感知到全球市场的某种变化时，外国资金在债券上的表现往往呈现一致性。^②不过，作为东南亚地区的一个例外，新加坡的金融市场比东盟其他国家更大且更复杂，其资金流动变化也与其邻国不相一致。

股票市场又是另外一回事，毕竟股权代表着对公司剩余价值的直接所有权，并且更多依赖于公司和经济的情况。然而，印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国这组国家间仍存在高度相关性。也就是说，虽然股票市场的首要驱动因素在于对企业绩效的期望预计，但也部分取决于一些共同因素，如商业周期或经济发展的重叠。^③但新加坡和越南的情况却不同，虽然仍受地区因素影响，但更加独立于前面所提到的四个国家。其中原因或许主要在于市场结构的差异，新加坡作为金融中心，提供着与众不同的投资环境和全面完善的金融服务；越南市场则小得多，国内企业总市值不到800亿美元。

决策者常常认为在一国发展国内资本

①近一半集中在美国和离岸中心，后者多扮演中介角色。

②详见Forbes等(2016) or Chantapacdepong & Shim (2014).

③详见Froot, O'Connell & Seasholes (2001).



市场和开放全球资本流动的进程中，证券投资流动变数太大且顺周期。因此，许多发展中国家（特别在亚洲）会使用资本管控来限制证券投资流动。从股权流动和债券流动的数据来看，股权确实比债券更为波动，但也显示出明显的聚类性和短期变动趋势；而债券净流量同一趋势可持续3年以上。因此，发展中国家的问题并不在于波动程度，而是对某些资金敞口过大从而引致财务危机。

市场深度与金融一体化

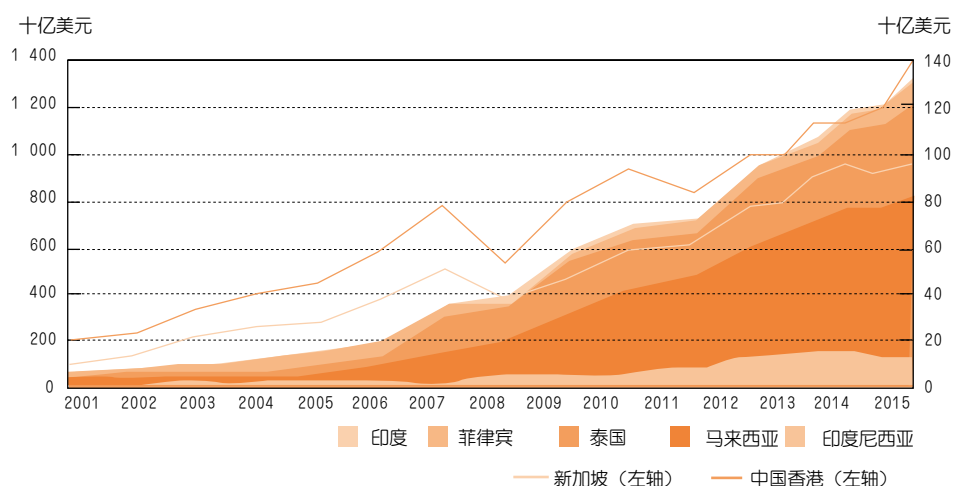
2016年GOI数据显示，亚洲地区整体在吸引外资的表现上都相当亮眼。许多国家都执行着“FDI友好型”政策，结果也是FDI构成了总资本流入的大部分。证券

投资流动则存在更大差异。虽然FDI因其相对稳定性，经常被认为是理想的资本流入形式，但也不要忽视那些旨在吸引其他形式资本流入的政策潜在效果，特别是通过深化资本市场来吸引证券投资。

亚洲资本市场一体化的可能性

证券投资尤为适合大企业或项目，相比FDI交易或贷款更广泛的投资者群体，且相对更高流动性的资产意味着融资成本更低。例如，债券收益率通常低于贷款利率。证券投资可能成为大型PPP基础建设项目融资的最有效方式，而在亚洲，基础设施是主要投资需求领域（亚洲开发银行和亚洲开发银行研究所，2009年；Ding、Lam & Peiris，2014）。

与FDI、甚至贷款相比，证券投资吸



数据来源：IMF Coordinated Portfolio Investment Survey

图3 亚洲证券持有量



对于东南亚中小型新兴市场经济体而言，规模可能成为金融市场深化发展的一个结构性限制。因此，对于这些国家，推动地区金融一体化将是深化市场和吸引长期机构型外国投资者的关键。

引着相对被动的投资者。这包括大型机构投资者（如主权财富和养老基金，但迄今为止只涉足FDI外国直接投资），他们在地区资本市场中扮演着重要角色。故该地区资本市场发展不足部分归因为，立场坚定的长期机构投资者（可为市场贡献所需深度与稳定度）的缺席。^①

数据显示，债券市场越深化（以外国投资者占比来衡量），投资者收益流越稳定。不过，因果关系也可以从另一个方面加以理解：市场稳定吸引着投资者，深化市场，从而改善流动性与稳定性。对于东南亚中小型新兴市场经济体而言，规模可能成为金融市场深化发展的一个结构性限制。因此，对于这些国家，推动地区金融一体化将是深化市场和吸引长期机构型外

国投资者的关键。而新加坡作为东盟的一部分，意味着加深一体化也就是链入一个本已连接全球的成熟金融中心。

为促进地区金融一体化，东南亚已经作出了一些政策努力，如东盟经济共同体蓝图、东盟+3、东盟银行一体化框架和清迈倡议。但客观评价，一体化仍旧是在进行时阶段，进程还将持续。^②与此前相比，东南亚现在似乎为地区一体化作好准备了。究其原因，既包括近期区域内欠发达国家经济的快速增长与高收入国家的缓慢增长；也包括各异的人口情况下，储蓄从老龄化国家流入至年轻化国家的可能性；以及金融市场监管的地区最佳实践（强监管）。^③西方一系列国际金融监管改革刺激亚洲市场把目光转向内部。

金融一体化的风险与阻碍

公司债务与货币错配

1997年亚洲金融危机前的那段时间，亚洲地区国际投资头寸中资产与负债的货币错配情况步步显露。最终，货币错配被证明是面对资本流动冲击时系统脆弱的一个关键原因，从而危及金融和经济稳定。有了前车之鉴，各国开始推动本币债券市场发展，且

①在债券市场，另一阻碍市场深化的因素是稳健财政政策下政府债券发行不足（Eichengreen & Luengnaruemitchai, 2006）。

②Pongsaparn & Unterberdoerster (2011)对亚洲金融一体化进行了历史回顾与研究；IMF (2015) 则对亚洲金融一体化近期趋势进行了相关研究。

③人口与资本流动的相互作用可见Higgins (1998), Domeij & Flodén (2006), World Bank (2013)。



积蓄外汇储备以应对外部冲击。

接下来的十年中，许多亚洲国家积累起大量储备，一些债券市场也发展起来。但随着货币错配现象渐行渐远，政策努力也在失去其紧迫感和必要性。个别国家的货币错配不仅没有减少反而增加了，外币资产超过外币负债，也就是说，本币贬值会强化其外部资产负债表。^①亚洲国家算是经受住了2008年全球金融危机，部分多亏了积累的储备金。^②Gourinchas、Rey & Truemptler (2012) 表明，监管质量可能在增强危机抵御能力方面（资产负债表）发挥了作用；危机期间，监管质量更高的国家的国际投资头寸往往资产估值损失更小。

然而，危机后几年，货币错配现象重新抬头。总体来看，企业债务上升，美国低利率导致美元借款上升。部分美元资金用于东道国贸易或贸易货物库存融资，这不会构成严重的货币错配风险；但持有固定资产（如房地产）则可能风险大得多。^③借入美元也可以用于购买本币金融资产，以享受利差（或汇率预期变化）收益。

最近关于货币错配的研究关注了居民间的美元计价交易，而这并未反映在外部资产负债表中，传统度量货币错配口径的方法忽视了这部分。^④有限数据表明，这些外币金融交易和居民间头寸规模显著。此外，居民往往在借入美元变得更困难的动荡时期，增加彼此间的外币交易，这表明未正确认识货币错配现象很可能导致的系统性风险。^⑤然而，大多数亚洲国家都持有大量外汇（即使外储最近有所减少），使得该地区政府和货币当局在货币错配引发金融危机之时，也能进行强有力干预。

资本管制

虽然亚洲国家之间存在一些差异有可能推动金融一体化，如市场规模、比较优势领域、人口阶段等的差异，但各国政策立场和方向的显著差异却构成了一体化的阻碍。

亚洲有世界上最开放的经济体，如新加坡和中国香港（Chinn-Ito资本开放指数分数为1，表明完全资本开放）。同时又有一些资本管制国家，如中国内地、泰国、马来西亚、菲律宾

①Bénétrix、Lane & Shambaugh (2015); Brunnermeier 等(2012); Gourinchas、Rey & Truemptler (2012).

②但是，新兴市场政策制定者对本币贬值和外储耗用程度的选择存在很大差异。研究详见Aizenman & Hutchison (2012), Aizenman & Sun (2012)。

③观点源自McCauley、McGuire & Sushko(2015)。

④McCauley、McGuire & Sushko(2015), Chui、Kuruc & Turner (2016)。

⑤有关特定国家外币金融交易和头寸的数据很缺乏，BIS和IMF近期正努力收集相关数据。



2016年GOI相关数据有助于认识助力特定亚洲国家成功的一些特性和政策，以及识别出地区发展缺陷，强调亚洲国家在多重维度高度异质的事实。

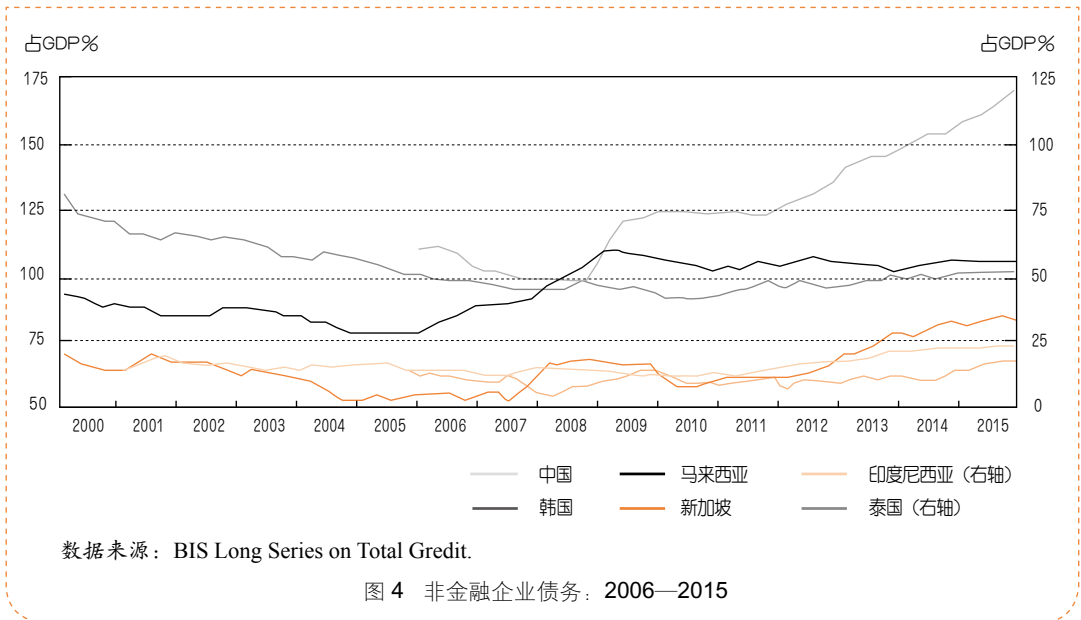
和印度尼西亚。另一方面，柬埔寨、韩国、蒙古和越南正在放松资本管制。^①

该地区中小型国家能否实现金融一体化，一方面是对外国投资者吸引力的一个关键决定因素，另一方面又取决于区域内资本管制结构如何演变。目前来看，在资本管制方面，并没有形成协调一致的政策

路径。

结语

为推动经济持续增长和繁荣，国际融资很关键。长期以来，亚洲在吸引外资方面成效显著，其中大部分是以FDI的形式。2016年GOI相关数据有助于认识助力特定亚洲国家成功的一些特性和政策，以及识别出地区发展缺陷，强调亚洲国家在多重维度高度异质的事实。通过分析亚洲资本流入和资产配置，为决策者和投资人提供了三个关键信息：第一，需要区域金融一体化；第二，该地区可以从深化资本



①相关数据截至2014年。



市场和加大证券投资流入中受益；第三，虽然该地区对这些发展作好了准备，但仍面对重大挑战，包括企业、家庭债务的上升和资本政策、金融监管的协调不足。

区域金融一体化

区域内资本流动主要限于个别国家，未来市场一体化空间巨大。2016年GOI表明，亚洲作为一个整体，应该侧重于完善国际标准与政策，这也与正在进行的区域一体化工作相一致。一体化进程将取决于亚洲国家政策协调的程度，特别是在金融监管和基础设施方面。

亚洲各国间一系列因素（人口、收入、金融发展与经济比较优势等）的差异意味着政策必须因地制宜。一体化模式需要考虑各国间的互补性，而更广泛的区域金融一体化会带来区域内资本流动更均匀的分布。

资本市场深化潜力

全球化下，各国联系愈加紧密，面向市场的外国资金空间愈加广阔。一般来说，相比FDI，证券投资流动对冲击的反应更敏感。证券投资相对于银行资金流动表现相对稳定，其中后者构成了亚洲资本流入（以及流出）的大部分。资本市场深化或将吸引不同类型的国际投资者（从机构投资者到PE、VC），从而又使市场更深化、更具流动性，形成一个良性循环。例如，风险资本是由长期目标驱动，尤其关注价值链上层的创新行业，如生物技术

和保健。

挑战

亚洲不仅面临着一系列来自地区金融一体化的挑战，也面临着其他一些重要风险。金融危机以来，部分由于全球过剩的廉价信贷，公司债务和货币错配已经开始抬头，凸显了货币政策外溢和其他外部流动性冲击带来的风险。该地区各经济体资本开放程度存在差异，反映了监管目标的不一致与政策协调的缺失。此外，该地区还面对着地缘政治风险，从某种层面上阻碍了区域合作，但这不在本文讨论范围。总之，推进政策协调将惠及单个国家乃至整个亚洲地区，持续吸引投资者。

亚洲之外

事实上，有关资本流动的两个特点并不仅限于亚洲。第一，对证券投资的分析表明，对特定融资敞口过大或会导致财务困境，故应该重新审视波动性问题。第二，FDI形式多样，且投资者类型各异。从更细致的层面去了解FDI、了解资本流动，对设计出吸引资本发展经济的政策至关重要。

文字编辑：韦燕春

