

基于国际收支状况对亚洲地区新兴市场的研究分析 Research and Analysis of Emerging Markets in Asia Based on Balance of Payments

杨雅芬^{1*} 郭夏怡²
Ya-Fen Yang Xia-Yi Guo

摘要

近几年来,新兴市场经济快速发展,在世界市场的地位日益突出,成为世界经济增长的主要核心力量;但同时随着国际资本流动规模的日益庞大,其易变性的破坏力也越来越大,从而影响国际收支的可维持性,且在新兴市场国家表现得尤为强烈,这加剧了新兴市场国家金融脆弱性。本文选取亚洲地区新兴市场的国际收支进行研究,结果显示2008年金融海啸对于亚洲新兴市场的整体国际收支影响甚巨;国际收支自动调节机制仍能发挥作用,但其中还有很长的道路要走。

关键词: 新兴市场、国际资本流动、国际收支状况

Abstract

In recent years, with the rapid development and the position in the world market becoming more and more prominent, emerging market has become the main core force of world economic growth. However, as international capital flows become larger and more volatile, they became more disruptive and affected the sustainability of the balance of payments. This is particularly true in emerging market countries that exacerbates their financial vulnerability. In this paper, the balance of payments of emerging markets in Asia is selected, and the results show that the effect of 2008 financial tsunami on the overall balance of payments of emerging markets in Asia is very large. The automatic balance-of-payments adjustment mechanism still works, but there is still a long way to go.

Keywords: Emerging Markets, International Capital Flows, Balance of Payments

1. 前言

国际收支状况通常是通过国际收支平衡表(Balance of Payments)来反映,它是系统地记录该国在一定时期内,国际收支项目及金融的统计表;这一统计表是各国全面掌握该国对外经济往来状况的基本资料,是该国政府制定对外经济政策的主要依据,亦是国际营销者制定营销决策必须考虑的经济环境。

尽管美联储2014年11月才退出量化宽松,2015年12月才开始量化宽松后第一次加息,然后又时隔一整年才启动第二次加息,但从2011年下半年起,新世纪以来新兴市场经济体持续的高增长态势就已经开始逆转,“保增长”成为越来越多新兴市场经济体宏观政策的主题,即使印度、越南、中国等热门新兴市场也不得不相继降息;其

¹ 厦门大学嘉庚学院国际商务学院国际经济与贸易专业 786821467@qq.com*通讯作者

² 福建江夏学院经济贸易学院国际商务专业

中，巴西自2011年初罗塞夫政府上台之后，短短一年半时间里就连续7次降低基准利率，将基准利率年率下调到了8.5%的历史低位。然而，国际收支特征不同，决定了不同国家“保增长”和“抑通胀”、“防资本外逃”等其他目标之间的矛盾冲突程度相差悬殊，不同新兴市场经济体在保增长时的政策选择空间相应差距甚大，进而将导致热门新兴市场之间经济发展形势分化出现并加剧，即使是同一个新兴市场国家，在不同时期其宏观调控选择空间也会发生变化（梅新育，2016）。

由于主要新兴市场经济体、特别是热门新兴市场经济体都奉行开放经济，又未曾掌握当前国际经济体系控制权，他们面临的通货膨胀压力普遍带有较为浓郁的外部输入色彩。在经济周期盛衰的不同阶段，国际收支格局不同的新兴市场经济体，实际有效汇率（Real Effective Exchange Rate）通过上述机制对输入型通货膨胀的影响是不同的；在经济繁荣、外部市场普遍看好新兴市场经济体之时，即使一国出现了长期性的贸易收支和经常项目收支逆差，大规模的资本流入也能保证其国际收支平衡或顺差，其本币对美元汇率也节节升值。

2. 国际收支状况影响新兴市场调控空间

由于进口货物特别是大宗初级产品多数以美元计价，此时其本币对美元汇率升值将给输入通货膨胀的价格机制火上浇油，本币升值与输入通货膨胀的流动性机制资本型式、特别是组合投资流入之间，形成预期自我实现并相互加强的循环。在此阶段，不管其国际收支格局如何，热门新兴市场遭受的输入型通胀压力结果都是一样的；然而，当前新兴经济体宏观经济急转直下、国际市场参与者对新兴经济体看空情绪高涨、市场参与者纷纷逃向美元之时，国际收支格局不同的新兴经济体情况发生分化，不同国家在选择“保增长”政策工具时所受掣肘程度也大相径庭。

假如一国存在持续的贸易顺差和经常项目收支顺差，其本币汇率即使对美元有所贬值，贬值幅度也较小；假如该国资本流入以波动性较低的实体经济部门直接投资为主，其本币汇率得到的支撑将进一步增强。在这种情况下，假如国际市场上以美元计价的大宗初级产品价格下跌，其国内以本币计价的投入价格也相应趋向下落，通货膨胀压力趋向减轻；此时该国央行若选择放松货币政策，无需过多担心输入型通货膨胀压力大规模卷土重来，中国就是如此。存在持续贸易逆差和经常项目收支逆差的新兴经济体此时则不然，虚弱的贸易收支和经常项目收支将给市场参与者创造看空本币汇率的理由，从而抽逃资本，进而形成“资本外逃—本币对美元汇率贬值—资本加剧外逃”的预期自我实现的恶性循环；倘若该国资本流入以波动性较高的组合投资流入为主，这种恶性循环和波动就会更加剧烈。由于该国本币汇率对美元大幅度贬值，即使此时国际市场上以美元计价的大宗初级产品价格下跌，其国内以本币计价的投入价格也依然坚挺，通货膨胀压力仍然居高不下。此时该国央行就不得不直面“保增长”与“抑通胀”之间的激烈冲突；持续数十年贸易赤字和经常项目收支赤字的印度就是这样的典型。更糟糕的是，为了避免陷入灾难深重的国际收支危机，进而引爆货币金融危机，这样的国家往往不得不选择维持高利率和高存款准备金率，甚至进一步收紧货币政策，以吸引组合投资流入，而顾不得此举将对实体经济部门产生的杀伤力，反正国际收支危机迫在眉睫，而实体经济部门危机没那么火烧眉毛。

因此，在国际经济形势阴晴不定之际，国内外投资者、外经贸企业都需要认识到不同新兴市场的不同特征，外商直接投资（Foreign direct investment）也会受到相应影响，准确判断其各自经济走向。

3. 对亚洲主要国家的国际收支带来变化的主要因素

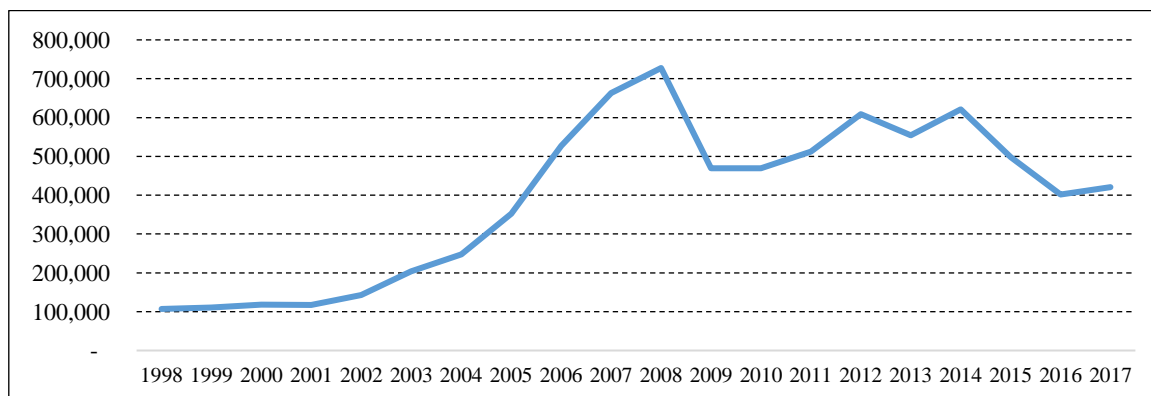
要使亚洲主要国家和地区的贸易收支趋于均衡，对外汇储备的增加进行抑制，使资金的有效利用得到进展，需要什么样的因素呢？从中长期来看，必须把成为贸易收支顺差扩大因素的出口主导型经济增长转换为内需主导型，同时致力于加强国内的金融体制和扶植金融市场，以抑制投资不足事态的发生，而且亚洲主要国家和地区必须相互合作，扩充对付金融危机的安全网络。

如2005年6月美国实施对中纺织品特别贸易保护条款，如果贸易收支顺差继续扩大，保护主义将会兴起；但在进口许多原材料乃至生产设备、进行区域内分工的亚洲主要国家和地区，出口与进口同时减少，因此贸易收支或许不会发生大的变化。即使欧美对来自中国的进口实行限制，也有可能以来自亚洲其他国家的进口来替代；在欧美经济衰退所致的出口减少的情况下，也可能出现进出口同时减少的现象，为了阻止出口少，降低汇率也可能得到支持。

另一方面，亚洲主要国家和地区短期内将很难转换为内需主导型。GDP（国内生产总值），是一个国家（或地区）所有常住单位在一定时期内生产活动的最终成果，是国民经济核算的核心指标，也是衡量一个国家或地区经济状况和发展水平的重要指标。中国在2000年以后消费趋于增加，但1994年银根紧缩后开始停滞，因此居民消费物价指数（Consumer Price Index）对名义GDP比从1990~1997年的平均47.0%到2004年的41.4%，降低了5.6个百分点，这是亚洲主要国家和地区中最低的水平；基建投资等总资本形成对名义GDP比从1990~1997年的平均38.8%到2004年的44.2%，增加了5.3个百分点；但偏重固定资本投资的经济增长在各地不断促成了出口特别区，导致设备投资过剩和上海等不动产价格的高涨，因此中国政府也认识到今后要保持持续经济增长就必须扩大消费，为此有必要缩小拥有三分之二人口的农村地区和城市地区的收入差距。

4. 模型构建与实证分析

本文利用 1998~2017 年的时间序列数据，使用 EViews 10 进行分析，数据来源于 UNCTAD 数据库，主要考察亚洲地区新兴市场与国际收支平衡的关系。如图 1 所示，亚洲地区新兴市场的国际收支在 1998~2008 年增速上升，至 2008 年达到最高峰；2008 年的金融海啸对其影响甚剧，导致 2009 年国际收支呈现下降，此后整体呈缓慢上升趋势，在 2014 年达到另一个高峰后，再度呈现下滑趋势，2017 年后再度展现上升趋势。



资料来源：United Nations Conference on Trade and Development，UNCTAD

图 1. 1998 年~2017 年亚洲地区新兴市场国际收支的历年趋势

本文的被解释变量为国际收支（BOP），解释变量为国内生产总值（GDP）、外商直接投资（FDI）、出口额（EX）、进口额（IM）、实际有效汇率（REER）与居民消费物价指数（CPI），描述性统计和相关性分析分别如表1与表2所示。

表1. 亚洲地区新兴市场变量的描述性统计

	BOP	GDP	FDI	EX	IM	REER	CPI
平均	393,721	11,116,746	280,206	3,781,767	3,225,040	111.40	91.57
中位数	444,843	10,163,294	305,032	3,852,069	3,172,831	107.55	90.40
最大值	727,627	22,264,313	491,926	6,233,981	5,664,818	133.00	126.59
最小值	107,033	3,302,808	85,137	1,093,306	910,531	96.56	56.80
标准差	205,080	6,663,459	140,419	1,899,822	1,737,975	10.45	22.24
观测数	20	20	20	20	20	20	20

资料来源：本文自行整理

表2. 亚洲地区新兴市场变量的相关性检验

	BOP	CPI	EX	FDI	GDP	IM	REER
BOP	1						
CPI	0.7126	1					
EX	0.8397	0.9575	1				
FDI	0.8054	0.9621	0.9656	1			
GDP	0.6769	0.9880	0.9547	0.9592	1		
IM	0.8098	0.9545	0.9968	0.9525	0.9588	1	
REER	0.4264	0.8338	0.7636	0.8087	0.8863	0.7815	1

资料来源：本文自行整理

4.1 单位根检验（ADF）

单位根检验是指检验序列中是否存在单位根，因为存在单位根就是非平稳时间序列，可以证明序列中存在单位根过程不平稳时，会使回归分析中存在伪回归。序列BOP、GDP、FDI、EX、IM、REER和CPI的ADF值的绝对值均小于5%显著性水平下的临界值，不能拒绝原序列具有一个单位根的原假设，即以上变量均不平稳；但经过一阶差分后，所有序列均为平稳序列，即各变量一阶差分在5%的显著水平上均是一阶单整序列，从而可进行协整分析。

表 3. 各变量的平稳性检验结果

变量	(C, T, K)	ADF	10%临界值	5%临界值	1%临界值	P 值	结论
BOP	(C, 0, 0)	-0.9937	-3.2774	-3.6736	-4.5326	0.9209	不平稳
GDP	(C, 0, 0)	-2.3016	-3.2774	-3.6736	-4.5326	0.4133	不平稳
FDI	(C, 0, 0)	-2.4220	-3.2774	-3.6736	-4.5326	0.3578	不平稳
EX	(C, 0, 0)	-1.8165	-3.2774	-3.6736	-4.5326	0.6564	不平稳
IM	(C, 0, 0)	-1.5876	-3.2774	-3.6736	-4.5326	0.7593	不平稳
REER	(C, 0, 0)	-1.8354	-3.2774	-3.6736	-4.5326	0.6472	不平稳
CPI	(C, 0, 0)	-1.5308	-3.2774	-3.6736	-4.5326	0.7816	不平稳
D(BOP)	(C, 0, 0)	-3.2779	-1.6066	-1.9614	-2.7000	0.0026	平稳

D(GDP)	(C, 0, 0)	-3.0466	-3.2870	-3.6908	-4.5716	0.1476	不平稳
D(FDI)	(C, 0, 0)	-3.5424	-1.6066	-1.9614	-2.7000	0.0014	平稳
D(EX)	(C, 0, 0)	-3.3310	-1.6066	-1.9714	-2.7000	0.0023	平稳
D(IM)	(C, 0, 0)	-2.8960	-1.6066	-1.9714	-2.7000	0.0064	平稳
D(REER)	(C, 0, 0)	-3.6494	-1.6066	-1.9714	-2.7000	0.0011	平稳
D(CPI)	(C, 0, 0)	-3.5642	-3.2870	-3.6908	-4.5716	0.0642	不平稳
DD(GDP)	(0, 0, 1)	-5.2225	-1.6056	-1.9644	-2.7175	0.0000	平稳
DD(CPI)	(0, 0, 1)	-5.0275	-1.6056	-1.9644	-2.7175	0.0001	平稳

资料来源：本文自行整理

注：检验类型 (C, T, K) 分别表示单位根检验方程中包含常数项、趋势项和滞后阶数，D 表示一阶差分。

4.2 协整检验

协整检验决定一组非平稳序列的线性组合是否具有稳定的均衡关系，伪回归的一种特殊情况即是两个时间序列的趋势成分相同，此时可能利用这种共同趋势修正回归使之可靠。在现实经济中的时间序列通常是非平稳的，我们可以对它进行差分把它变平稳，但这样会让我们失去总量的长期信息，而这些信息对分析问题来说又是必要的，所以用协整来解决此问题。正是由于协整传递出了一种长期均衡关系，若是能在看来具有单独随机性趋势的几个变数之间找到一种可靠联系，那么通过引入这种“相对平稳”对模型进行调整，可以排除单位根带来的随机性趋势，即所称的误差修正模型。对各变量进行协整分析的结果如表 4 所示。

表 4 显示当原假设 $r=0$ 时，在 5% 显著性水平下，迹检验的统计量大于临界值，此时拒绝原假设；当原假设为 $r \leq 4$ 时，迹检验的统计量仍大于 5% 显著性水平下的临界值，此时接受原假设，各变量间在 5% 的显著性水平下存在着 4 个长期稳定的均衡关系。

表 4. Johansen 协整检验结果

原假设	特征值	迹统计量	5% 临界值	P 值
None*	0.9867	147.9666	69.8189	0.0000
At most 1*	0.8602	70.1515	47.8561	0.0001
At most 2*	0.6440	34.7379	29.7971	0.0124
At most 3*	0.5069	16.1480	15.4947	0.0398
At most 4	0.1731	3.4212	3.8415	0.0644

资料来源：本文自行整理

注：*表示在 0.05 水平上拒绝假设

4.3 格兰杰因果检验

通过上协整检验的结果表明，BOP 与 GDP、FDI、EX、IM、REER、CPI 之间存在长期均衡关系，为进一步验证各变量之间是否存在因果关系，需在此基础上进行格兰杰 (Granger) 因果检验。表 5 的结果无法证实亚洲的出口效应 (EX)、投资效应 (FDI)、收入效应 (GDP)、进口效应 (IM)、物价指数效应 (CPI) 和汇率效应 (REER) 六个单一变量与国际收支平衡 (BOP) 之间存在明显的双向因果关系。

表 5. 格兰杰检验结果

原假设	F 统计量	P 值	结论
GDP does not Granger Cause BOP	0.7167	0.5067	无法拒绝
BOP does not Granger Cause GDP	1.2904	0.3082	无法拒绝
IM does not Granger Cause BOP	0.4896	0.6237	无法拒绝
BOP does not Granger Cause IM	1.3798	0.2861	无法拒绝
EX does not Granger Cause BOP	0.1757	0.8409	无法拒绝
BOP does not Granger Cause EX	0.5170	0.6081	无法拒绝
FDI does not Granger Cause BOP	0.0427	0.9583	无法拒绝
BOP does not Granger Cause FDI	0.4187	0.6664	无法拒绝
CPI does not Granger Cause BOP	1.2375	0.3221	无法拒绝
BOP does not Granger Cause CPI	1.0757	0.3696	无法拒绝
REER does not Granger Cause BOP	0.6712	0.5279	无法拒绝
BOP does not Granger Cause REER	0.8315	0.4573	无法拒绝

资料来源：本文自行整理

4.4 向量自回归模型检验

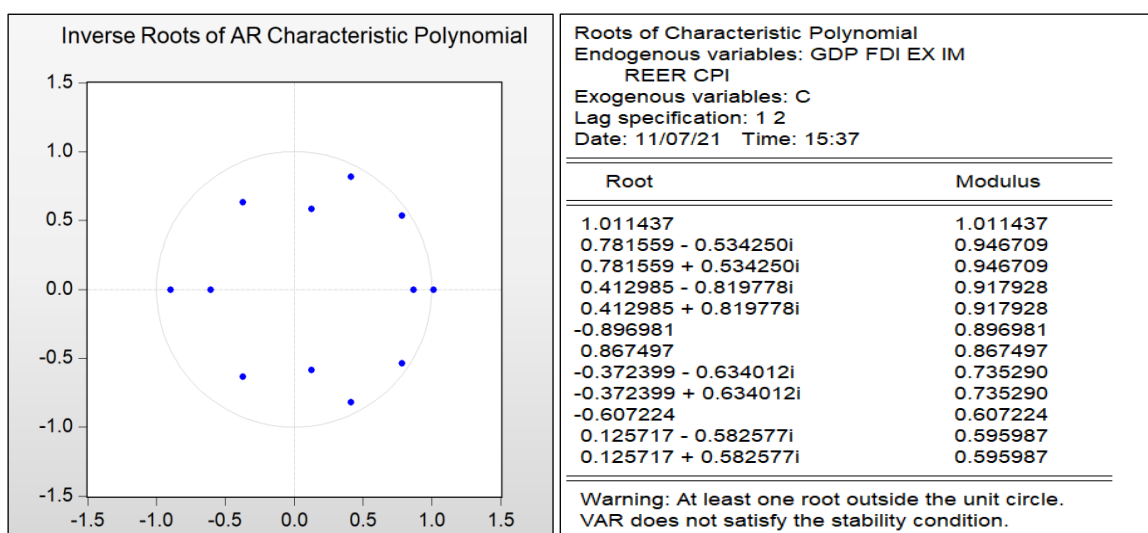
向量自回归 (Vector Autoregressive Models, VAR) 是基于数据的统计性质建立模型, 把系统中每一个内生变量作为系统中所有内生变量的滞后值的函数来构造模型, 从而将单变量自回归模型推广到由多元时间序列变量组成的“向量”自回归模型。在时间序列的模型中, 如果模型设定和识别不准确, 模型就不能准确地反应经济系统的动态特性, 也不能据以进行动态模拟和政策分析。因此, VAR 模型通常使用最少的经济理论假设, 以时间序列的统计特征为出发点, 通常对经济系统进行冲击响应 (Impulse-Response) 分析, 来了解经济系统的动态特性和冲击传导机制。由于 VAR 模型侧重于描述经济的动态特性, 因而它不仅不仅可以验证各种经济理论假设, 而且在政策模拟上具有优越性。

本文将影响国际收支的诸多变数建立向量自回归模型如下:

$$BOP = a_1GDP + a_2FDI + a_3EX + a_4IM + a_5REER + a_6CPI \quad (1)$$

其中 BOP、GDP、FDI、EX、IM、REER 和 CPI 分别代表国际收支平衡、国内生产总值、外商直接投资、出口额、进口额、实际有效汇率、居民消费物价指数, C 为常数项, a_1 、 a_2 、 a_3 、 a_4 、 a_5 、 a_6 分别为国内生产总值、外商直接投资、出口额、进口额、实际有效汇率、居民消费物价指数的系数。

VAR 模型本质上就是 n 阶差分方程, 差分方程的解是数列, 当数列收敛时, 时间序列就是平稳的, 模型就是稳定的。通过了解差分方程解的结构可知, 当且仅当特征方程的根在单位圆内时, 差分方程有收敛解。本文所建立的向量自回归模型所有根模的倒数都小于 1, 即都在单位圆内 (如图 2 所示), 显示此模型是稳定的。



资料来源：本文分析整理

图 2. 亚洲地区新兴市场国际收支向量自回归模型根图与根表

4.5 多元回归分析

本文采用多元回归模型进行检验分析，构建回归模型如下：

$$\text{BOP} = a + a_1 \text{GDP} + a_2 \text{FDI} + a_3 \text{EX} + a_4 \text{IM} + a_5 \text{REER} + a_6 \text{CPI} \quad (2)$$

$$\text{BOP} = b + b_1 \text{GDP} + b_2 \text{FDI} + b_3 \text{NEX} + b_4 \text{REER} + b_5 \text{CPI} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{LN}(\text{BOP}) = & C + c_1 \text{LN}(\text{GDP}) + c_2 \text{LN}(\text{FDI}) + c_3 \text{LN}(\text{NEX}) \\ & + c_4 \text{LN}(\text{REER}) + c_5 \text{LN}(\text{CPI}) \end{aligned} \quad (4)$$

因为表 2 相关性检验显示进口与出口存在高度相关，未避免回归出现多重共线性（Multicollinearity），采用净出口（出口—进口）作为贸易效应的变数（方程式 3）；为进一步求出国际收支调节的效应弹性，对所有变数去自然对数后建构回归方程式 4，其中各变数前置 LN 为其自然对数， c_i 为其弹性系数。

观察图 1 中亚洲地区新兴市场国际收支趋势图，显示回归模型可能存在结构性断点；因此本文选取 2008 年为时间节点，引入邹检验（Chow Test）对数据进行检测，其结果显示结构性断点确实存在³。通过利用逐步回归法（Stepwise Least Squares Regression），本文针对引入虚拟变数（DUM）后的数据进行多元回归分析，表 6 分别显示原始模型、净出口模型与对数模型，表 7 分别显示引入虚拟变数并进行逐步回归后的模型结果。

原始模型的 R^2 与 \bar{R}^2 分别为 0.9395 与 0.9116，显示原始模型回归结果的配适度相当良好；Durbin-Watson 值落于信赖区间内（1.7230），隐含随机误差项之间不存在自相关性（autocorrelation）或序列相关（serial correlation）。原始模型回归结果显示投资（FDI）与出口（EX）对于国际收支调节的效应皆为正，收入（GDP）与进口（IM）对于国际收支调节的效应皆为负，此结果与国际收支自动调节机制的理论相符；但模型中汇率（REER）与价格（CPI）对于国际收支调节的效应皆为正，此结果异于国际收支自动调节机制的理论。

净出口模型的 R^2 与 \bar{R}^2 分别为 0.8150 与 0.7485，两者皆低于原始模型，显示原始

³ F 统计量为 8.2903，Prob. F(6, 8) 为 0.0044，大于 0.01 下的显著水平。

模型回归结果的配适度仍然良好；Durbin-Watson 值稍低，隐含随机误差项之间存在自相关性或序列相关。净出口模型回归结果显示投资（FDI）与贸易（NEX）对于国际收支调节的效应皆为正，汇率（REER）与价格（CPI）对于国际收支调节的效应皆为负，此结果与国际收支自动调节机制的理论相符；但模型中收入效应（GDP）为正，此结果异于国际收支自动调节机制的理论。

对数模型的 R^2 与 \bar{R}^2 分别为 0.9427 与 0.9222，显示对数模型回归结果的配适度依旧相当良好，Durbin-Watson 值稍低，隐含随机误差项之间存在自相关性或序列相关。对数模型回归结果与净出口模型大体上一致，其中对于国际收支调节的效应而言，贸易弹性与投资弹性皆为正，贸易弹性（0.9179）显著且远高于投资弹性（-0.3343）；汇率弹性与价格弹性皆为负，且价格弹性（-4.3136）为汇率弹性（-2.0964）的 2 倍，并远高于贸易弹性与投资弹性。模型中收入弹性（GDP）为正（2.4425）且显著，此结果仍异于国际收支自动调节机制的理论。

表 6. 多元回归模型结果

变量	原始模型	净出口模型	对数模型
C	-528,484	1,003,856	-5.1260
(t-统计量)	(-0.8444)	(1.0807)	(-0.8239)
GDP/LN(GDP)	-0.0534	0.0028	2.4425
	(-1.9735)	(0.0661)	(2.7586)*
FDI/LN(FDI)	0.3404	1.8115	-0.3343
	(0.4721)	(1.6228)	(-0.6790)
NEX/LN(NEX)		0.2455	0.9179
		(0.7469)	(2.8456)*
EX	0.5000		
	(2.4851)*		
IM	-0.3073		
	(-1.5723)		
REER/LN(REER)	4,065.27	-8,504.61	-2.0964
	(0.9157)	(-1.3587)	(-2.0070)
CPI/LN(CPI)	738.23	-3,687.60	-4.3136
	(0.1283)	(-0.3847)	(-2.3565)*
R^2	0.9395	0.8150	0.9427
Adjusted R^2	0.9116	0.7485	0.9222
Durbin-Watson stat	1.7230	0.8975	0.8930

资料来源：本文自行整理

注：*表示在 0.05 水平上拒绝假设；**表示在 0.01 水平上拒绝假设

表 7 中基于对数模型且考量结构断点模型的 R^2 与 \bar{R}^2 分别为 0.9920 与 0.9810，显示对数模型回归结果的配适度依旧相当良好，Durbin-Watson 值落于信赖区间内（2.6434），隐含随机误差项之间不存在自相关性或序列相关。考量结构断点的模型结果显示，对于国际收支调节的效应而言，投资弹性在 2008 年金融海啸前为-0.4516，在 2008 年金融海啸后为-1.3507，效应总和为-1.8023，显示外资流入与经常帐产生替代效果，负向影响国际收支盈余；对于国际收支调节的效应而言，贸易弹性在 2008 年金融海啸前为 0.8037，在 2008 年金融海啸后为-1.3580，效应总和为-0.5543；汇率弹性在 2008 年金融海啸前为-0.7913，在 2008 年金融海啸后为 5.3998，效应总和为 0.6085；价格弹性皆为负，其中在 2008 年金融海啸前为-3.3139，在 2008 年金融海啸后为-4.8796，稍高于金融海啸之前。模型中收入弹性（GDP）为正，此结果仍异于国

际收支自动调节机制的理论。

考量结构断点与逐步回归模型的 R^2 与 \bar{R}^2 分别为 0.9810 与 0.9671，显示对数模型回归结果的配适度依旧相当良好，Durbin-Watson 值落于信赖区间内（1.5436），隐含随机误差项之间不存在自相关性或序列相关。考量结构断点与逐步回归的模型结果显示，对于国际收支调节的效应而言，收入弹性在 2008 年金融海啸前为 3.2975，在 2008 年金融海啸后为-2.4096，此结果符合国际收支自动调节机制的理论；投资弹性为-0.4087，显示外资流入与经常帐产生替代效果，负向影响国际收支盈余；贸易弹性为正（0.6536），但远低于投资与收入效果；汇率弹性在 2008 年金融海啸前为-1.6994，在 2008 年金融海啸后为 3.4989，效应总和为 1.7995；价格弹性仍为负（-2.9906），稍高于汇率弹性。

表 7. 含结构断点与逐步回归的模型结果

变量	引入虚拟变数含结构断点的模型	逐步回归后的模型
C	-13.7966	-14.2509
(t-统计量)	(-3.1665)*	(-2.5345)*
DUM	11.9760	22.2058
	(1.6224)	(3.0809)*
LN(GDP)	2.5204	3.2975
	(4.7405)**	(5.2641)**
DUM*LN(GDP)	0.4117	-2.4096
	(0.3814)	(-3.7102)**
LN(FDI)	-0.4516	-0.4087
	(-1.4494)	(-1.2171)
DUM*LN(FDI)	-1.3507	
	(-1.4060)	
LN(NEX)	0.8037	0.0861
	(1.5090)	(0.2778)
DUM*LN(NEX)	-1.3580	
	(-0.5510)	
LN(REER)	-0.7913	-1.6994
	(-0.8512)	(-1.5548)
DUM*LN(REER)	5.3998	3.4989
	(2.5591)*	(1.6655)
LN(CPI)	-3.3139	-2.9906
	(-2.2802)	(-2.2154)*
DUM*LN(CPI)	-4.8796	
	(-1.8405)	
R^2	0.9920	0.9810
Adjusted R^2	0.9810	0.9671
Durbin-Watson stat	2.6434	1.5436

资料来源：本文自行整理

注：*表示在 0.05 水平上拒绝假设；**表示在 0.01 水平上拒绝假设

4.6 脉冲响应分析

脉冲响应函数方法是分析当模型受到来自随机误差项的一个标准差的冲击时，被解释的变量的动态反应时间及持续时间。通过脉冲响应函数能够看到亚洲地区新兴市场国际收支平衡(BOP)分别受到国内生产总值(GDP)、消费者物价指数(CPI)、外国吸收投资(FDI)、出口额(EX)、进口额(IM)和实际有效汇率(REER)这

六个变量的冲击时，所形成的动态反映轨迹变化。

由图 3 可知，GDP、FDI 与 EX 的拟合程度都呈现较好的趋势，IM 与 REER 在前 5 期为负面影响，在第 5 期之后逐渐转为正向影响，并持续稳定至 10 期以后的长期影响；而 CPI 的图像一直保持为正向影响，并在第 2 期达到高峰，在第 2 期下降后仍保持较稳定的正向影响，并且最后无法确定是否可以收敛于时间轴，说明对于亚洲地区新兴市场的国际收支平衡，可以通过 GDP、FDI 和 EX 进行自我调节，较符合预期，而不易通过 IM、REER 和 CPI 这些方式调节。

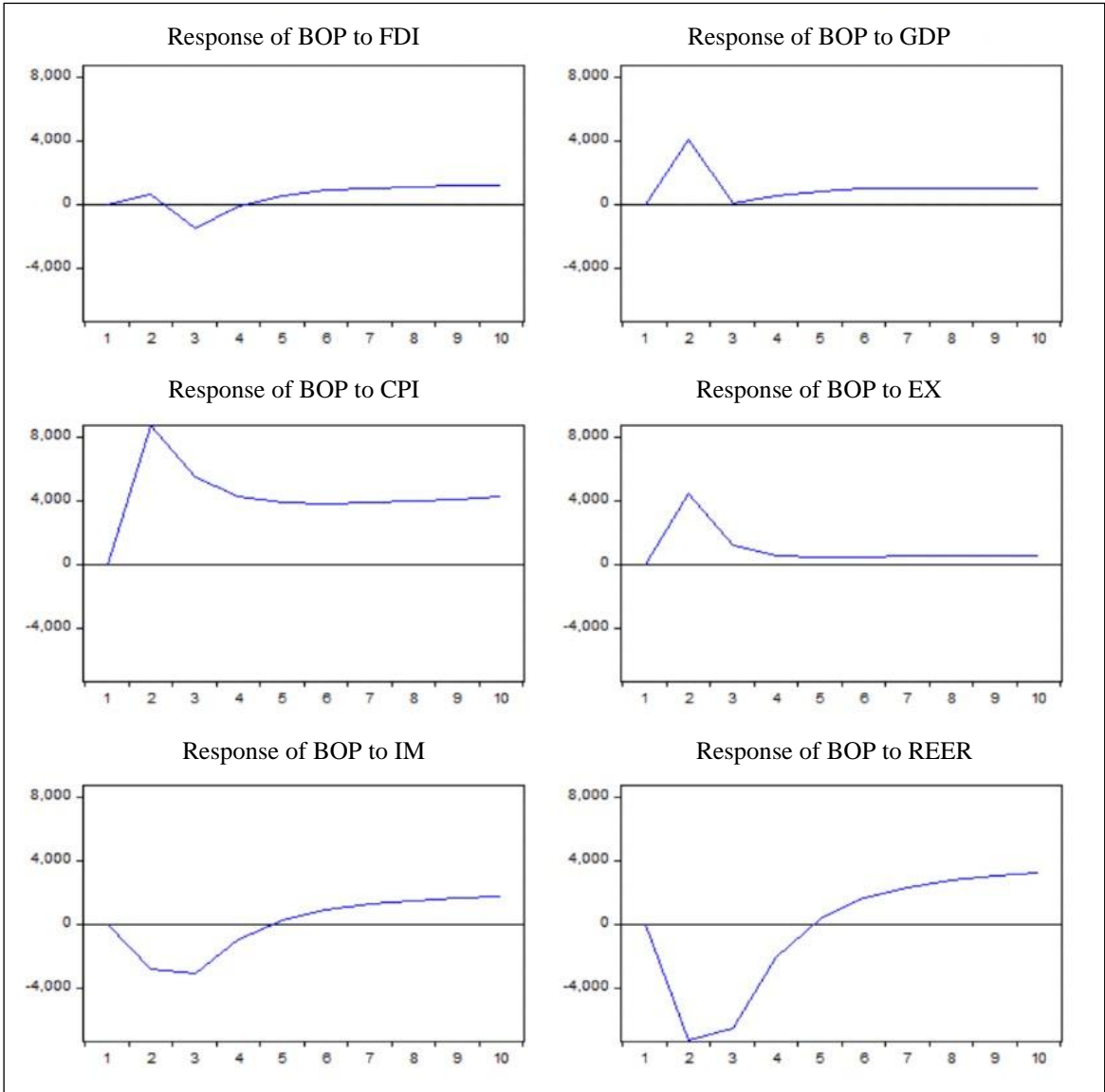


图 3. 亚洲地区新兴市场国际收支受六要素冲击的脉冲响应函数图

5. 结论

本文通过研究 1998 年至 2017 年亚洲新兴市场近几年发展状况，通过收入效应（GDP）、投资效应（FDI）、贸易效应（净出口效应（NEX）、出口效应（EX）、进口效应（IM））、汇率效应（REER）和价格效应（CPI）变量指标，对于国际收支（BOP）的影响进行实证探讨，并基于多元回归模型对其之间的动态关系进行分析研究，结果显示 2008 年金融海啸对于亚洲新兴市场的整体国际收支影响甚巨，国际

收支自动调节机制仍能发挥作用，但其中还有很长的道路要走。

亚洲地区新兴市场各地的国际收支状况均受居民消费物价指数、出口额、外商直接投资、国内生产总值、进口额、实际有效汇率弹性的影响。事实上，整个世界都将从亚洲新兴市场转向消费主导增长模式中获益，但亚洲新兴经济体经济增长放缓，以及该地区从外部需求和投资转向国内需求和消费，都将对全球产生深远的影响（斯坦利·费希尔等，2016）。本文依据分析结果得出以下政策启示：

第一，亚洲地区新兴市场应加速发展本地区经济，促进国际收支平衡。随着全球竞争的不断加剧，新兴市场国家亟需实行经济体制改革，强化市场机制，转变经济发展方式，提高经济效率，增强自身的经济实力，力求经济平稳转型，促进经济平稳健康发展；同时，在制定合理的贸易策略的基础上，优化贸易结构，调节经常账户失衡，保持进出口合理地增长。

第二，亚洲地区新兴市场应建立完善的预警机制，加强对资本流动的监管。当全球资本流动性增加时，大量的资本流入地区和国家，很容易形成泡沫经济；而国际资本市场的冲击往往会造成泡沫的破裂，给新兴市场造成巨大的经济损失。

第三，亚洲地区新兴市场应密切关注国际形势变化，加强资本流动监管的国际协调与合作。要密切关注发达经济体经济复苏、宏观经济政策导向等引起的国际利率、国际流动性水平以及周边新兴市场国家资本异动等形势变化，加强对资本流动动态的跟踪监测的精准度和效率，并制定相应的资本流动监管政策（谢婷婷与李玉梅，2018）。

参考文献

1. 梅新育（2016）。不同国际收支特征下新兴市场的货币政策空间。21世纪经济报道，2016-12-29(4)。
2. 梅新育（2012）。国际收支状况掣肘新兴市场调控空间。中国证券报，2012-06-13(A04)。
3. 斯坦利·费希尔、宋莹、鲁振坤（2016）。转型中的亚洲新兴市场。金融市场研究，4，12-18。
4. 谢婷婷、李玉梅（2018）。国际资本流动的影响因素实证分析：以新兴市场国家为例。西部金融，4，9-13+18。

收稿日期：2021-08-01
责任编辑、校对：陈虹西、吴少婷