

青年学术丛书·经济

YOUTH ACADEMIC SERIES-ECONOMY

东亚金融一体化度量及 宏观效应分析

俞颖著



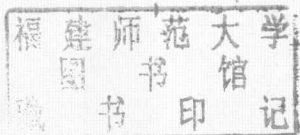
人民出版社

青年学术丛书·经济

YOUTH ACADEMIC SERIES-ECONOMY

东亚金融一体化度量及 宏观效应分析

俞颖著



103h031



T1030031

人民出版社

策划编辑:郑海燕

封面设计:周文辉

责任校对:张 红

图书在版编目(CIP)数据

东亚金融一体化度量及宏观效应分析/俞颖 著.

—北京:人民出版社,2012.11

(青年学术丛书)

ISBN 978-7-01-011343-2

I. ①东… II. ①俞… III. ①金融一体化—研究—东亚

IV. ①F833.15

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 246849 号

东亚金融一体化度量及宏观效应分析

DONGYA JINRONG YITIHUA DULIANG JI HONGGUAN XIAOYING FENXI

俞 颖 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京中科印刷有限公司印刷 新华书店经销

2012 年 11 月第 1 版 2012 年 11 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16

印张:13 字数:200 千字

ISBN 978-7-01-011343-2 定价:30.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

序 一

金融一体化是指国与国之间的金融活动相互渗透、相互影响而形成一个整体联动和相互渗透的发展态势。金融资源在空间地域分布上表现出非均质或不连续的特点,正是这种初始的地域禀赋差异性,引发了金融在不同国家、区域的运动。而且金融资源的价值及作用迥异,参与地域运动的受制因素和空间表达也不尽一致,非同一性十分突出。这种差异造成了金融产业成长的差别。由于金融产业成长的时空复合性特质非常突出,金融中心与金融增长极、金融支点的金融产业成长状态千差万别,整体上呈现非均衡、不同步、处于不同成长阶段的特征。但是金融产业作为一种特殊的经济实体,是由初始配置、积累、沉淀的金融资源,以及参与地域运动后的金融资源与各地域空间的具体条件凝集而成的专业部门组织。在具体区情、历史与偶然因素、积累效应和路径依赖的共同作用下,在有效规模的地理空间内,金融中心的金融产业集聚效应推动下金融产业逐渐向一体化方向发展。金融一体化实质上专指金融产业一体化,金融一体化是从宏观视角对金融地域系统内在规律的认识。

金融一体化是金融效率帕累托改进的结果,也是金融资源在区域内有效分工协调和配置的过程。金融一体化的作用有:一是促进金融资源在区域内的合理配置。金融一体化借助于金融地域



运动调整本区域金融产业结构,促进各层次金融要素之间趋于结构合理、配置均衡,并使金融资源供需交易的成本达到最小化。二是提升在区域内金融产业竞争能力,提高交易频率,扩大交易流量,获得金融产业内部收益递增。三是降低在区域内金融信息交流、技术扩散、创新过程等方面的不确定性,降低学习成本、信息成本、治理和创新成本,获得金融外部规模效应。

20世纪80年代以来,随着全球经济一体化,出现了国际金融一体化的区域,世界各国各地区金融资源、金融市场、金融活动的融合、相互作用日益增强,金融机构的国际化经营水平提高,各国金融体制、金融资产价格出现了趋同态势。国际金融一体化开始于欧洲货币一体化,欧洲货币一体化的贡献在于在人类历史上第一次发行没有国家政权干预的货币——欧元。欧洲货币一体化增加了降低国与国交易成本的功能,揭示了经济发展的历史潮流,并且具体证明了组建区域货币的可行性。在欧洲货币一体化之后,美元区紧步欧元区后尘,一些经济学家则主张加拿大应当和美国、南美国家统一货币,一些南美国家对此积极响应。阿根廷、萨尔瓦多、厄瓜多尔等国正在放弃本币,实现美元化。在欧洲经济货币联盟的启发下,阿拉伯地区也于1977年成立了阿拉伯货币基金组织,积极推行本地区金融一体化,建立了阿拉伯货币合作模式。在亚洲金融风暴的剧烈冲击之下,亚洲各国普遍认识到通过货币整合来增强金融市场稳定性的重要意义,亚洲各国对于实现“亚元”的呼声在持续增强,东亚地区各方都意识到加强金融合作,共同抵御金融危机的重要性。在这种背景下东亚金融一体化成为了一个研究的重点问题。

西北大学经济管理学院金融系的俞颖副教授在复旦大学进行博士后研究,完成了出站报告,出站报告以《东亚金融一体化度量及宏观效应分析》为题即将出版,该书从宏观层面度量东亚金融一体化并研究其经济效应,在此基础上提出推动东亚金融一体化、

促进东亚经济增长和经济稳定的对策及中国的策略。通读书稿,发现该书有以下特点:

第一,全面系统地对东亚金融一体化的宏观效应进行了研究。全书共分五章。第一章对金融一体化的度量方法及微观、宏观效应进行了理论分析。第二章从利率平价的视角度量东亚金融一体化。第三章从国际资本流动及风险分担视角度量东亚金融一体化。第四章研究东亚金融一体化的宏观效应及实现条件。第五章提出了在推动金融合作同时促进东亚各国(地区)经济增长的政策建议及中国应采取的对策。

第二,采用了定性分析和定量分析相结合的研究方法。定性分析了金融一体化的度量方法、微观资产定价模型及宏观效应;运用时间序列数据的协整分析、面板数据模型、回归分析、相关性分析等定量分析方法对东亚金融一体化进行度量并研究其宏观效应。定性和定量分析相结合提高了研究方法的科学性。

第三,提出了一些新的思想观点。作者通过研究认为 1997 年东亚金融危机后金融一体化虽然有了较大提高,但是从消费相关性的角度反而还有下降趋势,其原因与金融一体化的程度较浅、贸易壁垒引起的较高的交易成本、较低的金融发展水平使消费平滑机会减少、生产要素缺乏流动性使跨国风险分担难度加大有关。同时认为东亚金融一体化并未带来较为理想的宏观效应:金融一体化与经济增长不相关或负相关;金融一体化对于平抑金融开放度较低经济体的消费波动有一定作用,而对金融开放度较高的经济体而言则无显著作用。在金融体系欠发达的背景下,东亚金融一体化与宏观经济发展存在一定的“跨时替代”关系,即金融一体化初期有收益,中期随着信贷风险的不不断积聚将会抑制经济增长,加大经济波动。

东亚金融一体化正在逐步兴起,亚洲金融危机以后东亚区域金融一体化的重要性凸显出来,各经济体政府之间纷纷加强了金



融领域的对话与合作,希望通过建立区域金融合作机制推动东亚金融一体化,增强区域内各国抵御金融危机的能力。俞颖副教授的《东亚金融一体化度量及宏观效应分析》从宏观经济视角展开分析,对进一步推动东亚金融一体化具有重要参考价值。同时东亚金融一体化还有许多问题亟待研究:例如金融一体化对东亚整个区域分散风险和提高福利的影响,东亚金融一体化的有限性问题,东亚金融市场合作机制的完善问题等。希望作者能够在该领域不断深入研究,以期取得更好的研究成果。是以为序。

任保平

西北大学经济管理学院院长、教授、博士生导师

2012年4月于西北大学新村

序 二

我对东亚货币与金融合作的关注,始于2005年承担的上海社科基金课题《东亚金融合作机制的跨期均衡研究》。期间,2007年又承担了亚洲开发银行的课题“Emerging Asian Regionalism: Ten Years after the Crisis”中的亚洲金融合作部分,即:“Regional Cooperation on the Integration of Asian Financial Markets”。在承担上述课题的过程中,我的研究生郑海青和乔璟卓等分别完成了她们的博士和硕士论文。其中,郑海青博士的专著《东亚金融合作的制度设计与效应研究》已由上海人民出版社2009年出版。2008年俞颖博士进入复旦大学应用经济学博士后流动站,继续东亚金融合作领域的研究,并于2010年顺利出站。作为她的合作导师,她的博士后研究报告即将由人民出版社出版,可喜可贺。

根据加州大学伯克利分校 Barry Eichengreen (2002) 教授的界定,区域的货币合作与金融合作是两个不同的概念。就东亚区域合作而言,本书的研究对象是东亚金融合作,而不是东亚货币合作。东亚金融合作包括金融监管合作和金融市场合作两个有机组成部分。1997年的东亚金融危机,暴露了东亚各国金融体系的脆弱性,因而危机之后“东亚货币与金融合作”成了国际范围内的研究热点。然而,已有研究表明:以单一货币区为最终目标的东亚货币合作在相当长的时期内仍不具可行性。相反,基于东亚国家的



银行主导的金融体系(微观基础),通过东亚金融合作,加强银行监管,发展金融市场(特别是债券市场),可以有效降低东亚各国(地区)金融体系的脆弱性。

作为一个重要的前瞻性课题,东亚金融合作机制的研究框架中应该包括哪些具体内容?在研究过程中,是否可能对现有研究范式有所突破和创新?作为对这些问题的思考,在《复旦学报》2005年第3期,我和乔璟卓发表了题为《东亚金融合作的研究范式及其架构》的文章,提出从微观基础的跨期均衡角度研究合作机制的思路,强调微观基础。这与俞颖博士后研究报告的研究视角可以看做是相互的补充,她强调的是宏观经济效应,即:从宏观层面度量东亚金融一体化并研究其经济效应,在此基础上提出推动东亚金融一体化、促进东亚经济增长和经济稳定的对策及中国的策略。

俞颖博士2007年到复旦大学进修,之后转为博士后。出站至今又有两年时间。期间也伴随着东亚金融合作的进展(如外汇储备库标志的清迈协议多边化)以及围绕这些进展开展的科学研究。从俞颖博士的专著中,自己获得了不少东亚金融合作的理论研究和政策研究的最新进展,相信广大读者与我一样开卷有益,相信今后能够看到俞颖博士更多的科研成果。是为序。

刘红忠

2012年4月9日于复旦大学经济学院

目 录

导 论	1
一、研究背景和问题的提出	1
二、简要文献综述	10
三、概念界定、研究思路和主要内容	15
四、研究意义、研究方法和主要创新	21
第一章 金融一体化的度量及效应分析	24
第一节 金融一体化的度量方法	24
第二节 金融一体化的微观效应分析	30
第三节 金融一体化的宏观效应分析	45
第二章 东亚金融一体化度量:利率平价视角	55
第一节 基于非抵补利率平价的分析	55
第二节 基于实际利率平价的分析	71
第三章 东亚金融一体化度量:资本流动和风险 分担视角	88
第一节 基于国际资本流动的分析	88
第二节 基于国际风险分担的分析	94



第四章 东亚金融一体化宏观效应分析	125
第一节 东亚金融一体化与经济增长	125
第二节 东亚金融一体化与经济波动	145
第三节 东亚金融一体化宏观效应实现条件分析	156
第五章 结论与政策建议	165
第一节 主要结论	165
第二节 促进东亚金融合作及经济增长的政策建议	173
第三节 中国在东亚金融一体化进程中的对策	178
第四节 主要不足及后续研究展望	183
参考文献	185
后 记	197

导 论

一、研究背景和问题的提出

(一) 东亚金融合作的现状

1. 东亚货币合作

由于种种原因,东亚地区货币合作在 1997 年亚洲金融危机前一直没有得到很好发展,亚洲金融危机使各国意识到了货币合作的紧迫性与必要性,成为东亚货币金融合作的催化剂。各国政府、研究机构和一些国际组织纷纷提出各种各样的方案、设想和倡议,从“亚洲货币基金”的构想、“10+3”(东盟 10 国加中、日、韩 3 国)财政金融合作对话机制的建立、到“清迈倡议”的签署和落实,东亚货币合作取得了一定的进展。

(1) 东亚货币合作的早期构想

亚洲金融危机爆发后,1997 年 9 月日本政府在国际货币基金组织和亚洲开发银行会议上提出了建立“亚洲货币基金”(Asian Monetary Fund, AMF)作为国际货币基金补充的设想,倡议成立由日本、中国、韩国和东盟国家参加的组织,筹集 1000 亿美元的资金,为遭受货币危机的国家提供援助。AMF 的筹资方式有三种:



从成员国借款、从国际资本市场借入及扩展对成员国借款的担保,但这一计划因受到美国和 IMF 的强烈反对而未能实施。1998 年 10 月,日本提出新宫泽计划,倡议建立总额为 300 亿美元的亚洲基金,其中 150 亿美元用于满足遭受危机国家中长期资金需求,150 亿美元用于满足其短期资金需求,这一计划是亚洲货币基金基础上更为具体的措施。1999 年 10 月 18 日,马来西亚总理马哈蒂尔在“东亚经济峰会”上提出建立“东亚货币基金”的倡议,主张从东亚开始进行多边协议,然后逐渐扩大到其他亚洲国家或地区^①。以上仅为亚洲货币合作的初步构想,并未涉及货币合作的实务措施。

(2) “10+3”财金合作机制的形成

亚洲金融危机后,东亚地区各方都意识到加强金融合作、共同抵御金融危机的重要性。在此背景下,于 1997 年 12 月组织了第一次东盟加中、日、韩的领导会谈,共同商议地区和平、稳定及安全
2
问题,在此基础上,1999 年 11 月东盟和中、日、韩在马尼拉通过了《东亚合作共同声明》,同意加强金融及财政方面的合作,并推动 2000 年 5 月建立“10+3”经济评论和政策对话,初步形成“10+3”财金合作机制,为东亚货币合作的里程碑——《清迈协议》的签署奠定基础。

(3) “清迈协议”的签订及落实

2000 年 5 月,“ASEAN+3”财长在泰国清迈共同签署了建立区域性货币互换网络的协议,即“清迈协议”,标志着东亚货币合作的实质性进展。“清迈协议”扩大了原来东盟的货币互换协议,在东盟、中国、日本、韩国之间建立一个双边互换网络;利用“10+3”的组织框架,加强有关资本流动数据及信息的交换。目前,“清迈协议”的落实已取得重大实质性进展,至 2008 年年底,

^① 吕璇、纬恩:《亚洲货币基金:回顾和展望》,《中国外汇管理》2003 年第 10 期,第 18—19 页。

“10+3”各国共签署了16份双边货币互换协议,总规模达840亿美元。然而双边互换所能提供的流动性支持有限,清迈协议的多边化也逐步实施:2006年5月“10+3”财长会议决定成立清迈倡议多边化工作组,研究多边化的形式和内容;2007年各国财长决定选择区域外汇储备库作为清迈倡议多边化的具体形式;2009年5月,“10+3”财长会议就筹建中的外汇储备库的份额分配、出资结构、决策及监测机制等要素达成共识;同年12月底清迈倡议多边化协议正式签署,总规模1200亿美元,中国(包括香港)、日本、韩国和东盟按照80:20出资,中国和日本均出资为384亿美元,韩国出资192亿美元,东盟十国的出资总额为240亿美元,该协议于2010年3月24日正式生效,“清迈倡议”多边化迈入了实质性进程。

2. 亚洲债券市场合作

(1) 发展亚洲债券市场各项倡议的提出

2002年6月,泰国在第一届亚洲合作对话中首先提出建立亚洲债券市场的倡议。同年9月中国香港在第九届APEC财长会议上提出“发展资产证券化和信用担保市场”的倡议,旨在通过成立专家小组、开展政策对话及研讨等活动加强对发展本地区资产证券化和信用担保市场的重视,以此促进亚洲地区债券市场的发展。世界银行对该倡议表示支持,APEC成员国也积极响应,韩国、泰国和世界银行均加入成为联合牵头方。

2002年11月,韩国在东盟“10+3”非正式会议上建议:完善区域性信用评级、担保、清算等方面的制度,促进亚洲债券市场的发展。2003年2月日本在东盟“10+3”高层研讨会上提出“亚洲债券市场启动方案”,提出的主要措施包括各国应放宽企业进入债券市场融资的准入条件、建立有利于发展债券市场的制度环境、鼓励发行以区内货币记值的债券及建立信息交换机制。

2003年8月正式推出了由东盟及中、日、韩13国财政部长和中央银行行长会议提出的“培育亚洲债券市场倡议”(Asian Bond



Markets Initiative, ABMI)。该倡议内容涉及证券化、信用担保、评级机构、外汇与资本管制和证券结算各领域,目的在于完善债券市场的基础条件。

(2) 亚洲债券基金

2002年8月,泰国在东亚及太平洋中央银行行长会议(Executives Meeting of East Asia and Pacific Central Banks, EMEAP)上提出建立亚洲债券基金的设想,构建了亚洲债券基金的雏形。2003年6月,EMEAP宣布与国际清算银行合作建立亚洲债券基金(Asian Bond Fund 1, ABF 1),并于同年6月22日开始运作。该基金是由EMEAP各经济体从其官方储备中出资建立的一个共同基金,将投资于EMEAP成员(日本、澳大利亚和新西兰除外)发行的一揽子主权和准主权美元债券,以增加该类债券的流动性,以此推动其他投资者进入亚洲债券市场。

2004年12月EMEAP宣布亚洲债券基金2期(ABF 2)即将启动,主要由各成员的储备出资设立,规模约为20亿美元,由泛亚债券指数基金(Pan-Asian Bond Index Fund, PAIF)和债券基金中基金(Fund of Bond Funds, FOBF)两个平行基金组成,投资于EMEAP成员(除日本、澳大利亚和新西兰)发行的主权和准主权本币债券,规模由10亿美元扩大到20亿美元;确定了向私人部门开放的原则,ABF 2于2005年5月进入实施阶段。

3. 亚洲股票市场合作

目前亚洲股票市场一体化的进展主要体现在单边开放、双边合作的实施及多边合作构想三个方面^①:

一是单边开放。亚洲各国不断加大股票市场开放力度,各国股票市场间的关联度日益提高。如日本东京交易所已成为一个重

^① 中国人民大学课题组:《东亚金融一体化研究》,中国人民大学出版社2006年版,第234—242页。

要的国际化股票交易所,新加坡和中国香港也逐步成为国际性股票市场,中国大陆、韩国、泰国及中国台湾等国家和地区也在市场开放和吸引外资方面展开了激烈的竞争。

二是各国证券监管当局和证券交易所开展的双边合作,主要包括监管层面和交易所层面。在监管层面,亚洲各国和地区证券监管机构签订了一系列双边证券监管合作备忘录,交流证券立法和监管信息。例如,中国证券监督管理委员会目前已与包括中国香港、新加坡、日本和马来西亚在内的几十个国家和地区签署了证券监管合作备忘录。在交易所层面,亚洲很多证券交易所积极展开合作,如韩国证券交易所和日本东京证券交易所分别于2003年与我国深圳和上海证券交易所签订合作谅解备忘录。2006年8月,亚洲的孟买、布尔萨等16个证券交易所加入了世界证券交易所联合会,以进一步加强交流与合作。

三是多边合作。亚洲在股票市场上的多边合作还仅限于构想阶段,亚洲各国和区域性组织提出了各类股票市场一体化构想,如香港和深圳证券交易所合作、大中华经济区交易所的合作及在更大范围内的亚洲股票市场合作等,由于亚洲各国家和地区的经济基础、股市发展水平和开放度以及管理制度方面存在较大差异,亚洲股票市场的多边合作将是一个漫长的、渐进的过程。

(二) 东亚金融开放的进程

东亚金融危机之后各国和地区都加大了金融开放的力度,主要体现在资本账户开放、利率及汇率的自由化三个方面,以下将从上述方面对东亚经济体的金融开放进行概述。

1. 东亚国家(地区)汇率制度演进

从汇率制度来看,金融危机之前,东亚国家(地区)的汇率制度并不稳定:马来西亚从钉住一篮子货币变为管理浮动制;新加坡从浮动制变为钉住一篮子货币,进而转变为管理浮动;印度尼西亚



从钉住美元变为管理浮动;韩国从钉住一篮子货币转为管理浮动;泰国交替采用了钉住一篮子货币和钉住美元的汇率制度;中国香港从浮动汇制变为联系汇制;菲律宾、日本从管理浮动变为单独浮动;我国从汇率双轨制转变为管理浮动制;中国台湾由机动汇率制度转变为自由浮动汇制。金融危机后部分国家(地区)维持了原有的汇率制度,如日本和中国台湾的浮动汇率制度,新加坡的管理浮动制度,中国香港的联系汇率制度;部分国家继续推行汇率的市场化改革,如韩国、印尼、菲律宾都转为单独浮动的汇率制度;马来西亚则先钉住美元后转为单独浮动。

表 0-1 东亚国家(地区)汇率制度演进^①

国 家	时 间	汇 率 制 度
马来西亚	1975 年 9 月—1993 年 6 月	钉住一篮子货币
	1993 年 9 月—1997 年 3 月	管理浮动
	1998 年 9 月—2005 年 7 月 20 日	钉住美元
	2005 年 7 月 21 日—	单独浮动
新加坡	1973—1980 年	浮动汇制
	1981 年 1 月—1987 年 12 月	钉住一篮子货币
	1988 年 1 月—1997 年 3 月	管理浮动
印度尼西亚	1972—1977 年	钉住美元
	1978—1996 年	管理浮动
	1997 年—	单独浮动

^① 资料来源:许少强:《东亚经济体的汇率变动》,上海财经大学出版社 2002 年版。转引祝小兵:《东亚金融合作:可行性、路径与中国的战略》,上海财经大学出版社 2006 年版,第 182 页。中国台湾数据来自:黄涛:《简析台湾外汇管理热点问题》,《海峡科技与产业》2004 年第 1 期,第 14 页。韩国数据来自:曲凤杰:《从管理浮动到自由浮动:韩国汇率制度转型的经验及启示》,《新金融》2007 年第 8 期,第 11 页。