



上海市学术著作出版基金

东亚金融合作制度设计和 效应研究

郑海青 著



上海世纪出版集团



上海市学术著作出版基金

博士文库

东亚金融合作制度设计和 效应研究

郑海青 著

表 5.3 东南亚金融危机程度与银行监管质量比较

	印度尼西亚	泰国	马来西亚	菲律宾	韩国	新加坡
危机实际严重程度排名①	1	2	3	4	5	8
危机造成的 GDP 最高损失 (一年)②	-13.1	-10.2	-7.4	-0.6	-6.7	-0.4
银行监管质量评级指数③	52	52	41	47	45	16

注:① 数据来源:用 STV 模型估算。

② 数据来源:IMF: *International Financial Statistics Yearbook*, 2001

③ 指数越小,表明排名越高,监督质量越好。

数据来源:World Bank (1998):“Argentine Financial Sector Review”。转引自:Demirguc-Kunt & Detragiache(1998)。

(三) 亚洲债券市场与金融稳定

根据巴曙松(2005)的分析,东亚金融合作的重要内容之一——亚洲债券基金的成立将引导国际投资者,帮助实现东亚金融稳定。1997—1998 年金融危机激化的一个主要原因就是国际投资者的短期频繁流动,这些国际投资者存在明显的“恐慌群集症”(panic herding),加剧了危机的激烈程度。亚洲债券基金的目标就是提倡加大本地区内融资,在一定程度上避免区外的“投资者忽视”(investor ignorance)。与此同时,亚洲债券基金可以将东亚盈余储蓄直接转化为区内投资,避免区内资金被海外基金利用对本地区进行投机。如果包括长期债券,就会克服短期负债在借款人面对负面攻击带来的流动性和系统风险时面临的问题,增强区域内的金融稳定。

胡颖和胡洁(2004)认为,发展亚洲债券市场有助于解决贷款期限不匹配的问题。债券作为长期资金的融资工具,有利于长期资金与投资的匹配,减轻公司对短期资金的过度依赖。其次,由于发展债券市场作为直接融资渠道,有利于将本地区的高储蓄直接用于长期融资,解决货币不匹配问题。因此,亚洲各国和地区普遍意识到要解决“借贷期限”和“货币币种”双重不匹配的问题,避免由于银行体系风险累积和外

表 5.3 东南亚金融危机程度与银行监管质量比较

	印度尼西亚	泰国	马来西亚	菲律宾	韩国	新加坡
危机实际严重程度排名①	1	2	3	4	5	8
危机造成的 GDP 最高损失 (一年)②	-13.1	-10.2	-7.4	-0.6	-6.7	-0.4
银行监管质量评级指数③	52	52	41	47	45	16

注:① 数据来源:用 STV 模型估算。

② 数据来源:IMF: *International Financial Statistics Yearbook*, 2001

③ 指数越小,表明排名越高,监督质量越好。

数据来源:World Bank (1998):“Argentine Financial Sector Review”。转引自:Demirguc-Kunt & Detragiache(1998)。

(三) 亚洲债券市场与金融稳定

根据巴曙松(2005)的分析,东亚金融合作的重要内容之一——亚洲债券基金的成立将引导国际投资者,帮助实现东亚金融稳定。1997—1998 年金融危机激化的一个主要原因就是国际投资者的短期频繁流动,这些国际投资者存在明显的“恐慌群集症”(panic herding),加剧了危机的激烈程度。亚洲债券基金的目标就是提倡加大本地区内融资,在一定程度上避免区外的“投资者忽视”(investor ignorance)。与此同时,亚洲债券基金可以将东亚盈余储蓄直接转化为区内投资,避免区内资金被海外基金利用对本地区进行投机。如果包括长期债券,就会克服短期负债在借款人面对负面攻击带来的流动性和系统风险时面临的问题,增强区域内的金融稳定。

胡颖和胡洁(2004)认为,发展亚洲债券市场有助于解决贷款期限不匹配的问题。债券作为长期资金的融资工具,有利于长期资金与投资的匹配,减轻公司对短期资金的过度依赖。其次,由于发展债券市场作为直接融资渠道,有利于将本地区的高储蓄直接用于长期融资,解决货币不匹配问题。因此,亚洲各国和地区普遍意识到要解决“借贷期限”和“货币币种”双重不匹配的问题,避免由于银行体系风险累积和外

表 5.3 东南亚金融危机程度与银行监管质量比较

	印度尼西亚	泰国	马来西亚	菲律宾	韩国	新加坡
危机实际严重程度排名①	1	2	3	4	5	8
危机造成的 GDP 最高损失 (一年)②	-13.1	-10.2	-7.4	-0.6	-6.7	-0.4
银行监管质量评级指数③	52	52	41	47	45	16

注:① 数据来源:用 STV 模型估算。

② 数据来源:IMF: *International Financial Statistics Yearbook*, 2001

③ 指数越小,表明排名越高,监督质量越好。

数据来源:World Bank (1998):“Argentine Financial Sector Review”。转引自:Demirguc-Kunt & Detragiache(1998)。

(三) 亚洲债券市场与金融稳定

根据巴曙松(2005)的分析,东亚金融合作的重要内容之一——亚洲债券基金的成立将引导国际投资者,帮助实现东亚金融稳定。1997—1998 年金融危机激化的一个主要原因就是国际投资者的短期频繁流动,这些国际投资者存在明显的“恐慌群集症”(panic herding),加剧了危机的激烈程度。亚洲债券基金的目标就是提倡加大本地区内融资,在一定程度上避免区外的“投资者忽视”(investor ignorance)。与此同时,亚洲债券基金可以将东亚盈余储蓄直接转化为区内投资,避免区内资金被海外基金利用对本地区进行投机。如果包括长期债券,就会克服短期负债在借款人面对负面攻击带来的流动性和系统风险时面临的问题,增强区域内的金融稳定。

胡颖和胡洁(2004)认为,发展亚洲债券市场有助于解决贷款期限不匹配的问题。债券作为长期资金的融资工具,有利于长期资金与投资的匹配,减轻公司对短期资金的过度依赖。其次,由于发展债券市场作为直接融资渠道,有利于将本地区的高储蓄直接用于长期融资,解决货币不匹配问题。因此,亚洲各国和地区普遍意识到要解决“借贷期限”和“货币币种”双重不匹配的问题,避免由于银行体系风险累积和外

表 5.3 东南亚金融危机程度与银行监管质量比较

	印度尼西亚	泰国	马来西亚	菲律宾	韩国	新加坡
危机实际严重程度排名①	1	2	3	4	5	8
危机造成的 GDP 最高损失 (一年)②	-13.1	-10.2	-7.4	-0.6	-6.7	-0.4
银行监管质量评级指数③	52	52	41	47	45	16

注:① 数据来源:用 STV 模型估算。

② 数据来源:IMF: *International Financial Statistics Yearbook*, 2001

③ 指数越小,表明排名越高,监督质量越好。

数据来源:World Bank (1998):“Argentine Financial Sector Review”。转引自:Demirguc-Kunt & Detragiache(1998)。

(三) 亚洲债券市场与金融稳定

根据巴曙松(2005)的分析,东亚金融合作的重要内容之一——亚洲债券基金的成立将引导国际投资者,帮助实现东亚金融稳定。1997—1998 年金融危机激化的一个主要原因就是国际投资者的短期频繁流动,这些国际投资者存在明显的“恐慌群集症”(panic herding),加剧了危机的激烈程度。亚洲债券基金的目标就是提倡加大本地区内融资,在一定程度上避免区外的“投资者忽视”(investor ignorance)。与此同时,亚洲债券基金可以将东亚盈余储蓄直接转化为区内投资,避免区内资金被海外基金利用对本地区进行投机。如果包括长期债券,就会克服短期负债在借款人面对负面攻击带来的流动性和系统风险时面临的问题,增强区域内的金融稳定。

胡颖和胡洁(2004)认为,发展亚洲债券市场有助于解决贷款期限不匹配的问题。债券作为长期资金的融资工具,有利于长期资金与投资的匹配,减轻公司对短期资金的过度依赖。其次,由于发展债券市场作为直接融资渠道,有利于将本地区的高储蓄直接用于长期融资,解决货币不匹配问题。因此,亚洲各国和地区普遍意识到要解决“借贷期限”和“货币币种”双重不匹配的问题,避免由于银行体系风险累积和外

目 录

序言	1
导论	1
一、问题的提出	1
二、文献综述	9
三、相关界定、研究思路与结构安排	24
四、研究方法、创新与意义	28
第一章 东亚金融体系的脆弱性分析	31
一、东亚银行体系的脆弱性分析	31
二、东亚证券市场发展不足	42
三、东亚金融一体化程度分析	54
本章小结	73
第二章 东亚金融合作制度设计之一：地区金融监督和金融监管合作	75
一、东亚地区金融监督	75
二、金融监管合作	91

本章小结	108
第三章 东亚金融合作制度设计之二:东亚证券市场合作	111
一、亚洲债券市场合作	111
二、东亚股票市场合作	127
本章小结	142
第四章 东亚金融合作制度设计之三:东亚金融合作模式	145
一、东亚区域合作中的经济关系	146
二、东亚金融合作的可选模式剖析	152
三、东亚金融合作模式的现实选择:东盟+3 合作模式	162
本章小结	168
第五章 东亚金融合作效应分析	170
一、东亚金融合作的金融稳定效应	170
二、东亚金融合作的经济增长效应	181
三、东亚金融合作的福利收益效应	195
本章小结	205
第六章 结论与政策建议	207
一、主要结论	207
二、中国参与东亚金融合作的策略	210
三、本书研究的不足及研究展望	218
附表	220
参考文献	228
后记	250

导 论

一、问题的提出

（一）东亚为什么要加强合作？

1997—1998 年亚洲金融危机表明，金融一体化使各国经济相互依赖程度日益加深，国家间金融市场的密切关系使得金融不稳定不可能停留在一国国内，区域性和全球性的共同对付消极溢出的努力更加成为必要。因此，危机发生以后，东亚地区的金融一体化与金融合作问题得到了学术界和政策研究者的热切关注。一个较为公认的导致危机的因素就是东亚地区缺乏一个强劲的区域性金融市场，使得风险不能得到充分的分散(Jeon, Oh and Yang, 2005)。因此，在亚洲金融危机后，东亚国家确立了两个政策目标：区域性汇率稳定和区域性金融市场发展，防止金融危机的再次来袭。

1. 东亚地区的经济一体化发展

东亚经济保持高速增长(见附表 0.1)，东亚地区的贸易开放度逐年上升(见附表 0.2)，东亚地区占全球贸易额中的比重由 1990 年的 13% 上升到 2004 年的 20%。^[1]在东亚地区整体贸易开放度提高的同时，区域内的贸易也得到了大幅度的发展(见附表 0.3)。在过去的 20 年中，区域内贸易占总贸易额的比重将近翻了一番，达到 41%，相当于

北美自由贸易区(NAFTA)的水平。区域内贸易增长的一大驱动力是产业内贸易的迅速发展。产业内贸易增长对整体贸易的增长贡献率已经从1986—1990年的42.5%迅速提高到1996—2000年的75%。^[2]东亚地区一直在为促进贸易一体化而努力,近年来贸易自由化取得了很快的发展趋势。东盟中的缅甸、印度尼西亚、马来西亚、新加坡、菲律宾和泰国于1992年1月建立了东盟自由贸易区,签订了关于减少区域内关税和非关税壁垒的协定。最近几年,东亚地区区域内国家间以及东亚国家和区域外国家,都签订了双边自由贸易协定(见附表0.4),其中区域内贸易自由化最为突出。

东亚地区的直接投资相互依赖关系也比较高。附表0.5提供了金融危机后1999—2001年东亚地区内部的FDI流量,可以看出金融危机后,东亚地区内部的直接投资依赖性仍然维持上升,来自区域内的直接投资比重高达40%左右。20世纪90年代以来,日本和新兴工业国家同时加大了对中国的投资,使中国成为区域内直接投资的主要受益者。这种区域内投资的高度依赖性为东亚国家间进一步加强贸易和金融合作提供了良好的基础——增加货币金融稳定的收益,反过来,加强金融合作将进一步促进东亚区域内投资的一体化。

东亚地区市场的逐步一体化使东亚地区发展成为一个经济利益共同体,经济一体化的发展需要货币和金融合作的补充和支持。东亚自由贸易区和自由贸易协定,经济体之间投资关系的继续稳定发展,再辅之以货币和金融合作的支持和补充,对于增加当地政府、机构和企业的投融资渠道、增强地区的金融稳定和安全、保持地区经济的高速发展、提高整体的竞争能力、增强承受外来冲击的能力等将会有积极的意义。

2. 区域金融危机传染

历次金融危机表明,金融危机具有区域传染性,金融危机的区域性传染有很多不同渠道:通过贸易相互依赖和金融溢出扩散的不对称冲

击(溢出效应);对称冲击即共同外部冲击(季风效应)和多重均衡下的信息不对称。

当一国发生危机时,国际金融市场的系统性风险提高,无风险利率会上升,国际金融市场出现紧缩。无风险利率的上升通常以工业化国家提高国内的基础利率并进行货币政策调整开始,最后扩散到整个国际金融市场。梅森(Masson, 1998)将这一机制称为季风效应。金融中介的流动性创造、资本流动和固定汇率制度的崩溃三种因素的相互交织放大了这一效应。这里金融中介通过改变债务期限放大了金融危机,但不是制造危机。危机只有在基本面到达一定极限时,外部共同因素,如国际金融市场利率的提高,才会激发危机。

金融危机的发生可以使一国(尤其是发展中国家)的流动性枯竭,国外投资者必然会从另一国抽取资金以满足他们的流动性需求,从而提高了对其他相似国家的风险溢价,索取更高的回报率,使得这类国家的融资成本上升。这就是所谓的流动性溢价(liquidity premium)。梅森(1998)称其为溢出效应。流动性溢价包括国内和国际借贷市场的扭曲,即金融中介的二元结构:国内银行在国际资本市场借款,贷款给国内非金融部门。于是,全球冲击的波动导致国内借款者的违约,最后造成银行倒闭。

净传染是指危机的传染无法从宏观经济基础变量来解释——两个国家间经济联系薄弱,一个国家的危机并没有恶化另一国家的经济基础。国际资本市场的作用机制结合信息不对称和羊群效应(herd behavior)引致的“自我促成(self-fulfilling)”和经济中的多维平衡点(multiple equilibria),导致了金融危机的净传染。一个国家的危机导致投资者重新评价其他类似国家的经济基础(即使这些国家的经济基础并没有发生变化),从而产生“自我促成”的投机者对类似国家的货币冲击。而金融结构的相似性和相似的金融脆弱性使得研究者很难区分,

是脆弱的经济基础导致净传染,还是地理位置和经济结构相近等非经济因素造成的。东亚各经济体地理位置相近,贸易和金融结构的相似性使得危机很容易在区域内传染蔓延,金融合作有助于防范金融危机,在危机发生时切断传染途径,防止危机蔓延。

3. 作为公共产品的区域金融稳定

随着金融一体化程度的不断深入,一个突出的问题是,如果各国之间在金融监管方面无法进行有效的合作,那么,一国的金融机构和金融市场所发生的问题,或者在一国范围内发生的金融危机就更有可能会引发别国的乃至世界范围的负外部效应,因为金融的一体化使得发生这种跨国传染的渠道也变得更为畅通了,经济学家有时称这种区域或世界范围内的负外部效应的传播和扩散为地区或国际金融市场的系统风险。

区域金融合作的利益本质上来自于减低地区系统风险。区域性金融稳定具有公共产品的特性,没有国家愿意在其他国家不努力实现金融稳定的情况下自己去努力实现,而受益的是所有国家。区域性金融危机的爆发是激励合作的重要因素。区域金融协调的公共产品特性体现在“金融不稳定是在国家间扩散的潜在公害”(Girardin, 2004),而国内监管者不会关心这种消极的外部性是否会通过溢出效应影响到其他国家。尤其当区域金融不稳定源于净传染时,由于国内当局不直接参与解决问题,这时区域性的协调就可以发挥重要作用。

4. IMF 援助的无效性和国际流动性供给不足

危机孕育的观点认为,危机爆发后,及时获得大量流动性支持有助于一个国家免受资本突然急剧外流的冲击,而现有的由国际货币基金组织(IMF)主导的国际流动性支持体系不能为亚洲国家提供足够的支持。亚洲金融危机发生后,泰国、印度尼西亚、韩国、菲律宾等国都向IMF寻求了援助,但该类援助受制于贷款条件性(conditionality),即当IMF提供流动性支持时,通常有宏观经济附加条件,而一些评论者认为

这些条件不符合本地区情况。拉德莱特和萨克斯(Radelet and Sachs, 1998)以及布劳威尔(De Brouwer, 2001)都认为 IMF 对这些国家的援助计划存在差错。斯蒂格利茨(Stiglitz, 2002)认为, IMF 在提供援助时,往往要求危机国家采取紧缩的宏观经济政策,这对经济衰退的国家反而不利。巴罗和李(Barro and Lee, 2002)的研究运用了 82 个国家 5 年的数据对 IMF 贷款的效果进行实证分析,对东亚国家的分析表明, IMF 的援助对于遭受危机国家投资的增长和经济的恢复没有显著作用。

亨宁(Henning, 2002)认为, IMF 凡事必求达成广泛的共识,磋商与决策的过程相对缓慢,少数几个国家的反对便可阻止使用 IMF 的资金。此外, IMF 的规划并非总能灵活地适应成员国的国情。而美国国会对 IMF 活动的政治支持是多边的,而且一些范围较小的集团也有可能阻止或拖延美国国会批准 IMF 的重要决策。然而,在由一些想法相近的国家组成的区域性组织中,决策过程的麻烦可以少些,效率可以高些,从而会加快提供金融援助的速度。资金支付的速度对于处理由信心崩溃引发的金融危机尤为重要。鉴于今后国际金融体系演变的不确定性,及东亚地区国家借用多边机构资金的能力有限,区域金融合作是一种谨慎的规避风险手段。

危机之后,亚洲国家积累了大量外汇储备。在多重均衡解释中,大量外汇储备可以减少一国易受投机攻击的范围。但积累大量外汇储备的成本非常高,并且各国分散的外汇储备对抵御危机不能够起到很大的作用,因此各国需要加强合作,将东亚国家的外汇储备积聚起来,加以有效利用,以提供集合的流动性(pooled liquidity)。

(二) 东亚为什么要加强金融合作?

1. 东亚货币金融合作的区分

艾琴格林(Eichengreen, 2002)对货币合作和金融合作做了严格的

区分,货币合作的目标是实行区域内共同的汇率制度安排,而金融合作则重在通过合作发展金融市场和改善金融体系。蒙蒂尔(Montiel, 2004)区分了宏观经济政策的合作和金融部门改革与发展的合作,宏观经济政策的合作包括信息共享和政策监督、外汇储备集中和共享(储备库)以及围绕统一的区域汇率安排(包括最高形式——区域单一货币)进行的经济政策协调等。伊藤和朴(Ito and Park, 2004)的研究说明,金融部门改革合作的增强可以促进汇率协调。基于以上区分,本书将集中于研究东亚货币金融合作的一个方面,即金融合作。

2. 现阶段货币合作的不可行性

由于1997年亚洲金融危机的爆发始于泰国货币贬值,危机的传染也表现为各国纷纷放弃固定汇率制,亚洲国家原先采取的汇率制度的脆弱性就被认为是引起金融危机的根源之一。很多学者提议通过东亚货币合作,在东亚这个区域内实行共同的汇率制度安排,实现东亚汇率的稳定。他们对东亚货币合作的方式提出了一系列设想。例如,威廉姆森(Williamson, 1999)提出了著名的BBC(basket, band, crawl)理论,设想各国共同钉住一个由美元、日元和欧元组成的货币篮子(a common peg)。吴和哈维(Oh and Harvie, 2001)设想的亚洲汇率联动机制(Asian exchange rate mechanism),麦金农(Mckinnon, 2000)提倡的东亚地区的美元化(the dollarization of East Asia),以及日本学者大野和城野(Ohno and Shirono, 1997)提出的建立日元区(the Yen block proposal)等方案。

然而,艾琴格林(2002)认为,不管是钉住篮子货币、设立亚洲汇率联动机制,还是建立美元区或是日元区,要在整个区域内实行共同的固定汇率制度安排,都需要四个条件:汇率制度具有可信性、汇率制度具有灵活性、建立一个共同的协调监管机构以及国家间足够的流动性支持。共同的汇率制度首先需要参与国共同的承诺来支持,这种承诺必

须是可信的,即当危机来临时,没有国家会放弃承诺,退出这一汇率制度。其次,可行的汇率合作还必须具备一定的灵活性,应给予汇率、价格或是工资体系一定的灵活度调节。再次,货币合作与某个国家单方面固定汇率的最大差别就在于有一个共同的协调监管机构来调节各国的关系,防止“以邻为壑”的行为发生。最后,捍卫一个共同的汇率制度需要国家间足够的流动性支持。

针对以上四个条件,反观东亚地区的情况可见:第一,近年来东亚国家之间的资本流动日趋自由,各国追求的社会目标差异很大,汇率稳定不再是每个国家追求的首要目标。因此,国家间进行货币合作、实行共同的汇率制度安排并不符合各国的利益。第二,在现实中,汇率平价的变动并不如设想的那么灵活。即使宏观经济发生变化,汇率平价需要调整,政府也往往为了维持固定汇率的可信性保持原有汇率,直到即将发生投机攻击的临界点为止,难以把握对可信性和灵活性的取舍。此外,东亚国家的经济发展水平和经济结构各异,工资、价格的弹性差异也很大,不可能使每个国家对汇率的调整都具有灵活性。第三,东亚历史文化决定了各国追求独立自主,不愿意将本国问题的决定权交给跨国的协调机构,这导致各国只有政府间的松散合作,不可能建立强有力的决策机构对各国进行监管协调。第四,虽然清迈协议规定了参与国之间的流动性支持,把总援助额提高到 10 亿美元,但比起各国金融市场的总市值,比起 1997 年金融危机中各国的国际收支逆差额来说,这个数额还是非常微小的。而且,东亚各国间具有不干涉他国事务的文化传统,这一传统使国家间无法形成完全信任的关系。这就很难使各国集中更多的外汇储备资源,也很难保证储备资源能有效地用于防范和抵制危机。

由此可见,东亚国家间进行货币合作在目前阶段不具有可行性。为此,朴(2002)认为,东亚国家现阶段应该做的,是在“东盟+中日韩”

的框架内建立共同的危机干预机制,并进行金融体系改革,增强防范危机的能力,为将来的货币合作打下坚实的基础,为最终的货币一体化而努力。

3. 共同的结构性金融问题

东亚各经济体金融发展水平差异很大,但存在共同特征和问题,特别是金融体制方面的相似性和银行体系的脆弱性。在以银行为主导的金融体系下,东亚国家的金融市场大多不够发达,透明度不足,运行效率不高,缺乏良好的公司治理。各国政府常年把金融体系作为实施产业政策的工具,银行和政府、大企业关系密切,存在大量的不良贷款。各国政府很难抵制惯性,会一如既往地避免执行结构重组和危机防范措施。因此,东亚国家间进行金融合作不仅能向成员国提供技术支持和培训,还能在这个区域内传播国际上金融行业的标准,建立适合亚洲的监管规则,促使各国在一定条件下进一步开展国内结构重组,使该地区的金融发展跟上国际的步伐。

4. 高额的外汇储备

自 2001 年以来,由于大量的资本流入,东亚经济体的外汇储备增加非常迅速。从 2003 年到 2005 年上半年两年半的时间内,资本流入就带来了 7 650 亿美元的外汇储备的增加。^[3]2005 年开始由于美元的坚挺,资本流入大量减少,除了中国以外的东亚其他国家的外汇储备处于增长停滞状态。从附表 0.6 中可以看出,2007 年 12 月整个东亚的国际储备达到了 3 万多亿美元。从外汇储备覆盖进口的月数来看,最高时相当于 15 个月的进口额。国际上一般认为,外汇储备相当于 3 个月进口额就属于外汇储备充足。考虑到各国利用国际金融市场的能力及风险偏好不同,适合各国国情的外汇储备充足率标准会相应地有所不同。但是,东亚的外汇储备整体上显然过剩。

高额外汇储备给东亚各经济体带来的种种不利影响包括:以本地

区储蓄支撑美国等储备发行国的经济,削弱了本地区的境内投资;承担利差损失和利率风险;承担美元贬值的汇率风险。例如 2002 年 10 月,美国短期国债年利率仅为 1.35%左右,而美国的银行向大客户发放的 1 年期贷款利率为 4.75%,两者之间的利差达 2.4 个百分点。如果东亚 1 万多亿美元外汇储备中有 65%投资于美元,则理论上每年的利差损失就高达 180 亿美元(李若谷,2004)。拉詹(Rajan, 2003)估计了东亚 5 个受危机影响的国家持有“额外储备”(excess reserves)所带来的财政损失。他首先作了两个假设:超过 3 个月进口额的外汇储备设定为“额外储备”,并且这“额外储备”是维持开放资本账户的机会成本;外汇储备收益(美国国债利率)与国内资金的边际成本的利差假定为 6 个百分点。拉詹(2003)的估计结果发现,1999 年东亚 5 国用外汇储备这种“保险单”来防范金融市场不可预测性的年成本是 GDP 的 0.3%—1%。最高的是泰国和马来西亚,分别为 0.96%和 0.9%;最低的是菲律宾,为 0.3%。

为了充分利用亚洲各经济体的外汇储备,减少亚洲各经济体对于美国和欧洲债券市场的过分依赖,分散债券组合的投资,规避美国国债泡沫破灭带来的风险,就必须加强东亚金融合作,大力发展区域内金融市场,为本区域各经济体的储备提供安全、高流动性的投资工具。因此,发展区域性的金融市场既能实现储备资产投资的多元化,分散投资风险,提高投资收益率,又能为区域内的长期投资提供资金,有利于避免由于外资的大量流动对经济所造成的冲击。

二、文献综述

(一) 关于东亚货币金融合作基础的研究

对东亚货币金融合作的基础分析,集中于以下三方面:货币金融合