第 34 卷 第 9 期
2008 年 9 月

财经研究
Journal of Finance and Economics

Vol. 34 No. 9
Sep. 2008

东亚消费风险分担的度量及潜在福利分析

郑海青

（华东师范大学 金融与统计学院，上海 200062）

摘　要：文章利用 1970－2004 年的相关数据，度量了东亚 13 个经济体的消费风险分担的程度以及东亚地区在实现完全风险分担后带来的潜在福利收益。实证结果表明：东亚区域资本市场在平滑 GDP 冲击方面的作用非常小，对区域借贷市场虽有一定的作用，但较为有限，这说明东亚的消费风险分担程度还相当低；相比 OECD 国家和欧盟国家，东亚各经济体风险分担的福利收益是比较高的。

关键词：东亚；消费风险分担；福利收益

中图分类号：F731　**文献标识码**：A　**文章编号**：1001-9952(2008)09-0091-10

1997－1998 年亚洲金融危机以后，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 和 Yang，2005)。通过与其他国家金融一体化的发展，一国的消费者与其他国家的消费者通过借贷能够实现更大的风险分担，得到更大可能的消费平滑。因此，金融一体化减少了国别风险导致的对消费的冲击，提高了消费者的效用，从而增加了参与国家的总体福利。

那么，东亚地区消费风险分担的发展程度究竟如何？东亚地区在实现完全风险分担后有多大的福利收益？东亚各经济体与区域内哪些经济体实现风险分担的福利收益会更大？在当今东亚金融一体化和东亚金融合作得到普遍关注的形势下，以上问题的解决无疑具有重要的理论和实践意义。

本文的主要结构为：第一部分是关于国际消费风险分担的文献回顾；第二部分度量东亚消费风险分担的程度；第三部分计算分散消费风险带来的潜在福利收益；第四部分是全文结论和对东亚各经济体的政策启示。

收稿日期：2008-03-27

作者简介：郑海青(1973－)，女，浙江乐清人，华东师范大学金融与统计学院讲师。

一、关于国际消费风险分担的文献回顾

(一)国际消费风险分担的度量。真实商业周期理论把金融市场的作用延伸到商业周期,认为国际金融市场一体化程度越高,消费联动性高于产出联动性的程度越高,即越能够达到消费平滑的目的。消费风险分担的渠道包括:不同国家相互持有资产以分散国别风险(资产分散化),由发达的资本市场来支撑;各国调整资产持有量,由国际借贷市场(跨期贸易)来支撑;政府或国际组织安排财政转移制度。Asdrubali、Sørenson 和 Yosha(1996)开创了用上述渠道平滑地区冲击的分析框架,使用分解美国 GDP 冲击方差的分析方法,发现完全的消费平滑是不可能达到的。美国有 75%的收入冲击得到平滑,其中,资本市场占 39%,借贷市场占 23%,财政制度占 13%。由此可见,市场因素在美国消费平滑中的角色非常重要。Sørenson 和 Yosha(1998)用相似的方法研究发现,不管是在 OECD 国家还是欧盟国家,较大部分(60%－70%)的系统性产出冲击没有得到平滑,并且国际资本市场在消费平滑中的角色并不重要,国际财政转移的平滑作用也比美国的要小。Melitz 和 Zumer(1999)甚至发现 OECD 国家将近 80%的冲击未得到平滑。Kim 等(2003)应用相关方法对东亚国家进行研究,发现东亚国家已经实现的消费风险分担和消费平滑均低于 OECD 和欧盟国家。

(二)国际消费风险分担的福利收益。国际金融市场有利于风险在各国之间更有效地分散,而理论上福利水平的提高在实践中究竟是否真的可观呢?已有文献得出的结果差异巨大。Lucas(1987)针对美国消费变化的福利成本所做的影响因素的估计是"从风险分担所能得到的收益实际上很小"。Cole 和 Obstfeld(1991)采用产出不确定性的一般均衡模型研究国际风险分担的收益,认为产出风险的完全分担所带来的收益很小。Mendoza(1995)和 Tesar(1995)的结论是:风险分散的收益大小与 Cole 和 Obstfeld 的发现基本吻合(或更小点),部分原因是国内投资通过跨时的国内再分配可以提供更大范围的自我保险。而 Obstfeld(1995)则认为,对于许多发展中国家而言,从国际性风险分散中所能得到的收益更大。Wincoop(1994)发现一些 OECD 国家通过风险分散而取得的平均收益比 Cole 和 Obstfeld 所得到的更大,这部分收益相当于各国年度 GDP 的 5.6%。Wincoop(1998)研究发现,在可分离偏好条件下的风险分担福利收益中,连续时间下的福利收益为:50 年为 1.18%,100 年为 2.59%;离散时间下的福利收益与消费增长服从的随机过程有关,收益的范围是:50 年为 1.13%到 2.44%,100 年为 2.52%到 5.66%。不可分离偏好条件下的福利收益也与消费增长服从的随机过程有关,50 年为 1.1%到 3.5%,100 年为 2.5%到 7.4%。Kim 等(2003)应用 Wincoop(1994)的方法对东亚地区进行研究,发现东亚国家(或地区)消费风险分担 10 年、30 年和 50 年的潜在福利收益分别

为 1.5%、4.81%和 8.49%,均高于 OECD 国家和欧盟国家。

二、东亚消费风险分担的度量

这里对国际消费风险分担的程度进行实证研究,分析方法仍沿用 Asdrubali、Sørenson 和 Yosha(1996)的方差分解法。这一方法把收入波动分解为平滑的部分和未平滑的部分。风险分担平滑波动的渠道包括区域资本市场、借贷市场和财政转移支付。

(一)理论模型。Sørenson 和 Yosha(1998)构建了完全风险分担的理论模型。他们假设 GDP 为同质的贸易品,国家 i 在 t 期的人均产出是外生随机变量,每个国家有 n^i 个风险回避型、追求效用最大化的代表性消费者,并且每个消费者都是同质的。再假设资产市场是完全的,则国家 i 在 t_0 期面临如下消费规划:

$$\mathrm{Max}_{\{c^i_{\omega t}\}}\sum_{t=0}^{\infty}\delta^t\sum_{\omega t}\pi_{\omega t}u(c^i_{\omega t})$$

$$\mathrm{s.t.}\sum_{t=0}^{\infty}\sum_{\omega t}p_{\omega t}c^i_{\omega t}\leqslant\sum_{t=0}^{\infty}\sum_{\omega t}p_{\omega t}GDP^i_{\omega t} \tag{1}$$

其中,$GDP^i_{\omega t}$ 和 $c^i_{\omega t}$ 是状态为ω_t、概率为 $\pi_{\omega t}$ 的人均产出和消费,$p_{\omega t}$ 是 t_0 期状态为ω_t的或有消费单位价格。$\delta<1$ 是跨期主观贴现因子,每个消费者的 δ 都相等。对 $c^i_{\omega t}$ 取一阶导数得:

$$\delta^t\pi_{\omega t}u'(c^i_{\omega t})-\lambda^i p_{\omega t}=0 \tag{2}$$

其中 λ^i 是拉格朗日乘数。市场出清意味着对所有的状态ω_t有:

$$\sum_i n^i c^i_{\omega t}=\sum_i n^i GDP^i_{\omega t} \tag{3}$$

其中 n^i 是国家 i 的人口。价格标准化后得:

$$\sum_{t=0}^{\infty}\sum_{\bar{\omega}t}p_{\bar{\omega}t}=1 \tag{4}$$

令 $u(c)=\log(c)$,得到:

$$p_{\bar{\omega}t}=\kappa\cdot\delta^t\frac{\pi_{\bar{\omega}t}}{\sum_i n^i c^i_{\bar{\omega}t}} \tag{5}$$

其中,$\kappa=\{\sum_{t=0}^{\infty}\delta^t\sum_{\bar{\omega}t}\pi_{\bar{\omega}t}[1/\sum_i n^i c^i_{\bar{\omega}t}]\}^{-1}$。用式(2)、式(3)、式(5)消去 $p_{\bar{\omega}t}$,用 $c^w_t=\sum_i n^i GDP^i_t/\sum_i n^i$ 表示世界消费量,ω_t用 t 来简化,可以得到个人消费和世界消费的关系:

$$c^i_{\bar{\omega}t}=\kappa^i c^w_t \tag{6}$$

其中 $\kappa^i=(1-\delta)\sum_{t=0}^{\infty}\delta^t E(GDP^i_t/c^w_t)$。式(6)意味着如果一国消费变动与世界消费完全同步,而与本国冲击不同步,那么该国的风险得到了完全的分担。

国家之间的消费分担通过多种机制来实现:一国的居民或政府可拥有另一国的产出所有权,如一国的共同基金或退休基金进行国际投资,则该国居民的收

入将受其他国家产出的影响;一国的金融中介贷款给其他国家的公司,利息收入将平滑贷款国居民的收入。这种通过跨境持有资产的国际风险分担可从 GDP 与 GNP 之差中体现出来,一国 GDP 与 GNP 之差就是该国的国外要素净支付(NFP)。因此,如果这一水平的风险得到完全分担,则 GNP 满足式(6):

$$GNP^{i}_{\varpi t}=\kappa^{i}c^{w}_{t} \tag{7}$$

(二)GDP 冲击的横截面方差分解。Asdrubali、Sørenson 和 Yosha(1996)的基本思路是把消费平滑分成几个层面:资本市场,系统性产出冲击发生时通过区域资本市场自动分担风险以减少消费变动;借贷市场,通过跨期贸易平滑消费。Sørenson 和 Yosha(1998)还增加了国际转移支付这一平滑渠道,是因为存在欧洲结构基金(European Structural Fund,SF),但由于东亚国家没有类似的国际组织来再分配或稳定区域内收入,因此我们在这里没有把国际转移支付制度这一消费平滑渠道包括在内。

回到 GDP 冲击的横截面方差分解,下面等式在任何时期 t 都成立:

$$GDP^{i}=\frac{GDP^{i}}{GNP^{i}}\left(\frac{GNP^{i}}{C^{i}+G^{i}}\right)(C^{i}+G^{i}) \tag{8}$$

式(8)中所有变量都以人均计算,i 代表国家,C 代表私人消费,G 代表政府消费。为强调 GDP 冲击的横截面方差,时间指数不加考虑。对式(8)求对数差分,再乘以 ΔlogGDP,利用方差定义,可以得到以下方差分解表达式:

$$\begin{aligned}Var(\Delta logGDP^{i})=&Cov(\Delta logGDP^{i}-\Delta logGNP^{i},\Delta logGDP^{i})\\&+Cov[\Delta logGNP^{i}-\Delta log(C^{i}+G^{i}),\Delta logGDP^{i}]\\&+Cov[\Delta log(C^{i}+G^{i}),\Delta logGDP^{i}]\end{aligned} \tag{9}$$

对式(9)两边除以 $Var(\Delta logGDP^{i})$,可得到各个消费平滑渠道吸收 GDP 冲击的表达式:$1=\beta_k+\beta_c+\beta_u$。其中,$\beta_k=Cov(\Delta logGDP^{i}-\Delta logGNP^{i},\Delta logGDP^{i})/Var(\Delta logGDP^{i})$,$\beta_c=Cov[\Delta logGNP^{i}-\Delta log(C^{i}+G^{i}),\Delta logGDP^{i}]/Var(\Delta logGDP^{i})$,$\beta_u=Cov[\Delta log(C^{i}+G^{i}),\Delta logGDP^{i}]/Var(\Delta logGDP^{i})$。$\beta_k$ 是 ΔlogGDP−ΔlogGNP 对 ΔlogGDP 的回归系数,解释 GDP 冲击被国外要素净支付所平滑的部分;β_c 是 ΔlogGNP−Δlog(C+G)对 ΔlogGDP 的回归系数,解释 GDP 冲击被国家储蓄变动所平滑的部分;β_u 是 Δlog(C+G)对 ΔlogGDP 的回归系数,解释 GDP 冲击未被平滑的部分。

为估计各个系数,我们构造一个面板数据的变截距模型:

$$\begin{aligned}&\Delta logGDP^{i}-\Delta logGNP^{i}=\gamma_{k,t}+\beta_k\Delta logGDP^{i}+\varepsilon^{i}_{k,t}\\&\Delta logGDP^{i}-\Delta log(C^{i}+G^{i})=\gamma_{c,t}+\beta_c\Delta logGDP^{i}+\varepsilon^{i}_{c,t}\\&\Delta log(C^{i}+G^{i})=\gamma_{u,t}+\beta_u\Delta logGDP^{i}+\varepsilon^{i}_{u,t}\end{aligned} \tag{10}$$

各变量数据来自 Penn 世界数据表(Penn World Table),使用 13 个东亚经济体[①] 1970−2004 年的年度数据。各个数据采用经过 PPP(购买力平价)转换的货币单位来表示,因此各经济体的各个变量具有可比性。根据 Hausman

检验结果[②],通过检验则选择固定效应模型,反之则选择随机效应模型。

(三)回归结果分析。我们对该变截距模型分别就全部样本期和子样本期进行估计,子样本期包括 20 世纪 70 年代、80 年代和 90 年代后期。东亚国家的经济在亚洲金融危机期间发生了很大变化,因此我们又估计了危机前 10 年的样本(1987—1996)和危机前 27 年的样本(1970—1996)。估计结果见表 1。

表 1 东亚消费风险分担估计结果

样本期间	β_k	β_c	β_u
1970—2004	0.01*	0.21***	0.78***
	(0.01)	(0.03)	(0.03)
1970—1996	0.02	0.30***	0.70***
	(0.01)	(0.04)	(0.03)
1970—1980	0.02**	0.49***	0.51***
	(0.01)	(0.08)	(0.08)
1981—1990	—0.01	0.07	0. 93***
	(0.01)	(0.07)	(0.07)
1991—2004	0.02	0.17***	0.81***
	(0.02)	(0.04)	(0.05)
1987—1996	0.01	0.21*	0.78***
	(0.02)	(0.06)	(0.06)
1998—2004	0.01	0.15***	0.84***
	(0.03)	(0.06)	(0.06)

注:(1)本表的估计由 stata9.0 软件完成,系数下面括号中的数字为标准差。(2)*、**、*** 分别表示显著性水平为 10%、5%、1%。(3)FE 估计的 Hausman 检验的零假设是 FE 与 RE 估计系数无系统性差异。通过 1%显著性水平的 Hausman 检验,用固定效应模型估计,否则用随机效应模型。本表中各系数估计均采用随机效应模型。(4)由于计算的误差,各系数相加约等于 1。

在整个样本期内,有 78%的 GDP 方差没有得到平滑,只有 22%的方差得到平滑,这意味着只有 22%的消费风险得到了分担,其中区域借贷市场占主要地位,区域资本市场在消费平滑中发生的作用很小。危机前 27 年的样本期的回归结果有所不同,资本市场和借贷市场的作用比整个样本期间的作用有所加强,但资本市场的作用仍旧非常小。整个样本期内东亚地区的消费平滑程度低于 OECD 国家和欧盟的 30%—40%(Sørenson 和 Yosha,1998)。

对各子样本期的估计,除了 20 世纪 70 年代(消费平滑程度达到 51%)以外,其他样本期的结果比较相似。对于所有子样本期,区域资本市场的作用都非常有限,最多只能达到 2%。在所有子样本期区域借贷市场的作用较为明显,但也不是很大。总体来看,未平滑消费的范围为 51%(20 世纪 70 年代)到 92%(20 世纪 80 年代)。令人出乎意料的是,消费风险分担的程度并没有随时间增长,1997 年后反而下降了,主要原因是亚洲金融危机发生以后,东亚各国和地区纷纷放慢了金融市场开放的步伐,加强了对金融市场的监管力度,甚至恢复和强化了资本管制措施,这在一定程度上限制了东亚金融市场的一体化水平,限制了金融市场发挥消费平滑的作用。

表 2 是东亚地区不同子区域的风险分担程度。东盟 9 国包括文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南，东北亚包括中、日、韩三国，发达经济体包括韩国、日本、中国香港和新加坡。表 2 的结果与前文全样本分析的结果较为相似。总体的消费平滑程度很低，区域资本市场的作用很小，区域借贷市场有一定作用。比较不同子区域，在发达经济体中金融市场的作用相对较强，与 OECD 国家和欧盟国家的程度接近。

表 2　子区域回归结果

经济体	β_k	β_c	β_u
东盟 9 国	0.02	0.23***	0.76***
	(0.01)	(0.04)	(0.04)
东北亚	0.001	0.23***	0.76***
	(0.02)	(0.05)	(0.05)
发达经济体	0.03	0.29***	0.70***
	(0.02)	(0.04)	(0.04)

注：同表 1。

综上所述，东亚区域金融市场在平滑 GDP 方差方面起一定作用，但并不重要。其中区域资本市场的作用非常小，区域借贷市场有一定作用，但也较为有限。这说明了东亚地区消费风险分担的程度还相当低，尤其是资本市场在平滑消费风险方面的作用还很有限，并且也没有表现出随时间发展而加强的趋势。

三、东亚消费风险分担的潜在福利收益

接下来计算东亚各经济体分散国别风险、平滑消费带来的潜在的福利收益。van Wincoop(1994，1999)对福利收益的定义是：一国从金融封闭(或不完全市场经济)到完全金融资产市场(完全的风险分担)的福利变化，用福利水平的比较来表示。本文沿用 van Wincoop(1994，1999)的定义和分析框架来计算东亚每一个经济体与东亚地区的其他经济体实现完全风险分担所带来的福利收益。

(一)基本模型。假设有 J 个相同规模的国家，所有国家的居民都是事先同质的：即他们有相同的偏好，他们的消费流服从同样的随机过程。每个"代表性"国家 i 最大化以下效用函数：

$$V = E\int_0^H e^{-\beta t}\,\frac{c_{it}^{1-\gamma}}{1-\gamma}dt \tag{11}$$

其中，H 表示时间长度(年数)，γ 是相对风险回避系数，c_{it} 是各国消费。假设消费流服从以下带漂移的随机过程：

$$dy_{it} = \mu y_{it}dt + \sigma y_{it}dz_i \tag{12}$$

其中，z_i 是标准布朗运动，$\omega = dz_i dz_j (i \neq j)$ 代表不同国家禀赋增长率变化的相关系数。

在封闭经济中,国内可贸易品消费等于国内禀赋,即 $c_{it}=y_{it}$,则预期效用为:$V=\frac{y_{i0}^{1-\gamma}}{1-\gamma}\left(\frac{1-e^{-\psi}}{\psi}\right)$,其中 $\psi=\beta+(\gamma-1)(\mu-0.5\gamma\sigma^2)$。

在完全金融资产市场中,国别风险得到完全分散,每个国家的消费等于区域平均消费:$C_{it}=y_{it}^{w}=\sum_{1}^{J}y_{it}/J$。根据式(12)可得:$c_{it}$ 服从方差为 $\sigma_W^2=\sigma^2\left[\frac{1}{J}+\left(1-\frac{1}{J}\right)\omega\right]^2$ 的随机过程。风险分担后的预期效用与式(11)相同,两者相减可得以下福利收益,用恒久可贸易品消费的增加(百分比)表示:

$$gain\approx-\left(1-H(r-\bar{\mu})\frac{e^{-H(r-\bar{\mu})}}{1-e^{-H(r-\bar{\mu})}}\right)\frac{0.5\gamma d\sigma^2}{r-\bar{\mu}} \tag{13}$$

其中,$d\sigma^2=\sigma_W^2-\sigma^2$ 表示从金融封闭到完全金融资产市场可贸易品消费增长率的方差的变化,$\bar{\mu}=\mu-0.5\gamma\sigma^2$ 表示风险调整的增长率,$r=\beta+\overline{\gamma\mu}$ 是无风险利率。式(13)的参数中,无风险利率 r 用国际金融统计(IMF,IFS)中东亚 13 个经济体 1970—2004 年的货币市场利率(中国为央行贴现率)减去用消费价格指数变化表示的通货膨胀率得到实际利率,实际利率的平均值作为无风险利率,此方法沿用 van Wincoop(1999)的做法。各国消费增长率的平均值 μ、平均标准差 σ 和相关系数 ω 都根据 Penn 世界数据表计算所得。相对风险回避系数$\gamma=3$,这一设定是"相关领域很多学者的共识"③。计算子区域和各国风险分担收益时上述参数的大小都有相应的变化④。

(二)福利收益计算结果。根据以上各参数的计算结果,笔者计算了在东亚地区内以及各子区域内实现完全风险分担的福利收益,结果见表 3。表中的数据表示各经济体从现行状况转变到完全风险分担后消费水平的上升比例,也即福利收益。第一行是东亚地区每个样本经济体实现与其他样本经济体完全风险分担后的平均福利收益。从表 3 中我们可以看出,福利收益是时间的增函数。东亚各经济体完全风险分担的福利收益比 OECD 国家的福利收益要大得多。van Wincoop(1999)发现 OECD 国家 50 年的福利收益在 1.2%到 3.5%,Prasad 等(2003)估计这一数字要小于 3%,而东亚经济体为 11%。

表 3 东亚 13 个经济体区域风险分担的收益

样本 \ 风险年数	风险分担收益(%)				
	10 年	30 年	50 年	70 年	100 年
全样本(东亚)	1.70	5.92	11.00	16.65	25.67
子区域					
东盟	1.36	4.79	8.86	13.41	20.74
东北亚	0.51	1.79	3.34	5.05	7.75
发达经济体	0.35	1.22	2.28	3.45	5.31

资料来源:根据 Penn 世界数据表、国际金融统计数据计算而得。

对子区域分析的结果表明每个经济体在各区域内实现完全的风险分担所

带来的平均福利收益。从表3可知,在各子区域中,东盟国家内部实现完全风险分担的福利收益最高,发达经济体的收益最低。这一结论与上文中的结论(见表2)相对应,发达经济体的风险分担程度比其他子区域高,则其完全风险分担的福利收益就低;而东盟国家的风险分担程度较低,福利收益却相对较大。

表3提供的只是各经济体平均的福利收益,并没有给出各经济体不同的福利收益,因此笔者计算了各经济体与不同的区域完全风险分担后的福利收益,结果见表4。从表4中可以看出,不同经济体的福利收益相差还是比较大的,其中文莱与各区域风险分担的福利收益是最大的,日本的收益最低。在各子区域风险分担的收益中,各经济体与所有东亚经济体风险分担的收益最大,与发达经济体风险分担的收益最小。

表4　东亚13个经济体10年风险分担收益(%)

经济体	与东亚	与东盟	与东北亚	与发达经济体
文莱	7.51	6.05	3.25	1.48
柬埔寨	2.56	2.24	1.92	1.14
中国	0.75	0.65	0.63	0.58
中国香港	1.11	1.10	0.19	0.13
印度尼西亚	1.24	0.71	0.98	0.66
日本	0.23	0.23	0.12	0.07
韩国	0.49	0.34	0.46	0.26
老挝	2.00	1.89	1.37	0.65
马来西亚	1.01	0.46	0.92	0.67
菲律宾	0.33	0.21	0.21	0.17
新加坡	0.46	0.15	0.21	0.14
泰国	0.64	0.32	0.37	0.26
越南	0.30	0.21	0.27	0.18

资料来源:根据Penn世界数据表、国际金融统计数据计算而得。

四、结论及政策含义

本文通过方差分解的方法分析了东亚各经济体的消费风险分担渠道,并以此来衡量东亚消费风险分担的程度。本文还计算了东亚各经济体消费风险分担所能够带来的潜在的福利收益估计结果,基本结论为:第一,东亚地区消费风险分担的程度还是非常低的。整个样本期内只有约22%的GDP方差得到了平滑,其中,东亚区域资本市场在平滑GDP方差方面的作用非常小。东亚地区消费风险分担的水平比美国、OECD和欧盟国家要低得多。子样本期的估计结果除了20世纪70年代以外都比较相似。在子区域的回归结果中,只有发达经济体的风险分担程度和风险分担渠道与OECD和欧盟国家比较接近。第二,相比OECD国家和欧盟国家,东亚各经济体风险分担的福利收益是比较高的。东亚地区50年的福利收益为11%,而OECD国家的收益为1.2%到3.5%(van Wincoop,1999)。而东亚相对发达地区50年的收益为2.28%,与OECD国家相似。这与前面的东亚相对发达地区的风险分担水平

较高的结论相一致。

对于这样一个结论我们考虑以下问题:为什么东亚地区,尤其是相对不发达的国家的风险分担程度如此之低?为什么区域金融市场未能提供水平较高的风险平滑呢?笔者认为,首先是相对不发达的东亚国家面临着较大程度的金融抑制,表现为金融市场不发达,金融资产的数量和种类有限,金融交易成本高,信息不对称现象严重,跨境金融交易存在着一定的限制。根据《2007年全球经济自由度年报》,国际资本市场管制指数2005年的得分(0—10分为自由度的得分范围,10分表示自由度最大)为:中国3.7、韩国3.7、泰国3.9、马来西亚3.8、印度尼西亚4.9和菲律宾3.9。总体经济自由度列全球的位次分别为:86、32、60、60、86、69。金融交易的限制和其他政策的自由度较低阻碍了金融市场作为平滑国际消费风险重要渠道的发挥。其次是作为借贷市场平滑消费的跨期贸易所发挥的作用要比其他发达地区要小,主要原因在于东亚地区的贸易一体化程度比欧美国家低。1980年仅为30.2%,2000年增加到37.3%,2006年达到38.4%。但与2006年北美自由贸易协定(NAFTA)的44.2%、欧盟25国的66.1%区域内贸易比重相比仍较低⑤,尽管“10+1”自由贸易协定等相关自由贸易制度安排有所进展,但东亚地区尚未完全形成类似NAFTA、欧盟等经济体的覆盖全区域的较高水平的自由贸易体系,这阻碍了借贷市场平滑消费作用的发挥。最后,在未平滑的消费冲击中,有很大一部分是来自非贸易部门、工资和劳动力市场的国别冲击,这些冲击无法通过资产分散化来加以平滑。东亚地区的劳动力流动性比欧盟国家低。根据欧盟对内贸易法的相关规定,欧盟各成员国之间实现“4个自由”,即劳动力、资金、商品和服务在欧盟内部市场可以自由流动,而在东亚地区,劳动力的自由流动则受到限制。因此,要促进东亚地区的消费风险分担,就必须从以上渠道入手,实现贸易一体化、金融市场发展和生产要素自由流动的良性循环。

注释:

①这13个国家和地区是中国大陆、日本、韩国、中国香港和东盟中的文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南,由于数据缺乏,缅甸未包括在内。

②在计量分析中常用Hausman检验值来判定固定效应模型和随机效应模型谁更有效。由于篇幅所限,检验结果在文中省略。

③van Wincoop, 1999,P116。

④由于篇幅所限,参数计算结果在文中省略。

⑤李明星:东亚经贸合作的机遇与挑战,东亚思想库网络,http://www.neat.org.cn/uploadfiles/2008051410032612.doc。

参考文献:

[1]【美】Obstfeld M,K Rogoff. 高级国际金融学教程——国际宏观经济学微观基础[M]. 北京:中国金融出版社,2002.

[2]Asdrubali P, B Sørenson ,O Yosha. Channels of interstate risk sharing: United States

1963—1990 [J].The Quarterly Journal of Economics, 1996,11:1081—1110.

[3]Cole H L, Obstfeld M. Commodity trade and international risk sharing: How much do financial markets matter? [J]. Journal of Monetary Economics,1991,28: 3—24.

[4]Jeon Jongkyon, Oh Yonghyup ,Yang Dooyong .Financial market integration in East Asia: Regional or lobal? [R]. AEP conference paper, 2005.

[5]Kim Soyoung ,Sunghyun H Kim ,Yunjong Wang .Financial integration and consumption risk sharing in East Asia[R]. KIEP WP 03—13,2003.

[6]Lucas R E. Models of business cycles[M]. Blackwell, Oxford, 1987.

[7]Mélitz J,F Zumer. Interregional and international risk sharing and lessons for EMU[J]. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy , 1999,51:149—188.

[8]Mendoza E. The terms of trade, the real exchange rate and economic fluctuations[J]. International Economic Review, 1995, 36: 101—137.

[9]Obstfeld M. International capital mobility in the 1990s[A]. P B Kenen. Understanding interdependence[C]. Princeton University Press, Princeton, 1995: 201—261.

[10]Sørenson B, O Yosha. International risk sharing and European monetary unification [J]. Journal of International Economics, 1998,45: 211—238.

[11]Tesar L L, Werner I M. Home bias and high turnover[J].Journal of International Money and Finance, 1995, 14: 467—492.

[12]van Wincoop E. Welfare gains from international risk sharing[J]. Journal of Monetary Economics, 1994, 34: 175—200.

[13]van Wincoop E. How big are potential welfare gains from international risk sharing? [J]. Journal of International Economics , 1999, 47: 109—135.

Measurement of Consumption Risk Sharing and Potential Welfare Benefits in East Asia

ZHENG Hai-qing

(*School of Finance and Statistics*, *East China Normal University*, *Shanghai* 200062, *China*)

Abstract:By using the related data from 1970 to 2004, this paper estimates the degree of consumption risk sharing and calculates the potential welfare benefits from full risk sharing among 13 East Asian economies. Estimation results show that the degree of consumption risk sharing is still quite low in East Asia. East Asia's capital markets have little effects in smoothing idiosyncratic GDP shocks, and its credit markets serve a positive but limited function. Compared to OECD and European Union countries, potential welfare benefits from consumption risk sharing in East Asia countries are quite larger.

Key words: East Asia; consumption risk sharing; welfare benefit

(责任编辑　喜　雯)