

# 基于货币联盟稳定性条件的 的金融市场风险分担研究评述

杨 权\*

**摘要:** 金融场所提供的风险分担机制对于一个货币联盟的稳定至关重要。近年来的实证研究对各种类型的货币联盟(包括构想中的货币联盟)的金融市场风险分担水平进行了测度。金融市场风险分担功能体现在对国家内部地区间不对称冲击的平滑以及对国际间不对称冲击的平滑。国际风险分担水平远低于国内风险分担水平,这是因为国际金融市场具有内生性不完善的特征。风险分担可能以全球金融市场为主要渠道,也可能以区域金融市场为主要渠道,这与区域金融一体化程度以及区域成员产出相关性有关。

**关键词:** 风险分担 金融市场 货币联盟

## 一、货币联盟的金融市场风险分担机制

最优货币区(OCA, Optimal Currency Areas)理论主要聚焦于对潜在OCA成员国之间相互关系的分析,研究的角度则集中于不对称冲击的决定因素和影响程度(Jeffrey and Rose, 1998)。风险分担机制是指在货币联盟内存在一种可以化解各成员国之间不对称冲击的机制,这种机制可以弥补各成员国放弃汇率、货币政策之后的宏观经济调节工具的不足。能提供风险分担机制的渠道包括:劳动力的自由流动、超国家机构的财政转移支付、一体化的金融市场。由于本国偏好、文化差异等种种原因,劳动力自由流动的难度较大;超国家机构财政转移支付的成本很高,且操作起来很复杂,这已被欧洲财政政策规模所证实。因此,充分一体化的金融场所提供的风险分担机制对于一个货币联盟的稳定至关重要。

然而,在早期OCA理论里,金融市场风险分担对于货币联盟的重要性并没有被认识到。这与当时较低的国际金融一体化水平相联系。在20世纪50-60年代,美国以外的主要工业国家和大多数发展中国家都实行资本管制,限制了国际风险分担的可能性。蒙代尔(Mundell)在1973年提出了后来被称为蒙代尔第一模型的“不寻常观点”。该观点认为,一旦人们确信汇率是固定的,那么有效的资本市场可以分担国际风险,减少生产率、国际贸易条件等方面的冲击。在这里,蒙代尔分析了在各国实行共同货币的情况下,通过储备增加和资产分散,遭受不利影响的国家更有条件通过货币区的其他成员分担损失。相反,在不利于组合资产分散的浮动汇率制下,面对不对称冲击,货币贬值的国家会发现,本币在国际市场的购买力下降。但是,蒙代尔的这篇论文在相当长的一段时间里被淹没在其早期论文的光辉里而不为人知。究其原因,主要是当时的金融尚未在经济中占据重要地位,金融市场本身的效应尚未进入主流理论的视野。直到20世纪90年代,随着金融全球化的发展,金融资产规模远远超过实体经济规模,金融市场的风险分担功能才受到重视,相应的理论和实证研究开始大量出现。

Sala-i-Martin和Sachs(1992)首先提出了收入保险和消费平滑机制对维持一个货币联盟稳定的重要性。如果没有这样一个机制,那些处在不景气状态的成员国就有可能选择退出。如果存在一个发展完善

\* 杨权,厦门大学经济学院,邮政编码:361002,电子信箱:xiameny@126.com。

货币联盟的中央财政机构可以采用税收转移系统和对特定国家给予补贴的形式为成员国提供收入保险。

参见Brouwer和Kawai(2004), p. 344。

参见罗纳德·I. 麦金农:《美元本位下的汇率——东亚高储蓄两难》,中文版,344页,北京,中国金融出版社,2005。

更一般地,这两者称为冲击平滑机制。在相关研究中,不对称冲击主要以产出或收入、消费等宏观经济变量的波动来表示。

的金融市场,成员国就可以通过跨国交叉持有生产性资产进行风险分散,也可以通过调整投资组合的构成和规模来平滑消费波动(Sorensen and Yosha,1998)。

风险分担是金融市场的核心功能。Allen 和 Gale (1997,1999) 认为银行主导型金融体系可以通过降低交易成本提供跨时风险分担;市场主导型金融体系虽无法进行有效的跨时风险分担,但在跨域风险分担中具有比较优势。从建立货币联盟的角度看,在完成了货币统一之后,各成员国不能保留独立的货币政策,在面对不对称冲击时,将付出巨大的成本。当不对称冲击出现时,Allen 和 Gale (1997,1999) 所提出的金融体系的跨域和跨时风险分担功能正好可以为货币区内不同国家所面对的不对称冲击提供保险。因此,功能完善的区域金融市场对货币联盟的顺利运作具有非常重要的作用。

格劳威(2004)对金融场所提供的促进非对称冲击调整的机制做了分析,其调整过程如下:当非对称性冲击分别对 A、B 国产生正、负面影响时,在 B 国,由于负面冲击,公司经营亏损,股票、债券等价格下跌,在金融市场一体化的条件下,A 国居民持有 B 国公司的证券,这样,A 国就在一定程度上分担了 B 国经济所受到冲击的部分损失;相反,A 国经济的繁荣使得该国的证券价格上升,同样,B 国居民持有 A 国公司的证券,这样,A 国的经济繁荣通过金融市场一体化补偿了 B 国居民因其经济不景气导致的收入下降。

## 二、金融市场风险分担水平的实证研究

风险分担的实证研究主要围绕三个问题展开:第一,产出和消费冲击有多大程度被平滑;第二,国内和国际风险分担水平的差异和原因;第三,提供风险分担的渠道。为了量化风险分担程度和渠道,Asdrubali 等人(1996)最先使用变量分解方法(the variance decomposition method)对美国金融场所提供的风险分担水平进行了实证研究。Kim、Kim 和 Wang(2004,2006)对该方法进行修改之后,将其用于对东亚的分析。变量分解方法的基本思想为:将变量分解成几个组成部分,用以估计不同渠道所贡献的风险分担程度。例如,在面对给定的特有产出冲击的状态下的消费变量,可以将其分解为通过风险分担进行消费平滑部分和未平滑部分,其中已平滑部分,一部分是通过资本市场(例如,通过跨国安排对国别特有产出冲击自动保险),其余部分则通过信贷市场(例如,国际借贷)。

关于金融市场风险分担机制的文献主要集中于对工业化国家的研究,较少以发展中国家为对象。Asdrubali 等人(1996)对美国各州风险分担机制进行了研究,认为资本市场可以消除州与州之间产出波动的 39%,信贷市场可以消除另外 23%的波动,即美国州与州之间产出波动的 62%可以通过金融市场得以消除;Sorensen 和 Yosha (1998)对 OECD 和欧盟国家间风险分担程度进行了研究,在 1966 - 1990 年间,OECD 和 EC 成员国大约 40%的产出冲击得到了平滑,其中由各国政府预算赤字平滑了 20%,公司储蓄平滑了另外 20%。该研究还将其实证分析结果与阿斯德鲁巴等人(1996)对美国的实证结果进行了对比,美国仅有 25%的州际不对称冲击没有得到平滑,而 EC 成员国之间有高达 60%~70%的不对称冲击没有得到平滑,如果将美国看成一个最优货币区的话,那么欧洲货币联盟显然还不是一个最优安排。

最近的文献已经开始包括以发展中国家为对象的研究。

Kim、Kim 和 Wang (2006)对东亚 10 个国家和地区的风险分担水平进行了估计。他们发现,总体上看,东亚国家和地区的产出波动仅有 20%得到了平滑,其中,区域资本市场几乎没有发生作用,信贷市场是主要的冲击化解渠道。但是,东亚的风险分担水平已经接近 OECD 和 EU 的水平。他们认为,东亚国家和地区的风险分担水平之所以如此之低,存在两个方面的原因:一方面,东亚国家和地区的劳动力市场和不可贸易部门存在较大的波动和不确定性,由此引发的经济冲击属于无法予以保险的国别特殊风险,此类风险不易由金融市场风险分担得以化解;另一方面,大多数东亚国家和地区的金融市场不够完善,缺乏能够用来化解国别风险的金融产品,并且存在过高的交易成本和信息不对称现象,这些使得化解风险的渠道不够,制约了风险分担行为。

Yehoue(2005)考察了 1980 - 2000 年间非洲法郎区(CFA)的成员国之间的收入和消费平滑状况。Yehoue 发现 CEMAC 和 WAEMU 分别只有 15%和 13%的经济冲击通过金融市场得以平滑,却有高达 44%

---

根据 Bordo 和 Jonung(2003),货币联盟可以分为国家内联盟和国家间联盟。美国是国家内联盟的例子。因此,从货币联盟角度看,美国各州之间存在风险分担问题。

这十个经济体是印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、中国香港、中国台湾、中国大陆、韩国、日本。

非洲有两个法郎区,即中部非洲经济货币共同体(CEMAC)和西非经济货币联盟(WAEMU)。

即作者所说的标准渠道,包括资本市场、信贷市场和海外汇款。

和 63 % 的经济冲击是通过法国的金融援助得以平滑。两个货币联盟的外汇储备池 (reserves pooling) 没有提供平滑作用。这一结果与美国和欧洲联盟的情况截然不同,表明非洲法郎区的金融市场一体化程度还极为不充分。据此, Yehoue 建议必须推进非洲法郎区资本市场和信贷市场的深化。

在非洲法郎区,尚未出现一个达到较高一体化程度的金融市场,具体表现为跨国银行间市场发展还处于初步阶段,跨国金融交易还需要很长时间。Monga 和 Tchatchouang (1996) 对此进行了分析,他们认为非洲盯住法郎的共同货币安排导致各国事实上依赖法国巴黎的金融交易路径,这甚至阻碍了区内金融市场的发展。

比较上述实证研究结果(参见表 1),未平滑的不对称冲击最低的包括美国和非洲的 WAEMU。通常,美国被认为是一个最优货币区。而在非洲,虽然未平滑的冲击已经较低,但是,金融场所提供的风险分担水平仍然较低,甚至低于东亚国家和地区的水平,来自法国的金融援助是化解不对称冲击的主要渠道。东亚国家和地区的未平滑冲击最高,这个结果表明以东亚现有的金融市场发展水平为基础,若建立东亚货币联盟,则其稳定性极差。

表 1 美国及各区域的金融市场风险分担水平比较(%)

国家或区域	美国	欧盟	CEMAC	WAEMU	东亚
信贷市场	23	-	-	-	20
资本市场	39	-	-	-	极小
金融市场合计	62	20	15	13	20
财政政策	13	20	-	-	-
国外援助	-	-	44	63	-
已平滑的冲击合计	75	40	59	76	20
未平滑冲击	25	60	41	24	80

资料来源:根据 Asdrubali (1996), Sorensen 和 Yosha (1998), Kim, Kim 和 Wang (2006), Yehoue (2005) 等相关文章整理。

### 三、国内与国际风险分担水平

金融市场的风险分担功能体现在对不对称冲击的平滑上,而这种不对称冲击是相对于一定范围的区域经济而言的。按照不对称冲击的性质,可将其分为两种类型:第一,国家内部某一地区特有的冲击;第二,一个由若干国家组成的国际区域内部某个国家所特有的冲击。据此,金融市场风险分担机制在两个层面上发生作用:一是国家内部的风险分担;二是国际风险分担。后者可以进一步细分为区域集团内部的国际风险分担和全球性的国际风险分担。

一般来说,国家内部风险分担水平高于国际风险分担水平,大部分实证研究也支持这一结论 (Becker and Hoffmann, 2003; Kim, Kim and Wang, 2004, 2006; Labhard and Sawicki, 2006)。Becker 和 Hoffmann (2003) 对工业化国家和美国各州如何平滑消费风险进行了研究。美国各州通过跨州资本收入流动分担了 50 % 的永久性非对称冲击。OECD 国家之间没有对永久性非对称冲击提供任何的保险机制,而对暂时性的产出波动的保险机制是完全的。大体上,所有短期冲击都被平滑了,而对永久性波动的平滑却很不完全。

Becker 和 Hoffmann (2003) 还对非对称冲击的平滑机制做了事前 (ex - ante) 和事后 (ex - post) 的区分。美国各州之间的非对称冲击大约有 50 % 左右事先得到了平滑,而在国家之间则缺乏这样的事前的平滑机制。事后的风险分担水平,在面对短期冲击时可以达到 30 % ~ 50 %,在面对长期冲击时则下降到低于 10 %。Labhard 和 Sawicki (2006) 指出,国家内部区域之间的主要风险分担渠道是跨区域相互持有资产,而国家之间的风险分担的主要渠道则是国际借贷。综合来看,国际风险分担的缺乏使得国际层面的永久性非对称冲击更加难以平滑。

由上述结论可见,国际消费波动平滑机制的缺乏实际上是缺乏对永久性波动的平滑机制,因为对短期波动的平滑几乎是完全的。与此同时,对永久性波动平滑的潜在收益却远远大于对短期冲击平滑所取得的收益。

国家间风险分担水平低于国家内部的水平,许多研究者都将其解释为世界金融市场失灵的存在而无法提供对永久性产出冲击的保险机制 (Asdrubali et al., 1996; Sorensen and Yosha, 1998)。Kehoe 和 Perri (2002) 认为国际金融市场具有内生性不完善的特征,因为合约被执行程度在国家间低于国家内部地区间。Becker 和 Hoffmann (2003) 的结论支持了这一解释,他们认为不同形式的内生性市场不完善会导致永久性冲击更难以平滑,尤其是国际间的永久性不对称冲击。

### 四、全球性与区域性风险分担机制

风险分担机制到底是通过全球性金融市场还是区域性金融市场得以实现,这与国际组合投资决策有关。

Becker 和 Hoffmann (2003) 认为永久性和暂时性冲击是两种本质上不同的风险,他们的研究以一年期和三年期为界限对消费冲击做了区分。

国际投资组合决策的影响因素包括三个方面,除了必须考虑交易成本和流动性这两大因素外,资产收益率的相关性也是一个极为重要的影响因素。也就是说,国际投资组合的选择必须考虑尽可能地分散风险,被选进投资组合里的资产的收益率应存在较低的相关关系。前两个因素与金融市场的国际一体化程度有关,第三个因素与产出的相关程度有关。

风险分担的收益与国际金融市场一体化程度成正比,金融市场一体化程度上升意味着交易成本的下降和流动性的提高,这将促使风险化解的收益逐渐上升。国际金融市场一体化程度较高的国家可以通过多样化的证券组合投资来分散国别特有的风险。这样,如果全球金融市场一体化形成了一个比区域市场一体化更好的风险分担机制,那么一个区域内的国家就更可能通过与全球市场而不是与区域内市场的金融一体化来获得风险化解的收益。

从产出相关程度看,当产出冲击的相关性变得越来越低时,通过资产多样化获得的风险分散的收益将逐渐上升(Heathcote and Perri, 2002; Imbs, 2003)。这意味着,如果一个区域内各国的产出结构趋同,产出的风险特征也趋同,这时,在区域内进行风险分散投资的收益就较小;相反,区域内与区域外的产出相关程度则较小,存在较大的风险分散收益。在区域经济贸易一体化程度日益加深的背景下,区域内各国之间产出相关性上升,区域内进行风险分散的机会逐渐下降。

因此,风险分担可能以全球金融市场为主要渠道,也可能以区域金融市场为主要渠道。一个区域究竟是形成全球性的风险分担还是形成区域性的风险分担,必须综合考虑金融市场一体化程度和产出相关性两个方面因素。

以东亚地区为对象的一些实证研究,很好地说明了东亚国家的风险分担主要是通过全球性市场还是区域性市场这一问题。就东亚国家和地区而言,如果东亚国家和地区与区域外国家的产出冲击的相关性低于与区域内国家和地区的相关性,那么东亚国家和地区就更可能通过与西欧或美国等国的金融市场的一体化来平滑消费(Yunjong Wang, 2004)。因此,无论从金融市场发展程度还是从产出相关程度,东亚国家和地区都更可能形成全球性的风险分担机制。现实情况也正是如此,东亚的资本市场与美国、英国等全球性的金融中心有着更为紧密的联系,相比较而言,东亚区域内资本市场相互之间的联系反而较弱。Kim、Kim和Wang(2003b)的一个研究运用跨国消费和产出相关性对东亚国家和地区在区域内和通过OECD国家的风险分担程度进行了估计。根据他们的估计结果,首先,东亚区域内各国和地区的风险分担程度还相当不完善,无论是区域内还是通过OECD国家的风险分担水平都相当低。其次,在东亚各国和地区中,中国台湾和新加坡的风险分担水平最高,尤其是通过OECD国家,而印度尼西亚和马来西亚的风险分担水平最低。Kim、Kim和Wang(2004)的研究还对东亚国家和地区的风险分担收益进行了估计。他们的实证结论是:东亚国家和地区通过改善与区域内其他国家和地区的风险分担所能获得的潜在收益是平均消费水平的1.5%,而通过与OECD国家的风险分担可以获得的潜在收益是1.85%,即东亚国家和地区通过区域外进行风险分担比在区域内更为有利。

## 五、结语

传统的最优货币区理论认为成员国之间的非对称冲击是建立货币联盟的决定性因素。因为,当非对称冲击发生时,货币联盟的共同货币政策无法单独对某一成员国做出反应。事实上,对于成员国之间的非对称冲击,货币政策工具并非唯一的调节手段。金融市场所提供的风险分担功能表明,成员国之间可以通过金融市场分担国家特有风险。金融市场风险分担的渠道包括:第一,通过多样化组合投资,成员国之间可以交叉持有生产性资产;第二,通过国际金融市场的借贷,成员国之间可以采用跨时期调节来平滑非对称冲击。金融市场风险分担功能的实现以成员国之间的金融市场一体化为前提。

金融市场风险分担机制对于货币联盟建立之后的稳定性非常重要。能够提供较高程度风险分担水平的区域金融市场构成OCA的重要标准,成为建立货币联盟的条件之一。从金融市场提供的风险分担来看,存在较大非对称冲击的国家之间反而更适合组成货币联盟,因为各成员国加入这样的货币联盟可以获得较大的收益,这与传统OCA理论关于“非对称冲击程度较高的国家不适合组成货币联盟”的观点形成鲜明对比。两者的区别仅在于前者只分析了加入货币联盟的收益,而后者只分析了加入货币联盟的成本,出现观点的对立仅仅在于分析视角的不同。至于加入货币联盟的净收益则并不明确,需要更进一步的实证研究。

货币联盟的成员国之间可以通过金融市场分担国家特有风险,这意味着一个高水平的风险分担机制可以形成对OCA冲击对称性标准的替代。换句话说,冲击对称性并不是建立货币联盟的必要条件,只要成员国之间的金融市场是高度一体化的,并且成员国之间交叉持有对方的金融资产,这样就可以形成一个完全的风险分担机制来平滑非对称冲击。不同的是,冲击对称性标准要求货币联盟成员国之间尽可能少地出现非

对称冲击,以确保货币联盟的稳定;而金融市场风险分担机制则提高了货币联盟化解不对称冲击的能力。

风险分担可能以全球金融市场为主要渠道,也可能以区域金融市场为主要渠道,这与区域金融一体化程度以及区域成员产出相关性有关。区域金融一体化程度越高,则风险分担将主要通过区域金融市场完成。反之,风险分担将主要通过全球性金融市场完成。区域成员产出相关性越高,则风险分担主要通过全球金融市场完成。

根据 Frankel 和 Rose (1998) 提出的最优货币区内生性观点,货币联盟提高了成员国之间的贸易联系和产出相关性。但是,最优货币区内生性观点只考虑了贸易一体化提高了产出相关性,却忽略了这种相关性的上升降低了区域内成员间通过金融市场风险分担的程度。因为,在假定贸易一体化降低了冲击不对称性的情况下,由于经济周期同步性的提高,减少了投资者在区域内进行组合投资的机会,这意味着区域内成员间金融联系的下降以及区域内与区域外金融联系的提高,导致区域内金融市场所能提供的风险分担功能的下降,降低了货币区成立之后的稳定性。因此,在考虑了金融市场风险分担之后,货币联盟是否存在自我强化效应却是不确定的,OCA 内生性至少在程度上有所减弱。因为,货币联盟对金融市场存在两种作用相反的效应:其一是建立货币联盟所带来的降低区域内交易成本、提高区域内资产流动性效应;其二是可能降低区域内成员国相互提供的风险分担水平。

### 参考文献:

1. Asdrubali, P.; Sorensen, B. E. and Yosha, O., 1996. "Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963 - 1990." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111 (4), November, pp. 1 081 - 1 110.
2. Becker, S. O. and Hoffmann, M., 2003. "Intra - and International Risk - sharing in the Short Run and the Long Run." CESIFO Working Paper. No. 1111, December.
3. Allen, F. and Gale, D., 1999. "Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies." *Journal of Financial Intermediation*, No. 8, pp. 68 - 89.
4. Allen, F. and Gale, D., 1997. "Financial Markets, Intermediation, and Intertemporal Smoothing." *Journal of Political Economy*, Vol. 105, pp. 523 - 546.
5. Bordo, M. D. and Jonung, L., 2003. "The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us?" in Forrest H. Capie and Geoffrey E. Wood, eds., *Monetary Unions: Theory, History, Public Choice*. Routledge.
6. De Brouwer, Gordon and Kawai, Masahiro, 2004. *Exchange Rate Regimes in East Asia*. Routledge Curzon.
7. Yehoue, Etienne B., 2005. "International Risk Sharing and Currency Unions: The CFA Zones." IMF Working Paper, WP/ 05/ 95, May, Washington: International Monetary Fund.
8. Frankel Jeffrey A. and Rose, Andrew K., 1998. "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria." *the Economic Journal*. Vol. 108 July, pp. 1 009 - 1 025.
9. Heathcote J. and Perri, F., 2002. "Financial Autarky and International Business Cycles." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, pp. 601 - 627.
10. Imbs J., 2003. "Trade, Finance, Specialization and Synchronization." CEPR Discussion Paper, No. 3779. Center for Economic Policy Research.
11. Hawkins John and Masson, Paul, 2003. "Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies." BIS Papers, No. 17, May.
12. Kehoe, Patrick J. and Perri, Fabrizio, 2002. "International Business Cycles with Endogenous Incomplete Markets." *Econometrica*, Vol. 70 (3), pp. 907 - 928.
13. Kim, S.; Kim, S. H. and Wang, Y., 2006. "Financial Integration and Consumption Risk Sharing in East Asia." *Japan and the World Economy*, Vol. 18, pp. 143 - 157.
14. Kim, S.; Kim, S. H. and Wang, Y., 2004. "Regional vs. Global Risk Sharing in East Asia." Vol. 3, No. 3, Fall, pp. 182 - 201.
15. Shin, Kwanho and Wang, Yunjong, 2004. "Sequencing Monetary and Trade Integration," in Gordon de Brouwer and Masahiro Kawai, eds., *Exchange Rate Regimes in East Asia*. Routledge Curzon.
16. Labhard, V. and Sawicki, M., 2006. "International and Intranational Consumption Risk Sharing: the Evidence for the United Kingdom and OECD." Working Paper No. 302, Bank of England July.
17. Mundell, Robert A., 1973. "Uncommon Arguments for Common Currencies," in H. G. Johnson and A. K. Swoboda, eds., *The Economics of Common Currencies*. London: Allen and Unwin, pp. 114 - 132.
18. Sala - i - Martin, Xavier and Sachs, Jeffrey, 1992. "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States," in Matthew Cansoneri, Vittorio Grilli, and Paul Masson, eds., *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U. S.*. London: Cambridge University.
19. Sorensen, Bent E. and Yosha, O., 1998, "International Risk - sharing and European Monetary Unification." *Journal of International Economics*, Vol. 45 (2), pp. 211 - 238.
20. Yehoue, E. B., 2005. "International Risk Sharing and Currency Unions: The CFA Zones." IMF Working Paper, WP/ 05/ 95, May, Washington: International Monetary Fund.
21. Wang, Yunjong, 2004. "Financial Cooperation and Integration in East Asia." *Journal of Asian Economics*, Vol. 15, pp. 939 - 955.
22. 保罗·德·格劳威:《货币联盟经济学》,中文版,北京,中国财政经济出版社,2004。
23. 罗纳德·I·麦金农:《美元本位下的汇率——东亚高储蓄两难》,中文版,北京,中国金融出版社,2005。

(责任编辑:陈永清)