



WP/15/34

# IMF Working Paper

---

## 东盟金融一体化

*Geert Almekinders, Satoshi Fukuda (福田慧),  
Alex Mourmouras, Jianping Zhou (周建平),  
Yong Sarah Zhou (周勇)*

## 基金组织工作文件

亚太部

### 东盟金融一体化<sup>1 2</sup>

由 Geert Almekinders、Satoshi Fukuda、Alex Mourmouras 和 Jianping Zhou 撰写

2015 年 2 月

#### 本工作文件不代表基金组织的观点。

本工作文件表达了作者（们）的观点，不一定代表基金组织的观点或基金组织政策。工作文件描述了作者（们）的研究进展并会公布，以征求意见和进一步讨论。

#### 摘要

2015 年底建立东盟经济共同体（AEC）使人们高度聚焦该地区的金融与经济一体化问题。本文盘点了东盟金融一体化及其前景。未来几年，东盟会加速一体化进程；其很可能是一个安全、渐进的过程，并且符合“东盟式”共识决策。恰当地分阶段有序推进金融一体化可能有助于提高实际收入，加快东盟内部的实际融合，并缩小该地区与亚洲发达经济体的差距。实现金融一体化的前景将要求东盟国家长期投资金融基础设施。政策制定者可以借鉴他们更发达同行和其他地区的经验。渐进主义和安全保障不应成为不作为或金融保护主义的借口。依靠灵活的政策框架以及经强化和考验的区域金融安全网应该成为议程的一部分。更密切地与基金组织接触也会有所帮助。

---

<sup>1</sup> 本文精简版将刊登在 Cheng Hoon Lim 和 Chikahisa Sumi 主编的即将出版的《亚洲金融的未来》一书中。作者对 Vivek Arora、Sanchita Basu Das、Pek Koon Heng、Heedon Kang、Hoe Ee Khor、Kenneth Koh、东盟成员国当局、Steve Russell、Jerry Schiff、Chikahisa Sumi、Shinji Takagi 和参加基金组织亚太部研讨会的人员参与有益讨论并提出意见表示感谢。

<sup>2</sup> 撰写本文时，Satoshi Fukuda 先生是基金组织亚太部的暑期实习生。

JEL 分类号：F21，F33

关键词：东盟，金融一体化，资本流动，金融部门自由化

作者的电子邮箱地址：[galmekinders@imf.org](mailto:galmekinders@imf.org)；[sfukuda@econ.berkeley.edu](mailto:sfukuda@econ.berkeley.edu)；[amourmouras@imf.org](mailto:amourmouras@imf.org)；[jzhou1@imf.org](mailto:jzhou1@imf.org)

## 一. 引言

东南亚国家联盟（东盟）是一组快速发展的多样化国家，包括 10 个处于不同的经济和金融发展阶段的国家：文莱达鲁萨兰国、柬埔寨、印度尼西亚、老挝人民民主共和国、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南。它们的人口年轻并在增长，而且储蓄率高。但也存在大量与推进城镇化、该地区的中产阶级发展壮大以及加强互联互通并提供硬件和软件基础设施相关的投资需求。

走出亚洲金融危机的东盟国家在加强其宏观经济框架和外部头寸方面取得了长足发展。该地区见证了贸易和资本流动的增加，既包括在本地区内，也包括与亚洲其他国家和世界之间。东盟的金融一体化进程也取得了进展。直接投资增加；跨境银行业的关联度上升；并且外资加大了参与东盟资本市场的力度。

本文盘点了东盟金融一体化及其前景。未来几年，东盟的金融一体化进程可能加快，包括在 2015 年成立东盟经济共同体（AEC）的背景下（专栏 1）。这将是一个遵守“东盟式”共识决策的渐进而长期的过程。文章批判性审查了东盟经济共同体的议程，包括一些国家缺乏实体和金融基础设施给深化金融一体化造成的障碍（和风险）。

文章的结论认为，在东盟建立一个更大的现代化综合金融服务体系，加上进一步与资本充裕的地区融合（包括亚洲的“+3”，即中国、日本和韩国），即便全球的利率水平逐步上升，最终也能吸引大量资本流入东盟。这种拉动资本的力量可能较有力，尤其是在开放度较低的东盟成员国。更开放的金融账户对东盟国家的增长与发展大有裨益。金融包容性可能会上升，并且人均收入方面的实际融合可能加速。这可能有助于减少贫困并缓解该地区因工资差距大而出出现的较强移民动机。

实现加强金融自由化和资本市场一体化的承诺关键取决于适当地分阶段并有序推进相关工作。其他地理区域的理论与经验表明，扩大金融开放可能会导致一些东盟国家的波动性加剧。随着该地区的金融一体化进程加速并逐步消除跨境流动的障碍，各国将混合使用各种资本流动来为扩大的经常账户赤字融资，风险将会上升。需在单个国家、地区和全球层面管理因此而加剧的宏观经济波动性。自 2013 年 5 月以来，发达经济体不同步地退出非常规货币政策几次引发跨境资本流动波动提醒我们，该地区的金融架构仍待加强。

鉴于此并且考虑到一些低收入东盟国家金融部门的现有脆弱性，政策制定者在进一步推进金融和资本账户开放方面一直采取谨慎方法。随着进一步推进该进程，东盟国家应继续加强其宏观经济框架和金融体系。它们可以依赖大量的国际储备和其他缓冲，包括双边信贷额度和区域金融安全网（清迈倡议多边化（CMIM）），其有助于抵御资本流动中从风险偏好到风险厌恶的周期性变化。

本文其余部分的结构如下。第二部分简要盘点了东盟的增长与贸易一体化，并评估了东盟金融一体化的迄今状况。第三部分探讨了东盟进一步推动自由化和区域一体化的好处。附录以两个开放型基准经济体模型为背景分析了东盟国家的潜在资本流动，为讨论提供了支持。附录还强调了通常会阻碍跨境流动和金融一体化的障碍。其被用作讨论国家、东盟和地区政策措施的垫脚石，即有助于进一步促进安全的金融发展和金融一体化的政策措施，包括在东盟国家承诺建立东盟经济共同体的背景下（第四部分）。第五部分进行了简要总结。

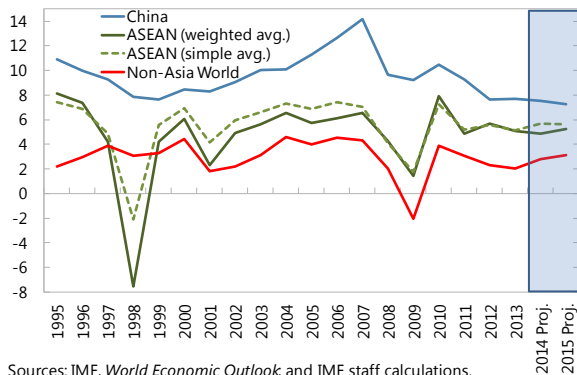
## 二. 东盟的增长、贸易一体化和金融一体化

过去十年，东盟国家的表现优异。自世纪之交以来，整个东盟的经济平均每年增长 5.25%（加权平均），单个成员国的经济平均每年增长 5.75%（文本数字，表 1）。因此，生活标准出现了重大改善。大多数东盟成员国的成功与长期采取出口导向型发展战略有关。因此，除了印度尼西亚、缅甸和菲律宾之外，东盟国家的贸易开放度高，货物和服务的进出口总额超过了 GDP 的 100%。当全球金融危机（GFC）引发的 2008

至 2009 年国际贸易的大幅下滑导致东盟经济增长放缓时，贸易开放度高的缺点显现。但随后当国际贸易恢复时，经济增长反弹明显。

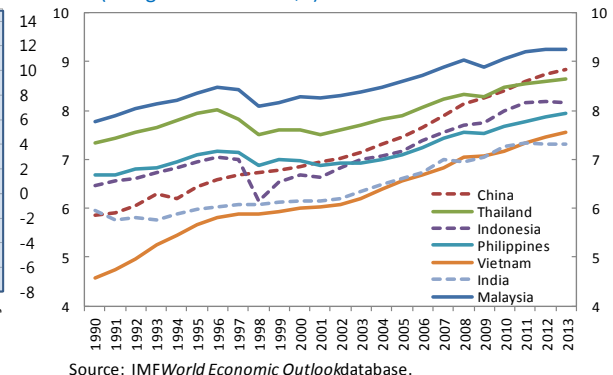
东盟内部的贸易增长迅猛，但仍有进一步推进区域贸易自由化的空间，从而潜在给增长和就业带来重要好处：

**Real GDP Growth**  
(In percent)



Sources: IMF, *World Economic Outlook*; and IMF staff calculations.

**GDP per Capita in Selected Asian Countries**  
(in logs of current US\$)

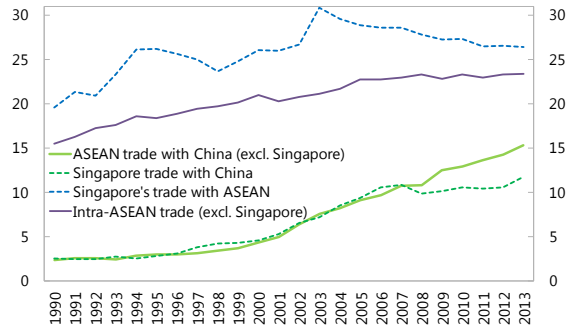


Source: IMF *World Economic Outlook* database.

- 自 2000 年以来，东盟内部的贸易几乎增长了三倍，2013 年达 6300 亿美元。不包括新加坡在内（其大规模的总贸易流量会掩盖其他成员国的潜在趋势），东盟内部的贸易如今由 2000 年占东盟贸易总额的 21% 上升至 23%。即便这样，东盟国家的区域内贸易规模依然大大低于欧盟区域内贸易规模（占贸易总额的 50%）。近期研究显示，非关税措施（NTM）可能制约了东盟区域贸易的增长（例如 Basu Das 及其他人，2013 年和世界银行，2014 年）。逐步取消这些非关税措施符合《2015 年东盟经济共同体蓝图》中的“战略计划”，可以重新推动建立东盟货物和服务单一市场。中国作为东盟国家贸易伙伴的重要性上升反映了随着东盟国家和中国通过实现一体化来建立供应链网络，中间产品贸易增加（基金组织，2010 年）。
- 还有迹象显示，东盟内部的区域贸易日益以最终消费品为主。这一趋势加上规模大且具有活力的国内市场和不断壮大的中产阶级，似乎成了该地区抵御全球需求冲击的潜在力量来源。例如：Cubero 及其他人（2014 年）发现，除了全球需求，区域内需求也是推动东盟五国经济增长的重要力量（不包括印度尼西亚

亚，该国贸易与 GDP 的比率较低，并且将以大宗商品为主的产品主要出口到东盟以外的国家 )。

**ASEAN: Intra-regional Trade and Trade with China**  
(In percent of total merchandise trade)



**ASEAN-5: Intra-regional Exports by Category**  
(In percent of total exports in each category)

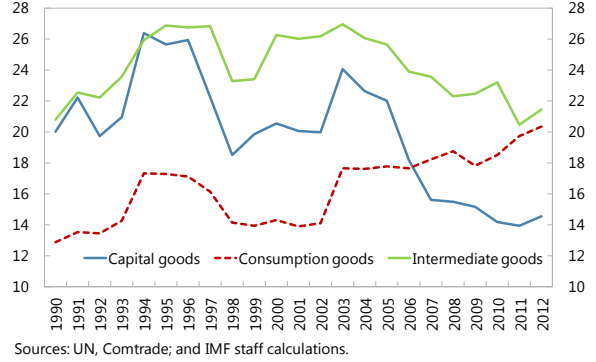


Table 1. ASEAN Countries: Selected Economic Indicators

	Indonesia	Malaysia	Philippines	Singapore	Thailand	Brunei Darussalam	Cambodia	Lao P.D.R.	Myanmar	Vietnam
GDP in 2013 (US\$ billions)	870	313	272	298	387	16	16	11	57	171
Population in 2013 (in millions)	248.0	29.9	97.5	5.4	68.2	0.4	15.1	6.8	51.0	89.7
GDP per capita in 2013 (in US\$)										
Headline	3,510	10,457	2,791	55,182	5,676	39,659	1,028	1,594	1,113	1,902
PPP-basis (2012) 1/	4,272	14,775	3,803	53,266	8,459	45,979	2,150	4,335	3,989	3,133
Poverty in 2012 (percent of population) 1/										
Below US\$2 per day	13.0	0.2	13.8	n.a.	0.7	n.a.	15.1	24.8	n.a.	13.5
Below national poverty line	12.0	1.7	26.5	n.a.	13.2	n.a.	20.5	27.6	n.a.	20.7
Income inequality (Gini coefficient)										
2000	29.7	37.9	46.1	43.4	42.8	n.a.	41.9	32.6	n.a.	37.6
2012 (or latest available year)	38.1	46.2	43.0	41.2	39.4	n.a.	36.0	36.7	n.a.	35.6
Growth (in percent)										
2010-12 (average)	6.3	6.1	6.0	7.9	4.8	2.3	6.8	8.0	6.2	6.0
2013	5.8	4.7	7.2	3.9	2.9	-1.8	7.4	8.0	8.3	5.4
Inflation (in percent, period average)										
2010-12 (average)	4.8	2.2	3.9	4.2	3.4	0.2	4.1	5.9	4.6	12.3
2013	6.4	2.1	2.9	2.4	2.2	0.4	3.0	6.4	5.7	6.6
Fiscal balance (in percent of GDP)										
2010-12 (average)	-1.2	-4.0	-1.1	7.0	-1.1	17.8	-3.6	-1.8	-3.9	-3.5
2013	-2.1	-4.6	-0.1	6.2	-0.2	16.8	-2.7	-5.6	-1.6	-5.6
Public debt (in percent of GDP)										
Public debt in 2010	26	54	43	97	43	1	29	62	50	48
Public debt in 2013	26	58	39	103	46	2	28	61	40	52
Of which: external debt	14	23	18	...	6	0	32	43	19	21
Current account balance (in percent of GDP)										
2013	-3.3	3.9	3.5	18.3	-0.6	31.5	-8.5	-27.7	-5.4	5.6
Gross reserves										
Level at end-2013 (US\$ billions)	99.4	134.9	83.2	273.1	167.3	3.4	3.6	0.7	5.5	26.0
In months of imports	5.8	6.8	11.9	6.2	7.7	6.1	3.6	1.2	3.5	2.3
Trade openness in 2013 (imports plus exports in goods and services in percent of GDP)										
Total trade	48	154	53	358	144	115	141	112	53	163
Intra-ASEAN merchandise trade	11	38	9	70	26	35	27	60	22	23
FDI inflows during 2010-12 (average, in percent of GDP)										
Total	4.2	6.3	1.1	29.1	6.9	0.7	2.1	2.8	1.2	3.3
From within ASEAN 2/	0.7	1.2	0.3	2.7	1.7	...	1.0	...	0.6	0.6
Portfolio inflows during 2010-12										
Total	2.7	9.8	6.7	9.3	5.4	0.0	0.2	2.4	0.0	0.4
From within ASEAN	0.8	1.7	0.5	1.7	0.7	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.2
Private credit in 2013										
Growth (in percent)	20	10	16	54	10	7	27	36	66	13
Private credit (in percent of GDP)	36	134	36	173	121	31	45	39	15	97
Number of banks in 2012 3/	119	27	49	124	30	8	35	32	10	47
Of which: foreign and joint banks	24	19	15	119	14	5	12	21	0	6

Sources: IMF, *World Economic Outlook*, *Direction of Trade Statistics*, *Coordinated Direct Investment Survey*, *Coordinated Portfolio Investment Survey*; World Bank, *World Development Indicators*; CEIC Data Co.Ltd; country authorities; Bankscope; and IMF staff calculations.

1/ Constant 2005 international US\$, except for Lao and Myanmar data from WEO (nominal PPPGDP/population)

2/ Excluding services.

3/ Data for Vietnam refer to 2011.

### 专栏 1. 东盟和 2015 年东盟经济共同体：简要大事记

东盟的人口超过 6.1 亿，其中约 1 亿人生活在贫困线下。成立初期，东盟的首要关注点是缓解本地区的地缘政治紧张关系。2003 年，东盟领导人决定到 2020 年建立东盟经济共同体（AEC）。随后将成立东盟经济共同体的目标日期提前了五年。面对越来越多的人担忧感知到的东盟地区会丧失与中国和印度竞争的能力，在东盟与其贸易伙伴之间的自由贸易协定扩散的背景下，加强该地区作用的愿望强烈。因此 2007 年，东盟领导人就到 2015 年建立一体化东盟经济共同体的蓝图达成一致。

东盟经济共同体确定了四大目标：（1）培育单一市场和生产基地，实现货物、服务、投资和熟练劳动力的自由流动，并进一步提高东盟内资本流动的自由度；（2）发展高度竞争的经济区，培育公平竞争、消费者保护、知识产权和基础设施开发；（3）通过加强中小企业来实现经济的公平发展；以及（4）更大程度地融入全球经济。东盟经济共同体蓝图列出了 176 项优先行动，包括与金融服务自由流动、加强东盟资本市场的发展与一体化以及允许提高资本流动性相关的 9 项行动。2008 年采用了东盟经济共同体记分卡机制，以监测实现蓝图中里程碑的进度并同时跟踪东盟成员国单独和共同落实的优先行动。

#### 支持东盟金融一体化的关键倡议

- 2010 年，东盟领导人通过了《东盟互联互通总体规划》（Master Plan on ASEAN Connectivity），其目标是通过加强贸易、投资、旅游和发展等领域的区域内互联互通来促进到 2015 年建立东盟经济共同体。东盟的互联互通包括三大要素：（1）通过改善交通运输、信息与通信技术（ICT）和能源基础设施来加强物理性质的互联互通；（2）通过制定程序促进国际货物和服务交易与熟练工的跨境流动来改善制度上的互联互通；以及（3）通过东盟内教育和旅游等社会文化倡议来加强人与人之间的互联互通。虽然改善东盟内部的互联互通大有裨益，但也会带来重要挑战，包括跨境犯罪、非法移民和环境退化。
- 为加强东盟各类资本市场之间的跨境合作，发起了多项倡议，包括通过能力和基础设施建设：
  - “资本账户开放工作委员会”负责监测为提高本地区资本流动的自由度而按照东盟经济共同体蓝图采取的优先行动的执行情况。
  - “东盟资本市场论坛”（ACMF）关注国内法律法规的协调和市场基础设施的发展，旨在整合本地区的股票市场。
  - 2010 年 4 月，东盟的中央银行行长们批准成立“支付与结算系统工作委员会”（WC-PSS），重点关注政策、法律框架、工具、制度和市场基础设施。
  - 2011 年 4 月，东盟的中央银行行长们批准成立“东盟银行业一体化框架特别工作组”（ABIF），旨在到 2020 年开放全东盟的银行部门。“金融服务自由化工作委员会”重点关注进一步开放银行和保险部门。



- 2013 年绘制了东盟资本市场基础设施 ( ACMI ) 蓝图。于是,“资本市场发展工作委员会”旨在通过一体化的准入、清算、托管和结算系统与安排让东盟的发行主体和投资者能够进入东盟跨境股票和债券市场。

### 专栏 1. 东盟和东盟经济共同体：简要大事记 ( 完 )

#### 加强区域经济监督和危机管理的倡议

为了补充一体化的倡议，区域性制度的建立工作取得了巨大进展，旨在加强信息共享、改善经济监督和危机管理，并提供区域安全网：

- 2010 年成立了东盟一体化监测办公室 ( AIMO )，旨在提高东盟秘书处跟踪区域经济一体化进展过程中的监测能力。
- 2010 年 3 月东盟和中日韩三国 ( 东盟+3 ) 建立的“清迈倡议多边化” ( CMIM ) 是一个多边货币互换安排，取代了此前《清迈倡议》 ( CMI ) 下的双边互换安排。
- 建立了危机防范机制，即 CMIM 预防性额度。
- 自 2011 年以来，东盟+3 的宏观经济研究办公室 ( 独立的区域宏观经济监督部门 ) 一直在新加坡开展有关工作。
- 在 2013 年 5 月的《新德里公报》中，东盟+3 的财政部长与中央银行行长呼吁“在监督、流动性支持安排和能力发展等领域与国际货币基金组织和其他多边金融机构建立有效的合作关系。”

在推动区域监督和加强危机管理制度方面进一步取得进展是东盟的重要议程，包括提高分析能力和加强与基金组织的合作。在此方面，近期的倡议包括就宏观审慎政策和资本流动管理措施实现信息共享。此外，还发起倡议将一体化的范围扩大至亚洲其他伙伴国，包括通过东盟+3 倡议和“区域全面经济伙伴关系” ( 东盟+6；包括东盟国家和澳大利亚、中国、印度、日本、韩国和新西兰 )。2012 年底达成的“美国-东盟扩大经济合作” ( E3 ) 倡议呼吁扩大贸易与投资并与区域机构往来。

通常情况下，一国金融一体化程度往往会随贸易一体化程度上升。然而，正如 Pongsaparn 和 Unterberdoerster ( 2011 年 ) 所指出的那样，与世界其他地方相比，大多数亚洲经济体快速融入全球贸易的同时，其金融一体化程度并未相应上升。东盟经济体尤其如此，其金融一体化的主要渠道是外商直接投资 ( FDI ) 的流动。Pongsaparn 和 Unterberdoerster ( 2011 年 ) 估计了一个模型，将以一国资本流动与 GDP 之比衡量的金融一体化程度与一组国别特点联系起来，包括贸易一体化、GDP 的相对增长、利率和汇率变化以及汇率波动性。他们考虑了 90 个发达和新兴市场的情况。除了香港

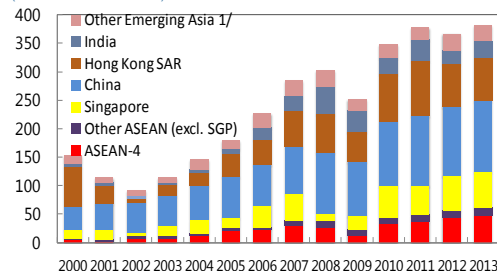
特别行政区和新加坡这两个金融中心外，许多亚洲经济体的金融一体化程度均低于模型为所有经济体预测的水平，并在多个情况中落后于拉丁美洲和东欧的标准。

FDI 的流入一般会被视为受欢迎的资本流入形式。除了资本之外，它们可以带来技术的改进，产生知识溢出效应，进而促进资本输入国全要素生产率 ( TFP ) 的提高。而且，尽管新兴和发展中国家的 FDI 净流入的确有波动，但过去三十年里，其一直为正 ( Park 和 Takagi, 2012 年 )。近期东盟 FDI 流入的趋势和前景有利：

- 2013 年，流入东盟的 FDI 创历史新高，达到 1250 亿美元，较 2012 年上涨了 7%。而且，几乎占世界 FDI 流入的 9%，东盟在全球 FDI 总规模中的比重回到了亚洲金融危机前繁荣期的水平。
- 以美元和相对价值衡量，东盟四国 ( 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国 )、新加坡 ( 继续在东盟 FDI 总流入中占一半 ) 和其他五个东盟国家 ( 目前在东盟 FDI 总流入中约占 11% ) 均出现了 FDI 流入增加的趋势。图 1 显示了从中国、日本和韩国 ( +3 国家 ) 以及美国和马来西亚与新加坡 ( 经常账户持续顺差的两个东盟国家 ) 流入东盟国家的 FDI 的总体上升趋势。
- 多种因素可能有助于东盟成为具有吸引力的投资目的地。由于人口特征分化和汇率变动，东盟制造业的工资成本较中国而言一直在下降。相对工资成本的有利趋势有望在未来几年延续，这反映了东盟更强劲的劳动力增长。地缘政治考虑和东盟不断壮大的中产阶级也会推动更多 FDI 流入东盟。“美国-东盟扩大经济合作”倡议呼吁扩大贸易与投资并与区域机构往来。最后但同样重要的是，东盟致力于建立单一市场和生产基地有望降低贸易和投资壁垒并提供规模经济。
- 近期的一项研究 ( 世界银行，2014 年 ) 发现，东盟国家对外国所有权的限制依然常见，尤其是在服务部门。放松这些限制可以大量吸引可提高生产率的 FDI 流入，并推动结构转型以及东盟内新兴与前沿经济体的趋同。

Emerging Asia: FDI inflows, 2000–13

(In billions of U.S. dollars)

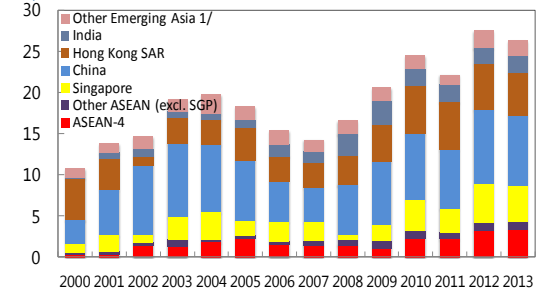


Source: UNCTAD.

1/ Other Emerging Asia includes Bangladesh, Bhutan, Korea, Macao SAR, Mongolia, Nepal, Sri Lanka, Taiwan Province of China and Timor-Leste.

Emerging Asia: FDI inflows, 2000–13

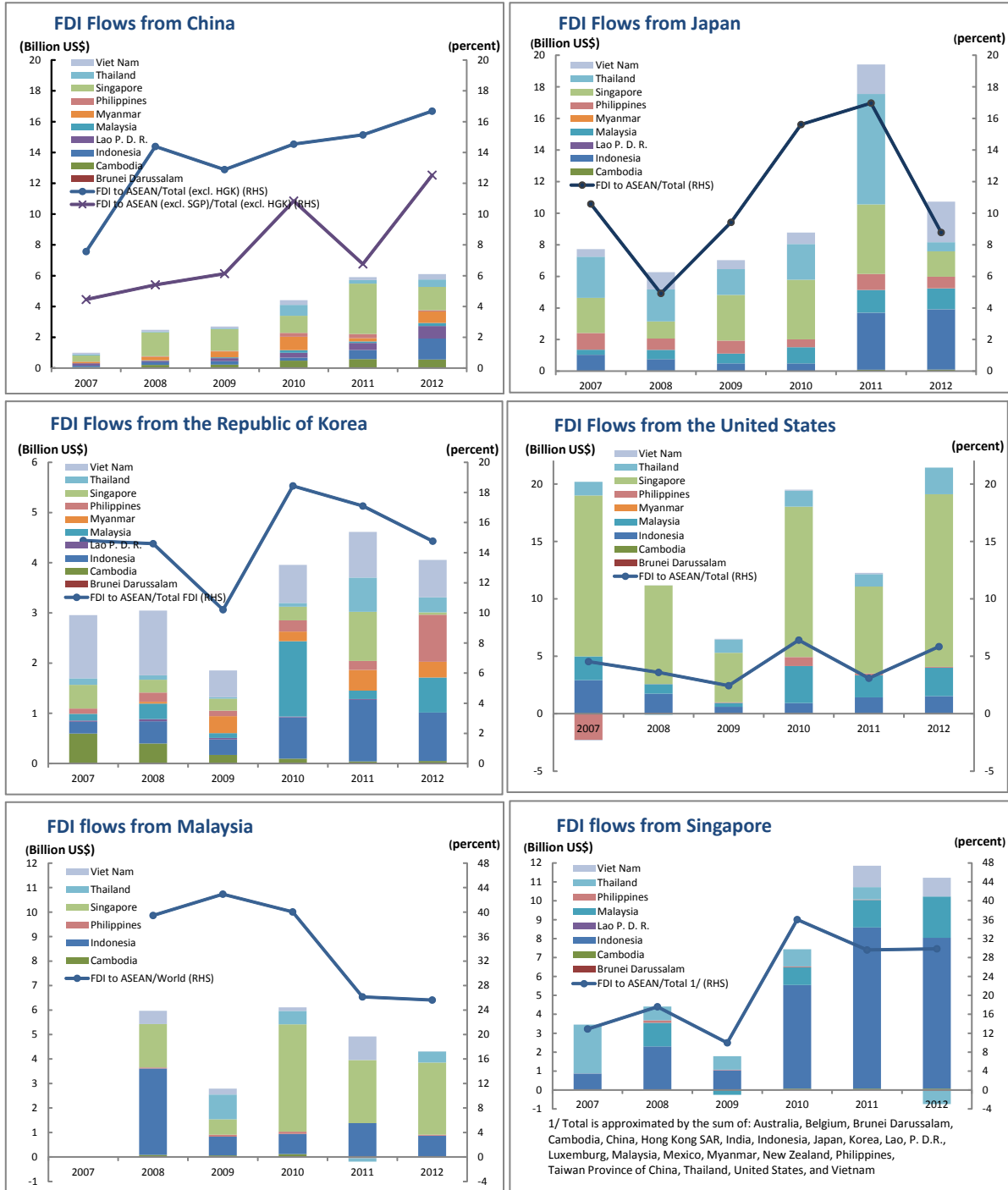
(In percent of world FDI inflows)



Source: UNCTAD.

1/ Other Emerging Asia includes Bangladesh, Bhutan, Korea, Macao SAR, Mongolia, Nepal, Sri Lanka, Taiwan Province of China and Timor-Leste.

Figure 1: FDI Flows to ASEAN Countries

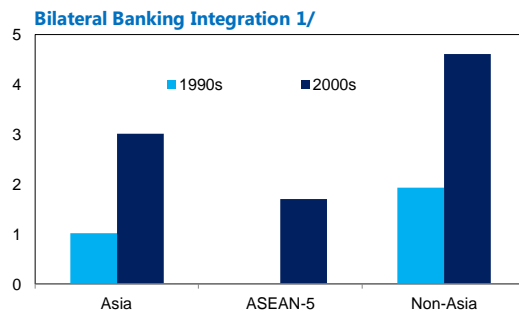


Source: UNCTAD *Bilateral FDI Statistics 2014*

东盟银行业一体化的水平在上升，但其起点低，并且全球性银行在东盟的足迹比区域性银行深。

- 国际清算银行本地银行业统计数据显示，2012 至 2013 年国际清算银行报告数据的银行对亚洲和东盟五国的美元跨境敞口扩大。与此同时，欧元区和东欧继续去杠杆化，2012 至 2013 年拉丁美洲银行的跨境资产未发生变化。过去两年，国际清算银行报告数据银行的跨境负债大多变化微乎其微。相对于 GDP 而言，国际清算银行报告数据银行的跨境资产价值在马来西亚、泰国和印度尼西亚出现上升趋势，在新加坡和菲律宾大体没变。

- 东盟双边银行业一体化的水平尤其低。亚洲开发银行（2013 年）称，2009 年，外资银行在马来西亚、菲律宾和泰国商业银行总资产中占 18%。东盟的银行在马来西亚的占比在三个成员国中最高，达 8.5%；在菲律宾占 0.4%，泰国占 3.7%。



Source: Duval and others (2014).  
1/ Calculated as period medians of the median country pairs in each group, expressed in percent of the total external position with the world.

Duval 及其他人（2014 年）根据国际

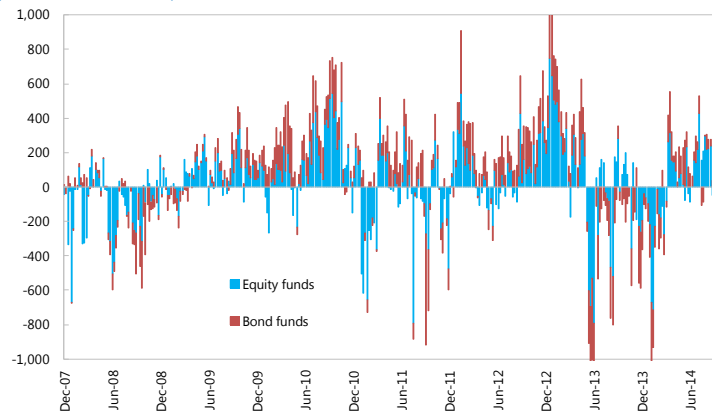
清算银行详细的国别数据计算发现，亚洲双边银行业一体化的水平仍然落后于世界其他地方。他们的计算呼应了亚洲开发银行（2013 年）的研究结果，即东盟五国双边银行业一体化的水平尤其低。

鉴于欧洲银行去杠杆化提供的机遇和东盟经济共同体的前景，银行很可能成为东盟金融一体化的引领者。它们也将继续成为本地区金融中介的关键。作为全球最大金融中心之一的新加坡在区域金融一体化中发挥着主导作用。马来西亚的银行也在海外进行了大举扩张。

流入东盟国家的跨境证券投资呈现上升之势。然而，正如 Pongsaparn 和 Unterobderdoerster（2011 年）所指出的那样，相对于 GDP 而言，亚洲和其他新兴市场的跨境证券投资水平远低于欧元区。而且，亚洲大部分证券投资依然是区域间（即与区域外经济体）投资，尤其是针对香港特别行政区和新加坡发挥的区域外流入中介人作用进行调整后。相比之下，欧元区证券投资大多是区域内投资。

与其他新兴市场经济体一样，在证券投资因全球金融危机而出现短暂下降之后，2010至2012年，东盟经济体的证券投资强势反弹。发达经济体为缓解全球金融危机的影响而采取史无前例的流动性宽松措施是推动证券投资加速流入东盟国家的关键因素。凭借在“亚洲债券市场倡议”下发展本币债市场持续取得进展以及马来西亚、新加坡和泰国股市的互联互通，东盟五国可能吸引到了相对较高比重的证券投资。东盟五国股票和债券基金流入数据显示，2013年前四个月的总体证券投资流飙升。此后，对美联储减少货币刺激（“逐步缩小宽松规模”）的预期引发资本流出东盟五国和许多其他新兴市场。2014年第二季度，全球风险偏好改善促使资本流动状况再次好转（文本图）。

ASEAN-5: Equity and Bond Funds—Weekly Net Flows, 2008-14 1/  
(In millions of U.S. dollars)



Source: EPFR Global, accessed through Haver Analytics.  
1/ Includes exchange-traded fund flows and mutual fund flows.

价格方面的衡量也表明，虽然东盟金融一体化程度上升，但仍有待进一步提高。近年来，跨境利率和债券收益率差距缩小。然而，即便在控制了汇率变动的影响后，这些利差依然很大（还可以参见亚洲开发银行，2013年）。近年来，东盟利率和债券收益率的联动性上升，但这也许还反映了与全球市场的融合程度上升和/或基本面改善（例如：通胀率和利差下降以及主权信用评级改善）。即便在控制了全球因素后，股票市场收益的联动性上升表明股票市场的一体化程度大于货币和债券市场。

### 三. 进一步加强东盟金融一体化

大多数东盟国家依然处在相对初期的发展阶段，存在巨大基础设施缺口。进一步放开区域间和区域内的货物、服务和资本流动可能有益于东盟的经济增长、创造就业并加

强包容性。相应地，建立东盟经济共同体旨在建立共同市场，“实现货物、服务、投资和熟练劳动力的自由流动，并提高资本流动的自由度”（东盟，2008年，第5页）。根据设想，这将是一个长达多年的过程，各国大多按照自己的速度加以推进。“东盟式”意味着如果并且当单个东盟成员国认为已做好准备时，其可以采取进一步开放金融部门和资本账户。这种准备就绪可以是多种因素的函数，包括适当强化了相关政策框架和制度，以及具备大体有利的国内经济和金融条件。虽然该灵活方法会导致过程拖沓冗长，但的确可以确保所有权与激励兼容。鉴于在全球范围可以看到进一步开放金融部门和资本账户蕴含的巨大风险并且到目前为止有大量记载，采取灵活方法具有重要性。鉴于此，东盟各工作组孜孜不倦地定期碰头审查单个成员国取得的进展并讨论下一步措施值得称赞。例如：2014年2月在缅甸召开了资本账户开放工作委员会（WC-CAL）第27次会议。同期还在缅甸召开了资本市场发展工作委员会会议。

#### A. 开放东盟金融部门：风险在哪？

理论上，金融一体化对一国和一个地区大有裨益。东盟国家的金融体系大多仍以银行为主，特别是在处于经济发展初级阶段的国家。然而，保险公司、投资基金和养老基金的作用在上升，尤其是在马来西亚和新加坡。金融一体化会刺激金融部门的发展和产品创新，可以通过提高金融机构的竞争力和效率来促进增长、就业和金融包容，包括在收入更高东盟成员国的更贫困地区。金融一体化还有助于推动发展更大、更深和流动性更高的市场，可以降低资本成本、改善资源配置、加强风险分散、延长融资期限和改善交易与结算做法，还会加强对政府、银行和非银行公司的纪律约束，并提高经济抵御冲击的能力。

对于东盟而言，金融一体化的一个重要方面将是金融欠发达的经济体赶上更发达经济体的步伐。表2突出了东盟国家之间金融发展的大规模分化情况。在其中大多数国家，投向私人部门的信贷余额存量依然低于GDP的50%。加强金融一体化将让这些国家受益最大。同时，这些国家也是目前信贷增速最高的国家。正如 Schipke

Table 2. Credit to the Private Sector

	Private Sector Credit (in percent of GDP)				GDP per capita (US\$, 2013)	Credit Growth (in percent) (Avq.)	
	1990	2000	2010	2013		2010-12	2013
Indonesia	46	20	28	36	3,510	23	20
Malaysia	105	137	120	134	10,457	11	10
Philippines	18	42	30	36	2,791	15	16
Singapore	84	96	130	173	55,182	14	16
Thailand	83	108	97	121	5,676	15	10
Brunei		50	41	31	39,659	-1	7
Cambodia		6	28	45	1,028	27	27
Lao P.D.R.		14	22	39	1,594	41	36
Myanmar			5	15	1,113	59	66
Vietnam		35	115	97	1,902	18	13
China	87	122	130	136	6,747	17	15
India	35	36	54	57	1,505	18	15
Japan	126	117	107	115	38,491	0	5
Korea	122	129	154	156	24,329	5	3

Sources: CEIC Data Company Ltd.; Haver Analytics; and IMF staff estimates.

(2015年)第七章大量讨论的那样,当监管不当或未监管时,前沿经济体和新兴市场经济体的金融创新与发展有时会给宏观经济稳定造成负面影响。国有银行在多个东盟国家依然规模庞大并且常与国有企业有联系。一些经济体还会参与定向信贷操作,将其作为发展战略的一部分,这会产生准财政负债并影响私人银行的盈利能力。20世纪90年代末爆发的亚洲金融危机突出了银行业和资本市场发展迅猛(并且监管不足)可能导致的脆弱性。风险管理差、对周期性经济活动的敞口过大、治理薄弱和定向与关联贷款仅仅是潜在风险中的一部分。随着跨境关联性上升,这些问题和相关风险会加剧,并且倘若爆发危机,其最终会使产出、国际储备和公共财政付出巨大代价。

如果管理好,东盟金融一体化可以通过刺激金融发展和深化在提高东盟前沿和新兴市场的生活标准中发挥关键作用。通过促进建立全东盟金融市场,金融一体化有助于克服当前由各国规定和标准(例如:银行监管、评级机构、征信局和证券委员会)导致的各国金融部门分割问题。缺乏互认和通用的披露要求也阻碍了共同市场的建立。在此方面,重要的是要注意到东盟经济共同体蓝图呼吁协调监管并加强成员国之间的政策协调。近期欧盟的经验强调,针对金融稳定采取从区域着眼的方法同等重要。尤其是,可能有必要在单一市场针对金融服务建立超主权监督框架,并且需得到单一处置制度的支持,提供共同应急支持(例如:存款保险)。

## B. 开放东盟金融部门:改革倡议

东盟国家继续朝着加强区域金融一体化的方向迈进。例如:2013年,马来西亚、新加坡和泰国的证券监管当局签署了谅解备忘录(MOU),制定并实施集合投资计划跨境交易框架。目前正在研究更广泛一体化框架的细节。虽然东盟经济共同体蓝图将提高资本流动的自由度和金融一体化确认为东盟经济共同体的两个关键要素,但与细节相关的内容较少,例如:金融一体化的理想程度和实现金融一体化的必要法律、制度和监管要求(东盟,2008年)。近期亚洲开发银行(ADB,2013年)的一份报告列出了东盟国家当前对于下一个十年实现一定程度的金融一体化所需采取的步骤进行的思考情况:

- 亚洲开发银行的报告认为东盟地区有必要培育具有全球竞争力的银行,将其作为银行业一体化工程的关键目标。商业银行迄今依然是东盟最重要的金融机构类型。鉴于以国际标准衡量,总部设在东盟国家的银行(“东盟银行”)规模平

均而言依然很小，提议的“东盟银行业框架”将为东盟银行提供优先于其他银行的市场准入。这样一来，具有全球竞争力的大型东盟银行可以随着时间逐步发展起来，并壮大客户基础，使其足以支持银行的发展并能让银行在未来引领东盟金融。这些银行还可以通过并购更小的银行在国际银行业中找到立足点。

- 报告结论认为在下一个十年实现银行业全面一体化对于东盟而言过于雄心勃勃，例如建立欧盟那样的“单一通行证”（single passport）制度。相反，报告为在十年期间实现银行业部分一体化提出了步骤建议，为每个东盟成员国制定了不同的时间进度安排。这有待得到制度的支持，即根据 2008 年东盟经济共同体蓝图中列出的原则协调监管并加强东盟成员国之间的政策协调。
- 除了优先给予东盟银行市场准入之外，提议的战略还包括下列要素：
  - 针对银行业一体化采取双规模式，通过区域监管规定协调加以支持。因此，成员国应立即开始逐步取消大部分剩余的针对批发银行业采取的限制措施，同时推迟完成放开跨境零售银行业（吸收存款）的工作。
  - 建立三维框架（平等准入、平等对待和平等环境）指导长期的东盟金融服务自由化过程。因此，东盟成员国应就东盟银行成为合格东盟银行（QAB）且有资格进入其他成员国的银行部门所必须满足的一套最低条件达成一致，包括最低资本充足率要求，并表要求和并表监管权限，对大额敞口的限制，以及最低会计和透明度要求。互认原则还管理着欧盟的“单一银行执照”方法，即在一个欧盟成员国获得执照的银行同时被授权在其他欧盟国家开设分行，不存在其他任何手续或要求。

亚洲开发银行报告中的提议确定了东盟金融一体化框架的关键要素，但也留下了几个未回答的问题：

- 亚洲开发银行报告建议，“仔细规划的市场一体化过程有助于更多的东盟银行比非东盟银行发展更快”（ADB，2013 年，第 8 页）。这会从潜在削弱银行业一



体化带来的效率和竞争力的改善。<sup>3</sup> 还会带来“太大而不能倒”的问题，许多国家，特别是美国和欧洲的国家已发现该问题会给其公民造成巨大成本并且难解决。

- 由于经济或政治原因，一个或多个成员国可能想推迟向来自其他东盟国家的银行开放市场。这会导致就东盟银行为了有资格进入其他成员国的银行部门而必须满足的整套最低条件达成一致存在很大难度。一个常提到的解决方法是两个或多个国家同时向彼此的银行开放市场。然后，其他东盟国家可以在后期加入这些先行者的行列。这常被称为“2+x”方法（东盟（2008年）称其为“东盟减x”方法（第11页））。“2+x”方法符合“东盟式”。其与激励兼容并允许先行者开始收获提升金融一体化带来的一些好处，尽管与整个东盟同时行动相比，其好处较小。这可以触发其他东盟成员国采取行动追赶先行者。
- 不仅仅是成员国需要根据全东盟的方法或“2+x”方法来同意促进合格东盟银行进入它们的银行业市场。合格东盟银行和本地银行应受到东道国监管当局的平等对待。协调银行业监管规定应从协调发放执照要求开始，并扩大到（1）银行会计标准和披露要求；（2）最低资本要求；（3）风险管理；（4）立即纠正措施（PCA）和倒闭银行的处置方法；（5）大额敞口限制；和（6）反洗钱与消费者保护规定。
- 还有必要明确区域层面的制度安排和立法过程，以确保有效进行跨境监管和处置。
- 尚未明确解决跨境银行集团的组织结构选择问题。Fiechter 及其他人（2011年）得出结论认为，当谈到在子公司和分行之间做选择的问题时，没有放之四海皆准的办法。母国监管当局通常倾向于在银行扩张到更薄弱且风险更高国家的市

---

<sup>3</sup> 实证研究显示，外资银行的存在普遍会提高本地银行部门的效率和竞争，降低净利息收益率、超额收益和成本比率（参见，例如 Claessens 和 Van Horen，2014年）。

场时，集团各部门之间建立了更严格防火墙的跨境银行结构（子公司模式）。如果东道国的状况好于母国，东道国当局可能也偏爱子公司模式，以保护本地子公司不受母公司潜在问题的影响。相比之下，金融体系欠发达且经济薄弱的国家或许倾向于区域或全球性银行通过设分行的形式进入市场，从而根据母行的实力推动信贷服务。监管质量、信息共享制度的恰当性以及附属机构对于母国和东道国金融体系的系统重要性也会影响母国/东道国的偏好。

- 金融一体化的成功取决于公共和私人部门参与者之间的积极配合。主要由各国当局设计并出台政策改革。然而，成功实施改革要求与金融机构和其他私人主体密切合作。

### C. 开放东盟金融部门：从欧洲汲取的教训

我们可以从欧洲建立银行业单一市场的经验中汲取哪些教训？东盟国家在许多方面与欧盟国家存在天壤之别。与欧盟国家不同，东盟国家的汇率制度多种多样（表3）。从经济和金融发展阶段而言，东盟国家更具多元化。它们在政治制度和文化背景方面也存在差异。欧洲近期历史和两次世界大战造成的破坏也将其与亚洲分开，如从欧洲渴望政治团结角度而言。尽管存在这些重要差异，欧盟为银行业打造单一市场的经验以及近期危机暴露的方法上的缺陷可以让东盟从中汲取一些教训。

**Table 3. De facto Exchange Rate Arrangements, April 30, 2014**

Indonesia	Floating arrangement
Malaysia	Other managed arrangement
Philippines	Floating arrangement
Singapore	Stabilized arrangement
Thailand	Floating arrangement
Brunei Darussalam	Currency board with the Singapore dollar
Cambodia	Other managed arrangement
Lao P.D.R.	Crawl-like arrangement
Myanmar	Other managed arrangement
Vietnam	Stabilized arrangement

Source: IMF, 2014 Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.

实现银行业一体化要求所有东盟国家做出强有力的政治承诺。为此，重要的是让东盟领导人明确阐述银行业一体化的目标以及每个东盟成员国，不论大小，将如何从中受益。清楚地了解整合银行业市场带来的潜在传染和溢出风险，以及过渡和操作风险同样重要，尤其是对于正在赶追的欠发达东盟国家而言。一旦识别这些风险，需在国家和区域层面建立有力的政策框架，从而妥善管理这些风险。

银行业一体化取得进展需得到稳健的制度和立法框架支持。为东盟银行业打造单一市场的计划需明确：（1）进入市场的最低监管要求；（2）允许从事的银行活动（符合东盟现在所处的发展阶段和增长目标）；（3）有效跨境银行监管与处置的区域性安排；和（4）制定标准与规则并让各国遵守区域性规则的（新）区域制度。

为确保单一市场的有效运转，有必要制定一套经协调的核心监管规定。当规定、监管做法和处置制度存在巨大国别差异时，便难以确保公平竞争的机会。欧盟成员国在解读和执行欧盟共同指令方面可以保持巨大灵活性，这导致国家层面的银行监管规定出现巨大分化。国家层面的规章制度不同导致了竞争性扭曲并鼓励了监管套利。尤其是，对于跨境金融集团而言，此类监管差异不利于集团针对风险管理和资本配置采取的有效方法，并会使跨境金融机构的处置工作难上加难。

然而，欧洲实施的以及东盟经济共同体蓝图提议的监管协调和区域协调也许不足以确保单一市场的金融稳定。为欧洲“单一市场”建立的金融稳定安排牢固地建立在各国金融稳定框架的基础上。当2008年危机席卷欧洲时，在国家层面，更重要的是在欧盟层面缺乏稳健有力的危机管理框架妨碍了起初的政策应对。缺乏事前和事后负担分摊协定导致各国采用栅栏原则并加剧了欧盟金融市场的分割现象，进而逆转了东盟金融一体化取得的进展。

为支撑银行服务的单一市场，也许有必要为银行业监督建立一个覆盖全东盟的框架。欧盟的危机表明，国家层面的决定，即便是用意良好的决定也会给金融稳定造成波及整个地区的影响。仿效欧洲近期建立的“单一监管机制”，未来的东盟监管当局可以负责监督系统性东盟银行。需通过授权单一监管当局维持对所有银行的一般性监督并在必要时对银行进行干预来保障单一监管当局工作的效果。其需具备较强的治理和“行动意愿”，包括通过确保避免“被国家情况支配”，并持续保持从区域视角看问题。

为总部设在东盟国家的银行建立一个有效的跨境银行处置框架将是东盟银行业一体化框架的另一个关键要素。至少，应建议东盟国家通过采用国际最佳做法和金融稳定理事会（FSB）的倡议来强化其银行处置框架。当东盟的银行业和金融服务市场完全一体化时，可能有必要建立单一处置机制，包括一个单一处置机构和一个存款共同担保制度（DGS），共同提供应急支持。但正如欧洲正就银行业联盟进行的讨论所揭示的

那样，该过程中会出现政治阻力，因为其可能涉及负担分摊，会出现资源从金融体系强大的国家净流入金融体系更薄弱的国家。

#### D. 开放东盟资本账户：风险在哪？

除了开放金融部门之外，进一步开放资本账户也有巨大空间，从而刺激东盟国家的发展。尽管本地区的总体储蓄水平高，投资需求依然巨大，包括在基础设施领域。快速发展的城镇化和东盟中产阶级的发展壮大要求改善城镇社区的基础设施，包括便利设施、公用事业以及生产地和国内消费中心之间的连接。在所有这些领域，对银行和非银行中介机构提供更多（和更便宜）基础设施融资的需求不断上升，即便银行在根据全球监管标准的变化调整其业务模式。<sup>4</sup> 巨大的教育缺口也提出了资源要求。根据亚洲开发银行（2012年）的计算，下一个十年，本地区的资金需求为0.6万亿美元。近期，东盟政策制定者将该数字提高至大约1万亿美元（参见，例如2014年4月10日菲律宾财政部长 Cesar V. Purisima 在华盛顿特区战略与国际研究中心的演讲）。

来自本地区内部和外部的资本流动可以补充单个东盟国家创造的国内储蓄。取消对资本流出东盟国家的限制还可以促进减少区域储蓄通过发达经济体的金融中心进行返程投资。例如：由于资本的可替代性，随着1997至1998年之后大幅扩大官方储备持有规模，东盟的中央银行将资金投资海外，其中一些资金可能以区域间证券投资的形式回流到了本地区。逐步放松对资本流出东盟国家的限制很可能导致区域内资本流动增加，部分借助常见的“本土偏好”，即投资者因为熟悉和信息优势会将其投资组合中相对较大的一部分投资于本国和本地区。

近年来与亚洲其他地方以及东盟内部的跨境金融活动改善是对驱动资本流入东盟的拉动力的证明。理论上，东盟一体化程度和开放度上升可以释放大量投资品流动，其来自包括“+3”（中国、日本和韩国）在内的资本充足国以及东盟内部的其他国家（新加坡和马来西亚）。本文附录在两个开放型经济体资本流动基准模型中进一步讨论并分

---

<sup>4</sup> 银行在东盟占主导地位，一般在很大程度上依靠活期存款提供融资。它们通常重点关注商业和家庭贷款。期限转换在银行业中必不可少。如果有利可图，银行将更多地为长期且有风险的基础设施项目提供融资，会考虑风险、外部性和许多此类项目给本地公众带来的好处。

析了产生此类流动的巨大潜力。当东盟内部以及与世界其他地方的金融一体化未完成时，人均 GDP（因此工人人均产出）上的巨大差异会持续存在，且实际融合缓慢，反映资本与劳动力比率长期存在差异。金融一体化可以通过促进资本深化帮助加快经济增长。处于发展初期的国家应该出现最大的流入，从而给增长、实际融合和减贫带来巨大潜在好处。

在最简单的例子中，即投资不存在调整成本，并且国际资本流动不存在法律障碍或信息或其他阻碍，资本会快速地跨境流动，直到国际上经风险调整的回报率变得相等。现实中，资本流动规模关键取决于消除剩余障碍并建立互补的公共生产要素。正如一国制度发展（准确定义并受尊重的私人财产权，包括知识产权，良好的商业环境等等）所反映的那样，提高全要素生产率是一个吸引资本流动的强力拉动力。

实际融合的简单新古典主义观点强调了取消资本管制的潜在好处，但省略了无序鲁莽开放暗藏的危险。这些问题在大量的金融危机文献中均有提及，包括流入新兴市场的外资“突然停止”之前的“原罪”（短期借入外币资金用于为长期项目提供融资）。适当的政策应对包括自我保险，包括通过积累国际储备和征税措施，以便将庇古外部性（Aizenman，2009 年，Jeanne 和 Korinek，2010 年）和许多资本输入国不完整的劳动力保险市场的影响内在化（Mourmouras 和 Russell，2013 年）。

基金组织在此问题上的机构观点（基金组织，2012 年，2013 年 c）承认了放开资本流动管制的好处，包括提高资源配置效率、改进技术、增加投资以及更好地平滑消费波动，同时也强调了资本流动的风险，包括波动性加剧以及出现资本账户危机的脆弱性上升。在金融和制度发展方面依然滞后的国家，这些风险会被放大。这是一条重要的教训：经济发展要求具有更发达的金融体系，其与资本流动增加密切相关。因此，基金组织关于资本流动的机构观点强调，当金融/制度发展充分并且宏观经济形势稳健时，放开资本流动管制带来的好处最大。没有一个适合在所有国家任何时候都完全放开管制的假定。

东盟资本账户一体化议程与该方法一致，其本质是适当渐进主义，强调正确把握开放顺序并建立监管保障，以保护单个国家免受资本流动波动的影响。亚洲开发银行（2013 年）将资本账户开放定义为消除经济主体在各国之间跨境自由转移所有权时面临的法律和行政障碍的过程。在金融部门发展方面观察到的东盟经济体之间的巨大分

化延伸到了资本账户开放度方面。比较各国的开放度并评估提高开放度空间的一种方法是参照实证文献中使用的各种法律上的资本账户开放度指数（专栏 2）。<sup>5</sup>

---

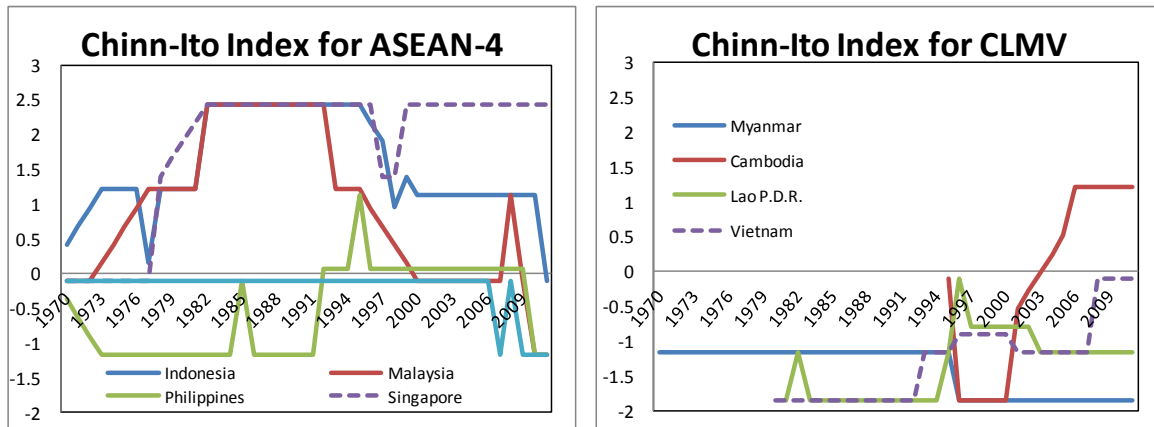
<sup>5</sup> 在所有情况下，指数值越高表示资本账户开放度越高。这些指数的一个共同特征是指数信息的主要来源是基金组织的《汇兑安排与汇兑限制年度报告》（“AREAER”）。基金组织《汇兑安排与汇兑限制年度报告》提供了大量详细信息。但在提供细节的同时并未对一国的总体开放度/限制度进行任何形式的总结或底线特征描述。基金组织也未编制自己的指数。

## 专栏 2. 东盟国家法律上的资本账户开放度指数

Quinn-Toyoda 和 Schindler 的资本管制指数关注的是对资本账户的限制（参见 Vargas（2014 年））。相比之下，Chinn-Ito 指数衡量了对外部交易的四类限制：（1）存在多重汇率；（2）限制经常账户交易；（3）限制资本账户交易；和（4）对汇回出口收益的要求。

对 Chinn-Ito 指数随着时间演变进行的比较显示，新加坡自 20 世纪 80 年代初以来维持了较高的金融开放度。亚洲金融危机（AFC）前后采取的限制措施被迅速取消。东盟四国（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国）仅维持了很少数的非居民参与国内证券交易限制。这反映在实际金融开放度相对较高方面，例如以实际跨境证券投资流水平衡量。然而，居民的资本账户交易受到一些限制。而且，在亚洲金融危机和全球金融危机之后，东盟四国采取或加强了一些经常账户交易限制，包括在出口收益汇回和服务付款验证程序方面。

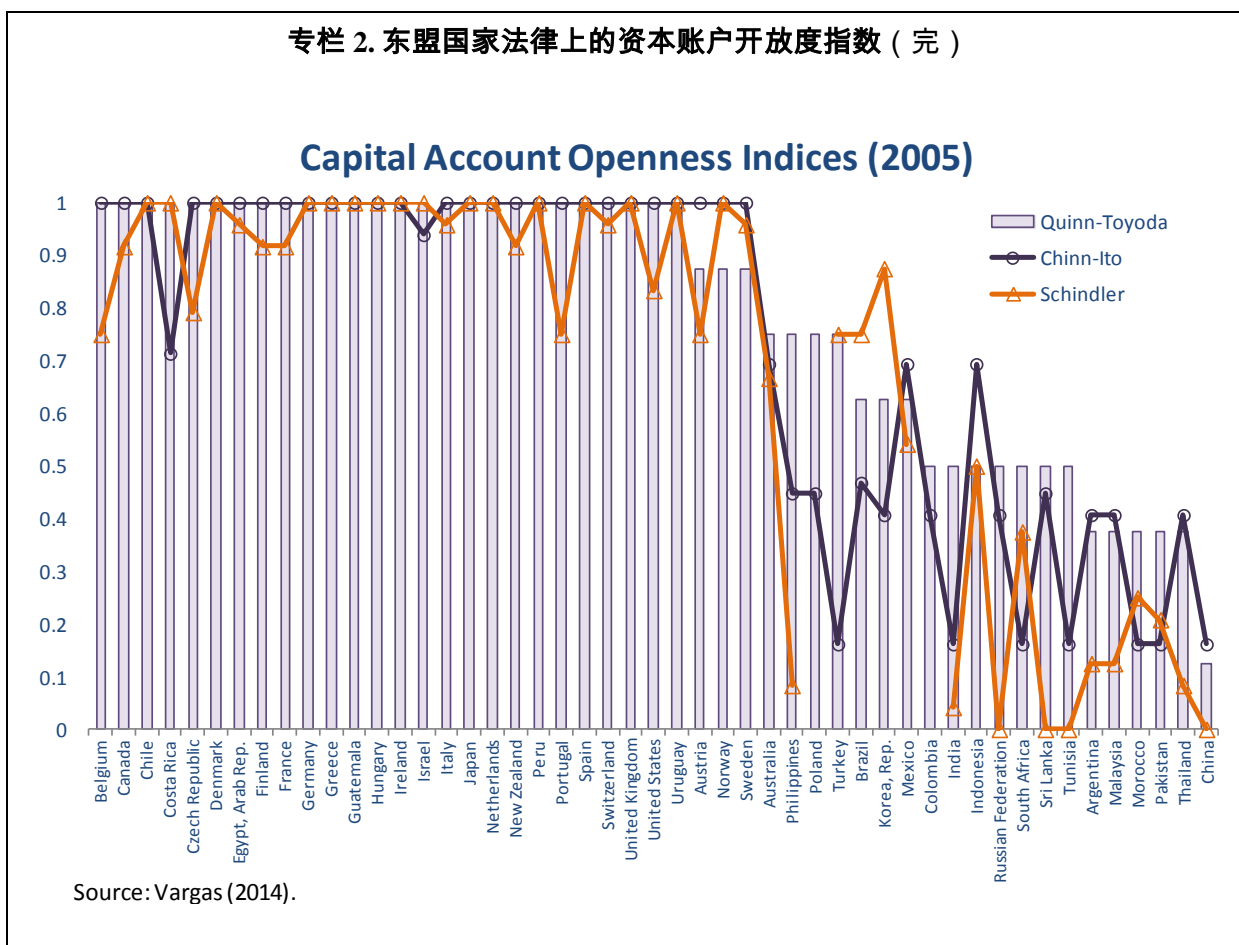
根据 Chinn-Ito 指数，由于自 2001 年以来分阶段采取了一揽子自由化措施，柬埔寨于 2011 年成为东



盟金融开放度第二高的经济体。然而，资本流动大多采取外商直接投资和官方赠款的形式。鉴于相关国内金融市场仍在发展中，证券投资的流入依然有限（实际金融开放度低）。类似地，老挝人民共和国、越南和缅甸历史上表现出相对低的金融开放度。CLMV（柬埔寨、老挝人民共和国、越南和缅甸）国家未随着全球金融危机的爆发而收紧资本账户限制，这也许反映了它们对波动的证券投资流的敞口有限。应注意，图中的 Chinn-Ito 指数尚未反映缅甸近期的开放和汇率统一。

与其他新兴市场经济体的比较表明，东盟四国在法律上的资本账户开放度分类中没有那么开放。图表列出了 2005 年的三个法律上的开放度指数，这是可获得所有三个指数的最近一年。所有指数都设在常见的 0 至 1 区间，数值越大表示资本账户的开放度越高。图表根据各国在 Quinn-Toyoda 指数上的分数对各国进行了排序。三个指数表现出很大的关联性，均将东盟四国排在资本账户开放度较低的新兴市场经济体行列。

## 专栏 2. 东盟国家法律上的资本账户开放度指数 (完)



过去二十年，亚洲国家在资本流动方面的经历多种多样。这可以证明虽然明显存在取消资本账户限制的空间，但无法保证这将带来资本净流入的大幅增加。东盟国家有时资本净流入规模大，包括在亚洲金融危机（1997–1998年）爆发前的许多年里。然而平均而言，在2000至2012年这段期间，尽管之前讨论的外商直接投资和证券投资流入增加，但只有四个东盟国家（老挝人民民主共和国、柬埔寨，以及在更小程度上的越南和缅甸）是资本净输入国。引人注目的是，尽管存在巨大基础设施需求和发展

**Table 4. Current account balances**  
(In percent of GDP)

	1990–97 (Avg.)	2000–12 (Avg.)	2013
Indonesia	-2.5	1.8	-3.3
Malaysia	-5.6	11.9	3.9
Philippines	-3.7	1.8	3.5
Singapore	12.3	18.9	18.3
Thailand	-6.4	2.9	-0.6
Brunei	43.4	44.1	31.5
Cambodia	-2.8	-3.8	-8.5
Lao P.D.R.	-6.6	-16.2	-27.7
Myanmar	...	-0.4	-5.4
Vietnam	-6.8	-2.3	5.6

Source: IMF, WEO.



潜力，印度尼西亚、菲律宾和泰国仍是资本净输出国，2000 至 2012 年间的平均经常账户顺差每年约为 GDP 的 2%。马来西亚的资本净输出规模甚至更大，在这段期间平均每年为 GDP 的 12%。

21 世纪前十年东盟国家的资本净输出反映了亚洲金融危机之后出于自我保险和预防目的而进行的官方储备积累。由于目前认为大多数东盟国家普遍积累了充分的储备，有空间改变区域内和区域间净资本流动的方向。Park 和 Takagi (2012 年) 指出，大多数东盟国家倾向于保持相对更严格的流出管制阻碍了来自东盟内部的资本流入，同时鼓励了来自区域外发达国家的资本流入。<sup>6</sup>

未来几年，东盟的资本账户开放将是一个持续不断的过程，其最终目标是实现资本账户高度开放，同时充分维护金融稳定。成员国就该领域进行的讨论继续以东盟经济共同体蓝图中确定的纲领为指导：(1) 确保有序开放资本账户，并与成员国的国家议程和经济的准备情况保持一致；(2) 允许针对开放过程中可能出现的潜在宏观经济动荡和系统性风险建立充分保障，包括采取必要措施确保宏观经济稳定的权利；以及(3) 确保所有东盟国家共享开放带来的好处。

资本账户开放的一个重要挑战就是在利用好处的同时将风险最小化。为此，Ishii 及其他人(2002 年) 建议采取渐进主义的方法，强调有必要谨慎确定开放顺序并确定一国可安全进入下一步骤之前应遵守的前提条件。正如 Park 和 Takagi (2012 年) 和亚洲开发银行(2013 年) 所观察到的那样，东盟国家维持了几类限制。目前这些限制可以为防范投机提供合法保障并预防金融部门风险的累积，包括限制几乎所有东盟国家货币的离岸使用和对外使用本币贷款，以及限制投资者对冲外币风险的能力。随着本地区沿着区域金融一体化的道路前进，也许不得不逐步取消其中的一些限制。然而，只要未达到升级宏观经济和金融政策框架的相关门槛，也许适合维持这些限制。<sup>7</sup> 实证

---

<sup>6</sup> 正如之前指出的那样，由于“本土偏好”，东盟的投资者往往会将投资组合中相对较大的比重投向本土地区。因此，在东盟国家放松流出管制可能会导致流出到其他东盟国家的资本不相称地增加。

<sup>7</sup> 亚洲开发银行(2013 年) 提议，作为保障措施，应保持对远期和衍生品跨境交易以及货币在离岸市场使用的限制。

研究表明，外国资本流入对经济增长产生积极效应的两个最重要的前提条件是金融深度和制度质量。

#### 四. 安全推动东盟金融一体化

本部分讨论了为安全推动东盟金融一体化，尤其是外商直接投资流入和银行业一体化，东盟国家可以单独和彼此之间以及与区域和多边伙伴共同采取的政策。还考虑了区域监督和金融合作倡议的现状与未来前景，包括东盟+3 的宏观经济研究办公室 ( AMRO ) 和清迈倡议多边化 ( CMIM )。本部分还简要探讨了亚洲可以从欧洲一体化努力的失败中汲取的教训和东盟内部的风险缓释工作，包括在落实清迈倡议多边化的背景下和基金组织的作用。

##### 帮助加强金融一体化和缓解风险的政策

在中期和更长期内，随着逐步实现东盟经济共同体金融一体化的目标，东盟银行业的联系很可能进一步扩大。全球金融危机后，全球经济与金融环境艰难突出了更开放的东盟金融体系会受国外形势影响的问题。这包括多个方面。Duval 及其他人 ( 2014 年 ) 发现加强两个经济体之间的银行业和证券投资一体化一般会降低其产出联动性。然而，在危机期间 ( 例如全球金融危机 )，银行业一体化似乎的确会提高各国周期的同步性。在这种情况下，全球性银行会将资金从所有国家撤出，这会放大实现金融一体化且依赖外资流国家的产出联动性 ( Kalemlı-Ozcan 及其他人，2013 年 )。<sup>8</sup> 这显示了区域银行业一体化的潜在优点，即提高区域性银行的作用可以降低来自发达经济体的金融冲击的影响。

正如之前指出的那样，国际经验表明，由于银行的风险管理和监管监测可能无法跟上步伐，银行在新市场迅速扩张可能会造成挑战。东道国市场的监管质量不一也会导致脆弱性被掩盖。虽然在整个东盟建立单一监管机制可能是首选最佳解决方案，但近期可能在技术上和政治上不具可行性。事实上，在当前这个关键时刻，东盟尚未表明考

---

<sup>8</sup> 欧洲银行正在进行的去杠杆化所产生的影响似乎可控。事实上，欧洲银行缩小业务规模给东盟银行 ( 以及来自亚洲其他地方的银行 ) 带来了机遇。拉美债务危机之后美国的银行从新兴市场撤出以及 20 世纪 90 年代日本金融危机后日本的银行在东南亚去杠杆化都是警示故事。

考虑建立单一监管机制或形成一个完美一体化的银行部门的计划，而是出现了协调监管规定的趋势（包括在证券市场）。在这种协调成形时，缓解风险的一个选择可能是加强东道国对外资分行的控制，正如正在新加坡实施的那样（参见下一段）。另一种方法是，还可以通过互惠安排来缓解风险。互惠原则管理着在欧盟开设分行的来自非欧盟成员国的银行。互惠原则还是巴塞尔银行监管委员会（BCBS）逆周期资本缓冲（CCB）框架的基石。实现互认有必要进行一定程度的协调，例如在资本定义方面。马来西亚的“金融部门蓝图”强调有必要进一步深化东道国和母国在监管与危机防范方面的合作。

在新加坡的例子中，外资分行发挥的重要作用形成了对其母行的敞口。新加坡 2013 年“金融部门评估规划”指出新加坡的银行拥有大规模资本和其他缓冲，并且似乎能够抵御重大冲击。其还注意到新加坡金融管理局（MAS）为缓解大量外资分行的存在所带来的风险而采取了相关措施。相应地，新加坡金融管理局（1）为审批进入新加坡市场的外资机构制定了高标准，适用了与新加坡法人银行相同的审慎资格；（2）限制了允许吸收零售存款的外资分行数；并（3）在近期采取了一项计划，要求零售业务规模大的所谓特准全面银行（qualified full banks）在本地注册零售业务。新加坡金融管理局还与外资分行的母国监管当局建立了良好的工作关系，并积极主动地与母行管理层接触，以确保其对任何在分行业务操作中识别的风险或缺陷负责。

正如本文讨论的那样，随着金融一体化程度的上升，会出现信贷繁荣和资本流动波动且无法预测所导致的风险，这突出了稳健的宏观经济管理在资本流动性高的世界中的重要性。如果风险源头在银行体系，那么各国采用宏观审慎工具是明智之举，例如收紧房地产贷款的条件，或要求银行持有更多资本。在其他情况下，如果风险与资本流动猛增有关，实施临时资本流动管理措施也许可以奏效。同时，不应忽视深化金融市场发展的好处。正如马来西亚央行（BNM）行长 Zeti Akthar Aziz 指出的那样，成熟的金融体系可以处理好资本流动，不会被其淹没。全球金融危机之后，欧元区的银行缩小在亚洲的业务规模凸显了将发展良好、监管严格且有深度的金融市场作为亚洲吸收外部冲击手段的重要性。

未来，可以同时发展国内银行部门和提高银行部门的一体化程度。亚洲政策制定者和监管当局面临的一个关键挑战是设计并实施支持既有效率又有抗风险能力的一体化银行体系的政策。协调监督和管理框架可以提高金融一体化的速度。随着银行部门的发

展与整合，监管能力需跟上从事跨境业务的日益复杂的银行业机构的步伐。最大限度地利用金融一体化还意味着改善全球规则，例如巴塞尔 III 中设想的改革。也许自相矛盾的是，目前各种旨在加强区域一体化的工作可能会导致监管分割加剧。即如果东盟与其他区域一体化倡议之间协调不足，则会导致监管冲突。

与成立东盟经济共同体相关的政策改革倡议会对其他政策领域产生深远影响，例如国内货币和财政政策。而且资本账户开放会导致丧失政策独立性且进而有必要加强财政政策和结构改革。马来西亚和印度尼西亚 2013 年的经历为亚洲开发银行（2013 年，第 16 页）的断言提供了有力支持，即“适应资本账户开放的最佳策略是贯彻稳健的宏观经济政策。”2013 年上半年，当国际收支中一度出现的大规模经常账户顺差大幅收窄（马来西亚）或变成逆差（印度尼西亚）时，国际投资者指责过度宽松的宏观经济政策并开始抛售在这些国家的资产。在采取了强有力的一揽子宏观经济政策后，2013 年末两国接着出现资本流动明显逆转，并在印度尼西亚延续到 2014 年初。

在思考实现东盟（以及更大范围的亚洲）金融一体化的道路时，欧洲推动高度异质化经济体实现金融和货币一体化的经验具有相关性。从欧洲汲取的一条重要教训是：没有财政或政治一体化的货币和金融一体化危险重重，尤其是当成员国在财政纪律、出口竞争力、制度发展和其他宏观关键领域存在高度异质性时。与欧元区不同，东盟国家没有相同的货币和货币与汇率政策。因此，汇率变动有助于吸收冲击。然而，随着亚洲金融一体化的继续，采取谨慎、渐进的发展方法有利于一体化进程。

### **东盟内部以及与基金组织合作下的风险缓释工作**

全球以及亚洲地区经济体与金融体系之间的关联性上升正在加剧各国和国际金融市场反复出现持续动荡的风险。目前正在努力加强地区安全网，从而解决东盟+3 国家面临国际收支困难时的潜在短期流动性需求。在此背景下，2012 年 5 月召开的东盟+3 财政部长和央行行长会议通过了将“清迈倡议多边化”的规模增加一倍至 2400 亿美元并建立危机防范机制的提议。按要求批准后，经修改的“清迈倡议多边化”于 2014 年 7 月生效。

与其他区域组织和融资安排一样（参见基金组织 2013 年 a，2013 年 b），基金组织一直以来与东盟和东盟+3 的机构进行了富有成效的对话与合作。在该工作关系的基础上，正在加强监督、流动性支持安排和能力发展等领域的合作。例如：2014 年 5 月东盟+3

财政部长和央行行长会议批准了“进一步与国际货币基金组织合作的指导原则。”基金组织与区域组织之间的合作重点围绕基金组织具有专业知识的宏观金融领域。基金组织定期会在各类区域性论坛上介绍其对全球和区域宏观经济发展和前景以及其他问题的研究与分析，包括资本市场发展和资本账户开放。类似地，联合召开了研讨会和会议（例如：2014年1月与东盟+3宏观经济研究办公室在东京联合召开的会议），讨论了东盟的宏观审慎政策等问题。除了研究与分析之外，基金组织还会通过与东盟+3宏观经济研究办公室分享在相关领域从跨国分析中获得的专业知识来帮助改善东盟的区域性制度建设。

## 五. 结论

本文强调，进一步（通过扩大贸易、外商直接投资、证券投资和跨境银行业）推动东盟区域内一体化可以成为东盟国家增长、就业和更包容发展的重要来源以及获得抵御冲击能力的来源。

近年来，东盟内部的贸易和金融一体化程度大幅提升。尽管如此，仍存在进一步开放金融部门和资本账户的重要空间。尤其是，众所周知亚洲，特别是东盟的金融一体化滞后于世界其他地方。虽然这一情况在改变（例如：新加坡和马来西亚的银行在本地区的活动正在扩大），但解决亚洲和东盟金融体系持续分割的问题仍需开展更多工作。事实上，金融一体化是当前为货物和服务建立东盟单一市场倡议的重要元素。东盟经济共同体蓝图呼吁成员国之间协调监管并加强政策协调。虽然这是一个合适之举，而近期欧盟的经验强调对金融稳定采取区域性方法具有同等重要性。尤其是，有必要针对计划为金融服务打造的东盟经济共同体单一市场建立超主权监督框架。欧洲的经验还表明有必要巩固区域宏观金融监督机制（例如：东盟+3宏观经济研究办公室）和区域金融安全网（例如：清迈倡议多边化）。这些是持续开展的工作并且会适时得到基金组织工作人员的积极支持。

虽然欢迎不断加强区域宏观经济监督和金融安全网，但监测金融体系同样重要，从而确保早期识别可能出现的脆弱性。尤其是东盟国家处于不同的经济发展阶段，持续推进金融一体化意味着信贷与GDP的比率相对较低的国家在追赶走在前面的国家。此类金融深化会受到欢迎，但从经济历史中可以明显看出，由此产生的信贷迅猛增长会导致金融部门的脆弱性与风险。在决定东盟金融部门开放的步伐时，需考虑一些东盟国

家在国内金融部门发展中面临的挑战。为此，东盟国家适合采取勤奋踏实且谨慎的方法推进一体化。另一方面，东盟/东盟经济共同体框架未排除更发达经济体更快推进金融一体化的可能性。一旦建立充分保障，消除区域银行业一体化面临的保护主义壁垒符合这些国家的利益。

## 附录 1. 流入东盟的潜在资本流：没有限制？

提高东盟一体化程度和开放度可在本地区释放大规模的资本流动。本附录显示，随着资本相对稀缺的东盟国家进一步开放资本账户，强有力的拉动因素会触发资本流入这些国家。资本会从包括“+3”（中国、日本和韩国）在内的资本丰富国以及东盟内部其他国家（例如：马来西亚和新加坡）流入资本相对较少的东盟国家。

这里介绍了资本从资本丰富的“+3”国家流入东盟的两个开放型经济体基准模型。由于东盟大多数国家的资本强度相对较低，模型突出了随着单个国家的政策和制度框架进一步加强且取消对资本流动的限制，资本大规模流入东盟的潜力。这一点最适用于东盟的“前沿经济体”（例如：柬埔寨、老挝人民民主共和国、缅甸和越南）。但其更普遍地适用于资本稀缺的东盟地区：即便在印度尼西亚这样的东盟五国，资本流入也可以在提高资本与劳动力比率和生产率与生活标准方面发挥重要作用。鉴于未实现此类流动，框架指出有必要改善软硬件基础设施。基准模型突出了金融自由化和一体化对东盟国家增长和发展的潜在好处。同时，还讨论了往往会阻碍跨境流动的障碍。

### A. 东盟在未调整成本新古典主义增长模型下的资本流入

可以使用简单的基准新古典主义增长模型来解释东盟国家的潜在资本流入，假设在无摩擦环境下实现金融自由化之后，东盟各国以及发达国家的资本名义收益率相等。框架采用了 Lucas（1990 年）、Fernandez de Cordoba 和 Kehoe（2000 年）以及 Lipschitz、Lane 和 Mourmouras（2006 年）。

假设东盟和“+3”国家（中国、日本和韩国）的产出由单一部门生产，每个国家  $i$  的柯布-道格拉斯（Cobb-Douglas）生产函数为  $Y_i = A_i K_i^\alpha N_i^{1-\alpha}$ 。使用密集形式时，工人人均产出（ $y_i$ ）是工人人均资本（ $k_i$ ）的函数，即  $y_i = A_i k_i^\alpha$ 。资本边际产量是  $r_i = \alpha A_i k_i^{-(1-\alpha)}$  或，从工人人均产出角度讲，

$$r_i = \alpha A_i^\alpha y_i^{-\frac{1-\alpha}{\alpha}} \quad (\text{A1})$$

如果用日本（以  $J$  表示）代表发达债权国， $i$  表示一个代表东盟的国家，那么东盟国家  $i$  和日本的资本相对收益为

$$\frac{r_i}{r_j} = \left[ \frac{A_i}{A_j} \right]^{\frac{1}{\alpha}} \left[ \frac{y_j}{y_i} \right]^{\frac{1-\alpha}{\alpha}}. \quad (\text{A2})$$

方程式 (A2) 和关于产量  $\alpha (= 1/3)$  资本强度的假设可用于推导出东盟国家的资本相对收益区间。如果全要素生产率的相对水平差异不太大，东盟国家的资本边际产量会比日本高出一个数量级。在完全实现资本自由流动的情况下，收益率出现此类特大差距会引发投资从日本等资本丰富国大规模流入资本稀缺的东盟经济体。的确，正如 Lucas (1990 年) 观察到的那样，面对该量级的收益率差距，不会出现对发达国家的投资。当然在现实中，发展中国家全要素生产率的相对水平可能低得多，反映了在软硬件基础设施和其他因素上的差异。

在简单增长模型下，一夜间“大爆炸”式地开放资本账户所导致的资本流动规模会有多大？为了对该问题有个概念，假设东盟经济体与全球经济相比规模较小且全球资本市场和资本流动的情况是，单一期间的资本收益率相同。可使用日本的资本与产出比  $k_j/y_j$ ，工人人均产出比  $y_i/y_j$  以及分别使用金融自由化“大爆炸”前后工人人均资本比率  $k_i/k_j$  和  $\bar{k}_i/k_j$  来列出潜在资本流动（相对于流动前工人人均 GDP）的方程式

$$\frac{\bar{k}_i - k_i}{y_i} = \frac{k_j}{y_j} \left[ \frac{y_i}{y_j} \right]^{-1} \left[ \frac{\bar{k}_i}{k_j} - \frac{k_i}{k_j} \right]. \quad (\text{A3})$$

金融自由化之前，工人人均资本比率  $k_i/k_j$  可以列为

$$\frac{k_i}{k_j} = \frac{[y_i/A_i]^{1/\alpha}}{[y_j/A_j]^{1/\alpha}} = \left[ \frac{y_i/y_j}{A_i/A_j} \right]^{\frac{1}{\alpha}}. \quad (\text{A4})$$

金融自由化之后，东盟国家  $i$  和日本的资本租金率比率必须相等：

$$1 = \frac{\bar{r}_i}{r_j} = \left[ \frac{A_i}{A_j} \right]^{\frac{1}{\alpha}} \left[ \frac{y_j}{\bar{y}_i} \right]^{\frac{1-\alpha}{\alpha}}, \quad (\text{A5})$$



其中， $\bar{r}_i$ 和 $\bar{y}_i$ 分别代表东盟国家*i*在金融自由化“大爆炸”之后的资本租金率和工人人均产出。资本相对租金率 $r_i/r_j$ 由方程式 ( A2 ) 推导而来。这暗示金融自由化“大爆炸”之后工人人均产出比率 $\bar{y}_i/y_j$ 满足下列方程式

$$\frac{\bar{y}_i}{y_j} = \left[ \frac{A_i}{A_j} \right]^{\frac{1}{1-\alpha}}. \quad (\text{A6})$$

因此，可以使用全要素生产率的比率表达金融自由化“大爆炸”之后工人人均资本比率 $\bar{k}_i/k_j$

$$\frac{\bar{k}_i}{k_j} = \frac{(\bar{y}_i/A_i)^{1/\alpha}}{(y_j/A_j)^{1/\alpha}} = \left[ \frac{\bar{y}_i}{y_j} \right]^{\frac{1}{\alpha}} \left[ \frac{A_i}{A_j} \right]^{-\frac{1}{\alpha}} = \left[ \frac{A_i}{A_j} \right]^{\frac{1}{\alpha(1-\alpha)} - \frac{1}{\alpha}} = \left[ \frac{A_i}{A_j} \right]^{\frac{1}{1-\alpha}}. \quad (\text{A7})$$

现在，将上述 ( A4 ) 和 ( A7 ) 代入 ( A3 ) ，可以得出潜在资本流动 ( 相对于流动前的 GDP ) 的方程式

$$\frac{\bar{k}_i - k_i}{y_i} = \frac{k_j}{y_j} \left[ \frac{y_i}{y_j} \right]^{-1} \left[ \frac{\bar{k}_i}{k_j} - \frac{k_i}{k_j} \right] = \frac{k_j}{y_j} \left[ \frac{y_i}{y_j} \right]^{-1} \left[ \left[ \frac{A_i}{A_j} \right]^{\frac{1}{1-\alpha}} - \left[ \frac{y_i/y_j}{A_i/A_j} \right]^{\frac{1}{\alpha}} \right]. \quad (\text{A8})$$

简单无摩擦模型预测每个东盟国家理论上可以通过资本积累追赶上发达经济体。工人人均产出潜在增长率可以写成

$$\frac{\bar{y}_i - y_i}{y_i} = \frac{\bar{y}_i}{y_j} \left[ \frac{y_i}{y_j} \right]^{-1} - 1 = \left[ \frac{y_i}{y_j} \right]^{-1} \left[ \frac{A_i}{A_j} \right]^{\frac{1}{1-\alpha}} - 1. \quad (\text{A9})$$

为了估计方程式 ( A8 ) 预测的流入每个东盟国家的潜在资本流动规模，我们使用“宾大世界表” ( Feenstra、Inklaar 和 Timmer ， 2013 年 ) 来校准九个东盟国家 ( 无法获得缅甸数据 ) 和日本的全要素生产率条件 $A_i$ 。总产出 $Y_i$ 使用了 2011 年产出方实际 GDP ( 以购买力平价计算，2005 年的百万美元 ) ， $K_i$ 使用了 2011 年的资本存量 ( 以购买力平价计算，2005 年的百万美元 ) ， $N_i$ 使用了 2011 年参与经济活动的人数 ( 百万 ) 。假

设总产出由柯布-道格拉斯生产函数  $Y_i = A_i K_i^\alpha N_i^{1-\alpha}$  决定，每个东盟国家和日本的  $\alpha = 1/3$ ，那么全要素生产率条件  $A_i$  可以校准为  $A_i = Y_i / (K_i^\alpha N_i^{1-\alpha})$ 。

表 A1 第 2 列和第 4 列是 2011 年九个东盟国家工人人均相对产出比  $y_i/y_j$  和相对全要素生产率的比  $A_i/A_j$ 。加上日本 2011 年的资本与产出比 ( $k_j/y_j$ ) 为 4.75，这些比率被用于估算表中东盟国家的潜在资本流入和工人人均潜在产出增长率。

**表 A1. 东盟国家的潜在资本流入 ( 百分比 ) 1/**

	$y_i/y_j$	$k_i/k_j$	$A_i/A_j$	$r_i/r_j$	$\bar{y}_i/y_j$	Potential Inflows/ Pre-flow GDP	Potential Output Growth
Brunei	191.1	114.0	182.9	167.6	247.4	331.8	29.5
Indonesia	15.1	10.3	32.3	147.3	18.4	254.1	21.4
Cambodia	7.2	3.3	22.4	218.3	10.6	484.3	47.7
Laos	8.8	7.5	20.8	117.5	9.5	110.8	8.4
Malaysia	44.0	36.9	61.3	119.1	48.0	119.5	9.1
Philippines	15.2	11.7	31.1	130.0	17.4	176.5	14.0
Singapore	121.9	103.9	120.3	117.3	132.0	109.6	8.3
Thailand	22.3	19.5	38.5	114.2	23.9	91.7	6.9
Vietnam	10.6	8.3	24.4	128.2	12.1	167.2	13.2

1/ 日本的资本与产出比  $k_j/y_j$  设为 4.75。

表 A2 和图 A1 显示了资本流动对不同假设的敏感度，这些假设有关资本输入国全要素生产率和工人人均产出相对于发达国家的水平。的确，表格右下方部分显示，当人均产出差异归因于技术和制度环境更具挑战（全要素生产率条件相对不利）时，资本流入会减少或也许真的会为负。表 A3 和图 A1 显示了将资本输入国全要素生产率和工人人均产出相对于发达国家的水平进行不同组合时工人人均潜在产出增长，就像方程式 ( A9 ) 那样。

为正确看待表 A1 中的计算，Fernandez de Cordoba 和 Kehoe ( 2000 年 ) 在与西班牙 1986 年金融自由化之后经历的资本流动相关的类似练习中发现，实现德国和西班牙名义利率相等所要求的资本流动规模大约为 GDP 的 86%。在含有成本调整的更广义模型中，流动规模和资本与劳动力比率的趋同速度下降。下一部分对其进行了介绍。

**表 A2. 潜在资本流入 ( 占资本输入国流入前 GDP 的百分比 ) 1/ 2/ 3/**

	TFP Ratio										
	1.80	1.20	1.00	0.80	0.60	0.40	0.35	0.30	0.25	0.20	
Output per Worker Ratio	0.10	11475	6244	4747	3391	2186	1128	873	605	290	-169
	0.15	7649	4158	3157	2246	1423	634	407	125	-288	-1053
	0.20	5735	3112	2357	1663	1016	304	49	-314	-919	-2163
	0.30	3818	2057	1541	1050	538	-268	-670	-1324	-2539	-5204
	0.40	2856	1518	1112	702	200	-887	-1527	-2621	-4717	-9398
	0.50	2275	1181	832	448	-108	-1616	-2574	-4244	-7484	-14765
	0.60	1883	942	621	233	-424	-2473	-3826	-6206	-10849	-21313
	0.70	1599	758	446	31	-762	-3466	-5290	-8512	-14817	-29045
	0.80	1382	605	290	-169	-1132	-4602	-6970	-11166	-19389	-37962
	0.90	1209	471	143	-374	-1537	-5881	-8868	-14169	-24568	-48066
	1.00	1066	350	0	-588	-1979	-7305	-10985	-17522	-30353	-59356
	1.20	839	125	-288	-1053	-2984	-10592	-15878	-25278	-43744	-85499
	1.90	310	-664	-1465	-3171	-7826	-26740	-39958	-63493	-109756	-214407

1/ 计算基于柯布-道格拉斯生产函数 $y_i = A_i k_i^\alpha$ ，其中 $\alpha = 1/3$ 。

2/ 对资本输入国全要素生产率与发达国家的相对水平进行不同假设时的流入。

3/ 日本的资本与产出比 $k_j/y_j$ 设为 4.75。

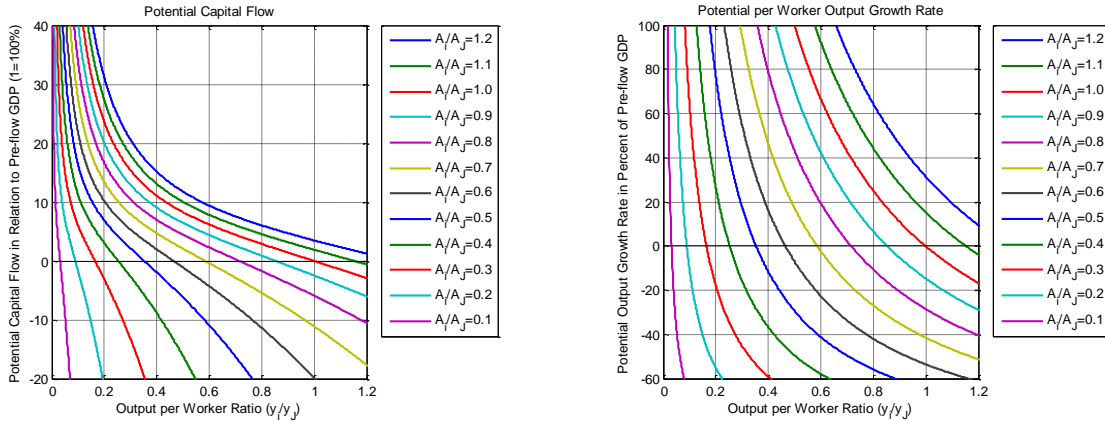
表 A3. 潜在产出增长 ( 占资本输入国流入前 GDP 的百分比 ) 1/ 2/

	TFP Ratio										
	1.80	1.20	1.00	0.80	0.60	0.40	0.35	0.30	0.25	0.20	
Output per Worker Ratio	0.10	2315	1215	900	616	365	153	107	64	25	-11
	0.15	1510	776	567	377	210	69	38	10	-17	-40
	0.20	1107	557	400	258	132	26	4	-18	-38	-55
	0.30	705	338	233	139	55	-16	-31	-45	-58	-70
	0.40	504	229	150	79	16	-37	-48	-59	-69	-78
	0.50	383	163	100	43	-7	-49	-59	-67	-75	-82
	0.60	302	119	67	19	-23	-58	-65	-73	-79	-85
	0.70	245	88	43	2	-34	-64	-70	-77	-82	-87
	0.80	202	64	25	-11	-42	-68	-74	-79	-84	-89
	0.90	168	46	11	-20	-48	-72	-77	-82	-86	-90
	1.00	141	31	0	-28	-54	-75	-79	-84	-88	-91
	1.20	101	10	-17	-40	-61	-79	-83	-86	-90	-93
	1.90	27	-31	-47	-62	-76	-87	-89	-91	-93	-95

1/ 计算基于柯布-道格拉斯生产函数 $y_i = A_i k_i^\alpha$ ，其中 $\alpha = 1/3$ 。

2/ 对资本输入国全要素生产率与发达国家的相对水平进行不同假设的影响。

图 A1. 潜在资本流入和工人人均潜在产出增长



### B. 调整成本与摩擦对东盟国家资本流入的影响

本部分讨论了调整成本与其他摩擦对东盟国家资本流入的影响。该讨论的基础是与 Lucas (1967 年) 以及 Lipschitz、Lane 和 Mourmouras (2006 年) 的精神相符的面临内部调整成本时的简单投资模型。下一部分对模型进行了详细介绍。该模型被用于定量解释东盟经济体的资本流入相较于前一部分考虑的无摩擦模型会如何放缓，即假设国内投资存在调整成本。

生产要素不可动或调整缓慢（包括合适的土地或特定类型的人力或实物资本）可能会产生瓶颈，导致国际上可流动劳动力与资本的边际产量下降。发展中经济体内部实物要素跨部门流动受到的限制是一个密切联系的摩擦，其可能与一些正在由农业生产逐步转变为工业生产的东盟国家尤其相关。需重新配置大量的劳动力和资本，但鉴于其中一些要素因部门而异的性质，重新配置工作必定会成本高昂。

该模型显示了东盟经济体资本与劳动力比率和人均收入向发达经济体水平逐步趋同的情况。表 A4 列出了与文献中报告的其他国家类似的调整成本的示例性结果。这些结果表明，有实物调整成本时的资本流入规模大大小于没有此类成本时预测的规模，但即便在有此类成本的情况下，预测的资本流动规模也远大于实际观察到的规模。

表 A4. 有调整成本时东盟国家的潜在资本流入 1/ 2/ 3/

	$\eta = 1$		$\eta = 0.9$			
	Year Following Liberalization					
	1	1	2	3	4	5
Brunei	331.8	55.7	42.1	32.8	26.1	21.2
Indonesia	254.1	41.0	32.0	25.6	20.7	17.0
Cambodia	484.3	85.3	60.6	45.3	35.0	27.8
Laos	110.8	16.2	13.4	11.2	9.5	8.0
Malaysia	119.5	17.6	14.5	12.1	10.2	8.6
Philippines	176.5	27.0	21.9	17.9	14.8	12.4
Singapore	109.6	16.0	13.3	11.1	9.4	7.9
Thailand	91.7	13.2	11.0	9.3	7.9	6.7
Vietnam	167.2	25.4	20.7	17.0	14.1	11.8

1/ 资本相较于 GDP 的变化 ( 百分比 ) :  $(k_{t+1} - k_t)/y_t$ 。

2/ Fernandez de Cordoba 和 Kehoe ( 2000 年 ) 中的调整成本使用了参数  $\eta$ 。详细内容参见 C 部分。

3/ 如果  $\eta = 1$ ，则无调整成本，并且所有流入发生在同一年。这些估算与表 A1 中的一致。

实践中，下列因素会限制资本流动速度：

- **结构因素。**从储蓄和投资平衡角度看，阻碍投资的结构障碍继续存在，限制了经常账户逆差和资本流动的规模。虽然此类障碍在东盟逐渐减少，并且在过去几年里私人投资率上升，但改革议程不完整且私人投资存在进一步上升的空间。印度尼西亚、菲律宾和泰国依然需要通过升级基础设施来促进潜在增长率。
- **技术因素**可能会导致各国之间的资本生产率产生差异，这与模型的预测形成反差。在模型中，资本的稀缺性是关键因素。技术差异不仅反映知识状况，还会反映生产过程的组织方式。其还包括外部性，例如与通过“做中学”积累人力资本有关的外部性，其可能导致各国人均收入持续存在差异 ( Lucas, 1988 年, 1990 年 )。
- **金融基础设施不足。**资本输入国的金融体系有效传导资本流动的能力有限被定义为金融基础设施不足，这是一个限制资本流动的相关因素。资本市场欠发达或交易规模小，例如本币债市场小，私人养老基金有限和本币结算安排处于初级阶段等都是金融基础设施不足的例子。对于东盟五国而言，尽管为发展国内债券市场做出了巨大努力，但这些市场目前规模相较于 GDP 而言并没有比十年前大很多。银行在东盟金融体系中占主导，实现区域银行业一体化的计划依然任重道远。而且，银行的新资本规定可能会限制其增长，光靠银行融资也许不足以为东盟的投资需求提供资金支持，尤其是基础设施投资。这便提出了一个

问题，即是否为满足投资的融资需求而充分发展了债券市场，如没有，需实施哪些改革。一个相关的问题是私人养老金的发展。东盟国家的养老金制度提供的覆盖面相对有限，尽管一些国家正在建立私人养老金计划（三支柱），其应该有助于发展本地债券市场。作为一个相关点，信贷市场可能存在约束，因为能否获得合适的国内资产作为抵押可能限制了获取信贷的渠道。<sup>9</sup>

- **政策弱点**（实际或感知到的），包括宏观经济前景不确定或动荡往往会限制资本流入并会在有些情况下导致资本外逃。感知到的没收性赋税或施加和/或加强汇兑管制的风险，以及财产权不明和不平等地适用法律与合约是额外的担忧，并且可能与一些东盟前沿经济体的美元化程度很高有关。
- **对偿付能力的担忧**源于同时存在经常账户持续大幅逆差、国内宏观财政脆弱性和金融稳定担忧。根据早期预警文献，经常账户逆差过大是危机的一个重要先行指标。在亚洲金融危机爆发前的八年里，大多数东盟国家出现了巨大的经常账户逆差。老挝人民民主共和国、马来西亚、泰国和越南的经常账户逆差每年平均约占 GDP 的 6%。市场对经常账户逆差担忧（即便它们实际上反映了资本的稀缺性和生产率增长等实际因素）的背后是制度和宏观金融考虑，以及市场参与者在弄清资本流动的潜在原因时面临的困难。由于这些原因，经常账户逆差扩大往往会与提高风险溢价要求联系起来，并会限制任何特定收益差引起的资本流动。
- **风险溢价上升**。市场参与者经常难以弄清资本流入实际上是基于真实的基本面因素还是非理性繁荣或其他因素，例如一时念头和自我实现的预期。由于这些原因，经常账户逆差扩大往往会与提高风险溢价要求联系起来，其有助于限制任何特定收益差引起的流动。

---

<sup>9</sup> 反映了贸易和非贸易品、要素跨部门的有限流动性和流动性约束的模型可以进一步降低资本流动的速度与规模。Fernandez de Cordoba 和 Kehoe (2000 年) 在西班牙的例子中纳入了贸易和非贸易品，但他们未考虑流动性约束。将他们的模型规格与带有信贷约束的模型结合起来，例如 Barro、Mankiw 和 Sala-i-Martin (1995 年) 以及 Barro 和 Sala-i-Martin (2004 年，第 165 页)，可以阐明消费者和企业对外借款在推动资本流动中的相对重要性。

- **资本账户限制。**本文正文部分 ( 第三部分 D ) 讨论了东盟国家的资本账户限制。

### C. 东盟在有调整成本模型下的资本流入

本部分更详细地讨论了有调整成本的资本流动模型。模型密切沿用了 Lipschitz、Lane 和 Mourmouras ( 2006 年 ) 的模型。

#### 消费者

考虑一个具有代表性的东盟经济体。假设该东盟经济体是一个小型开放经济体，居住着大量相同、无限生活着的家庭，其中每个家庭均将贴现效用最大化

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t u(c_t), \quad (\text{A10})$$

其中， $\beta \in (0,1)$  是贴现因子。简单起见，将按期 ( period-by-period ) 效用函数  $u$  当作常数相对风险厌恶 ( CRRA ) 效用函数  $u(c) = \frac{1}{\rho}(c^\rho - 1)$ 。

作为代表的家庭每个期间拥有一个单位的劳动力，会没有弹性地向国内企业提供劳动力并为此领取每个期间的工资  $w_t$ 。代表家庭在  $t$  期开始时的资产为  $a_t$ ，且  $a_0$  给定。其包括最初国内实物资本存量， $k_0 > 0$ ，和最初国外资产  $l_0$  ( 可能为正，也可能为零或负数 )。在模拟中，我们设定  $a_0 = 0$ 。日期  $t$  每单位安置资本的市场价格为  $q_t$ 。

我们假设该经济体允许与外国居民进行资产交易，那么国内家庭的投资组合包括对国内资本的债权  $k_{t+1}$  和在国际资本市场购买 ( 或发行 ) 的债券  $l_{t+1}$ 。因此，代表家庭在  $t + 1$  期开始时的资产  $a_{t+1}$  可以写成：

$$a_{t+1} = q_t k_{t+1} + l_{t+1}. \quad (\text{A11})$$

这些在国际上交易的债券是  $t$  期发布并在  $t + 1$  期到期的覆盖一个时期的无风险证券。它们以集体消费品计价，使用世界利率 ( $r_t^*$ )，我们小型开放经济体的居民将其视为外生性。在没有不确定性和国家风险溢价时，对国内资本的债权和国际债券在国内居民的投资组合中是完美的替代选择。代表家庭的按期预算约束是，每个时期  $t = 0, 1, \dots$ ，

$$c_t + a_{t+1} \leq w_t + (1 + r_t^*)a_t. \quad (\text{A12})$$

消费者效用最大化问题的一阶条件可得出标准欧拉方程：

$$1 + r_{t+1}^* = \frac{u'(c_t)}{\beta u'(c_{t+1})}. \quad (\text{A13})$$

对作为代表的消费者而言，达到最优情形时，当前和下一期消费之间的边际替代率必须等于消费者在世界资本市场面临的实际利率。消费时间路径的形状取决于主观时间偏好率和实际利率的相对大小。如果 $\beta(1 + r_{t+1}^*) = 1$ ， $t$ 期和 $t + 1$ 期之间的消费不变（即 $c_t = c_{t+1}$ ）；如果 $\beta(1 + r_{t+1}^*) > 1$ ，那么消费会增加（即 $c_t < c_{t+1}$ ）；否则消费会减少（即 $c_t > c_{t+1}$ ）。此外，均衡消费路径必须满足横截条件，确保现值等于家庭财富现值（不可能存在庞氏骗局）。

接下来，我们假设世界利率满足在每个时期 $t = 0, 1, \dots$ ， $r^* = r_t^*$ 的条件，其中 $\beta(1 + r^*) = 1$ 。因此，达到最优情形时，作为代表的消费者在每个时期 $t = 0, 1, \dots$ 的消费不变 $c^* = c_t^*$ 。那么，根据现值预算约束推断消费者的人均消费率为

$$c^* = \frac{r^*}{1 + r^*} W, \quad (\text{A14})$$

其中， $W$ 是消费者财富的现值：

$$W = (1 + r^*)a_0 + \sum_{t=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1 + r^*} \right)^t w_t. \quad (\text{A15})$$

## 企业

有大量充分竞争的国内企业，每个企业使用柯布-道格拉斯规模收益不变技术，收入的资本比重 $\alpha = 1/3$ 。简单起见，我们假设全要素生产率条件不随时间变化。作为代表的企业使用雇佣劳动力和其拥有的资本存量创造产出。每个期间的资本折旧率为 $\delta$ 。



根据 Lucas (1967 年)，安置新的资本品存在调整成本。用  $z_t$  代表实际国内投资 (总额)，作为代表企业的资本存量根据下列方程式演变

$$k_{t+1} \leq \varphi \left( \frac{z_t}{k_t} \right) k_t + (1 - \delta)k_t, \quad (\text{A16})$$

其中，函数  $\varphi$  满足  $\varphi' > 0$ ， $\varphi'' \leq 0$ ， $\varphi(\delta) = \delta$ ，和  $\varphi'(\delta) = 1$ 。这个相对于，例如二次方程式调整成本函数而言的优点是调整成本不受企业规模的影响。简单起见，我们采用了 Fernandez de Cordoba 和 Kehoe (2000 年) 使用的参数化：

$$\varphi \left( \frac{z}{k} \right) = \frac{1}{\eta} \left( \delta^{1-\eta} \left( \frac{z}{k} \right)^\eta - (1 - \eta)\delta \right), \quad (\text{A17})$$

$\eta \in (0,1]$ 。注意标准模型与  $\eta = 1$  的情形对应。在该情形中，不存在调整成本，即  $\varphi(z/k) = z/k$  并且资本转换方程式可以简写为标准方程式： $k_{t+1} = z_t + (1 - \delta)k_t$ 。可见  $\varphi'(z/k) = (z/(\delta k))^{\eta-1}$ 。在模拟中，我们像 Fernandez de Cordoba 和 Kehoe (2000 年) 那样设定  $\eta = 0.9$ 。

鉴于世界利率不变并且等于  $r^*$ ，作为代表的企业在  $t = 0$  期的问题是选择一系列可以将利润贴现总和最大化的雇佣劳动力、投资计划和资本

$$\sum_{t=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r^*} \right)^t [Ak_t^\alpha N_t^{1-\alpha} - w_t N_t - z_t] \quad (\text{A18})$$

受 (A16) 影响。由于可以无成本地调整劳动力的利用，可以从一阶条件  $w_t = (1 - \alpha)Ak_t^\alpha$  推导出企业的劳动力需求安排。然而，企业的投资计划不再与满足标准条件  $r_{t+1}^* + \delta = \alpha Ak_{t+1}^{\alpha-1}$  的可取资本存量水平对应。调整成本会减缓企业的资本积累速度，正如投资一阶条件显示的那样。用  $q_t$  代表与 (A16) 对应的拉格朗日乘数 (安置资本的“影子价格”)，拉格朗日方程为

$$\sum_{t=0}^{\infty} \left( \frac{1}{1+r^*} \right)^t \left[ Ak_t^\alpha N_t^{1-\alpha} - w_t N_t - z_t + q_t \left( \varphi \left( \frac{z_t}{k_t} \right) k_t + (1 - \delta)k_t - k_{t+1} \right) \right]. \quad (\text{A19})$$

现在，企业与投资 $z_t$ 相关的一阶条件为

$$\varphi' \left( \frac{z_t}{k_t} \right) = \frac{1}{q_t}. \quad (\text{A20})$$

只有在安置资本的影子价格 ( $q_t$ ) 大于 1 时，即新资本品的市场价格<sup>10</sup>，投资才会为正。 $\eta \in (0,1)$ ，企业投资需求安排 ( $q_t$  的增函数) 的方程式可以简化为

$$z_t = \delta k_t q_t^{\frac{1}{1-\eta}}. \quad (\text{A21})$$

接下来， $k_{t+1}$  的一阶条件可以得出投资的欧拉方程：

$$\begin{aligned} q_t &= \frac{1}{1+r^*} \left[ \alpha A k_{t+1}^{\alpha-1} N_{t+1}^{1-\alpha} + q_{t+1} \left( (1-\delta) + \varphi \left( \frac{z_{t+1}}{k_{t+1}} \right) - \varphi' \left( \frac{z_{t+1}}{k_{t+1}} \right) \frac{z_{t+1}}{k_{t+1}} \right) \right] \\ &= \frac{1}{1+r^*} \left[ \alpha A k_{t+1}^{\alpha-1} N_{t+1}^{1-\alpha} + (1-\delta)q_{t+1} + q_{t+1} \cdot \varphi \left( \frac{z_{t+1}}{k_{t+1}} \right) - \frac{z_{t+1}}{k_{t+1}} \right], \end{aligned} \quad (\text{A22})$$

其中，第二个等式来自 $t+1$ 期方程式 (A20)。在资本积累的最优路径上，(A22) 第一个等式暗示额外一个单位资本的影子价格 $q_t$ 是三个构成要素的贴现总和：(1) 下一期资本的边际产量；(2) 下一期单位资本未折旧部分的影子价格；和(3) 资本单位对降低下一期调整成本的边际贡献。

## 均衡

以工人人均水平表示的对经济体的可行性约束为

$$c_t + z_t + l_{t+1} \leq A k_t^\alpha + (1+r_t^*)l_t. \quad (\text{A23})$$

每个期间的贸易差额被定义为 $l_{t+1} - (1+r_t^*)l_t = A k_t^\alpha - c_t - z_t$ 。鉴于分别用 $k_0 > 0$ 和 $l_0$ 表示的经济体最初资本存量和对外国资产的所有权，完美预期均衡是一组资本影子

<sup>10</sup> 有关托宾 $q$ 的相关分析，参见 Obstfeld 和 Rogoff (1996 年，第 107 页)。

价值和数量序列， $(q_t, k_t, z_t, c_t, l_t)$ ，其中 $q, k, z$ 和 $c$ 为正，与效用和利润最大化以及出清商品市场相符。

当 $k_t = k_{t+1} = k_{SS}$ 以及 $z_t = z_{SS} = \delta k_{SS}$ 时，均衡会达到稳态。在稳态中，我们可以得到 $\varphi(z_{SS}/k_{SS}) = \varphi(\delta) = \delta$ ， $\varphi'(z_{SS}/k_{SS}) = \varphi'(\delta) = 1$ ，因此 $q_{SS} = 1$ 。世界利率 $r^*$ 和边际生产率条件可以确定稳态下的资本与劳动力和产出与劳动力比率： $r^* + \delta = \alpha A k_{SS}^{\alpha-1}$ 和 $y_{SS} = A k_{SS}^\alpha$ 。即通过 $k_{SS} = \left(\frac{\alpha A}{r^* + \delta}\right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$ 得出稳态资本 $k_{SS}$ 。我们假设日本在 $t = 0$ 期处于稳态。通过估算工人人均资本和全要素生产率条件，我们得到 $r^* + \delta = 0.07$ 。我们设定 $r^* = 0.02$ 和 $\delta = 0.05$ 。

我们解决了一个均衡路径问题，经济体可以在足够长的 $T$ 期内达到稳态。我们在模拟中设定 $T = 40$ （年）。

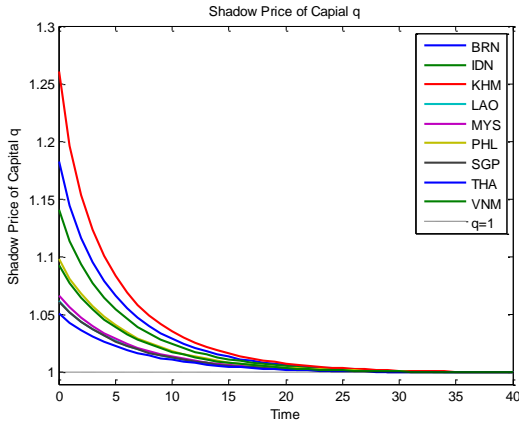
## 模拟

如图 A2 所示，在东盟经济体开放其资本账户前，安置资本的影子价值 $q_t$ 在初期较高，反映整个经济的资本相对稀缺。相应地，资本积累水平高，但与无摩擦模型不同，资本流入是一个渐进过程，如图 A2 所示。资本的影子价格随着时间出现下降，经济向稳态靠近，投资仅仅是重置折旧的资本单位。投资与消费者需求均推动了早期资本流入。

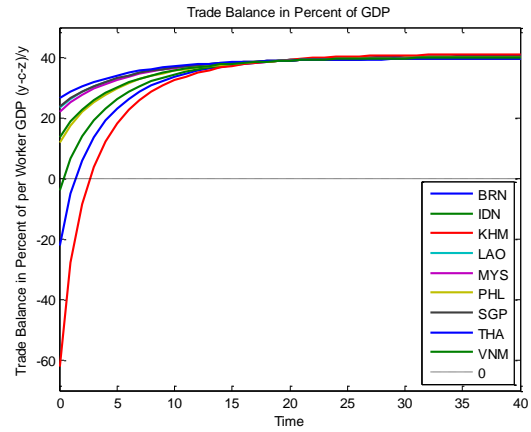
对资本流动的开放度提高会带来消费和投资繁荣，因为国内家庭和企业会利用新机遇平滑消费并扩大厂房和设备。虽然企业会通过减少相对于无摩擦模型的投资来应对调整成本，但资本流入规模很大。正确预期未来收入会增加的家庭通过由国内银行作为中介提供的对外借款填补了长期和可支配收入之间的缺口。在没有流动性约束的情况下，消费者会维持最优消费率不变，如方程式 (A14) 那样。

图 A2. 模拟结果

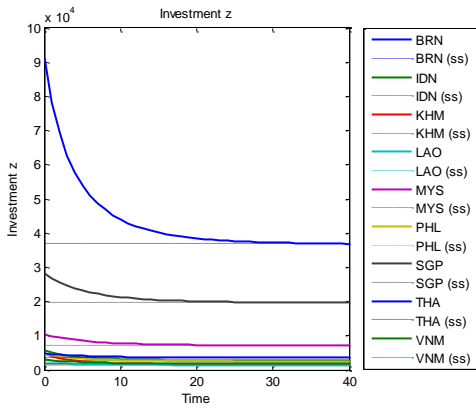
资本 $q$ 的影子价格



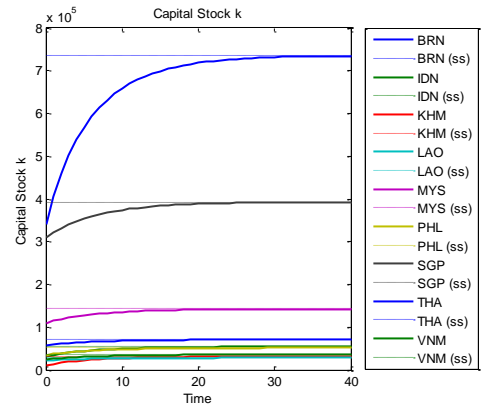
贸易差额占 GDP 的百分比



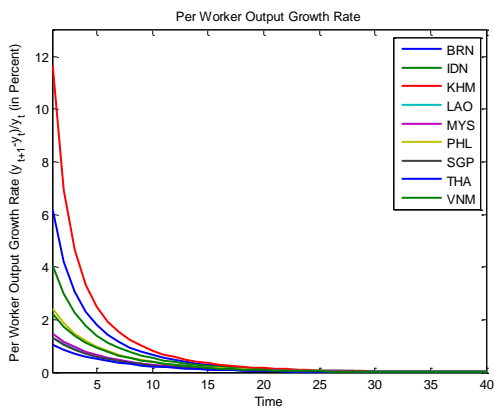
投资 $z$



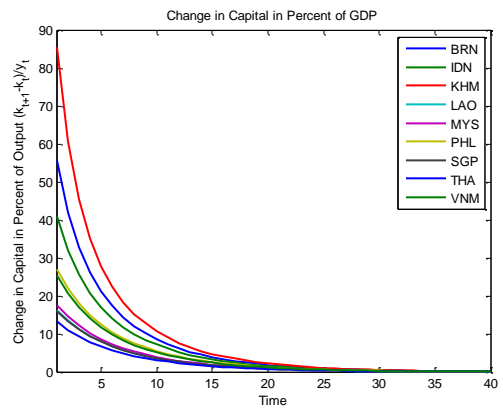
资本存量 $k$



工人人均产出增长率 (百分比)



资本占 GDP 百分比的变化



## 参考文献

- Aizenman, Joshua, 2009, Hoarding International Reserves versus a Pigovian Tax-Cum-Subsidy Scheme: Reflections on the Deleveraging Crisis of 2008–9, and a Cost Benefit Analysis. NBER Working Paper 15484 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Asian Development Bank (ADB), 2012, “Facts and Data about Southeast Asian Infrastructure.” Available at <http://www.adb.org/features/fast-facts-asean-infrastructure-fund>
- , 2013, *The Road to ASEAN Financial Integration: A Combined Study on Assessing the Financial Landscape and Formulating Milestones for Monetary and Financial Integration in ASEAN* (Manila; Asian Development Bank). Available at <http://www.adb.org/sites/default/files/pub/2013/road-to-asean-financial-integration.pdf>
- Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), 2008, *ASEAN Economic Community Blueprint*, January. Available at <http://www.asean.org/news/item/declaration-on-the-asean-economic-community-blueprint>
- Barro, Robert J. and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*. (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Barro, Robert J., N. Gregory Mankiw, and Xavier Sala-i-Martin, 1995, “Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth,” *American Economic Review*, 85: 103–115.
- Basu Das, Sanchita, Jayant Menon, Rodolfo Severino and Omkar Lal Shrestha, (Editors), 2013, *The ASEAN Economic Community: A Work in Progress*, (Singapore: Asian Development Bank and Institute of Southeast Asian Studies), Available at <http://www.adb.org/sites/default/files/pub/2013/aec-work-progress.pdf>
- Claessens, Stijn, and Neeltje Van Horen, 2014, “Foreign Banks: Trends and Impact,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 46, Issue s1, pp. 295–326. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jmcb.2014.46.issue-s1/issuetoc>
- Cubero, Rodrigo, Shanaka J. Peiris, Purichai Rungcharoenkitkul, and Dulani Seneviratne, 2014, “Growing Strong Together: An Analysis of Trade Linkages in ASEAN” (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Duval, Romain, Kevin Cheng, Kum Hwa Oh, Richa Saraf, and Dulani Seneviratne, 2014, “Trade Integration and Business Cycle Synchronization: A Reappraisal with Focus on Asia,” IMF Working Paper 14/52 (Washington: International Monetary Fund).
- Feenstra, Robert C., Robert Inklaar and Marcel P. Timmer, 2013, “The Next Generation of the Penn World Table” available for download at [www.ggd.net/pwt](http://www.ggd.net/pwt).

- Fernandez de Cordoba, Gonzalo, and Timothy J. Kehoe, 2000 “Capital Flows and Real Exchange Rate Fluctuations Following Spain’s Entry into the European Community,” *Journal of International Economics*, 51: 49–78.
- Fiechter, Jonathan, Inci Otker-Robe, Anna Ilyina, Michael Hsu, Andre Santos, and Jay Surti, 2011, “Subsidiaries or Branches: Does One Size Fit All?” IMF Staff Discussion Note, SDN/11/04 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2010, “Does Asia Need Rebalancing,” *Regional Economic Outlook for Asia and the Pacific*. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2010/apd/eng/areo0410.pdf>
- , 2012, “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View,” IMF Policy Paper, November 14, 2012. (Washington). Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>
- , 2013a, “Stocktaking the Fund’s Engagement with Regional Financing Arrangements,” IMF Policy Paper, April 2013. (Washington). Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041113b.pdf>
- , 2013b, “IMF Explores Ways to Enhance Cooperation with Regional Groups” *IMF Survey*, July 2, 2013. Available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2013/POL070213A.htm>
- , 2013c, “Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows.” Available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042513.pdf>
- Ishii, Shogo, Karl Habermeier, Jorge Ivan Canales-Kriljenko, Bernard Laurens, John Leimone, and Judit Vadasz, 2002, *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF Occasional Paper No. 211 (Washington: International Monetary Fund).
- Jeanne, Olivier, and Anton Korinek, 2010, “Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach,” NBER Working Paper 16377 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Elias Papaioannou, and Fabrizio Perri, 2013, “Global Banks and Crisis Transmission,” *Journal of International Economics*, Vol. 89, No. 2, pp. 495–510.
- Lipschitz, Leslie, Timothy Lane, and Alex Mourmouras, 2006, “Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant?” *Czech Journal of Economics and Finance*, 56: 202–222.
- Lucas, Robert E. Jr., 1967, “Adjustment Costs and the Theory of Supply,” *Journal of Political Economy*, 75: 321–334.

- , 1988, “On the Mechanics of Economic Development,” *Journal of Monetary Economics*, 22: 3–32.
- , 1990, “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?” *American Economic Review, Papers and Proceedings* 80: 92–96.
- Mourmouras, Alexandros and Steven Russell, 2013, “Financial Crises, Capital Liquidation, and International Reserves,” (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, 1996, *Foundations of International Macroeconomics* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Park, Yung Chul and Shinji Takagi, 2012, “Managing Capital Flows in an Economic Community: The Case of ASEAN Capital Account Liberalization,” ADBI Working Paper 378. (Tokyo: Asian Development Bank Institute). Available at <http://www.adbi.org/working-paper/2012/08/30/5223.managing.capital.flows.asean.account.liberalization>
- Pongsaparn, Runchana and Olaf Unteroberdoerster, 2011, “Financial Integration and Rebalancing in Asia”, IMF Working Paper 11/243 (Washington: International Monetary Fund).
- Schipke, Alfred (Editor), 2015, *Frontier Asia: The Next Generation of Emerging Markets*, (Washington: International Monetary Fund).
- Vargas, M., 2014, “Quinn-Toyoda and Other *De Jure* Indices of Capital Account Openness,” (Unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- World Bank, 2014, *East Asia and Pacific Economic Update April 2014: Preserving Stability and Promoting Growth*. Available at <http://documents.worldbank.org/curated/en/2014/04/19543743/preserving-stability-promoting-growth>