
东亚区域金融一体化动因与阻力分析

王 伟 杨娇辉 孙大超*

内容提要 本文使用东亚8个投资国和9个东道国2001~2010年双边权益类与债券类资产组合投资头寸数据,采用金融资产交易引力模型的分析框架,探讨了东亚区域金融一体化的动因与阻力。研究表明:相对于全球金融资产交易额来说,东亚经济体并没有更多地持有本区域的金融资产;东亚经济体双边金融资产头寸的影响因素很大程度上与引力模型理论相背离,双边贸易是东亚金融一体化最主要的驱动因素;东亚国家之间的政治冲突、交易币种的选择是阻碍区域金融一体化进程的重要原因。

关键词 东亚经济体 区域金融一体化 引力模型 政治冲突

一 引言

伴随着经济与金融全球化的进程,区域内部的交流合作日益加强,最为典型的是欧盟、北美自由贸易区以及东盟+中日韩(ASEAN+3)三大区域合作组织。与前两者不同的是,以ASEAN+3为基础的东亚各国在贸易交流不断增长的同时,金融一体化程

* 王伟:中山大学岭南学院 广州市海珠区新港西路135号 510275;杨娇辉:中山大学国际商学院;孙大超:南开大学经济学院金融学系 电子信箱:nkwangwei6@126.com(王伟);jiaohui58@163.com(杨娇辉);best1129@126.com(孙大超)。

本文得到教育部重大攻关项目(09JZD0016、11JZD022)、教育部重点研究基地重大项目(2009JJD790027)、教育部人文社科青年项目(11YJC790171)、教育部新世纪优秀人才支持计划“人民币汇率形成机制改革研究”的资助。作者感谢范小云、刘澜飏、肖立晟、王博、景红桥、董二磊、文艺、王茜以及两位匿名审稿人对本文提出的建设性修改意见,当然,文责自负。

度却相对有限。截至 2010 年年底,大型经济体(如日本与韩国)在东亚区域内贸易占比高达 40% 以上;而小型经济体(如中国香港与新加坡)在东亚区域贸易占比则达到了惊人的 55% 与 65%;区域贸易一体化已成不可逆转的趋势。然而,与贸易一体化进程逐渐加速不相对应的是,东亚各经济体之间的金融一体化进展缓慢。由图 1 可以看出,2010 年东亚持有区域内金融资产占总金融资产的比例仅为 11%,远低于区域贸易额占比的 41%。此外,对东亚及欧洲区域金融一体化水平进行横向比较,发现东亚持有区域内金融资产占国民生产总值(GDP)的比重尚不足 10%,而欧洲却高达 74%,即东亚区域金融一体化水平远低于欧洲。^①

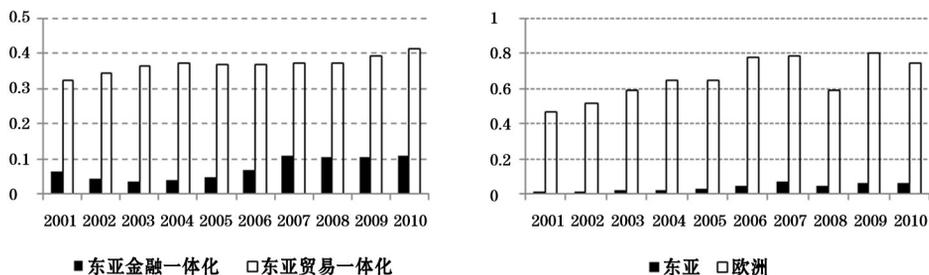


图 1 东亚区域金融一体化程度比较

说明:左图东亚金融一体化指标为东亚样本经济体持有的区域内资产组合投资与总资产组合投资的比;贸易一体化指标为东亚样本经济体区域内双边贸易额与总贸易额的比;右图东亚与欧洲金融一体化指标采用的是区域内资产组合投资持有额与投资国 GDP 的比。所有的指标均通过投资国 GDP 权重进行加权平均得出。

数据来源:IMF 的 DOTS 和 CPIS 数据库。

随着信息技术发展和各国资本管制程度的放松,资本国际交易的障碍大大降低,金融全球化的进程不断加速,投资者可以在全球范围内配置其资产组合以更好地分散风险。同时,对金融资产交易引力模型的研究指出,在贸易摩擦和信息摩擦存在的情况下,投资者更倾向于把资产配置到与本国“亲密程度”更高的国家,^②以对冲实际汇率波动风险和不可交易的收入风险(Lane 和 Milesi-Ferretti, 2008; Okawa 和 Van Wincoop, 2012)。更多地持有区域内部资产可以有效规避风险并改善本国福利水平,但是为何东亚经济体之间相互持有的金融资产存量却很低,区域金融一体化程度远低于区域贸易一体化程度? 对于此问题,当前国际方面的研究(Lee, 2008; Borensztein 和

① 数据根据国际货币基金组织的 DOTS 和 CPIS 数据库计算得出。

② 亲密程度是指是否具有更多贸易往来、是否具有共同语言以及法律体系等经济社会相似程度。

Loungani, 2011; Lee 等, 2011) 仅关注于东亚经济体是否更多地持有了东亚经济体的资产, 并未深入剖析东亚经济体之间相互资产持有的影响因素, 而国内研究依然局限于从金融发展和金融开放角度探讨双边金融资产持有的影响因素(范小云等, 2012; 李坤望和刘健, 2012)。

上述研究并不能合理解释东亚区域金融一体化严重不足的现象, 本文拟在金融资产交易引力模型的分析框架下, 探讨东亚经济体之间权益类与债务类资产组合投资的决定因素, 并将其与欧洲国家之间、东亚与非东亚国家之间的金融资产持有决定因素相比较, 以期得到东亚区域金融一体化进程缓慢的深度原因。本文余下部分构成为: 第二部分是文献综述; 第三部分使用面板数据, 详细分析东亚区域金融一体化的影响因素, 并进行国际比较分析; 第四部分是稳健性检验; 最后是本文结论与政策建议。

二 文献综述

French 和 Poterba (1991) 是较早研究金融全球化问题的学者, 并提出了著名的“金融资产本土偏好之谜”——伴随着信息技术尤其是互联网技术的革命式进步, 交易成本不再是阻碍跨境资本流动的重要影响因素, 按照国际资本资产定价模型 (I-CAPM), 投资者应当在国际范围内充分分散其资产组合, 即在交易成本大幅下降的现状下, 金融全球化程度也相应大幅提升。但与理论不符的是, 现实中的投资者依然强烈倾向于持有本国资产, 是什么因素阻碍了金融全球化的进程?

在破解金融一体化程度有限性即金融资产本土偏好之谜的研究中, 逐渐形成了两大流派: 以 Obstfeld 和 Rogoff (2000) 为代表的对冲动机流派与以 Van Nieuwerburgh 和 Veldkamp (2009) 为代表的信息摩擦流派。其中, 对冲动机流派的观点存在着较大争议, Obstfeld 和 Rogoff (2000) 在存在完全阿罗-德布鲁 (Arrow-Debreu) 证券市场、金融资产的超额收益能够完全对冲实际汇率波动风险的假设下, 使用贸易摩擦完美地解释了金融资产持有的动机, 即持有本国以及外国金融资产的目的是为了对冲两国之间实际汇率波动的风险。针对金融资产的超额收益能够对冲实际汇率波动风险的假设, 许多经济学家提出了质疑。Van Wincoop 和 Warnock (2010) 计算了美国与世界上其他 21 个主要工业国从 1988 ~ 2005 年权益资产超额收益率与实际汇率之间的协方差与方差比率, 发现这种对冲机制导致的资产本土偏好接近于零; Coeurdacier (2009) 则构建了两国、两部门存在贸易摩擦的随机均衡模型, 发现贸易摩擦不但不能导致资产的本土偏好反而会偏好国外资产, 因此 Coeurdacier 和 Rey (2012) 认为对冲不可交易的

收入风险而非实际汇率波动的风险可能才是金融资产持有的真正动机。Benigno 和 Nisticò(2012)的最新研究表明,以上反对汇率对冲的观点均是建立在 Van Wincoop 和 Warnock(2010)提出的股票超额收益率与实际汇率波动负相关程度非常低的基础上,但是 Van Wincoop 和 Warnock(2010)的研究只关注了短期的实际汇率风险,在动态模型下需要对冲的是长期风险而非短期风险,而股票确实能够较好的对冲长期实际汇率风险,因此消费者对冲实际汇率风险的动机才是股票投资本土偏好的真正原因。

与对冲动机平行的另一种观点是信息摩擦导致了金融一体化程度的有限性。信息摩擦流派的初始研究认为,股票投资本土偏好的解释来自于信息流动不足导致的资本流动不足(French 和 Poterba,1991;Gehrig,1993)。但是随着近年来信息流动爆炸式的增长,信息不流动假设的合理性受到了广泛质疑,因此 Van Nieuwerburgh 和 Veldkamp(2008、2009)对该问题进行了重新思考,以选择性的信息学习代替简单的国家间信息流动不足。外国(F国)投资者可以像本国(H国)投资者一样自由学习企业信息,H国投资者的信息优势消失,由此,如果F国投资者选择像H国投资者般学习H国信息,那么金融一体化程度将大幅提高。但是,相对于F国投资者来说,H国投资者在学习本国信息时更具有比较优势,F国投资者的理性选择是更多地学习F国信息并赢得该国市场的超额收益,在这种投资者选择性的信息学习行为下,即使微小的信息优势也可以产生强烈的信息不对称,从而比简单的信息流动不足更好地解释了股票投资的本土偏好。

金融一体化的对冲动机以及信息摩擦流派的研究结论虽然还存在一定的争议,但是依然为基于双边引力模型的经验研究提供了良好的理论支持:从对冲动机的角度来讲,如果A国消费更多的B国商品,那么将更多的持有B国的资产,说明A、B两国之间的金融资产交易是受双边贸易影响的;而从信息摩擦的角度,两国之间的距离、时差、共同国界、殖民关系、共同语言以及双边贸易等变量同样是两国之间信息沟通的重要影响因素。

双边金融资产交易引力模型由Portes 和 Rey(2005)提出,他们分析了14个经济体之间1989~1996年权益资产跨境流动的决定因素,发现与双边贸易类似,引力模型对金融资产交易的解释能力也非常强。Okawa 和 Van Wincoop(2012)指出三大因素促进了学者对双边金融资产交易引力模型的研究:(1)同贸易的引力模型相似,金融资产交易的引力模型能够很好地契合数据;(2)国际货币基金组织CPIS数据库的建立为金融资产交易的引力模型提供了数据支持;(3)可以使用引力模型来评估可能实施的政策价值。随着金融资产交易引力模型理论基础与经验研究的不断发展,其中一

一个重要拓展是在引力模型多维度、开放的研究框架下,探讨区域金融一体化的动因与阻力因素(Lane 和 Milesi-Ferretti,2008;Lee,2008;Lee 等,2011)。

进入 21 世纪以来,美国次贷危机、欧洲主权债务危机的爆发验证了全球金融体系的脆弱性。对此问题,王子先(2000)和王燕之(2003)认为相同区域国家作为利益共同体应当建立和加强区域金融合作,共同抵御外部冲击。金融资产交易引力模型的研究则为区域金融一体化、更多地持有本区域的金融资产提供了理论支持。由贸易的引力模型可知,相较于区域外的经济体来说,居民更倾向于消费本区域内的商品,因此消费者应当更多地持有本区域的金融资产以对冲进口商品价格波动的风险。此外,本区域之内的信息不对称程度较低、金融资产交易成本较小,投资者能够更好地在本区域之内实现风险分散化。

区域金融一体化的经验研究主要集中于欧元区与东亚两大区域。由于欧元区的成立,经济学家们对于欧元区金融一体化的研究往往关注于共同货币欧元对区域金融一体化的促进作用,如 Lane(2008)认为在欧元区成立的前 10 年中,共同货币极大地促进了该区域的金融一体化程度,但是要达到完全金融一体化依然存在一些障碍,进一步的金融一体化则取决于欧元区金融稳定性框架以及大型跨国银行监管体系能否进一步改善。与欧洲不同,东亚区域金融一体化的研究则倾向于解释为何东亚经济体没有更多地持有本区域金融资产。Kim 等(2006)检验了东亚区域与全球金融一体化程度,发现东亚经济体融入区域金融一体化的程度反而低于融入全球金融一体化的程度,并且他们将东亚经济体之间金融一体化程度较低的原因归结于该区域缺乏资产分散化的动机、金融监管水平低以及汇率与货币制度的不稳定性;Lee(2008)则使用权益类资产组合、长期与短期债券、银行资产来分析东亚金融一体化的决定因素,并基于引力模型进行经验研究,指出东亚经济体的区域金融一体化程度显著低于欧洲,东亚区域金融一体化很大程度上由东亚区域内经济体之间的高贸易量驱动,并且将这种低一体化水平归结于金融发展水平低、金融开放度低以及交易波动性高;在 Lee(2008)的基础上,Lee 等(2011)进一步关注于国家风险因素(政治风险、金融风险与经济风险),发现风险越高的国家,资本流入越少;Borensztein 和 Loungani(2011)同样对权益类以及债券类资产组合投资进行研究,发现东亚国家区域金融一体化程度虽然在不断提高,但是区域外国家金融一体化的程度依然要高于区域内国家。

由上述文献可见,区域金融一体化尤其是关于东亚问题的研究相当有限,仅有的东亚金融一体化研究仅证实了东亚经济体并没有更多地持有本区域的资产,研究方法也局限于在全球金融资产交易的引力模型中加入东亚或者欧洲虚拟变量,根据符号以及显著

程度来判断区域金融一体化程度的高低,并不能合理说明东亚区域金融一体化的驱动因素以及阻力所在,而这正是本文研究的核心问题,即致力于分析经济总量、金融发展、金融开放度、双边贸易以及其他双边变量在东亚金融一体化中究竟扮演了何种角色。

三 东亚双边金融资产持有影响因素的经验分析

(一) 变量选择与计量模型设定

1. 计量模型设定。引力模型是经济学中最为成功的经验模型之一,其直观来源于物理学中的万有引力方程: $F = GMm/R^2$,即两个物体之间的引力大小同物体的质量成正比,与两个物体之间距离的平方成反比,对万有引力方程进行对数线性化处理,就得到了经济学引力模型的经典表达形式。引力模型在经济学中首先广泛应用于国际贸易领域,将两国经济总量比作物体的质量,两个经济体之间的距离比作物体之间的距离,那么两国之间的贸易额与两国之间的 GDP 成正比,与两国之间的距离成反比。伴随着金融全球化进程的加速、国际间金融资产交易的日益增加,且国际货币基金组织 CPIS 数据库的建立为分析双边金融资产交易提供了数据支持,引力模型开始用于分析双边金融资产交易。与贸易的引力模型类似,金融资产交易的引力模型最大优点在于能够很好地拟合现实中的数据,因此本文选择引力模型来研究东亚金融一体化问题。

在对金融资产交易引力模型的研究中,学者们初始往往更加关注于双边变量的影响,如 Portes 和 Rey (2005) 指出双边信息摩擦是导致金融资产本土偏好的重要原因; Lane 和 Milesi-Ferretti (2008) 则进一步分析了双边贸易、距离、时差、共同语言、殖民关系、税收条约、货币联盟、法律起源以及双边相关系数(增长率、股市收益率)等变量,但他们仅使用了虚拟变量控制投资国与东道国效应,没有分析投资国与东道国国别因素(如市场大小、金融发展、金融开放度)对双边金融资产交易的影响。

虽然金融资产交易引力模型在不断发展,但究竟应当用经济总量 GDP 还是金融市场总量股市市值代理引力方程中的规模效应意见还尚未统一。Portes 和 Rey (2005) 与 Coeurdacier 和 Guibaud (2011) 使用了股市市值代表规模效应; Aviat 和 Coeurdacier (2007)、Lee (2008)、García-Herrero 和 Wooldridge (2009)、Lee 等 (2011) 以及 Borensztein 和 Loungani (2011) 则使用了 GDP 来度量;而 Okawa 和 Van Wincoop (2012) 在构建金融资产交易引力模型理论基础时认为投资国应采用财富总额,东道国则应使用股市市值代理规模效应。虽然经济学家们衡量规模效应的指标不尽相同,

但是在卢卡斯禀赋经济下 (Lucas, 1978), 经济总量与金融资产总量具有高度一致性。如 Caballero 等 (2008) 与 Coeurdacier 和 Gourinchas (2011) 将一国经济总量抽象为卢卡斯资产树, 卢卡斯树的价值即为金融资产的价值。在此我们选择经济总量 GDP 来衡量规模的大小, 同时加入股市市值与 GDP 的比作为金融深化指标衡量一国金融发展水平, 这样可以在使用经济总量指标代理规模效应的同时不忽略金融市场的影响。综上所述, 本文设定计量模型如下:

$$FPI_{ijt} = \alpha + \beta_1 Trade_{ijt} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 Y_{jt} + \beta_4 \tau_{ij} + \theta_t \quad (1)$$

其中, i 代表投资国; j 代表东道国; t 代表年份; FPI_{ijt} 代表投资国 i 持有东道国 j 的权益类或债务类资产组合投资的存量; τ_{ij} 代表不随时间变动的代表信息摩擦大小的双边因素, 包括双边距离、共同国界、共同语言以及殖民关系; X_{it} 和 Y_{jt} 分别代表投资国和东道国影响双边金融资产持有的国别因素, 包括规模效应 GDP、金融发展与金融开放度; $Trade_{ijt}$ 则代表随时间变动的双边影响因素双边贸易额。

2. 变量选择

(1) 权益类和债务类国际资产组合投资 (FPI , 取对数)。本文选择双边权益类和债务类国际资产组合投资 (Foreign Portfolio Investment, FPI) 头寸作为被解释变量。FPI 是区域金融一体化研究中最常用的分析对象 (Eichengreen 和 Park, 2003; Kim 等 2006; Lee, 2008; Lee 等 2011; Borensztein 和 Loungani, 2011), 主要原因有以下两点: 第一, 由于相对于其他类型的国际资本流动, FPI 具有最为典型的金融资产特征, 因此能够更好地代表金融一体化水平; 第二, CPIS 数据库逐渐完善为区域金融一体化的研究提供了日益强大的数据支持。

(2) 国民生产总值 (GDP , 取对数)。本文使用 GDP 来控制一国的经济总量, 数据来源于世界银行的 WDI 数据库。一方面, 对于投资国来说, 经济总量的增加能够带来更多财富, 从而促进对外金融资产投资, 而对于东道国来说, 经济总量的增加意味着可投资的金融资产增加, 从而吸引更多金融资产流入; 另一方面, 在经济与金融一体化的进程中, 经济总量大的国家往往能够发挥“龙头”作用, 美国作为世界上经济总量最大的国家, 无论是对外贸易额还是外部资产负债头寸都高居世界首位, 总领全球化浪潮, 欧洲的主要发达国家德国与英国成为了欧洲一体化进程中的“领头羊”, 而在东亚则是日本与中国两个大国主导了区域贸易一体化的进程, 因此 GDP 因素在东亚区域金融一体化中的影响如何是本文关心的重要问题之一。

(3) 双边贸易 ($trade$, 取对数)。两国之间的进口加出口, 数据来源于 IMF 的 DOTS 数据库。Lane 和 Milesi-Ferretti (2008)、Coeurdacier 和 Martin (2009) 以及范小云等

(2012)关于金融资产交易引力模型的研究表明,双边贸易是两国之间 FPI 的重要影响因素,因此本文同样尝试分析在东亚国家之间双边贸易是否是双边金融资产投资的重要驱动因素。

(4)其他双边变量。双边距离(*distance*)、是否具有共同国界(*contig*)、是否具有共同语言(*comlang*)以及是否具有殖民关系(*colony*)的数据来源于 CEPII 数据库。双边距离为两国中心城市之间的距离取对数;其余 3 个变量,即共同国界、共同语言以及殖民关系皆为虚拟变量,是则取 1,否则取 0。

(5)金融发展(*fd*)。本文使用股市市值与 GDP 的比来衡量一国金融发展水平,数据来源 WDI。Chinn 和 Ito(2006)指出,金融发展指标可以分为存量指标和活跃度指标两类,其中存量指标往往通过股市市值与 GDP 的比或私人信贷占 GDP 的比例来衡量,活跃度的衡量指标则为股市交易量与 GDP 的比或股市换手率。结合计量模型的设定,我们选择股市市值与 GDP 的比作为金融发展的指标。

(6)金融开放度(*kaopen*)。采用法律范式的金融开放度,数据来源于 Chinn 和 Ito(2006、2008)构建的 KAOPEN 指标。Kose 等(2009)指出金融开放度可以分为法律范式(*de jure*)与事实范式(*de facto*)两类,法律范式的金融开放度是指一国在制度层面对资本跨境流动的限制,事实范式的金融开放度是指一国实际融入金融全球化的程度,通常使用外部资产加外部负债同 GDP 的比来衡量。鉴于本文的研究目的是检验资本管制的存在是否会显著降低双边金融资产持有,因此选取投资国与东道国的 *kaopen* 指标以考察法律范式金融开放度对双边金融资产交易的影响。

(7)汇率稳定(*ers*)。用来测度汇率的稳定程度,数据来自于 Aizenman 等(2008)构建的“三元悖论指数”(trilemma_indexes)指标,其设计如(2)式所示:

$$ERS = \frac{0.01}{0.01 + stdev(\Delta \log(exch_rate))} \quad (2)$$

其中, $stdev(\Delta \log(exch_rate))$ 代表一国与基准国家之间月度汇率变动的标准差,标准化后得到在 $[0, 1]$ 区间内浮动的汇率稳定指标,数值越大代表汇率越稳定。为修订上述指数计算方法向下的偏差, Aizenman 等(2008)为汇率波动设置了临界值,当汇率波动范围在正负 0.33 个百分点之间时,就认为汇率是“固定”的, *ERS* 指标取 1。^①

(二)样本选择与描述性统计

1. 样本选择。在总样本中,包括 39 个投资国和 52 个东道国,详见附录。39 个投

^① Aizenman 等(2008)根据 Shambaugh(2004)的研究,选择与一国货币政策联系最为紧密的国家作为基准国家。

资国中,包含了8个东亚经济体和19个欧洲经济体以及其他来自亚洲、美洲、非洲的主要经济体;而东道国样本中则包含了全球最主要的发达经济体与新兴市场经济体,其中包含中国在内的9个东亚经济体和26个欧洲经济体。在本文的东亚金融一体化研究中,共包含了8个东亚投资国对9个东亚东道国之间的权益类和债券类金融资产的投资,分别有542和549个样本值。为对比东亚与欧洲金融一体化驱动因素之间的异同,本文同样对19个欧洲投资国与26个欧洲东道国之间的金融资产头寸进行了分析。

此外,本文在总样本选取的过程中注重了样本的重要性问题,涵盖了Kubelec和Sá(2012)测算全球重要国家时使用的所有国家样本,即包括了全球所有的金融中心与贸易中心,并根据Lane和Milesi-Ferretti(2001,2007)研究的外部主权财富数据库计算出,截至2009年,39个投资国样本持有的外部资产占全球外部资产总和的75%,52个东道国的外部负债占全球总外部负债的79%左右,进一步验证了上述观点。

2. 描述性统计。根据表1的描述性统计可以看出,东亚样本之间的双边贸易均值显著高于欧洲样本,但金融资产头寸持有的均值却低于欧洲,即使相对于总样本之间的金融资产头寸持有,东亚经济体样本之间也未呈现出更高的金融一体化程度。相对于区域贸易一体化进程,东亚经济体金融一体化程度严重不足。

表 1 描述性统计

	变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
	<i>equ</i>	13 490	5.165	3.464	-13.275	13.480
	<i>deb</i>	13 508	5.623	3.262	-8.444	13.675
	<i>trade</i>	19 746	6.841	2.319	-6.780	13.306
	<i>dis</i>	2028	8.540	1.121	2.258	9.892
	<i>comlang</i>	2028	0.131	0.338	0.000	1.000
	<i>contig</i>	2028	0.042	0.202	0.000	1.000
总样本	<i>colony</i>	2028	0.034	0.180	0.000	1.000
39×52	<i>gdp_i</i>	390	26.738	1.233	23.729	30.311
	<i>fd_i</i>	390	4.221	0.764	2.286	6.425
	<i>kaopen_i</i>	390	1.593	1.269	-1.856	2.456
	<i>gdp_j</i>	520	26.302	1.544	22.342	30.311
	<i>fd_j</i>	515	3.950	1.061	-1.474	6.425
	<i>kaopen_j</i>	520	1.506	1.298	-1.856	2.456
	<i>ers_j</i>	520	0.567	0.331	0.055	1.000

(续表 1)

	<i>equ</i>	542	4.860	3.390	-5.197	11.938
	<i>deb</i>	549	5.404	2.608	-8.444	10.831
	<i>trade</i>	638	9.543	1.096	6.793	12.906
	<i>dis</i>	72	7.450	1.245	2.258	8.664
	<i>comlang</i>	72	0.319	0.470	0.000	1.000
	<i>contig</i>	72	0.097	0.298	0.000	1.000
东亚样本	<i>colony</i>	72	0.028	0.165	0.000	1.000
8×9	<i>gdp_i</i>	80	26.478	1.204	25.057	29.328
	<i>fd_i</i>	80	4.489	0.867	2.663	6.425
	<i>kaopen_i</i>	80	1.000	1.247	-1.159	2.456
	<i>gdp_j</i>	90	26.715	1.330	25.057	29.410
	<i>fd_j</i>	90	4.443	0.848	2.663	6.425
	<i>kaopen_j</i>	90	0.760	1.358	-1.159	2.456
	<i>ers_j</i>	90	0.624	0.296	0.120	1.000
	<i>equ</i>	4249	6.273	3.054	-7.016	12.991
	<i>deb</i>	4414	7.366	2.694	-3.311	12.704
	<i>trade</i>	4748	7.945	1.961	0.321	12.465
	<i>dis</i>	494	7.024	0.774	2.951	8.335
	<i>comlang</i>	494	0.045	0.206	0.000	1.000
	<i>contig</i>	494	0.117	0.322	0.000	1.000
欧洲样本	<i>colony</i>	494	0.032	0.177	0.000	1.000
19×26	<i>gdp_i</i>	190	26.787	1.125	23.729	28.919
	<i>fd_i</i>	190	4.151	0.691	2.548	5.780
	<i>kaopen_i</i>	190	2.298	0.616	-1.856	2.456
	<i>gdpi</i>	260	26.310	1.426	22.554	28.919
	<i>fdj</i>	260	3.926	0.792	1.665	5.780
	<i>kaopenj</i>	260	1.934	1.045	-1.856	2.456
	<i>ersj</i>	260	0.626	0.342	0.095	1.000

在所有解释变量中,只有双边贸易变量同时随投资国、东道国以及时间三个维度变动;双边距离、共同语言、共同国界以及殖民关系仅在投资国和东道国两个维度变动;投资国国别因素变量包含投资国与时间两个维度,东道国国别因素则包含东道国与时间两个维度。通过对比总样本、东亚样本以及欧洲样本的数据,发现共同区域之间的距离更短、更有可能具有共同语言,这为区域金融一体化提供了信息比较优势。对比东亚与欧洲样本,差异最大的是金融开放度,欧洲经济体的金融开放度均值远远

高于东亚经济体;东亚经济体的经济总量均值与欧洲经济体不相上下;对于金融发展水平,采用金融市场存量指标股市市值与 GDP 的比来衡量,虽然东亚样本经济体的股市市值与 GDP 的比高于欧洲样本经济体,但很大程度上是因为一些欠发达经济体如蒙古、老挝、缅甸、越南以及朝鲜等国家由于宏观数据可得性问题并未包含在内,所选择样本大多为经济金融较为发达的经济体所致。

(三)东亚经济体是否更多地持有本区域金融资产

为考察东亚金融一体化程度,本文首先在全球总样本下观察双边金融资产投资的决定因素以及东亚经济体是否更多地持有本区域经济体的金融资产。为此本文分别选择 39 个投资国和 52 个东道国的总样本以及 8 个东亚投资国和 52 个东道国子样本进行分析。计量分析方法沿用 Lane 和 Milesi-Ferretti (2008) 与 Lane 和 Shambaugh (2010) 的最小虚拟变量二乘 (LSDV) 方法,由于解释变量中既包含双边变量,也包含单边的投资国因素变量以及东道国因素变量,为避免大量投资国以及东道国虚拟变量带来的共线性,更好地观察投资国以及东道国国别因素的影响,我们在此仅加入时间虚拟变量控制时间固定效应,回归结果见表 2,其中奇数列代表股票类资产组合,偶数列代表债券类金融资产组合。(1) 和 (2) 列仅考虑投资国和东道国 GDP、距离、共同国界、共同语言以及殖民关系等传统引力模型考虑的因素,本文发现与贸易以及 FDI 引力模型类似,除共同国界外的所有变量符号都遵从经典引力模型的预测。^① 无论是在总样本还是东亚投资国样本的回归分析中,距离均在 1% 水平下显著且符号为负。在贸易的引力模型中,距离增加导致商品运输成本的提高,冰山成本的损耗降低了双边贸易额。与贸易的引力模型不同,距离增加对双边金融资产交易的影响则要从信息不对称的角度解释,距离增加带来的信息不对称程度提高不但降低了投资者收益率,而且增加了收益率的方差,同时距离增加可能影响两国之间的时差,具有较大时差的国家工作与作息时间并不同步,从而两国之间距离的增加降低了双边金融资产交易额。共同语言和殖民关系均在 1% 水平下显著且符号为正,如果两个国家语言是互通的,那么投资者能够更加方便地阅读东道国的书籍、报纸以及互联网信息,而两个国家历史上曾经具有殖民关系意味着两国之间的制度环境可能在很大程度上相似,因此共同语言和殖民关系能够有效地降低两国之间的信息不对称水平,从而促进双边金融资产投资。投资国与东道国 GDP 均在 1% 水平下显著,经济总量大的国家具有更强的对外投资以及吸引外部投资的能力,大国依然是推动双边金融资产交易的“龙头”。

^① 共同国界变量与引力模型预测不一致的重要原因是两国之间的距离同样是被解释变量,而共同国界与距离之间有较强的共线性,即具有共同国界的国家往往距离比较近。

在(3)和(4)列中,进一步加入双边贸易、东道国和投资国金融发展水平、东道国和投资国金融开放度、东道国汇率稳定程度、东亚经济体“投资对”虚拟变量(东道国与投资国均为东亚经济体时取1,否则取0)。总样本中股票和债券类资产组合投资引力模型的拟合优度分别由0.331和0.339提升至0.555和0.527;而在东亚投资国样本中则由0.285和0.281大幅提升至0.624和0.613,可见上述变量同样是双边金融资产交易的重要解释变量。

除总样本的第(3)列外,双边贸易变量均在1%水平下显著为正。这可以从两个方面来解释:从信息摩擦的角度,双边贸易可以显著改善两国之间的信息不对称程度,金融资产跟随贸易流向投资者具有信息比较优势的国家。从汇率对冲的角度,Obstfeld和Rogoff(2000)认为,消费者持有股票的目的是对冲标的商品价格波动的风险,在股票超额收益率能够很好对冲实际有效汇率波动风险的情况下,贸易摩擦能够完美地解释资产的本土偏好问题,而Benigno和Nisticò(2012)则证实了股票资产能够很好地对冲长期实际汇率风险的结论,因此消费者将更多地持有与本国有较多贸易往来的国家的资产。

投资国与东道国的金融发展水平、金融开放度均在1%水平下显著为正。对于投资国来说,金融发展水平高意味着更强的对外高风险资产投资能力与意愿(Caballero等,2008;Mendoza等,2009);对于东道国,伴随着金融发展水平的提高本国资产的信息能够被更好的识别,从而将吸引更多国外投资。而关于金融开放度,范小云等(2012)指出,资本管制为金融开放的反方向,数量型管制直接限制资本的流入量,价格型管制降低投资的收益率,因此无论是数量型还是价格型管制,均会影响两国之间的金融资本流动。

与前人研究不同的是,本文在此考虑了汇率稳定因素,所有的回归中均显示金融资产显著倾向于流向汇率更加稳定的国家。随着各国持有金融资产的日益增加,经济学家们开始考虑估值效应对外部资产头寸的影响,Lane和Shambaugh(2010)将其分解为两部分——资产价格变动引发的估值效应和汇率波动引发的估值效应。其中,汇率波动引发的估值效应是指当资产以外币标价时,外国货币贬值(升值)时持有的该国资产的头寸也随之缩水(增加),汇率波动增加了外部金融资产投资收益的不确定性,因此风险规避的代表性消费者希望持有更多的汇率稳定国家的金融资产。

为分析东亚区域金融一体化是否存在不足,本文在(3)和(4)列中加入了东亚经济体“投资对”(investment pair)虚拟变量,即投资国与东道国同时为东亚国家时该变量为1,否则为0。与Lee(2008)的结论相似,在控制了上述双边、投资国以及东道国

表 2 双边金融资产持有影响因素的估计结果

	总样本				东亚投资国样本			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>dis</i>	-1.071*** (-43.59)	-1.328*** (-59.58)	-0.802*** (-28.99)	-0.876*** (-33.60)	-0.588*** (-5.63)	-0.254*** (-3.31)	-0.828*** (-6.19)	-0.710*** (-7.16)
<i>contig</i>	-0.527*** (-4.84)	-0.940*** (-8.51)	0.470*** (5.26)	-0.138 (-1.62)	0.602 (1.38)	-0.839** (-2.25)	0.393 (1.38)	-0.764*** (-2.88)
<i>comlang</i>	1.132*** (15.44)	0.498*** (7.13)	0.872*** (14.20)	0.370*** (6.06)	2.229*** (13.78)	2.042*** (14.23)	0.834*** (6.77)	0.994*** (8.98)
<i>colony</i>	0.627*** (5.40)	0.543*** (5.06)	0.330*** (3.63)	0.400*** (4.79)	0.890*** (2.65)	0.936*** (3.85)	0.819*** (3.58)	0.683*** (3.67)
<i>gdp_i</i>	0.759*** (35.92)	0.755*** (40.59)	0.688*** (27.61)	0.547*** (22.87)	1.019*** (23.97)	0.980*** (25.22)	1.027*** (17.58)	0.828*** (17.49)
<i>gdp_j</i>	0.889*** (47.12)	0.747*** (46.45)	0.820*** (32.98)	0.674*** (28.76)	0.701*** (13.09)	0.654*** (16.31)	0.340*** (6.08)	0.403*** (8.30)
<i>trade</i>			0.004 (0.16)	0.106*** (4.29)			0.544*** (7.87)	0.345*** (6.92)
<i>fd_i</i>			1.184*** (34.52)	0.715*** (24.51)			1.592*** (13.54)	0.915*** (11.57)
<i>fd_j</i>			0.937*** (29.82)	0.216*** (8.91)			0.992*** (12.46)	0.504*** (8.49)
<i>kaopen_i</i>			1.210*** (52.64)	1.177*** (52.20)			0.702*** (13.48)	0.836*** (19.74)
<i>kaopen_j</i>			0.232*** (14.00)	0.440*** (25.77)			0.192*** (4.81)	0.359*** (10.60)
<i>ers_j</i>			0.609*** (9.55)	0.490*** (8.16)			1.014*** (6.87)	0.897*** (7.31)
<i>asia</i>			-0.445*** (-4.06)	0.031 (0.31)			-0.976*** (-4.38)	-1.158*** (-6.12)
常数项	-30.117*** (-36.95)	-23.445*** (-33.10)	-40.435*** (-42.09)	-27.588*** (-30.25)	-37.600*** (-17.57)	-36.746*** (-21.53)	-42.764*** (-15.70)	-32.165*** (-14.96)
R ²	0.311	0.339	0.555	0.527	0.285	0.281	0.624	0.613
年虚拟变量	是	是	是	是	是	是	是	是
观测值	13 490	13 508	13 423	13 436	2252	2520	2243	2504

说明：***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平下显著，括号内为t值，所有估计均使用稳健标准差，下表同。

变量的情况下,东亚经济体“投资对”虚拟变量(*asia*)或者符号显著为负或者并不显著,东亚国家之间相互持有的金融资产并没有显著高于其他“投资对”。为何东亚经济体没有更多持有本区域金融资产,下文将进行深入分析。

(四)东亚金融一体化影响因素及国际比较

本文使用 LSDV 的回归方法对比欧洲与东亚双边权益类以及债务类金融资产持有的影响因素,回归结果见表 3,其中,(1)和(2)列的被解释变量分别为双边权益类与债务类资产组合投资头寸。由表 3 可以看出,欧洲国家之间的权益类和债务类资产组合投资与引力模型假设较为吻合,两国之间的投资与两国之间的距离成反比、持有更多的邻国资产,随投资国及东道国的经济总量 GDP、金融发展水平、金融开放度增加而增加。对于双边贸易变量,则需要考虑多元共线性的影响,权益类和债券类金融资产交易回归的方差膨胀因子分别为 8.95 与 9.17,虽然未超过 10 但是显著高于 5,多元共线性的存在是欧洲子样本回归中双边贸易对双边金融资产持有影响并不大的重要原因。

反观东亚经济体之间,其权益类与债务类资产组合的影响因素则与欧洲国家之间大相径庭。双边贸易每增加 1%,双边权益类与债务类资产组合投资分别增加 1.996% 与 0.925%,但是 GDP、距离、共同国界却与理论预测并不相符,这可以从东亚国家之间的政治冲突以及交易货币的选择来解释。关于政治冲突,如日本与中国之间、日本与韩国之间均存在着领海争议,这些纠纷与争议可能是导致距离、共同国界等变量并不显著或者显著但符号相反的重要原因;而关于交易币种的选择,即使在东亚经济体之间,美元依然是贸易与金融资产交易计价结算的主导货币,因此持有更多美元资产反而能够更好地规避汇率波动带来不确定性,在美元一家独大的情形下,即使东亚区域中的 GDP 大国也不能主导本区域金融一体化的进程。

但是,为何在同样的政治冲突与交易币种选择下,东亚贸易一体化程度远高于金融一体化程度?这可以从商品与金融资产的替代弹性来解释。随着产品国际分工的日益细化以及品牌观念的深入人心,贸易的替代弹性日益降低,与商品贸易相比金融资产交易却有很强的可替代性,因此在双边关系不稳定、主导交易货币是美元的情况下,东亚经济体依然可以呈现出高度贸易一体化的态势,双边权益类与债务类资产组合投资紧跟随于双边贸易。Kubelec 和 Sá(2012)也得出了相似结论:在东亚经济总量最大的国家中,日本并没有像美国、英国那样成为国际金融中心,韩国、中国与其他国家之间的金融联系并不密切,反而是新加坡和中国香港两个小型金融中心在国际资本市场中更为活跃。

表 3 欧洲区域金融一体化与东亚区域金融一体化影响因素比较

	欧洲 vs 欧洲		东亚 vs 东亚	
	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>dis</i>	-1.096*** (-15.32)	-0.650*** (-10.33)	0.393** (2.18)	0.059 (0.46)
<i>contig</i>	0.340*** (3.94)	0.309*** (3.35)	-0.274 (-0.92)	-1.198*** (-4.86)
<i>comlang</i>	-0.685*** (-6.79)	-0.530*** (-4.47)	-0.566*** (-2.88)	0.235 (1.22)
<i>colony</i>	0.248 (1.64)	0.062 (0.38)	1.598*** (4.73)	1.591*** (5.70)
<i>gdp_i</i>	0.288*** (5.67)	0.434*** (9.64)	-0.004 (-0.04)	-0.034 (-0.36)
<i>gdp_j</i>	0.834*** (17.23)	0.852*** (21.44)	-0.683*** (-4.95)	-0.346*** (-3.16)
<i>trade</i>	0.124** (2.56)	0.073* (1.71)	1.996*** (10.34)	0.925*** (7.18)
<i>fd_i</i>	1.104*** (20.06)	0.554*** (12.07)	2.204*** (14.87)	1.104*** (8.46)
<i>fd_j</i>	1.246*** (23.49)	0.423*** (9.41)	0.517*** (3.93)	0.269*** (2.87)
<i>kaopen_i</i>	1.745*** (18.27)	1.581*** (17.99)	0.424*** (4.94)	0.701*** (8.74)
<i>kaopen_j</i>	0.222*** (6.02)	0.370*** (10.73)	0.058 (0.82)	0.142** (2.06)
<i>ers_j</i>	0.978*** (10.83)	1.739*** (20.15)	-0.229 (-0.67)	-0.647* (-1.88)
常数项	-31.431*** (-17.43)	-32.192*** (-20.03)	-11.232*** (-2.70)	-0.381 (-0.11)
R ²	0.599	0.559	0.777	0.644
年虚拟变量	是	是	是	是
样本数	4247	4412	540	547

除上述因素外,汇率更加稳定的东亚经济体并未吸引更多资产组合投资,尤其是债务类资产组合,东道国汇率越稳定,吸引的债务类资产组合投资反而越少。本文采用 Aizenman 等(2008)的汇率稳定指标,该指标仅代表东道国相对于基准国家的汇率稳定程度,而非双边实际汇率的稳定度,相对于基准国家货币来说,持续高顺差的东亚

经济体货币面临着巨大的升值压力,汇率波动大意味着存在较大程度的升值压力。Lane 和 Shambaugh(2010)指出,汇率波动对债券类资产收益率的影响要大于权益类资产,因此在东亚区域金融一体化的进程中,投资者反而更倾向于持有汇率波动更大国家的债务类资产,以期获得东道国货币升值带来的估值效应净收益。

关于其他变量,首先关注金融发展因素,东亚东道国股市市值与 GDP 的比每增加 1%,其对外权益类与债务类资产组合投资头寸分别增加 2.204% 与 1.104%,东道国股市市值与 GDP 的比每增加 1%,吸引的外部权益及债务资产组合投资增加 0.517% 与 0.269%,且全部在 1% 水平下显著,验证了即使在政治冲突日益尖锐的东亚,金融发展的提高依然能够促进区域金融一体化的进程。投资国金融开放度的回归系数则分别为 0.424 和 0.701,且在 1% 水平下显著,东道国金融开放度对债务类资产组合投资的影响也是基本显著的,验证了金融开放度的提高会改善双边金融资产持有的结论。

在上文中,我们对比了欧洲金融一体化与东亚金融一体化的决定因素,而在接下来的分析中,本文将对比亚东与非东亚经济体之间、东亚经济体之间双边金融资产持有的决定因素,同时引入投资国房价因素。Coerdacier 和 Rey(2012)指出,权益类和债务类资产组合持有因素的研究,并不应仅仅考虑对冲汇率风险和不可交易的收入风险动机,其他资产的交易也可能影响上述资产的持有。在东亚经济体中,房地产市场是最重要的投资渠道之一,相对于金融资产来说房屋资产价格波动较小,具有资产保值升值的功能,因此本文引入对投资国房价的考虑。房价的数据为日本、韩国、中国香港、新加坡、泰国、马来西亚与印度尼西亚 7 个经济体的房屋价格指数。^①

我们同样使用 LSDV 方法得出新的回归结果(见表 4)。其中,(1)和(2)列代表权益类和债务类资产组合投资。东亚经济体与非东亚经济体之间的投资是显著遵循引力模型理论的,无论是权益类还是债务类资产组合投资,距离在 1% 水平下显著且符号为负;共同语言、殖民关系、双边贸易在 1% 水平下显著为正;投资国与东道国金融发展水平、金融开放度、东道国汇率稳定也在 1% 水平下显著为正。但是对于东亚经济体之间的双边金融资产持有来说,与表 3 相似,即使在考虑了投资国房价因素的情况下,除双边贸易、金融发展以及金融开放度外,其他绝大多数变量依然是违背理论预测方向的。

通过表 4 看到,伴随着投资国房价升高,东亚经济体持有的非东亚权益类以及债

① 数据来源于 CEIC 数据库。

务类资产组合显著减少,回归系数分别为-2.131 和-1.780,但是房价对东亚经济体之间的权益类和债务类资产组合持有头寸的影响并不显著,这可以从资产本土偏好的角

表 4 东亚经济体区域外与区域内金融一体化影响因素比较

	东亚 vs 非东亚		东亚 vs 东亚	
	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>dis</i>	-1.585*** (-7.50)	-0.908*** (-6.46)	0.151 (0.91)	0.172 (1.32)
<i>contig</i>			-0.502* (-1.75)	-1.054*** (-4.15)
<i>comlang</i>	1.118*** (7.48)	0.762*** (5.44)	-0.299 (-1.56)	0.056 (0.27)
<i>colony</i>	1.539*** (5.49)	1.329*** (5.65)	1.267*** (4.02)	1.672*** (5.85)
<i>gdp_i</i>	1.003*** (13.39)	0.951*** (16.29)	0.033 (0.29)	-0.034 (-0.33)
<i>gdp_j</i>	0.468*** (7.41)	0.484*** (8.83)	-0.527*** (-4.08)	-0.412*** (-3.37)
<i>trade</i>	0.404*** (5.61)	0.364*** (6.68)	1.812*** (10.45)	1.090*** (7.64)
<i>fd_i</i>	1.192*** (7.13)	1.053*** (9.66)	2.085*** (11.37)	1.217*** (7.91)
<i>fd_j</i>	1.181*** (11.94)	0.465*** (6.58)	0.546*** (4.73)	0.237** (2.33)
<i>kaopen_i</i>	0.811*** (12.33)	0.855*** (16.83)	0.426*** (4.71)	0.695*** (8.07)
<i>kaopen_j</i>	0.288*** (5.86)	0.376*** (9.21)	0.108 (1.50)	0.125* (1.75)
<i>ers_j</i>	1.007*** (6.44)	1.187*** (8.78)	-0.233 (-0.67)	-0.863** (-2.37)
<i>house_i</i>	-2.131*** (-3.57)	-1.780*** (-3.98)	-0.556 (-0.70)	0.373 (0.52)
常数项	-37.031*** (-9.57)	-36.567*** (-12.92)	-12.331*** (-2.98)	-1.053 (-0.27)
R ²	0.619	0.653	0.768	0.645
年虚拟变量	是	是	是	是
样本数	1660	1858	504	492

度来解释;虽然信息技术的进步使得资产跨境交易的障碍逐渐消失,但是投资者依然强烈偏好持有本国资产;房地产则是最重要的本国资产之一,本国房价上涨时,更加偏好本国资产的投资者选择持有更多的本国房产而挤出了对国外金融资产的持有;同时“亲密效应”的存在使得相对于本区域之外的资产来说,投资者更倾向于减持非本区域的金融资产,因此在此呈现出伴随着房价上涨,东亚投资国持有的非东亚权益类和债券类资产组合投资头寸显著降低的现象。

通过上述研究分析,我们发现欧洲与欧洲经济体之间、东亚与非东亚经济体之间的双边金融资产持有是遵循引力模型预测方向的:与两国的 GDP 成正比,与两国之间的距离成反比,同时随双边贸易量的增加而增加,随东道国以及投资国的金融发展程度、金融开放度的提高而增加,随东道国汇率稳定程度的提高而增加。但是东亚经济体之间的分析结果却与引力模型的预测方向存在较大背离:东亚经济体之间双边金融资产持有量并没有随两国 GDP 的增长而增长;邻国之间反而没有更多相互持有金融资产;并且汇率更加稳定的国家并没有吸引更多的金融资产流入。

四 稳健性检验

(一) 变换样本

前文中我们发现东亚经济体之间的金融资产持有是与引力模型预测方向相背离的,但是在新兴市场经济体中,同样会出现交易币种过度依赖美元现象,因此本文对样本进行进一步区分。首先将总样本按照是否为经济合作与发展组织(OECD)国家划分为新兴市场经济体与发达经济体两类,以检验两类经济体之间双边金融资产持有因素的差异,回归结果如表5所示,其中(1)和(2)列分别代表权益类和债券类金融资产的回归结果。

由表5可以看出,发达经济体之间的金融资产是严格遵守引力模型预测方向的,两国之间的金融资产持有随两国之间的距离增加而减小、与投资国和东道国的 GDP 成正比、汇率稳定变量在1%水平下显著为正。但是在新兴市场经济体之间的双边金融资产持有中,却在一定程度上呈现出了与东亚经济体样本相似的特性:更大的经济体并没有更多持有其他发展中经济体之间的双边金融资产与负债、并未更多持有汇率稳定程度较高的新兴市场经济体的资产。实质上,考虑到新兴市场经济体之间的经济交流日益增加且经济普遍呈现快速增长的趋势,新兴市场经济体之间更多的相互持有金融资产同样是一个较好的规避风险、提高资产收益率的方法。

表 5 区分发达经济体与发展中经济体

	新兴市场经济体 vs 新兴市场经济体		发达经济体 vs 发达经济体	
	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>dis</i>	-0.521 *** (-4.85)	-0.327 *** (-3.43)	-0.383 *** (-8.84)	-0.610 *** (-14.47)
<i>contig</i>	-0.078 (-0.37)	-1.116 *** (-5.90)	0.143 * (1.73)	-0.261 *** (-3.09)
<i>comlang</i>	0.742 *** (5.20)	0.205 * (1.72)	0.035 (0.47)	-0.205 ** (-2.25)
<i>colony</i>	0.220 (0.57)	1.757 * (1.92)	0.513 *** (4.64)	0.544 *** (4.78)
<i>trade</i>	0.835 *** (12.63)	0.926 *** (15.57)	0.341 *** (7.91)	0.288 *** (7.22)
<i>gdp_i</i>	-0.248 ** (-2.46)	-0.591 *** (-5.96)	0.342 *** (8.75)	0.347 *** (9.60)
<i>gdp_j</i>	0.041 (0.47)	-0.115 * (-1.67)	0.536 *** (12.75)	0.427 *** (11.24)
<i>fd_i</i>	1.109 *** (13.07)	0.863 *** (11.53)	1.098 *** (21.32)	0.430 *** (10.48)
<i>fd_j</i>	-0.078 (-1.28)	0.067 (1.20)	1.118 *** (21.58)	0.129 *** (3.06)
<i>kaopen_i</i>	0.457 *** (9.61)	0.345 *** (6.55)	0.355 *** (4.55)	0.706 *** (7.20)
<i>kaopen_j</i>	0.165 *** (3.12)	0.095 * (1.94)	0.379 *** (7.92)	0.326 *** (8.47)
<i>ers_j</i>	-0.346 (-1.58)	-0.967 *** (-4.43)	0.515 *** (6.87)	0.491 *** (7.00)
<i>_cons</i>	0.323 (0.09)	13.702 *** (4.44)	-27.828 *** (-19.40)	-15.863 *** (-11.85)
R ²	0.522	0.516	0.567	0.507
年虚拟变量	是	是	是	是
样本数	1685	1542	4530	4591

由于欧元区的存在对欧洲区域金融一体化进程存在很大的影响,而东亚区域并无共同货币的存在,本文在此对欧元区与东亚区之间的对比做进一步的稳健性检验。首先,在欧洲样本中剔除欧元区国家,观察非欧元区国家之间的双边金融资产持有是否遵循引力模型的预测方向;其次,由于美洲国家之间与东亚国家之间具有一定的相似

性,美洲有超级大国美国而东亚则是日本与中国,同时东亚与拉丁美洲同样是主要新兴市场国家的分布地,因此本文同时观察美洲国家之间双边金融资产持有的影响因素与东亚经济体之间的异同。回归结果如表6所示,其中(1)和(2)列分别代表权益类和债券类金融资产。

表6 排除欧元区干扰检验

	非欧元区 vs 非欧元区		美洲 vs 美洲	
	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>dis</i>	-0.259 (-1.18)	-0.333 (-1.57)	-0.992*** (-4.52)	-0.758*** (-3.84)
<i>contig</i>	0.548*** (2.66)	0.535* (1.93)	-0.656 (-1.31)	0.303 (0.73)
<i>comlang</i>			0.960*** (3.75)	2.031*** (10.06)
<i>colony</i>	1.796*** (4.05)	-0.270 (-0.81)		
<i>trade</i>	0.757*** (7.10)	0.660*** (6.85)	0.005 (0.03)	-0.232 (-1.53)
<i>gdp_i</i>	0.903*** (7.16)	0.775*** (6.52)	0.995*** (6.31)	1.105*** (9.51)
<i>gdp_j</i>	0.640*** (5.20)	0.327*** (3.11)	0.917*** (5.93)	1.384*** (11.50)
<i>fd_i</i>	0.698*** (5.85)	0.508*** (4.34)	1.220*** (3.74)	0.577** (2.13)
<i>fd_j</i>	0.809*** (6.87)	0.696*** (5.72)	0.080 (0.32)	0.093 (0.52)
<i>kaopen_i</i>	2.108*** (15.29)	1.483*** (12.89)	0.379** (2.41)	0.896*** (6.53)
<i>kaopen_j</i>	0.123** (2.02)	0.047 (0.67)	0.280** (2.26)	0.201** (2.11)
<i>ers_j</i>	-1.101*** (-2.84)	2.041*** (5.80)	0.661 (1.08)	-0.765 (-1.52)
<i>_cons</i>	-49.977*** (-12.46)	-35.250*** (-8.86)	-45.164*** (-7.08)	-58.077*** (-11.90)
R ²	0.740	0.601	0.647	0.756
年虚拟变量	是	是	是	是
样本数	773	764	432	473

由表 6 可知,欧洲非欧元区样本之间的双边金融资产同样是基本遵循引力模型理论预测方向的,国界相邻的国家相互持有更多金融资产,双边金融资产持有量随投资国和东道国经济规模的增长而增长。对于美洲经济体,虽然与东亚经济体类似,金融资产并没有更多地流入汇率稳定程度较高的国家,但是可以看到经济大国在促进南美区域金融一体化中发挥的重要作用,在促进南美区域金融一体化的进程中,美国发挥着中流砥柱的作用,由此可见,为提高东亚区域金融一体化水平,需要中国与日本发挥重要影响。

综合表 2~6,我们发现发达经济体和欧洲经济体之间的金融资产持有是基本遵循引力模型预测方向的,但是东亚经济体和新兴市场经济体的金融资产持有却与理论预测存在一定程度的偏离,尤其是对于东亚经济体之间双边金融资产持有随两国之间的距离增加而增加的现象,与理论预测以及其他样本之间的预测结果皆不相同。下面将对距离、汇率稳定以及经济规模的影响进行更深入的稳健性检验。

(二) 引入政治冲突指标

为进一步考察东亚经济体之间结论与引力模型理论预测相背离的现象,本文考虑了两国之间的政治摩擦因素。在政治摩擦指标虚拟变量的构建中,主要考虑历史遗留冲突问题以及边境冲突问题,包括二次世界大战日本遗留问题、中国南海问题、中日钓鱼岛冲突、日韩竹岛/独岛争议等。如果两国之间存在政治摩擦(*conflict*)则取 1,否则取 0。此外,依旧使用 LSDV 方法,得到回归结果如表 7 所示,其中奇数列列为权益类资产组合投资、偶数列列为债券类资产组合投资,同时为规避潜在的内生性问题,在(3)和(4)列中对所有解释变量做滞后 1 期处理。回归结果显示,政治冲突变量均在 5% 水平以上显著,即政治冲突的存在显著降低了双边金融资产持有。同时,虽然虚拟变量并不能准确衡量东亚经济体之间政治冲突的激烈程度,但是该变量的引入在一定程度上改善了引力模型对东亚双边 FPI 的解释力,在引入该变量之前,表 2~6 中的投资国 GDP 变量并不显著,在此却与引力模型理论预测相符:符号为正且在 1% 水平下显著。由此可见,东亚经济体之间的政治冲突确实是导致东亚区域金融一体化程度不高的重要原因之一。

(三) 汇率稳定的进一步讨论

上文指出,由于美元是东亚经济体的主要交易币种,当东亚经济体普遍选择钉住美元的汇率体制且东亚经济体货币呈升值趋势时,汇率稳定程度的提高并没有带来东亚双边金融资产持有量的增加。但是在本文的 8 个东亚投资国样本中,6 个经济体的汇率稳定指标的基准国家为美国;新加坡的基准国家为马来西亚;泰国的基准国家为

法国,因此 Aizenman 等(2008)指标并不能反映东亚经济体之间双边汇率波动对双边金融资产持有量的影响,需要对汇率稳定问题进行更深一步地研究。

表 7 政治冲突指标的引入

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>conflict</i>	-0.387** (-2.31)	-0.947*** (-4.95)	-0.389** (-2.16)	-0.892*** (-4.39)
<i>comlang</i>	-0.590*** (-2.98)	0.116 (0.60)	-0.549** (-2.56)	0.163 (0.83)
<i>colony</i>	1.096*** (4.44)	1.578*** (6.52)	1.057*** (3.90)	1.624*** (6.88)
<i>gdp_i</i>	0.233*** (2.90)	0.238*** (2.96)	0.330*** (3.76)	0.237*** (2.78)
<i>gdp_j</i>	-0.411*** (-4.09)	-0.050 (-0.47)	-0.306*** (-2.84)	0.014 (0.12)
<i>trade</i>	1.746*** (13.23)	0.737*** (6.59)	1.616*** (11.79)	0.669*** (5.56)
<i>fd_i</i>	2.248*** (15.04)	1.108*** (8.77)	2.322*** (13.88)	1.054*** (8.03)
<i>fd_j</i>	0.545*** (4.32)	0.294*** (3.22)	0.581*** (4.34)	0.366*** (3.73)
<i>kaopen_i</i>	0.467*** (5.75)	0.791*** (10.48)	0.401*** (4.49)	0.854*** (10.74)
<i>kaopen_j</i>	0.092 (1.32)	0.238*** (3.57)	0.041 (0.51)	0.194*** (2.64)
<i>ers_j</i>	-0.288 (-0.82)	-0.741** (-2.08)	-0.224 (-0.56)	-0.783** (-2.05)
常数项	-19.436*** (-5.69)	-13.094*** (-3.62)	-23.956*** (-6.46)	-14.288*** (-3.63)
R ²	0.775	0.646	0.770	0.660
时间虚拟变量	是	是	是	是
样本数	540	547	510	521

实际汇率波动通过两条渠道影响双边金融资产持有。一方面,从资产收益率波动的角度,Fidora 等(2007)指出,由于双边实际汇率波动带来金融资产收益的不确定性,从而显著降低双边金融资产持有并带来资产的本土偏好。Okawa 和 Van Wincoop

(2012)也从理论的角度阐述了收益率方差的增加如何降低了双边金融资产的持有;另一方面,金融资产交易的汇率对冲流派,Obstfeld 和 Rogoff(2000)指出外部金融资产

表 8 汇率波动性的讨论

	权益类		债券类	
	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>conflict</i>	-0.365 ** (-2.22)	-0.363 ** (-2.21)	-0.908 *** (-4.80)	-0.879 *** (-4.71)
<i>comlang</i>	-0.540 *** (-2.84)	-0.522 *** (-2.70)	0.226 (1.26)	0.284 (1.59)
<i>colony</i>	1.073 *** (4.43)	1.046 *** (4.23)	1.539 *** (6.26)	1.474 *** (6.09)
<i>gdp_i</i>	0.237 *** (2.86)	0.264 *** (3.07)	0.233 *** (2.84)	0.308 *** (3.70)
<i>gdp_j</i>	-0.449 *** (-4.93)	-0.430 *** (-4.72)	-0.155 * (-1.68)	-0.103 (-1.13)
<i>trade</i>	1.749 *** (13.06)	1.712 *** (12.85)	0.753 *** (6.48)	0.653 *** (5.69)
<i>fd_i</i>	2.260 *** (14.55)	2.221 *** (14.36)	1.135 *** (8.71)	1.051 *** (8.24)
<i>fd_j</i>	0.550 *** (3.98)	0.496 *** (3.18)	0.326 *** (3.26)	0.199 * (1.85)
<i>kaopen_i</i>	0.456 *** (5.41)	0.472 *** (5.65)	0.770 *** (9.89)	0.802 *** (10.40)
<i>kaopen_j</i>	0.103 (1.49)	0.123 * (1.72)	0.254 *** (3.76)	0.302 *** (4.34)
<i>vol_1</i>	0.058 (0.27)		0.211 (1.02)	
<i>vol_2</i>		-0.159 (-0.56)		-0.342 (-1.55)
常数项	-18.659 *** (-5.18)	-19.929 *** (-5.34)	-10.390 *** (-2.93)	-13.887 *** (-3.91)
R ²	0.775	0.775	0.644	0.644
时间虚拟变量	是	是	是	是
样本数	540	540	547	547

持有的一个重要动机是对冲规避消费国外商品的不确定性,即实际汇率波动的风险通过双边贸易渠道影响外部金融资产持有。

因此本文结合 Fidora 等(2007)与 Aizenman 等(2008)测算汇率波动的方法,分别在列(1)和(2)中使用1年和3年(包含本年以及之前两年)实际汇率月度变动的标准差(vol_1 和 vol_2)来考察双边实际汇率波动对东亚双边金融资产持有的影响。由回归结果表8可以发现,无论是权益类还是债券类金融资产,年度以及3年的汇率波动变量均不显著。从资产收益率的角度来看,这与Fidora等(2007)的结论以及Okawa和Van Wincoop(2012)提出的收益率方差增加降低双边金融资产持有的理论不符。但是这可以从汇率对冲学派的观点来解释,即对冲实际汇率波动风险的动机同样体现在双边贸易对双边金融资产的影响上,而在东亚经济体之间,双边贸易规模非常大,区域贸易一体化程度远高于金融一体化程度,在区域金融一体化主要依靠双边贸易驱动情况下,控制双边贸易变量是导致汇率波动对双边金融资产持有的影响不再显著的重要原因。由此可见在东亚经济体之间,实际汇率波动对双边金融资产持有的影响可能更多通过双边贸易渠道而非资产价格渠道发挥作用。在东亚各经济体钉住美元的汇率政策下,美元是东亚经济体的计价、结算以及储备货币,东亚经济体更倾向于持有美元资产而非区域内金融资产,因此汇率波动率变量与理论预测的不符恰好体现了当前交易币种选择下东亚区域金融一体化程度与贸易一体化程度的不匹配。

(四)股市市值的讨论

在上文中,我们使用了股市市值与GDP的比代理一国金融发展水平,用GDP代理一国经济总量,但是Portes和Rey(2005)与Okawa和Van Wincoop(2012)指出,一国的金融财富总量同样是影响双边金融资产流动的重要因素,因此在此加入对一国股市市值(mc)的考虑作为稳健性检验。

由于一国的股市市值与GDP往往具有相同的波动趋势,这体现在股市市值指标(取对数)与GDP指标(取对数)之间的高度共线性,无论是在东亚经济体样本还是欧洲经济体样本中,两个变量的相关系数均在0.7以上。如果简单地使用股市市值来取代GDP,那么股市市值变量同样会更多反映东亚区域金融一体化进程中大国未发挥主导作用的异象。为解决该问题,根据Bénassy-Quéré等(2007)、Coerdacier和Martin(2009)以及Fratzscher(2012)处理共线性的方法,使用股市市值对GDP回归的残差来代理一国金融财富,在体现经济总量和非经济总量驱动的股市市值影响的同时规避了共线性问题。

表 9 股市市值的影响

	东亚 vs 东亚		欧洲 vs 欧洲	
	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>dis</i>	0.393 ** (2.18)	0.059 (0.46)	-1.096 *** (-15.32)	-0.650 *** (-10.33)
<i>contig</i>	-0.274 (-0.92)	-1.198 *** (-4.86)	0.340 *** (3.94)	0.309 *** (3.35)
<i>comlang</i>	-0.566 *** (-2.88)	0.235 (1.22)	-0.685 *** (-6.79)	-0.530 *** (-4.47)
<i>colony</i>	1.598 *** (4.73)	1.591 *** (5.70)	0.248 (1.64)	0.062 (0.38)
<i>gdp_i</i>	0.073 (0.63)	0.005 (0.05)	0.327 *** (6.45)	0.453 *** (10.09)
<i>gdp_j</i>	-0.553 *** (-3.50)	-0.278 ** (-2.33)	1.149 *** (24.87)	0.958 *** (23.72)
<i>trade</i>	1.996 *** (10.34)	0.925 *** (7.18)	0.124 ** (2.56)	0.073 * (1.71)
<i>mc_i</i>	2.204 *** (14.87)	1.104 *** (8.46)	1.104 *** (20.06)	0.554 *** (12.07)
<i>mc_j</i>	0.517 *** (3.93)	0.269 *** (2.87)	1.246 *** (23.49)	0.423 *** (9.41)
<i>kaopen_i</i>	0.424 *** (4.94)	0.701 *** (8.74)	1.745 *** (18.27)	1.581 *** (17.99)
<i>kaopen_j</i>	0.058 (0.82)	0.142 ** (2.06)	0.222 *** (6.02)	0.370 *** (10.73)
<i>ers_j</i>	-0.229 (-0.67)	-0.647 * (-1.88)	0.978 *** (10.83)	1.739 *** (20.15)
常数项	-5.386 (-1.28)	2.522 (0.71)	-31.156 *** (-17.28)	-31.511 *** (-19.54)
R ²	0.777	0.644	0.599	0.559
时间虚拟变量	是	是	是	是
样本数	540	547	4247	4412

在表 9 的回归结果中,第(1)和(2)列分别代表权益类和债券类资产组合投资的回归结果。由表 9 可以看出,在剔除了经济总量因素后,投资国与东道国股市市值变量在 1% 水平下显著为正,验证了提高金融发展水平可以显著提升双边金融资产持有的结论。此外,欧洲经济体之间与东亚经济体之间双边金融资产持有的驱动因素依然

呈现出类似前文的差异性。

(五) 区分时间样本

表 10

分时间段样本

	东亚 vs 东亚				欧洲 vs 欧洲			
	2001 ~ 2006		2007 ~ 2010		2001 ~ 2006		2007 ~ 2010	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>dis</i>	0.248 (1.22)	-0.029 (-0.18)	0.538* (1.77)	0.163 (0.86)	-1.324*** (-15.01)	-0.659*** (-8.22)	-0.772*** (-6.52)	-0.640*** (-6.28)
<i>contig</i>	-0.111 (-0.33)	-1.593*** (-4.97)	-0.477 (-0.94)	-0.605* (-1.70)	0.261** (2.39)	0.362*** (3.00)	0.478*** (3.39)	0.258* (1.87)
<i>comlang</i>	-0.657*** (-2.93)	0.760*** (3.21)	-0.389 (-1.17)	-0.527* (-1.89)	-0.748*** (-5.75)	-0.532*** (-3.55)	-0.647*** (-4.03)	-0.569*** (-2.91)
<i>colony</i>	1.677*** (3.77)	1.515*** (4.44)	1.421*** (2.80)	1.607*** (4.56)	-0.215 (-1.15)	0.064 (0.32)	0.873*** (3.73)	0.108 (0.40)
<i>trade</i>	1.635*** (7.97)	0.819*** (4.79)	2.414*** (6.77)	1.060*** (5.56)	0.099* (1.66)	0.056 (1.02)	0.167** (2.16)	0.083 (1.23)
<i>gdp_i</i>	-0.002 (-0.02)	0.152 (1.27)	0.125 (0.64)	-0.369** (-2.58)	0.317*** (5.12)	0.441*** (7.82)	0.229*** (2.71)	0.459*** (6.27)
<i>gdp_j</i>	-0.479*** (-3.11)	-0.397** (-2.59)	-0.895*** (-3.62)	-0.354** (-2.35)	0.803*** (13.36)	0.835*** (16.63)	0.864*** (10.95)	0.891*** (13.74)
<i>fd_i</i>	2.298*** (12.82)	1.139*** (6.30)	2.175*** (8.63)	0.973*** (5.57)	1.171*** (15.84)	0.613*** (9.91)	1.053*** (13.04)	0.522*** (7.63)
<i>fd_j</i>	0.695*** (4.63)	0.360*** (2.67)	0.256 (1.08)	0.131 (1.03)	1.428*** (20.52)	0.475*** (7.96)	1.123*** (13.49)	0.375*** (5.41)
<i>kaopen_i</i>	0.615*** (5.76)	0.796*** (7.37)	0.167 (1.14)	0.685*** (6.33)	1.760*** (14.22)	1.374*** (13.56)	1.719*** (10.91)	1.902*** (13.39)
<i>kaopen_j</i>	0.017 (0.19)	0.115 (1.09)	0.072 (0.68)	0.226*** (2.61)	0.122*** (2.68)	0.388*** (8.84)	0.329*** (5.29)	0.347*** (6.28)
<i>ers_j</i>	-0.341 (-0.67)	0.453 (0.97)	-0.336 (-0.74)	-1.836*** (-3.67)	0.822*** (7.24)	1.529*** (13.34)	1.156*** (8.14)	1.965*** (15.15)
常数项	-13.427*** (-2.74)	-3.762 (-0.80)	-13.383* (-1.92)	8.350 (1.52)	-30.312*** (-13.67)	-31.655*** (-15.65)	-33.677*** (-11.23)	-35.091*** (-13.44)
R ²	0.815	0.723	0.693	0.611	0.637	0.550	0.579	0.526
时间虚拟变量	是	是	是	是	是	是	是	是
样本数	316	312	224	235	2533	2624	1714	1788

本部分我们检验在不同的时间样本中,上述结论是否依然成立。随着 2007 年开始的次贷危机和 2009 年欧洲主权债务危机的愈演愈烈,全球经济金融形势发生了巨大变化,跨境资本流动的规模和类别均发生了较大程度的改变,因此把总样本区分为 2001~2006 年与 2007~2010 年两段,分别进行回归,结果见表 10,其中第(1)和(2)列分别代表权益类和债券类资产组合的回归结果。由表 10 可以看出,即使在金融危机时期,东亚和欧洲国家之间双边金融资产持有的决定因素依然与前文结论一致。

五 结论

融入区域金融市场能够提升一国应对冲击的能力、促进经济发展,但是东亚经济体却没有更多持有本区域的金融资产。本文使用 CPIS 数据库双边权益类和债券类资产组合投资 2001~2010 年的面板数据,分析了东亚区域金融一体化的驱动因素和阻力所在,研究发现:

第一,在全球金融资产引力模型中,东亚经济体并没有更多地持有本区域金融资产,东亚双边“投资对”虚拟变量并不显著或者显著为负,东亚区域金融一体化进程依然严重滞后于区域贸易一体化。

第二,欧洲经济体之间、东亚与非东亚经济体之间的双边金融资产持有与两国之间的距离成反比,与共同国界、双边贸易、两国 GDP、金融发展水平、金融开放度成正比,这与引力模型的预测一致。

第三,东亚经济体之间的双边金融资产持有的决定因素并不完全遵从引力模型的预测方向,这反映在距离、共同国界变量、投资国与东道国 GDP 变量、实际汇率波动对东亚权益类和债务类资产组合投资的影响与引力模型的理论假设并不一致。这说明东亚经济体之间的政治冲突、交易货币选择可能是导致东亚区域金融一体化程度远低于贸易一体化程度的重要原因。

第四,双边贸易是当前东亚区域金融一体化最重要的驱动因素,金融发展水平与金融开放度的提高也可以显著地促进东亚区域金融一体化。

综上所述,在当前东亚经济体之间双边贸易量已非常巨大的情况下,继续推进东亚金融一体化的进程可以从以下几个方面入手:首先,东亚经济体之间加强政治合作,合理解决历史遗留问题及当前日趋激烈的领土冲突;其次,推进东亚经济体之间的货币互换,改变美元在东亚商品及金融资产计价结算中的主导地位;最后,继续提升东亚

经济体的金融发展水平与金融开放度。

参考文献:

- 范小云、王伟、肖立晟(2012):《权益类资产组合投资的引力模型分析》,《世界经济》第7期。
- 李坤望、刘健(2012):《金融发展如何影响双边股权资本流动》,《世界经济》第8期。
- 王燕之(2003):《东亚区域金融合作的现状与前景》,《中国金融》第1期。
- 王子先(2000):《欧洲与东亚区域金融合作》,《世界经济》第3期。
- Aizenman , Joshua; Chinn, M. D and Ito, Hiro. “Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma’s Configurations over Time.” *NBER Working Paper* 14533, 2008.
- Aviat, Antonin and Coeurdacier, Nicolas . “The Geography of Trade in Goods and Asset Holdings.” *Journal of International Economics*, 2007, 71, pp.22–51.
- Bénassy-Quéré, A. ; Coupet, M. and Mayer, T. “Institutional Determinants of Foreign Direct Investment.” *World Economy*, 2007, 30(5), pp.764–782.
- Benigno, Pierpaolo and Nisticò, Salvatore. “International Portfolio Allocation under Model Uncertainty.” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2012, 4(1), pp.144–189.
- Borenstein, Eduardo and Loungani, Prakash. “Asian Financial Integration: Trends and Interruptions.” *IMF Working Paper*, WP/11/4, 2011.
- Caballero, R. J. ; Farhi, E. and Gourinchas, P. O. “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates.” *American Economic Review*, 2008, 98(1) ,pp.358–393.
- Chinn, M.D. and Ito, H. “What Matters for Financial Developments? Capital Controls, Institutions, and Interactions.” *Journal of Development Economics*, 2006, 81, pp.163–192.
- Chinn, M.D. and Ito, H. “A New Measure of Financial Openness.” *Comparative Statistics*, 2008, 10(3), pp.309–322.
- Coeurdacier, Nicolas. “Do Trade Costs in Goods Market Lead to Home Bias in Equities?” *Journal of International Economics*, 2009, (77), pp.86–100.
- Coeurdacier, Nicolas and Gourinchas, P. O. “When Bonds Matter: Home Bias in Goods and Assets.” *NBER Working paper* No.17560, 2011.
- Coeurdacier, Nicolas and Guibaud, Stéphane. “International Portfolio Diversification is Better than You Think.” *Journal of International Money and Finance*, 2011, 30, pp.289–308.
- Coeurdacier, Nicolas and Martin, Philippe. “The Geography of Asset Trade and the Euro: Insiders and Outsiders.” *Journal of The Japanese and International Economics*, 2009, 23, pp.90–113.
- Coeurdacier, Nicolas and Rey, Héléne. “Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics.” *Journal of Economic Literature*, 2012, 51(1), pp.63–115.
- Eichengreen , Barry and Park, Yung Chul. “Why Has There Been Less Financial Integration in Asia than in Europe?” *Political Economy of International Finance*, Institute of European Studies, UC Berkeley, 2003.
- French ,K.D. and Poterba ,J.M. “Investor Diversification and International Equity Markets.” *The American*

Economic Review Papers and Proceedings, 1991, 81(2), pp.222-226.

Fidora, Michael; Fratzscher, Marcel and Thimann, Christian. "Home Bias in Global Bond and Equity Markets: The Role of Real Exchange Rate Volatility." *Journal of International Money and Finance*, 2007, 26, pp. 631-655.

Fratzcher, Marcel. "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis." *Journal of International Economics*, 2012, 88(4), pp.341-356.

García-Herrero, Alicia and Wooldridge, Philip. "Why Don't Asians Invest in Asia? The Determinants of Cross-Border Portfolio Holdings." *Asian Economic Papers*, 2009, 8(3), pp.228-248.

Gehrig, Thomas. "An Information Based Explanation of the Domestic Bias in International Equity Investment." *Scand. J. of Economics*, 1993, 95(1), pp.97-109

Kubelec, Chris and Sá, Filipa. "The Geographical Composition of National External Balance Sheets:1980-2005." *International Journal of Central Banking*, 2012, 8(2), pp.143-189.

Kim, Soyoung; Lee, Jong-Wha and Shin, Kwanho. "Regional and Global Financial Integration in East Asia." MPRA paper No.695, 2006.

Kose, Ayhan; Prasad, Eswar; Rogoff, Kenneth and Wei, Shang-Jin. "Financial Globalization: A Reappraisal." IMF staff papers,2009, 56(1), pp.8-62.

Lane, Philip R. "EMU and Financial Integration." IIS discussion paper No.272, 2008.

Lane, Philip R and Milesi-Ferretti, G. M. "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries." *Journal of International Economics*, 2001, 55, pp.263-294.

Lane, Philip R and Milesi-Ferretti, G. M. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004." *Journal of International Economics*, 2007, 73, pp.223-250.

Lane, Philip R and Milesi-Ferretti, G. M. "International Investment Patterns." *The Review of Economics and Statistics*, 2008, 90(3), pp.538-549.

Lane, Philip R and Shambaugh, C. Jay. "Financial Exchange Rates and International Currency Exposures." *American Economic Review*, 2010, 100(1), pp.518-540.

Lee, Jong-Wha. "Patterns and Determinants of Cross-border Financial Asset Holdings in East Asia." ADB working paper series on regional economic integration, No.13, 2008.

Lee, Hyun-Hoon; Huh, Hyeon-seung and Park, Donghyun. "Financial Integration in East Asia: An Empirical Investigation." ADB Economics Working Paper Series No.259, 2011.

Lucas, R. E. "Asset Prices in an Exchange Economy." *Econometrica*, 1978, Vol. 46, No. 6, pp.1429-1445.

Mendoza, E. G.; Quadrini, V. and Rios-Rull, J. V. "Financial Integration, Financial Development and Global Imbalances." *Journal of Political Economy*,2009,117(3), pp.371-416.

Obstfeld, Maurice and Rogoff, Kenneth. "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?" NBER macroeconomics annual 2000, Volume 15, pp. 339-412.

Okawa, Yohei and Van Wincoop, Eric. "Gravity in International Finance." *Journal of International Economics* ,2012, 87, pp.205-215.

Portes , Richard and Rey, H el ene. "The Determinants of Cross-Border Equity Flows." *Journal of International Economics* , 2005, 65, pp.269-296.

Shambaugh, Jay C. "The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy." *The Quarterly Journal of Economics* , 2004,119(1) ,pp. 301-352.

Van Nieuwerburgh, S. and Veldkamp, L. "Information Immobility and the Home Bias Puzzle," *Journal of Finance*, 2008, Vol. LXIV, No. 3, pp.1187-1215.

Van Nieuwerburgh, S. and Veldkamp, L. "Information Acquisition and Under-Diversification," *The Review of Economic Studies*, 2009, 77, pp.779-805.

Van Wincoop, Eric and Warnock, F.E. "Can Trade Costs in Goods Explain Home Bias in Assets?" *Journal of International Money and Finance*, 2010, 29, pp.1108-1123.

附录:经济体样本

投资国样本

东亚经济体:中国香港、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国

欧洲经济体:奥地利、比利时、捷克、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、挪威、葡萄牙、俄罗斯、西班牙、瑞典、瑞士、英国

其他:阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、智利、哥伦比亚、埃及、印度、墨西哥、新西兰、南非、美国
东道国样本

东亚经济体:中国香港、中国、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国

欧洲经济体:奥地利、比利时、克罗地亚、捷克、丹麦、爱托尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、冰岛、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、挪威、波兰、葡萄牙、罗马尼亚、俄罗斯、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、英国

其他:阿根廷、澳大利亚、巴西、加拿大、智利、哥伦比亚、埃及、印度、以色列、墨西哥、新西兰、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、南非、美国、乌拉圭

(截稿:2012年10月 责任编辑:王徽)