JEL: F21, F31, F42

УДК 339.727+339.743

DOI: [10.14530/se.2019.3.099-124](https://doi.org/10.14530/se.2019.3.099-124)

Трансграничные потоки капитала в Восточной Азии: влияние мероприятий валютной политики

Я.В. Дёмина

Дёмина Яна Валерьевна

кандидат экономических наук

старший научный сотрудник

Институт экономических исследований ДВО РАН, ул. Тихоокеанская, 153, Хабаровск,
Россия, 680042

E-mail: yandemi@yandex.com

ORCID: 0000-0001-5208-7273

Аннотация. Несмотря на планы по углублению и развитию валютного и финансового сотрудничества в рамках АСЕАН 2025, в настоящее время рынки стран региона существенно отличаются друг от друга по степени развития и уровню «зарегулированности». Среди стран АСЕАН-5 наиболее развитый и «объемный» финансовый рынок у Сингапура. Также он характеризуется наименьшим количеством применяемых ограничений. Остальные страны (Малайзия, Филиппины, Индонезия и Таиланд) осуществляют контроль практически за всеми операциями по счету движения капитала. В исследуемых пяти странах практикуются валютные режимы, характеризуемые МВФ как мягкая привязка: стабилизационное соглашение и управляемое плавание. Стабилизационное соглашение применяется в Индонезии и Сингапуре, управляемое плавание – в Малайзии, Таиланде и на Филиппинах. Результаты регрессионного анализа показывают, что переход на единую корзину валют окажет значительный эффект на объемы эмиссии облигаций в национальных и иностранных валютах для четырех изучаемых стран из пяти (всех, кроме Таиланда). Наибольший эффект смена режима валютного курса будет иметь в случае Индонезии. Так, ревальвация стоимости корзины восточноазиатских валют к доллару США на 1% уменьшит объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Индонезии на 3,79%, а девальвация, наоборот, увеличит на ту же величину. Следовательно, для получения положительного эффекта Индонезии и другим исследуемым странам придется продолжить политику конкурентной девальвации к доллару США. Только в данном случае это будет скоординированная девальвация всех восточноазиатских валют, а не «война» между ними. Стоит отметить, что корреляция между колебаниями курсов национальных валют восточноазиатских стран друг к другу и к доллару США и объемами эмиссии облигаций в национальных и иностранных валютах во всех исследуемых странах гораздо слабее, чем эффект перехода на единую корзину валют, а в случае Филиппин эта корреляция вовсе отсутствует.

Ключевые слова: портфельные инвестиции, облигации, эмиссия, валютная политика, валютный курс, АСЕАН, Индонезия, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Таиланд

Для цитирования: Дёмина Я.В. Трансграничные потоки капитала в Восточной Азии: влияние мероприятий валютной политики // Пространственная экономика. 2019. Т. 15. № 3. С. 99–124. DOI: [10.14530/se.2019.3.099-124](https://doi.org/10.14530/se.2019.3.099-124).

Cross-Border Capital Flows in East Asia: Impact of Monetary Policy Measures

Ya.V. Dyomina

Yana Valeryevna Dyomina

Candidate of Sciences (Economics)

Senior Research Fellow

Economic Research Institute FEB RAS, 153 Tikhookeanskaya St., Khabarovsk, Russia, 680042

E-mail: yandemi@yandex.com

ORCID: 0000-0001-5208-7273

Abstract. Despite the ASEAN Community Vision 2025 plans to deepen and develop monetary and financial cooperation within member states, regional markets differ significantly from each other in the level of development and overregulation. Among ASEAN-5 countries, Singapore has the most developed and large financial market with the least number of applied restrictions. The remaining countries (Malaysia, the Philippines, Indonesia and Thailand) control virtually all capital account transactions. The examined five countries practice soft peg exchange rate regimes: a stabilized arrangement and a floating. Indonesia and Singapore apply a stabilized arrangement, and Malaysia, Thailand and the Philippines apply a floating. The regression analysis results show that changing exchange rate regimes of ASEAN-5 countries to a hard peg (a single currency basket) will have a significant effect on the volume of issued bonds in four of the five studied countries (all except Thailand). Indonesia will have the greatest effect of the exchange rate regime change. Thus, revaluation of the value of the East Asian currencies basket against USD by 1% will reduce the volume of issued bonds in Indonesia by 3.79%, and devaluation, on the contrary, will increase by the same amount. Consequently, Indonesia and other countries under study will have to continue the competitive devaluation policy against USD in order to have a positive effect of changing exchange rate regime. But in this case it will be a coordinated devaluation of all East Asian currencies and not a currency war. It is worth noting that the correlation between the volumes of bonds issued in national and foreign currencies in all the studied countries and fluctuations of East Asian currencies against each other and to USD is much weaker than the effect of the single currency basket. And in the case of the Philippines this correlation is not at all.

Keywords: Portfolio investments, bonds, issuance, foreign exchange policy, exchange rate, ASEAN, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand

For citation: Dyomina Ya.V. Cross-Border Capital Flows in East Asia: Impact of Monetary Policy Measures. *Prostranstvennaya Ekonomika = Spatial Economics*, 2019, vol. 15. no. 3, pp. 99–124. DOI: [10.14530/se.2019.3.099-124](https://doi.org/10.14530/se.2019.3.099-124). (In Russian).

ВВЕДЕНИЕ

Ассоциация стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН) является старейшим экономическим блоком в регионе (она была основана в 1967 г.) и постепенно движется по пути «углубления» экономической интеграции. В ходе XXVII Саммита АСЕАН в Куала-Лумпуре 22 ноября 2015 г. лидерами стран-участниц было объявлено достижение Ассоциацией статуса Сообщества. Указанная цель была поставлена в 2003 г. и скорректирована в 2007 г. Лидерами стран-членов было принято решение о реализации амбициозного проекта по созданию сообщества АСЕАН как трех сообществ – экономического, политического и социально-культурного. Основные документы по формированию сообщества включают в себя Стратегические рамки Инициативы по интеграции в АСЕАН на 2009–2015 гг. и Дорожную карту по формированию Сообщества АСЕАН на 2009–2015 гг.

Вместе с достижением статуса Сообщества лидерами АСЕАН была провозглашена новая цель – совместное продвижение вперед в рамках АСЕАН 2025. Новая дорожная карта предполагает дальнейшую консолидацию, интеграцию и укрепление сплоченности АСЕАН как сообщества. В документе предполагается создание сообщества, которое будет «политически сплоченным, экономически интегрированным и социально ответственным» (ASEAN..., 2015).

Концепция АСЕАН 2025 предполагает достижение в течение десяти лет следующих целей и стремлений:

- хорошо интегрированная и взаимосвязанная экономика в рамках глобальной экономической системы;
- благоприятная для бизнеса, стимулирующая торговлю, рыночная и предсказуемая среда, которая внушает доверие инвесторам;
- регион, играющий ключевую роль в глобальных производственно-сбытовых цепочках и расширяющий участие в деятельности с высокой добавленной стоимостью и основанной на знаниях;
- конкурентоспособный и динамичный регион, который вдохновляет на инновации, где процветают предприятия всех размеров и где защищены права потребителей;
- сообщество, в котором выгоды от экономической интеграции справедливо распределяются между государствами-членами АСЕАН и внутри них, в том числе с микро-, малыми и средними предприятиями, молодежью и женщинами-предпринимателями;
- связанный регион, где улучшение транспортных связей и инфраструктуры помогает людям и предприятиям эффективно перемещаться и работать более продуктивно через границы, расширять охват рынка и стратегически поставлять товары и услуги.

В качестве одной из целей АСЕАН 2025 указана интеграция и дальнейшее развитие валютных и финансовых рынков региона. В настоящее время в Восточной Азии¹ действуют следующие соглашения, направленные на развитие финансового сотрудничества: Многосторонняя Чиангмайская инициатива (СМИМ), Совещание руководителей центральных банков стран Восточной Азии и Тихого океана (ЕМЕАР)², Экономический и политический диалог (ASEAN+3 ERPД) и Инициатива по азиатским рынкам облигаций (АВМИ). Целью данных инициатив является обеспечение эффективного функционирования финансовых рынков, предотвращение кризисов (финансовых, валютных и кредитных), а также эффективная борьба с ними в случае их возникновения (Agénor, 2001; Opportunities..., 2006; Park, Lee, 2011; Hong, 2011; Усольцев, 2011).

Однако подобная интеграция – это цель на отдаленную перспективу. В настоящее время валютные и финансовые рынки большинства стран региона зависят от рынков США, а не от ситуации в азиатских странах-партнерах (Belaisch, Zanello, 2006; Opportunities..., 2006; Park, Wyplosz, 2008; Chai, Yoon, 2009; Volz, 2010; Calvi, 2010; Hong, 2011; Park, Lee, 2011; Urata, 2013; Capannelli, 2014; Park, 2014; Арапова, 2016; Maggiori et al., 2018). В качестве одного из мероприятий по развитию и интеграции региональных финансовых и валютных рынков предлагается переход на единую корзину валют.

В данной статье будет предпринята попытка увязать идею перехода стран Восточной Азии на единую корзину валют с планами по развитию и интеграции финансовых рынков региона и, в частности, по увеличению эмиссии облигаций в рамках АВМИ. Для этого будет изучена взаимосвязь между сменой режимов валютных курсов в странах региона (переходом на единую корзину валют) и изменением объемов эмиссии облигаций в них.

РЕЖИМЫ ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ И РЫНКИ ОБЛИГАЦИЙ В СТРАНАХ АСЕАН-5

Объектом исследования выступают рынки облигаций стран региона, так как, во-первых, портфельные инвестиции быстрее реагируют на изменение режимов валютных курсов (к которым относится переход на единую корзину валют) и, во-вторых, совокупный объем эмиссии облигаций в странах АСЕАН – 1,5 трлн долл. США – составляет 61,5% ВВП объединения (по состоянию на 2017 г.)³.

¹ Под Восточной Азией понимаются 13 государств региона: 10 стран-членов АСЕАН, а также Япония, Китай и Республика Корея.

² Состоит из 11 центральных банков Австралии, Китая, Гонконга, Индонезии, Японии, Республики Корея, Малайзии, Новой Зеландии, Филиппин, Сингапура и Таиланда.

³ Рассчитано автором на основе данных Азиатского банка развития.

В работе исследуются пять стран-основателей АСЕАН: Индонезия, Малайзия, Филиппины, Сингапур и Таиланд. Выбор указанных государств обусловлен их долей в совокупном объеме эмиссии облигаций (96,8% по состоянию на 2017 г.), ВВП (87,6%) и внешнеторговом обороте (84,1%) интеграционного блока¹. Кроме того, эти страны являются наиболее экономически развитыми участниками Ассоциации (табл. 1).

Таблица 1

Особенности режимов валютного курса и нормативно-правовой базы для текущих и капитальных операций в странах АСЕАН-5, 2017 г.

Table 1

The specifics of the exchange rate regimes and the regulatory framework for current and capital operations in the ASEAN-5 countries, 2017

Режимы валютных курсов и ограничительные меры по текущим и капитальным операциям	Индонезия	Малайзия	Филиппины	Сингапур	Таиланд
Статус согласно статьям соглашения МВФ					
статья VIII	•	•	•	•	•
Режим валютного курса					
стабилизационное соглашение	•			•	
управляемое плавание		•	•		•
Порядок платежей и поступлений					
двусторонние платежные механизмы		•			•
Контроль платежей за невидимые операции и текущие трансферты			•		•
Поступления от экспорта и / или невидимых операций					
требование о репатриации	•	•			•
требование о продаже валютной выручки		•			
Контроль операций с капиталом					
на рынке капитальных ценных бумаг	•	•	•		•
инструментов денежного рынка	•	•	•		•
ценных бумаг коллективного инвестирования	•	•	•		•
операций с деривативами и другими производными инструментами	•	•	•		•
коммерческих кредитов	•	•	•		
финансовых кредитов	•	•	•	•	•
гарантий, поручительств и средств финансового обеспечения	•	•	•		•
прямых инвестиций	•	•	•		•
операций с недвижимостью	•	•	•	•	•
операций с личным капиталом		•	•		•
Положения, касающиеся:					
коммерческих банков и других кредитных учреждений	•	•	•	•	•
институциональных инвесторов	•	•	•	•	•

Источник: составлено автором по: Annual..., 2019.

¹ Рассчитано автором на основе: данные Азиатского банка развития; Statistics..., 2018.

Валюты исследуемых стран считаются формально конвертируемыми, так как государства АСЕАН-5 присоединились к статье VIII Устава МВФ, т. е. приняли следующие обязательства:

- а) избегать ограничений по текущим платежам (расчеты по торговым, туристическим, транспортным и прочим операциям, трансферты, выплата процентов и др.);
- б) избегать дискриминационной валютной практики;
- в) обеспечить конвертируемость остатков валюты, хранящихся за границей.

Однако отсутствие ограничений по текущим операциям не означает отсутствие валютных ограничений по операциям с капиталом. Так, страны АСЕАН-5, за исключением Сингапура, характеризуются высоким уровнем «зарегулированности».

В Сингапуре применяются четыре ограничения из тринадцати, выделяемых МВФ (Annual..., 2019): контроль над операциями с недвижимостью, финансовыми кредитами, деятельностью коммерческих банков и иных кредитных организаций, деятельностью институциональных инвесторов.

В Индонезии и Таиланде действуют одиннадцать видов ограничительных мер из тринадцати, в Малайзии и на Филиппинах – двенадцать. Единственное ограничение, не применяемое к операциям с капиталом в Малайзии и на Филиппинах, – это контроль над ликвидацией прямых иностранных инвестиций. В Индонезии, в свою очередь, отсутствует контроль над операциями с личным капиталом; в Таиланде – над операциями с деривативами и другими производными инструментами.

Кроме того, в Индонезии, Малайзии и Таиланде существует требование о репатриации валютной выручки, а в Малайзии также существует требование о ее обязательной продаже.

В исследуемых пяти странах практикуются валютные режимы, характеризующиеся МВФ как мягкая привязка (*soft peg*): стабилизационное соглашение (*stabilized arrangement*) и управляемое плавание (*floating*). Стабилизационное соглашение применяется в Индонезии и Сингапуре, управляемое плавание – в Малайзии, Таиланде и на Филиппинах.

Стабилизационное соглашение предполагает удержание курса валюты на установленном уровне не путем принятия какого-либо юридического акта, а по факту – с помощью систематически проводимых и целенаправленных рыночных интервенций. Управляемое плавание, в свою очередь, не подразумевает обязательств поддерживать какие-либо заранее установленные уровни валютного курса.

Стоит отметить, что для стран АСЕАН-5 характерна частая смена ре-

жимов валютного курса¹. Так, за период с 2001 по 2017 г. Малайзия сменила жесткую привязку (*hard peg*) к доллару США на мягкую; Сингапур – плавающий валютный курс на мягкую привязку к корзине валют (состав которой не раскрывается); Филиппины и Таиланд – наоборот, перешли от мягкой привязки к плавающему режиму валютного курса, а Индонезия сначала сменила плавающий валютный курс на мягкую привязку, но затем вернулась к плавающему валютному курсу. Переход исследуемых стран на единую корзину валют будет означать изменение их валютных режимов на жесткую привязку.

За исследуемый период совокупный объем эмиссии облигаций в странах АСЕАН-5 вырос в 5 раз – с 298,1 млрд долл. США до 1,5 трлн долл. США (табл. 2). Величина эмиссии облигаций в национальных валютах увеличилась в 5,1 раза (с 241,7 млрд долл. США до 1,2 трлн долл. США), в иностранных – в 4,7 раза (с 56,4 млрд долл. США до 266,7 млрд долл. США).

Таблица 2

**Объем эмиссии облигаций в странах АСЕАН-5, 2001–2017 гг.,
млрд долл. США и % от ВВП**

Table 2

**The volume of bond issuance in the ASEAN-5 countries, 2001–2017,
billion USD and % of GDP**

Год	Объем эмиссии облигаций, млрд долл. США			Доля эмиссии облигаций в ВВП, %		
	в национальной валюте	в иностранной валюте	всего	в национальной валюте	в иностранной валюте	всего
1	2	3	4	5	6	7
2001	241,7	56,4	298,1	45,2	10,5	55,8
2002	270,0	64,5	334,5	44,0	10,5	54,5
2003	314,2	73,8	388,0	45,5	10,7	56,2
2004	340,1	88,1	428,3	44,7	11,6	56,3
2005	365,4	97,2	462,6	43,2	11,5	54,6
2006	459,2	109,6	568,8	43,4	10,3	53,7
2007	569,0	112,2	681,2	45,6	9,0	54,6
2008	561,3	113,9	675,2	41,8	8,5	50,3
2009	665,0	127,0	792,0	44,0	8,4	52,4
2010	820,0	141,1	961,1	44,3	7,6	51,9
2011	866,1	146,2	1012,3	43,3	7,3	50,6

¹ Подразумеваются фактически практикуемые режимы валютных курсов. Данные МВФ основаны на оценках его экспертами реально (*de facto*) существующих валютных механизмов – оценках, которые во многих случаях расходятся с официально заявленными властями режимами. Естественно, что при использовании подобной методологии классификация валютных режимов имеет в известной мере условный характер. К тому же МВФ время от времени пересматривает эту классификацию, что затрудняет сопоставление данных за разные периоды времени.

1	2	3	4	5	6	7
2012	1046,6	177,4	1224,1	48,4	8,2	56,7
2013	1037,9	199,2	1237,1	50,5	9,7	60,2
2014	1068,4	218,9	1287,3	49,6	10,2	59,7
2015	994,7	228,9	1223,6	48,0	11,0	59,0
2016	1056,2	238,9	1295,1	48,1	10,9	59,0
2017	1229,8	266,7	1496,5	49,9	10,8	60,7

Источник: рассчитано автором на основе данных Азиатского банка развития.

Вместе с ростом объемов эмиссии облигаций увеличивалась и их доля в ВВП изучаемых стран – с 55,8% в 2001 г. до 60,7% в 2017 г. Наибольший прирост пришелся на эмиссию облигаций в национальных валютах стран АСЕАН-5: их удельный вес в ВВП увеличился с 45,2 до 49,9%. Эмиссия облигаций в иностранных валютах характеризовалась скромным приростом в 0,3 п. п. – с 10,5% ВВП до 10,8%.

Если рассмотреть структуру эмиссии облигаций в национальных валютах стран АСЕАН-5, то наибольший удельный вес приходится на государственные облигации, хотя их доля за рассматриваемый период неуклонно снижалась: с 66,3% в 2001 г. до 53,2% в 2017 г. (рис. 1). При этом росли доля корпоративных облигаций (с 29,6 до 32,6%) и удельный вес облигаций, эмитируемых центральными банками исследуемых стран (с 4,1 до 14,2%).

Рис. 1. Структура эмиссии облигаций в национальных валютах стран АСЕАН-5, %
Fig. 1. Structure of bond issuance in national currencies of ASEAN-5, %

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Если рассмотреть держателей государственных облигаций в национальных валютах стран АСЕАН¹, то удельный вес иностранных инвесторов сильно различается по странам (рис. 2). Существенная доля иностранных держателей облигаций характерна для Индонезии (рост с 1,6% в 2003 г. до 39,8% в 2017 г.) и Малайзии (рост с 11,4% в 2008 г. до 29,2% в 2017 г.). В Таиланде также наблюдалась положительная динамика – увеличение с 1,3% в 2003 г. до 15,6% в 2017 г. Статистические данные для Филиппин представлены только за два года (2016 и 2017), и за это время доля иностранных держателей облигаций снизилась с 5,6 до 4,2%.

Рис. 2. Доля государственных облигаций в национальных валютах стран АСЕАН, находящихся в собственности иностранных инвесторов, %

Fig. 2. Share of ASEAN government bonds in national currencies owned by foreign investors, %

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Далее будут рассмотрены рынки облигаций и их взаимосвязь с режимами валютных курсов в каждой из стран АСЕАН-5.

Для исследования функциональной зависимости объема эмиссии облигаций от динамики курсов национальных валют стран Восточной Азии будет использована гравитационная модель² (Bergstrand, 1985; Park, Shin,

¹ Данные по Сингапуру отсутствуют.

² Модель основана на предположении, что величина взаимодействия пропорциональна произведению показателей значимости (величины, количества) объектов и обратно пропорциональна расстоянию между ними (аналогично гравитационной силе в физике). В качестве «массы» в данной модели применяются ВВП и площадь территории, расстоянием служит расстояние между столицами исследуемых стран. Гравитационная модель Бергстранда применяется при исследовании товарных потоков между парами стран. В ней учитываются социально-экономические факторы, определяются экспортные возможности и импортные потребности торговых партнеров, факторы, относящиеся к продвижению товарного потока (расстояние, на-

2013), а именно три варианта уравнения регрессии, отличающиеся одним аргументом – er :

$$x_{sdt} = \beta_0 + \beta_1 gdp_{st} gdp_{dt} + \beta_2 area_s area_d + \beta_3 dist_{sd} + \beta_4 border_{sd} + \beta_5 er_{dt} + \beta_6 ir_{dt} + \beta_7 fin_dev_index_{dt} + u_{sdt}, \quad (1)$$

$$x_{sdt} = \beta_0 + \beta_1 gdp_{st} gdp_{dt} + \beta_2 area_s area_d + \beta_3 dist_{sd} + \beta_4 border_{sd} + \beta_5 er_usd_{dt} + \beta_6 ir_{dt} + \beta_7 fin_dev_index_{dt} + u_{sdt}, \quad (2)$$

$$x_{sdt} = \beta_0 + \beta_1 gdp_{st} gdp_{dt} + \beta_2 area_s area_d + \beta_3 dist_{sd} + \beta_4 border_{sd} + \beta_5 er_sac_t + \beta_6 ir_{dt} + \beta_7 fin_dev_index_{dt} + u_{sdt}, \quad (3)$$

где x_{sdt} – натуральный логарифм объема эмиссии облигаций в национальных и иностранных валютах в каждой из стран-партнеров АСЕАН-5 (Индонезия, Малайзия, Филиппины, Таиланд, Сингапур, Вьетнам, Китай, Япония, Республика Корея) в период t ; gdp_{st} – натуральный логарифм ВВП каждой из исследуемых стран АСЕАН-5 в период t ; gdp_{dt} – натуральный логарифм ВВП каждой из стран-партнеров в период t ; $area_s$ – натуральный логарифм площади каждой из исследуемых стран АСЕАН-5; $area_d$ – натуральный логарифм площади каждой из стран-партнеров; $dist_{sd}$ – натуральный логарифм расстояния между столицами каждой из исследуемых стран АСЕАН-5 и каждой из стран-партнеров; $border_{sd}$ – фиктивная переменная, отражающая наличие общей сухопутной границы между каждой из исследуемых стран АСЕАН-5 и каждой из стран-партнеров; er_{dt} – натуральный логарифм курса национальной валюты каждой из исследуемых стран АСЕАН-5 к валютам каждой из стран-партнеров в период t ; er_usd_{dt} – натуральный логарифм курса национальной валюты каждой из стран-партнеров к доллару США в период t ; er_sac_t – натуральный логарифм курса корзины валют¹ стран АСЕАН+3 к доллару США² в период t ; ir_{dt} – натуральный логарифм про-

личие таможенных барьеров и т. п.). При соответствующем подборе параметров данная модель используется для описания потоков капитала (Park, Shin, 2013). В данном исследовании кроме классических факторов модели, таких как объемы ВВП, площадь территории, расстояние и наличие общей границы, используются также режимы валютных курсов, уровень процентных ставок и финансового развития исследуемых стран. Учитывая классические работы Флеминга и Кругмана (Fleming, 1962; Krugman, 1979), автор предполагает, что режимы валютных курсов являются неосновным фактором, влияющим на объемы эмиссии облигаций, поэтому для более полного описания в модель добавлены другие независимые переменные.

¹ Корзина из 13 национальных валют стран АСЕАН+3, составленная по методу Stable Aggregate Currency (Novanov et al., 2007). Данный подход предполагает, что доли всех валют в корзине подбираются таким образом, чтобы ее стоимость оставалась практически неизменной на протяжении всего исследуемого периода времени.

² Стоимость корзины рассчитывается относительно доллара США, так как фактически региональные валюты привязаны к американскому доллару (Levy-Yeyati, Sturzenegger, 2016; Ilzetzi et al., 2017; Дёмина, 2018).

центных ставок в каждой из стран-партнеров в период t ; $fin_dev_index_{dt}$ – натуральный логарифм индекса финансового развития¹ каждой из стран-партнеров в период t и u_{sdt} – случайные колебания.

Для регрессионного анализа будут использованы панельные данные пяти исследуемых стран АСЕАН и их девяти стран-партнеров за период с 2001 по 2017 г. Информационную базу составили данные Азиатского банка развития, UNCTAD Statistics Database (Statistics..., 2018), CEPII GeoDist и IMF Statistics Database.

Индонезия

Совокупный объем эмиссии облигаций в Индонезии в 2017 г. составил 289,1 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с 2001 г. в 5,4 раза². При этом преобладала эмиссия облигаций в национальной валюте: ее объем за рассматриваемый период вырос в 3,8 раза – с 49 до 184,2 млрд долл. США (рис. 3). Хотя объем эмиссии облигаций в иностранных валютах уступает величине эмиссии в национальной валюте, прирост объемов эмиссии облигаций в иностранных валютах рос более высокими темпами: с 4,8 до 104,8 млрд долл. США (в 21,9 раза).

Рис. 3. Объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Индонезии в 2001–2017 гг., млрд долл. США

Fig. 3. Volume of bond issuance in national and foreign currencies in Indonesia in 2001–2017, billion USD

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

¹ Индекс разработан МВФ и отражает степень развития национальных финансовых институтов и рынков (их размер, ликвидность, доступность и эффективность). Величина индекса колеблется в пределах от 0 до 1. Чем выше значение индекса, тем более развитыми финансовыми рынками и институтами характеризуется исследуемая страна.

² Рассчитано автором на основе данных Азиатского банка развития.

Если рассмотреть структуру эмиссии облигаций в национальной валюте в Индонезии, то наибольший удельный вес приходится на государственные облигации, хотя их доля за рассматриваемый период характеризовалась нестабильной динамикой: наименьшее значение (59,4%) было достигнуто в 2007 г., наибольшее (85,4%) – в 2001 г. (рис. 4). При этом выросла доля корпоративных облигаций (с 3,7% в 2001 г. до 15,5% в 2017 г.), а удельный вес облигаций, эмитируемых центральным банком Индонезии, характеризовался нестабильной динамикой и существенно снизился к концу исследуемого периода (максимальное значение – 30,8% – было достигнуто в 2007 г., минимальное – 0,4% – в 2017 г.).

Рис. 4. Структура эмиссии облигаций в национальной валюте в Индонезии в 2001–2017 гг., %
Fig. 4. Structure of bond issuance in national currency in Indonesia in 2001–2017, %

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Как отмечалось выше, для исследования функциональной зависимости объема эмиссии облигаций от динамики курсов национальных валют стран Восточной Азии в данной работе применяются три варианта уравнения регрессии, отличающиеся одним аргументом. Результаты проведенного анализа для Индонезии отражены в таблице 3.

Результаты регрессионного анализа показывают, что переход на единую корзину валют окажет существенное влияние на объем эмиссии облигаций в Индонезии: ревальвация стоимости корзины восточноазиатских валют к доллару США на 1% уменьшит объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Индонезии на 3,79%, а девальвация, наоборот, увеличит на ту же величину. Следовательно, для увеличения объема эмиссии

облигаций Индонезии будет необходима практика конкурентной девальвации по отношению к доллару США. Но в отличие от текущей ситуации это будет согласованная девальвация корзины всех восточноазиатских валют, а не валютный демпинг каждой из них в отдельности, порождающий валютные и торговые войны между странами региона.

Также значительное влияние на объем эмиссии облигаций оказывает уровень финансового развития стран-партнеров: при увеличении значения индекса финансового развития на 1% объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Индонезии увеличивается на 1,57%.

Связь классических факторов гравитационной модели с зависимой переменной слабее. Так, при росте ВВП на 1% объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Индонезии увеличивается на 0,81%, при увеличении расстояния – на 0,49%, а связь между площадью территории Индонезии и ее стран-партнеров и объемом эмиссии облигаций отсутствует.

Наличие общей границы между Индонезией и странами-партнерами (в данном случае только одной страной – Малайзией) увеличивает объем эмиссии облигаций на 0,56%, а рост процентных ставок в государствах-партнерах на 1%, наоборот, снижает объем эмиссии облигаций в Индонезии на 0,48%.

Характеристики регрессионных моделей, случай Индонезии

Таблица 3

Table 3

Characteristics of regression models, example of Indonesia

Параметр	Курсы национальных валют		Корзина валют
	к валютам стран-партнеров	к доллару США	
gdp	0,59***	0,57***	0,81***
area	–0,16***	–0,16***	не значим
dist	1,91***	2,00***	0,49***
border	0,97***	0,99***	0,56**
er	0,20***	–0,21***	–3,79***
ir	–0,27***	–0,30***	–0,48***
fin_dev_index	0,90***	0,89***	1,57***
cons	–16,20***	–13,68***	13,17**
R-sq.	0,97	0,97	0,94

Примечание: здесь и далее в таблицах 4–7: * – уровень значимости $\alpha = 0,05$; ** – уровень значимости $\alpha = 0,01$; *** – уровень значимости $\alpha = 0,001$.

Источник: здесь и далее расчеты автора.

В моделях с курсами национальных валют восточноазиатских стран друг к другу и к доллару США связь между объемами эмиссии облигаций и режимами валютных курсов гораздо слабее. Так, ревальвация индонезийской рупии по отношению к валютам стран-партнеров на 1% увеличивает эмиссию облигаций на 0,2%, а ревальвация рупии к доллару США – наоборот, снижает на 0,21%. В первых двух моделях наиболее значимыми факторами являются расстояние между Индонезией и странами-партнерами, наличие общей границы с ними и уровень финансового развития.

Малайзия

Совокупный объем эмиссии облигаций в Малайзии в 2017 г. составил 359,1 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с 2001 г. в 3,7 раза¹. При этом преобладала эмиссия облигаций в национальной валюте: ее объем за рассматриваемый период вырос в 4,1 раза – с 78,1 до 317,9 млрд долл. США (рис. 5). Объем эмиссии облигаций в иностранных валютах вырос в 2,3 раза: с 18,2 до 41,2 млрд долл. США.

Рис. 5. Объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Малайзии в 2001–2017 гг., млрд долл. США

Fig. 5. Volume of bond issuance in national and foreign currencies in Malaysia in 2001–2017, billion USD

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Если рассмотреть структуру эмиссии облигаций в национальной валюте в Малайзии, то наибольший удельный вес приходится на государственные облигации, хотя их доля за рассматриваемый период характе-

¹ Рассчитано автором на основе данных Азиатского банка развития.

ризовалась нестабильной динамикой: наименьшее значение (44,5%) было достигнуто в 2012 г., наибольшее (55,4%) – в 2004 г. (рис. 6). Удельный вес корпоративных облигаций незначительно уступает доле государственных, и он также характеризовался нестабильной динамикой: наименьшее значение (40,1%) было достигнуто в 2012 г., наибольшее (48,9%) – в 2001 г. Доля облигаций, эмитируемых центральным банком Малайзии, также была нестабильна и снизилась к концу исследуемого периода (максимальное значение – 15,4% – было достигнуто в 2012 г., минимальное – 0,6% – в 2017 г.).

Рис. 6. Структура эмиссии облигаций в национальной валюте в Малайзии в 2001–2017 гг., %

Fig. 6. Structure of bond issuance in national currency in Malaysia in 2001–2017, %

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Результаты исследования функциональной зависимости объема эмиссии облигаций от динамики курсов национальных валют стран Восточной Азии для случая Малайзии отражены в таблице 4.

Результаты регрессионного анализа показывают, что переход на единую корзину валют окажет существенное влияние на объем эмиссии облигаций в Малайзии: ревальвация стоимости корзины восточноазиатских валют к доллару США на 1% уменьшит объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах на 1,75%. Также значительное влияние на объем эмиссии облигаций оказывает расстояние между Малайзией и странами-партнерами и наличие общей границы с ними. Так, при увеличении расстояния на 1% объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Малайзии увеличивается на 1,36%, а наличие общей границы увеличивает объем эмиссии облигаций на 1,09%.

Характеристики регрессионных моделей, случай Малайзии

Таблица 4

Table 4

Characteristics of regression models, example of Malaysia

Параметр	Курсы национальных валют		Корзина валют
	к валютам стран-партнеров	к доллару США	
gdp	0,83***	0,81***	0,89***
area	–0,25***	–0,25***	–0,19***
dist	2,01***	2,06***	1,36***
border	1,51***	1,55***	1,09***
er	0,11***	–0,12***	–1,75***
ir	не значим	не значим	–0,27**
fin_dev_index	не значим	не значим	0,64**
cons	–26,69***	–25,90***	–11,08**
R-sq.	0,97	0,97	0,95

В моделях с курсами национальных валют восточноазиатских стран друг к другу и к доллару США связь между объемами эмиссии облигаций и режимами валютных курсов гораздо слабее. Так, ревальвация ринггита по отношению к валютам стран-партнеров на 1% увеличивает эмиссию облигаций на 0,11%, а ревальвация ринггита к доллару США – наоборот, снижает на 0,12%. В первых двух моделях наиболее значимыми факторами являются расстояние между Малайзией и странами-партнерами и наличие общей границы с ними.

Филиппины

Совокупный объем эмиссии облигаций на Филиппинах в 2017 г. составил 148,7 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с 2001 г. в 3,4 раза¹. При этом преобладала эмиссия облигаций в национальной валюте: ее объем за рассматриваемый период вырос в 4,6 раза – с 23,8 до 109,8 млрд долл. США (рис. 7). Объем эмиссии облигаций в иностранных валютах вырос в 1,9 раза: с 20,4 до 38,9 млрд долл. США.

Если рассмотреть структуру эмиссии облигаций в национальной валюте, то наибольший удельный вес приходится на государственные облигации, хотя их доля за рассматриваемый период снизилась с 99,7% в 2001 г. до 81,4% в 2017 г. (рис. 8). Удельный вес корпоративных облигаций значительно уступает доле государственных, хотя он характеризовался положительной динамикой (рост с 0,3 до 18,6%). Эмиссия облигаций Центробанком Филиппин за исследуемый период не осуществлялась.

¹ Рассчитано автором на основе данных Азиатского банка развития.

Рис. 7. Объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах на Филиппинах в 2001–2017 гг., млрд долл. США

Fig. 7. Volume of bond issuance in national and foreign currencies in the Philippines in 2001–2017, billion USD

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Рис. 8. Структура эмиссии облигаций в национальной валюте на Филиппинах в 2001–2017 гг., %

Fig. 8. Structure of bond issuance in national currency in the Philippines in 2001–2017, %

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Результаты исследования функциональной зависимости объема эмиссии облигаций от динамики курсов национальных валют стран Восточной Азии для случая Филиппин отражены в таблице 5.

Стоит отметить, что во всех трех моделях нет фиктивной переменной border, что объясняется отсутствием общей сухопутной границы между Филиппинами и странами-партнерами.

Характеристики регрессионных моделей, случай Филиппин

Таблица 5

Table 5

Characteristics of regression models, example of Philippines

Параметр	Курсы национальных валют		Корзина валют
	к валютам стран-партнеров	к доллару США	
gdp	0,66***	0,66***	0,73***
area	не значим	не значим	0,06***
dist	4,76***	4,62***	2,82***
er	не значим	не значим	-1,76***
ir	не значим	не значим	-0,29***
fin_dev_index	1,62***	1,58***	1,72***
cons	-45,72***	-44,99***	-19,25***
R-sq.	0,94	0,95	0,97

Результаты регрессионного анализа показывают, что переход на единую корзину валют окажет существенное влияние на объем эмиссии облигаций: ревальвация стоимости корзины восточноазиатских валют к доллару США на 1% уменьшит объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах на Филиппинах на 1,76%. Также значительное влияние на объем эмиссии облигаций оказывает уровень финансового развития стран-партнеров, а наиболее значимым фактором является расстояние между Филиппинами и странами-партнерами.

В моделях с курсами национальных валют восточноазиатских стран друг к другу и к доллару США связь между объемами эмиссии облигаций и режимами валютных курсов отсутствует. Наиболее значимыми факторами являются расстояние между Филиппинами и странами-партнерами и уровень финансового развития стран-партнеров. Так, при увеличении расстояния на 1% объем эмиссии облигаций Филиппин увеличивается на 4,76% в первой модели и на 4,62% – во второй. Рост значения индекса финансового развития на 1% увеличивает эмиссию облигаций на 1,62% или 1,58% соответственно.

Сингапур

Совокупный объем эмиссии облигаций в Сингапуре в 2017 г. составил 337,2 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с 2001 г. в 5 раз¹. При этом преобладала эмиссия облигаций в национальной валюте: ее объем за рассматриваемый период вырос в 4,9 раза – с 54,9 до 271,6 млрд долл. США (рис. 9). Объем эмиссии облигаций в иностранных валютах вырос в 5 раз: с 13 до 65,6 млрд долл. США.

¹ Рассчитано автором на основе данных Азиатского банка развития.

Рис. 9. Объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Сингапуре в 2001–2017 гг., млрд долл. США

Fig. 9. Volume of bond issuance in national and foreign currencies in Singapore in 2001–2017, billion USD

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Если рассмотреть структуру эмиссии облигаций в национальной валюте, то наибольший удельный вес приходится на корпоративные облигации, хотя их доля за рассматриваемый период снизилась с 47,1% в 2001 г. до 38,9% в 2017 г. (рис. 10). Удельный вес государственных облигаций незначительно уступает доле корпоративных, и он тоже характеризовался отрицательной динамикой (снижение с 52,9 до 32%). Эмиссия облигаций Центробанком Сингапура начала осуществляться с 2011 г., и их доля за 7 лет выросла с 6,1 до 29,2%.

Рис. 10. Структура эмиссии облигаций в национальной валюте в Сингапуре в 2001–2017 гг., %

Fig. 10. Structure of bond issuance in national currency in Singapore in 2001–2017, %

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Результаты исследования функциональной зависимости объема эмиссии облигаций от динамики курсов национальных валют стран Восточной Азии для случая Сингапура отражены в таблице 6.

Таблица 6

Характеристики регрессионных моделей, случай Сингапура

Table 6

Characteristics of regression models, example of Singapore

Параметр	Курсы национальных валют		Корзина валют
	к валютам стран-партнеров	к доллару США	
gdp	0,78***	0,73***	0,84***
area	не значим	не значим	не значим
dist	0,53***	0,59***	0,46***
border	0,57*	0,69**	0,84***
er	0,07**	-0,05**	-2,64***
ir	не значим	не значим	не значим
fin_dev_index	1,61***	1,70***	1,63***
cons	-17,61***	-16,61***	1,15
R-sq.	0,94	0,94	0,94

Результаты регрессионного анализа показывают, что переход на единую корзину валют окажет существенное влияние на объем эмиссии облигаций в Сингапуре: ревальвация стоимости корзины восточноазиатских валют к доллару США на 1% уменьшит объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах на 2,64%. Также значительное влияние на объем эмиссии облигаций оказывает уровень финансового развития стран-партнеров: при увеличении значения индекса финансового развития на 1% объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Сингапуре увеличивается на 1,63%.

В моделях с курсами национальных валют восточноазиатских стран друг к другу и к доллару США связь между объемами эмиссии облигаций и режимами валютных курсов гораздо слабее. Так, ревальвация сингапурского доллара по отношению к валютам стран-партнеров на 1% увеличивает эмиссию облигаций на 0,07%, а ревальвация к доллару США – наоборот, снижает на 0,05%. В первых двух моделях наиболее значимым фактором является уровень финансового развития стран-партнеров.

Таиланд

Совокупный объем эмиссии облигаций в Таиланде в 2017 г. составил 362,5 млрд долл. США, увеличившись по сравнению с 2001 г. в 10,1 раза¹.

¹ Рассчитано автором на основе данных Азиатского банка развития.

При этом преобладала эмиссия облигаций в национальной валюте: ее объем за рассматриваемый период вырос в 9,7 раза – с 35,8 до 346,3 млрд долл. США (рис. 11). Объем эмиссии облигаций в иностранных валютах начал осуществляться с 2004 г. и за 14 лет вырос в 2,1 раза: с 7,9 до 16,2 млрд долл. США.

Рис. 11. Объем эмиссии облигаций в национальной и иностранных валютах в Таиланде в 2001–2017 гг., млрд долл. США

Fig. 11. Volume of bond issuance in national and foreign currencies in Thailand in 2001–2017, billion

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Если рассмотреть структуру эмиссии облигаций в национальной валюте, то наибольший удельный вес приходится на государственные облигации, хотя их доля за рассматриваемый период снизилась с 77% в 2001 г. до 45,7% в 2017 г. (рис. 12). Удельный вес корпоративных облигаций значительно уступает доле государственных, хотя он характеризовался положительной динамикой (рост с 15,9 до 27,3%). Доля облигаций Центробанка за исследуемый период характеризовалась нестабильной динамикой, однако, имела в целом положительный тренд (рост с 7,1 до 27%).

Результаты исследования функциональной зависимости объема эмиссии облигаций от динамики курсов национальных валют стран Восточной Азии для случая Таиланда отражены в таблице 7.

Результаты регрессионного анализа показывают, что корреляция между переходом на единую корзину валют и изменением объема эмиссии облигаций в Таиланде отсутствует. Наиболее значимые факторы в третьей модели – это расстояние между Таиландом и странами-партнерами и уровень финансового развития стран-партнеров. Так, при увеличении расстояния на 1% объем эмиссии облигаций увеличится на 1,79%, а при увеличении значения индекса финансового развития на 1% – на 1,61%.

Рис. 12. Структура эмиссии облигаций в национальной валюте в Таиланде в 2001–2017 гг., %

Fig. 12. Structure of bond issuance in national currency in Thailand in 2001–2017, %

Источник: расчеты автора на основе данных Азиатского банка развития.

Характеристики регрессионных моделей, случай Таиланда

Таблица 7

Characteristics of regression models, example of Thailand

Table 7

Параметр	Курсы национальных валют		Корзина валют
	к валютам стран-партнеров	к доллару США	
gdp	0,68***	0,66***	0,65***
area	не значим	не значим	не значим
dist	1,36***	1,37***	1,79***
border	0,59***	0,55***	0,99**
er	0,06***	–0,06***	не значим
ir	–0,19**	–0,20**	0,46***
fin_dev_index	1,07***	1,11***	1,61***
cons	–18,80***	–17,81***	–25,45***
R-sq.	0,97	0,97	0,95

В моделях с курсами национальных валют восточноазиатских стран друг к другу и к доллару США наблюдается слабая связь между объемами эмиссии облигаций и режимами валютных курсов. Так, ревальвация тайского бата по отношению к валютам стран-партнеров на 1% увеличивает эмиссию облигаций на 0,06%, а ревальвация бата к доллару США – наоборот, снижает на 0,06%. В первых двух моделях наиболее значимыми факторами также являются расстояние между Таиландом и странами-партнерами и уровень финансового развития.

Если обобщить результаты регрессионного анализа для всех пяти исследуемых стран, то смена режима валютного курса (переход на единую корзину валют) не окажет никакого влияния на объемы эмиссии облигаций только в случае Таиланда.

Для остальных стран наблюдается значительная связь между переходом на единую корзину восточноазиатских валют и изменением объемов эмиссии облигаций в национальных и иностранных валютах в исследуемых странах. Наибольший эффект смена режима валютного курса будет иметь в случае Индонезии. Возможно, это объясняется тем, что для Индонезии характерна наиболее высокая доля иностранных держателей облигаций среди рассматриваемых стран.

Корреляция между колебаниями курсов национальных валют восточноазиатских стран друг к другу и к доллару США и объемами эмиссии облигаций в национальных и иностранных валютах во всех исследуемых странах гораздо слабее, чем эффект перехода на единую корзину валют, а в случае Филиппин эта корреляция вовсе отсутствует.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на планы по углублению и развитию валютного и финансового сотрудничества в регионе, в настоящее время рынки стран Восточной Азии существенно отличаются друг от друга по степени развития и уровню «зарегулированности». Среди стран АСЕАН-5 наиболее развитый и «объемный» финансовый рынок Сингапура. Также он характеризуется наименьшим количеством применяемых ограничений (4 ограничительных меры из 13, выделяемых МВФ). Остальные страны (Малайзия, Филиппины, Индонезия и Таиланд) осуществляют контроль практически за всеми операциями по счету движения капитала (11–12 мер).

В исследуемых пяти странах практикуются валютные режимы, характеризующиеся МВФ как мягкая привязка: стабилизационное соглашение и управляемое плавание. Стабилизационное соглашение применяется в Индонезии и Сингапуре, управляемое плавание – в Малайзии, Таиланде и на Филиппинах.

Для стран АСЕАН-5 характерна частая смена режимов валютного курса. Так, за период с 2001 по 2017 г. Малайзия сменила жесткую привязку к доллару США на мягкую; Сингапур – плавающий валютный курс на мягкую привязку к корзине валют (состав которой не раскрывается); Филиппины и Таиланд – наоборот, перешли от мягкой привязки к плавающему режиму валютного курса, а Индонезия сначала сменила плавающий валютный курс на мягкую привязку, но затем вернулась к плавающему валютному курсу.

Результаты регрессионного анализа показывают, что предлагаемый многими исследователями и политиками переход на единую корзину валют окажет значительное влияние на объем эмиссии облигаций в четырех изучаемых странах из пяти (всех, кроме Таиланда). Однако для увеличения объема эмиссии облигаций странам придется продолжить политику конкурентной девальвации к доллару США. Только в данном случае это будет скоординированная девальвация всех восточноазиатских валют, а не «война» между ними.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Арапова Е.Я.* Интеграционный потенциал АТЗСТ // Мировая экономика и международные отношения. 2016. Т. 60. № 1. С. 68–81.
- Дёмина Я.В.* Влияние валютной политики на портфельные инвестиции в странах Восточной Азии // Пространственная экономика. 2018. № 2. С. 74–91. DOI: 10.14530/se.2018.2.074-091.
- Усольцев В.И.* Тихоокеанская Азия: экономическая интеграция и перспективы России // Мировая экономика и международные отношения. 2011. № 8. С. 67–75.
- Agénor P.R.* Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts / The World Bank / World Bank Institute Policy Research. Working Paper No. 2699. 2001. October. 62 p.
- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018 / International Monetary Fund. 2019. April. 86 p.
- ASEAN Community Vision 2025 / The ASEAN Secretariat. 2015. URL: <https://www.asean.org/wp-content/uploads/images/2015/November/aec-page/ASEAN-Community-Vision-2025.pdf> (дата обращения: апрель 2019).
- Belaish A., Zanello A.* Deepening Financial Ties // Finance and Development. 2006. Vol. 43. No. 2. Pp. 16–19.
- Bergstrand J.H.* The Gravity Equation in International Trade: Some Microeconomic Foundations and Empirical Evidence // The Review of Economics and Statistics. 1985. Vol. 67. No. 3. Pp. 474–481. DOI: 10.2307/1925976.
- Calvi R.* Assessing Financial Integration: A Comparison between Europe and Asia / European Commission. Economic Papers No. 423. 2010. September. 46 p.
- Capannelli G.* The ASEAN Economy in the Regional Context: Opportunities, Challenges, and Policy Options / ADB. Working Paper Series on Regional Economic Integration No. 145. 2014. December. Mandaluyong City: Asian Development Bank, 2014. 41 p.
- Chai H.Y., Yoon D.R.* The Connections between Financial and Monetary Cooperation in East Asia // Fostering Monetary and Financial Cooperation in East Asia / Edited by D.-K. Chung, B. Eichengreen. World Scientific Publishing Co. Ltd., 2009. Pp. 29–50.
- Fleming M.J.* Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates / International Monetary Fund. Staff Papers. 1962. November. Vol. 9. Pp. 369–379.
- Hong B.J.* Financial Integration and Cooperation in East Asia: Assessment of Recent Developments and Their Implications / IMES. Discussion Paper Series 2011-E-5. Tokyo, 2011. 96 p.
- Hovanov N.V., Kolari J.W., Sokolov M.V.* Synthetic Money // International Review of Economics and Finance. 2007. Vol. 16. No. 2. Pp. 161–168. DOI: 10.1016/j.iref.2005.06.002.
- Ilzetzi E., Reinhart C., Rogoff K.* Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? / NBER. Working Paper No. 23134. 2017. February. 86 p.
- Krugman P.* A Model of Balance-of-Payments Crises // Journal of Money, Credit and Banking. 1979. Vol. 11. No. 3. Pp. 311–325. DOI: 10.2307/1991793.

- Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Classifying Exchange Rate Regimes: 15 Years Later / Center for International Development at Harvard University. Faculty Working Paper No. 319. 2016. June. 27 p.
- Maggiore M., Neiman B., Schreger J. International Currencies and Capital Allocation / NBER. Working Paper No. 24673. 2018. May. 56 p.
- Opportunities and Obstacles for Enhanced Economic Cooperation. Report on East Asian Integration / Edited by H. Dieter. Notre Europe. Studies and Research. No. 47. 2006. January. 149 p.
- Park C.Y. Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence // Asian Capital Market Development and Integration: Challenges and Opportunities. New Delhi: Oxford University Press, 2014. Pp. 251–285.
- Park C.Y., Lee J.W. Financial Integration in Emerging Asia: Challenges and Prospects / ADB. Working Paper Series on Regional Economic Integration No. 79. 2011. May. 48 p.
- Park D., Shin I. What Hinders Cross-Border Portfolio Investment in East Asia? // The Singapore Economic Review. 2013. Vol. 58. No. 2. Pp. 1–22. DOI: 10.1142/S0217590813500124.
- Park Y.C., Wyplosz Ch. Monetary and Financial Integration in East Asia: The Relevance of European Experience / European Commission. Economic Papers No. 329. 2008. September. 148 p.
- Statistics Database / UNCTAD. 2018. URL: https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en (дата обращения: июнь 2019).
- Urata Sh. Globalization and Regional Economic Integration in East Asia // Regional Integration in East Asia: Theoretical and Historical Perspectives / Edited by S. Amako et al. United Nations University Press, 2013. Pp. 131–166.
- Volz U. Prospects for Monetary Cooperation and Integration in East Asia. Cambridge, MA: MIT Press, 2010. 338 p.

REFERENCES

- Agénor P.R. *Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts*. The World Bank. World Bank Institute Policy Research. Working Paper No. 2699, 2001, October, 62 p.
- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018*. International Monetary Fund, 2019, April, 86 p.
- Arapova E.Ya. Integration Potential of Free Trade Area of the Asia-Pacific. *Mirovaya Ekonomika i Mezhdunarodnye Otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2016, vol. 60, no. 1, pp. 68–81. (In Russian).
- ASEAN Community Vision 2025*. The ASEAN Secretariat, 2015. Available at: <https://www.asean.org/wp-content/uploads/images/2015/November/aec-page/ASEAN-Community-Vision-2025.pdf> (accessed April 2019).
- Belaisch A., Zanello A. Deepening Financial Ties. *Finance and Development*, 2006, vol. 43, no. 2, pp. 16–19.
- Bergstrand J.H. The Gravity Equation in International Trade: Some Microeconomic Foundations and Empirical Evidence. *The Review of Economics and Statistics*, 1985, vol. 67, no. 3, pp. 474–481. DOI: 10.2307/1925976.
- Calvi R. *Assessing Financial Integration: A Comparison between Europe and Asia*. European Commission. Economic Papers No. 423, 2010, September, 46 p.
- Capannelli G. The ASEAN Economy in the Regional Context: Opportunities, Challenges, and Policy Options. ADB. *Working Paper Series on Regional Economic Integration No. 145*, 2014, December. Mandaluyong City: Asian Development Bank, 2014, 41 p.

- Chai H.Y., Yoon D.R. The Connections between Financial and Monetary Cooperation in East Asia. *Fostering Monetary and Financial Cooperation in East Asia*. Edited by D.-K. Chung, B. Eichengreen. World Scientific Publishing Co. Ltd., 2009, pp. 29–50.
- Dyomina Ya.V. The Effect of Currency Policy on Portfolio Investments in East Asia Countries. *Prostranstvennaya Ekonomika = Spatial Economics*, 2018, no. 2, pp. 74–91. DOI: 10.14530/se.2018.2.074-091. (In Russian).
- Fleming M.J. *Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates*. International Monetary Fund. Staff Papers, 1962, November, vol. 9, pp. 369–379.
- Hong B.J. *Financial Integration and Cooperation in East Asia: Assessment of Recent Developments and Their Implications*. IMES. Discussion Paper Series 2011-E-5. Tokyo, 2011, 96 p.
- Hovanov N.V., Kolari J.W., Sokolov M.V. Synthetic Money. *International Review of Economics and Finance*, 2007, vol. 16, no. 2, pp. 161–168. DOI: 10.1016/j.iref.2005.06.002.
- Ilzetzi E., Reinhart C., Rogoff K. *Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?* NBER. Working Paper No. 23134, 2017, February, 86 p.
- Krugman P. A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1979, vol. 11, no. 3, pp. 311–325. DOI: 10.2307/1991793.
- Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. *Classifying Exchange Rate Regimes: 15 Years Later*. Center for International Development at Harvard University. Faculty Working Paper No. 319, 2016, June, 27 p.
- Maggiore M., Neiman B., Schreger J. *International Currencies and Capital Allocation*. NBER. Working Paper No. 24673, 2018, May, 56 p.
- Opportunities and Obstacles for Enhanced Economic Cooperation. Report on East Asian Integration*. Edited by H. Dieter. Notre Europe. Studies and Research, no. 47, 2006, January. 149 p.
- Park C.Y. Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence. *Asian Capital Market Development and Integration: Challenges and Opportunities*. New Delhi: Oxford University Press, 2014, pp. 251–285.
- Park C.Y., Lee J.W. *Financial Integration in Emerging Asia: Challenges and Prospects*. ADB. Working Paper Series on Regional Economic Integration No. 79, 2011, May, 48 p.
- Park D., Shin I. What Hinders Cross-Border Portfolio Investment in East Asia? *The Singapore Economic Review*, 2013, vol. 58, no. 2, pp. 1–22. DOI: 10.1142/S0217590813500124.
- Park Y.C., Wyplosz Ch. *Monetary and Financial Integration in East Asia: The Relevance of European Experience*. European Commission. Economic Papers No. 329, 2008, September, 148 p.
- Statistics Database*. UNCTAD, 2018. Available at: https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en (accessed June 2019).
- Urata Sh. Globalization and Regional Economic Integration in East Asia. *Regional Integration in East Asia: Theoretical and Historical Perspectives*. Edited by S. Amako et al. United Nations University Press, 2013, pp. 131–166.
- Usoltsev V.I. Pacific Asia: Economic Integration and Russia's Prospects. *Mirovaya Ekonomika i Mezhdunarodnye Otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2011, no. 8, pp. 67–75. (In Russian).
- Volz U. *Prospects for Monetary Cooperation and Integration in East Asia*. Cambridge, MA: MIT Press, 2010, 338 p.

Поступила в редакцию 26 июля 2019 г.