



No. C2004007

2004-6

东亚金融货币合作：短期，中期和长期

施建淮

北京大学中国经济研究中心

No. C2004007

2004年6月29日

东亚金融货币合作：短期，中期和长期

施建淮

北京大学中国经济研究中心

No. C2004007

2004年6月29日

摘要：1997-98 东亚货币危机以来，东亚地区出现了一股区域金融货币合作的热情，各种区域金融货币合作的方案和倡议被提出并得到热烈的讨论。然而，人们在讨论各种金融货币合作方案的时候，似乎忽略了这些方案的时间的选择问题。为了提高区域金融货币合作的效率，区分短期，中期和长期的合作内容是重要的。本文认为在目前一个阶段，东亚地区仍应将金融货币合作的重点放在地区最后贷款人和紧急援助机制的建立和完善上，中期合作的重点是发展地区资本市场特别是长期债券市场，而东亚货币汇率合作只能留待更长远的未来去实现。

东亚金融货币合作：短期，中期和长期*

施建淮

北京大学中国经济研究中心

电话：(010)62759059

电子邮件：jhshi@ccer.pku.edu.cn

摘要：1997-98 东亚货币危机以来，东亚地区出现了一股区域金融货币合作的热情，各种区域金融货币合作的方案和倡议被提出并得到热烈的讨论。然而，人们在讨论各种金融货币合作方案的时候，似乎忽略了这些方案的时间的选择问题。为了提高区域金融货币合作的效率，区分短期，中期和长期的合作内容是重要的。本文认为在目前一个阶段，东亚地区仍应将金融货币合作的重点放在地区最后贷款人和紧急援助机制的建立和完善上，中期合作的重点是发展地区资本市场特别是长期债券市场，而东亚货币汇率合作只能留待更长远的未来去实现。

一、引言

1997-98 东亚货币危机以来，东亚地区出现了一股区域金融货币合作的热情。这种热情的主要背景是东亚货币危机的教训和防止未来货币危机再次发生的决意。此外，欧洲货币一体化的成功也激发了东亚各国金融与货币合作的愿望，而东亚地区实体经济一体化的发展（区内贸易，直接投资的比重扩大，自由贸易协定的签订等）客观上也对金融货币一体化提出了要求。各种区域金融货币合作的方案和倡议相继被提出并得到热烈的讨论，如创设亚洲货币基金，东亚货币互换网，盯住一篮子货币的亚洲汇率机制，建立亚洲债券市场的倡议等等。然而，人们在讨论各种金融货币合作方案的时候，似乎忽略了这些方案的时间的选择问题。有些合作，如货币互换网络的建立，是有可能在短期实现的，而有些合作，如汇率合作则需要一个相当长的时期才可能实现，并且还要以其它方面的合作如区域资本市场，特别是区域债券市场的建立和完善为前提。

2003 年以来，东亚地区金融货币合作的热情和议论重点已转移到亚洲债券市场的发展上来，人们似乎已不再关心清迈倡议下的地区紧急援助机制，这一目前仍不完善，有许多未决问题，但有必要且能够在短期实现的地区金融货币合作内容。然而，正如下文指出的，要建立一个有深度，流动性高和成熟的亚洲债券市场是需要较长时间的。如果东亚地区没有建立起地区最后贷款人和紧急援助机制，一旦货币危机再度爆发（这个可能性是存在的，因为导致 1997-98 东亚货币危机的诸因素仍然存在），东亚地区将再度蒙受巨大损失。因此，在目前一个阶段，东亚地区仍应将金融合作的重点放在地区最后贷款人和紧急援助机制的建立和完善上。我们认为，为了提高区域金融货币合作的效率，明确短期，中期和长期的合作内容是重要的。本文的目的在于从时间的视角分别讨论短

* 本文是在作者 2003 年 11 月 14 日于日本早稻田大学召开的“东亚经济圈”国际研讨会上所作报告的基础上修改而成。作者感谢北村岁治教授和其他与会者的有益评论。当然，文责自负。关于此次国际研讨会的论文摘要，请参见北京大学中国经济研究中心简报第 243 和 244 期（可在该中心网站上获得）。

期，中期和长期东亚金融货币合作内容，评述东亚金融货币合作的进展，指出东亚金融货币合作存在的问题并探讨未来努力的方向。

二、短期：地区最后贷款人和紧急援助机制的建立

不管何种原因，1997-98 东亚货币危机的表现形式是国际流动性危机。当国际资本突然流出泰国时，由于国际货币基金组织的应对迟缓和不当，而东亚地区本身又缺乏最后贷款人¹或其他援助机制及时有效地注入国际流动性，最后导致了传染性的东亚货币危机。因此，极其自然的，作为东亚货币危机的教训，首先迫切需要通过区域合作解决地区最后贷款人和紧急援助机制问题，这也是有望在相对较短的时期取得成果的区域金融货币合作内容。一方面，东亚国家已具备了进行这种合作的物质基础，东亚国家外汇储备已占世界外汇储备的 60%以上，目前已超过 10000 亿美元；另一方面，这种合作并不需要以区域资本市场的发展或区域汇率合作问题取得进展为前提条件。

1997 年 9 月，在亚洲货币危机爆发不久，日本提出创设能够动用高达 1000 亿美元巨额资金的亚洲货币基金构想，作为区内金融合作的框架。亚洲货币基金构想建议各国政府抽出部分外汇储备作为稳定地区货币的共同基金，以帮助成员国解决短期国际收支问题及稳定金融市场。由于东亚国家外汇储备数额巨大，如将其中的十分之一集中起来，规模就相当可观，加上国际机构如国际货币基金组织的配合，亚洲货币基金将可以建立市场信心，有效地应付对本地区的货币冲击。亚洲货币基金构想一经提出就受到许多亚洲国家，特别是东盟国家的欢迎，但因遭到美国政府和国际货币基金组织的反对而很快搁浅。反对的主要理由是最初的亚洲货币基金构想削弱了国际货币基金组织要求的紧急援助的条件。仅仅将地区外汇储备集中起来，而不问货币攻击背后的原因是什么被认为是没有什么用处的。提供无条件贷款也会产生道德风险问题²。这些反对的理由部分地为一些亚洲国家所接受，不过，对国际货币基金组织贷款条件的内容在亚洲国家仍有争议。此后，东亚区域金融货币合作的重点转向紧急援助机制的建立。

2000 年 5 月，东盟 10 国与中国、日本、韩国（以下简称 10+3）的财政部长在泰国清迈达成了以双边货币互换为核心的紧急融资框架协议，称为《清迈倡议》。清迈倡议旨在建立一种地区紧急援助机制，它有两个主要内容：（1）扩展已经存在的东盟货币互换协议；（2）在 10+3 之间建立双边货币互换协议和回购协议网络。1977 年，五个东盟成员国：印度尼西亚，马来西亚，菲律宾，新加坡和泰国缔结了一项东盟货币互换协议，作为一种为遭受国际收支困难的成员国提供短期流动性支持的设施。清迈倡议将这一东盟货币互换协议扩展到包括另外五个成员国，该设施可达到的资金总额也由原来的 2 亿美元增加到 10 亿美元。10+3 双边货币互换协议是一种用美元和参加国货币互换的短期流动性支持设施³。该设施的实质是借款国可以用随时可以增印的本国货币代替

¹ 最后贷款人是指当一个国家或一个地区的个别金融机构或整个金融市场因外界因素影响而对流动性需求猛增时，向其提供流动性支持的机构。

² Lewis(1999)认为，亚洲货币基金构想之所以在东亚国家得到广泛响应，乃是因为东亚国家企图借亚洲货币基金回避国际货币基金组织提出的严苛的政策改革。但是，为了维持长期、稳定的经济增长，进行可能带来短期经济困难的改革是非常必要的，如果为了回避改革而成立亚洲货币基金，到最后就难以起到有效防范货币危机的作用（何帆，2001）。

³ 货币互换原本指的是一国以本币购买对方国家的货币，并按照合同所规定的条件，在约定的未来某一时刻用已购买的对方国家的货币购回本币的金融交易。但是在 10+3 双边货币互换协议下已经缔结的双边货币互换协定都是单向协定，即当对方提出要求时，将美元和对方国家的货币进行交换。例外是中国人民银行和日本银行之间以及中国人民银行和韩国中央银行之间缔结的互换协定。它们允许在

美国国债作为担保来借入外汇资金，对借款国而言，融资条件较危机爆发以前东盟缔结的货币互换协议更为宽松。回购协议是一种通过卖出适当的证券，在约定的未来某一时刻再买回原先证券的短期流动性支持设施。在清迈倡议框架内，每一项双边货币互换协议下可以借入的最大金额由缔结协议的双方商定。但是作为对国际货币基金组织和美国反对亚洲货币基金构想反应，清迈倡议规定：为解决国际流动性危机，借款国可以即刻无条件提取的借款不得超过互换协议商定的最大互换金额的 10%，超过 10% 的借款必须同国际货币基金组织向借款国提供的贷款一起支付，因此它要受到国际货币基金组织贷款条件的限制。从这个意义上看，清迈倡议下的货币互换协议网络只是国际货币基金组织融资设施的补充。按照清迈倡议框架，东亚地区已经缔结多个双边货币互换协定。例如中国人民银行已分别与泰国，日本，韩国，马来西亚，菲律宾，印度尼西亚等国中央银行达成了总额为 105 亿美元的双边货币互换协定。见表 1。

[插入表 1]

长期以来，东亚地区虽然积累了大量的外汇储备，却缺乏面对金融危机的区域自救机制，当金融危机来临时便束手无策。1997-98 年东亚危机的一个显在的触发因素是国际资本在短短的几个月突然流出泰国，韩国，菲律宾，马来西亚和印尼等危机发生国。然而，回想一下，当初流出的国际资本只是略超过 1000 亿美元，这对东亚地区作为整体而言，并不是一个太大，以致无法对付的数额，这个数额不到当时东亚地区外汇储备的 15%，如果将东亚地区外汇储备的 15% 集中起来，用于对付国际流动性危机，1997-98 国际资本的突然流出对东亚造成的后果可能就完全不同了。清迈倡议下的货币互换协议网络是“10+3”范围内东亚国家之间相互援助的区域自救机制，是地区金融货币合作取得的第一项实质成果，从这个意义上讲清迈倡议具有重要的和积极意义。

但是清迈倡议实质上并非一种综合性的区域机制，它存在以下问题：首先，它是一种双边协议而不是多边协议。为获得流动性支援，各国必须分别进行双边谈判，每次安排下提款的最大金额由双方磋商决定。由于支付额将根据提供互换国家之间的磋商以一致的方式实行，无法保证支援的及时性。其次，它所能提供的紧急救援额太少，而且其中仅 10% 是无条件的，不足以建立市场信心⁴。第三，其 90% 的金额是与国际货币基金组织的贷款条件挂钩，这降低了清迈倡议作为地区性机制的意义。虽然清迈倡议暗示着东亚国家在处理地区金融货币事务方面将具有更大的独立性，但是，在融资条件这一重要方面，国际货币基金组织的指令仍然有效。第四，它没有建立起一个地区跟踪和监督体系以对各国经济和金融状况进行跟踪，和对各国执行协议的情况进行监督。虽然东亚各国都意识到建立区域跟踪和监督体系的重要性，但是自清迈倡议提出以来已经过去了 4 年，在这方面尚未取得任何进展。最后，清迈倡议框架内并没有明确包涵能促进区域经济一体化的政策目标。

由于存在这些问题，清迈倡议下的货币互换网络能否成为抵御未来投机性攻击的有效和可信的地区紧急援助机制是值得怀疑的。换句话说，受到流动性攻击的国家能否及时从缔结双边货币互换协议的国家获得流动性支持，能够获得多少流动性支持都是值得

紧急情况下相互分别融通相当于 30 亿美元的人民币和日元以及相当于 20 亿美元的人民币和韩元。在不使用美元而使用本地货币这一点上，中日两国间以及中韩两国间的货币互换协定更符合亚洲区域金融货币合作的精神。

⁴ 目前，包括 13 个国家的货币互换网络所能达到的总金额估计为 260 亿美元左右，各缔约国所能借得的最大金额有很大的不同。例如，泰国的场合是 60 亿美元，而马来西亚的场合是 40 亿美元，其中独立于国际货币基金组织贷款条件的金额仅分别为 6 亿和 4 亿美元。如此之小的流动性支援很难让市场产生信心。

怀疑的。因为缔约国可以拒绝超过缔约金额 10%以上的任何进一步的借款要求。确实，除非能对借款国施加一定政策条件，并存在有效的跟踪监督机制，缔约的贷方不会有积极性去执行协议，未来可能的贷方国家（如日本和中国）也不会有动力增加缔约的金额规模，因为他们自然担心他们的贷款有可能损失掉。

在 2001 年 5 月 11 日于檀香山举行的亚洲开发银行年会上，当看到清迈倡议下的货币互换计划取得了进展，日本同泰国，马来西亚和韩国正式缔结双边货币互换协议意向的时候，马来西亚前财长 Daim Zainuddin 宣称，东亚货币互换网络将结束该地区易受货币危机冲击的历史，它今后“可以面对任何意外事件”。但是，根据上述分析，我们有理由对此不那么乐观。重要的是，东亚国家必须继续加强合作进一步完善和发展清迈倡议，努力建立起一个有效的地区最后贷款人或紧急援助机制。这仍应是目前和今后一个阶段东亚金融与货币合作的重点。

具体而言，未来努力的方向是：首先，进一步增加清迈倡议下双边货币互换协议的数量，扩大每一双边货币互换协议的金额，并且应努力将货币互换网络这种双边机制发展为一个多边的“储备库”，以保证可以动用资金的规模及迅速可获得性。这样才能建立起市场信心，也才能对实力巨大的投机基金真正起到威慑作用。第二，必须建立起一个地区跟踪和监督体系，以有效地对成员国经济发展、经济结构、金融市场和经济政策进行长期跟踪监督，并通过对成员国施加压力阻止其实行可能导致危机的政策。否则不能指望危机发生时缔约的贷款国会真正执行协议。第三，在建立地区跟踪和监督体系的基础上应该逐步使贷款条件与国际货币基金组织的条件脱钩，以建立起真正意义上的地区最后贷款人或紧急援助机制。最后，必须明确清迈倡议的前途，是仅仅将其发展成为地区流动性支持机制，还是将其发育为将来东亚货币体系的一个重要部分，即亚洲货币基金。

三、中期：亚洲债券市场的培育和发展

地区最后贷款人和紧急援助机制属于事后机制（虽然这种机制的存在对防范货币危机也有一定的事前效用），东亚地区金融与货币合作仅仅集中在流动性提供本身，不足以防止本地区货币危机的再次发生。更为重要的是事前机制的建立。在这一方面，培育和发展区域资本市场，特别是区域债券市场，对东亚地区而言具有十分重要的意义。因此，在建立起地区紧急援助机制后，东亚国家需要加强区域合作来推动亚洲债券市场的发展。这是东亚各国必须进行并需要在中期这样的时间跨度中实现的区域金融合作内容。

长期以来，东亚国家的金融体系是建立在高度依赖银行间接融资的基础上的，资本市场，特别是长期债券市场融资在民间部门的外源融资中所占的比重很小。这种银行主导的金融体系虽然对过去 40 年来东亚地区的高速经济增长做出了很大贡献⁵，但也存在一些严重问题。突出的是它导致东亚地区银行和企业融资中存在期限和币种双重不匹配问题。期限不匹配反映了东亚地区一种不健康的融资状况：长期的投资项目要靠不稳定

⁵ 银行主导的金融体系能够更有效地解决金融活动中的信息不对称问题，也能够更有效地将资金配置到需要优先发展的产业部门，从而促进经济的高增长（但是银行的资金配置决策容易受到政府或拥有它的企业的影响）。

的短期银行借款来融资。币种不匹配则很容易发生“双重危机”⁶：由于银行天生地容易受到流动性冲击（挤兑），容易发生银行危机，在开放条件下，这又会引发货币危机；另一方面，如果本币大幅贬值，会使银行和企业的资产负债表恶化，从而引发银行危机。所以在国际资本高度流动的今天，建立在高度依赖银行间接融资基础上的金融体系十分脆弱，很容易由于投机性攻击而发生双重危机。1997-98 东亚金融危机使东亚各国对此有了深切认识。发展本国和地区债券市场，建立起一个更为平衡的金融体系有助于解决双重不匹配问题，从而有助于防止东亚金融危机的再次发生，为本地区实现稳定的长期增长创造条件。

值得指出的是，发展包括债券市场在内的地区资本市场也是未来东亚进行货币和汇率合作的一个先决条件。对于未来的东亚货币同盟的顺利运行，一体化的东亚资本市场十分重要。主要原因是它能够便利对非对称冲击的调整。例如，如果一个非对称冲击对日本造成了负的影响（对日本产品的需求下降）但对中国造成了正影响（对中国产品的需求上升），则日本会面临失业和经常项目逆差的苦恼，而中国会经历经济过热和通货膨胀压力增加，因此两国都面临如何调整的问题。如果两国的工资和价格存在刚性，劳动力也不能在它们之间自由流动，那么两国的调整都会陷入困境，因为共同货币剥夺了两国通过汇率工具（贬值和升值）对非对称冲击进行调整的机会，这样，货币同盟的运行就会出现障碍。但是，如果中日两国之间有一个一体化的资本市场，这种情况就不会发生⁷。负的冲击使日本企业遭受损失，一些企业倒闭，这将导致日本债券余额的价值下降，由于债券市场一体化，日本的债券也为中国居民持有，中国居民也为日本经济活动的下降付出了部分代价。反之，正的冲击使中国经济扩张，提高了中国债券余额的价值，由于中国债券也为日本居民持有，这部分抵消了日本经济下降的影响。换句话说，一体化的债券市场起到了保险系统的作用，个别国家遭受负冲击的风险由所有国家分担。其结果，负冲击对当事国居民收入的影响将大为减轻。股票市场一体化也有同样的功能。

1997-98 东亚货币危机之后，东亚地区的政治家和有关政策当局如泰国总理他信以及香港前财政司司长曾荫权，在有关场合的演讲中呼吁通过区域合作来推动亚洲债券市场的发展。为响应上述呼吁，2003 年 2 月 28 日在东京举行的“10+3”副部长级高层研讨会上日本政府提出了一个一揽子的“亚洲债券市场倡议”，希望在“10+3”合作框架内，各国就以下各个方面进行合作（Taniguchi, 2003）：（1）对各类发行者进入本国和区域债券市场提供便利。如鼓励各国政府积极地发行主权债券为本国债券市场提供基准利率；对区内跨国公司在东道国发行债券为其在当地的项目融资提供便利；培育资产抵押证券市场以解决中小企业进入债券市场的困难等。（2）促进以本地区货币计价的债券的发行和探讨引入亚洲篮子货币债券。（3）创建有利于发展债券市场的制度环境。这包括有效利用现有的信用担保机制如亚洲开发银行和日本国际合作银行提供的融资担保设施，培育区域性信用担保设施，发展其它债券市场基础设施，以及建设有关本地区企业的信息发布网络等。“亚洲债券市场倡议”在东亚引发了新一轮关于区域金融货币合作的议论，而培育亚洲债券市场也成为目前亚洲区域经济金融合作的一项主流议题。

在发展亚洲债券市场的供给方面，一些旨在提升发行者信用的金融工具和金融安排

⁶ 关于“双重危机”的产生机制以及对东亚金融危机的一个分析，请参见施建准（2001）。

⁷ 欧洲的经验表明资本市场的一体化要比劳动市场的一体化容易实现。当然，即使资本市场没有一体化，如果实现了区域财政预算的一体化，则通过对正冲击国家征税，然后向遭受负冲击的国家进行转移支付，也可以实现对非对称冲击的调整。不过区域财政预算的一体化涉及主权让渡，从而较之资本市场的一体化更难实现。而且一项针对美国的研究表明，美国的资本市场对风险在各州分担起到了显著的作用，并且在风险分担方面，资本市场的重要性是联邦政府财政预算重要性的两倍（Asdrubali et al., 1996）。

被提出,以便解决东亚地区的政府,准政府和公司等机构发行者的信用级别较低的问题,使它们能够以可接受的成本跨境发债融资。例如,Oh and Park (2003) 提出通过将本地债券按风险和期限进行剪裁,然后加以证券化以符合投资者对风险的偏好⁸。由于证券化分散了抵押的各种债券的风险,从而可以提高发行者的信用度。另外,他们提议建立区域信用担保设施为亚洲地区的债券发行者提供债券还本付息的担保。为了解决币种不匹配的问题,推动发行以本地货币或本地货币构成的篮子货币计价的债券十分重要。Ito (2003) 提出亚洲篮子货币债券方案。该方案提议成立一个亚洲债券公司(Asian Bond Corporation, 简称 ABC), 亚洲债券公司将购买东亚国家以本币计价的主权债券和公司债券,然后发行与其资产价值匹配的负债,称为 ABC 债券。ABC 债券以构成亚洲债券公司资产的各国债券的计价货币的一个篮子货币计价。由于 ABC 债券是一种篮子货币债券,其货币风险因为各种货币的加权平均而被降低。就信用风险而言,ABC 债券的利率是支持它的那些债券利率的加权平均。ABC 债券不仅有助于促进以本地货币计价的债券发行,还能够促进地区二级市场的发展。

从理论上讲,上述各种金融工具和金融方案是实现提升本地发行者信用这一目标的有效和便捷的手段。不过在实践中,这些工具和方案能够在多大程度上吸引区域内外的投资者,弃美国和欧洲债券市场转向本地区的债券市场现在还是一个未知数。例如,由于东亚各国货币的变动具有较高的正相关性,ABC 债券在降低货币风险方面的表现可能未必如理论上预期的那样好。另外需要指出的是,这些工具和方案只是短期性的措施,从长期看它们在提升本地发行者信用方面的作用是有限的。目前这些方案还处于讨论阶段,没有取得多少实质进展。

在发展亚洲债券市场的需求方面,目前取得了一定进展。2003 年 6 月东亚及太平洋地区中央银行行长会议组织(EMEAP)与国际清算银行合作成立了亚洲债券基金(Asia Bond Fund, 简称 ABF)。该基金由 EMEAP 各经济体从其官方储备中出资建立,用于投资 EMEAP 成员(除日本、澳大利亚和新西兰以外)发行的一揽子主权和准主权美元债券,以增加该类债券的流动性,由此推动其他投资者进入亚洲债券市场。该基金由国际清算银行管理,基金规模限定为 10 亿美元。作为首次投入实际运行的以本地区债券为投资对象的区域内债券基金,亚洲债券基金的启动无论对于亚洲债券市场的建设还是未来亚洲金融合作都具有积极的意义。不过,目前的亚洲债券基金方案存在如下一些缺点:一是亚洲债券基金仅以美元债券为投资对象,这限制了该基金作用的有效发挥(从促进亚洲债券市场发展的角度,亚洲债券基金投资于本地货币债券作用更大);二是亚洲债券基金纯粹是由亚洲各国政府出资建立的,它不是建立在市场参与人和市场原则基础上的,从长期看,它在推动投资者队伍扩大方面的作用是有限的;三是亚洲债券基金是从官方储备中出资的,只用来投资于主权和准主权债券,这样,如果货币危机又一次来临,货币当局将不得不售出官方储备以稳定本币,为此货币当局将售出投资的亚洲债券,而这将打击亚洲债券市场,进一步恶化危机。最后,亚洲债券基金的规模太小,只具有象征性意义⁹。

要发展亚洲债券市场关键是要有高质量的公司债券供给。债券市场的主要投资者是机构投资者,如政府,中央银行,国际机构,养老基金,互助基金,跨国公司,保险公司等,这些投资者寻求的是稳定的收益,因此,它们偏好的是投资级的债券。一个现实

⁸ 在计算机和通讯技术普遍被使用的今天,从技术上看证券化的成本并不高。

⁹ 2004 年 4 月 11 日,EMEAP 11 国中央银行宣布成立第二个亚洲债券基金,目的是投资于以本地货币计价的亚洲债券。这有助于解决亚洲债券基金方案的第一个缺点,但其它缺点依然存在。目前对于第二个亚洲债券基金的有关细节如基金规模等尚不清楚。

是，亚洲公司债券很难获得国际评级机构的投资级信用评级。要改变这种状况，未来需要在亚洲大力发展信用文化，改善公司治理，实行统一的国际会计标准和信息披露准则等¹⁰。此外，需要发展地区性信用评级机构专门致力于东亚地区公司债券的信用评级。地区性评级机构对本地区经济，社会和政治的发展更为了解，具有更多的资源去收集分析发债企业的特别信息，因此在信息方面较国际评级机构有优势，更可能发掘出高质量的公司债券。要发展亚洲债券市场还需要进行其它市场制度方面的基础设施建设，如债券交易，结算和托管体系等。所有这一切都不是短期内能够达成的，例如地区性信用评级机构就需要很长时间去建立品牌和国际公信力。发展信用文化，改善公司治理也是如此。因此，发展亚洲债券市场只能是东亚金融货币合作的中期合作内容。

四、长期：东亚区域货币或汇率合作

随着东亚地区经济和金融的一体化，保持地区汇率的稳定，避免汇率波动对贸易与直接投资的消极影响是非常必要的。为此，东亚国家和经济体之间需要就货币或汇率方面的内容进行合作。不过，货币或汇率合作属于宏观经济政策层面上的合作，它必然影响各国政策自主权，因此也是最为复杂和困难的，是需要在一个相当长的视野规划和实现的。

关于东亚汇率合作，我们认为具有讨论意义的方案有两种¹¹：一是建立盯住亚洲货币篮子（可称之为亚元）的亚洲汇率机制，它类似欧盟国家所建立过的欧洲汇率机制（ERM）。这是一种各国仍保持自己的货币，通过固定汇率将各国货币联系起来的货币合作形式；二是直接采取单一货币，实行单一货币的亚洲货币同盟。我们希望强调的是：与目前流行的观点不同，我们认为这是两个不同的汇率合作方案而不是同一方案的不同阶段。关于东亚汇率合作的流行观点是：先采取亚洲汇率机制这一“低级的”合作形式，然后再过度到单一货币这一“高级的”合作形式。这是参照欧洲货币一体化的发展过程得出的结论。欧洲式的道路是特定历史条件下的产物，当欧洲开始货币一体化进程的时候，布雷登森林体系尚未崩溃，各国还普遍实行资本帐户管制，国际资本流动的规模有限，金融工具和计算机通讯技术也远没有今天这样发达。如下面分析的，今天东亚所处的国际金融环境，使得欧洲式的道路不再适合东亚。

亚洲汇率机制本质上是一种可调整的固定汇率制度，在国际金融市场高度一体化的情形下，可调整的固定汇率制度是一个成本很高的汇率制度，各个成员国的货币很容易

¹⁰ 国际投资者一般认为亚洲的公司缺乏诚信，会计数据未经过严格的审计，报表的透明度不如西方公司透明度高，所以不敢贸然将资金投入亚洲国家，而多选择投资于欧美的金融市场（顾延筠，2003）。

¹¹ 在本文中，东亚汇率合作是作为长期视野下的东亚金融货币合作内容加以考察的。也就是说，东亚区域内实体经济一体化（贸易和投资比重）已达到相当高的程度，客观上要求东亚各国货币之间的汇率保持稳定的情况。因此，我们这里没有讨论共同盯住美元，共同盯住日元和共同盯住 G-3 货币篮子（美元，日元和欧元）等汇率合作方案（既然域内贸易和投资比重已达到相当高的程度，便没有必要盯住域外货币，就象欧盟汇率合作不会考虑这些方案一样）。值得指出的是由于事实上的盯住美元汇率制度是造成东亚金融危机的一个重要原因，在东亚金融危机之后一些学者如 Williamson（1999）倡议在东亚实行共同盯住 G-3 货币篮子的汇率制度，这一倡议得到了东亚地区有关当局和学者特别是日本政府官员和学者的支持（例如 Kuroda，2000，Ogawa and Ito，2002）。不过，这一方案是在目前东亚（除日本）与美，日，欧之间的贸易和投资比重仍较高的现实下，主要为防范金融危机的目的而出台的，可认为是东亚短期汇率合作方案。但是正如正文中论述的，汇率合作属于宏观经济政策层面上的合作，它会影响到各国政策自主权，因此需要在一个相当长的视野规划和实现。从这个意义上讲，共同盯住 G-3 货币篮子方案的实际意义不大（短期内无法实现，长期内没有必要）。

受到投机性攻击从而引发货币危机，因此不会是一种稳定的制度¹²，布雷登森林体系崩溃以及 1992-93 年针对欧洲汇率机制的投机性攻击都是例证。所以第一种方案将不再是一种很好的选择¹³。因此，在目前和未来的国际金融环境下，东亚汇率合作可行的方案恐怕只能是第二个方案，即直接采取单一货币。当欧盟决定放弃欧洲货币体系转向更加雄心勃勃的单一货币同盟的时候，一个主要经济考虑是，“由于在欧盟内部资本是完全自由流动的，各国货币保留（可调整的）固定平价而放弃对单一货币的锁定平价，看起来几乎没有收益却有很大损失。各国货币之间不论采用何种固定汇率体系，都会遭受 1992-93 年那样的残酷的投机性攻击。如果欧洲希望在资本自由流动的情况下维持永久的固定汇率，那么单一货币是最好的解决办法”（克鲁格曼和奥伯斯法尔德，2002）。

单一货币的优点在于制度的透明性，从而极大地节约信息成本和交易成本。并且，由于不再存在通过固定汇率联系起来的分别的不同货币，它具有恒久性意味（Mundell，2000）。更具体地说，（1）单一货币制度避免了汇率波动带来的贸易与直接投资方面的障碍；（2）单一货币减少了投机性攻击的损失程度；（3）单一货币减少了交易成本，从而会极大地促进亚洲经济的整合；（4）单一货币有助于各国产品的价格更加透明，导致更加激烈的竞争，从而会促进各国的经济增长；（5）单一货币有助于增加资本的流动性，从而有利于亚洲国家间的资源优化重组（Adams and Semblat，2002）。

在讨论东亚采取单一货币的可能性问题时，许多学者和政策制定者会从最优货币区理论出发考察东亚是否满足最优货币区的标准¹⁴。这些最优标准是：生产要素的流动性；经济的开放度；产品的多样化程度；价格和工资的粘性度；金融一体化程度；经济结构的相似性；宏观经济政策的协调等。要同时满足这些标准无疑是十分困难的。值得指出的是，最优货币区理论虽然是人们考虑汇率制度选择，区域汇率合作和货币一体化等问题时的基本理论，但它并不能为人们选择汇率制度给出明确的指南，将这些理论上的考虑转换为实际的政策操作并不是很容易的。例如，按照这些标准，欧洲货币同盟即使现在也还不能说是一个最优货币区（Eichengreen，1997，克鲁格曼和奥伯斯法尔德，2002）。传统的最优货币区理论是静态的理论，最近的内生最优货币区理论促使人们从动态角度看待这些标准。该理论指出最优货币区标准即使事前是不满足的，也可以成为事后满足的，换句话说，加入货币同盟本身可以使这个国家变得更容易满足最优货币区的标准。由于货币同盟共同的货币政策和更紧密的贸易联系，加入货币同盟增加了加入国与成员国之间商业周期的对称性。“由于最优货币区标准是内生的，天真地检查历史数据，以给出一个国家是否具有加入货币同盟的能力的图景，是会致人迷误的”（Frankel and Rose，1998）。

当 1969 年欧共体海牙首脑会议确定欧洲货币统合目标的时候，蒙代尔就提出了欧

¹² 为降低采取可调整的固定汇率制度的风险，需要强有力的制度安排和相互协调的经济政策。这些制度安排和协调政策包括以下几点：（1）各个国家应该对各国的汇率波动幅度有一个大家都认可的协议；（2）在其中某个国家受到攻击，汇率达到盯住汇率的边界值时，别的国家有义务进行支持和帮助；（3）当客观环境发生变化时，存在一个协调机构进行必要的调整（Adams and Semblat，2002）。考虑到各国的具体经济状况，这种协调是非常困难的。

¹³ 国际货币基金组织前执行副总裁 Stanley Fischer 2002 年 5 月 21 日在香港金融管理局的演讲中指出：欧洲货币同盟之前的货币安排是充满极度的危险的。有管理的固定汇率制度是否可以维持最终取决于政治上的因素（意愿），而非国际流动性的可获得性。

¹⁴ 最优货币区理论试图阐明在什么样的条件下，才适合组成货币同盟，或者说进行货币一体化。最优货币区是一个最佳区域，在此区域内“一般的支付手段或者是单一的共同货币，或是几种货币，这几种货币之间具有无限可兑换性，其汇率在进行经济交易和资本交易时互相盯住，保持不变；但是区域内国家与区域外的国家之间的汇率保持浮动”（新帕尔洛雷夫经济学大辞典）。关于最优货币区理论的文献综述，请参见 Tavlas（1993）。

洲应采用他称之为“europa”的单一货币的建议。在那个时候布雷登森林体系尚未崩溃，欧洲各国货币与美元的汇率固定，从而彼此的汇率也是固定的，其结果，欧洲各国的通货膨胀率和利率已实现了高度的收敛。蒙代尔认为从技术上讲此时建立货币同盟较之1970年代初布雷登森林体系崩溃之时要相对容易些，而较之20年后建立货币同盟的曲折过程，更要容易得多。蒙代尔认为，欧盟之所以错过了更适合采用单一货币的时机，是因为欧洲国家当时在政治上尚未做好迅速走向货币同盟的准备（Mundell，2001）。今天东亚的情形与当年的欧洲很相似。由于东亚各国采取的事实上的盯住美元的汇率制度¹⁵，彼此货币之间的汇率也就固定下来。盯住美元的汇率制度为东亚各国提供了一个名义锚，由于近年来美国的物价水平一直非常稳定，东亚各国的物价水平也就一直非常稳定。按照蒙代尔的观点，从技术上讲东亚采取单一货币，实行东亚货币同盟并非不可能。

事实上，一些研究表明，就是否准备好构筑单一货币区而言，1990年代东亚的经济状况并不比1980年代的西欧逊色。例如，在一项早期的研究中，Goto and Hamada（1994）分析了一个包含广泛变量的经济变量集（如，货币，利率，价格水平，实质GDP，投资，贸易集中度，贸易依存度，劳动力流动性，以及FDI），得出的结论是：1990年，按照贸易和要素流动指标，东亚国家之间经济依存度是显著的，而按照某些指标（如贸易集中度），东亚一体化程度甚至超过了1987年的西欧。Kawai and Takagi（2000）利用1995年的更新数据所做的分析表明，Goto and Hamada（1994）的结论本质上没有变化。Eichengreen and Bayoumi（1999）的研究也得出了类似的结论。就经济方面是否准备好构筑单一货币区而言，如果说东亚较当年的西欧逊色的方面的话，那就是金融一体化的程度还比较低，其中最为典型的是长期债券市场的发展滞后。

所以，我们认为阻碍东亚货币和汇率合作最重要的还不是经济方面的因素，而是政治方面的因素。与经济一体化的发展相对照，东亚地区在政治一体化方面没有什么进展。造成东亚政治一体化相对滞后的固然有宗教信仰和民族文化的多样性，领土争议，历史积怨等原因，但更为重要的是东亚存在的以下两个地区特性。一是东亚地区在政治上缺乏核心的主导国家。众所周知，欧洲经济和货币一体化之所以取得成功，是由于有德国和法国这两个欧洲大陆的大国齐心协力加以推动的结果。由于经济规模，金融实力和政治影响力，中日两国具备担当东亚地区货币一体化的经济和政治领导者的能力。然而，囿于历史问题，日中两国政治关系始终无法得到改善。美国在亚洲的影响力，特别是日美安全保障协定，也是影响中日两国成为政治伙伴的重要因素。没有中日两国在政治上的携手合作和强有力的领导，要推进东亚地区货币和汇率合作是不可能的。二是亚洲区域合作中独特的“亚洲传统”。从1960年代发足的东盟（ASEAN），到1989年成立的亚太经合组织（APEC），在亚洲区域合作的过程中逐渐形成了一种独特的“亚洲传统”（或者说“亚洲做法”），它有两个典型特征，一是强调非正式性，二是强调达成共识（Lewis，1999）¹⁶。这种“亚洲传统”反映了亚洲国家普遍存在的不愿受区域协议或区域制度的约束，希望保持主权独立的心态。这种“亚洲传统”虽然在某些区域合作领域有助于合作的实现，但对于区域货币和汇率合作却是致命的障碍¹⁷。

¹⁵ 在1997-98东亚金融危机期间，一些东亚国家曾短暂地转向浮动汇率制度。但有分析表明，危机过后这些国家又重新回归盯住美元的汇率制度。新加坡和台湾地区已经回到了危机前的盯住美元的汇率制度，韩国和泰国的汇率波动幅度也已明显降低，实际上，除印度尼西亚外，所有东亚国家（除日本）都回到了危机前的事实上的盯住美元的汇率制度上。关于这一现象的分析，请参见McKinnon and Schnabl（2003）。

¹⁶ 而西方国家的多边协议和国际合作所遵循的原则与此恰恰相反。谈判者强调的是彼此立场的分歧，并通过正式的制度确保利益的妥协和合作的实现（余永定、何帆和李婧，2002）。

¹⁷ 同样值得指出的是，长期以来东亚国家的对外政策是建立在互不干涉别国内政的原则之上的。这种互不干涉别国内政的原则也是不利于区域货币和汇率合作的。区域货币和汇率合作需要有一个超越主权国家权利的机构，以及对违反合作协议的成员国进行强制惩罚的机制，这便会触碰到互不干涉别国

区域货币和汇率合作要求各国执行协调一致的货币和财政政策，这意味着各国需要部分让渡制定国内经济政策的自主权。例如，为了稳定汇率或使用共同货币，东亚各国必须保持相同的通货膨胀率。如果各国的物价水平长期不一致，终将导致汇率的变动和货币同盟的崩溃。为了保持各国的物价水平的一致，要求它们不仅要执行相同的货币政策，而且要执行与货币同盟的目标相一致的财政政策（如果一国长期执行赤字财政政策，势必引起通货膨胀）。如果接受这种政策一致性的要求，那些通货膨胀率长期高于平均水平的国家将不得不牺牲本国的就业和经济增长目标。这种政策一致性的要求（约束）是与“亚洲传统”相抵触的，在政治上是难以被东亚各国所接受的。由此可见，东亚地区货币或汇率合作不仅需要东亚国家经济发展逐渐收敛，而且需要在政治一体化方面取得进展。考虑到亚洲的现实，在可预见的将来这是难以实现的。由于东亚地区政治一体化需要在一个很长的时期来实现，因此东亚货币或汇率合作只能是东亚金融货币合作的长期合作内容。

五、小结

为了提高东亚地区金融货币合作的效率，明确短期、中期和长期的合作内容是重要的。地区最后贷款人和紧急援助机制的建立属于东亚金融货币合作的短期内容；发展亚洲债券市场是东亚金融货币合作的中期内容；而区域汇率合作则是东亚金融货币合作的长期内容。当前东亚金融货币合作应将讨论和努力的重点放在完善和发展清迈倡议上，特别是应努力建立起地区跟踪和监督体系并逐步使贷款条件与国际货币基金组织的条件脱钩，以建立起真正意义上的地区紧急援助机制；同时着手规划和培育亚洲债券市场，应同时从亚洲债券市场的供给面、需求面和市场基础设施方面进行长期的艰苦努力，特别是要促进供给面的发展，因为发展亚洲债券市场关键是要有高质量的公司债券的供给。当这两方面的合作取得成功，并且东亚地区政治一体化有了一定进展之后，进行区域汇率合作的时机便相对成熟，此时东亚区域汇率合作才会取得实质性进展¹⁸。

参考文献：

Adams, C. and Semblat, R., 2002, "Economic integration in East Asia: Options for currency arrangements and policy implications", Paper presented at Conference on Regional Financial Arrangements in East Asia at Peking University, March 24-25, 2002.

Asdrubali, P., Sorensen, B., and Yosha, O., 1996, "Channels of Interstate Risk-sharing: United States 1963-1990", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 3.

内政的原则。

¹⁸ 虽然目前东亚进行区域汇率合作的时机尚不成熟，但这不排除目前东亚各国就本国采取何种汇率制度问题进行讨论。例如，是采取浮动汇率制度还是各种盯住汇率制度，如盯住美元，盯住日元，盯住G-3货币篮子等。但这不是东亚区域合作层次上的汇率问题。

Eichengreen , B. , 1997 , “ Is Europe an Optimum Currency Areas ? ”, in European Monetary Unification : Theory , Practice , and Analysis , The MIT Press.

Eichengreen, B. and Bayoumi T. , 1999 , “ Is Asia an Optimum Currency Area? ” , In Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park (eds.), Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries (London and New York: Routledge,).

Frankel , J.and Rose A. , 1998 , “ The Endogeneity of The Optimum Currency Area Criteria ”, The Economic Journal , 108.

Goto, J. and Hamada, K., 1994, “ Economic Preconditions for Asian Regional Integration,” in T.Ito and A.Krueger (eds.) Macroeconomic Linkage, The University of Chicago Press.

Goto, J. and Hamada, K., 2001, “ Is East Asia an Optimal Currency Area? ” in P. Drysdale (ed.), East Asian Trade and Financial Integration, Asia Pacific Press.

Ito ,T. ,2003 , “ The ABC of Asian Bond ” ,paper presented at The 2nd Annual Conference of PECC Finance Forum , Hua Hin , Thailand.

Kawai , M. and Takagi S. , 2000, “ Proposed Strategy For A Regional Exchange Rate Arrangement in Post-Crisis East Asia ” , World Bank, Policy Research Paper , NO. 2503.

Kuroda, H., 2000, “ Vice Minister ’ s Speech on the Future International Financial Architecture and Regional Financial Cooperation ” , Public Seminar at the Australian National University, 17 February.

Lewis, J . , 1999 , “ Asian vs. International : Structuring an Asian Monetary Fund ” , Harvard Asia Quarterly, Vol. 3 , No.4.

McKinnon ,R. and Schnabl ,G., 2003, “ East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin ” , mimeo, Stanford University.

Mundell, R. , 2000 , “ Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform ” , Journal of Applied Economics , Vol. 3 , No. 2

Mundell, R. , 2001 , “ Currency areas and international monetary reform at the dawn of a new century ”, Review of International Economics , Vol.9, No.4.

Ogawa, E. and Ito , T. , 2002, “ On the desirability of a regional basket currency arrangement ” , Journal of the Japanese and International Economies, vol. 16.

Oh, G.and Park, J., 2003, “ Developing the Asian Bond Markets using Securitization and Credit Guarantees ” , mimeo , Korea Institute of Finance.

Park , J. , 2003 , “ Prospects for Regional Financial Cooperation in East Asia ” ,

paper prepared for the presentation at the Government of Japan/ABAC Japan symposium on “Regional Cooperation in East Asia,” on 16 May, 2003, in Tokyo, Japan.

Taniguchi, T., 2003, “Asian Bond Market Initiative”, A Keynote speech delivered at the ASEAN+3 High-Level Seminar on “Fostering Bond Markets in Asia,” March 2003, Tokyo, Japan.

Tavlas, G. S., 1993, “The ‘New’ Theory of Optimum Currency Areas”, World Economy, 16.

Williamson, J., 1999, “The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies”, in Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park (eds.), Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries, Routledge, London.

顾延筠, 2003, “发展亚洲债券市场的新构思—‘亚洲债券基金’”, *世界经济研究*, 第10期。

何帆, 2001: “危机之后的亚洲货币合作”, *国际经济评论*, 第1-2期。

克鲁格曼和奥伯斯法尔德, 2002, 《国际经济学》(第五版), 中国人民大学出版社。

施建淮, 2001, “基于信息的双重危机模型及其在东亚危机中的应用”, *经济学季刊*, 第一卷, 第一期。

余永定、何帆和李婧, 2002, “东亚金融合作: 背景、最新进展与发展前景”, *国际金融研究*, 第2期。

表 1. 清迈倡议下的双边互换协议

截止日期: 2003/12/30

国家	签订日期	数额 (US\$ billion)	货币
日本-韩国	2001/7/4	2	美元-韩元
日本-泰国	2001/7/30	3	美元-泰铢
日本-菲律宾	2001/8/27	3	美元-菲律宾比索
日本-马来西亚	2001/10/5	1	美元-林节特
中国-泰国	2001/12/6	2	美元-泰铢
日本-中国	2002/3/28	3	日元-人民币
中国-韩国	2002/6/24	2	人民币-韩元
韩国-泰国	2002/6/25	1	美元-泰铢 or 美元-韩元
韩国-马来西亚	2002/7/26	1	美元-林节特 or 美元-韩元
韩国-菲律宾	2002/8/9	1	美元-菲律宾比索 or 美元-韩元
日本-新加坡	进行中		
中国-马来西亚	2002/10/9	2	美元-林节特
中国-菲律宾	2003/8/30	1	美元-菲律宾比索
日本-印度尼西亚	2003/2/17	3	美元-印尼盾
中国-印度尼西亚	2003/12/30	1	美元-印尼盾

资料来源: Park (2003) 以及中国人民银行