

English

下载中心

首页

网站地图

关于IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座



学术论文

《世界经济与政治》2005年第6期

[\[PDF全文下载\]](#)培育亚洲债券市场  
国际金融研究室 陈虹

**【内容提要】** 由于制度基础的欠缺与本地区货币的“原罪”，使亚洲地区的储蓄与投资需求不匹配，在国际金融市场日益融合的今天，亚洲金融资本市场面临着双重风险，即银行体系以短期存款支持长期项目融资的期限错配和外币借款支持本地项目融资的币种错配。双重错配已经成为亚洲各国金融体系不稳定的重要风险来源。在吸取亚洲金融危机教训的基础上，亚洲各国强烈地认识到培育资本市场特别是培育有着充分流动性的、以本国货币计值的国内债券市场和亚洲区域债券市场是非常重要的。

**【关键词】** 亚洲债券市场；亚洲区域金融合作；亚洲债券基金

**【作者简介】** 陈虹，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。（北京邮编：100732）

**【中图分类号】** F113 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006—9550（2005）06—0067—06

由于亚洲国家使用本国货币在国际金融市场上筹集长期资金受到的制约，即亚洲国家金融制度基础的欠缺与本地区货币的“原罪”，Eichengreen and Hausman 在说明某国不能以本币计值向国外借款时，使用了“原罪(original sin)”的概念。借以阐明由于这些国家制度上的不完善，因此，使得它们的本国货币在国际金融市场上因缺乏公信力而被迫退出借贷市场，转而依赖强势外国货币筹措资金，即只能从国际金融市场筹集美元计值的短期资金。Eichengreen, Barry and Hausman, Ricardo, “Exchange Rates and Financial Fragility,” in *New Challenges for Monetary Policy*, Kansas City, MO: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, pp. 329-368。使亚洲地区的储蓄与投资需求不匹配，亚洲金融资本市场面临着双重风险，即银行体系以短期存款支持长期项目融资的期限错配（Maturity Mismatch）和外币借款支持本地项目融资的币种错配（Currency Mismatch）。双重错配已成为亚洲各国金融体系的风险来源。

亚洲国家本币筹资能力低下的主要原因是：国际金融市场投资者对亚洲国家政策体制的公信力偏低；亚洲国家缺乏健全的金融体系；亚洲国家的金融资产有待于进一步积累。根据最近的研究成果，本币“原罪”的解除路径主要依赖对国际金融体系产生重要影响的大规模冲击以及与一国经济规模相匹配的本国货币计值的债券市场的发展。Bordo, D. Michael, Christopher Meissner, and Angela Redish, “How ‘Original Sin’ Was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions 1800-2000,” NBER Working Paper, No. 9841, National Bureau of Economic Research, 2003。亚洲地区金融合作框架内关于培育本地区债券市场的倡议与方案具有缓解以致消除亚洲国家本币“原罪”的冲击力，是从根本上防止亚洲金融危机再度爆发的途径之一。

## 一 债券

“债券”一词用于代表任何一种债务工具，不论是债券、库券、期票、商业票据还是其他债务工具，也不论其支付是

以名义（货币）还是以实际（即与商品价格指数相联系）的方式实施的。[美]本杰明·M. 弗里德曼等主编，陈雨露等译：《货币经济学手册》，北京：中国经济出版社，2002年版，第599页。与债券市场的功能

发展债券市场，其中特别是通过培育长期债券市场，可以解决短期银行贷款支持长期投资项目的期限错配；而重点发展亚洲各国的本币债券市场，则可以缓解美元计值外币借款支持本地项目融资的货币错配。之所以如此，是因为债券可兼容银行贷款与股本融资的不同功能，为筹资者提供更多的选择。

（一）债券：可兼容不同融资工具功能

.....

（二）债券：可提升企业的资本构成与评级效果

.....

（三）债券市场：抵御非对称性冲击的保险架构

.....

## 二 如何培育亚洲债券市场

债券融资功能的多样化发展，为筹资者规避风险提供了更多的选择，但从单个企业能够选择有利的融资工具，到形成统一的债券市场抵御非对称性冲击，还要经历漫长的发展阶段。

（一）债券市场的发展阶段

对区域债券市场功能的设计，是建立在区域内金融市场是完全融合的这一理论假定基础之上的，在实际经济生活中，统一债券市场的形成也要求不同的民族国家或经济体的债券市场处于相同或接近的发展水平上。但是，在现实中各国或经济体债券市场的发展是与其经济发展的整体水平、资本市场制度基础紧密联系在一起，可将其概括为以下3个发展阶段（见表1）。

第一阶段，主要的发行体是政府和少数大企业。虽然制定了相应的法律制度，但是，除债券发行以外，债券的交易仍不是很广泛。

第二阶段，随着国债发行的增加，流通市场的交易较之第一阶段更加活跃，公司债价格合理，定价机制已经形成，国内市场基础条件基本完备。

第三阶段，债券市场广泛吸引了各种投资者，市场的深度增加，国际化程度也进一步提高。具体表现为：跨国交易活跃，高收益债券BB级以下债券，即债券评级为不适合投资的债券。与组合债券例如货币掉期或利率掉期等债券组合。市场交易活跃。

对照债券市场发展阶段的分类，目前，大多数亚洲国家仍处于第一、第二发展阶段之中，即债券市场发展的第一阶段大体结束，正在向第二阶段过渡。日本、韩国和新加坡3国的债券市场更趋成熟，接近第三阶段。而中国的债券市场还非常落后，基本处于第一发展阶段。

亚洲债券市场的远景目标是最终诞生由亚元计值的债券。也就是说，理想化的亚洲债券是亚洲国家的政府、企业以及金融机构在亚洲发行的、以亚洲货币计值的、由亚洲的债券评级机构定价的债券，它是在亚洲的金融中心交易、清算的。可预期的投资者也主要来自于亚洲地区，例如日本、韩国、新加坡和中国香港。培育亚洲债券市场的首要目标是增加融资手段，避免债券期限和币种的“双重错配”；其次是拓宽资金流通渠道，保证亚洲的储蓄用于亚洲的投资。当亚洲债券市

场能够提供投资工具时，该市场就可建成一座连接投资者与筹资者（企业或政府）的桥梁。Ito Takatoshi, “Promoting Asian Basket Currency (ABC) Bonds,” December 12, 2003, [http://www.tito.rcast.u-tokyo.ac.jp/eng\\_currentresearch.html](http://www.tito.rcast.u-tokyo.ac.jp/eng_currentresearch.html) .

（二）关于培育亚洲债券市场的两项方案：ABMI 与 ABF

.....

### 三 培育亚洲债券市场的意义

在亚洲国家的资本市场上，筹资方式具有两大特征：一是负债中的银行借款占有绝对优势地位；二是在政府政策的大力推动下，股票资本筹资规模迅速扩大。因此，债券筹资，其中特别是发行公司债筹资比例极低，成为亚洲储蓄难以顺利转化为投资的“瓶颈”。另一方面，从投资者的角度看，由于严重缺乏银行贷款以外的投资工具，大量资金又面临着无处可去的尴尬境地。

大力发展债券市场，对于亚洲国家来说是完善金融市场、保证长期资本供给渠道畅通的重要环节。这里，我们将培育亚洲债券市场对于亚洲国家的重大意义归纳如下：

第一，为亚洲国家调整融资体系提供了切入口。过度倚重银行融资体系，缺乏债券融资手段，是亚洲国家融资体系的普遍特征，例如，中国债券市场很不发达，其中企业债券市场所占比例明显偏低，2003年中国企业融资额2.67万亿元人民币，其中企业债券融资额仅占总额的1.72%。冯光华等：《我国企业债券市场的发展现状》，载《金融时报》，2004年11月29日。是金融体系的风险源。培育亚洲债券市场的方案为亚洲国家修正上述融资体系的弊端提供了切入口。近年来，金融技术革新的进展使债券成为了可融合银行贷款特征与股本融资特征的混合型融资工具，保证了发行者对风险和资源的有效分配。同时，债券发行与流通需要市场具有比银行融资更高的透明度和公开性，因此，建立债券评级机制将首先提上培育亚洲债券市场的议事日程。债券风险评定有助于开发新型工具满足融资需求，可避免在银行贷款中短期贷款用于长期融资需求的期限错配。

第二，可提高亚洲国家本币的公信力，有助于培育亚洲各国本币债券市场，减少对美元计值筹资的依赖。根据货币联盟经济学理论，区域金融以及货币合作的终极目标，应该是由区域统一货币取代民族国家货币，在实现了货币联盟的前提下，统一的债券市场才能发挥保险机制，抵御区域内非对称性冲击的影响。然而，很显然，在可预测的时间内，亚洲国家还不具备这种可能性。在开放经济条件下，本国货币不是关键货币或国际货币的亚洲国家，对货币、金融合作的允许范围到底有多大，关键取决于各国国家公信力需要维护的程度。通过培育各国本币债券市场达到提高国家信用公信度的目的，就可以接近地区金融合作的最终目标。

第三，在亚洲区域内进行储蓄转化为投资的初步尝试。东亚及太平洋中央银行行长会议提出的关于发行亚洲债券基金的方案，为亚洲国家疏通美元储蓄转化为本币债券投资的途径开辟了新渠道，也将为政府投资带动私人投资积累新经验。该方案通过指数债券这一投资工具，使培育亚洲债券市场的蓝图变成具体的操作程序，为亚洲债券市场的健全发展奠定了良好的基础。

当前，亚洲地区经济合作日趋紧密，经济合作成为金融合作的基础，并不断将金融合作推向新的发展阶段。尽管亚洲各国经济发展水平的差距很大，但经济合作与金融合作的发展非常迅速。目前已经推出的关于培育亚洲债券市场发展的倡议和发行亚洲债券基金的方案，分别从亚洲债券市场的发展框架和可供操作的具体工具两个不同的角度，为亚洲国家如何结合本国资本市场的制度建设，提供了中长期目标与现阶段步骤。包括中国在内的亚洲国家，应该将完善国内资本市场的基础条件与发展国内债券市场结合起来，为共同培育亚洲债券市场做出努力。培育亚洲债券市场的道路还很漫长，但是，我们相信，随着亚洲区域金融、货币合作的不断加深，亚洲债券市场的发展将为亚洲国家共同抵御金融风险发挥更大的作用。

[收稿日期：2004-09-30]

[修回日期：2005-04-28]

[责任编辑：谭秀英]

推荐好友

#### 相关文章

- ▣ 发展亚洲债券市场的倡议与进展 / 陈虹 (2004年) (2007-1-24)
- ▣ 访高海红：端详亚洲债券基金 《经济参考报》2003年6月25日 (2007-1-21)
- ▣ 孙杰 亚洲债券市场的发展与全球性国际收支失衡的调整 《世界经济与政治》2006年第1期 (2007-1-7)
- ▣ 高海红 从清迈倡议到亚洲债券基金 《国际经济评论》2004年5-6期 (2007-1-7)
- ▣ 陈虹 有效转移信用风险——亚洲债券市场入口处选择的尝试 《国际贸易》2004年第3期 (2007-1-7)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

院首页

网站声明

会员登录

联系我们

下载中心

院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号