

## 从清迈倡议到亚洲债券基金\*

中国社会科学院世界经济与政治研究所 高海红

亚洲金融危机的爆发,使东亚国家深刻认识到加强地区性金融合作的必要性。这一必要性体现在对危机经过反思之后得出的几点基本共识。其一,本地区的金融危机具有较强的传染性;其二,尽管本地区在经济发展水平、金融市场发育等诸多方面存在较大差异,但事实上通过不断加深的贸易投资往来,本地区的经济联系日益加深;其三,国际货币基金组织(IMF)作为最后贷款人的作用十分有限,在货币危机发生后无法提供及时和充足的国际流动性支持,东亚国家不能完全依赖 IMF;其四,迫切需要建立一个本地区更加紧密的互助救援应急机制,以便及时避免短期国际收支失衡引发的金融危机;其五,东亚国家普遍对美元存在严重的依赖;最后,东亚国家国内的金融体系普遍存在脆弱性,尤其反映在对银行体系的过分依赖以及不发达的债券市场。与此同时,欧元的成功启动、欧元区的扩展趋势以及美洲大陆一体化进程的加速,在一定程度上强化了东亚国家的地区主义情绪。

在上述认识的推动下,各国官方政府和学术界做出了不懈的努力,提出各种地区合作倡议和构筑亚洲金融合作框架的设想,目前已经在一些领域有了实质性的进展。其中最重要的合作,一个是清迈倡议(CMI)和货币互换机制的运行;二是各层次的政策对话机制的建立;三是亚洲债券基金(ABF)的设立。从 CMI 到 ABF,东亚金融合作框架已经从象征性合作开始向更为实质而现实的合作领域发展。CMI 成员国将从 2004 年 5 月开始对 CMI 进行评估。这一评估将在相当程度上确定 CMI 未来的发展方向,并影响到东亚金融合作框架设计的中长期目标。而 ABF 下一个阶段的发展,也将对东亚区域金融的建设产生重要的影响。本文将对东亚金融合作框架中的三个重要环节进行分析,包括 CMI 的发展进程及目前的问题和可能的发展、政策对话的主要框架,以及亚洲债券市场各种动议和 ABF 的作用。

### 一、清迈倡议:从建立到走向十字路口

清迈协议的原始雏形是 1997 年 8 月由东盟 5 国(印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国)的中央银行行长建立的东盟货币安排互换(ASA)。ASA 的目的是对成员国在出现收支问题和面临流动性临时短缺时提供短期的互换支持。当时 ASA 的总金额为 1 亿美元,

---

\* 作者感谢倪建明先生对论文初稿的写作提供非常有价值的资料和分析。

每个成员国出资 2000 万美元。到 1998 年,ASA 总额扩展到 2 亿美元,每个成员国出资 4000 万美元。

2000 年 3 月,东盟各国财长决定将东盟成员国扩大到包括文莱、柬埔寨、老挝、缅甸和越南。同年 11 月,东盟 10 国签署备忘录,将其总金额扩大到 10 亿美元。除了原有 5 个东盟创始国和文莱各出资 1.5 亿美元之外,其它国家出资从 6000 万美元到 500 万美元不等。在 ASA 框架下,成员国可以用本国货币与主要货币(美元、日元和欧元)互换,互换额度可以两倍于出资额,期限最长为 6 个月。事实上 ASA 具有多边化的特点,当成员国出现危机时,居于主导地位的中央银行能起到协调作用,将国际流动性提供给危机国家。

2000 年 5 月 6 日,在泰国清迈举行的东盟和中、日、韩三国(ASEAN+3 或 10+3)财长会上,各参会国签署公告,提出建立东盟成员与中、日、韩之间的双边货币互换网络(BSA)。

BSA 与 ASA 的共同目标是提供国际收支的短期流动性支持。不同之处在于最大提款额将由双方逐一磋商,共同出资确定。在提出提款申请后,提供贷款方将负责协调双边磋商和集体行动事宜。提款额的 10%可以自动拨付,而其余 90%的提款额必须有 IMF 的宏观经济和结构调整监督规划才能启动。此外,期限为 90 天,可展期 7 次,利率为伦敦银行间隔夜拆借利率(LIBOR)加 150 个基本点,每展期两次增加 50 点,最高不超过 LIBOR+300 点。

2001 年 6 月在北京召开的 10+3 财长副手会上,各方就实施细则中主要条款达成一致后,互换协议的双边磋商各自展开。目前,中、日、韩与东盟主要 5 国(印度尼西亚、菲律宾、马来西亚、泰国和新加坡)之间已经签署了 15 份双边货币互换协议,总规模为 265 亿美元。另有双边货币互换协议正在谈判中。预计全部互换总额将达到 275 亿美元。

CMI 得以推动的主要动力,概括起来讲,是东亚地区在受到金融危机沉重打击后对 IMF 等国际社会的快速救助反应机制丧失了希望,危机国家迫切需要紧急融资需求。日本积极推动 CMI 的动因是想推动日元国际化,并且认为,它找到了为解决国内经济问题寻找国际出路与推动区域金融合作的现实起点——CMI——的结合点。同时,本地区主要国家(中、日、韩)之间在增加本地区货币使用上达成了默契。

然而,CMI 运转到现在开始面临何去何从的选择,这表现在,其一,CMI 下的货币互换安排只具有象征意义。CMI 的创立具有明显的象征意义(Eichengreen, 2002)。货币互换安排在本质上只是一种试图防范危机的临时应急机制,给投机者展示一个东亚地区加强官方联合的市场信号。亚洲金融危机以来,许多东亚合作的提议不乏仓促应急成分。即便是已经达成的多项货币互换安排,都依然带有浓重的临时性应急特征。与国际金融市场大规模投机基金相比,BSA 下的可用资金依然微小。以泰国为例,在 CMI 下可自动拨付的可用资金仅为

6 亿美元，尚且不说获得资金拨付的时效难以保障(需要多边分别磋商，集体行动拨款)。可以说，国际投机炒作基金如果想要攻击某国市场，在目前的运作机制和防卫力量下，对此几乎可以毫不顾忌。其二，成员国对 CMI 的支持怀有的不同意图。尽管成员国对建立 CMI 存在共识，但各成员国对 CMI 的支持源自不同的目的。其中，东盟主要是为了可以由此获得救援资金；为了从中、日获得资金，韩国甚至与东盟某些国家建立双向互换安排，尽管对东盟而言它最终将是一个纯粹出资国；日本希望建立和强化日元在本地区的地位。各成员国支持 CMI 的动机不同在一定程度上增加了进一步推动 CMI 达成共识的难度。

因此，CMI 的发展走到了这样一个关键路口：随着各国外汇储备的较快提高，金融危机压力的减弱，是将 CMI 货币互换网络停留在目前这种仅具象征意义的合作，甚或任其随着合作动力的减弱而逐渐消逝，还是寻求新的发展动力，使其成为更加成熟、更加实用的流动性支持机制。

## 二、主要设想：强化、超越清迈倡议

CMI 下的货币互换机制面临的主要问题集中在三个方面：第一，互换安排下及时可用的救援资金数额偏小，目前需要考虑是否扩大数额，是否各方成员出资形成基金，并将基金规模扩大到足够满足危机紧急救援需求的程度。第二，需要重新考虑与 IMF 贷款条件性的挂钩比例问题。第三，需要解决实际操作中如何做到及时有效运作的问题，如，考虑建立快速决策方式和成立提、还款协调管理机构，以及建立为避免借款国经常性借款，滥用借款，避免道德风险的资金运用监督管理机构。如果各成员国对上述后续问题的解决达成共识，并形成协议，这就意味着 CMI 将走向传统的货币基金模式。

### 1、东盟的建议

CMI 下双边货币互换网络基本建成后，一些东盟国家对货币互换规模小、并且互换规模的 90% 与国际货币基金组织贷款规划挂钩感到不满，因此在不同的场合提出需要完善融资支持机制。东盟在其研究报告《区域自助与支持机制：超越〈清迈倡议〉》中，集中表达了这些想法，其要点包括：一是扩大货币互换规模，取消与 IMF 贷款规划挂钩；二是 ASEAN+3 国家应将一定比例的外汇储备存在其它成员国的中央银行，用于干预外汇市场、遏制短期资本流动对亚洲国家汇率的冲击，进而建立东亚集中管理的外汇资金库(Asian Currency Fund)。

### 2、日本的方案

亚洲金融危机爆发给日本进一步推动地区金融合作，并以此强化日元在本地区的主要货

币功能,在一定程度上替代美元在亚洲的控制地位提供了机遇。亚洲金融危机以来,日本提出了多种地区合作动议,上述各项动议主要是日本官方提出的。其中,亚洲货币基金(AMF)方案已经放弃;货币合作机制的一篮子方案存在很大分歧;只有发展区域金融市场的主张得到相对积极的回应,但除了由东亚及太平洋中央银行行长会议(EMEAP)于 2003 年推出亚洲债券基金(ABF1)外,其它种种方案仍在讨论阶段。

除了日本官方的积极态度之外,日本学术界关于东亚金融合作框架设计和汇率合作安排等问题的研究也相当活跃。近期由日本国际通货研究所(IIMA)牵头组织日本学界资深的国际金融、区域金融合作和汇率问题学者,联合提出了一项建立新的区域金融合作框架的设想,主要包括强化 ASEAN+3 机制和超越 CMI 的各种具体方案。

#### (1)中央银行参与 ASEAN+3 机制

目前,ASEAN+3 机制主要由各国财长参与,各国中央银行并没有正式参与机制的合作。但事实上,各国中央银行在提供流动性方面起着很大的作用。这是因为,在一些成员国中,汇率政策和外汇储备管理不是财政部的职能,而是中央银行的职能;而在另一些成员国中则相反。因此,IIMA 认为,中央银行参与 10+3 机制能够使这一机制更加完善。作为一个过渡形式,各国中央银行行长可以先作为非选举权代表(non-voting guests)参加 ASEAN+3 财长会议。然后可以进一步发展成为具有选举权的成员代表。

#### (2)加强区域监督

一个有效的区域监督机制要更注重技术分析和为成员国坦率的政策辩论创造良好的环境。同时,提供充分的激励使成员国愿意参加这一监督机制。为实现这一点,IIMA 主张建立区域性的紧急信贷防线(CCL),那些具有良好经济状况的成员国在发生危机时有资格获得流动性支持。

#### (3)设立监督与融资秘书处

为了提高监管效率和在危机发生后有效地提供适时的流动性支持,IIMA 建议成立 ASEAN+3 秘书处。这一秘书处将为 ASEAN+3 财长和中央银行行长提供高质量的和有深度的经济评论和估计,及时发现对区域经济具有影响的新问题和出现的脆弱性,并能提供有效的政策建议。IIMA 认为,这一秘书处应建立在一个政治经济稳定、社会设施良好,并对国际专家具有较大吸引力的国家。在初期,这一秘书处可以不采取正式机构的形式,随后根据需要可以演变为一个正式的机构。作为过渡阶段,日本、中国、韩国可以建立一个秘书处。

#### (4)邀请国际金融机构和私人部门参与

IIMA 强调邀请 IMF 和亚洲开发银行(ADB)以及世界银行等国际金融机构参加

ASEAN+3 机制的重要性,特别在初期对 CMI 机制的有效运转十分有利。同时,私人部门的参与,比如借鉴 OECD 的商业与工业顾问委员会(BIAC)的经验成立 ASEAN+3 的私人部门顾问委员会(PSAC),进一步推动私人部门在区域经济活动中的作用。

(5)建立区域融资安排:指定功能安排(earmarking arrangement)

为了扩大 CMI 流动性,并将 CMI 进一步多边化,IIMA 建议建立一个中期金融支持机制。在这一机制下,每个成员国当局必须明确承诺在危机发生时,在 CMI 现有条款之外共同提供一定数量的流动性。这一定数量的流动性是以外汇储备形式以指定功能形式存在的一种中期流动性支持。这种以承诺形式存在的指定功能安排是形成正式的储备汇集安排(reserve pooling arrangement)的前期形式。在这一安排下,ASEAN+3 秘书处将最终演变为一个更为正式的机构,提供监督报告以及起草融资条件性报告。如果能够做到这一点,可以考虑与 IMF 条件性脱钩的问题。当然,如何减少道德风险仍然是这一机制能否有效运转的重要前提。

(6)汇率政策协调

作为区域汇率合作的一个过渡形式,IIMA 建议,可以在本区域采用 G-3 篮子汇率安排。根据这一安排,东亚国家可以共同钉住由美元、日元和欧元组成的货币篮子。采用这一安排主要有两个好处。其一,与目前大多数国家采用的事实上钉住美元的汇率制度相比,钉住 G-3 货币篮子汇率安排可以稳定亚洲国家的实际汇率。根据 Ito、Ogawa、Sasaki(1998)的研究,如果亚洲国家采用钉住 G-3 货币篮子汇率制度,并采用最优钉住权数,亚洲国家的实际有效汇率能够更加稳定,从而避免对贸易平衡带来的大幅度冲击,保持贸易竞争力。其二,与事实上钉住美元的汇率制度相比,采用钉住 G-3 货币篮子制度可以避免资本过渡流动(Ogawa, Sun, 2001)。

在采用 G-3 篮子货币汇率安排的同时,IIMA 还建议设立地区共同的计价单位——亚洲货币单位(Asian Monetary Unit, AMU)。AMU 将由 ASEAN+3 成员国的 13 种货币组成。正如 1979 年到 1998 年间在欧洲货币体系(EMS)之下的欧洲货币单位(ECU)一样,每种货币在 AMU 中的权数应反映成员国的相对经济规模和经济业绩。AMU 可以用来衡量成员国汇率与地区平均水平的偏离程度,同时东亚各国应公布本国货币与 AMU 之间的汇率,并将 AMU 作为调整汇率政策的参照。由于各国在稳定地区间汇率波动时将本国货币与 AMU 之间的汇率作为参考,这就使得各国的汇率目标具有更大的波动区间。这样一种安排同样会避免区内竞争性贬值,有利于区内汇率的稳定。除了官方用途之外,AMU 也可以作为贸易投资的计价货币,以及包括股票和债券等金融资产的交易货币在私人部门广泛应用。

总之,日本在推动区域金融框架建设和区域汇率合作方面相当积极。这在一定程度上反映了日本积极争取在推动区域金融合作中的主动权。在中国还处于种种制度约束、金融市场仍欠发达,以及人民币资本项目不可兑换等限制条件下不可能在区域合作中起主导性作用之时,日本积极推动汇率合作,将极大推动日元在本地区的使用。以亚洲货币作为汇兑工具,初衷是要在整体上削弱对美元的过高需求。但从日本提出的设想看,通过创造日元为主要成分之一的一个货币篮子(G-3 篮子货币安排),主张亚洲经济体应该在基础贸易和储备管理和汇率政策协调中,将日元调整到与对日贸易权重相当的水平。同时,由于这一货币篮子中不包含任何其它东亚国家货币,而货币篮子又作为本地区汇率政策协调等问题的讨论基础和政策对话的重要组成部分,其结果很可能是增加日元的钉住货币功能。而对于那些资本项目未开放,或今后开放初期的流动性缺陷的国家的货币,在本地区汇率合作中将不会发挥主要作用。其结果可能是,美元在亚洲地区的地位将被日元部分取代。

事实上,在短时间内,在东亚国家之间很难就上述建议达成共识。各国目前对于 CMI 下一步的改革,在改革目标和具体措施上并没有形成一致的意见。对汇率合作的建议,尤其是 G-3 货币篮子汇率安排的建议,具有更大的争议。其中的核心问题是,对于那些在事实上采用钉住美元的汇率制度的国家来说,是否有必要放弃单一钉住美元制度改用一项共同的钉住汇率安排。对于在发展水平和金融市场发育程度等方面存在较大差距的国家来说,尤其对于仍然存在资本管制的国家来说,采用这一区域共同的汇率安排则存在更大的障碍。

### 3、我们的设想

进一步强化 CMI 驱动力源泉在于明确 CMI 的目标到底是什么。我们认为,作为东亚金融合作的起点,CMI 的推出是以东亚国家为建立流动性救援安排,应付大规模不稳定性的资本流为背景而建立起来的。其目标仅仅是防范和应付危机的流动性援助机制,这一目标不能作为高层政策对话的机制,更不能作为实现更深层次的货币合作的平台。我们认为,CMI 的发展应为中长期内实现以稳定汇率为目标的货币安排做准备,通过 CMI 建立起来的高层对话合作机制将为今后的汇率政策机制等宏观政策的协调提供一个不可或缺的重要平台和操作框架。

为此,强化 CMI 的具体措施主要包括两个方面。一是将信息交换和政策对话过程机构化(institutionalization)。这一机构化包括建立快速决策方式和成立提、还款协调管理机构;建立为避免借款国经常性借款,滥用借款,避免道德风险的资金运用监督管理机构。作为过渡阶段,可以在日本、中国、韩国之间建立一个秘书处。这一秘书处为 3 国财长和中央银行行长提供经济评论和估计,并能提供有效的政策建议。另一个强化 CMI 的措施是,考虑与

IMF 贷款条件性的脱钩的问题。事实上在 CMI 设立之初,一些国家就反对与 IMF 贷款的条件性挂钩。目前的问题是,如果要脱钩,多大比例是可行的,实现完全脱钩的条件是否具备。这一措施同样涉及到诸多技术问题。

### 三、地区政策对话和监督机制:松散且无效

建立地区内各国的政策对话和经济监督机制是区域金融合作的一个重要组成部分。与此同时,经济监督不仅仅包括成员国宏观经济金融条件和政策分析,还包括对经济中存在的种种脆弱性的辨别和提出适当的对策。目前主要的政策对话和监督机制包括 8 个区域性财政部部长和中央银行行长论坛。

#### 1、ASEAN 监督机制

ASEAN 监督机制建立于 1998 年 10 月。这一机制的建立第一次实现了在一个区域内由发展中国家组织建立起信息交换、政策对话,以及对可能出现的不利于成员国家经济的变动和事件提供政策建议。根据这一机制安排,ASEAN 财长每年就政策协调会晤两次,财政部和中央银行副手为其做准备工作。这一机制包括两个组成部分,一个是对主要经济与金融指标出现的各种非正常变动提供早期探测的监控机制;另一个是提供应对政策建议的互相检查机制。ASEAN 监督协调单位(ASCU)对成员国最近的经济和金融形式进行分析,并出版 ASEAN 监督报告(ASEAN Surveillance Report)。与此同时,亚洲开发银行(ADB)通过出版 ASEAN 经济展望(ASEAN Economic Outlook)和专题研究报告,以及提供技术支援来协助 ASEAN 监督程序的运行。

#### 2、马尼拉框架组(MFG)

MFG 是在 IMF、世界银行、ADB 和国际清算银行(BIS)的共同支持下成立的一个具有高层次监督对话机制的区域性合作论坛,主要由财政部和中央银行副手参与。尽管 MFG 为区域高层次政策提供了平台,但没有任何常设秘书处和自身资金来源,从 2003 年以来,会谈的频率从一年平均两次减少到一次。

#### 3、EMEAP

EMEAP 建立于 1991 年,由日本银行和澳大利亚储备银行统领建立。论坛的主要目的是促进区域监督和信息交换,以及促进金融市场的发展。它的主要活动包括中央银行行长的年会,副行长的半年会,以及三个工作组。由于没有常设秘书处,论坛的组织运作由成员中央银行轮流执行。从 1997 年以来,EMEAP 中央银行政策对话演变为 ASEAN 中央银行论坛

(ASEAN Central Bank Forum)。

#### 4、ASEAN+3 经济评论和政策对话

1997 年 12 月, ASEAN 10 国和中、日、韩第一次会谈共同商讨地区的和平、稳定和安全问题。1999 年 4 月, ASEAN+3 财长达成共识, 即通过 ASEAN+3 框架来加强东亚地区的自助机制, 并推动 2000 年 5 月建立 ASEAN+3 经济评论和政策对话(ASEAN+3 Economic Review and Policy Dialogue-ERPD)。在这一机制下, ASEAN+3 财长举行年会, 讨论政策问题和互换信息, 财政部和中央银行副手为年会做准备。ASEAN+3 ERPD 机制关注的重点问题包括在东亚地区协调宏观经济风险的管理、监测区域资本流动、增强银行业和金融体系、改革国际金融框架, 以及提高自助机制。与 ASEAN 监督机制相似, 由于没有独立的、专门的组织形式来为分析和评估工作做准备, ASEAN+3 ERPD 的运作缺乏效率。

总之, 各种政策对话机制普遍比较松散。比较而言, 在监督质量和政策对话的坦诚性方面, 目前的 MFG 比其它机制更有优势。而 ASEAN+3 框架下的监督机制改进方面面临的最大挑战可能在于如何提高运作效率。在如何强化政策对话机制、是否需要制度化安排来实现更有效率和更具约束力的对话平台等方面, 东亚地区尚没有一个被普遍接受的方案。

## 四、亚洲债券基金建立：地区金融合作的市场基础

亚洲各国提出建立亚洲债券市场的倡议, 表明地区金融合作已经从建立象征性和临时性危机防范应急安排, 发展到了更根本性的、旨在建立长远区域金融合作市场基础的本源上来。

### 1、推动区域债券市场动力

在推动区域债券市场的动力方面, 东亚主要国家在如下几个方面达成了共识: (1)快速发展的区内贸易和投资需要一个深度的、一体化的区域金融市场, 以及良好的金融基础设施。(2)1997 年爆发的亚洲金融危机充分表现出亚洲国家国内金融体系的脆弱性: 对银行体系的过度依赖, 以及以外币计值的大规模短期外债。发展区域债券市场在一定程度上可以解决这些国家对外债务中存在的期限配错和币种配错的问题, 同时可以帮助国内部门减少对银行业的过度依赖。(3)发展区域债券市场有助于在本区域内吸收各经济体大规模的外汇储备。这是因为本区域大量的外汇储备投向美国和欧洲市场, 而回流到本地区的储备往往以股票等风险资产形式投到本地区市场。(4)发展区域债券市场可以作为鼓励在本地区贸易和金融交易中使用本地区货币的第一步。事实上, 没有本地区货币参与的金融市场不是真正意义上的本地区市场。

发展地区债券市场的主要障碍是本地区大多数国家国内的债券市场欠发达,而且在一些低收入国家普遍存在资本管制。因此,发展地区债券市场的路径实际上应该包括两条:一个是发展国内的债券市场;另一个是发展区域债券市场。两者之间是互相促进的,特别对于那些国内金融市场处于初期发展阶段的国家来说,需要将一个有序的发展国内市场的计划纳入到参与区域市场发展之中。

## 2、各种倡议

在从各种货币合作倡议纷纷提出和相继消亡,发展亚洲债券市场成为当前东亚金融合作的热点,各种倡议层出不穷。例如,在 2003 年 2 月东京“AEASN+3 加强亚洲债券市场”非正式副手会上,日本、韩国、泰国和新加坡提出了加强亚洲债券市场的具体建议。其中日本提出建立“ASEAN+3”工作组,提出加强亚洲债券市场建议的具体内容:(1)亚洲各国应提高各国债券市场的流动性。(2)鼓励跨国公司和国际金融机构到本国发行本币债券。(3)推动资产担保证券。(4)在亚洲发行一揽子货币计值的债券。(5)建立“亚洲区域担保便利”,为各国以资产为抵押的债券打包后发行亚洲债券提供担保、货币掉期等便利。同时,积极利用 ADB 和日本已有的担保机制,为亚洲债券提供信用担保。(6)推动清算、结算、会计、信息披露等债券基础设施建设。

目前,日本、泰国、新加坡、韩国在亚洲债券市场的合作十分活跃。其中泰国的表现最突出,不仅在 10+3 范围内提出发展亚洲债券市场的主张,还借助香港在 EMEAP 框架下推出 ABF。此外,泰国还利用其倡导的亚洲合作对话机制(ACD)及今年担任亚太经济合作组织(APEC)轮值主席国的机会,提出利用多个国际合作机制、从不同方面推动亚洲债券市场合作的倡议,于 2003 年 6 月通过 ACD 外长会议发表了关于发展亚洲债券市场的《清迈宣言》。

对上述建议的讨论尽管十分热烈,但绝大部分建议尚缺乏可操作性。迄今为止,只有香港提出的 ABF 进入了实施阶段。近期香港金融管理局已开始推动建立第二阶段的 ABF(ABF2),主要设想是,筹资各方外汇储备资金建立母基金,与私人资本一道购买子基金的份额,将各国子基金分别投资于单个亚洲国家的本币债。亚洲开发银行提出了研究建立某种形式的统一的亚洲支付结算体系(AsiaClear,建立统一的支付结算体系,或实现各国支付结算体系互连)的建议。

## 3、亚洲债券基金的实施

2003 年 6 月 2 日,EMEAP 宣布与国际清算银行合作建立亚洲债券基金。该基金初始规模为 10 亿美元,由国际清算银行按特定基准进行被动式管理。该基金由 EMEAP 各经济体从其官方储备中出资建立,投资于 EMEAP 成员 8 个经济体(除日本、澳大利亚和新西兰以

外)发行的一篮子主权和准主权美元债券。

建立 ABF 的目的主要是通过两个机制提高金融的稳定性。首先一个机制是政策层面上的,是一个具有象征性意义的机制,即亚洲地区各中央银行通过设立共同参与投资的基金,表明他们进一步推动和加强地区金融合作的决心。因为,亚洲金融危机的教训之一是,在亚洲地区缺乏防范和应付危机的合作机制,而在接受来自国际货币基金组织等国际金融机构的援助的同时,在相当程度上受到这些机构以进一步自由化为原则的所谓“华盛顿共识”的制约。因此,在危机后,出现了各种亚洲货币合作的构想和建议,比如,日本于 1997 年提出了“亚洲货币基金构想”,但因为遭到美国和国际货币基金组织的反对而搁浅了;2000 年 5 月,由东盟 10 国与中国、日本和韩国签署的“清迈动议”,随后在东盟 10 国、中国、日本和韩国之间开始签署一系列双边互换协议。这一合作形式在事实上成为了目前亚洲货币合作的制度基础。现在,亚洲债券基金的推出,应该说将这一地区的金融合作又向前推动了一步。这种加强合作的决心,有利于提高这一地区金融的稳定性。另一个机制是经济层面上,通过推动亚洲地区债券市场的发展,减少亚洲地区对银行体系过度依赖所带来的金融体系的脆弱性。由于亚洲债券基金立足于扶持本地区债券市场的发展,发展直接融资,可以改变这一地区对银行业过度依赖的状况,有利于金融体系的稳定性。同时,ABF2 将推出以本地区为主要交易计值货币的债券,这将有助于培育本地区的载体货币,从而摆脱对美元的过度依赖。

## 五、总结

东亚金融合作的根本目标,是以高度的经济一体化、紧密的政策协调、一致的政治承诺为基础而建立起来的东亚货币联盟。然而,从目前的合作形式看,东亚国家距离实现这一长远目标还有很长的路要走。CMI 的建立无疑是东亚金融合作良好的开端,而 ABF 的推出,则为东亚金融合作培育了更为坚实的市场基础。但是,仍然存在一系列障碍因素,而且这些因素会随着合作程度的加深而越发突出。比如:历史、文化、宗教、政治体制、经济体制和经济开放程度的差距;东亚金融联系更有全球导向,从而愿意在全球市场范围内平滑汇率风险。

中国独特的大国地位,使得“中国因素”一方面在整个区域金融合作中的影响力增强,另一方面,中国欠发达的金融市场、资本项目的管制,以及人民币汇率制度的调整等,将成为中国参与东亚金融合作,进而成为推进区域金融合作的不确定性因素。

东亚金融合作更为根本的障碍因素,是目前东亚地区缺乏领袖国和共同的政治愿望。很

明显,东亚地区不存在像西半球中具有领袖地位的美国,也不存在具有对称合作性质的国家联盟,如欧洲的德法联盟。此外,共同的政治承诺和妥协在东亚往往是实现金融合作长期目标能否实现的关键。欧洲一体化的真正推动力正是来源于共同的政治利益。可以说欧洲的一体化初始于欧洲国家的政治一体化的需要;而东亚地区的情形不同。亚洲的合作动力主要来源于金融危机的冲击,来源于预防和应付危机的传染性这一共同的经济利益。当金融合作推进到一定程度,尤其是进入货币合作阶段,各国面临是否放弃货币主权的时候,共同的政治利益起确定作用。因此,东亚国家能否真正达成政治承诺是实现东亚金融合作框架长期目标的关键。

#### 参考文献:

1.Eichengreen, Barry, "What to Do with the Chiang Mai Initiative," prepared for the Asian Economic Panel Meeting in Tokyo, May 2002.

(<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/research/eastasiawoo3may16-02.pdf>)

2.IIMA (Institute of International Monetary Affairs), "Towards a Regional Financial Architecture for East Asia," presented at The ASEAN+3 Research Group Workshop and Meeting, Mar. 16-17, 2004.

3.Ito, Takatoshi, "New Ideas Needed to Foster Asian Bond Market," Jul. 17, 2003, Glocom Platform. ([http://www.glocom.org/opinions/essays/20030717\\_ito\\_new/index.html](http://www.glocom.org/opinions/essays/20030717_ito_new/index.html))

4.Ito, Takatoshi, Eiji Ogawa and Yuri Sasaki, "Establishment of the East Asian Fund," Institute for International Monetary Affairs (ed.), *Stabilisation of Currencies and Financial Systems in East Asia and International Financial Cooperation*, 1999.

5.Kawai, Masahiro, "Toward a New Regional Financial Architecture in East Asia", *Hanyang Journal of Economic Studies*, Vol. , No. 2 (Nov. 2002).

6.Kawai, Masahiro, "Regional Economic Integration, Peace and Security in East Asia," revised paper presented to the ECAAR Session on "Real Homeland Security," held during the Allied Social Sciences Annual Meetings, San Diego, Jan. 3-5, 2004.

7.Kuroda, Haruhiko and Masahiro Kawai, "Strengthening Regional Financial Cooperation in East Asia," revised paper presented to the Seminar on "Regional Economic, Financial and Monetary Cooperation: The European and Asian Experiences," organized by the European Central Bank in Frankfurt am Main, Apr. 15-16, 2002.

8.Ogawa, Eiji and Lijian Sun, “ How were Capital Inflows Stimulated under the Dollar Peg System?” in T. Ito and A. O. Krueger eds., Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences, University of Chicago Press, 2001.

9.Ogawa, Eiji and Takatoshi Ito, “ On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement,” Journal of the Japanese and International Economies, 16, 2002.

10.Oh, Gyutaeg and Jae-Ha Park, “ Fostering Asian Bond Markets using Securitization and Credit Guarantee”, 2003.([www.mof.go.jp/english/if/seminar/20030301e.pdf](http://www.mof.go.jp/english/if/seminar/20030301e.pdf))%

11.Park, Jae-Ha, “ Prospects for Regional Financial Cooperation in East Asia,” presentation at the Government of Japan/ABAC Japan symposium on “Regional Cooperation in East Asia, ” May 16, 2003.

12.高海红：《端详亚洲债券基金》，载《经济参考报》，2003年6月25日。

（整理：时国英）

中国社会科学院世界经济与政治研究所网站 <http://www.iwep.org.cn> 制作

详细分析见 Kawai(2002)；Kruza and Kawai(2002)；Kawai(2004)；Ito 2003、Ogawa and Kawasaki(2003)；Oh and Park(2003)。

详细分析见 Kawai(2002)和 Kuroda and Kawai(2002)。

这是 CMI 的核心，最初由日、韩提出在中、日、韩三方财金合作框架下建立，最后在中国的引导下推广到 10+3 框架下实施。

详见 Park(2003)和 Oh and Park(2003)。

亚洲金融危机的一个教训是，许多国家金融体系的弱点之一是对银行体系的过度依赖。这表现为国内信贷占 GDP 比重较高。亚洲大部分国家都具有这种特征。比如，1996 年，泰国、韩国和新加坡的国内信贷与 GDP 的比重分别高达 157%、134%和 114%，中国的数字是 96%，远远高于拉美的智利、墨西哥、巴西和阿根廷，以及除了英国以外的主要发达国家，如美国、法国和意大利等。由于对银行的过分倚重，容易产生银行体系的系统性低息贷款，从而刺激信贷的过度增长。这种信贷过度增长会因在一个开放的资本项目环境下被进一步放大，从而使信贷质量很难得到保障。同时，由于资本市场相对落后，银行业并没有在一个充分竞争的环境中发展，国内银行往往缺乏竞争力。一旦本国银行业对外开放、外国银行进入本国市场时，脆弱的本国银行业很容易被击垮。这种脆弱性在金融危机中表现得相当明显。