

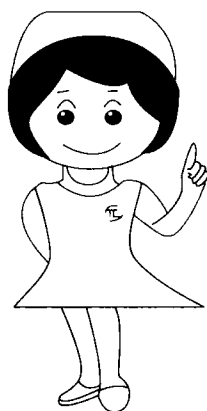
孙 杰 著

区域经济一体化： 基于区域债券市场的研究

**REGIONAL ECONOMIC INTEGRATION:
AN ANALYSIS BASED ON REGIONAL
BOND MARKET**



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



新编护理质量持续 改进指南

XINBIAN HULI ZHILIANG CHIXU
GAIJIN ZHINAN

主 编 李 冰 侯明珍

副主编 刘 志 舒晓青 崔丽萍

主 审 刘 志 孙俊红

编 者 (以姓氏笔画为序)

马国珍 王 璐 王冬梅 韦素琼

韦莲丝 韦莲素 方 玲 尹 晶

李 丹 李 平 李 赞 杨美华

张 默 周 虹 周淑艳 胡立红

高丽平 龚文妍 韩树杰 舒晓青



人民军医出版社

PEOPLE'S MILITARY MEDICAL PRESS

北 京

图书在版编目(CIP)数据

区域经济一体化：基于区域债券市场的研究/孙杰著.
—北京：社会科学文献出版社，2013.1
ISBN 978-7-5097-4046-0

I. ①区… II. ①孙… III. ①债券市场-研究-亚洲
IV. ①F833.05

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 289399 号

区域经济一体化

——基于区域债券市场的研究

著 者 / 孙 杰

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 皮书出版中心 (010) 59367127

电子信箱 / pishubu@ssap.cn

项目统筹 / 邓泳红 周映希

经 销 / 社会科学文献出版社市场营销中心 (010) 59367081 59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

责任编辑 / 周映希

责任校对 / 王洪强

责任印制 / 岳 阳

印 装 / 北京鹏润伟业印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

版 次 / 2013 年 1 月第 1 版

印 次 / 2013 年 1 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-4046-0

定 价 / 69.00 元

印 张 / 22.75

字 数 / 358 千字

本书如有破损、缺页、装订错误，请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

自序

每次看着刚刚打印出来的厚厚书稿，长长地出一口气，享受完成一本书写作后轻松、喜悦和满足的时候，回顾全书从酝酿到最终成稿，特别是在写作时提出每一个假设时的忐忑心情以及这些假定得到数据支持后的欣喜，总有一些难得的体会和感悟。

这次有所同，亦有所不同，遂成此序。

我对东亚货币合作的兴趣始于亚洲金融危机之后，当 AMF 提议受到质疑和否定以后，更激起了自己的兴趣，并且在一些国际研讨会中不断表达我对区域货币合作的憧憬式设想。但是，现在回想起来，当时的这些设想无疑非常粗糙，缺乏必要的技术细节论证，属于泛泛而谈，很难说具有明确的学术价值。在此后相当长的一段时间内，尽管由于种种原因，个人的研究兴趣不断转换，在客观上丰富了自己的知识储备，但是一直没有一个合适的机会促使我重新拾回对东亚货币合作的纯学术研究。

第一次转折发生在 2005 年。当时，我的同事陈虹邀请我参加一个专门研究东亚货币合作的国际项目，合作方是研究东亚货币合作的知名学者，日本一桥大学的小川英治教授。小川教授的研究伙伴包括当时在日本官方颇受重视的伊藤隆敏以及活跃在国际机构的河合正弘，但是，

他始终坚守自己对东亚货币合作的学术追求，并且带领他的弟子在相关研究的技术细节上不断深化，给我留下了深刻印象。所以，我欣然参与了这个为期3年的项目。在这三年中，我多次在日本不少政府部门和研究机构间走访，加深了对东亚货币合作的认识，既看到了希望，也发现了困难和迷茫。结合当时我的研究方向，我在课题研究中的分工是亚洲债券市场。

为了更好地督促自己完成这项我始终充满兴趣的研究，2006年本人申请了中国社会科学院重点课题“区域债券市场发展的比较研究”。在2008年上半年完成了与小川教授的合作以后，我开始着手撰写课题书稿。那时，虽然我的研究已经涉及债券市场的CDS并对这种债券衍生工具留下了深刻印象，然而，随着2008年发端于美国的次贷危机演变为全球金融危机，特别是此后对雷曼破产具体过程的了解，我意识到我的课题必须延期了。因为如果不对2008年的全球金融危机有一个深入理解，对现代债券市场的发展就不可能有全面和准确的判断和理解，对区域债券市场发展的研究也就无从谈起。

第二次转折发生在2009年，当时我获得一个到日本亚洲经济研究所做访问研究员的机会。这个项目是申请人自报选题，因此我还是选择了对亚洲债券市场的研究。当时我对能否获得这个机会并不是特别在意，所以在申请表中申请理由一栏也就非常随意且直率地写到，能够摆脱在国内日常工作时的各种打搅，专心自己感兴趣问题的研究。当时我自己也没有意识到这样一种状态对于一个研究者来说是多么的重要，但是从我到达日本的第一天，我就回到了“住所-研究所-超市-住所”这样三点一线式的简单生活，犹如回到了学生时代，简单而宁静，使我能够不受任何打搅，全身心投入到自己感兴趣的学术研究中。其间，我静下心来阅读了大量文献，掌握了相关研究中常用的技术手段，处理了大量数据，最终完成了研究报告，并且就东亚货币合作的技术细节与小川教授的研究团队做了交流，弥补了当时合作3年时的遗憾。回国以后，

我还尝试使用这些技术手段发表了一篇英文论文，对人民币汇率问题进行了应用性研究。

第三次转折是欧元区的主权债务危机。在研究东亚货币合作的过程中，欧元的成功经验无疑是研究者心目中的一个标杆，以至于在区域货币篮子的设计细节上，EMS 和欧元的具体做法一直是一个重要的参考。欧元区主权债务危机给东亚货币合作带来的巨大挑战在于，如果我们承认东亚经济一体化落后于欧元区的现实，如果我们发现欧元区的主权债务危机实际上可能与欧元区运行机制本身存在的问题相关，或者说欧洲始终也没有能够处理好区域货币合作的内在矛盾，那么东亚货币合作的艰巨性可能是超乎想象的，或者说暂时还是遥不可及的。至少，欧元运行中的问题就成了东亚货币合作中必须汲取的教训。因此，欧元区主权债务危机的冲击吸引了我的注意力。应《欧洲研究》之约，我撰写了一篇探讨区域货币合作中不对称性的论文，而这个问题正是我在亚洲经济研究所的研究伙伴渡边真理子研究员鼓励我重点关注的一个研究方向。事实上，在这方面的研究为本书的写作提供了一个非常重要的视角。

其实，我在 2005 年完成了《资本结构、治理结构和代理成本》一书的写作之后，逞一时之意气，在 2006 年用半年时间又参与了一套有关投资者保护丛书的写作并顺利完成。于是难免有些飘飘然，准备在 2008 年再用半年时间一举完成院重点课题的书稿写作。应该说，那时我对区域债券市场问题自认为已经有了一些研究，只需要重新进行梳理和组织即可。但是真的开始写作时，我突然感到力所不及，以至举笔维艰。我深刻地感受到写作远不是平时谈笑间所戏言的码字那么简单。没有学术积累不行，积累不够也不行，单凭热情更不行。因此，在勉强完成了大部分书稿以后，我觉得除了有必要停下来关注 2008 年全球金融危机的原因之外，仅从学术积累的角度，我也感到必须延期课题，再深入探索才是一种严谨的研究态度。如前所述，到了 2011 年中，经过 3

年的重新积累，在结项压力之下用了3个月的时间重新改写，最终完成了初稿的全部写作。

通过3年来对东亚货币合作，特别是汇率合作机制的研究，以及对欧元区主权债务危机给东亚带来启示的认识，此时的书稿已经在一定程度上摆脱了仅就债券市场看区域合作的单薄框架，对区域债券市场发展的认识增加了更多的视角。当然，我也知道，3个月一蹴而就的书稿还需要再磨砺才能拿出来。因此在与出版社签订出版合同的时候我有意推迟了半年时间。

2011年，我在申请中国社会科学院长城学者资助计划的时候，确定了区域货币合作和政策协调的研究方案，也为本书进一步明确了主旨思路。从区域债券市场的单纯研究角度逐渐扩展，最终确定了本书的书名：《区域债券市场与区域经济一体化》。而这也成为我最后修改书稿时的最终框架结构和落笔时铭记于心的研究指向。

正当我准备全身心投入书稿修改时，根据工作需要，我再次被安排回到了《世界经济》编辑部。虽然12年前我在那里也工作过，但是时过境迁，学术的发展和学者的更迭，“悟已往之不谏，知来者之可追。实迷途其未远，觉今是而昨非”，只能全部身心投入于当前的工作。直到2012年6月在社会科学文献出版社周映希女士的提醒下，才忙里偷得几回闲，终成此稿。

值得指出的是，本书的一个突出特点可能是没有得到一个有关东亚区域债券市场发展的肯定性结论，相反，其结论在很大程度上是否定性的。这在很大程度上是出乎我本人意料的，也许这就应该是科学研究的常态。

导 言

1997 年亚洲金融危机以后，人们开始思考造成危机的深层次原因。在银行资产发达而债券市场落后的情况下，以银行间接融资为主的东亚金融体制虽然方便了政府实施产业政策，但是对银行体系的过度依赖也成为导致亚洲金融体系脆弱性的一个主要根源。

在很多新兴市场经济中，由于国内缺乏具有流动性的长期投资工具，微观上主要表现在金融机构资产负债表中资产和负债的期限错配，而宏观上则表现为整个金融体系面临不平衡发展的风险。这种情况在主要依靠投资增长来推动经济增长的新兴市场上表现更加明显。事实上，由于新兴债券市场基础设施不足，过多的政府审批，低效的债务管理，以及管制、税收等方面的原因，国内债券市场规模小，流动性低，国际机构投资者难于参与，国内的机构投资者也远离国内债券市场。结果，新兴债券市场的流动性和基础设施的发展反过来又受到进一步约束。因此，从 2003 年开始，推动亚洲区域债券市场的发展作为一个具体的任务被纳入亚洲金融合作的日程。

1999 年欧元创立以后，欧元区债券市场的发展为亚洲发展债券市场提供了有益的借鉴。世界银行也开始在全球范围内推动新兴经济体债券市场的发展。为了对不少新兴市场经济体通过发展本国债券市场以实

现金融发展和金融稳定的强烈愿望做出回应。2007年9月，世界银行提出了名为“全球新兴市场本币债券规划（GEMLOC）”，旨在通过加速市场基础设施建设，推动抵押和资产支持的融资，吸引当地和国际投资者来投资发展中国家的本币债券，提高市场流动性，特别是推动公司债市场的发展。

毫无疑问，发展债券市场不仅是亚洲从金融危机中反思出来的深刻教训，也已经在国际组织的支持下成为一种新兴市场的世界趋势。在新兴市场各国自身债券市场规模有限的情况下，通过区域债券市场的发展又成了一种合理的选择。当然，区域债券市场的发展是建立在区域内各国债券市场发展基础上的，因此研究区域债券市场的发展必然离不开对区域经济一体化的研究。在EMS和欧元诞生以后，欧洲债券市场得到了明显发展，而在这个发展过程中，EMS和欧元对欧洲债券市场的整合与发展的推动作用显然是不可忽视的。

我们的研究将着眼于东亚区域债券市场的发展，为什么有各国政府参与，ADB（亚洲开发银行）力推，有ABF机制化合作的AMBI最终不了了之？为什么贸易一体化、FDI（外商直接投资）一体化程度很高的东亚金融一体化程度很低？为什么东亚近年国内债券市场发展令人满意，但是区域债券市场发展却迟迟难以起步？市场基础设施究竟都包括什么内容？区域市场基础设施的整合对于区域债券市场的发展有多重要？从国际和区域比较的角度看，究竟是什么因素促进了欧洲债券市场的发展？对亚洲债券市场的发展又有什么启示？目前阻碍东亚区域债券市场发展的主要障碍是什么？影响债券市场发展众多因素，特别是在影响区域债券市场发展的众多因素中，哪些因素最值得我们重视？当前的欧洲主权债务危机给区域债券市场的发展带来了哪些新的启示？如何看待区域经济一体化与区域债券市场发展之间的关系？

本书试图回答上述问题。

本书的基本框架非常简单。首先探讨国别债券市场的发展，然后在

此基础上重点研究区域债券市场的发展问题。对于影响国别债券市场发展的因素，我们主要从宏观金融结构和微观公司融资决策两个角度展开分析，之后对欧洲和亚洲部分国家债券市场的发展进行回顾和比较。对于区域债券市场的发展，我们则是先讨论欧元区债券市场的发展、整合与一体化过程，再研究亚洲经济一体化与东亚债券市场发展的现状、问题和条件。随后我们从欧洲主权债务危机看伴随经济一体化过程而给区域债券市场发展带来的挑战。

从具体的章节安排看本书的逻辑顺序是：第一章主要从金融发展和金融结构的角度来说明债券市场发展规律和现状，第二章从公司融资行为的角度说明债券市场发展的微观基础和环境，第三章从世界主要国家债券市场发展的历史看债券市场自身的发展规律，第四章研究了欧元创立以后欧元区区域债券市场的发展及其对欧洲经济一体化的影响，第五章研究东亚经济一体化的进展，第六章通过对欧洲与亚洲的比较，说明区域债券市场发展与区域经济一体化，特别是区域内各国主要宏观经济指标之间的联动性之间的关系。

在第一章我们从戈德史密斯（1969）的分析框架和结论回顾了金融发展和金融结构变化的一般规律，指出了债券融资，特别是公司债相比银行融资需要更完善的市场制度建设，因而在不少新兴市场国家，债券市场的发展相对滞后。另外，与银行融资相比，债券市场的发展不仅能够满足对不同金融工具的需求，更有利于金融体系的稳定。对2007～2008年金融危机的分析，令我们认为危机的原因不在于债券市场的发展，甚至也不在于衍生型债券（如ABS和CDO）和债券市场上的衍生型金融工具（如CDS），因此，不能因为金融危机否定债券市场发展的必要性。

第二章我们从微观角度研究公司的融资行为。毫无疑问，如果在公司融资中倾向于使用债权融资，那么债券市场的发展就是一个自然的结果。如果说公司治理结构的完善是债权融资兴旺的一个微观因素和前

提，那么资本市场上对投资者保护的法律环境又是一个必要的外部因素。加之在公司债权融资期限结构的选择问题上，最主要的决定因素还是公司的治理结构。从这三个角度来解释以东亚为代表的新兴市场国家的公司融资行为，就不难理解东亚公司的股权融资偏好，以及为什么短期银行债权融资盛行，而长期债券融资需求的不足也抑制了新兴市场债券市场的发展。总之，东亚公司治理结构和对投资者权益保护的不足导致东亚债券市场发展缓慢。

我们发现，尽管在关于公司融资决策和债务融资中对期限结构的选择方面有很多理论假说，但是核心可以归结为两点，即业绩和代理成本因素。解决代理成本问题需要完善公司的治理结构，而比单纯的业绩指标更重要的则是股东收益，治理结构同样将影响在业绩既定的条件下股东的收益。除了微观层面的公司治理外，资本市场对投资者权益保护的法律环境也是影响债券市场发展的重要因素。结合对以东亚为代表的新兴市场国家的公司治理和投资者保护状况的分析，我们就不难理解东亚债券市场发展缓慢的原因就在于公司治理结构和对投资者权益的保护问题上。

第三章回顾了世界主要国家债券市场发展的历史。世界各国债券市场发展普遍出现的国债市场先行能够为整个资本市场提供基准利率水平，是金融市场有效运行的基本条件。问题在于，债券市场的发展，特别是从我们所强调的私人部门的一般公司债的发展来看，其实已经不仅是新兴经济体所面临的问题，而是世界各国所共同面临的问题。当然，大多数发达国家由于其经济规模比较大，因此其债券市场一般都可以达到保证市场流动性的门槛规模。欧洲小国也在 EMS 和欧元条件下借助区域债券市场的发展克服市场规模的问题。相比之下，不少东亚国家也面临债券市场发展的规模问题，东亚区域债券市场建设肯定是一种已经得到证明的解决方案。但是，从目前看，亚洲债券市场的发展距离真正实现整合区域债券市场基础设施的初衷还很远。另外，相对于同样银行

主导的欧洲金融体系来说，在东亚赶超型经济增长模式下，由于政府也发现银行是贯彻其产业政策的有效手段，因此在东亚，不仅银行体系相对发达，而且政府在银行的地位也非常重要。结果，以市场机制为基础的债券市场，特别是公司债券市场的发展还难以找到适于自身的环境。

第四章重点研究了欧元创立以后欧元区区域债券市场的发展及其影响。必须承认，欧元区债券市场的发展具有得天独厚的条件。欧洲大陆各国之间的交往非常密切，文化的融合和相互了解程度很高，在公司治理理念和实践以及在金融市场上对投资者的法律保护程度也比较接近，各国债券市场发展的水平也大致相似。从 EMS 到欧元的发展更将欧洲国家之间的经济一体化水平提到了一个新的高度。在这种背景下，欧元区区域债券市场建设的主要关注点自然放在了以交易和结算系统为代表的市场基础设施的建设上。从这个意义上说，欧元区发展区域债券市场的初始条件是包括东亚在内的世界其他地区所不具备的，尽管欧洲与东亚同为银行主导的金融体系，但是欧元区区域债券市场发展的经验可能还难以被当前世界其他地区直接吸取和借鉴。但是毫无疑问，欧元区债券市场发展给世界其他地区提供了一个成功的案例，开辟了一条成功的道路。

第五章研究东亚经济一体化的进展。虽然东亚经济一体化在最近 30 年来取得了令人瞩目的巨大发展，但是理性数据显示，无论是从区域贸易占比、区内产业内贸易，还是区内组合投资的发展水平看，东亚与欧元区还存在非常明显的差距。我们对东亚汇率合作进行的模拟分析显示，尽管从名义汇率来看，东亚主要国家之间的趋同性比较明显，但是表现在实际汇率上的离差却相当明显。造成名义汇率趋同的原因主要是东亚主要国家的货币在不同程度上事实上钉住了美元，而实际汇率的离差则意味着东亚各国之间在经济基本面方面的差距造成了区域经济一体化的障碍。而东亚各国普遍采取的资本管制、各国货币之间的汇率风险缺乏有效的管理手段以及市场基础设施的差异等造成了区域金融一体

化的障碍。显然，在这种情况下，东亚区域债券市场的发展就显得困难重重。

第六章首先回顾了有关文献，发现这些研究都证明区域债券市场的发展也会提高区域经济一体化，特别是区域内各国主要宏观经济指标之间的联动性，从而反过来进一步推动区域经济的一体化程度，降低区域宏观经济政策的难度。各国政府宏观经济形势的趋同，特别是财政政策和货币政策以及国债发行的趋同，则有助于使区域内各国政府的国债负担和利率水平趋同，最终达到区域各国国债收益率水平和货币市场利率水平的趋同。而区域内基准利率水平的趋同则是建立区域债券市场的一个最基本的条件。但是，欧元区发生的主权债务危机显示，即使在区域经济一体化发展程度很高以后，区内经济的不对称性也会使得区内各国的宏观经济形势出现分化，在欧元区的货币政策统一以后，各国的宏观经济调节手段只能集中于财政政策，导致各国财政负担日益分化，最终造成了欧元区的主权债务收益率的分化，从而侵蚀了欧元区区域债券市场发展的根基。而与欧元区相比，东亚各国之间在几乎所有的宏观经济指标上的差异更大。这一方面意味着在东亚实现货币和金融一体化的难度，而另一方面也预示着即使东亚实现了货币一体化，也实现了区域债券市场的发展，其可持续性也将面临比欧洲主权债务危机更频繁、更严重的挑战。

尽管无论从发展趋势还是目前的发展水平来看，东亚债券市场发展的相对程度与欧元区没有显著差距，因此不应该对东亚债券市场的发展过于悲观；但是，与欧元区相比，由于东亚更不对称、区域汇率协调和区域货币还遥遥无期，因此未来东亚区域债券市场的发展更不容乐观，面临的困难和挑战也比欧洲更多。

毫无疑问，使用美元作为区域债券市场的计价和结算货币依然不能改变东亚金融发展的原罪，也不能消除货币错配，不利于区域经济的自主和稳定。而期待像欧元区那样通过创立区域统一货币来推动东亚区域

债券市场的建设，显然又难以在短期内甚至中期内实现，因为推动东亚的区域债券市场的发展只能采取依托区内大型经济和大型债券市场，采取跨境发行和跨境交易的方式。显然，如果说当前基准利率水平不统一的欧元区债券市场还不是一种真正的和理想的区域债券市场，那么当前东亚区域债券市场的发展目标可能距离理想状态更远，但是这并不妨碍推动政府间主导的货币互换来规避债券融资的汇率风险，改善东亚的金融结构。

即使是这样的区域债券市场建设，也必须依赖于东亚各国经济政策的重大调整，比如开放国内债券市场、开放对资本项目下资本流动的管制、开放外汇市场、整合区内债券市场的基础设施（包括市场制度、交易和结算体系、信用评级、会计标准等）。这些对于东亚各国来说，不仅本身是非常艰巨的任务，而且更重要的是这些政策调整本身就可能给宏观经济稳定带来更大的冲击，必须坚定而谨慎才有可能成功。

目 录

导 言	1
第一章 金融发展与金融结构：债券市场发展的宏观视角	1
第一节 金融结构、金融发展和经济发展：理论视角	1
第二节 对亚洲金融危机的反思：银行主导的金融体系究竟是 如何导致金融危机的	19
第三节 银行和债券的协调发展：国际视角	26
第四节 后危机时代的金融工具与金融发展	41
本章小结	62
第二章 公司治理与融资决策：债券市场发展的微观视角	65
第一节 融资决策和资本结构的决定因素	65
第二节 投资者保护与债券市场的发展	82
第三节 债权融资的期限选择	105
本章小结	117
第三章 债券市场发展的国际比较	119
第一节 债券市场发展的简要历史回顾	119
第二节 韩国债券市场	139
第三节 马来西亚债券市场的发展	153

第四节 东亚国家的金融结构和债券市场的发展趋势·····	162
本章小结·····	180
第四章 欧元区债券市场的发展和区域债券市场一体化·····	183
第一节 从欧元诞生到欧洲债券市场的发展·····	184
第二节 欧洲债券市场基础设施的整合·····	196
第三节 欧洲债券市场的发展和影响·····	206
本章小结·····	216
第五章 亚洲经济的一体化与东亚债券市场的发展： 与欧洲的比较·····	218
第一节 对区域经济一体化的一般认识：基于贸易的视角·····	218
第二节 从东亚生产网络到亚洲经济一体化·····	232
第三节 外部冲击与汇率合作：汇率合作是债券市场 一体化的条件吗·····	243
第四节 东亚金融市场一体化的滞后发展·····	253
本章小结·····	262
第六章 经济一体化、不对称性的挑战和区域债券市场发展·····	263
第一节 欧洲经济一体化和债券市场发展·····	263
第二节 欧元区主权债务危机的启示：区域经济 一体化中的不对称性·····	276
第三节 亚洲与欧洲的比较·····	292
第四节 东亚建立区域债券市场的挑战·····	311
本章小结·····	313
全书结论·····	315
参考文献·····	319

第一章 金融发展与金融结构：债券市场发展的宏观视角

一般来说，不同的金融工具在期限、收益、风险和对公司治理结构的影响方面都是不同的，由此可以满足不同的融资和投资需求。在经济发展的不同阶段，由于投资特点和融资需求的不同，对金融工具的需求也是不同的。此外，金融市场的基础设施也决定或制约着不同金融工具的发展。因此，伴随不同经济发展阶段而表现出的不同阶段的金融发展特征就意味着金融结构的变化。从大的方面看，金融结构主要包括股权和债权两类融资工具，而债券市场的发展就是债权融资的一种具体形式。

第一节 金融结构、金融发展和经济发展： 理论视角

戈德史密斯（1969）最初就经济发展、金融发展和金融结构之间的关系进行了经典分析，提出金融发展就意味着金融结构变化的重要判断，并成为金融发展的重要文献。他认为，对于经济发展和金融分析来说，各种金融机构及其相应的金融工具的规模、比例及其影响是一个非常重要的研究角度和研究方法，而金融结构指的就是各种金融工具和金融机构的相对规模。