

文库

主编：邓力平 庄宗明

东亚区域金融深化： 由金融合作走向货币 合作的路径

The Regional Financial Deepening in East Asia: the Road From Financial Cooperation to Monetary Cooperation

杨 权 著

由金融合作走向货币合作的路径

东亚区域金融深化

由金融合作走向货币合作的路径

金融深化



经济科学出版社
Economic Science Press

东亚区域金融深化： 由金融合作走向货币 合作的路径

The Regional Financial Deepening in East Asia:
the Road From Financial Cooperation to
Monetary Cooperation

杨 权 著



经济科学出版社
Economic Science Press

责任编辑：吕 萍 陈 静

责任校对：王苗苗

版式设计：代小卫

技术编辑：邱 天

图书在版编目 (CIP) 数据

东亚区域金融深化：由金融合作走向货币合作的路径/
杨权著. —北京：经济科学出版社，2008.9

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7548 - 7

I. 东… II. 杨… III. 金融—国际合作—研究—东亚
IV. F833.106

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 143002 号

东亚区域金融深化：由金融合作走向货币合作的路径

杨 权 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16 开 12.25 印张 190000 字

2008 年 9 月第 1 版 2008 年 9 月第 1 次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7548 - 7/F · 6799 定价：20.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

厦门大学世界经济与国际贸易 学者文库

主 编：邓力平 庄宗明
编 委：邓力平 黄建忠 黄梅波 林季红
 彭水军 张明志 郑甘澍 庄宗明

总 序

中国改革开放走过了整整 30 个年头。无论对中国还是对世界而言，过去的 30 年都是不平凡的，因为 20 世纪后半叶以来中国与世界最为重大的变革集中发生在这一时期。中国经济高速增长取得的巨大成就自不待言，苏联和东欧国家经历政治剧变后经济起伏震荡，西方世界经济在经历“滞胀”时代后也演绎出一个全新的格局。世界经济的全球化浪潮与中国经济的国际化进程如期而遇，终于汇成了 21 世纪初期人类经济文明最为壮观的历史画卷。

如果说，改革开放是中国不断自觉地增加经济活动中的世界元素的过程，那么 2001 年中国“入世”以来，世界经济中的中国元素增加之快则令各方或觉惊喜、或言诧异、或感意外。中国在过去 30 年所实现的经济增长和社会进步是史无前例的，但是我们清醒地认识到，在当前和今后相当长的历史阶段上，我国也面临着前所未有的巨大挑战，包括经济增长中日益趋紧的外部资源和市场约束、日益显现的内外经济失衡以及由此引发的全球贸易与金融、货币乃至制度领域的全面协调需要等。今天的中国和世界越来越趋向于选择理性的对话和跨制度的合作，竭力在世界经济复杂多变的不确定性形势中共同把握大的战略趋势。一些著名世界经济专家曾经将中国和美国比喻为世界经济的“双引擎”；中国政府与美国、日本、欧洲（各国）、俄罗斯等大国及国际社会的战略协调日益热络；中国企业参与国际金融、资本市场活动和能源、资源、商品市场合作的规模及范围不断扩大。在这样的现实背景下，中国与世界的相互影响达到了前所未有的程度。

党的“十七大”报告指出，中国的发展离不开世界，世界的繁荣稳定也离不开中国，我们要继续拓展对外开放的广度和深度，提高开放型经济水平。具体地说，要扩大开放领域，优化开放结构，提高开放质量。要完善“内外联动、互利共赢、安全高效”的开放型经济体系。这些都为世界经济与国际贸易的理

论研究提出了新的研究课题。为适应这一理论与实践发展的需要，以厦门大学经济学院世界经济和国际贸易学科的一批中青年学者为主，由经济科学出版社提供支持，通过严格的审稿和质量把关，将陆续推出一套厦门大学世界经济与国际贸易学者文库。

厦门大学世界经济与国际贸易学科拥有一支教学与科研素质较高、年龄与学历结构合理的师资队伍，长期以来，在经济全球化与国际经济关系、国际贸易与投资理论、区域货币合作、服务贸易、国际商务等研究领域都有良好的学术建树。在 2007 年全国最新的专业学科排名中，厦门大学国际经济贸易专业处于全国同类学科前列，世界经济学科和国际贸易学科双双获批为国家重点学科。因此，厦门大学两个重点学科具备了较强的学术研究能力。从已有的书稿和选题来看，该文库所涉及的都是近年来学界普遍关注的理论和实际前沿话题，例如中国经济的内外均衡协调、产业结构变动的国际传导机制、货币联盟的财政货币政策协调、东亚新兴债券市场发展、东亚区域金融深化、国际贸易与经济增长的机制条件、比较优势、贸易增长与产业发展、跨国公司全球生产网络、中国服务贸易自由化、国际贸易中的商品税问题等。我相信，通过各方的共同努力，该文库的研究成果会使读者感到开卷有益、掩卷有思，并对我国的世界经济和国际贸易理论及实践发展产生积极的影响。

王洛林

2008 年 1 月

内 容 提 要

1997 年亚洲金融危机之后，东亚金融合作开始启动并迅速取得了一些合作成果。货币金融合作是区域经济合作的重要组成部分，研究和推进东亚货币金融合作，对东亚金融体系的发育和完善、东亚经济稳定增长都具有重要意义。区别于已有的大量关于未来东亚汇率协调、货币合作的研究，本书选取的研究角度着眼于已有的金融合作基础，从理论和实践两方面探讨东亚应做怎样的准备、达到怎样的条件，才能够由金融合作走向货币合作。

本书对最优货币区（OCA）理论金融市场标准的相关研究进行了回顾和总结。无论从理论还是实践的角度分析，国际金融市场一体化标准都不是 OCA 的充分必要条件，必须加以补充和完善。借用麦金农（1973）和肖（1973）首先提出的金融深化概念，将其分析对象由国别金融市场转向区域金融市场，提出“区域金融深化”这一新概念，用以分析区域货币一体化进程中的金融市场条件。衡量区域金融深化程度的指标有三：区域外部金融资产与负债规模、金融资源区内循环比重和区域金融结构趋同程度。这是本书最主要的创新之处。

东亚金融市场的区域金融深化程度较低，说明东亚尚未具备进行货币合作的金融市场条件。东亚必须经由金融合作以达到一定程度的区域金融深化，之后才能走向货币合作。当前东亚的关键任务是加强国别金融体系建设，促进国别金融市场发展，并加强金融部门的区域协调与合作。东亚货币合作先于经济一体化、金融合作，只存在理论可能性，并不具有现实可行性。东亚区域金融深化是东亚由金融合作走向货币合作的铺路石。

Abstract

Monetary and financial cooperation is an important part of regional economic cooperation. Promoting monetary and financial cooperation has great significance in economic development and stability in East Asia. The regional financial cooperation in East Asia has made some achievements since the financial crisis in 1997. Different from other scholar's research on exchange rate coordination, monetary cooperation in East Asia in the future, this thesis focuses on the condition and roadmap of regional cooperation from financial to monetary cooperation.

Both on theoretical and practical perspectives, the criterion of international financial integration is not a necessary and sufficient one for OCA. This criterion need to be enriched. The criterion of regional financial deepening is a more appropriate one. There are three indicators to measure the extent of regional financial deepening: total regional external financial assets and liabilities, the proportion of the total regional external financial assets and liabilities that is owned by the region, the convergence of the regional financial structure.

The reality in East Asia is that the extent of regional financial deepening is quite low, which implies that the financial market condition is not quite ready for monetary cooperation in East Asia. East Asia should first achieve regional financial deepening, and then engage in monetary cooperation.

In the process of regional cooperation there is a proposition that East Asia engage in monetary cooperation under the condition that the financial cooperation is not sufficient enough. But the road of so-called "monetary cooperation before financial coopera-

tion ” is only a possibility in theory. It is not feasible in East Asia.

The task of regional financial deepening in East Asia includes intensifying the financial institutional in the region, promoting financial markets development, and intensifying regional cooperation and harmonizing in financial sector development. Regional financial deepening is a building block for East Asia to develop from financial cooperation to monetary cooperation.



第一章 导言	1
第一节 选题的背景	1
第二节 研究思路和方法	5
第三节 主要内容及创新点	8
第四节 几个概念的说明和界定	10
第二章 OCA 金融市场条件的相关研究综述	13
第一节 OCA 理论的演进	13
第二节 金融市场视角的 OCA 理论	17
第三节 货币联盟的金融市场发展效应	23
第四节 OCA 的经验研究	25
第五节 小结	28
第三章 建立货币联盟与金融市场风险分担	30
第一节 金融市场风险分担的理论与实证研究	30
第二节 国内与国际风险分担水平	35
第三节 金融市场风险分担的区域指向	36
第四节 小结	40
第四章 OCA 的金融市场标准：区域金融深化	43
第一节 国际金融市场一体化的内涵与测度	43

第二节	OCA 国际金融一体化标准的缺陷	49
第三节	OCA 的区域金融深化标准	52
第四节	区域金融深化对于东亚金融货币合作的政策含义	56
第五章	基于 OCA 标准的东亚金融市场分析	59
第一节	东亚金融市场的主要特征	59
第二节	东亚经济体的汇率体制和资本管制政策	68
第三节	东亚金融市场一体化的实证研究	71
第四节	东亚区域金融深化分析：指标之一	79
第五节	东亚区域金融深化分析：指标之二	85
第六节	东亚区域金融深化分析：指标之三	89
第七节	结论	95
第六章	东亚金融合作进展	97
第一节	东亚区域经济合作与金融合作	97
第二节	东亚金融合作的构想及实质进展	102
第三节	东亚金融合作展望	114
第七章	东亚债券市场发展：理想和现实之间的差距	120
第一节	东亚债券市场发展现状	120
第二节	发展东亚债券市场的理想和困境	126
第三节	结论及简要的分析	134
第八章	从清迈倡议走向区域外汇储备库	135
第一节	超越清迈倡议	135
第二节	东亚外汇储备库的运作方式及其难点	137
第三节	前景展望	142
第九章	货币一体化次序：理论、欧洲实践与东亚路径	144
第一节	关于货币一体化次序的理论	145

第二节 欧洲货币联盟演进历程中的次序之争·····	147
第三节 东亚货币一体化的次序选择·····	150
第四节 结论·····	157
第十章 结论和启示·····	159
第一节 结论·····	159
第二节 对中国参与东亚金融货币合作的启示·····	160
附录 缩略词中英文对照·····	162
参考文献·····	165
后 记·····	180

第一章

导 言

第一节 选题的背景

一、研究背景

1997 年亚洲金融危机之后，东亚各国普遍认识到采取积极措施以预防新的金融危机的重要性，于是，东亚金融合作开始启动并迅速取得了一些合作成果，一时之间大有“区域经济合作金融先行”之势。

清迈倡议（Chiang Mai Initiative, CMI）和亚洲债券市场倡议（Asian Bond Market Initiative, ABMI）是东亚金融合作的两个中心议题，也是迄今为止东亚所取得的两个最重要的金融合作安排。2000 年 5 月，“10 + 3”成员国在泰国清迈签署了《清迈倡议》。CMI 的着眼点在于防范货币和金融危机再次发生，同时避免危机发生时东亚国家本币竞相贬值的恶性循环。CMI 标志着东亚地区在货币金融合作取得重大进展。随着东亚金融合作的推进，各国普遍意识到一个发达的区域金融市场的重要性，一些东亚国家和地区提出了发展亚洲债券市场的建议。2003 年之后，发展区域债券市场成为东亚金融合作的重要内容。伴随着上述两个重要的区域金融合作议程的实施，关于东亚货币金融领域更进一步、更深层次合作的探讨也层出不穷，并出现了一些探索性的实践活动。这包括亚洲开发银行将在 2006 年开始编制和公布亚洲货币单位（Asian Currency Unit, ACU）、“10 + 3”成员国成立 ABG（Asian Bellagio Group）组织，以及探讨和实施 CMI 改革的

方向、建立东亚外汇储备库计划等。

亚洲金融危机无疑是直接促成东亚金融合作的导火线。但是，东亚金融货币合作有其深层次的全球和区域影响因素。首先，金融全球化构成了东亚货币金融合作的外部推力。随着越来越紧密的全球金融联系，一国货币政策和金融市场波动的溢出效应越来越显著，国际宏观经济政策和货币金融领域的协调与合作的重要性日益凸显。然而，尽管 G-3 集团货币（美元、欧元、日元）稳定对小型开放新兴经济体极为有利，但是 G-3 集团，特别是美国，缺乏推进全球范围内货币汇率稳定合作的政治意愿，这种货币汇率协调极难实现（Mundell, 2003；关志雄，2003，中译本）。退而求其次，区域间货币汇率协调成为次优选择。

其次，国际货币区域化构成了促进东亚货币金融合作的外部压力。蒙代尔（2000，2003）预言 21 世纪的国际金融体系将形成所谓的“全球金融三岛”，即美元区、欧元区 and 亚元区。欧元区已经在 2002 年进入正式运行阶段，美元区随着不断有美洲国家单方面实施美元化而日渐扩张，而迄今为止亚洲国家对于亚元区的前景、发展模式、最终形态等各方面的认识均不明朗。世界两大经济区域——美洲和欧洲的国际货币区域化进程作为外部压力促使亚洲区域货币合作的需求日益紧迫。特别在亚洲金融危机爆发之后，东亚国家愈发认识到区域内相邻国家之间的相互依赖程度越来越高，而全球范围的多边危机救援机制却严重不足或者效率低下。面临这种情况，其他经济区域内的国家可以诉诸区域层面的合作机制，但东亚区域却缺乏这种机制。基于此，亚洲金融危机之后，加强亚洲金融合作，以形成区域性危机防范和救助机制，成为东亚各经济体政府与学者的共识。此后，各种关于东亚金融合作的构想和建议层出不穷，在部分领域也已取得实质进展。

再其次，东亚区域经济合作自身也对货币金融领域合作提出了要求。20 世纪 90 年代以来，世界三大经济区域的经济一体化呈现在竞争中加速之势，东亚区域合作进程虽最为滞后，但亦已在区域层次、次区域层次的贸易、投资、货币金融、技术交流与合作等领域广泛展开。2001 年，东亚展望小组（East Asia Vision Group）提出了东亚共同体（East Asia Community）作为东亚区域经济合作的终极目标。^① 随着东亚区域经济合作的深化，该目标将会在东亚经济合作议程中被反复讨论，并逐步在成员间达成共识。东亚货币金融领域的合作可以为东亚区域经济合作提供一个稳定的多边汇率机制和金融市场环境，是东亚区域经济合作

^① 参见 East Asian Vision Group. Towards an East Asian Community: Region of Peace, Prosperity and Progress. East Asian Vision Group Report. 2001.

的一个重要组成部分。

二、研究目的

就东亚区域自身而言,推进东亚货币金融合作的主要目标是:第一,培育东亚金融市场,特别是资本市场,完善东亚金融结构,克服东亚金融体系普遍存在的脆弱性;第二,建立东亚区域性金融危机救援机制,避免新的区域性金融动荡的发生;第三,建立固定汇率机制,减少汇率波动所引起的宏观经济波动和不稳定,在条件成熟之后甚至可能走向共同货币或单一货币。前两者属于金融合作的目标,后者属于货币合作的目标。然而,理论上东亚是不是一个最优货币区还存在争议,实践上东亚仅仅处于金融合作的起步阶段。无论如何,研究和推进东亚各国在货币金融领域的合作,其本身对于东亚经济稳定增长、金融体系的发育和完善具有重要意义。

目前,东亚金融合作仍是困难重重。CMI 签署后引来了一阵欢呼雀跃,但是,直到目前多边和双边货币互换协议仍然仅仅是一种摆设,究其原因,一是其规模仍然过小,^①另一是缺乏必要的区域监督机制以确保 CMI 的有效实施。由于 CMI 的产生一定程度上源于东亚当时特有的“危机后”意识,在东亚宏观经济基本面趋好、金融危机再度发生的可能性大大下降之后,CMI 的改革和以 CMI 为基础进一步推进东亚金融合作被提上议事日程。此后,东亚各国达成了建立外汇储备库计划,但是,东亚外汇储备库计划的实施仍然必须面对区域监督机制缺失的问题。东亚金融合作的另一重要议程是区域资本市场发展,尤其是债券市场的发展。发展东亚债券市场是基于这样一个普遍认识:东亚各国普遍保持着贸易盈余,然后再把不断增加的外汇储备的相当一部分投入到美国债券市场;与此同时,东亚经济体的许多外资又来自美国债券市场(李扬,2003)。发展东亚债券市场被当做促使东亚金融资源区内循环的重要手段,同时东亚债券市场还被赋予更多的重任:扭转东亚地区高度依赖美元的趋势,改变本地区以银行为主导的金融体系,提高抵御金融危机的能力,为区域货币金融合作提供基础条件,等等。但是,由于东亚区域自身存在的种种问题,发展东亚债券市场的理想和现实之间存在巨大差距。

东亚货币合作则还只是处在热烈的讨论之中。东亚货币合作的最终目标至今

^① 2005 年“10+3”财长会议之后,双边货币互换总金额得到一定程度提高,但仍然规模偏小。详细讨论见本书第六章。

在理论界和东亚各国政府间均未达成共识，艾臣格林（Eichengreen，2005）甚至把亚洲单一货币称为“社会科学领域的幻想”。^① 尽管如此，关于东亚货币合作的研究却非常活跃。研究主要集中于三个领域：第一，以最优货币区（Optimal Currency Area，OCA）理论为基础，参照欧洲联盟的货币一体化经验，考察东亚货币一体化的可行性；第二，以东亚货币联盟具有可行性为前提，研究东亚实现货币联盟的发展阶段和实现路径；第三，未来东亚货币区主导货币的选择，及其对区内成员福利的影响。东亚货币合作进程同样将面临诸多障碍，主要有：成员间经济发展水平的差异过大，区域金融市场发展不完善，区域合作的政治意愿普遍缺失等。

就可以预见的相当一段时期而言，上述关于东亚货币合作的研究内容确实有“幻想”的嫌疑。区别于已有的大量关于未来东亚汇率协调、货币合作的猜想式研究，本书选取的研究角度着眼于已有的金融合作基础，探讨东亚应做怎样的准备、达到怎样的条件，才能够由金融合作走向货币合作。正如东亚思想库网络中期协调员吴建民所说：“东亚合作有很多事可做，有些事是后天做的，有些事是明天做的，有些事是今天做的，重点放在今天能做什么。”^② 当前东亚金融合作应着眼于检讨现有金融合作议程，以此为基础，寻求有效推进金融合作的措施和对策建议；货币合作应重点考察当前的金融合作和金融市场发展能够和必须做怎样的准备、达到怎样的标准，以为未来的货币合作铺平道路，或者，东亚货币合作是否可以在金融合作尚不充分的情况下展开。根据这样的思路，结合东亚货币金融合作的实际进展和理论研究状况，本书将研究的重点集中于基于OCA标准的东亚金融市场理论与实证分析，主要包括以下三个方面：

第一，理论准备——最优货币区金融市场标准研究。OCA的国际金融高度一体化标准是否适用于东亚合作，如果不是，那么朝着货币合作的金融市场条件应该是什么？

第二，金融市场基础——基于货币合作的东亚金融市场分析。分析东亚金融市场的相关特征，考察其是否已经做好了开展货币合作的准备。

第三，合作进程分析——对东亚金融合作进程的分析。以前两部分的分析为基础，检讨当前东亚金融合作的各项议程，提出东亚金融合作的合理路径，并为东亚金融、货币合作的次序作出选择。

^① 有意思的是其本人也投入了大量的精力对东亚货币金融合作进行研究，并为这一领域贡献了大量的文献。

^② 这段话是吴建民为东亚思想库网络第二届年会所确定的研讨方向。该次会议于2005年4月1日在中国上海召开，会议主题集中于东亚金融合作的可行性、机遇和挑战、措施和政策建议三方面内容。

第二节 研究思路和方法

一、研究思路

最近的研究显示,用各种OCA理论对东亚进行分析,以及将东亚与欧盟进行比较,其结论大多支持东亚地区也可以近似地被看做一个货币区(Bayoumi and Eichengreen, 1994; Kwan, 2001; McKinnon, 1999, 2000, 2001),即使与欧盟存在差距,其差异也不大。但是,在实践上东亚在推进金融合作的深度和广度却都远远低于同一时期的欧盟。其原因在于,东亚国家的经济结构和经济稳定程度仍然存在巨大的差异,并且,从政治角度,东亚国家缺乏合作的政治意愿,因此,对于东亚来说建立货币联盟仍然是非常遥远的事情。这种理论与实践上的矛盾意味着东亚货币金融领域合作必须从更宽广的范围和更多视角进行研究。

经济一体化已经成为一个重要的研究领域,特别是以欧洲经济一体化为对象的研究已经持续五十年之久。货币一体化的研究则相对迟了很多。从理论发展进程来看,即便是OCA理论,其早期的理论发展也仍然集中于对包括宏观经济冲击对称性、贸易联系、通货膨胀率等一些实体经济变量的讨论,相当程度上忽略了金融市场在货币一体化过程中的作用。这也许跟OCA理论产生和发展所处的年代有关。与当今时代金融市场规模远远超过实体经济规模相比,20世纪60~70年代金融市场规模还较小,其对实体经济的影响也相对较小。本书以东亚为对象,从金融市场角度研究货币一体化的条件。

(一) 区域金融深化标准

理论准备部分试图回答建立货币联盟的金融市场条件这一问题。研究的起点自然是英格拉姆(Ingram, 1962, 1969)关于OCA国际金融一体化标准的论述。他首先关注到了国际金融市场对建立货币联盟的重要性,提出国际资本的高度流动性可以替代汇率政策,对一国的国际收支不平衡进行调节,从而一个高度国际化的金融市场可以作为OCA的标准。此后,一些研究者对该标准进行了批判和反思(详见本书文献综述的相关部分)。