

国际经济与贸易学者文库

World Economy and International Trade Series

# 东亚新兴债券市场发展研究

——从本币债券市场到亚洲债券市场

栽藻阅藻藻藻皂藻城藻耘藻城粤藻耘皂藻旱月燥啮酝葬藻城

——云燥皂藻藻藻皂藻藻藻皂藻燥世酝葬藻城粤藻耘月燥世酝葬藻城

黄梅波 林洋 著

经济科学出版社

责任编辑：吕瑶萍 张瑶辉

责任校对：杨晓莹

版式设计：代小卫

技术编辑：邱摇天

东亚新兴债券市场发展研究  
——从本币债券市场到亚洲债券市场

黄梅波 林洋 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 9 号 邮编：100048

总编室电话：010-68554000 发行部电话：010-68554001

网址：[www.economic.com.cn](http://www.economic.com.cn)

电子邮件：[zhaoyun@economic.com.cn](mailto:zhaoyun@economic.com.cn)

北京汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

张瑶辉 吕瑶萍 张瑶辉 张瑶辉 张瑶辉 张瑶辉 张瑶辉 张瑶辉 张瑶辉 张瑶辉

2008 年 1 月第 1 版 2008 年 1 月第一次印刷

印数：1000 册

定价：35.00 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“滞涨”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、日益显现的内外部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

# 作者序

回溯起来，国际货币合作，特别是区域货币合作成为厦门大学世界经济学科研究的一个重要研究方向，应该说，时间不能算短。

早从 20 世纪 80 年代以来，陈亚温教授就一直致力于欧洲经济与金融的研究，其后更转向欧洲货币一体化及其欧元问题。1995 年，在欧元呼之欲出之际，陈亚温教授的《欧元论——欧盟货币一体化始末》一书问世（山西经济出版社，1995），这是国内较早的欧元专著之一。其后，又相继出版《欧元续论——欧元基础、运作与效应分析》（中国金融出版社，2000）以及《欧元经验与效应——欧元对国际货币体系的影响研究》（经济科学出版社，2004），构成欧元研究的“三部曲”。该系列研究在国内欧洲货币联盟研究领域处于前沿地位，具有较大影响。

1999 年到 2004 年，我在康奈尔大学访问学习，期间开始关注国际货币合作，尤其是东亚货币合作问题。2004 年《国际货币合作的理论与实证分析》（厦门大学出版社）付梓；同时期，在东亚货币合作领域也有一些相关论文发表。近年来我开始关注东亚新兴债券市场的发展及其对东亚货币合作的效应问题。本书是我对该问题研究的一个小结。

令人振奋的是，本文库的另外两本著作——郑建军博士的《货币联盟的财政货币政策协调——理论的实践及其绩效》和杨权博士的《东亚区域金融深化研究——由金融合作走向货币合作的路径》也即将面世。他们是厦门大学世界经济学科的重要生力军，我期待他们在区域货币合作领域持续努力，不断推出新的成果，共同推进厦门大学在区域货币合作领域的研究和发展。

黄梅波

2008 年 1 月 1 日



导言.....	员
第一章 东南亚债券市场发展的动因 .....	员
第一节 发展东南亚债券市场的理论基础 .....	员
第二节 发展东南亚债券市场的现实基础 .....	圆
第三节 发展东南亚债券市场的政治基础 .....	猿
小结 .....	源
第二章 东南亚债券市场发展的各种倡议 .....	源
第一节 在“东盟+3”框架下的亚洲债券基金（粤云） .....	源
第二节 在“东盟+3”框架下的亚洲债券市场倡议（粤云） .....	缘
第三节 在“东盟+3”框架下地区债券市场发展倡议（粤云） .....	缘
第四节 在“东盟+3”框架下的亚洲债券市场发展倡议（粤云） .....	愿
小结 .....	苑
第三章 东南亚本币债券市场：发展现状 .....	苑
第一节 东南亚本币债券市场的规模 .....	苑
第二节 东南亚本币债券市场的结构 .....	愿
第三节 东南亚本币债券市场的流动性 .....	愿
第四节 东南亚本币债券市场的收益性 .....	怨
第五节 东南亚本币债券市场的开放性 .....	怨
小结.....	员
第四章 东南亚主要经济体本币债券市场（一） .....	员
第一节 韩国债券市场.....	员

第二节 新加坡债券市场.....	员惠
第三节 中国香港债券市场.....	员猿
第五章 东亚主要经济体本币债券市场（二） .....	员远
第一节 马来西亚债券市场.....	员远
第二节 泰国债券市场.....	员缘
第三节 中国债券市场.....	员愿
小结.....	员愿
第六章 对东亚本币债券市场发展的评价.....	员园
第一节 发展本币债券市场对货币错配的改善程度.....	员园
第二节 发展本币债券市场对金融体系的改善程度.....	员园
第三节 发展本币债券市场对东亚金融一体化的促进程度.....	员园
小结.....	员愿
第七章 亚洲债券市场的发展空间.....	员愿
第一节 国际债券市场存在条件下亚洲债券市场的发展空间.....	员愿
第二节 本币债券市场存在条件下亚洲债券市场的发展空间.....	员源
小结.....	员源
第八章 东亚债券市场的发展方向	
——从本币债券市场到亚洲债券市场.....	员园
第一节 形成公共—私人共同促进的债券市场发展模式.....	员愿
第二节 走本币债券市场协调、整合为主的发展路径.....	员远
小结.....	员猿
第九章 东亚本币债券市场的协调.....	员源
第一节 东亚债券市场监管制度的协调.....	员源
第二节 东亚各经济体债券资信评级的协调.....	员园
第三节 东亚债券市场交易、清算和结算系统的协调.....	员愿
第四节 东亚债券市场会计和审核标准的协调.....	员愿
小结.....	员缘
参考文献.....	员源
后记.....	员缘

## 导摇摇言

深入探究亚洲金融危机的根源，这是一场由诸多因素相互作用而引发的危机，成熟的长期资本市场的缺乏是其重要原因之一。此外，由于地区资本市场的不发达，导致东亚大量的外汇储备都投资于以美元或欧洲货币为主的区外资产；国内资本市场的不发达，致使流入区内的资金大部分属于借助银行体系的短期资金。另外，基于开放经济条件下“三元悖论”问题的存在，东亚各货币当局在资本项目基本开放（部分已经完全开放）条件下，要兼顾到汇率和利率水平，必然使货币体系暴露在国际游资投机冲击的风险中。

由于缺少有效的资金调配体系，原本可以应付国际热钱冲击的东亚外汇储备无法发挥作用。危机过后，东亚各经济体开始积极寻求金融合作，希望通过统一调配外汇储备以应对国际游资的冲击、吸引长期资本进入区内以稳定资本流动、促进区内资本市场和配套设施的建设以减小对银行融资的过度依赖。

在包括货币、股票、债券等领域的东亚金融合作进程中，债券市场由于风险低、操作简单、对区内经济冲击小成为区域金融合作中进展最快的一个领域。与此同时，东亚各经济体内本币债券市场也获得了很大的发展。本书考察的对象就是东亚的本币债券市场和亚洲债券市场，考察其发展动因、现状，相互之间的关系及其发展方向。

### 一、研究背景和意义

一直以来，债券融资是过度“银行化”的东亚金融体系的薄弱环节。在1997年以前，东亚债券市场处于自发发展的状态，无论是在广度还是在深度上都非常的不足。而1997~1998年的亚洲金融危机成为东亚债券市场发展的转折点。

这场危机最为显著的一个特征就是：在短短的几个月之内，私人资本流动发生突发性的逆转，源源不断地从五个受危机冲击最为严重的国家（印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、泰国）撤出。这种短时间内大规模的资本流出在东亚地区引发了灾难性的后果：不仅冲垮了东亚的金融体系，还导致经济产出大幅度下降，甚至引起一些地区的社会动荡。然而回顾过去，在这场危机中流出的资本据统计略微超过 1500 亿美元，与东亚地区整体经济相比并不是很大。这个数字不到东亚十个主要经济体内（五个受危机冲击最严重的国家加上东亚五个最主要的经济体：日本、中国、中国香港、新加坡、中国台湾地区）储蓄的 1/10，大约是这十个经济体外汇储备的 1/10<sup>①</sup>。危机使东亚地区和国家政府意识到如果这么多的经济体内储蓄可以被很好地动员，成为区内企业融资的一个重要来源，而不是把来自区外的短期贷款作为主要资金来源，那么亚洲金融危机对东亚经济的打击不会如此严重。总之，东亚遭遇流动资金的问题，不是因为缺钱，而是因为缺少一个有效、稳健的可以避免“双重错配”<sup>②</sup>的融资渠道。

在亚洲金融危机之后，为了防止危机的再次发生，东亚已经在不同层面积极推进地区的金融合作。在这其中，发展亚洲债券市场最具有吸引力，因为它被认为最有希望在近期内取得实质性进展。东亚各国家和地区政府已经采取了大量的措施在国（地区）内与区域内两个层面发展债券市场。所有这些努力的目标是：降低由于过度依赖短期外来融资而产生的货币错配和期限错配风险；为国（地区）内储蓄转化为生产投资提供另外一条渠道，降低对银行体系的依赖；促进东亚地区经济金融合作。

这些努力也取得了成效，从 1997 年之后，东亚各经济体的债券市场经历了一个快速的增长。在总体规模上，从 1997 年底的 1500 亿美元发展到 2003 年底的 1.5 万亿美元，总增长率为 1000%<sup>③</sup>；在相对规模上（以占 GDP 的百分比来衡量），从 1997 年底的 100% 发展到 2003 年底的 150%<sup>④</sup>。这种快速的增长一方面反映了东亚各国家和地区政府在发展债券市场、开拓新的融资渠道方面所做出的努力，另一方面也反映了处在银行体系重构和赤字财政推动中的东亚地区对资金的需求。

但是这样一个由政府力量推动而获得迅速发展的市场也存在着不少的问题。

① 资料来源：IMF, *World Economic Outlook*, April 2000, p. 100. 转引自：IMF, *World Economic Outlook*, April 2000, p. 100.

② 双重错配：货币错配和期限错配。

③ 资料来源：IMF, *World Economic Outlook*, April 2000, p. 100. 转引自：IMF, *World Economic Outlook*, April 2000, p. 100.

直至目前，东亚本币债券的发行仍是与银行部门的信用扩张紧紧相连，所以这个市场的功能仅仅是为政府、金融机构以及部分公司提供一个借款的工具，并没有达到发展本币债券市场的初衷：防止危机的再次发生与传播，平衡过度“银行化”的东亚金融体系。不少学者也认为尽管东亚各国和地区都建立了本币债券市场，但是一个成熟、完善、全面的债券市场在东亚是不存在的（除日本外）。东亚债券市场总体而言结构不均衡、流动性欠缺、收益不稳定、开放性不够，离发达的债券市场还有很大的距离。

本书试图在前人研究的基础上，剖析东亚发展债券市场的动因及各种倡议，揭示作为其基础的东亚本币债券市场的现状、特点及存在的问题，并探讨东亚债券市场的发展空间和发展方向。通过研究，本书希望通过探讨东亚货币金融合作中的债券市场发展理论，总结东亚本币债券市场的发展规律，推动东亚金融合作、稳定东亚金融体系，从而促进东亚经济长期稳定地增长。

## 二、研究对象

本书的研究主要涉及东亚金融合作中中国、韩国、中国香港、新加坡、马来西亚、菲律宾、泰国、印度尼西亚以及越南等经济体的债券市场及其发展，日本的债券市场已相对发达，不是本书考察的对象，而文莱、老挝、柬埔寨、缅甸的债券市场发展相对滞后，在东亚金融合作中不是主流市场，故也未列入本书考察范围。此外，本书只涉及公开发行和交易的债券，私募的部分也没有被列入考察的范围。

本书的研究对象是东亚金融合作中的债券市场，称东亚债券市场，其中，包括东亚本币债券市场和亚洲债券市场（区域债券市场）。在有关东亚债券市场的研究文献中，经常看到东亚国内债券市场、东亚地区债券市场等相关概念，为了方便研究的开展，以下首先将对上述概念予以界定，以便作为研究的逻辑起点。

东亚本币债券市场直译为英文 ~~East Asian Local Currency Bond Market~~ 国内目前的研究或者根据地理分布把它称为东亚的国内债券市场（~~East Asian Domestic Bond Market~~）或者把它归类于东亚各经济体内债券市场的新发展。本书从东亚金融合作角度出发，东亚各经济体内债券市场被界定为本币债券市场会更适合一些。而且，在这个市场上发行的本币债券也与区域金融合作中经常提及的亚洲债券是不同的概念。

### (一) 东亚本币债券与亚洲债券

首先对东亚本币债券和亚洲<sup>①</sup>债券在概念上进行区分。总体而言，这是两个不同的概念，它们最明显的不同就在于债券的计价货币以及所对应的市场层次。

本币债券（~~本币债券~~）是指以发行地的主权货币来定值的债券，例如在中国发行的以人民币计价的债券。东亚本币债券限定了这些债券是在东亚发行，而且是以发行所在地的法定货币来计价，它对应的市场层次是东亚各经济体国（地区）内市场。

亚洲债券（~~亚洲债券~~）具有特定的含义，这个名词首先是由国际金融公司（~~国际金融公司~~）在 ~~1997~~ 年提出<sup>②</sup>。在 ~~1997~~~~~1998~~ 年亚洲金融危机后，东亚金融合作的兴起使亚洲债券这个概念变得流行起来。

对于亚洲债券的定义，不同的学者有不同的看法，主要的差别在于地区主义色彩的浓厚程度。最为严格的定义是由 ~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出<sup>③</sup>，他认为亚洲债券是指由亚洲机构（政府、公司以及金融机构）发行，以亚洲的货币为面值并在亚洲金融中心（东京、中国香港、新加坡等）发售、交易和结算的债券，最好投资者也是以本地区为主。一般认为亚洲债券是亚洲各地区政府和公司为筹集资金而发行并进行交易的地区债券，它满足三个条件：亚洲发行者、亚洲投资者和亚洲的货币。当然也有学者只强调其中某个条件，如 ~~再欣~~ 和 ~~陈其南~~（~~1997~~）就把由亚洲机构发行的债券定义为亚洲债券。但是 ~~陈其南~~（~~1997~~）就强烈批评这种带有地区主义色彩的界定。他认为：强调地区主义要付出巨大的成本——迫使金融活动转向筹资成本相对低的区外市场，这是没有意义的。因此，他认为亚洲债券只需要考虑以下两点——可以让亚洲借款人以最低的成本发行债券，而且这些债券主要是由亚洲投资者购买并允许他们获得最大的利益。其他方面如：债券在哪里发行，由谁来评级，债券在哪里交易、交割、结算等都不重要。

① 这里亚洲的地域覆盖等同于东亚，由于这是习惯称法，不能改为东亚债券。

② ~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念。

③ ~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念。

④ ~~再欣~~ 和 ~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~再欣~~ 和 ~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~再欣~~ 和 ~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念。

⑤ ~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念，~~陈其南~~ 在 ~~1997~~ 年提出亚洲债券的概念。

亚洲债券最为重要的应该是强调它是以亚洲的货币为面值的区域债券，至于亚洲的货币是指区内某一主权货币还是一揽子货币甚至是“亚元”还有待进一步的研究。这样的界定既符合东亚金融合作的初衷，解决引发亚洲金融危机的期限错配和货币错配问题，又能推进东亚金融合作的进程：若是区内某一主权货币成为定值货币，就能确立东亚金融合作中的核心国；若是以一揽子货币来标价，就必定带来东亚各国汇率制度的协调；若能以“亚元”来定值，东亚经济一体化就越过了金融一体化而达到货币一体化的程度。另外它所对应的市场层次是东亚整个区域。

## （二）东亚本币债券市场与亚洲债券市场

发行和交易本币债券的市场统称为本币债券市场（~~国内债券市场~~）。东亚本币债券市场最重要的特征是所发行和交易的债券的计价货币都是东亚各经济体本地的法定货币。而发行和交易亚洲债券的市场统称为亚洲债券市场（~~地区债券市场~~），又称为东亚的地区债券市场。它直接根据地域分布来称谓，指的是在东亚区域内跨经济体的债券市场。到目前为止，不论是亚洲债券还是亚洲（地区）债券市场都还处于学术探讨阶段，并没有进入实际操作阶段<sup>①</sup>。

这里需要指出的是，书中我们将不断提及的东亚债券市场则泛指东亚各经济体的本币债券市场和东亚区域债券市场——亚洲债券市场。

## （三）本币债券市场与国内债券市场

东亚本币债券市场是从债券发行货币的角度进行界定的。那么，如果从地理分布角度来说，它同我们通常提到的国内债券市场有什么异同呢？

国内债券市场（~~本币债券市场~~）有两种界定。一种是传统教科书中给出的定义，国内债券市场与国际债券市场（~~地区债券市场~~）相区别。发行者和发行地点同属一个国家的叫做国内债券市场，而发行者和发行地点不属于同一个国家的叫做国际债券市场。这里国内债券市场只强调发行人的居民身份，对于发行货币的法定身份不作限制。另一种国内债券市场的界定是指一个国家或地区地理范围内的债券市场。这是一种顾名思义的常识性的界定，它只强调市场所覆盖的地域必须在此国家或地区的领土范围内，而对于发行主体是否为

<sup>①</sup> 有一些学者如 ~~再世配~~ 等认为东亚（新加坡、中国香港等）已经存在地区经济体通过发行东亚货币计值的债券来融通资本的地区债券市场，而本书认为这些市场基本上是欧洲美元市场的延伸，因为这些市场上发行的债券主要是以美元而非亚洲的货币来标价。

居民身份和计价货币是否为发行地的主权货币不做要求。本书所探讨的本币债券市场，它只强调该市场上所发行的债券的计值货币要是市场所在地的主权货币，而突破了对发行者必须是市场所在地居民的限制，发行者既可以是本国或地区的，也可以是外国的。它对市场地域范围的限制是暗含在计价货币为发行地法定货币的条件中。当然，这是理论上的界定，在实际中有时很难明确界定本币债券市场和国（地区）内债券市场两者的区别。

### 三、国内外研究综述

对东亚债券市场的研究主要是在 1997~1998 年亚洲金融危机后。国内与国外学者对此都开展了相关的研究。尤其是国外学者对东亚债券市场发展的研究关注较早，成果也颇多。亚洲开发银行（1997）和国际清算银行（1998）对东亚债券市场的研究最多也最详细。还有两个官方的网站——亚洲债券在线和亚洲债券市场倡议收集了大量有关东亚债券市场的研究。

#### （一）关于东亚区域债券市场的发展方向问题

大多数学者都认为东亚金融合作中地区债券市场的发展尤为重要，因此研究工作主要集中于探讨如何在东亚建立地区债券市场。这方面的文献很多，总结起来研究的角度主要有四个：发展地区债券市场的理论基础、发展地区债券市场存在的困难、为发展地区债券市场所进行的区域合作，以及中国作为一个大国在其中的战略选择。也有一些学者认为当前发展东亚各经济体内的本币债券市场更为重要。例如李扬在 2004 年“中国与东亚：金融合作前景”论坛上指出，发展亚洲债券市场应从发展各国国内债券市场开始。如果亚洲各国债券市场没有发展，那么发展一个亚洲债券市场也就没有意义<sup>①</sup>。而赵锡军（2004）则认为应该把发展亚洲统一债券市场作为推进区域金融合作的突破口。

#### （二）关于东亚债券市场发展的理论基础问题

首先，东亚发展债券市场最大的理由是“双重错配”的存在。李善民（2004）和刁志勇（2005）称东亚在 1997 年发生金融危机，根源于“原罪”的存在。它是指金融市场一种不完善的状态：不能从国外借入本币债务（货币错配），无

<sup>①</sup> 李卫玲：发展亚洲债券市场应从发展各国国内债券市场开始。来源：《中国金融》，2004（12）。

法在国内获得长期融资（期限错配）。而 [陈雨露、王元化](#) 和 [王元化、陈雨露](#)（[2006](#)）认为只有发展债券市场才是解决货币错配的根本办法。其次，过度“银行化”的金融体系加剧了亚洲金融危机带来的不良影响，几乎所有东亚区域金融、货币合作的文献都基于这个理由认为应该加快东亚债券市场的发展。第三，改变东亚资本流动模式也是发展债券市场的理由。[王元化、陈雨露](#)（[2006](#)）和 [陈雨露、王元化](#)（[2006](#)）专门探讨了东亚当前“进口安全资产、出口风险资产”的资本流动形式通过自我实现的过程增加了东亚再次发生金融危机的可能性，而发展债券市场是解决之道。最后，还有文献从债券市场功能角度和推动东亚金融合作角度探讨了发展东亚债券市场的理论基础。

### （三）关于东亚本币债券市场的发展问题

关于东亚本币债券市场发展现状，国外学者有较为全面、详尽的研究。在这方面最为权威的综合研究是亚洲开发银行出版的《亚洲债券监测》（[2006](#)）[陈雨露](#) 翻译。到目前为止它已经出版了 [10](#) 期，回顾了从 [1997](#)—[2005](#) 年 [10](#) 月东亚<sup>①</sup>本币债券市场的发展，全面考察了整个市场的规模、构成、流动性、投资组合、收益波动、基础设施以及跨境投资情况；评价了东亚本币债券市场的发展对克服“双重错配”的有效性；总结了东亚各经济体为扫除市场发展障碍所进行的国（地区）内改革和区域合作并指出了进一步发展所面临的挑战。一些学者概述了亚洲金融危机后，东亚本币债券市场的新发展。[陈雨露、王元化](#)（[2006](#)）分别探讨了东盟 [5](#) 国（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国）本币债券市场的发展情况以及未来的发展任务。[左志刚](#)（[2006](#)）从市场构成角度探讨了东亚本币政府债券市场、本币企业债券市场的发展情况；[吴腾华](#)（[2006](#)）从市场规模、债券期限结构、市场流动性、基础设施建设等方面评价东亚各个本币债券市场的发展水平并总结市场发展的经验；[顾延筠](#)（[2006](#)）和 [欧明刚](#)（[2006](#)）从区域差异的角度总结东亚本币债券市场的发展，尤其是前者考察了中国香港、新加坡、韩国、马来西亚、泰国、菲律宾和印度尼西亚的本币债券市场，对这些市场的规模、投资者基础、基准收益率曲线、监管框架等进行了横向比较，并且对这些本币债券市场和区域债券合作的发展前景进行了初步探索。

一些研究专注于市场某个方面的发展。[陈雨露、王元化](#) 和 [陈雨露、王元化](#)（[2006](#)）从定量角度考察了东亚本币债券市场的流动性和收益波动性，利用计量

① 这里东亚是指东盟 [5](#) 国加上中国、韩国。

模型来解释造成东亚本币债券市场流动性差的原因，利用单位风险收益指标探讨东亚本币债券收益的波动性与相关性。而澳大利亚联储（[Riddick](#)）在年度公报中专门探讨东亚本币债券市场的构成，考察了东亚本币政府债券市场、本币金融机构债券市场、本币企业债券市场的发展现状、原因以及存在的问题。在“[Riddick](#) 年昆明债券市场发展国际研讨会”后，本币企业债券市场的发展成为关注的焦点，[Riddick](#) 专门对东亚本币企业债券市场进行了深入的研究，探讨了一级市场的发行规模、流动障碍和二级市场的投资者基础、微观结构、交易透明度等。

#### （四）关于东亚本币债券市场发展成效

专门评价东亚本币债券市场发展成效的文献并不多，基本上对它的评价都包含在对东亚金融体系的评价中。《亚洲债券监测》（[Riddick](#)）从定量和定性两个角度考察东亚金融体系与金融监管的一体化程度。其中对东亚本币债券市场的评价结论是有一定的进展，但是水平有限。而《亚洲债券监测》（[Riddick](#)）在考虑了经济发展水平后考察东亚金融深化程度，对东亚本币债券市场的评价结论是参照东亚的经济发展水平，本币债券市场的发展并没有落后于发达国家。

#### （五）关于东亚债券市场的协调

债券市场发展的基础设施主要包括监管制度、评级体系、会计审计标准体系、清算和结算系统以及税收待遇等方面。大部分学者认为，要建立一个高效的东亚区域债券市场，区域内各经济体的监管体系（[Riddick](#)）、规章制度（[Riddick](#)）和债券资信评级（[Riddick](#)）等基础设施的协调是关键所在。[Riddick](#) 年缘月伊斯坦布尔召开的“[Riddick](#) 财长会议上，“[Riddick](#) 和 [Riddick](#)（东亚及太平洋中央银行行长会议）明确表示要建立区域统一的债券评级体系，加强各成员国在债券市场基础设施与监管等方面的协调，消除法律和监管障碍，并在税收待遇和外汇

① [Riddick](#) 年缘月伊斯坦布尔召开的“[Riddick](#) 财长会议上，“[Riddick](#) 和 [Riddick](#)（东亚及太平洋中央银行行长会议）明确表示要建立区域统一的债券评级体系，加强各成员国在债券市场基础设施与监管等方面的协调，消除法律和监管障碍，并在税收待遇和外汇

② [Riddick](#) 年缘月伊斯坦布尔召开的“[Riddick](#) 财长会议上，“[Riddick](#) 和 [Riddick](#)（东亚及太平洋中央银行行长会议）明确表示要建立区域统一的债券评级体系，加强各成员国在债券市场基础设施与监管等方面的协调，消除法律和监管障碍，并在税收待遇和外汇

③ [Riddick](#) 年缘月伊斯坦布尔召开的“[Riddick](#) 财长会议上，“[Riddick](#) 和 [Riddick](#)（东亚及太平洋中央银行行长会议）明确表示要建立区域统一的债券评级体系，加强各成员国在债券市场基础设施与监管等方面的协调，消除法律和监管障碍，并在税收待遇和外汇

④ [Riddick](#) 年缘月伊斯坦布尔召开的“[Riddick](#) 财长会议上，“[Riddick](#) 和 [Riddick](#)（东亚及太平洋中央银行行长会议）明确表示要建立区域统一的债券评级体系，加强各成员国在债券市场基础设施与监管等方面的协调，消除法律和监管障碍，并在税收待遇和外汇

制度等方面进行协调。

#### 四、本书的框架

基于以上的研究现状，本书希望在前人研究基础上对东亚债券市场发展的动因、现状、成效及其前景进行一个较为综合的研究，希望可以探讨东亚货币金融合作中债券市场的发展规律，并以此促进东亚债券市场的发展。

本书除导言外，共九章。其内容可以归纳为三大部分。

本书的逻辑起点是东亚货币金融合作中的东亚债券市场的发展问题。亚洲金融危机的爆发使东亚各经济体及东亚地区都充分认识到发展东亚债券市场的重要性。本书首先分析了东亚发展债券市场发展的动因（第一章），在此基础上分析了近年来东亚地区相继提出的多种发展债券市场的倡议（第二章）。

但是，亚洲债券市场的发展不是空中楼阁，需要建立在东亚各经济体本币债券市场发展的基础上。本书分四章讨论了东亚各经济体本币债券市场的发展历程以及当前这个市场的总体特征，并对市场总体进行了评价。第三章是对东亚本币债券市场的总体特征的分析。第四、第五章则对东亚各主要经济体债券市场的发展情况进行了分析。第六章则对 1997 年以来东亚本币债券市场的发展做出了评价。

最后，本书第七、八、九章讨论的话题从东亚本币债券市场又回归到亚洲债券市场。金融危机之后，东亚各经济体都在着力发展本币债券市场。亚洲债券市场作为区域债券市场是否还有发展的必要呢？发展亚洲债券市场的较佳途径是什么？应该在哪些方面做出努力呢？第七章分析在国际债券市场以及东亚债券市场存在的条件下亚洲债券市场的发展空间问题。第八章则探讨亚洲债券市场的发展方向 and 途径问题。第九章讨论东亚债券市场发展过程中的协调问题。

#### 五、本书主要内容

本书第一章主要对东亚发展债券市场的动因进行了探讨。东亚债券市场发展的动因可以从理论基础、现实基础、政治基础三个角度进行分析。从理论角度看，东亚债券市场的发展可以在很大程度上解决本地区的“原罪”问题，缓解期限错配和货币错配带来的影响；可以降低银行系统对融资渠道的垄断，平衡东亚的金融体系，分散金融风险；也可以改变东亚的资本流动模式，促进本地资本