

國立臺灣大學社會科學院政治學系
博士論文

Department of Political Science

College of Social Science

National Taiwan University

Ph. D. Dissertation



東亞區域金融合作的政治經濟分析 1997-2012
A Political-Economic Analysis of East Asia Regional
Financial Cooperation, 1997-2012

黃美鳳

Mei-Fong Huang

指導教授：蕭全政 博士

Advisor: Chyuan-Jeng Shiau, Ph.D.

中華民國 102 年 1 月

January, 2013



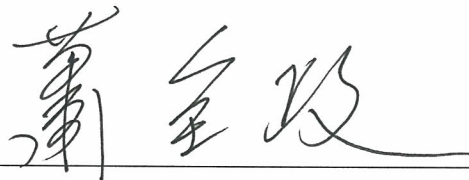
國立臺灣大學博士學位論文
口試委員會審定書

東亞區域金融合作的政治經濟分析
1997-2012

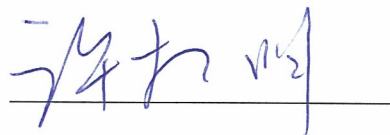
A political-economic analysis of East Asia regional
financial cooperation, 1997-2012

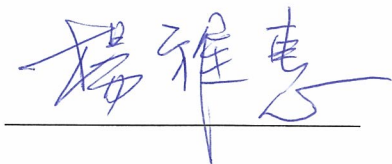
本論文係黃美鳳君（學號：D94322004）在國立臺灣大學政治學系完成之博士學位論文，於民國 102 年 1 月 18 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

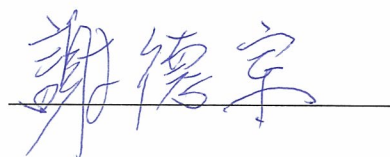
口試委員：

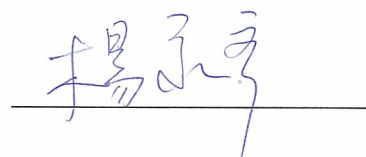
 (簽名)

(指導教授)











中文摘要

關鍵字：偏差、偏差動員、清邁倡議、區域債券市場合作、人民幣國際化

1997年夏天泰銖遽貶引發了亞洲金融危機，重創許多東亞國家經濟，也激起東亞國家展開對話，針對得自亞洲金融危機的教訓，推動區域金融合作。1999年起，金融議題成為「東協加三」合作領域之一，而後以「東協加三」為平台的區域金融合作聚焦在建立緊急流動性工具、發展區域債券市場以及區域貨幣合作三方面。本研究即以「偏差」和「偏差動員」概念，針對上述三個主要的區域金融合作議題進行研究，藉由探討東亞國家，尤其是較具資源和影響力的中國和日本，對既有區域金融與貨幣制度安排所隱含之「偏差」之好惡，以及對區域金融合作中出現的新的金融與貨幣制度安排之偏好，分析其在參與區域金融合作時的立場與行動，並探討和解釋東亞區域金融合作的發展。

建立區域緊急流動性工具的合作始於2000年日本提出清邁倡議獲得「東協加三」全體支持，這一緊急流動性合作發展迄今超過十年，成果豐碩，如今已發展為總換匯規模達2,400億美元的多邊儲備池，並建立了特定投票權重分配的權力結構和決策模式，突破東亞區域合作普遍採行的「東協模式」。在此合作議題的討論中，本研究指出，日本在亞洲金融危機中提出亞洲貨幣基金倡議，已顯示其欲建立具區域自主性的緊急紓困工具，使美國不再能利用國際貨幣基金的紓困角色，強迫東亞國家接受新自由主義發展模式。雖然因中日之間存在競爭區域領導地位的關係，使中國未對亞洲貨幣基金倡議給予支持，但中日間的競爭關係也促使中國選擇以「東協加三」取代「東協加一」（東協加日本）作為東亞區域金融合作的對話架構，並促成清邁倡議及清邁倡議多邊化合作。

甚至，在與美國領銜的全球主義對抗中，中日策略性地集結在東亞主義的旗號下，並建立共享區域領導地位且相互制衡的權力分配模式。雖然清邁倡議多邊

合作中有著「IMF 連結」，使合作成員在面對危機時的緊急提款須以提出 IMF 紓困談判為前提，但不與「IMF 連結」掛勾的可動用資金比例逐漸升高，且「東協加三」亦藉建立「『東協加三』總體經濟研究辦公室」來培養東亞國家自主監管區域金融事務的能力，這些發展凸顯出在中日既競爭又合作的關係下，東亞區域緊急流動性合作將朝向捍衛區域發展自主性的方向前進。

在東亞區域債券市場合作的討論中，本研究欲探討東亞國家在促進區域債券市場整合以求債券市場成長，以及維持跨境資本流動管制以確保匯率穩定之間，有何偏好、如何取捨，及其對區域債券市場合作之影響。本研究透過分析《2011年匯兌安排與匯兌限制年度報告》，發現多數東亞國家仍維持程度不等的跨境資本流動管制，此意謂東亞國家雖以發展本幣債券市場為矯正資產負債表上的「雙重錯置」問題的合作方案，但實際上多以維持匯率穩定為優先政策，不願撤除跨境資本管制以促進債券市場發展。是以，在自願性合作模式下，日本和新加坡雖偏好促進跨境債券交易，但中國和泰國則旨在藉由區域債市合作為境內基礎建設吸引投資資金，並未有意擴大區域債市整合。再加上，東亞國家企業規模偏中小型、企業經營透明度低等問題，使市場不易取得可靠的信用評等，即使東亞國家推出了「亞洲債券基金」和「亞洲債券市場倡議」，東亞國家本幣債券市場規模雖有增大，但多並未能顯著提升本幣債券市場佔國內融資結構的比例，也未能矯正依賴銀行融資的現象。

在區域貨幣合作議題上，本研究指出既有「東亞美元本位體系」中隱含促成日本長期通縮的「偏差」，故日本亟欲藉由區域貨幣合作，使東亞國家取消釘住美元的匯率政策；而亞洲金融危機凸顯出亞幣釘住美元的不合理性和潛在風險，2008年美國次級貸款違約引發全球金融危機和美元貶值，則使中國主張應改革以美元為主要準備貨幣的國際貨幣體系，並感到迫切需要進行外匯準備多元化，這兩個事件恰為日本鼓吹東亞區域貨幣合作提供適當時機。本研究分析了三種主要區域貨幣合作方案(G-3 貨幣籃、平行流通亞洲貨幣單位，以及日本參與東亞國家集體

盯住美元)之內涵，指出各方案隱含的利害得失，以及中國和日本對三種方案的偏好。結果發現，走向區域共同貨幣合作的方案均可打破「東亞美元本位體系」，故為日本所偏好；東協國家則早將發展區域共同貨幣納為長期合作目標，惟策略上將先行促成東協共同貨幣，藉以在東亞貨幣合作中爭取較大利益；而區域共同貨幣合作雖可達成減少依賴美元和避免中國的外匯準備價值貶損，但歐元區債務違約問題亦凸顯共同貨幣合作的缺陷，即共同貨幣區內成員的財政問題將使所有成員須共同承擔匯率大幅波動，且區內富有國家還需分擔更重的紓困角色。因此，中國在 2009 年加速推展人民幣國際化，成為參與區域共同貨幣合作之外的另一選擇。

總的來說，既然東亞國家尚不具備推動共同貨幣合作的總體經濟條件，且區域共同貨幣合作有其缺陷，中國可望加速推動人民幣國際化，作為降低對美元依賴的方案，其對區域共同貨幣合作的需求亦降低。而由於人民幣國際化具有鬆動「東亞美元本位體系」的效果，且人民幣國際化「倒逼」其利率與匯率市場化後，預期人民幣長期升值，有利日本擺脫通縮，亦為日本所樂見。



Abstract

KEY WORD: bias, mobilization of bias, Chiang Mai Initiative, regional bond market cooperation, RMB internationalization.

The Asian financial crisis in 1997 heavily damaged some East Asian countries and induced cooperative dialogues among them. In 1999, financial cooperation officially staged itself among other topics of regional cooperation in ASEAN Plus Three (APT). Regional financial dialogues after 1999 focused on three important issues: emergency liquidity support, regional bond market and the birth of a possible common currency. In this dissertation, the concepts of “bias” and “mobilization of bias” are mobilized for analyzing the development of regional financial cooperation in the three issues.

The Chiang Mai Initiative initiated by Japan and supported by APT unanimously in 2000 started the cooperation on emergency liquidity support, and has evolved into a multilateralized reserve pool of 240 billion dollars in size. Moreover, competition between China and Japan for leadership in East Asia not only stifled the AMF proposal, but also promotes CMI and CMIM. China and Japan, the biggest two in East Asia, share the common interest and sentiment as a camp of East Asian regionalism resist the globalist drive led by the U.S. for regaining regional autonomy on development path. The later developments in reducing the proportion of IMF-linked bail-out resources and the establishment of AMRO show consistency on pursuing regional autonomy as the management of financial crisis is concerned.

As for the regional bond market cooperation, the dissertation offers its explanation of APT members’ choices between integrating market to enlarge regional bond market and keeping regulation on cross-border movement of capital to stabilize exchange rate.

By analyzing the *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2011* and the actions that APT countries took in promoting the Asia Bond Fund and the Asian Bond Market Initiative, the author defines various preferences of individual APT countries for bond market cooperation and the priority of preserving exchange rate stable for some of them. Therefore, though the scale of local currency bond outstanding grows, mobilization of local bond markets is still in a low level. In addition, dispersed actions of APT countries in ABMI cooperation didn't help enhancing the role of bond market in domestic finance, nor balancing the existing over reliance of local funding demand on banking.

It is presented that the bias of the existing "East Asia dollar standard system" has contributed to Japan's long lasting deflation. That's why Japan keens to encourage regional monetary cooperation in East Asia for decomposing the system. Given this desire of Japan, the 1997 Asia financial crisis and the 2008 American subprime mortgage default presented golden chances for Japan to persuade her neighbors to join regional monetary cooperation. However, moving toward a regional common currency though helps reducing heavy reliance on dollar and releasing worries on devaluation of dollar reserves, the default of Euro zone countries extends the flaw of common currency cooperation as well. Considering that it takes time to form a regional common currency, as well as the issues declared in the flaws of Euro case, China unilaterally accelerates controllable RMB internationalization in 2009 as an alternative. Therefore, it is very unlikely to set off the necessary regional cooperation in constructing a common currency in a decade. RMB internationalization will continue to consume China's motivation for participating common currency cooperation in East Asia. Besides, RMB internationalization is an acceptable solution to Japan for it's helpful to decomposing the East Asia dollar standard system.

目錄

口試委員審定書.....	i
中文摘要	ii
英文摘要	v
第一章、緒論.....	1
第一節、問題意識	1
第二節、文獻回顧	5
第三節、分析架構與章節安排.....	30
第二章、東亞區域緊急流動性合作.....	37
第一節、亞洲貨幣基金倡議：全球主義與東亞主義的交鋒.....	38
第二節、清邁倡議與「IMF 連結」：中日在東亞主義下的策略性集結	44
第三節、清邁倡議多邊化：日中合作發展區域自主性.....	52
第三章、東亞區域債券市場合作.....	61
第一節、主要國家合作策略	62
第二節、東亞區域債券合作方案與策略.....	71
第三節、東亞區域債券市場的發展.....	82
第四節、東亞區域債券市場整合面臨的挑戰.....	92
第四章、東亞區域貨幣合作	95
第一節、東亞區域貨幣合作的必要性	96
第二節、區域貨幣合作的選項	99
第三節、東亞國家對貨幣合作的立場與策略.....	109
第四節、人民幣國際化的影響	122
第五章、結論.....	131
第一節、東亞區域多邊儲備池將走向自助、自決的流動性工具.....	131
第二節、維持匯率穩定之政策順序優先於東亞區域債券市場整合	134
第三節、「亞元」前途不明，人民幣國際化亦能鬆動「東亞美元本位體系」	138

參考文獻	141
附錄一：東亞國家對居民與非居民參與債券、集合投資證券及衍生品市場之規範	155
附錄二：中國金融市場開放進程 2003-2012(第二季).....	161
名詞對照表	171



圖表目錄

圖 3-1：中國國內融資結構及其變化.....	88
圖 3-2 香港國內融資結構及其變化.....	88
圖 3-3 日本國內融資結構及其變化.....	89
圖 3-4 韓國國內融資結構及其變化.....	89
圖 3-5 馬來西亞國內融資結構及其變化.....	90
圖 3-6 泰國國內融資結構及其變化.....	90
圖 3-7 印尼國內融資結構及其變化.....	91
圖 3-8 菲律賓國內融資結構及其變化.....	91
圖 3-9 新加坡國內融資結構及其變化.....	92
表 3-1：「新 ABMI 路線圖」(New ABMI Roadmap)	75
表 3-2：「ABMI 新路線圖 PLUS」(ABMI New Roadmap+)	79
表 3-3：東亞國家本幣計價政府債券佔 GDP 比例 (%)	84
表 3-4：東亞國家本幣計價公司債券佔 GDP 比例 (%)	85
表 3-5：東亞國家本幣債券周轉率.....	86
表 4-1：三種東亞貨幣合作方案之優缺點.....	108
表 4-2：檢視「東協加三」構成共同貨幣區之條件.....	121



第一章、緒論

第一節、問題意識

1997 年的亞洲金融危機刺激「東協加三」(ASEAN Plus Three)展開區域金融合作，而 2008 年美國次級貸款違約所引起的全球金融危機進一步影響了「東協加三」對既有「東亞美元本位體系」¹(East Asia Dollar Standard System)的省思。因此，欲掌握東亞區域金融合作之發展，必不可少要了解兩次金融危機對「東協加三」之意義及其衝擊，方能進一步探討前者如何促成東亞區域金融合作與發展，後者又如何影響「東協加三」對區域貨幣合作的看法。

1980 年代以來，東亞國家在以美國為主要出口市場的貿易網絡下，採取釘住美元的匯率政策，輔佐出口導向的經濟成長模式，但過度投資造成的泡沫經濟，以及經常帳逆差形成的國際收支問題，使泰國無法維持釘住美元的政策承諾，也給予投機資金藉狙擊以獲利的機會。1997 年 7 月 2 日，由於耗盡用以干預匯率的資金，泰國央行棄守長久以來泰銖釘住美元的匯率政策，放手讓泰銖貶值，這對周邊國家帶來感染效果，於是，繼 7 月泰銖遽貶之後，8 月馬來西亞、菲律賓、印尼放棄捍衛本幣匯率，11 月韓鎊遽貶，1998 年初印尼盾再受重創。本幣大幅貶值的結果，日本及東南亞國家均遭遇金融機構倒閉，以及企業破產的局面，尤使泰國、印尼、菲律賓和韓國經濟受創最深。面對這一金融危機，1997 年 7 月泰國向

¹ 即東亞區域內國家間的貿易與投資主要以美元訂價和結算。其結果是東亞國家累積大量美元外匯準備，以及採取基本上與美元聯繫的本幣匯率政策。然而，日本以外的東亞國家採取盯住美元匯率政策，則日圓兌美元升值時亦兌其他東亞本幣升值，使日本出口競爭力下滑、投資利潤率亦減少；因此，日圓兌美元長期升值的趨勢成為日本長期通貨緊縮的結構性因素。而日圓兌美元貶值時，除了減少對東南亞國家投資，日本金融機構為滿足資本適足率的要求，亦會抽回海外貸款，造成東南亞國家資本流出，衝擊東南亞國家本幣匯率，不利東南亞國家捍衛與美元掛鉤的本幣匯率政策，也就為投機攻擊帶來機會。香港金融管理局前副總裁暨中國銀行監督委員會首席諮詢顧問沈聯濤即在 2009 年上海《財經第一日報》撰文指出，日圓貶值造成後來日本資金抽離泰國，正是觸發 1997 年 7 月泰銖遭投機攻擊的導火線。

日本求援，並主張成立由東亞國家主導的區域基金作為紓困工具，這一主張受到馬來西亞支持，也引發日本後來提議成立亞洲貨幣基金(Asian Monetary Fund, AMF)。而美國政府因國會限制財政部使用外匯穩定基金(Exchange Stability Fund)進行緊急融資，無法對泰國紓困(Green, 2003)，主張由國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)進行紓困，反對成立排除美國勢力在外的 AMF。最終 AMF 在美國的反對以及中國未予支持之下未能成立，泰國、韓國和印尼均接受 IMF 的紓困方案，隨著一次次撥款前的改革檢視逐步開放各自的敏感產業部門，包括金融、汽車和農業(IMF, 1997a; IMF, 1997b)。

綜言之，1997 年亞洲金融危機的發生，反映東亞國家採取盯住美元匯率政策有著潛在風險；而危機發生後，國際金融機構救助亞洲金融危機受創國的作法，則凸顯美國利用國際貨幣基金扮演的紓困者角色，藉著自由貿易促進市場競爭和改善企業體質的論述，要求印尼、南韓與菲律賓打開國內市場敏感部門，以及東亞地區缺乏具區域自主性的金融紓困工具，無法捍衛東亞國家對經濟發展路線之主張。

為了建立應對下次金融危機的機制，以及避免再次發生金融危機，給予美國藉 IMF 迫使東亞國家打開市場的機會，源於應對 1997 亞洲金融危機所召開的「東協加三」領袖峰會，決定建立財政部長層級的對話機制，並逐步發展出三個主要的區域金融合作議題，包括：建立區域緊急流動性工具、發展區域本幣債券市場以及探討區域貨幣合作之優缺點與可能性。從東亞區域金融合作的目的來看，三個議題領域的合作各自由不同面向去接近合作欲達成的目的。建立區域緊急流動性工具的合作，是為應對下次危機發生時，得以挹注大量緊急流動性，阻止危機擴散、進行危機管理；發展區域本幣債券市場則用以矯正區域內各國金融市場的資金供應結構，從資金流的結構面避免資產與債務的「到期日錯置」(maturity mismatch)和「貨幣錯置」(monetary mismatch)埋下金融不穩定的因子；而區域貨幣合作則是尋求根本脫離「東亞美元本位體系」，減少「東協加三」對美元的需求，

擺脫釘住美元匯率政策及其隱含的風險，以及因過度累積美元外匯準備所面臨的外匯準備貶值隱憂。

針對上述發展，本研究欲探討以「東協加三」為合作主體所展開的東亞區域金融合作，試圖分析當前合作進展及未來可能發展方向。目前，以「東協加三」為合作主體的東亞區域金融合作經過十多年發展，在緊急流動性合作方面有相當具體的合作成果，區域本幣債券市場的發展有明顯增長但仍不具規模，至於區域貨幣合作則仍處於研究階段。2000年「東協加三」推出的清邁倡議(The Chiang Mai Initiative, CMI)已由雙邊換匯、複邊換匯發展為總規模達2,400億美元的多邊換匯機制(Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM)，並建立明確的撥款決策機制。這意味未來「東協加三」遭遇金融危機時，韓國可在短時間內，毋須向IMF提出紓困請求，即獲得115.2億美元紓困資金，東協五國²(ASEAN-5)則可取得68.28億美元，有助於在危機初期扼制危機擴大。不過，目前欲取得CMIM全額紓困資金需要接受紓困的一方與IMF進行紓困談判，亦即仍由IMF主導運用其本身和CMIM資金進行危機管理。對此，未來東亞區域緊急流動性合作能否建成具區域自主性的金融工具，由「東協加三」主導紓困決策和金融危機管理的路線？是本研究欲探討的核心問題之一。

其次，自2003年起，分別由東亞暨太平洋地區中央銀行首長會議(Executive's Meeting of East Asia Pacific Central Banks, EMEAP)及「東協加三」推出「亞洲債券基金」(Asia Bond Fund, ABF)和「亞洲債券市場倡議」(Asian Bond Market Initiative, ABMI)。兩項合作均試圖促進東亞區域本幣債券市場發展，引導區內資金留在本區使用，減少對短期美元資金的需求，以矯正前述資產與債務的「雙重錯置」(double mismatch)問題，改善「東協加三」國內金融市場結構，尤其是降低企業對銀行資金的依賴。不過，發展區內本幣債券市場雖有助於消除「雙重錯置」此一令區內金融市場不穩定之因素，但促進本幣債券市場發展需開放境外資金流入境內金融

² 東協五國指：泰國、馬來西亞、新加坡、菲律賓和印尼。

市場，亦存在跨境資本快速流動引發國際收支不平衡和匯率劇烈波動的風險；此外，還可能發生不同城市之間相互競爭資金的排擠效果。對此，本研究也嘗試分析「東協加三」推動區域債券市場合作所採取的行動，探討「東協加三」在矯正「雙重錯置」問題、改善金融體系穩定性，和藉著管制跨境資本流動以維持匯率穩定之間，各有何偏好，又如何取捨？再者，其政策取捨將如何影響區域債券市場合作目標之追求？

最後，亞洲金融危機凸顯部分「東協加三」國家在「東亞美元本位體系」下採取釘住美元匯率政策的風險，因而興起區域貨幣合作的討論，而區域貨幣合作的最終結果是建立東亞共同貨幣—「亞元」(Asian Currency)。「東協加三」建立「亞元」，代表瓦解既有的「東亞美元本位體系」，即以「亞元」取代美元成為「東協加三」甚至所有東亞國家間貿易與投資的計價和結算貨幣，自然可擺脫對美元的需求和脫釘住美元的匯率政策。不過，發展區域共同貨幣不僅涉及貨幣主權讓渡，減少各國貨幣當局可使用的貨幣政策選項，還牽涉組成共同貨幣的複雜貨幣籃權重計算與分配；此外，不同的區域貨幣合作方案也隱含不同的利益分配模式，若「東協加三」並無共同偏好的合作方案，則各國可能展開不同的「偏差動員」(mobilization of bias)。凡此均是目前東亞區域貨幣合作仍處於研究階段的原因。

另一方面，由美國次級貸款違約所引發的美元貶值趨勢，造成經由貿易盈餘累積大量美元外匯準備的東亞國家，尤其是中國和日本，面臨美元外匯準備價值貶損的隱憂，使得外匯準備多元化的重要性再次被凸顯出來。而這一時間軸線上特殊事件的發展，使日本欲瓦解「東亞美元本位體系」、降低對美元依賴的政策，從中國那裏獲得共鳴，看似有利日本鼓吹東亞區域貨幣合作。不過，歐洲主權債務危機卻凸顯區域共同貨幣的潛在問題，即共同貨幣成員不當財政政策造成的破產危機和共同貨幣匯率波動，將由所有共同貨幣成員承擔。一連串的美國次貸危機和歐洲債務危機，促成中國加速人民幣國際化，亦影響中國參與東亞共同貨幣建構的政策選擇，從而由另一個面向影響東亞區域貨幣合作。

上述亞洲金融危機和美國次貸危機為東亞區域貨幣合作帶來機會，以及人民幣國際化對區域貨幣合作帶來挑戰的時空脈絡，構成東亞區域貨幣合作發展的主要背景。本研究將分析為了應對東亞國家釘住美元匯率政策之風險所出現的區域貨幣合作方案，探討不同區域貨幣合作方案所隱含的利益分配，以及相關國家對特定合作方案的偏好；同時，分析人民幣國際化對東亞區域貨幣合作的可能影響，以及東亞區域貨幣合作可能的發展方向。

第二節、文獻回顧

根據東亞經濟區域主義 (regionalism) 和東亞金融合作研究之發展，歸納主要研究觀點包括三種研究途徑：(新)現實主義 (realism)、新自由制度主義 (neoliberal institutionalism) 以及建構主義 (constructivism)。現實主義者認為不論是東亞經濟區域主義或東亞區域金融合作，都在美中日三角戰略的基本架構下進行權力鬥爭和相對利益 (relative gains) 的競奪；新自由制度主義研究主張，即使在缺乏單一霸權提供清晰領導和供應公共財的情況下，潛在合作伙伴對絕對利益 (absolute gains) 的重視，使合作亦有可能發展，並且由成本與效益的角度來解釋合作的推進；而霸權穩定論 (the theory of hegemonic stability) 主張霸權透過提供公共財 (public goods) 而對集體合作具有重要性，在缺乏霸權或霸權無意願提供公共財的情況下，合作不容易出現；建構主義則強調行為者對主體認同與主體利益之詮釋，使得東亞經濟區域主義和區域金融合作基本路線，是「亞洲價值」(Asian Value) 或「東協模式」(ASEAN Way) 與代表新自由主義經濟思維的「華盛頓共識」(The Washington Consensus) 之間的對抗。不同利益與價值界定帶來的對抗，與世界體系論下的核心與邊陲關係以及南北對立關係差可比擬，所不同者，建構主義以身份認同的建構解釋行為者間對利益和目標有不同界定。

一套理論分析觀點應能針對研究主題提供一致且最佳的解釋和預測，方使該理論觀點用於該主題研究具有合理正當基礎，然而，實際上很難找到這樣一套完美的理論分析觀點。長期研究東亞區域金融合作的波士頓大學教授 William W.

Grimes 即認為在現實世界中，現實主義、新自由制度主義和建構主義三種理論觀點的解釋是相互交錯的，三種觀點都對東亞經濟區域主義和東亞金融合作之發展有部份解釋力，惟其更強調現實主義的權力關係面向對東亞區域金融合作發展之分析與解釋具有重要性(Grimes, 2009)；但這一看法也正顯出三種理論觀點皆有不足之處，以至於需要交互援引三種不同理論觀點，更何況，三種理論觀點間還存在相互競爭和矛盾(Baldwin, 1993; Guzzini and Leander, 2006)。

實際上，不論何種理論觀點，實際上研究結果的解釋和預測能力，主要依賴研究者是否能掌握影響現實發展的重要脈絡與因素，尤其是需要掌握行為者之偏好與其資源稟賦之相互為用；特定理論觀點之發展固然能提供有意義的分析架構和概念，但拘泥於特定理論觀點亦可能陷於削足適履。是以，本研究嘗試以強調歷史結構脈絡的分析途徑，運用「偏差」(bias)和「偏差動員」這一組概念進行本研究，期許能透析東亞區域金融合作發展背後的政治經濟脈絡，以及東亞各國在三個區域金融合作議題中的「偏差」算計和政策偏好，以掌握相關發展進程的重要轉折，探討東亞區域金融合作發展之意義及其未來展望。本節以下將介紹當前相關研究對三個東亞區域金融合作主要領域所提出之分析與解釋，指出主要論點的優缺點，並在下一節中提出本研究對東亞區域金融合作的觀點。

壹、東亞區域緊急流動性合作

1997-98 年亞洲金融危機的經驗指出，危機發生後當即需要的是提供貨幣流動性以維持匯率穩定，避免進一步的恐慌引起資金外逃。為應對這一資金需求，泰國政府向 IMF 求援，但在美國主導的 IMF 主持之跨國金融危機管理架構下，針對危機管理方案的討論費時，且救援貸款附有嚴苛條件，這使日本於 1997 年 9 月提出 AMF 倡議，尋求在 IMF 之外設立能夠更快速、無條件提供援助的區域金融危機管理機制。AMF 雖最終因美國反對以及無法獲得中國支持而受挫，卻為日後東亞國家組織排除美國參與、純粹由東亞經濟體組成的區域緊急流動性供應機制埋下伏筆。1998 年「東協加三」領袖峰會，通過由中國總理溫家寶提議的副財長及

副央行行長每年一度常規性對話，1999 年則將金融納入 19 項區域合作議題中；隔年 5 月「東協加三」正式財長會議即通過清邁倡議，除推動成員間自願性資本流動資訊共享之外，更在全體「東協加三」成員一致同意下建立區域緊急流動性供應機制（即清邁倡議，本研究文中以 CMI 代稱）。往後 CMI 的雙邊換匯規模逐步擴大，至 2009 年「東協加三」財長會議更決議以單一契約的形式達成 CMI 多邊化 (CMIM)；2010 年 5 月「東協加三」財長會議以附件方式提出清邁倡議多邊化協議之要點，CMIM 總體換匯規模達 1,200 億美元，由雙邊換匯機制轉變為區域多邊的集體外匯準備池，並安排了關於紓困決策的投票權分配；在歐元區債務危機拖延不決之下，2012 年整體換匯規模進一步擴充至 2,400 億美元。

AMF 的失敗與 CMI 的成功

一連串發展過程中，AMF 的失敗和 CMI 的成功，成為研究者分析東亞區域緊急流動性供應機制發展，所面對的第一個焦點問題。其中，研究者試圖解釋美國與 IMF 強烈反對 AMF 卻對 CMI 輕輕放過，以及中國反對 AMF 卻又支持 CMI 所呈現的立場轉變。其次，CMI 訂出受援資格為需先與 IMF 進行援助貸款談判，亦即使 CMI 的資源撥用與 IMF 紓困貸款的決策和條件掛鉤，此安排被稱做「IMF 連結」(IMF Link)(Henning, 2002)。此安排削弱了東亞區域緊急流動性機制的區域自主性，未來 CMIM 會否為強化東亞區域金融危機管理自主性而取消「IMF 連結」，走向類似 AMF 倡議所偏好的獨立於美國和 IMF 之外的區域合作機制，遂成為觀察東亞區域緊急流動性供應機制發展的重點。此外，CMI 十年來逐步擴張整體換匯規模，更進一步多邊化為東亞區域的集體外匯準備池，安排了「東協加三」成員間的決策權分配，中國、日本和東協同樣擁有未跨過 1/3 否決權門檻的 28.41% 投票權，未來 CMIM 會否進一步發展成為區域聯合匯率干預行動所需的外匯池，以及此決策權分配會否成為未來東亞區域集體決策中權力分享架構的雛形，是值得關注的議題。底下整理既有文獻對上述焦點問題所提出之分析與主張，並提出本研究之觀點與既有文獻進行對話。

進入細節來看，1997 年日、韓及主要東協國家期待在美國主導的 IMF 之外，建立具時效性和區域決策自主性的緊急流動性供應機制，但遭美國反對，中國也並未支持，最終 AMF 以失敗收場。AMF 倡議的發展凸顯出美國與日本等東亞國家在亞洲金融危機管理中的利益衝突，以及日本和馬來西亞對美國主導的金融危機管理體制之衝撞，而中國未予 AMF 支持，以至於 AMF 功敗垂成，顯示了中、日立場及其關係是影響東亞區域緊急流動性合作的重要因素。研究者透過分析 AMF 提案的發展，描繪東亞區域金融合作發展的政治經濟角力背景，指出美國和 IMF 對維持其東亞影響力之偏好，而中、日兩國之間對區域領導地位的競爭，致中國並未支持 AMF，同時使得區域缺乏明確的霸權可提供公共財，是導致 AMF 失敗退場的重要原因(Grimes, 2009)。再者，日本的 AMF 提案預定資金規模達 1,000 億美元，且為加速紓困，將不設定紓困條件，研究者認為這將使紓困成本高昂，也是中國未予支持的原因(Amyx, 2005; Chey, 2009)。此外，Grimes 主張東亞區域金融合作的發展，可以由中美、日美和中日三組雙邊關係所構成的三角關係來切入分析。他認為儘管日本提出了 AMF 倡議，但從現實主義的角度來看，日本因顧慮其在政治和安全方面與美國的同盟關係，將不願正面挑戰美國在東亞地區之影響力，而中國與美國則無這一層關係，因此，中日兩國在面對美國影響力下推動東亞區域金融合作以及競爭區域領導地位時，中國將比日本要有更多彈性策略運用空間，再加上中國經濟規模預料將隨時間拉長而擴大，相應的經濟資源和影響力也會增加，這都使中國在未來比起日本更有優勢，因而更傾向推遲合作進展(Grimes, 2009)。

Grimes 對東亞金融區域主義的研究，分別分析了中、日的政策偏好，但偏重在對日本政策偏好的解釋和預測，其對日本政策偏好的主張反映現實主義觀點對權力關係和安全利益的強調，因此，Grimes 認為日本在推動東亞區域金融合作的過程中，儘管日本的利益與美國並不一致，但其行動策略必然受到美日安全與政治同盟關係的束縛。然而，從日本提出 AMF 倡議以及 1998 年 10 月以新宮澤計畫

(New Miyazawa Initiative, NMI)對東協國家提供雙邊援助貸款，持續推動日圓國際化或區域化等行動來看(Chey, 2009)，過度強調日美同盟關係對日本區域金融政策偏好與行動的拘束，恐怕難以解釋日本在亞洲金融危機發生後為擺脫「東亞美元本位體系」所做的嘗試(Lipsy, 2003; McKinnon and Ohno, 2005)，也使研究者對日本的東亞區域金融合作策略之分析受到侷限。此外，既有文獻多將中日兩國在東亞區域金融合作中的互動和角色，侷限在以提供資源爭取各自在東亞國家間的政治聲望和累積政治資本，依此詮釋中日爭奪區域領導地位的競爭關係，很可能強化了衝突的面向，簡化中國內部政治和經濟因素對其參與東亞金融合作之政策偏好之影響，也框限了中國和日本在東亞區域金融合作中可能的互動關係。

儘管 1997 年 AMF 倡議失敗收場，但 2000 年「東協加三」卻同意推動 CMI，引起研究者關注中國在 AMF 和 CMI 倡議中的不同態度和立場轉變。研究者試圖分析相關國家之立場轉變，這方面的分析聚焦在 CMI 的「IMF 連結」之影響，而「東協加三」成員對「IMF 連結」的看法又會影響未來是否移除「IMF 連結」。日本提出的 AMF 倡議雖未公開明確地說明該基金的運作形式和是否附有撥款條件，但在日本官員的建議中設定為自動撥款的紓困工具(Lipsy, 2003)，因此，美國和 IMF 官員指責 AMF 恐淪為過度慷慨的捐助者，將會推遲受援國家採取應有的政策調整(Kawai, 2010)。而 CMI 則設計了「IMF 連結」，規定 90%雙邊換匯資源的撥款決策及其條件都受限於必須與 IMF 進行紓困談判的前提。研究者嘗試分析「IMF 連結」的作用，以此解釋美國對 CMI 的放行以及中國的立場轉變，認為是藉此維持 IMF 和美國對區域金融危機管理的主導權，降低來自美國和 IMF 的反對（雖然 CMI 的初期雙邊換匯規模很小，即使無「IMF 連結」這一機制亦不足以削弱 IMF 在區域金融危機管理中的主導優勢），反映了日本不願直接與美國對抗，而中國也不願意在和平崛起的過程中與其全球伙伴對立(Amyx, 2008; Grimes, 2009)。再者，因「東協加三」本身並無能力進行以審慎金融監管為基礎的紓困撥款決策，因此透過「IMF 連結」借用 IMF 既有的監督功能，以便保障區域內主要資源供應國(中、

日)提供的資金能夠獲得償付、避免道德危險,這一解釋著重中日在促進東亞區域金融合作中偏好降低其經濟成本(Henning, 2002; Amyx, 2005; Grimes, 2009)。

此外,也有學者認為是東亞國家對建立區域緊急紓困工具的要求,扭轉了中國先前反對 AMF 的立場(Emmers and Ravenhill, 2010),或指出中國在 1990 年代開始採取更強調亞洲認同,以及以促進與東南亞國家交流的方式來抑制中國威脅論,因此轉而支持 CMI(Chey, 2009)。這兩種主張都偏向以東亞認同的發展來解釋,不過, CMI/CMIM 的「IMF 連結」機制卻係矛盾地削弱東亞在金融危機管理方面的自主性,與東協國家的期待明顯相反。最後,學者還提出一種極其微妙的解釋,指出中日兩國作為主要的資源供應者,想要使 CMI 能有效阻止貨幣危機,同時又能避免道德危險,則必須有能力對採取不當管理的經濟體給予懲罰,但囿於中日兩國在「東協加三」團體中具有主導決策的影響力,若 CMI 做出不對「東協加三」伙伴提供紓困的決策,將使中日兩國暴露於遭受「東協加三」成員責難的政治風險中,甚且,若在「東協加三」團體內的決策中,出現中日採取不同立場,則勢必讓一方獲得相對高的區域聲望,比較之下,另一方就受到更大的政治曝險。在中日雙方無把握佔上風的情況下,中日均會傾向逃避這一風險,而免於這項風險的一個有效作法即是將決策授權予第三方,IMF 正是有能力進行以金融監管為基礎之紓困決策的第三方,因此,在「IMF 連結」處理道德危險和政治曝險問題後, CMI 就獲得支持而能順利推展。Grimes 也據此認為中日競爭區域領導地位可能導致缺乏清晰的區域霸權,阻礙東亞區域金融合作發展出獨立於 IMF 的自主性(Grimes, 2009; Grimes, 2011)。

上述中國和日本對「IMF 連結」之作用的考量,必然影響兩國對未來是否維持此一授權決策機制的策略。若以 CMI 促進東亞認同發展的解釋而言,在東協國家普遍支持完全取消「IMF 連結」以及促進東亞區域自主性的基礎上,中國未來應該支持取消「IMF 連結」。若以「IMF 連結」避免道德危險的功能來看,「東協加三」目前亦試圖透過經濟檢視與政策對話(Economic Review and Policy Dialogue,

ERPD)機制，發展自身的金融監管能力，一旦此一機制成熟，則取消「IMF 連結」之後仍有 ERPD 可避免道德危險。若以現實主義觀點，主張藉「IMF 連結」避免美國和 IMF 反對這一點而言，則日本為避免日美安全聯盟關係受損，未來不會支持取消「IMF 連結」，而是以 CMIM 作為威脅取代 IMF 的區域機制，迫使 IMF 在下一次的區域金融危機管理中採取接近「東協加三」偏好的決策。Grimes 也指出唯一可能使日本支持取消「IMF 連結」的情況，即在下次危機發生時若 IMF 採取了不利「東協加三」的危機管理決策，則日本在無對「東協加三」政治曝險的情況下，可能選擇讓 CMIM 與 IMF 決策脫鉤，亦即承擔損壞日美安全聯盟關係的成本，不過，Grimes 仍強調這種可能性極微(Grimes, 2009)。

總之，日本未來若要支持取消「IMF 連結」，除了可提升其在南韓和東協國家間的聲望，所面對的是在增進東亞區域金融危機管理自主性和損害日美安全關係之間的矛盾，反之，若日本支持維持「IMF 連結」，則是出於不損害日美安全關係以及避免道德危險。此外，Grimes 認為中國沒有類似日美安全關係這一層顧慮，因此中國在參與東亞區域金融合作的策略運用上較日本靈活，未來中國若支持取消「IMF 連結」，其所面對的政治成本較低，並且可以爭取在南韓和東協國家間的聲望。但 Grimes 又從中、日以授權 IMF 做紓困決策，避免在「東協加三」中的政治曝險這一點來看，若取消「IMF 連結」，則中、日在 CMIM 中的決策只能是同意紓困，這恐怕與其避免道德危機的政策偏好相違背，此故，中國和日本傾向不支持取消「IMF 連結」(Grimes, 2009)。

區域緊急流動性合作是否走向自決？

綜合以上既有文獻的分析，若中日在未來 CMIM 發展中支持維持「IMF 連結」，則可同時保有避免挑戰美國、避免道德危險和政治曝險的益處，而若中日未來支持取消「IMF 連結」，雖可提升「東協加三」對東亞金融危機管理的自主性，但同時可能必須面對道德危險或政治曝險。是若以現實主義觀點來看，日本正面挑戰美國的可能性極微，又若以新自由制度主義觀點而言，中日亦不願意輕易放縱道

德危險，結果在偏好維持現狀的情況下，可推論得中日未來將不會支持取消「IMF 連結」。然而，上述既有文獻的分析與解釋，似乎過度放大「IMF 連結」的益處，過度忽略取消「IMF 連結」的考量，例如：時任日本副財長的榊原英資(Eisuke Sakakibara)表示，提出 AMF 倡議時即明白必然遭到美國嚴峻反對，但在爭取日本利益的情況下，無懼於正面挑戰美國在東亞的經濟利益，並認為取得東亞國家一致共識，將可迫使美國接受成為既成事實的 AMF 合作(Lipsy, 2003; Kawai, 2010)。這一發言點出日本並未因顧慮日美安全聯盟關係，而放棄爭取其區域經濟與金融利益，透露日本對於中日在東亞區域合作中的關係並非僅定位為競爭區域領導地位，而且也希望爭取中國支持促進區域金融事務自主性。

本研究認為日本提出 AMF 倡議，即顯示其在金融危機中捍衛其經濟利益（不同於 Grimes 強調安全和政治利益的優先性高於經濟利益）的政策偏好，為避免危機擴大傷及日本本土金融部門(Green 2003)，因而選擇挑戰美國藉由 IMF 所主導的金融危機管理機制和方案，但日本認為抗衡美國在此議題中的勢力需要東亞區域共識作為後盾，亦即需要中國支持，故由 AMF 到 CMI，日本的策略係在吸引中國參與合作。此外，考慮到日本與東亞國家間緊密的貿易和投資關係，以及日本金融機構在東亞地區之利益，日本未來仍以解除「IMF 連結」、爭取東亞金融危機管理主導權為目標。至於取消「IMF 連結」後，可能在紓困決策中為避免道德危險而必須承擔遭「東協加三」成員責難的政治曝險，若主張中日將避免政治曝險而影響其對於「IMF 連結」的決策，未免過度放大這一因素的影響。畢竟，在時間短暫的危機紓困決策中，資源供應者和需求者間不對稱的資源和權力地位是雙方必須務實面對的關係，且東亞區域自主危機管理所附加的條件，可能較 IMF 更貼近東亞國家偏好。值得觀察的是，解除「IMF 連結」需要中日兩國一致支持，隨著中國經濟快速成長、經濟規模持續擴大、外匯準備攀升，中國參與 CMI 反映其既有能力也有意願提供紓困資源，癥結點在於資源的撥用必須要有條件，得以避免道德危險。因此，在「東協加三」尚未有能力設定條件的情況下，有必要維持

「IMF 連結」，但「東協加三」未來必須在 CMIM 下發展自主的金融監管能力，最終取消「IMF 連結」，使 CMIM 所建立的資源和影響力回到區域領導者手中。

CMI 的新近發展是在 2009 年通過 CMI 多邊化，並在 2010 年 3 月 24 日生效，CMIM 將原來的雙邊換匯變成具有集體決策機制的多邊換匯工具，安排了決策投票權重，之後更在 2012 年將會規模擴充至 2,400 億美元。學者對 CMIM 進展的分析認為，CMIM 在「東協加三」之間安排了投票權重，乍看似乎是截至目前為止東亞區域合作在決策和制度化方面的一大步，但實際上 CMIM 的投票權分配架構，使這一進展的意義不若想像中大。一方面，現行的 CMIM 仍維持「IMF 連結」，且 IMF 仍是 CMIM 紓困決策的主要影響因素；另一方面，CMIM 紓困決策需要三分之二多數，中、日兩國雖均擁有最高的 28.41% 投票權，但都未掌握否決權，除非中、日兩國共同支持一項決策，否則中、日一方與一至二個關係良好的東協五大成員國或南韓聯手，均足以否決另一方支持的決策，而在難以預期中日之間出現結盟的前景下，東亞區域金融合作將持續受限於中日的競爭關係和美國的影響力(Grimes, 2011)。

不過，也有研究者認為，東亞將進一步發展獨立於美國和 IMF 影響力的 AMF 式區域金融合作機制，CMI 的多邊化、集體決策機制以及和監視機制的發展，即呈現朝這一方向努力的趨勢(Kawai, 2010)。Grimes 指出 2008 年全球危機發生後，南韓並未利用 CMI，而是轉向美國聯準會要求雙邊換匯，顯示 CMI 在危機中紓困的功用受到質疑(Grimes, 2009)。Kawai 則認為這一情形正顯示「IMF 連結」使受危機衝擊的東亞伙伴不願向 CMI 求援，凸顯未來應該解除「IMF 連結」，而目前促進區域金融政策對話和監管能力的努力，以及 CMIM 決策機制的建立則是為解除「IMF 連結」提供適當的條件。甚至，Kawai 主張若進一步將 CMIM 當作「東協加三」伙伴的最終貸款者(lender of last resort, LLR)，可降低「東協加三」累積大量外匯準備的需要，有助於「東協加三」轉向發展國內和區域內需市場，矯正全球收支失衡(Kawai, 2010)。

總的來說，未來 CMIM 是否解除「IMF 連結」，是否發展為像 AMF 所預設獨立於美國和 IMF 的緊急流動性供應機制，甚或區域最終貸款者，勢必將由中日對相關議題的政策偏好來決定。許多針對東亞經濟區域主義發展的研究，均強調美國的影響力及中日兩國在區域合作中的敵對態度與競爭關係，本研究則認為既有文獻過度放大中、日競爭關係對東亞區域金融合作發展的負面影響，特別是對區域緊急流動性機制發展的侷限。本研究認為，如同中日之間的競爭加速東亞經濟體間雙邊經貿自由協議的洽談與簽署，中日競爭區域領導地位反映其爭取向東亞區域投射影響力的企圖，為避免另一方藉由對區域國家提供公共財而取得區域領導權，中日均會跟進另一方與其餘區域國家間的合作行動；此外，雖然中日之間相互競爭區域領導力，但在挑戰美國以取回東亞區域金融管理自主權方面，中日兩國卻可建立統一戰線，共同推動建立具自主性的區域緊急流動性工具。另外，隨著中國外匯準備規模快速擴大，其對外援助能力和意願隨之升高，使東亞區域緊急流動性合作具有濃厚的對外援助性質。

貳、東亞區域債券市場合作

既有文獻強調以合作解決「雙重錯置」

學者對 1997-98 亞洲金融危機發生成因的分析，指出銀行與企業的資產與債務「到期日錯置」和「貨幣錯置」，是區域金融體質脆弱、招致投機攻擊的主要根源，危機後的金融合作也就由矯正「雙重錯置」切入。然而，解決「雙重錯置」問題卻並非中國和日本在參與區域債券市場合作時的主要目標，兩國所關切的國內金融市場問題，主要是在發展政策下被扭曲的金融體系運作，以及長期預期日圓升值所引起的零利率陷阱和經濟成長停滯(McKinnon and Ohno, 2005)。不過，部分東協國家欲發展區域債券市場以矯正「雙重錯置」問題的努力，正好可與中國和日本處理其國內金融改革、發展金融中心和長期成長停滯問題的戰略目標結合，是以，東協國家再度在拉攏東亞兩大經濟體參與區域債券市場合作中發揮膠合作用。許多研究者點出東亞區域金融合作的起點，是應對亞洲金融危機所揭露的「雙

重錯置」問題，但卻未能釐清區域兩大經濟體，中國與日本，參與區域金融合作除了提供大量流動性而具有外援政策的性質外，同時其參與合作的政策原則與行動亦配合自身所關切的特定議程。對此，本研究除了回顧和分析東亞國家「雙重錯置」問題的結構和形成機制，以此闡釋東亞國家發起區域債券市場合作的官方立場，更著重探討中國和日本各自依據其國內特定議程所隱含的戰略目標，而設定參與區域債券市場合作的政策方針，以及其參與行動對區域債券市場合作未來發展的影響。

既有文獻指出，導致部分東亞國家（南韓、泰、馬、印、菲）銀行和企業發生「雙重錯置」的因素，包括：東亞國家發展政策助長在政商關係網絡下以銀行資金融通產業發展，形成以銀行為中心的金融部門，這裡面隱含有對銀行資金的過度依賴、企業資產與負債結構的風險管理不足，以及浮濫放款的信用風險；再者，東亞國家推崇出口導向的發展模式，為確保出口部門價格競爭力而普遍採取盯住美元的管理浮動匯率制，結果卻使得銀行及企業在本幣與美元匯率穩定下，偏好借入資金成本較低的美元債務，形成私部門外債的累積(Brouwer, Duncan et al., 1999; Kawai, 1999)。這在本幣兌美元匯率持續穩定的情況下，並不會對欠下外債的銀行和企業造成匯兌風險，但在該國外匯準備水位低於外債規模，景氣進入下行循環預期企業成長趨緩，以及國際收支赤字的條件下，該國能否繼續維持本幣與美元匯價穩定就遭到質疑而易引起投資攻擊，於是在本幣兌美元匯率貶值的情況下，銀行和企業高築的外債之本幣價值就會迅速膨脹而帶來破產的危險。目前東亞國家針對矯正「雙重錯置」問題所採取的合作，主要為發展區域債券市場以及討論如何對維持區域內匯率穩定做出貢獻，本節的討論聚焦在區域債券市場合作。

主要「東協加三」成員國（東北亞三國以及泰、馬、菲、新、印東協五國）參與區域債券市場發展合作，係針對矯正東亞國家對銀行資金的依賴和被迫以美元舉債的問題。進一步言，東亞國家對銀行資金的依賴存在幾項風險：一是西方

學者所詬病的「裙帶資本主義」(crony capitalism)，綿密的政商關係造成銀行對企業浮濫放款的壞帳問題(Goldstein, 1998)，這一問題普遍存在東亞國家中，包括中國和日本都存在此問題，因此兩國都有著國內金融市場改革的議程(Sakakibara, 2003)，影響其參與區域金融合作的立場及行動。再者，銀行對企業的放款結構造成「到期日錯置」，企業依賴銀行提供短期資金，但短期資金用於企業長期投資，一旦銀行本身面臨緊縮銀根的壓力，停止提供企業新貸款或債務展期，則企業將面臨流動性困境。其三，國際收支赤字的國家特別需要境外資金，東亞國家多屬發展中國家，其在「發展中國家原罪」(original sin) (McKinnon and Schnabl, 2005) 的情況下，難以本幣為計價單位取得外國資金，於是形成資產與債務的「貨幣錯置」，在亞洲金融危機中，銀行部門及企業即因本幣兌美元匯率大幅貶值而面臨外債膨脹，且銀行為提高自身資金水位遂停止供應國內企業貸款和債務展延，導致銀行與企業破產的「骨牌效應」(domino effect)。

東亞國家促進區域債券市場發展的思維即是改變以銀行為中心的金融結構，並為區域內銀行與企業以本幣進行投資和籌資創造機會，避免美元債務潛在的匯兌風險，解決「貨幣錯置」問題，包括鼓勵銀行承做債券中介服務，以增加服務費用收入降低其對放款利息收益的依賴，且債券也可成為銀行多元投資工具；另外，亦鼓勵企業以發行債券籌資使債務結構多元化，在健全、多元的金融市場中，企業發行債券籌資的優點在於可為長期投資計畫取得長期資金供給，解決「到期日錯置」問題，再者，可透過金融機構中介服務，直接向不同風險偏好的投資人籌集資金。

針對推動區域債券市場發展，目前東亞國家的合作平台主要有二，包括十一個亞太國家組成的「亞洲暨太平洋央行行長會議」³以及「東協加三」財長會議所形成的金融對話與合作機制。「亞洲暨太平洋央行行長會議」於 2003 年推出第一

³ 亞洲暨太平洋央行行長會議成員包括：日本、澳洲、紐西蘭、中國、香港、韓國、新加坡、泰國、馬來西亞、菲律賓和印尼。

期「區域債券基金」(ABF-1)、2005年推出第二期「區域債券基金」(ABF-2)，主要策略係創造區域債券市場的需求面，由參與合作的11個國家央行提供外匯準備設立債券投資基金，交由「國際清算銀行」(Bank of International Settlement, BIS)管理。第一期主要投資於EMEAP當中8個國家所發行之外幣公債，第二期則增加區域金融機構作為管理者，著眼投資區域本幣債券。東協加三財長會議則於2003年推出「亞洲區域債券市場倡議」，其策略係創造區域債券市場的債券供給，特別是先期發行政府公債以為金融市場建立基準利率和債券折讓率曲線。

既有文獻對目前區域債券市場發展提出了概觀的評估，指出在東亞區域債券市場合作下，區域債券餘額有明顯增長，但整體規模仍小，成長部分主要是政府發行債券，特別係亞洲金融危機後，南韓與馬來西亞政府因支持紓困與刺激復甦等財政支出，而有發行債券的需求(McCauley and Park, 2006; Amyx, 2008; Grimes, 2009)。在金融市場規範發展方面，由於全球化下資金跨境流動的能力大為提升，欲促進區域債券市場發展，即意味著東亞區域金融環境需要與全球金融市場競爭投資資金，而在國際資金對利益與風險趨避的計算下，資金會偏好可自由進出的金融市場、透明的投資資訊、多元的投資與避險工具以及完整的破產規範與專業裁判法院等。是以，學者指出東亞區域債券市場發展，在日本的領頭下朝向使其金融市場規範與全球資本市場標準一致(Grimes, 2009)。不過，由於「東協加三」財長會議平台上的區域債券市場合作與其他東亞區域合作同樣具有自願性質，故各合作國家間的金融市場規範發展步伐並不一致(Amyx, 2008)。值得注意的是，1970-80年代美國與歐洲金融市場為競逐全球資金而競相開放的現象，尚未在東亞出現(Helleiner, 1994)。

東亞區域債券市場合作的矛盾

學者對東亞區域債券市場當前發展概況進行評估之外，也提出了其所遭遇的問題及未來可能發展，主要有二：一是，鬆綁金融規範以活絡債券市場發展、解決「雙重錯置」問題，實際上可能讓該金融市場面臨開放後資金快速進出所帶來

的風險，結果是以一種新的脆弱性取代原來的脆弱性(Grimes, 2009)；其次，區域債券市場發展可能擠壓國內債券市場發展而有內在矛盾。亦即，未來東亞區域債券市場的發展，並不會發展為八個或十三個活絡的國內金融中心，僅會出現一兩個區域金融中心，而金融中心的發展會吸納區內各國內債券市場所需的流動性，在離岸市場的基礎上將區域金融服務集中起來，故引起各國競爭區域金融中心地位，並對區域債券市場合作可能有所影響(McCauley and Park, 2006)。進一步來分析，首先，在開放金融市場將承受資金流動帶來風險這方面，係因促進債券市場發展將需要放寬非居民（non-resident）企業與金融機構在國內發行債券以籌資，以及放寬境外資金進入國內金融市場從事投資，於是擴大了跨境資金流動的規模，增加該國匯率波動的風險。日本學者及官員即認為，發生亞洲金融危機的重要原因，是東亞國家在總體經濟及國內金融體系發展尚不穩健的情況下，於 1990 年代過速開放金融市場，形成東亞國家銀行與企業過度依賴短期外債的現象，並因而主張有序的金融市場開放，認為金融資本帳的開放，應在總體經濟體質穩健和國內金融體系健全之後(Kawai, 1999)。

Grimes 認為可以依據新自由主義的論述，從國內政治層面來理解，主張東亞區域債券市場合作將走向跟隨開放的全球資本市場規範。他主張東亞國家政府對金融規範的決策受到利益團體偏好影響，而且跨國的利益團體結盟將有助於區域債券市場合作，故東亞區域債券市場的未來發展將視金融業在區域國家決策中的代表性而定(Grimes, 2009)。他進一步指出日本、香港和新加坡已經擁有極為開放的金融市場，而南韓和馬來西亞則有著能在債券市場發展中獲益的機構投資人存在，近年在開放債券市場方面已大有進展，至於中國和泰國在開放金融市場方面的發展較為零碎，菲律賓、印尼和越南則並未將發展債券市場置於優先地位(Grimes, 2009)。不過，Grimes 以國內政治層面的利益團體偏好及其決策代表性來理解東亞區域債券市場發展，實有極大盲點，特別是難以解釋中國對參與區域債券市場合作的決策，尤其中國政府的金融市場政策與改革，有著極鮮明的國家所設定的發

展戰略考量。

其次，由於金融市場是典型的規模經濟，發展區域債券市場的一個設想，即是基於匯合區域債券發行量、債券組合與投資資金規模，以創造債券市場發展所倚重的流動性與發債規模，但區域債券市場和國內債券市場發展具有內在矛盾，區域債券市場發展可能排擠國內市場發展所需的債券發行量、債券組合以及投資資金。McCauley 與 Park 指出，EMEAP 推出 ABF-1，鼓勵八個會員政府在國內市場以外的區域內國家發行美元公債，實際上會減少本國政府在國內的發債規模，因而具有降低國內債券市場流動性的負面影響。此外，在離岸市場發行本幣債券，亦可能排擠國內本幣債券發行量，以及境外資金對國內本幣債券的投資，例如泰國政府在東京發行泰銖計價債券即是一例(McCauley and Park, 2006)。再者，各國之間還將展開對區域金融中心地位的競爭，影響區域金融市場結構發展，Grimes 認為在這一競爭中，東京、香港和新加坡具有領先優勢，但長期而言東京將會面對越來越多的競爭，特別是因為未來中國上海具有發展為區域金融中心的潛力，不過，Grimes 對中國發展境內金融中心的策略及其對區域債券市場發展的影響並無著墨(Grimes, 2009)。

相關研究分析也主張，東亞國家會依據發展區域債券市場帶來的效益及成本來決定其政策，指出發展區域債券市場的效益，包括建立汲取全球資本的窗口、提高貨幣政策的效率，成本則包括可能失去對市場利率、本幣匯率的控制，以及可能擔負較高的政府債務利息和需要進行專業法院改革(Grimes, 2009)。不過，這些效益和成本對個別國家的意義和其受重視程度並非相同。個別國家擁有不同的資源和條件，面對不同的挑戰所構成之歷史結構脈絡，因此有必要結合國家戰略和議題的功能與實踐層次，釐清個別國家所面對的結構脈絡及其金融政策偏好，據以探討個別國家在區域債券市場合作中的行動及其對區域合作的影響。因此要問，個別國家參與發展區域債券市場的目的為何？既有文獻均強調東亞區域金融合作的緣起，係矯正區域國家過度依賴短期外債，所造成對資金流動和匯率波動

的脆弱性，因此設想以發展本幣債券，來解除區域國家銀行與企業的資產與債務「到期日錯置」和「貨幣錯置」。然而，亞洲金融危機襲捲區域時，上述「雙重錯置」問題的危害，主要發生在東協及南韓等國際收支赤字或收支盈餘規模較小而依賴外國資金的國家，特別是在受創最深的泰國、印尼、菲律賓及南韓四個國家。區域內兩大經濟體，中國與日本，所面對的危機並不相同。

中國與日本對參與區域債券市場合作的政策立場

中國金融部門實際上在未開放資本帳的情況下並未受影響，其所面臨的問題，主要是東南亞國家貨幣劇貶後，在出口市場上對其出口部門帶來的競爭壓力，香港則遭遇投機資金錯估形勢的攻擊。日本在亞洲金融危機中主要的擔憂，是其金融部門對東南亞企業與銀行的放款成為壞帳，拖累本土金融部門，此外，東南亞貨幣貶值，使在該地設廠生產的日資企業反而降低生產成本，但同時也使日本企業對東南亞市場的出口以及在第三地市場的競爭，受到負面影響。另外，尤其值得一提的是，東亞國家過度依賴美元帶來的金融脆弱性已凸顯出「東亞美元本位體系」本身的矛盾，日本正可藉此區域合作的機會，削弱「東亞美元本位體系」此一構成日本長期通縮的結構性因素。由此觀之，中國和日本參與區域債券市場發展的目的，並非主要著眼於解決境內的「雙重錯置」，那麼，東亞兩大經濟體對區域債券市場發展有何期待？又將如何影響其參與策略以及區域債券市場合作的發展？

自 1990 年代陷入經濟停滯以來，日本政府在經貿領域的大問題，一直是擺脫糾纏不休的成長停滯以及惡性循環的零利率陷阱，於是，日本出現以日圓國際化來解決日圓升值預期所帶來的出口價格競爭力減弱和通貨緊縮的主張。1997-98 年亞洲金融危機發生後，1998 年 2 月執政的自民黨即表示支持日圓國際化政策，日本財長宮澤喜一更表示重新啟動日圓國際化戰略、不再猶豫(Chey, 2009)，實際行動包括在 1998 年 10 月提出「新宮澤倡議」，對南韓、馬來西亞、泰國及菲律賓等國家提供雙邊日圓貸款，藉以鼓勵使用日圓進行貿易結算。而在擺脫停滯陷阱的

大戰略目標下，透過參與區域債券市場發展的合作，日本可以追求兩個目標：一是，透過債券市場合作，為日本國內老齡化社會創造更多投資機會；其次，吸引東亞國家發行和投資日圓債券，進一步提升日圓作為投資工具、價值儲存工具的國際地位，同時創造區域貿易伙伴持有日圓資產和以日圓結算的誘因，由降低日圓升值對出口競爭和經濟成長的負面影響著手，排除使日本經濟陷入長期停滯的因素。除此之外，日本官方和學界亦倡議建立亞洲貨幣單位（Asian Currency Unit, ACU）和發行以亞洲貨幣單位計價的債券，是直接推動日圓國際化之外的一種迂迴折衷方案，用以吸引東亞國家減少對美元依賴，同時藉由推廣與日圓連動性較高的 ACU，降低日圓兌區域內其他貨幣匯率波動對日本於本區內貿易與投資的負面影響。總的來說，日本在區域債券市場合作中的目標，是鼓勵發行日圓計價債券或 ACU 債券，以及推動東京成為區域金融中心，並進一步提升東京與其他全球金融中心競爭的優勢，其中，又以鼓勵區域產業分工鏈上的企業發行和投資日圓債券，以帶動日圓國際化，提高區內使用日圓進行貿易結算的比例，對日本推動擺脫成長停滯的大戰略較為有益，但難度也較高。

另外，從中國經濟發展的結構脈絡來看，其現階段總體經濟和金融市場發展無法免於遭遇國際金融領域的「不神聖三位一體」(Unholy Trinity)矛盾(Mundell, 1968; Cohen, 1977)。亦即，中國一方面希望透過發展金融市場以建立取得世界資金的窗口（即維持資本流動性），同時又希望能夠維持貨幣政策自主性和匯率穩定，以支持總體經濟持續成長和調節社會分配問題。但這三個目標之間卻存在內在邏輯的矛盾，無法同時達成，於是，中國在區域債券市場合作中的策略，勢必要在這三個目標之間求取動態平衡。觀察近年中國的相關政策，亦正顯示中國以「試點」方式在香港構築人民幣離岸市場，藉由離岸市場開啟人民幣金融市場，一面控制資金流動規模，一面培養有效率資本配置的資金市場，同時將人民幣匯兌和信用擴張的潛在風險隔離在離岸市場。例如，自 2003 年底始，中國宣布授權中國銀行香港分行從事離岸人民幣清算業務、開放授權銀行接受人民幣存款、逐

漸開放限額人民幣債券交易，以及合格外國機構投資人參與銀行間債券市場交易等，展示中國政府嘗試在前述三個目標間求取平衡的企圖。此外，2010 年中國總理溫家寶宣布，中國第十二個五年計畫設定於 2020 年使上海成為國際金融中心，是否意味中國將在未來十年內實現人民幣自由兌換？這對區域債券市場發展將有何影響？

總的來說，中國並無部分東亞國家所遭遇的「雙重錯置」問題，且其作為一個擁有大量國際收支盈餘的國家，公私部門均無依賴外債的現象，反而國內金融部門的問題是缺乏有效率的籌資和投資管道，故其參與區域債券市場合作的目標，應與其建立有效率國內金融市場之階段性目標一致。此外，2008 年以來的全球危機凸顯美元匯率在雙赤字問題下長期走貶的趨勢，而 2009 年以來的歐元區國債危機亦反映歐元潛在的不穩定因素，這些重大國際金融情勢變遷，均促使中國有加快建設人民幣計價金融商品市場的需要。然而，在「不神聖三位一體」(unholy trinity)的矛盾下，中國推動參與區域債券市場合作的挑戰，在於採取動態平衡的金融發展政策。

參、東亞區域貨幣合作

既有研究指出 1997 年亞洲金融危機的起因，是東亞國家的政治文化和以出口成長為策略的發展政策，包括重視私人關係的裙帶資本主義、以銀行資金促進產業發展造成對銀行過度依賴和不當授信，以及採取盯住美元並低估本幣的匯率政策(Noble and Ravenhill, 2000)誘發「雙重錯置」；有些則認為是 1980 年代及 1990 年代初期東亞國家金融部門去管制的作為，使其暴露在國際資本快速流動所帶來的風險下(Kawai, 1999)。Hamilton-Hart 認為這兩方面的因素都是亞洲金融危機的成分(Hamilton-Hart, 2008)。不論研究者強調哪一種因素造成亞洲金融危機，對於避免未來再次發生金融危機的建議，多指向東亞經濟體應該進行貨幣匯率合作，維持區域內貨幣匯率穩定。

然而，國際貨幣合作並不容易達成。Cohen 指出維持匯率穩定、維持資本流動

性以及保有貨幣政策自主性，是各經濟體重要的政策目標，但這三個目標彼此之間卻存在矛盾，難以同時滿足，通常在貨幣危機發生時，受創經濟體為了維持匯率穩定，會較為願意促成國際貨幣合作，一旦危機過去，以集體行動維持匯率穩定的急迫性和壓力逐漸消褪，經濟體就會偏好維持資本流動性和保有貨幣政策自主性(Cohen, 1993; Cohen, 2008)。同此理，1997年亞洲金融危機成為催化劑，促成了東亞經濟體間的金融合作。儘管東協領袖峰會在2003年批准金融整合路線圖，將建立東協共同貨幣當作目標，「東協加三」和中日韓三國亦分別將發展貨幣聯盟作為長期目標，不過，區域貨幣合作所涉及的矛盾則使這方面的合作尚處於研究階段，並無具體進展。這裡將介紹既有文獻對東亞匯率體制合作之建議，分析這些合作方案所欲處理的東亞經濟體匯率體制缺失，及其促進區域匯率體制合作的策略，同時也嘗試指出，相關建議忽略深入分析中日美三國在其整體政經脈絡下形成的政策偏好，亦較缺乏對未來東亞地區匯率體制發展圖像之預測。本研究將在第四章進一步分析全球經濟體系變遷，以及中日美三國在歷史結構脈絡下的政策偏好，據以提出對當前匯率合作推展情況和未來發展之解釋與預測。

對東亞貨幣合作之建議方案

既有文獻對於東亞各經濟體（主要包括泰、馬、菲、印、新東協五國以及中日韓三國及香港，儘管台灣在經濟上是適當的合作對象，但有政治方面的因素阻礙台灣參與東亞金融合作）匯率體制的選擇有許多建議。美國的建議是兩極化的解決方案(two-corner solution)，即完全浮動匯率或固定匯率；另也有學者提出落在這兩個極端之間的匯率體制方案，這些建議可以區分為六類，包括：自由浮動、貨幣聯盟、美元本位、盯住貨幣籃、亞洲貨幣單位以及貨幣政策協調(Cohen, 2008)；但嚴格來說，貨幣政策協調並未主張一種明確的匯率體制。六種建議各著重對不同問題的回應，因此也有不同的優缺點，例如：自由浮動匯率的主張，強調外匯市場機制自會根據國際收支的流動達到貨幣價格均衡，使進行貨幣投機攻擊無利可圖，自能避免貨幣危機，同時經濟體也可藉著自由的資本流動吸引外人投資，

並保有貨幣政策自主性，缺點則是匯率波動較不穩定；而主張東亞經濟體建立貨幣聯盟者，著重使用區域共同貨幣在穩定匯率、促進經貿整合方面的益處，但勢必犧牲各自的貨幣政策自主性以換取匯率穩定；建議鞏固東亞美元本位者，著眼當前東亞美元本位促進出口成長的策略，其缺陷係必須承擔東亞貨幣與美元以外其他主要國際貨幣（如：日圓）之間的匯率波動問題；建議東亞經濟體採取盯住一籃子貨幣者，目標在提升東亞貨幣與美元、日圓和歐元三種主要貨幣之間的匯率連動，彌補東亞美元本位體制的缺點，但東亞合作伙伴並不容易對貨幣籃權重的安排達成一致；建議創造亞洲貨幣單位則是根據歐洲貨幣整合的經驗，以此為走向貨幣聯盟的過渡工具，強調以市場的接受程度來決定整合的速度，但同樣需面對構成亞洲貨幣單位的各貨幣權重配置問題，以及亞洲貨幣單位與美元等主要貨幣之間的匯率波動；建議採取貨幣政策協調者，則主要是降低貨幣合作的強度，保持各經濟體之總體經濟政策自主性，缺點則是各伙伴對貨幣主權的考量會影響合作效率。以下進一步介紹盯住主要貨幣構成之貨幣籃、亞洲貨幣單位以及鞏固東亞美元本位之優缺點，分析相關建議所著重的政策目標和合作策略。

集體盯住 G-3 貨幣籃

東亞國家實質上盯住美元的匯率政策，被認為是造成亞洲金融危機的重要成因，建議東亞國家共同採取盯住 G-3 貨幣籃（由美元、歐元和日圓構成）正是對此政策的檢討。盯住美元的匯率政策主要有兩點缺失：一方面因為政府採取固定匯率政策為市場吸收匯率波動的風險，導致銀行與企業借入大量美元外債，卻並未採取外匯避險措施，在外匯準備水位不高的情況下，一旦本幣遭到投機攻擊而大幅貶值，恐慌就引起國內債務人拋售本幣以兌換美元，加深本幣貶值幅度，更使外債膨脹，銀行與企業債務問題加劇。另一方面，盯住美元匯率雖可使東亞國家貨幣對美元匯率穩定，但卻也必須面對隨著美元一同對其他主要貨幣（如歐元、日圓）匯率波動，特別是隨著美元升值時，會對其他地區的出口貿易活動有負面影響。Williamson(Williamson, 1999)和 Kawai(Kawai, 2004; Kawai, 2007)建議東亞國

家匯率盯住 G-3 貨幣籃即是針對後者所提出。

Kawai 利用 Frankel and Wei 所建立的方法，觀察東亞國家貨幣和美元匯率變動的關係，並以瑞士法郎對美元匯率變動的趨勢為比較基準，指出東亞國家貨幣與美元匯率變動情形接近一致，亦即東亞國家在金融危機發生前實質地操作著盯住美元的匯率政策(Kawai, 2007)。這一政策使得東亞國家貨幣自 1995 年起在實質基礎上被高估，一方面是發展中國家的通膨率一向比先進國家高，再者，隨著美元對日圓和德國馬克升值（日圓在 1995 年大幅貶值），盯住美元的東亞國家貨幣，也就跟著對這兩種主要貨幣升值，其結果是新興東亞國家出口方面的價格競爭力惡化，經濟活動成長趨緩，企業償債能力被削弱，不良授信問題就更為突出。這個問題的癥結是：東亞國家貨幣匯率盯住美元並不合理。Kawai 指出東亞國家商業循環與美國並不相近，反而與日本的商業循環較為連動，且東亞國家對外貿易和投資已經發展了多元的關係，其與美國、歐盟和日本在貿易和投資（外國人直接投資，Foreign Direct Investment, FDI）方面的關係同等重要(Kawai, 2007)，這也代表東亞國家貨幣對美元、歐元和日圓的匯率波動同樣值得關切，單獨盯住美元的匯率政策，將使東亞國家貨幣與日圓和歐元間的匯率並未反映合理價格。

因此，Williamson 和 Kawai 主張東亞國家穩定區域內匯率的適當作法，應是共同盯住由美元、歐元和日圓組成的 G-3 貨幣籃。Williamson 主張東亞國家集體盯住共同的 G-3 貨幣籃（美元、歐元和日圓權重相同），則區域外國家的匯率變動便不會影響區域內國家的貿易關係，並且因為盯住共同貨幣籃而使區域內國家匯率變動趨同，有助於進一步走向貨幣聯盟(Williamson, 1999)。Kawai 則主張東亞國家初期可以採取相似的貨幣籃，同樣由美元、歐元和日圓組成貨幣籃，但籃中貨幣的權重分配，由個別東亞國家依據其與美、歐、日三國的貿易關係、FDI 來源重要性，以及美元、歐元和日圓作為國際儲備的吸引力，來做決定，使各國仍可保有依據本身需要進行政策調整的自主空間；之後，根據歐洲逐步走向貨幣整合的經驗，進一步仿照歐洲匯率機制（exchange rate mechanism, ERM），建立亞洲匯率機

制，藉以設定中心匯率並加強政策協調，使東亞區域內匯率變動趨於穩定，最後為發展為亞洲貨幣聯盟作準備(Kawai, 2007; Kawai, 2010)。

特別值得指出的是，共同採用 G-3 貨幣籃作為東亞國家匯率錨 (anchor) 的意義，除了矯正盯住美元政策所面臨對日圓和歐元的匯率波動外，理論上，也會因為使區域內各國匯率與日圓匯率連動性升高，而促進區域內國家與日本的貿易和投資關係，以及使用日圓進行貿易與投資的吸引力，這代表了構築日圓圈 (yen block) (Kawai, 2007)。2001 年 1 月在神戶舉行的亞歐高峰會 (Asia-Europe Meeting, ASEM) 中，日本和法國財政部官員跟隨 Williamson 的建議提出了以 G-3 貨幣籃作為東亞區域貨幣錨的安排(Adams and Semblat, 2004)，可以認為是反映了日本官方對東亞區域貨幣安排的政策偏好。另外值得注意的是，一旦走向發展共同貨幣，則必要時即需要在外匯市場進行聯合干預以維持目標匯率，因而需要大量短期流動性，這就使得區域匯率體制安排的議題與緊急流動性供應議題相連結，CMIM 協議即可能為將來進一步發展亞洲共同貨幣作準備，不過，這一可能性被「東協加三」成員有意地模糊看待(Yu, 2007)。

建立平行貨幣作為亞洲貨幣單位

也有反對東亞國家共同盯住 G-3 貨幣籃的意見，主張在採取浮動匯率的情況下，也能達到促進區域內經貿與金融整合，並逐步走向貨幣聯盟的途徑：建立平行貨幣做為亞洲貨幣單位。Eichengreen 主張在高度資本流動的世界，採取盯住共同貨幣籃是一種暴露脆弱性的匯率政策(Eichengreen, 2007)，而且個別東亞國家與美國、歐盟和日本的商業與金融關係並不一致，採取參考固定匯率體制，包括單一盯住美元或盯住 G-3 貨幣籃，都是不可行的。歐盟以政治合作的意願催生歐元才消除盯住匯率政策的脆弱性，但亞洲明顯並無可比擬的政治意願，而是強調市場領導的整合，因此，亞洲很難以歐洲盯住共同貨幣籃的路線走向區域貨幣整合(Eichengreen, 2007)。

Eichengreen 對東亞匯率體制安排的建議反倒是在歐洲有失敗經驗的歐洲貨幣

單位 (European Currency Unit, ECU)，這是以平行貨幣走向貨幣整合的路線，強調由市場來主導的整合策略。他主張亞洲國家可以創造一種新的貨幣，亦稱為亞洲貨幣單位，這種貨幣由亞洲各國貨幣適當的加權平均數來決定其價值，並在各國本幣之外平行流通，不過，與歐洲 ECU 經驗不同的是，東亞區域本幣並不盯住一個共同的貨幣籃，也不像歐洲建立 ERM 要求各國本幣維持匯率在一定區間內浮動，而是採取浮動匯率，這就避免了固定匯率體制的風險，也使 ACU 的合作不需有總體經濟條件趨同的限制(Eichengreen, 2007)。

區域內國家採用 ACU 計價進行貿易，可以分散結匯風險，以 ACU 計價發行債券也比以美元或其他區域內貨幣發行債券對區域投資人更有吸引力。而且，隨著區域經貿與金融整合程度提升，使用 ACU 作為會計單位、支付工具和價值儲存工具的優點會更為突出，隨著 ACU 使用範圍擴大，會進一步刺激發展針對 ACU 的投資和避險工具。一旦 ACU 使用範圍和規模成長到相當程度，使 ACU 成為實質的共同貨幣，則亞洲國家就在經濟上已經準備好進入貨幣聯盟，各國即可以當時的匯率將本幣轉換為 ACU，這最後一步需要亞洲國家有政治意願，並且需要設立獨立的亞洲區域央行(Eichengreen, 2007)。值得注意的是，採取 ACU 平行貨幣有一主要的缺陷，由於 ACU 相對於各亞洲貨幣等於是一群外國貨幣的混合物，隨著 ACU 使用範圍和規模擴大，各國企業與銀行持有的 ACU 部位和曝險也會增加，可能造成收支平衡表上的貨幣錯置，因而存在著金融穩定方面的脆弱性。對此，Eichengreen 主張採取資本流動限制等審慎金融管理措施，來控制這種風險，但這會延遲由平行貨幣的發展轉變為貨幣聯盟的速度(Eichengreen, 2007)。總的來看，採取 ACU 路線的訴求是由經濟因素主導貨幣整合，由市場對新貨幣的接受程度決定轉變為區域貨幣聯盟所需的時間，而非由政治主導，以此應對亞洲尚缺乏政治合作意願這一癥結，降低政治因素對推動區域貨幣整合的負面影響。

結合日本集體盯住美元

除了上述對東亞匯率體制的建議外，也有學者主張應鞏固盯住美元的東亞匯

率政策。金融危機之後，東亞各國逐漸回到危機之前的盯住美元匯率政策，IMF 警告這一作法的危險性，然而，McKinnon 則嘗試指出東亞國家盯住美元匯率政策的合理性，主張東亞國家，特別是包括日本，需要集體盯住美元匯率以確保東亞美元本位的穩定性，並輔以審慎金融監管措施，解決引起投機攻擊的「雙重錯置」的脆弱性(McKinnon, 2005)。東亞國家採取軟性盯住美元政策，一方面是因為大部分東亞國家的貿易是以美元結算，不僅與美國之間的貿易以美元結算，東亞國家彼此之間的貿易和投資也多以美元結算，即使在與日本的貿易當中，使用美元結算的比例也高過使用日圓(McKinnon and Schnabl, 2005)，因此，在開發中國家「恐懼（匯率）浮動」(fear of floating) 的傾向下，東亞政府有極大誘因採取盯住美元政策以維持匯率穩定。另一方面，因為發展中國家有著無法從國際資本市場以本幣計價借入資金的問題，加上國際資本利率低於國內利率，於是傾向借入國際資本，一旦本幣貶值，就面臨著對外債務（以美元計價）換算本幣價值膨脹的風險。再者，發展中國家國內金融市場發展程度低，有時並非銀行與企業不作避險，而是無法進行避險，因此對外債務的「貨幣錯置」與「期限錯置」問題其實無法避免，東亞國家政府遂透過盯住美元匯率政策來阻擋這一風險(McKinnon and Schnabl, 2005)，而修補盯住美元匯率政策的作法則是提高這一政策的合理性。

從危機管理的角度來看，McKinnon 的主張是修正先前東亞國家盯住美元匯率政策的缺失，強調盯住美元政策需要集體行動和審慎監管使其具有可信性，而非揚棄此一政策(McKinnon, 2005)。1980 年代長期日圓升值後，日本政府在 1995 年讓日圓大幅貶值，衝擊東亞國家出口價格競爭力，當時泰國的外債積累超過經常帳盈餘，其盯住美元匯率政策的可信性於是下降，遭到投機攻擊後，泰國政府遂失守盯住美元政策。為了提升盯住美元政策的可信性，McKinnon and Ohno 主張除了採取審慎金融監管措施外，日本也必須採取盯住美元政策(McKinnon and Ohno, 2005)。1997 年金融危機之後，東亞國家均為自助而累積大量外匯準備，提高必要時在外匯市場進行干預的能力，而審慎金融監管措施則有助於抑制所需的干預規

模，增加干預行動的成功率。此外，特別重要的是，日本也必須參與集體盯住美元政策，使其他東亞國家免於日圓兌美元匯價波動所造成的出口競爭力下滑，甚且，使日圓與美元固定匯率還有助於日本脫離因預期日圓升值所帶來的長期通縮和經濟停滯(McKinnon and Ohno, 2005)。然而，由於日本外匯市場已是自由化的市場，日本政府單方面不足以維持日圓兌美元的固定價格，有必要透過商業和貨幣協議取得美國貨幣當局合作，由日本以開放所有經濟部門為條件，換取美國在必要時與日本當局聯合干預匯市，使日圓兌美元匯率長期維持穩定(McKinnon and Ohno, 2005)，藉此協助鞏固包含日本在內的盯住美元匯率體制。不過，此一鞏固東亞美元本位體制方案的可行性，顯與當前中國和日本的偏好並不一致。

既有文獻所提出的六種匯率合作建議中，除建議東亞經濟體間進行貨幣政策協調者並未提出明確匯率體制外，其他建議各提出不同的東亞匯率體制。除了主張維持盯住美元匯率體制者主要僅強調區域內貨幣匯率穩定外，建議盯住一籃子貨幣、採取 ACU 或直接建立共同貨幣者，均將建立區域貨幣聯盟作為最終目標。整體而言，這些建議所考量的重點是避免再次發生貨幣危機，為區域經濟體維持穩定的經濟成長環境，進一步在貨幣整合的幫助下深化區域經濟整合，以減輕全球經貿的不平衡。甚至，逐漸使東亞國際收支盈餘國家，從美元貶值可能使其外匯準備價值減損的陷阱中脫身，亦即進行外匯準備多元化，將過多的美元資產移轉向另一種穩定的國際貨幣。不過，或由於過度強調應然而，主張區域國家以集體合作方式對亞洲金融危機的回應，以及過度放大以「東協加三」為範圍的區域經濟整合在各國發展議程上的重要性，儘管指出「東協加三」成員間的發展階段差異不利於形成「東協加三」貨幣聯盟，或涵蓋東協五國與東北亞三國的貨幣聯盟，這些匯率體制建議有半數以走向貨幣聯盟為目標，使得相關討論忽略了其他可能的東亞匯率體制面貌。或者，因為預料中國將不會在中期內全面開放資本帳戶，人民幣仍將不具有可兌換性，因此，有些文獻雖然考慮到日本對東亞匯率體制的偏好，卻忽略對美國與中國在這方面政策偏好的分析。然而，2007 年以來的

全球金融危機加劇美國雙赤字問題，掀開美元長期走貶趨勢和全球貿易不平衡問題，亦使累積國際收支盈餘的東亞國家，特別是中國，必須有因應之道，其結果若出現東亞共同貨幣，或者人民幣國際化順利拓展，都將影響美元國際貨幣地位。另外，近年歐元區主權債務危機則凸顯區域共同貨幣合作的風險與成本，中國和日本做為區內主要緊急流動性供應國，亦必考量共同貨幣合作的風險與成本。本研究認為有必要進一步分析特定歷史結構脈絡下，美國、中國與日本在東亞匯率合作方面的政策偏好，以探討東亞區域匯率體制可能的發展面貌。

綜上所述，本研究認為，研究者固然可援引既有理論和概念，來分析主要行為者美國、中國和日本在東亞區域金融合作中的政策立場與行動，以及國內利益團體對國際金融合作議程的偏好和對政策的影響，據以對未來發展趨勢提出預測，但同時亦應盡量避免理論框架對議題的觀察和分析形成侷限。是以，本研究主張，回到歷史結構脈絡下，主要行為者面對的結構限制以及擁有的資源秉賦，據以解釋和預測東亞區域金融合作，在區域緊急流動性工具、區域債券市場和區域貨幣匯率合作三個主要議題領域的發展，以及東亞金融合作對既有國際金融結構的可能影響。

第三節、分析架構與章節安排

壹、分析架構

誠如國際金融政治經典名著《鉅變》(The Great Transformation)之作者 Karl Polanyi 所言，國際貨幣體系是特定國際權力結構的產物(Polanyi, 1944)。第二次世界大戰結束以來，以美國為首的西方國家，建立以世界銀行(World Bank)和國際貨幣基金管理國際收支，以及美元和黃金固定兌價的美元—黃金本位國際貨幣體系，藉此向全球推展被稱為「華盛頓共識」的自由經濟和公平貿易原則，並賦予美元的發行者—美國—「過度特權」⁴(exorbitant privilege)，體現與美國霸權體系相

⁴ 以美元為主的國際貨幣體系，使美元成為流動性最強的貨幣，全球對美元的需求帶來美元溢價、美元債務低折讓率以及將匯兌成本轉嫁給美國的貿易對手等；法國總統戴高樂(Charles de Gaulle)

稱的國際金融利益分配模式。《鉅變》所描述的英鎊帝國興衰，及上述二戰後建立美國國際貨幣體系的歷史，反映了國際政治及國際政治經濟領域中，每種合作方案、策略、合作組織、制度安排等，對不同國家或行為者而言，都隱含不同的利害得失；這對亞洲金融危機後在東亞區域內展開的緊急流動性合作、區域債券市場合作以及區貨幣合作而言，亦復如是。戰後這一歷史過程及歷史沉澱，恰恰反映美國挾其霸權進行「偏差動員」，建立服膺其政經利益的「偏差性」利益分配模式；而亞洲金融危機後展開的東亞區域金融合作，則是試圖改變既有美元國際貨幣體系下不利於東亞國家的「偏差」。

「偏差」這一概念意指：「一種涉及相關行為者間有關資源利用與分配的特定模式」(蕭全政，1988: 53)，「會體現於組織與制度本身」，「並在動態過程中被相關行為者進行合理化的調整」(蕭全政，1997: 6)；「偏差動員」則是：犧牲他人、圖利自己之支配性價值、信仰或建制過程 (Schattschneider, 1960)。換言之，「偏差」即是隱含特定利益分配與資源汲取模式的權力/權利關係或遊戲規則；「偏差動員」則是為實現特定「偏差」所採取的各種措施，包括建立特定利益分配模式的具體行動，以及宣傳隱含特定支配性價值的主張。由二次世界大戰後國際貨幣與金融體系之發展觀之，Polanyi 簡潔扼要的論斷正透露，以「偏差」和「偏差動員」這一組概念分析國際貨幣與金融體系之建構和發展的精準，本研究亦將運用這一組概念分析東亞區域金融合作之進展。

由二次世界大戰後的發展可知，美國主導的國際金融體制推銷與日本相異的經濟發展路線，而且，以美元為主的國際貨幣體系，加上東亞國家對美元需求而形成「東亞美元本位體系」(the East Asia dollar standard system)，使日圓持續升值的趨勢不利日本經濟持續成長，反陷入長期通縮。因此，日本經濟實力壯大後，已多次尋找機會試圖爭取與其經濟實力和貢獻相應的權力和影響力(Green, 2003:232-34)。而亞洲金融危機凸顯「東亞美元本位體系」與釘住美元匯率政策之

稱美國從美元國際貨幣體系所獲得的上述好處是一種「過度特權」。

風險，以及美國主導 IMF 紓困以強力干預東亞國家經濟發展路線，使日本與多數東亞國家欲擺脫美國—IMF 國際金融體制和「東亞美元本位體系」之偏好獲得增強，日本得藉此機會搭建東亞國家間的統一戰線，進行「偏差動員」。1997 年日本提議建立亞洲貨幣基金，以及 2000 年日本提議清邁倡議以促成東亞國家間的換匯 (currency swap) 合作，均是日本乘著亞洲金融危機所進行的「偏差動員」，欲在 IMF 之外建立全由東亞國家參與和主導的區域金融危機管理機制，以擺脫美國—IMF 的支配；近者，加速回應區域金融危機，避免災害擴大，遠者，推展符合日本和東亞國家利益的經濟發展路線。

另一方面，中國 1978 年改革開放後，歷經三十年發展，已使中國在 2010 年超越日本成為世界第二大經濟體，並可望在 2020 年超越美國成為世界最大經濟體，逐漸積聚資源和能力，而敢於挑戰既有體制下不利其發展需求之「偏差」。雖然 1997 年日本提出亞洲貨幣基金倡議並未獲中國支持，使日本帶領東亞國家挑戰美國—IMF 角色的努力受挫，但日中之間微妙的競爭和合作關係，在「東協加三」合作對話機制下推動東亞區域金融合作發展。尤其，中國自 2007 年起，於年末召開為下一年經濟工作定調之中央經濟工作會議，均訴求調整經濟結構、擴大內需，凸顯其發展來到由出口成長轉向強調由內需市場擴張帶動成長的階段。為配合此一經濟轉型，中國在國內推動勞動薪資改革、社會安全體系改革；其次，中國推動金融市場改革，扭轉存款負利率的現象，亦有助於擴大內需市場，而中國人大財經委員會副主委暨人民銀行副行長吳曉靈認為，推動人民幣國際化是倒過來逼迫國內金融改革的手段(俞建拖 2011)；再加上美國次級貸款危機後形成的美元貶值趨勢，遂使中國加快於 2009 年啟動人民幣國際化以維護其利益，預期極可能衝擊既有的美元國際貨幣體系和「東亞美元本位體系」，並影響東亞區與貨幣合作。

綜言之，由於日中的發展漸與既有國際金融體系生出摩擦與矛盾，故日本與中國實力增強之後，對美國主導之國際金融體制及以美元為主的國際貨幣體系展開挑戰，試圖改變其隱含賦予美國「過度特權」之系統「偏差」。亞洲金融危機觸

發「東協加三」展開東亞區域金融合作，正是東亞國家利用特定事件帶來的機會，挑戰既有國際金融體制。而在 1997 年發生的亞洲金融危機給予日本挑戰 IMF 主導國際金融體制的機會後，2008 年美國次級貸款違約帶來的全球金融危機和美元貶值，則增強日本和中國瓦解「東亞美元本位體系」的需求。

「東協加三」以日本和中國為首對既有美國—IMF 主導之國際金融體制與「東亞美元本位體系」之挑戰，將沿著兩強對重構既有體系所偏好之特定利益分配模式展開，同時隨特定時空脈絡下的環境因素與自身稟賦變化而受節制與增強。其中，當日本和中國對所偏好之「偏差性」體制安排處於同一陣線時，兩強將合作展開對既有體系之挑戰，「偏差動員」的推動較易獲得成果；而當日中各自有偏好之體制安排時，各自展開的「偏差動員」除了可能分散對既有體系挑戰之強度外，亦可能導致相互干擾，影響特定東亞區域金融合作議題之進展。本研究將分析日本和中國對三個主要的東亞區域金融合作議題所偏好之「偏差性」安排，藉此探討東亞區域金融合作的進展與可能發展方向。

貳、章節安排

「東協加三」在亞洲金融危機後建立了區域金融合作對話機制，並針對三個議題展開區域合作，這三個合作議題分別是：建立區域緊急流動性工具、發展區域本幣債券市場以及區域貨幣合作，其發展則將挑戰美國—IMF 主導國際金融體制的地位，並可能瓦解「東亞美元本位體系」。

為探討以「東協加三」為合作主體的東亞區域金融合作，在三個合作議題領域如何挑戰既有國際金融與國際貨幣體系，以及重新建構符合「東協加三」利益之「偏差性」安排，本研究第一章為導論，說明問題意識，引介本研究之分析架構以及章節安排；第二章討論東亞緊急流動性合作之發展，分析日中之間微妙的競爭與合作關係，如何促成兩強在清邁倡議下建立挑戰美國—IMF 的統一戰線，使清邁倡議多邊儲備機制走向具區域自主性的緊急流動性工具及區域金融管理機制，取代 IMF 支配東亞區域金融危機管理之角色，並進一步在未來支持東亞地區

採行符合自身利益的發展路線；甚至，此多邊儲備池可能作為區域貨幣合作所需用於干預匯率的資金。

第三章分析東亞區域債券市場合作的發展，探討「東協加三」在矯正「雙重錯置」問題以增強金融市場穩定，和犧牲債券市場發展而倚賴管制跨境資本流動以維持匯率穩定、促進出口之間，各有何「偏差」算計與政策偏好，又如何取捨？再者，其政策取捨如何影響區域債券市場合作目標之追求？本研究首先檢視「東協加三」對跨境資本流動之規範政策，發現中國及部分東協-5 國家仍對跨境資本流動採取較嚴格管制，反映其選擇維持匯率穩定優先於藉發展區域本幣債市處理「雙重錯置」問題；而分析各國參與東亞區域債券市場合作方案之行動，亦可見各別國家利用東亞區域債券市場合作對話操作不同的「偏差動員」，藉以追求符合各自利益的「偏差性」安排。如：日本與新加坡偏好促進區域債市整合，故主持促進本幣債券需求之任務小組，並將強化跨境債券交易列為重要合作項目；中國和泰國則主持促進本幣債券發行之任務小組，並將為發行者提供信用保證，以及藉發行本幣債券以融通基礎設施，列入主要合作方向，顯示中、泰目前並非欲促成區域債券市場整合，而是欲利用區域債市合作汲取低風險、低成本的區域資金。第三章最後分析「東協加三」區域本幣債券市場之發展，檢視展開區域債券市場合作之後，債券市場佔各國金融市場融資結構是否提高，結果發現多數國家均未能促進本幣債市佔比明顯增長；此亦反映了「東協加三」對區域本幣債市合作的不同偏好，致此議題合作並未促成區域本幣債市整合和發展，未能達到發展債市以矯正「雙重錯置」問題。

第四章探討東亞區域貨幣合作的可能發展，由分析各種東亞區域貨幣合作方案隱含之「偏差」著手，討論日中對東亞區域貨幣合作各種方案的偏好，以及人民幣國際化對建立東亞區域貨幣的可能影響。第四章指出，由於日圓兌美元升值是日本陷入長期通縮的結構性成因，故日本欲藉亞洲金融危機凸顯東亞國家釘住美元匯率的風險，鼓動東亞國家脫離「東亞美元本位體系」，並在建構東亞日圓圈

極度困難而無望的情況下，透過「偏差性」的貨幣合作安排，進一步提高東亞國家貨幣匯率與日圓連動性。例如：2001 年在神戶舉行的亞歐財長會議(The 3rd ASEM Financial Ministers' Meeting)，日本官員即倡議東亞國家應以 G-3 貨幣(美元、日圓、歐元)作為區域貨幣錨，如此則降低東亞國家貨幣匯率與美元連動程度、提高其與日圓連動程度；2006 年日本原欲透過亞洲開發銀行欲推動亞洲貨幣單位(ACU)指數，藉此工具促進東亞國家關注區域貨幣合作的益處，且由於日本 GDP 規模在當時居東亞第一，若順利能推動建立 ACU，則日圓將成為 ACU 之主要成份，實質上提高其他東亞貨幣與日圓匯率之連動。

另一方面，中國對東亞區域貨幣合作的需求，主要來自 2008 年美國次級貸款危機後，美元貶值引發中國外匯準備價值縮水的擔憂；不過，2010 年歐元區主權債務危機問題，則使中國不得不注意到成立共同貨幣所需承擔的成本。因此，為減少美元外匯準備，也配合中國向內需市場經濟轉型的國內議程，中國加速啟動人民幣國際化，使人民幣國際化成為參與東亞區域貨幣合作之外的另一選擇，而這也將對東亞區域貨幣合作帶來影響。第五章是結論，總結各章分析結果，並指出東亞區域金融合作對臺灣的影響。



第二章、東亞區域緊急流動性合作

1997 年亞洲金融危機重創東亞經濟，美國對泰國紓困案缺乏貢獻，且 IMF 則對受援國家施加嚴苛紓困條件，藉機打開印尼、韓國和菲律賓的敏感產業部門，加深東亞國家認為美國藉機敲詐，推展與東亞在地主張相異的發展路線，也導致東亞國家的不滿以及美國在本區域的聲望下墜，更進一步催生了東亞區域金融合作。因此，東亞國家欲建構區域性的緊急金融工具，取代美國—IMF 主導的金融危機管理機制，打破既有金融危機管理機制隱含有利美國主導和推展全球主義發展模式的「偏差」，取回東亞國家對金融危機管理和決定發展路線的自主權。既有的亞太經濟合作會議(Asia-Pacific Economic Cooperation, APEC)論壇並未成為主導區域金融合作的舞台，而是由東協十國加上中、日、韓三國所構成的「東協加三」對話機制，成為主導東亞區域金融合作的架構，正是反映東亞國家欲排除美國勢力介入東亞區域金融合作，重新建立由東亞國家主導危機管理、紓困條件和發展模式的「偏差性」金融危機管理機制。

本章針對東亞區域緊急流動性合作之發展進行研究，指出，儘管中國和日本一向在區域合作中存在相互競爭區域領導地位的關係，但東亞兩強在共同抵抗美國勢力支配東亞發展上，有著統一戰線，建構排除美國勢力的「偏差性」合作機制是兩強所共願。因此，日中之間微妙的競爭使任何一方不會坐視「東協加一」主導區域合作，因而成就「東協加三」作為東亞區域金融合作的主要舞台；而日中在排除美國勢力上的同一戰線則進一步推進「東協加三」金融合作，其結果是區域兩強的微妙競合，促成了清邁倡議及其多邊化安排朝向建立區域自主性發展。

1997 年亞洲金融危機爆發後日本提出全以亞洲國家為主體的亞洲貨幣基金倡議即已挑戰了現實主義所強調的日美安全關係高位，2000 年清邁倡議的推出更使研究者一時難以掌握中日兩國在區域緊急流動性合作當中的互動關係及其對該項合作的影響，2009 年以後清邁倡議的多邊化發展以及區域監管機制的建設更進一

步彰顯東亞主義早已捲土重來。從這一發展趨勢來看，實有必要重新檢視東亞區域緊急流動性供應機制之發展所處的歷史脈絡，探討中國和日本對此項合作的政策偏好，及其如何影響區域緊急流動性合作之發展。

本章以下將依據東亞區域緊急流動性合作的發展順序進行討論。首先在第一節指出日本推出亞洲貨幣基金反映其欲推翻既有國際貨幣基金紓困機制隱含有利美國推展全球主義發展模式的「偏差」，這一立場為其他「東協加三」國家所共有，而美國則反對出現由東亞國家主導的區域紓困機制。惟中日之間的競爭關係及當時中國所擁有的條件不足，遂使 AMF 倡議出師未捷。第二節則探討中國對建立自主區域紓困機制的偏好，以及中日競爭關係如何促使中國轉而支持同樣由日本提出的清邁倡議換匯合作，凸顯出東亞國家在面對美國強加以全球主義發展模式之下，策略性地集結在東亞區域主義的旗號下，故即使參與換匯合作將須承擔提供換匯資金予鄰國的成本和風險，中國和日本並未因此放棄重整東亞區域主義旗鼓的機會，而是以「IMF 連結」作為降低道德危險的工具。第三節進一步探討清邁倡議的發展及其中有關「IMF 連結」規範的變化，釐清「IMF 連結」的設計並非中日有意將調動 CMI 換匯資金的權力交予 IMF，而是在培養區域自主金融監管能力的同時，用以降低道德危險的措施，「東協加三」國家在區域緊急流動性合作上的目標仍是朝向建立自主金融危機管理機制。

第一節、亞洲貨幣基金倡議： 全球主義與東亞主義的交鋒

第二次世界大戰後美國在東亞建構「舊金山體系」(The San Francisco System)，透過與西太平洋第一島鍊國家（日、臺、菲、澳）建立以美國為中心向外輻射的雙邊安全伙伴關係，作為圍堵中蘇共產勢力的前沿，並透過對這些美國在東亞的傳統盟友開放市場，達到支持其經濟發展和促進、宣傳第一世界民主價值之目的 (Green, 2003)。於是在冷戰圍堵體系和日本戰敗後非戰憲法的歷史脈絡下，「吉田

主義」(The Yoshida Doctrine)成為二戰後日本的大政方針，即在外交和安全上依賴美國提供保護，日本自身則將全部資源投入經濟發展，並利用美國所提供的市場(Samuels, 2007)。在地緣政治和「吉田主義」的概念下，現實主義觀點強調日本依賴美國提供安全保護，因此主張維護日美安全關係是日本涉外事務的主要指導原則，佔據日本涉外事務決策的高位，其研究亞洲區域主義發展者也因此認為日本對區域主義發展的貢獻受制於美國的立場與政策偏好。

壹、日本不懼挑戰美國，兩國間存在經濟成長模式之「新冷戰」

然而，從歷史發展經驗來看，日本經歷戰後經濟快速發展，於 1980 年代起開始有能力透過國際經濟與金融機構貢獻數百億美元官方援助，並且在涉外事務方面逐漸顯現出提高其國際地位與影響力的渴望，而非因受制於對美國提供安全保障的依賴而甘於扮演追隨美國的角色。例如，日本利用 1982 年墨西哥金融危機時美國需要日本資源協助紓困的機遇，在 1984 年使美國轉而支持增加日本在 IMF 和 WB 的投票權，結果日本在 IMF 內提升為單一國家擁有第三大投票權的會員，其在 WB 的投票權數則上升至第二；又如 1988 年拉美國家出現債務危機，所需資源超出 IMF 和 WB 的回應能力，美國又一次需要日本資金挹注，結果美國不僅一改先前反對日本所提宮澤計畫(Miyazawa Plan)以政府資金進行紓困的立場，其推出的布萊迪計畫(Brady Plan)即利用政府資金進行紓困，更轉而在 IMF 份額與投票權的第九次一般檢視(General Review)中支持 IMF 增資，進一步使日本在 IMF 內的投票權上升至與德國同列第二(Green, 2003: 232-36)。這些歷史經驗顯示，隨著日本經濟發展和經濟資源的累積，日本具有將其對國際貢獻資源之能力轉化為國際地位和影響力的企圖，而每當美國可運用資源不足以回應國際危機管理所需時就是日本爭取國際地位和影響力的最佳機遇。

1997 年 9 月 21 日 G7 財長、IMF 以及 WB 在香港舉行的會議中，日本正式提出亞洲貨幣基金提案，便是打算再一次利用 1995 年墨西哥危機後美國國會禁止財政部運用外匯穩定基金對外國政府提供紓困的歷史機遇，乘機建立由東亞國家主

導（特別是由日本主導）的區域金融危機管理機制，將日本的經濟實力投射到東亞地區而提升日本在本地的領導地位。日本自 1980 年代以來尋求提昇國際地位的目的除了心理上出於平復民族自尊心的想法，想要改寫明治時代以來遭遇不平等地位的屈辱之外，實質上還因為日本抱持與美國藉布列頓森林體系推動的「華盛頓共識」新自由主義經濟思維不相同的意識型態與發展模式。在美國領軍的新自由主義經濟思維之下（此一主張一體適用自由經濟發展模式的思維是全球主義的核心），日本在對外經貿交往上必須承受開放農、牧、金融等敏感性部門的壓力，若日本得以推展日本式發展模式—榊原英資稱之為「以人類為宇宙中心的資本主義」(Anthropocentric Capitalism)(Green, 2003: 246)，將有助於日本抵抗全球主義的壓力以及維持日本國內社會現狀的平衡；這一美日之間關於經濟發展模式之競爭關係被日本學者 Funabashi 稱為「新冷戰」(New Cold war)(Green, 2003: 238)。

日本的亞洲貨幣基金提案讓美國和 IMF 感到其管理國際金融危機的權威遭遇挑戰，這也代表對 IMF 等布列頓森林體系國際金融機構所秉持的新自由經濟意識型態之挑戰，同時也是日本領銜的東亞區域主義對美國主導的全球主義所提出的質疑。特別是，日本指出亞洲金融危機的一大成因，是 1990 年代初期東亞國家不適當的金融去管制措施，使國際資金得以短時間內快速在此區進出(Kawai, 1999)。然而，亞洲貨幣基金倡議除了必須面對來自美國和 IMF 的強烈反對之外，還需要集結東亞國家的支持，這一集結不只是擴大東亞主義的基礎和蓄積挑戰全球主義的能量，還包括需要其他東亞國家做出實質的資源貢獻，以及藉由邀請中國參與來降低東協國家對日本將單方面支配新成立的基金組織之擔憂。1989 年東協在參與亞太經濟合作會議時即顧慮到可能被邊緣化(Nesadurai, 2008: 159)，但若排除美國在外的區域組織內有中日兩個區域強國，則東協可以運用在不同議題中與中日任一方合作的方式組成流動的陣線，藉此取得中日任一區域強國的支持，從而達到小國周旋於大國間的外交利益。不過，但當中日立場一致時，東協這一外交策略的成效就要打折，「東協模式」的共識決策就成為維護各東協成員自主性的最後

防線。

貳、中國未予支持是亞洲貨幣基金倡議失敗之重要因素

根據榊原英資的說法，1997年7月曼谷會議和8月東京會議後，日本認為出現了亞洲團結的氛圍，於是8月下旬日本擬定亞洲貨幣基金的基本內容，設定這個基金規模為1,000億美元，預定成員包括日本、中國、香港、南韓、澳洲以及東協五國（泰、馬、菲、新、印），以自動化的紓困承諾避免紓困決策中耗時的共識建立過程(Lipsky, 2003: 95)。其中，日本願意單獨出資500億美元，另外500億美元則由其他成員做出貢獻，又以經濟規模和經濟能力來判斷，勢必期待中國做出重大貢獻，則中國對此案的立場成為能否凝聚亞洲團結的重要因素，然而由往後的發展來看，中國的搖擺使得東亞主義未能在亞洲貨幣基金一役中取勝。

在建立亞洲貨幣基金的推展過程中，日本最早向東協提出這一基金概念是在7月的曼谷會議和在上海舉行的第二屆亞洲暨太平洋央行行長會議。當時美國因為無法提供紓困資金以及並非EMEAP成員而未參加上述會議，中國則在這兩次會議中均未表達反對亞洲貨幣基金的立場，甚至該年9月12日日本再次於在香港舉行的亞洲財長會議中討論亞洲貨幣基金議題，中國也未表反對，直到9月21日日本正式在G7財長與IMF和WB的會議中提出亞洲貨幣基金提案，中國卻並未支持這項提案(Green, 2003: 244, 247)，打亂日本領銜東亞主義以亞洲團結為基礎挑戰美國和IMF全球主義的盤算。儘管香港會議後日本仍繼續為亞洲貨幣基金提案進行遊說，但11月21日在香港舉行美國與IMF官員列席其中的亞洲區域財長會議中，亞洲貨幣基金一案只獲得東協與南韓表達支持，香港和澳洲持中立立場，中國則以不表支持的方式做出對此案的外交阻礙(Green, 2003: 248; Lipsky, 2003: 96)。Lipsky在2000年的訪談結果顯示知情者指出美國以日本在亞洲的霸權建構遊說中國反對此案(Lipsky, 2003: 96)。

有一些研究認為日本推展亞洲貨幣基金的行動在1997年9月香港會議遭遇美國和IMF反對後即開始撤退(backpedaling)，主張這是日美安全關係高位再次對日

本涉外事務行動的影響(Green, 2003; Grimes, 2009)。然而，據時任日本副財長榊原英資表示，即使面對美國強烈反對，甚至美國副財長 Summers 深夜致電榊原質問道：「我以為我們是朋友！」(I thought we are my friend.)，日本也並未退縮，而是感到唯有凝聚亞洲共識、獲得亞洲國家的支持，使亞洲貨幣基金的建立成為既成事實才能使美國勉為其難地接受(Lipsy, 2003: 95; Kawai, 2010 腳註)。而確實，日本在 9 月香港會議後也仍在推動遊說工作，直到 11 月下旬亞洲貨幣基金提案的推動才劃下句點，底定由 IMF 主導亞洲金融危機的管理，並以馬尼拉架構(Manila Framework)為指導原則。由此觀之，美國的反對立場固然使推動亞洲貨幣基金的難度大增，但真正粉碎日本提案的，毋寧是中國在這一次全球主義與東亞主義的對壘中沒有站在東亞主義的陣營裡。

現實主義者的觀點認為中國反對日本的亞洲貨幣基金提案是出於中日兩國對區域領導地位的競爭(Grimes, 2009; Grimes, 2011)，但並未進一步指出在亞洲貨幣基金一案中兩國的競爭態勢為何。雖然日本並未明確且公開地提出亞洲貨幣基金的具體設計，但從日本釋出的基金方案基本內容來看，日本聲明出資 500 億美元佔總資金規模的一半，代表若以出資份額來決定成員在基金中的投票權，則日本擁有半數投票權將足以主導該基金的政策，中國等於是貢獻數百億美元資金為日本抬轎，這使得此一規劃內容的亞洲貨幣基金提案無論如何不可能獲得中國支持。更何況，根據中國國家外匯管理局的統計，1997 年底中國外匯準備約為 1,400 億美元，即使穩定區域金融和經濟情勢與維持中國經濟成長的政策目標一致，中國會否願意提供數百億美元作為區域金融危機紓困之用也仍值得商榷。除了未能獲得中國支持而導致亞洲貨幣基金提案失敗之外，金融危機的蔓延使資金缺口擴大也是日本最終必須放棄該案的原因之一。

1997 年 7-8 月亞洲貨幣基金概念提出之時金融危機的範圍尚未擴大，但隨著泰銖貶值造成其他東亞國家貨幣競貶，金融危機即逐漸在東亞國家之間蔓延開來。印尼政府在當年 10 月底迫於形勢不得不接受 IMF 的紓困條件，11 月 17 日韓

國央行耗盡外匯準備只能放手讓韓鎊遽貶，並緊急於 12 月 3 日與 IMF 達成附有條件的紓困方案，而日本也在 11 月中開始出現主要銀行破產，美國股市也受影響而重挫等。形勢至此有演變為全球經濟危機的潛在危險(Green, 2003: 250-51)，日本在無法以東亞主義團結亞洲國家和匯集區域資源的情勢下只能放棄亞洲貨幣基金提案，接受美國主導的 IMF 全球金融危機管理架構。雖然，日本無法在此次危機中利用一開始美國缺乏資金投入紓困的機遇（隨著美國國會禁令到期，美國參與了印尼紓困案）建立亞洲貨幣基金做為東亞主義的灘頭堡，但最終 14 個環太平洋國家財長和央行行長在 1997 年 11 月 18-19 日所達成的紓困架構—馬尼拉架構—中列舉的四大要點相當程度反映日本對亞洲金融危機成因與對策的觀點。日本官員因此認為馬尼拉架構與亞洲貨幣基金所要推動的概念相符，特別是提到對監管國際資本流動的重視和促進健全的金融部門，以及呼籲 IMF 增加紓困資源的供應。這四個要點包括：(Green, 2003: 249)

- 執行區域資本流動監管以補充全球監管的不足。
- 提供技術協助與支持以強化相關國家金融部門。
- IMF 需要更強大的資源以因應未來的危機。
- 由區域國家提供資金以補充 IMF 和其他國際金融機構的支持。

總的來說，儘管二次世界大戰以後形成的舊金山體系和「吉田主義」使依賴美國提供安全保障成為日本涉外事務的政策方針，但 1980 年代以後日本累積豐碩的經濟成長果實，並且有能力對國際社會做出貢獻，同時也使得日本試圖將其對國際社會投注的經濟資源轉化為具體國際地位的提升，例如提高日本在國際金融機構的投票權(Green, 2003)。這一方面是出於民族主義的心理需求而欲洗刷日本明治時代以來所受不平等條約的屈辱，另一方面則是因為日本在發展議題上與倡導新自由經濟的美國有著截然不同的意識型態和發展模式主張，換言之，比起新自由經濟主義所主張的一體適用自由化開放發展原則，日本較為重視回應社會結構所需要的彈性發展策略。這種差異在日本內部使得內閣中的經濟產業省、大藏省

(財政部)與外務省在涉外事務方面出現政策矛盾。前兩者在遭遇美國主導的全球主義經濟、金融自由化主張時，為爭取國內產業與社會結構的調整彈性而必須抵擋美國壓力，外務省則因為日美間的政治和安全結盟關係而在涉外事務決策上向美國的政策偏好傾斜，這也正是研究者所謂日本涉外事務部門主義(departmentalism)的真正內涵與矛盾，由此來看，日本內閣中部門主義的存在不也正好證實現實主義所謂日美安全關係佔據日本對外事務決策高位並非是一個已確立的原則。

既然日美安全關係並未能壓抑日本追求彈性發展模式的東亞主義，因此可以說 1997 年亞洲貨幣基金倡議的失敗主要不是由於美國的反對，而是亞洲國家尚未能在日本領銜的東亞主義下集結起來，一方面因為日本並未做出與中國合作領導的準備，一方面也因為缺乏多邊國際合作經驗的中國尚未準備好參與區域多邊合作以及對國際社會做出巨大貢獻。由此進一步而言，亞洲國家能否形成共識是推動區域金融合作的決定性因素，在日本願意扮演領導角色、東協國家需要資金援助的情況下，中國對區域金融合作的立場將是能否啟動區域金融合作的關鍵；果不其然，2000 年日本提出清邁倡議以建立區域緊急流動性供應機制，此案在中國支持下於是順利展開，並成為十多年來東亞區域金融合作的開端。

第二節、清邁倡議與「IMF 連結」：

中日在東亞主義下的策略性集結

雖然日本未能乘著 1997 年亞洲金融危機凸顯對區域對話與金融合作的需求建立起亞洲貨幣基金，但 1997 年的危機確實促成「東協加三」領袖對話論壇，並為推展東亞區域金融合作埋下伏筆。「東協加三」對話論壇的成員，恰好與 1991 年馬來西亞總理瑪哈地(Mahathir Mohamad)為與 APEC 競爭區域經濟合作議程而倡議的東亞經濟集團(East Asian Economic Group, EAEG)所設定的成員分毫不差，排

除了支持 APEC 的澳洲，全由東亞國家組成(Dhillon, 2009: 223)。而且，這個成員組合包括區域內兩個最大經濟體中國和日本，使「東協加三」對話論壇具有足夠的資源動員能力；同時，因為中日兩國在區域領導地位方面的競爭關係，也使東協取得周旋兩國的外交空間，只要中日兩國政策偏好並非一致，則東協可藉著在不同議題中分別與兩國組成動態的統一戰線而獲益。1997 年「東協加三」舉行第一次非正式領袖會議討論區域經濟與金融情勢，1998 年這一會議繼續舉行，並通過中國官員的建議，舉行常規性副財長及央行副行長會議；接著在 1999 年的領袖會議中，除了一些東協國家再次表達對亞洲貨幣基金的支持(Green, 2003: 257)，會議結果也將金融列入重要區域合作議題。2000 年 5 月的「東協加三」財長會議中，日本隨即提出清邁倡議並獲得所有成員支持，特別是中國改變了其在日本推動亞洲貨幣基金倡議時的立場，轉而支持在 IMF 之外建立一個全由東亞國家組成的區域緊急流動性供應機制。

壹、中日競爭區域領導地位反促成清邁倡議

中國的反對是亞洲貨幣基金提案功敗垂成的主要原因，而中國轉而支持清邁倡議也是東亞區域金融合作得以順利展開的關鍵因素。日本即使在美國和 IMF 的強烈反對下也並未停止推動建立亞洲貨幣基金，如時任日本副財長榊原在 2000 年接受訪談時表示：他確實想要推動獨立且不同於 IMF 的政策(Lipsky, 2003: 101; Calder 2008: 27)，因此縱使日本在安全上依賴美國，但大藏省在亞洲貨幣基金一案上仍堅持自主的立場。可惜的是，日本並未能在數次會議中真正說服中國參與推動這項提案，以致於在 1997 年 9 月的香港會議上正式提出亞洲貨幣基金提案時，中國反對該案的立場使日本感到吃驚(Green, 2003: 248)。

2000 年中國轉而支持由日本提出的清邁倡議同樣令研究者困惑並且引起關注，因為這可能代表中國的區域金融合作政策轉向。有研究認為中國一直以來對多邊國際合作抱持消極態度，因為擔憂在多邊架構下可能失去政策自主性，並且招引外國干預其國內事務，如人權和境內分離主義等議題(Kuik, 2008: 118-19)。但

隨著 1980 年代中國推展改革開放獲致快速經濟成長，滿足其對境外資金、技術和市場的需求成為涉外政策重點，中國遂不得不強化其與國際社會的互動和合作，1990 年代以來中國逐漸從參與 APEC 及東協區域論壇(ASEAN Regional Forum, ARF)等多邊對話機制中學習和熟悉與國際社會交往，使中國對國際多邊合作變為得較積極，再加上東協參與其中的國際多邊合作堅持了共識決、自願和非拘束性等「東協模式」特徵，使中國更為願意參與東亞區域合作。不過，由於亞洲貨幣基金提案和清邁倡議都發生在中國開始參與多邊合作機制之後，且兩個合作案均有東協參與故均具「東協模式」特徵，因此，這個解釋顯然不足以說明中國在亞洲貨幣基金提案和清邁倡議之間的立場轉變。

也有研究認為 1990 年代中期以後中國持續兩位數經濟成長和軍事現代化的政策使得「中國威脅論」持續發酵，為了削弱這一論點對中國外交事務以及中國與周邊國家關係之負面影響，中國可能轉而支持區域金融合作並願意在合作中做出貢獻(Chey, 2009)。例如，在中國並未開放金融資本帳以及持續國際收支盈餘的情況下，中國於區域金融合作中將純粹扮演提供緊急流動性的角色，可藉此拉攏可能需要資金挹注的南韓和東協國家。不過，從時間點來看，亞洲貨幣基金提案和清邁倡議均發生在「中國威脅論」之後，是以這一解釋亦不足以說明中國的立場轉變。再者，也有學者認為是東協國家對區域緊急流動性供應機制的偏好促使中國改變立場(Emmers and Ravenhill, 2010: 11)。然而，除了南韓在 1997 年 11 月的會議中受迫於美國壓力而對亞洲貨幣基金一案改持中立立場外，事實上東協國家與南韓對區域緊急流動性供應機制的一貫立場是支持在 IMF 之外建立區域性的金融援助工具(Green, 2003; Lipsey, 2003; Amyx, 2008)，則何以這一立場在亞洲貨幣基金一案中未能促使中國參與推動該案，但在清邁倡議一案中卻能促使中國立場轉向？顯然，這一解釋也不足以說明中國的立場轉變。

儘管上述解釋指出中國對國際和區域多邊合作轉趨積極、欲撫平「中國威脅論」、向東協政策偏好傾斜以及提供資源以改善與周邊國家關係等主張，說明了中

國在 1990 年代中期以來對國際多邊和區域合作的政策走向，但並未能具體指出中國何以在 1997 年拒絕支持亞洲貨幣基金一案後卻在 2000 年支持同樣由日本提出的清邁倡議。不過，從中國和日本競爭區域領導地位的角度卻可能提供另一種解釋：1997 年美國和 IMF 代表的全球主義壓過東亞主義，也推遲中日兩強在東亞主義旗號下的競爭，但 1998 年日本推出「新宮澤倡議」則再次挑起中日兩國的區域領導地位之爭。

日本在亞洲金融危機中乘著美國國會禁止財政部動用外匯穩定基金對外伸援的機會推動亞洲貨幣基金提案，此案最後在美國和中國反對下黯然退場，維持了以美國主導的 IMF 國際多邊架構管理亞洲金融危機的權力結構，也顯示美國主導的全球主義在這一次交手中壓過日本領銜的東亞主義。這對中國而言，以中國當時約 1,400 億美元的外匯準備水位，恐怕不願意為了襄贊日本發起的東亞主義對全球主義之挑戰而在危機中做出數百億美元的貢獻，中國寧可在自身實力尚不足主導局勢時選擇維持既有的權力結構而非扶持另一個權力中心，這與中國的「韜光養晦」策略較為一致。

然而，日本在金融危機中挑戰美國和 IMF 的姿態並非全無作用。1998 年 1 月亞洲金融危機將東亞國家貨幣匯率推落谷底，2 月的東協財長會議即呼籲日本領導區域走出危機，顯示亞洲貨幣基金提案已強化東亞國家對日本扮演領導角色的期待；同時，因為亞洲危機蔓延至巴西和俄羅斯，美國需要日本資金協助穩定東亞區域金融情勢，且馬尼拉架構同意以第二線金融工具補充既有國際金融機構的危機管理行動；是以，1998 年 10 月日本推出「新宮澤倡議」以穩定區域情勢和促進經濟復原，隨即獲得美國支持，更進一步推升日本的區域聲望。倘若日本持續透過類似「新宮澤計畫」的雙邊安排推動與區域內國家間的流動性合作，則不但可能因為日本對區域國家提供資源而能累積其在區域內的政治資本，也可能進一步藉此推動日圓國際化而促進日圓在區域內貿易和投資活動當中的使用(Green, 2003; Grimes, 2009)。若情勢如此發展，則由中日兩國競爭區域領導地位的比較性角度來

看，在中國持續不參與相關區域金融合作的情況下，恐怕逐步形成日本在金融領域領導東亞區域主義發展的局面。與其如此，不如中國也參與區域金融合作而得以與日本在同一區域場域較勁或牽制日本，這一解釋應更能說明中國何以一改反對亞洲貨幣基金提案的立場轉而支持推動區域層次的金融合作。

「新宮澤計畫」推出不久後，1998 年底「東協加三」領袖峰會上即通過中國官員提案促成常規性的副財長和央行副行長會議，而 1999 年的「東協加三」領袖峰會中，中國總理朱鎔基更回應了部分東協國家對亞洲貨幣基金概念的支持，與日本首相小淵惠三共同在敲定區域換匯安排中扮演領導角色(Calder and Fukuyama, 2008: 30)。很快地，2000 年 5 月「東協加三」即宣布推出清邁倡議，至此，十三個東亞國家即依據各自的利益盤算策略性地集結在東亞主義旗號下。同時，在「東協加三」指出清邁倡議作為補充既有國際金融機構之合作性質的聲明下，美國助理國務卿 Truman 謹慎地重申清邁倡議應與既有國際金融機構（主要是 IMF）的行動一致，而並未強烈地反對清邁倡議(Henning, 2002: 65)。

貳、中日藉「IMF 連結」防範紓困道德危險為階段性安排

值得注意的是，雖然清邁倡議是純粹由東亞國家所組成，但「東協加三」對其下的雙邊換匯資金之撥用卻並不具有完全的自主性，因為雙邊換匯安排的一般性原則中列入一項「IMF 連結」條件。起初，規定提取 90%雙邊換匯資金的門檻是成員國必須先與 IMF 進行紓困方案談判，等於將雙邊換匯的資金撥用條件與 IMF 紓困方案所附加的條件作了連結。這一「IMF 連結」與清邁倡議申明其作為補充既有國際金融機構之金融工具這一目標相呼應。然而，何以東亞國家會願意將利用區域外匯資金的決策權讓渡予美國主導的 IMF？不同的研究觀點對此提出不同的解釋，而這些解釋也對未來清邁倡議下區域緊急流動性供應機制的發展有不同的預測。現實主義者認為設立「IMF 連結」是為了避免美國和 IMF 反對建立區域層次的緊急流動性供應機制，特別是在現實主義主張安全事務具有較高位階的原則下，日本因在安全上依賴美國而會避免挑戰美國的利益，則在此一結構性因素

下，除非再次發生金融危機，且 IMF 在下次的危機處理中仍引發東亞國家不滿，否則日本仍將傾向維持「IMF 連結」以及讓出區域金融危機管理的自主性(Grimes, 2009; Grimes, 2011)。

另外，從中日進行區域競爭的角度來看，Grimes 認為中日兩國在區域緊急流動性供應合作上的利益一致，均為主要流動性供應國因而希望降低道德危險或避免區域合作變成長期的慈善事業，但同時彼此又在累積區域政治資本方面有著競爭關係，因此在降低道德危險和贏取區域政治資本兩個目標之間產生衝突的情況下，中國和日本策略性地將運用紓困資源的決策權讓渡予 IMF，由 IMF 扮演把關道德危險的黑臉，避免自身在區域政治資本的競爭中落居劣勢，因此，Grimes 指出，在此考量下，只要中日兩國的競爭關係不變，未來清邁倡議就仍會維持「IMF 連結」的條件(Grimes, 2011)，這也代表「東協加三」所建立的區域緊急流動性供應機制仍將不具區域自主性。而從新自由主義的功能性觀點來看，為了避免浮濫紓困引發道德危險問題，在「東協加三」缺乏以金融監管為基礎進行紓困決策的情況下，可以借用 IMF 的金融監管功能來協助紓困決策，然而，一旦東亞區域層次的金融合作逐漸建立起金融監管能力，最終足以運作以監管為基礎的完整紓困決策功能，則未來清邁倡議下的緊急流動性金融工具將朝向取消「IMF 連結」，使「東協加三」取得區域層次的金融危機管理自主性(Kawai, 2010)。

然而，從日本在 IMF 和 WB 爭取投票權的歷史，以及在亞洲貨幣基金一案的外交行動來看，日本大藏省並未因日美間的安全聯盟關係而自我設限，相反地，日本利用美國在危機事件中對日本資金的依賴而逐步爭取其在國際金融機構中的權力，甚至嘗試以日本式的發展意識型態挑戰美國利用布列頓森林體系下國際金融機構所主導的新自由主義經濟思維(Green, 2003; Lee, 2006; Calder and Fukuyama, 2008)。延續這一政策偏好，日本在 1997 年即欲利用亞洲金融危機帶來的機會建立自主的區域層次金融危機管理機制，但因缺乏中國支持而未能形成東亞共識遂告失敗，2000 年中國參與清邁倡議則給予日本捲土重來的機會，不過，這次日本應

會更謹慎地關切中國的意見，以便爭取中國支持區域金融合作架構，因此，儘管日本偏好建立自主的區域機制，但在中國提議 100%「IMF 連結」的立場前(Amyx, 2008)，日本一方面須向中國妥協，一方面也藉助「IMF 連結」降低道德危險，惟日本政策立場傾向最終取消「IMF 連結」(Kawai, 2010)，讓區域金融危機管理的決策權回到「東協加三」的決策機制內（自然地，日本在其中將擁有最大的決策影響力），藉此建立日本式發展模式的橋頭堡，以便在未來抵抗甚至抗衡美國主導的新自由主義經濟意識型態對全球的統治行動。

至於中國方面對「IMF 連結」以及區域緊急流動性供應機制未來發展的立場又如何？1997 年的亞洲金融危機中，中國並不願承諾在亞洲貨幣基金下提供數百億美元外匯準備資金，除了因為日本的亞洲貨幣基金提案將由日本提供整體基金的一半貢獻額度，並因此可能使日本獲得相應的影響力外，也因為當時中國的外匯準備水位僅約 1,400 億美元。儘管中國在資本帳管制下並未受到危機波及，但甫回歸中國的香港特區卻受到衝擊而需要中國的資金奧援，因此，1997 年的環境條件使中國傾向維持既有的國際金融危機管理架構。然而，1999 年和 2000 年的情境有些許變化。一方面，日本藉著倡議亞洲貨幣基金以及推動「新宮澤倡議」而獲得區域政治資本，中國需要防止在金融合作領域方面形成單獨以日本為首的東亞區域主義；另一方面，亞洲金融危機已經過去，非危機期間緊急提款的需求降低。因此，儘管 2000 年中國的外匯準備水位也僅約 1,655 億美元，但上述外在環境脈絡使中國選擇參與區域金融合作，以便參與金融領域東亞區域主義的權力結構建構、避免形成日本主導的局面。

只不過，由於中國仍處於發展中階段，且其當時的外匯準備水位不高，中國勢必更為重視道德危險問題，因此在缺乏區域金融監管能力以及和日本競爭區域政治資本的考量下，中國提議設定 100%的「IMF 連結」條件，即使後來對東協國家讓步，初期也仍將此條件維持在 90%的「IMF 連結」。其後，雖然中國的外匯準備快速增長，中國仍不斷重申其處於發展中國家階段，必須提昇整體收入水準及

縮小其國內差距。即使至 2005 年中國外匯準備已達 8,188 億美元，但當年中、日、韓在尚未建立金融監管能力的情況下對東協讓步的結果仍維持了 80% 的「IMF 連結」。綜合上述日本和中國對「IMF 連結」的政策考量與偏好，未來會否取消「IMF 連結」使區域層次金融危機管理機制取得自主權，可能需視中國承受區域道德危險的意願和能力，以及中國在追求區域金融合作自主性（中國在其中必然擁有較大影響力）和對區域做出大規模資金貢獻之間的取捨。

綜上所述，東亞區域緊急流動性供應機制的發展雖然經歷 1997 年亞洲貨幣基金提案的失敗，但隨後在 1999 年「東協加三」同意開啟區域金融合作，並於 2000 年推出清邁倡議，這一發展顯示影響東亞區域緊急流動性合作的主要因素並非如現實主義者所謂是日美安全聯盟關係對日本推動區域金融合作的牽制，而是一如日本財政部官員所指，東亞國家就區域金融合作達成共識使合作成為既成事實，美國遂不得不勉為其難地接受東亞區域金融合作。而東亞國家間能夠形成共識的重大轉折是中國由反對亞洲貨幣基金轉為支持同樣由日本提議的清邁倡議。促成中國在亞洲金融危機背景下的全球主義與東亞主義交鋒中改變立場的因素主要是東亞金融區域主義的發展風向。1998 年日本推出「新宮澤倡議」回應了該年初東協對日本領導區域走出危機的要求，儘管東協國家也感謝中國在危機中穩定人民幣匯率，但東協更直接地呼籲日本扮演領導角色，這反映日本在東亞金融區域主義發展的雛形中取得了較佳的位置。是以，在亞洲金融危機過去後，雖然中國的外匯準備水位在 1999-2000 年尚未大幅度增加，但在緊急提款可能性降低的情況下，中國考慮到與日本在執掌東亞主義旗號方面的競爭關係遂轉而支持清邁倡議以取得和日本競爭或進行牽制的門票。

由此觀之，東亞區域金融合作的開端是東亞十三國策略性地集結在東亞主義旗號下，東協與韓國是主要的潛在受援國，並且在亞洲金融危機中受迫接受 IMF 嚴苛的紓困條件，其支持建立區域層次緊急流動性供應機制的立場至為明顯。日本與中國則均是主要的申援國，日本的亞洲貨幣基金提案顯示其為了支持日本發

展模式甚至願意提供數百億美元無條件的緊急紓困(Lipsy, 2003)。而中國在 1997 年亞洲金融危機發生時顯然尚未準備好以數百億美元的資源與日本進行區域領導地位的競爭，直到 1998 年情勢顯示日本在東亞金融區域主義發展的雛形中佔了上風，中國遂不得不真正投入這場區域領導地位的角力，與日本共同促成清邁倡議，也終使東亞主義在與全球主義的交鋒中扳回一城。

藉由上述分析「東協加三」成員對東亞區域緊急流動性供應合作的政策偏好，特別是日本與中國的偏好，亦可據以推測清邁倡議的未來發展。顯然，日本一如 1980 年代以來嘗試以其經濟成長所累積的成果爭取國際地位和實際影響力的提升，因此利用亞洲金融危機的機遇以東亞主義挑戰美國主導的全球主義，藉以在區域層次建立日本發展模式的防線，其最終目標是捍衛具有回應社會結構之彈性和以人為主體的資本主義發展模式。也因此，未來日本將推動在區域層次建立金融監管能力，以便最終能夠採取自主的區域金融危機管理行動。至於中國現階段投入區域緊急流動性合作的策略性目標，是參與東亞金融區域主義發展的權力結構建構並牽制日本主導東亞主義發展，可以說中國尚未企圖透過建設區域機制以展現其對東亞主義發展路線的主張，因此中國在近期區域緊急流動性合作的推展中顯得較為被動或者保守，直到中國對東亞主義的發展路線有較為清晰的主張，並且願意承擔領導角色和提供公共財，東亞區域緊急流動性合作的發展才可能加速走向建立自主的區域金融危機管理架構。

第三節、清邁倡議多邊化：

日中合作發展區域自主性

壹、「東協加三」培養區域金融監管能力以擺脫 IMF 主導危機管理

「東協加三」啟動區域金融合作以來，最受關注的議題即是：東亞區域緊急流動性供應機制能否成為區域國家在金融危機中避免遭受 IMF 趁火打劫的工具？

以及，清邁倡議對 IMF 主導的國際金融危機管理架構有何影響？現實主義學者認為，在全球金融危機管理機制之外設立區域層次的金融危機管理工具，對區域國家是一種避險(hedge)考量，特別是在東亞國家經歷 IMF 嚴苛紓困條件之後。然而，Grimes 和 Amyx 同時也主張清邁倡議初期換匯規模極小，不足以發揮緊急紓困功能，甚至 Grimes 認為即使清邁倡議多邊化的發展也並未改變 IMF 主導金融危機管理的局面，因為中日在區域領導地位方面的競爭，將持續使兩國在避免政治成本和道德危險的考量下選擇將管理區域緊急流動性工具的自主性讓渡予 IMF(Amyx, 2005; Amyx, 2008; Grimes, 2009)。並且，在中日難有可能合作的情況下使得 IMF 主導國際金融危機管理的結構將持續下去，故清邁倡議多邊換匯機制在下一次的金融危機中也並不能避免東亞國家被迫接受 IMF 紓困條件(Grimes, 2009; Grimes, 2011)。

不過，若從另一個角度來看，東亞區域金融合作處於漸進的發展過程中，從初期簡單且小規模的雙邊緊急換匯工具逐漸擴大規模，以及轉型為多邊儲備池的合作內容，同時也推動區域金融監管能力的發展。一旦完整建構區域金融監管機制，東亞國家即可依賴區域機制來管理道德危險問題和金融危機紓困，則區域層次的緊急流動性供應機制和金融監管就真正可能成為具自主性的區域金融管理工具，對既有的 IMF 金融危機管理體制造成衝擊。本節即分析清邁倡議及其多邊化發展的內容與意義並分析其對 IMF 主導的國際金融危機管理架構之影響。

清邁倡議的內容除了呼籲進行區域資本流動的資料交換、促進區域金融監管對話之外，初期主要的具體措施是擴大既有的東協換匯安排(ASEAN Swap Arrangement, ASA)，並建立中日韓三國與東協國家之間以及中日韓三國彼此間的雙邊換匯安排(Bilateral Swap Arrangements, BSAs)。東協國家間的換匯安排始於 1977 年，初期只限於泰、馬、印、新、菲五國之間且總換匯規模極小，各國的原始貢獻僅 2,000 萬美元，換匯總額為 1 億美元，而由於規模甚小，1997 年亞洲金融危機發生時並未啟動這項換匯安排。至清邁倡議成立後，東協於 2000 年 11 月

領袖會議同意將之擴大至十個東協成員國，並將換匯規模提高至 10 億美元，東協原始五國和汶萊各貢獻 1.5 億美元，越南貢獻 6,000 萬美元、緬甸 2,000 萬美元、柬埔寨 1,500 萬美元、寮國 500 萬美元，各成員可要求換匯額度為其貢獻金額的兩倍，換匯期間最長可達六個月，並可延長一次(Henning, 2002: 14-5)。

然而，即使嘗試擴大東協換匯協議的涵蓋成員和貢獻規模，其可運用的資源仍非常有限，顯示出東協對外部資源的依賴，因此，清邁倡議的換匯安排中真正引人注意的是雙邊換匯安排的內容，雙邊換匯部分係由中日韓三國彼此之間以及中日韓三國個別與東協國家進行換匯規模和條件的談判（並未公開相關條件）。根據「東協加三」財長會議披露的資料，日本在最初展現了積極性，2001 年即完成日韓、日馬和日泰間的雙邊換匯協議，而往後完成的雙邊換匯協議數量增加，總規模也持續擴大。2002 年雙邊換匯總規模為 170 億美元、2003 年為 315 億美元、2004 年為 365 億美元、2006 年根據 2005 年伊斯坦堡協議的期待使總規模成倍增長至 750 億美元，2008 年則同意清邁倡議多邊化後的規模應達 800 億美元，2009 年進一步修正此一規模為 1,200 億美元。如今，隨著清邁倡議多邊化在 2010 年 3 月 24 日生效，「東協加三」所建立的區域緊急流動性供應機制已成為規模超過千億美元的緊急金融工具；而且，在歐洲國債危機影響下，2012 年「東協加三」進一步將儲備池規模擴充至 2,400 億美元。另一方面，由於「東協加三」將清邁倡議設定為補充既有國際金融機制的工具，起初在中國的堅持下將提取 90% 雙邊換匯資金的條件設定為必須與 IMF 展開紓困計畫的談判，這代表將撥用雙邊換匯資金的決定權交給 IMF，亦即仍維持由 IMF 設定紓困條件的局面，即使 2005 年在東協國家的要求下中、日、韓三國做出讓步，以 IMF 紓困談判為提款條件的資金比例也仍維持在總換匯規模的 80%。直至 2012 年，「東協加三」再度將附「IMF 連結」之資金所佔比例降至 70%，並預告朝向進一步降低此比例的方向前進，顯示東亞國家已有建立自主區域金融危機管理機制的共識。

貳、清邁倡議多邊化安排凸顯其朝向區域自助、自決

從清邁倡議的發展歷程來看，至今有兩方面進展直得關注。其一，2005 年伊斯坦堡財長會議啟動清邁倡議多邊化內容的討論，及至 2009 年峇里財長會議完成清邁倡議多邊化協議的原則，並於 2010 年 3 月生效，使清邁倡議換匯規模大增並由雙邊換匯協議轉型為多邊儲備池的合作型態。其次，更進一步在共識決的決策模式之外建立東亞區域合作中首見的權重投票系統，使得清邁倡議的多邊化成為東亞區域緊急流動性合作發展的一大轉折，促使東亞區域研究者分析這一轉折的意義及其影響。

換匯規模大小是評估緊急流動性工具紓困效用的一個重要面向，清邁倡議成立初期不受評論者重視的一個原因，就是東協換匯安排以及雙邊換匯安排的規模極小。相對於亞洲金融危機發生時，泰國向 IMF 借款 140 億美元、印尼 400 億美元以及韓國 570 億美元的紓困資金規模，即使清邁倡議於 2006 年總規模達 750 億美元，但評論者指出雙邊換匯安排由於重複計算雙向換匯的資金數額，總換匯規模並不真正反映成員國所能取得的紓困資金規模，實際上個別國家在清邁倡議雙邊換匯安排下所能獲得的資金仍遠不足以進行危機紓困。

此外，另一個削弱清邁倡議效用的因素是「IMF 連結」這一提款條件。「IMF 連結」初始時在中國的堅持下被設定在 90%，往後於 2005 年在東協國家的要求下改為 80%，這一條件使得 IMF 仍舊主導金融危機時的紓困條件設定，也因此降低東亞國家利用清邁倡議作為緊急流動性工具的意願。2008 年美國引發全球金融危機被評論者視為檢驗清邁倡議下換匯工具之效用與影響的一次機會。2008 年底韓國為了預防美國信貸違約可能引發韓國本土金融危機，隨即向美國財政部請求 300 億美元換匯安排，而非啟動清邁倡議下的雙邊換匯安排。Grimes 認為這一方面是因為韓國經由清邁倡議下雙邊換匯安排可取得的資金規模不足，另一方面則是因為啟動清邁倡議需要先行與 IMF 進行紓困計畫談判，過程不僅費時而可能引發市場恐慌的預期心理，更可能被迫接受 IMF 嚴苛的融通條件，這對在亞洲金融危機時已與 IMF 交手的韓國而言，在危機管理時效和國內政治壓力的考量下可行性不

高(Grimes, 2009)。

然而，隨著清邁倡議多邊化的發展，上述使清邁倡議不受重視的條件已露出微妙發展態勢，未來似乎可能發展出換匯規模大且具東亞區域自主性的緊急流動性金融工具和區域金融危機管理架構。清邁倡議多邊化的發展主要是將雙邊換匯安排轉型為多邊儲備池合作並擴大儲備合作規模、建立權重投票體系的多邊決策模式，同時在新加坡建立「東協加三」總體經濟研究辦公室(ASEAN Plus Three Macroeconomic Research Office, AMRO)，藉以促進風險預警、金融問題調整以及 CMIM 決策。在多邊儲備池合作的規模方面，2010 年生效的緊急流動資金總規模已達到 1,200 億美元，值得注意的是，除日本以外的所有成員國在金融危機中可由 CMIM 取得的緊急流動性額度均已超過其在 IMF 的份額(quota)。最有可能接受紓困的成員國當中，韓國可提款金額為 192 億美元，印、馬、泰、新、菲各可提款 113.8 億美元，其餘東協五國依據其對此多邊儲備池的貢獻份額和購買乘數(purchasing multiple)各可提款 1.5 至 50 億美元不等，每一次提款的基本期間為 90 天，可申請延長，最多延長 7 次，合計換匯期間為 2 年。雖然韓國與東協原始五國在目前清邁倡議多邊換匯協議(總換匯規模 1,200 億美元)下所能取得的換匯資金尚不及泰、印、韓在亞洲金融危機時所需要的全部資金融通規模(包含 IMF 資金和 second line 紓困資金)，但已相當接近當時泰國所取得的 IMF 資金及其他國家提供的 second line 資金，足以在危機發生初期圍堵和降低危機感染規模。⁵

此外，清邁多邊換匯可得資金已經超越這些會員國向 IMF 貸款的「一般信用窗口限制」(normal access limits)，IMF 會員國利用受此原則限制的貸款工具每年能貸款的額度為其在 IMF 的份額，累積總貸款額度為 3 倍份額。而目前在清邁倡議多邊化合作下，韓國可換匯規模約為其 IMF 份額的 4 倍、泰國為 2 倍、印尼為 1.37 倍、馬來西亞為 1.6 倍、菲律賓為 3.25 倍、新加坡為 2 倍。又若以 2012 年最新通

⁵ 2012 年清邁倡議多邊化協議將整體換匯規模再增加一倍，協議生效後，亞洲金融危機受創最嚴重的印尼和菲律賓，都能取得較 1997 年時所獲紓困資金更多的緊急流動性挹注。中、日、韓的總換匯額度為 384 億美元、東協-5 國可獲得 227.6 億美元緊急流動性。

過建成 2,400 億美元儲備池規模來計算，各國所能取得的紓困資金規模將再加倍。則上述「東協加三」成員所能取得的換匯資金已遠超過一年內在「一般信用窗口限制」下取得 IMF 資金的規模。當金融危機發生時，從全球範圍內金融工具相互補充的角度來看，處於潛在債務國位置的「東協加三」成員在 IMF 之外可取得額外的東亞多邊換匯資金，且後者能提供的資金可能多於前者。進一步言，若清邁多邊換匯機制具有東亞自主性，則「東協加三」成員可能轉向清邁多邊換匯機制尋求紓困，在該換匯機制內參與安排紓困條件，避免向 IMF 提出紓困請求，因而削弱 IMF 藉紓困貸款對受援國家施展權力。

上述東亞區域緊急流動性工具發展所帶來的競爭，似乎已對 IMF 帶來影響。IMF 各種貸款工具中最常被使用的是「常備貸款安排」(Stand-By Arrangement, SBA)，泰、印、韓在亞洲金融危機中均透過此貸款工具取得 IMF 資金，這項貸款工具並不要求事前(ex ante)提款條件而是在成員國提出貸款要求後進行事後(ex post)紓困條件談判。「常備貸款安排」過去受限於「一般信用窗口限制」，但在 2009 年 IMF 改變這一設定，指出為增加其貸款彈性和回應成員國需求，提高「常備貸款安排」的提款規模至一年內貸款上限為 2 倍份額、總貸款上限為 6 倍份額，這一改革似乎是在與清邁倡議相競爭的脈絡下，提高「常備貸款安排」資金規模以回應清邁倡議多邊化發展後大為增加的換匯規模，藉以維持 IMF 在東亞金融危機管理議題上的主導地位。

此外，目前對清邁倡議多邊化的評論中，另一個削弱清邁倡議多邊換匯機制重要性的因素是「IMF 連結」。由於目前清邁倡議多邊換匯仍維持大比例的「IMF 連結」，Grimes 指出 IMF 因此維持了管理東亞金融危機的主導地位，並主張中日兩國對東亞區域的領導地位競爭將使 IMF 持續這一主導優勢，清邁倡議多邊換匯機制只能繼續扮演補充 IMF 的角色(Grimes, 2009; Grimes, 2011)。Grimes 對中日競爭的分析主要立基於現實主義的相對利益觀點，主張權力競爭的零和性質使中日兩國難以在東亞區域主義發展中展開合作，並為了避免對方在區域權力分配上取

得相對優勢地位而相互牽制，以致於寧願繼續維持大比例「IMF 連結」，利用 IMF 來管理危機紓困的道德危險問題，將自身隔離於紓困決策之外，避免不討喜的紓困決策引起受援國家不滿(Grimes, 2009)。此外，現實主義者也以清邁倡議多邊換匯協議中的紓困決策投票權重系統佐證中日在區域權力分配中的角力和相互制衡。2009 年「東協加三」發佈「清邁倡議多邊化協議要點」(Key Points of CMIM Agreement)說明紓困決策的權重投票系統，並指出多邊換匯申請案的提案、延期和違約等議題須經副部長級代表組成的「行政級決策體」(Executive Level Decision Making Body)三分之二多數議決，而中國（與香港合計）與日本均分得 28.41% 投票權，雖然兩國均不具否決權，但只要取得南韓或兩個東協國家支持，中、日均能輕易否決對方支持的案件。據此，現實主義者主張中日之間的區域領導地位之爭仍主導著東亞區域金融合作的進展，並且強調衝突面對推遲東亞區域合作的影響。

然而，雖然清邁倡議換匯協議自始即安排了「IMF 連結」，但由於這一換匯條件的存續與改變操之在「東協加三」成員，可能隨此合作機制的發展而發生變化，故清邁倡議及其多邊化後的換匯機制與 IMF 將持續存在針對管理東亞區域金融危機主導地位的競爭態勢。如 2012 年以前，清邁多邊換匯機制仍維持 80%「IMF 連結」，但 2012 年最新的進展是將此比例降至 70%，並預告將朝著進一步降低此比例的方向發展；而且，在清邁倡議多邊化合作架構下發展出來的投票權決策模式，配合「東協加三」設立「東協加三」總體經濟研究辦公室以發展自主金融監管能力的努力來看，已預告「東協加三」將推動清邁倡議多邊化協議走向自主性區域緊急流動工具。此外，「東協加三」已設立 AMRO 為區域金融監管單位，責成副財長會議研究將 AMRO 國際法人化，並通過了微妙體現區域權力平衡的投票權重分配，預估未來將進一步擴充區域緊急流動性規模和降低「IMF 連結」所佔比例，至最終由東亞國家掌握管理金融危機的自主權，這也意味削弱布列頓森林體系建立以來美國藉 IMF 的紓困功能宰制東亞地區金融秩序的影響力。

此外，清邁倡議多邊合作架構下的投票權重分配固然點出中日之間的競爭關係，但從其權力分配獲致結論的現實來看，亦可發現中日之間不僅取得在「東協加三」架構下分享區域領導地位的共識，東協和南韓對此權力分配亦感到滿意。因為，東協整體取得與中國和日本相等的投票權重，但三分之二多數決的比例設計，使中國、日本和東協整體都不能單獨行使否決權，亦即韓國的少數投票權具有關鍵少數的地位。至此可以說，清邁倡議多邊化合作不僅建立了東亞區域性的緊急流動性工具，其發展出來的投票決重系統更突破了過去東亞區域合作慣常遵循的共識決模式，清晰地為東亞區域內抽象的權力平衡建立具體可行的決策模式，不啻為未來進一步推動東亞區域金融合作的一大進展，值得觀察此一權力分配未來是否被應用在其他東亞區域合作的決策中。另外，不論「東協加三」內部決策權力如何運用，未來逐步降低「IMF 連結」後，CMIM 所能支配的紓困資金規模已使其足以取代 IMF 在區域金融危機管理中的角色，東亞國家將能運用 CMIM 架構下的資源支持其偏好的發展路線，抵抗美國利用 IMF 角色干預東亞國家發展。

綜觀 1997 年亞洲金融危機之後，以中國和日本為首的東亞國家藉著「東協加三」對話機制展開區域金融合作，特別是在建立區域緊急流動性工具方面大有進展，從最初小規模的雙邊換匯推展至總換匯規模達 2,400 億美元的區域多邊儲備池。此多邊儲備池的紓困能力，已經超越亞洲金融危機中受創最重國家當時由 IMF 和其他國家二線紓困所取得的紓困規模，使其具有與 IMF 競爭金融危機管理者角色的實力。此外，「東協加三」也設定較快的紓困決策時程，目的即在抵銷 IMF 紓困曠日費時的缺點，故從區域與全球紓困機制相競爭的角度來看，將使東亞區域緊急流動性工具更具競爭力。

雖然現實主義者或從權力衝突的角度，或主張美日特殊安全關係的影響力，認為中日之間的相互牽制和美國對日牽制，將阻礙東亞區域金融合作推展，並指出「IMF 連結」的設計及其存續，正反映美中日之間權力鬥爭對區域緊急流動性工具發展的限制，論斷 IMF 仍將維持管理東亞區域金融危機的主導地位。然而，

東亞區域緊急流動性合作的發展，迄今已打破現實主義者屢屢強調權力衝突和競爭面向必阻礙東亞區域合作進展的設想。2012 年「東協加三」財長暨央行行長會議決議將附「IMF 連結」的紓困資金比例降至 70%，並預告於 2014 年進一步降至 60%，已顯示東亞國家已有最終建立具自主性之區域金融危機管理機制之共識，在此之前所關切者，是必須建立自主金融監管能力。除此之外，「東協加三」在推動區域緊急流動性合作的對話過程中，經由清邁倡議多邊化協議所建構起來的多邊決策架構，突破過去東亞區域合作中利用「東協模式」共識決所建立起來的權力制衡，將東亞地區抽象而微妙的權力關係具體化為決策權重分配體系，不僅提升區域決策效率和效力，也滿足「東協加三」各自對區域金融合作中權力分配的期待。後續值得觀察此一東亞區域權力分配架構是否適用至其他的東亞區域合作領域中。



第三章、東亞區域債券市場合作

本章所欲探討的是東亞區域債券市場合作，由於區域債券市場合作倡議係為矯正東亞國家金融體系過度依賴銀行部門提供資金，以及東亞國家金融與企業部門資產負債表上存在「貨幣錯置」與「到期日錯置」的結構性因素，本章即由改善東亞地區各國金融市場結構的角度，檢視區域債券市場合作的成效。為檢視東亞區域債券市場合作成效，本章第一節分析東亞國家參與區域債券市場合作的策略，藉此指出「東協加三」國家對區域債券市場合作有不同的利害算計；第二節分析東亞區域債券市場合作架構及「東協加三」在其中採取的合作行動，指出「東協加三」在合作中不同的「偏差動員」在自願性合作下導致債市合作難有顯著進展；第三節則分析東亞國家債券市場發展概況，以及東亞國家國內信用融通結構的變化，以檢視目前區域債券市場合作成果，結果發現在「東協加三」各有不同算計以及對債市發展策略缺乏共識的情況下，區域債市發展未能矯正區內國家過度依賴銀行資金的情況；第四節則探討區域債券市場發展與合作所面臨的挑戰。

總的來說，本研究以分析「東協加三」對區域債券市場合作這一議題各有甚麼樣的政策偏好為基礎，解釋「東協加三」參與區域債券市場合作的行動及對債市合作的影響。尤其是，發展區域本幣債券市場雖可促進國內金融結構穩定，但追求這一目標的同時，藉整合區域債券市場以刺激債市發展，代表走向允許跨境資本自由流動的金融規範，形成具有開放資本跨境流動而帶來匯率波動和國際收支不平衡風險的制度「偏差」；此外，若允許跨境資本自由流動，則金融市場發展較健全、實體經濟部門較具規模與活力的國家，亦能吸引較多資金進行投資，產生排擠區內其他金融市場發展的效果，形成有利日本、新加坡和上海金融市場發展的「偏差」。東亞國家對上述「偏差性」制度建構的政策偏好與取捨，將決定其在參與區域債券市場合作中的「偏差動員」，並且影響區域債券市場合作的進展。除此之外，「東協加三」在區域債券市場的合作上，延續東亞區域合作固有自願性、

共識決的特徵，使區域債券市場合作不易有顯著進展，因若無全體一致同意，則難以推動區域債券市場整合，及藉市場整合促進債市發展。

第一節、主要國家合作策略

1990 年代晚期發生的亞洲金融危機，凸顯出東亞國家金融體系的結構性問題，並使發展債券市場成為「東協加三」推動區域金融合作的重點之一。許多研究針對亞洲金融危機成因進行分析，紛紛指出，除了遭人詬病的裙帶資本主義和不良公司治理導致浮濫放款的信用風險不當控管外，釀成金融危機的結構性因素還包括：過度依賴銀行部門提供融資，且本土銀行與企業習於從國際資本市場借入成本較低的短期美元貸款，形成借入短期資本從事長期投資，及以本幣收益償還美元債務的「雙重錯置」。此結構性因素在景氣下行、成長趨緩的環境下將使投機攻擊有機可乘，本地外匯市場遭投機資本攻擊後本幣遽貶，從而使「雙重錯置」所潛藏的風險被最大化。在此背景下，矯正上述東亞國家金融體系結構問題，自然成為東亞國家預防金融危機再臨的重要合作議題，故發展區域債券市場，特別是以東亞國家本幣計價的債券市場，被視為能夠降低對銀行資金依賴、矯正上述金融體系結構問題的可行方案。這是因為，發行債券籌資可為企業提供中長期資金，協助企業度過短期景氣循環，而發行本幣債券則使銀行和企業免於舉借外幣債務所需承擔的匯率風險。

2003 年東亞暨太平洋地區中央銀行首長會議推出「亞洲債券基金」，同年，「東協加三」財長會議則提出「亞洲債券市場倡議」，均以促進區域債券市場發展為目標；往後近十年，此二官方對話軌道成為東亞國家推動區域債券市場發展的主要多邊合作機制。然而，幾項因素影響區域債券市場合作及債券市場發展。首先，市場機制運作是影響債券市場發展的重要力量，債券市場發展無法完全由政府主導，僅能透過提供發展所需基礎建設以促進債券市場發展；其次，EMEAP 和 APT 成員涵蓋已開發國家日、韓、新、紐、澳、港、汶，開發中國家泰、馬、印（尼）、菲、中，及東協當中的低度開發國家越、寮、緬、柬，各經濟體有不同的整體條

件和政策優先順序，致使各國對債券市場發展需求不一，亦對區域債券市場發展採取不同政策立場；再者，東亞區域合作具自願性、共識決等開放性區域主義（open regionalism）特徵（李文志，1999），使區域債券市場合作在無明顯共識或不具急迫性的議題上不易大步推進。上述因素均影響東亞國家透過亞洲債券基金和亞洲債券市場倡議展開區域債券市場合作的策略，並進一步影響區域債券市場發展。

雖然東亞國家自 2003 年起展開區域債券市場合作，期望藉由發展本幣債券市場，引導區域內大量儲蓄用於融通區域內資金需求，使區域內金融機構與企業以本幣債券形式融資，取得本幣中長期資金，降低資產負債表上的「雙重錯置」及其代表的流動性風險。不過，亞洲金融危機的經驗也使中國以及在危機中嚴重受創的韓國、泰國、馬來西亞等東亞國家，更堅定其維持匯率穩定之政策立場。簡言之，部份東亞國家一方面仍以控制資金跨境流動來維持匯率穩定，一方面則欲以發展債券市場矯正過度依賴銀行部門融通的國內金融結構，但兩者實有矛盾處。亦即東亞國家長期以來債券市場並不發達，債券市場規模小，除日本和中國外，多數東亞國家之債券餘額未達千億美元規模，而此為發展足夠市場流動性所必須之市場規模（Chan, Chui et al., 2012），故開放資金跨境流動以引進外資以擴大投資人和發行人基礎，被視為促進債券市場發展的有力措施，而藉此建構整合的債券市場即成為解決個別東亞國家債券市場規模不足的區域合作方案。然而，發展整合的區域債券市場涉及放鬆對資本跨境流動之管理，債券市場發展所產生的大量資本跨境流動卻可能造成匯率波動，故使發展區域債券市場與東亞國家維持匯率穩定的政策存在矛盾。也因此，個別國家在發展債市和維持匯率穩定之間的取捨，及其對跨境資本流動的管理政策，成為影響區域債券市場合作的重要因素之一。

依據個別東亞國家在維持匯率穩定和促進債券市場發展之間的政策調控與取捨，可將其參與區域債券市場合作之策略概分為二：一是以促進自身境內金融體系與債券市場發展為主，不以推動跨境債券市場整合為優先；二是藉助非居民跨

境參與以發展個別國家境內債券市場。以下即檢視東亞國家對非居民參與其境內債券市場之規範，由此探討東亞國家對區域債券市場合作之政策立場與策略。依據個別國家對非居民參與債券市場的規範限制程度，日本、香港和新加坡屬對跨境資本流動之規範程度最低者，韓國、印尼、泰國、菲律賓和馬來西亞各有程度不等的規範限制，中國則採取較高程度的限制，至於區域內發展程度最低的越南、寮國、緬甸和柬埔寨，因其資本市場發展程度最低，故本節不納入討論。

壹、日本參與區域債券市場合作之政策立場

日本參與東亞區域金融合作有整體性戰略，推動區域債券市場發展是其中一環。日本參與區域金融合作之最高戰略目標係促進東亞國家脫離以美元進行貿易的「東亞美元本位體系」，改為使用日圓進行貿易結算和投資，此亦即日本官方及學者所稱的日圓國際化政策(Takagi, 2012: 75)，期藉此避免因日圓兌美元升值導致其在美國市場與其他東亞國家的相對競爭力下滑，以及長期因預期日圓升值而無法擺脫的經濟成長停滯(McKinnon and Ohno, 2005)。日本於 1983 年開始以日圓國際化為其國際金融政策目標(Takagi, 2012: 75)，此政策除係因美國壓迫其開放金融部門外，也因日圓國際化有助其轉嫁交易清算成本予對手，並有利日本金融業發展；然而，雖然東京曾在 1980 年代成為全球最繁忙的金融中心之一，但「東亞美元本位」在東亞國家以美國為主要出口市場的貿易結構下屹立不搖，日圓無法成為區域貿易結算貨幣，即連東亞國家與日本之間的貿易亦僅部分以日圓進行結算(Nakao, 2012)，顯示這一波日圓國際化政策並不成功。

亞洲金融危機後日本再次於 1998 年推動日圓國際化政策(Chey, 2009)，並在日圓國際化政策推動不易的情勢下採取迂迴策略，轉而利用「東協加三」所建立的金融合作平台，倡議發展（相較於美元）與日圓匯率連動性較高的亞洲貨幣單位，並鼓吹東亞國家以 ACU 進行貿易結算以及投資(Kawai, 2010)。2003 年以後，日本還為了吸引東亞國家脫離「東亞美元本位」，乃著眼於東京擁有龐大資金的優勢，以發展東京為區域金融中心和鼓勵區域內國家發行日圓債券，為其參與區域債券

市場合作之策略(Takagi, 2012)，藉此推動日圓國際化。此策略係藉由發展日圓與區域國家貨幣直接兌換的外匯市場，以及便利區域市場行為者利用日圓金融商品市場進行投資和避險，達到誘使區域行為者使用日圓進行貿易結算和投資，進而促進各國央行增持日圓作為準備貨幣，以達成日圓國際化。

在上述日圓國際化大戰略下，日本在參與東亞債券市場合作的過程中欲推動跨境債券交易，一方面協助日本投資人進入東亞國家債券市場，一方面鼓勵東亞政府與企業赴東京市場發行債券；而日本成熟且開放的金融市場和充沛的資金有足夠條件支持此政策。日本為東亞區域內最早發展的國家，戰後其經濟快速發展，1980 年代便因持續經常帳順差及美國壓力而迫使日圓升值和開放資本帳(Takagi, 2012: 77)，而其金融市場亦隨實體經濟進一步發展而自由化，使日本成為東亞地區金融市場最為開放的國家之一；香港與新加坡是東亞地區最為開放的另兩個金融市場，均有志與東京競爭擔任區域金融中心的角色，其中，香港擁有人民幣境外金融中心的優勢，新加坡則有與東南亞各國同屬東協成員、地緣接近和較了解當地商業文化的優勢，不過，香港與新加坡整體金融市場規模均遠落後於日本，是其競爭劣勢。

日本去管制的金融規範反映其金融市場擁有足夠的深度和規模，足以有效率地吸收和配置境內外資本，而不致引起日圓匯率和利率過度波動。自 1998 年金融「大爆炸」改革以來，日本對非居民參與其金融市場全無限制，非居民可自由投資日本債券市場，亦可自由出售和發行債券；日本政府對債券市場活動的限制僅為規範境內保險機構之海外投資不得超過其總資產 30%。在上述條件基礎上，配合日圓國際化大戰略，日本參與區域債券市場合作之目標為擴充其國內投資人之投資標的，因應其老齡化社會借重金融投資替代生產性投資的需求，同時爭取東京成為區域金融中心，為區域國家提供金融中介服務。其優先目標是促成區域債券市場發展共同標準，若難以在短時程內發展共同標準，退求其次則是促進區域債券市場採取有利整合的最佳實踐 (best practices) (Inc. and IIMA, 2007: 16)；其策

略則是協助其他東亞國家發展債券市場，建構有利跨境交易的基礎建設，並促各國政府鼓勵跨境交易。

貳、韓、印、泰、馬、菲參與區域債券市場合作之政策立場

韓國、印尼、泰國、馬來西亞和菲律賓等國，債券市場開放程度不若日本、香港和新加坡，這五個國家多是亞洲金融危機中受創最重者，因此對金融機構的交易行為和資本跨境流動採取較為謹慎、保守的政策。根據 IMF 依各國政府通報資訊和調查編纂而成的《2011 匯兌安排與匯兌限制年度報告》(Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2011) (有關「東協加三」之規定詳參附錄一)，上述五國對非居民進入其境內金融市場，以及居民參與海外金融市場交易活動，有程度不等的規範管制。概括而言，除韓國外，上述各國對非居民境內籌資和居民海外交易規範較為嚴格，不利區域內跨境債券交易，恰與日本欲推動東京成為區域金融中心以及促進區域債券市場整合的願望相違。

根據《2011 匯兌安排與匯兌限制年度報告》指出，泰國和馬來西亞對其金融機構設有外債上限，泰國金融機構對外債務上限為 1 千萬泰銖，馬來西亞則為 1 億林吉特等值，其影響層面為非居民投資其境內金融機構發行之債券以及居民從事海外發行債券，均受抑制。此外，泰、馬兩國亦對非居民境內發債籌資採用發行許可制，對居民海外發行籌資及衍生品交易分別採取發行許可制和交易許可制，並對居民海外從事衍生品交易採用清算許可制，反映兩國對資金流出加以控管的政策立場。菲律賓對居民及非居民參與海內外債券市場活動的規範，主要以管制外匯使用的方式呈現，所有活動若非使用自有外匯進行，則須經菲律賓央行許可，使用自有外匯進行者，則受單一企業年度海外投資總額 6 千萬美元上限規範，超過此限須經央行批准；此外，菲律賓居民海外從事涉及本幣之外匯衍生品交易，亦須受本幣輸出入規範限制。

韓國則是上述國家中對債券市場規範較為寬鬆者，非居民及居民參與海內外債券市場交易不須經主管機關許可，而是採取通報制，即非居民與居民使用非投

資帳戶進行之交易須通報，非居民境內籌資和居民海外發債籌資亦須通報，僅對居民從事較為複雜、監管不易之海外衍生品交易設有上限。印尼的情況較為特殊，因其在亞洲金融危機時接受 IMF 紓困而做出開放金融部門的承諾，故印尼對居民和非居民、境內和海外金融商品交易之規範採取相同標準。印尼規範居民與非居民投資不得超過任一基金總額 1%，非居民境內發行及居民海外發行一年期以上債券，須經央行批准；而為保障其國內債權和社會穩定，印尼規定國內退休基金不得投資海外證券，國內共同基金海外投資上限則為其淨資產 15%。此外，印尼對金融中介角色吃重的銀行和較為複雜的衍生品交易有較多限制，不僅設定海外金融衍生品交易上限，更規範銀行不得從事外幣兌印尼盾的匯差交易，以及從事衍生品交易之損失不得超過其總資產 10%。

總的來說，韓國、印尼、泰國、馬來西亞和菲律賓五國均允許非居民進入其國內債券市場，不僅規範程度較低且多以免徵資本利得與利息所得稅加以鼓勵，因開放非居民進入其債券市場有助於降低政府債券利率，減少政府籌資成本。不過，為因應短期大量資金流入帶來通膨憂慮和投資泡沫風險，韓國和泰國以恢復課徵資本利得稅和利息所得稅加以調控。此外，雖然開放非居民境內籌資有利境內投資商品多元化，允許居民海外投資和籌資有利居民分散投資風險和進入多元資金窗口，但除韓國以外，其餘四國對資金流出採取較為嚴格的管制措施，包括採取發行許可、交易許可、衍生品跨境清算許可制和交易限額(外匯使用限額和外債限額)等，實係反映其以穩定匯率為優先的政策立場。檢視上述五國對資本控制的規範內容，可知除韓國對債券市場之規範較符合發展區域債券跨境交易和區域債券市場整合外，其餘國家以控制資本流動、穩定匯率為優先，故對債市之規範並不利區內債券跨境交易和債市整合。

參、中國參與債券市場合作之政策立場

中國是本章所討論的東亞國家中，對債券市場管制最為嚴格者，其嚴格管制跨境資本流動的背景是出口導向的經濟發展策略和金融體系改革尚未成熟，而中

國嚴加管制資本跨境流動的政策立場，並不有利於區域債券跨境交易和債券市場整合。值得注意的是，從中國的立場來看，中國本身經濟規模巨大，其 GDP 已在 2010 年超越日本攀上全球第二，在此基礎上發展的境內資金和債券市場規模已有潛力創造適當的流動性，並不像區域內其他經濟規模較小的國家，需要仰賴國外行為者和資金以提升境內債券市場流動性。是以，中國參與區域債券市場合作的策略，並不以促進跨境債券交易為首務，而應是藉由參與區域債券市場對話合作，學習金融管理技術，以及利用區域債券合作方案爭取低成本基礎建設融資，並為將來進一步推展區域債券市場整合取得入場券，畢竟中國亦有雄心將上海發展為區域金融中心（十二五計畫目標）。

自 2003 年「東協加三」推出「亞洲債券市場倡議」，啟動區域債券市場合作迄今，中國一方面逐步發展國內金融體系，企圖藉金融改革使其金融部門走向以市場為基礎的資本配置，以及發展足以吸納和配置大量資本的金融部門，特別是降低對銀行中介功能的依賴（包括發展證券和債券市場）；當中重點是，如溫家寶所言，人民幣匯率改革必須在主動、漸進、可控三大條件下進行，同樣的，金融部門改革的推進也有此三大特徵。另一方面，中國仍維持嚴格的金融資本跨境流動管制，避免對其金融當局控制人民幣匯率穩定的工作帶來麻煩。此亦即許多中國金融學者所稱，人民幣資本帳自由化之前提係國內金融體系改革(巴曙松, 2011)。

中國在上述以國內金融體系改革優先，跨境資本流動居後的金融發展策略下，其對居民和非居民參與債券、集合投資證券和衍生品交易市場之規範，具體反映此國內議程所設定之政策優先次序(有關中國自 2003-2012 第二季之金融市場開放進程請參見附錄二)。中國對非居民參與中國境內金融市場的監管上，一方面，中國於 2002 年建立合格境外機構投資人(Qualified Foreign Institutional Investors, QFIIs)制度，允許境外機構投資人申請成為 QFIIs，並申請許可投資額度。境外機構投資人取得資格後可從事境內證券與債券投資，但不得參與衍生品市場交易，爰因衍生品交易較為複雜，監管難度較高。近年中國對 QFIIs 監管的進展主要是逐

年提高投資上限，從 2002 年至 2005 年的試行階段全體 QFIIs 投資總額上限為 40 億美元，至 2005 年中將總額上限提高至 100 億美元，2007 年第二次中美戰略經濟對話促其再次將上限增加為 300 億美元，今(2012)年 4 月 3 日則進一步將上限提高至 800 億美元。另一方面，在非居民從事境內籌資的監管上，中國於 2005 年 2 月推出管理辦法，允許合格國際開發機構至中國發行人民幣債券，並於同年 10 月批准亞洲開發銀行(Asian Development Bank, ADB)和國際金融機構(International Financial Institute, IFI)分別發行 10 億和 11.9 億人民幣債券；除此之外，迄未有境外機構在中國境內發行人民幣債券，且中國當局亦未開放非居民出售和發行集合投資證券(Collective Investment Securities, CIS)。

在對居民從事海外投資方面的管制上，中國建立境內合格機構投資人制度 (Qualified Domestic Institutional Investors, QDIIs)，以個案審查方式採取投資許可制，並設定外匯使用限額規範，限制保險公司海外投資上限，以及 QDIIs 投資海外無擔保公司債及海內外投資組合基金之上限。此外，對於居民從事海外籌資，中國採取證券發行許可制，海外衍生品交易亦須經主管機關許可，爰因海外籌資意同於境內機構海外舉債，若不加監控，海外資金流入和償還外債引起的資金流出均可能帶來非預期的人民幣匯率波動，增加人民銀行維持人民幣匯價在特定價格區間之困難度。

整體而言，中國在逐步發展其國內金融部門並進行利率自由化改革的過程中，持續對涉及境內外資本流動之金融市場交易採許可制監管規範，以維持嚴格的資本跨境流動監控。這些監控措施包括：外人境內投資許可制、禁止外人境內籌資，以及居民海外投資許可制、海外證券發行許可制和海外衍生品交易許可制。由中國上述政策亦可見得，其參與區域債券市場合作之策略，並非以促進跨境債券交易和發展區域整合之債券市場為優先，而係藉區域債券合作學習金融管理，並配合國內金融體系改革來發展境內債券市場為優先，同時，利用區域債券市場合作所產生的公共資源，例如：藉推動基礎建設融資計畫取得低成本建設資金。

綜觀上述東亞各國對參與區域債券市場合作之政策立場與策略，日本雖亦重視以適當金融監管措施維持區域金融穩定，但其依國內戰略議程所設定之優先目標，係藉由區域債券市場合作創造日圓交易避險環境，誘使區域交易對手使用日圓進行貿易結算和投資。而日本的策略是推動跨境債券市場交易，使日本投資人得以進入各國債券市場投資，並使各國得以進入日本市場籌資，提升東京扮演區域金融中介的角色；甚至，最終發展為整合的區域本幣債券市場，使各國境內金融市場採取共同規範，促進資金跨境自由流動以及發展流動性高、品種多元化的區域金融市場，則佔有規模經濟優勢的區域幣種（日幣及未來具可自由兌換性的人民幣）可望在此市場中取得競爭優勢。

然而，日本對區域債券市場合作之優先目標與其他區域國家並不相同，甚至存在矛盾。除了新加坡與香港此二區域內金融自由化程度最高的城市，與日本同樣希望促進區域內跨境債券市場交易，以及競爭扮演區域金融中介中心外，韓國、印尼、泰國、馬來西亞和菲律賓則欲在矯正國內金融體系過度依賴銀行中介的同時，維持匯率穩定。因此，韓、印、泰、馬、菲當中，除韓國對跨境資本流動管制程度稍低外，其他各國對於跨境資本流動管制均較謹慎、保守，連帶也對可能引起風險性跨境資本流動的金融交易採取較嚴謹之監管措施。再加上中國對跨境資本流動採取最為嚴格之許可制監管，如此一來，則可見得「東協加三」並未針對以區域債市整合促進區內本幣債券市場發展為優先的原則獲得共識。是以，各國參與和推動區域債券市場合作迄今，呈現各自發展境內本幣債券市場，對於涉及區域層次的債券市場整合方案則因自願性行動各異而較無實質進展，仍停留在對區域本幣債市發展的問題檢視和標定以及對策討論階段。

本節檢視各國對非居民參與境內金融市場及居民從事海外金融交易之規範，發現東亞國家當中除日本、新加坡及香港最為開放，對非居民及居民參與國內外金融交易幾無限制外，韓國、印尼、泰國、馬來西亞及菲律賓多仍持以穩定金融和匯率為優先的政策立場，對於非居民參與國內金融市場或居民海外籌資、投資

有程度不等的限制。儘管許多東亞國家本幣債券規模未足以創造適當流動性(香港、印尼、菲律賓之本幣政府債與公司債餘額均未達千億美元規模，新加坡和泰國本幣公司債餘額亦未達千億美元，馬來西亞亦至 2010 年後其本幣政府債與公司債餘額才達到千億美元規模)，並已認為有必要在區域層次推動債券市場整合以創造規模經濟，但在個別國家層次仍未實際採取行動進一步放寬非居民境內債券市場籌資，以及居民海外投資或籌資，不利促進區域債券市場整合。

第二節、東亞區域債券合作方案與策略

上述對東亞國家參與區域債券市場之政策與策略之分析，亦可進一步由以下區域債券合作之策略、結構與內容進行檢視。

壹、亞洲債券基金

亞洲債券基金由 8 個東亞國家(含香港)及紐、澳等 11 個經濟體的央行或貨幣主管機關發起，其策略係由債券市場需求面切入，以政府資金投入以亞洲國家本地貨幣計價的政府債券市場，透過參與政府債券市場來引導政府債券與公司債券市場活動。此計畫之設計係源於政府債券折讓率在信用市場為其他商品之定價基準 (benchmark)，因此，期望由需求端拉動本幣政府債券市場成長，促進本幣政府債券發展完整的 (多種不同到期日的債券品種) 債券折讓率曲線 (yield curve)。而其目的則是使本幣公司債券市場得以參考此折讓率曲線為債券定價，而達到促進本幣公司債券市場發展的目的，以降低企業對銀行融資的依賴，及消除金融機構和企業利用短期外幣資金所帶來的潛在危險。之所以採取這樣迂迴的引導策略，正因發展本幣公司債券市場並非政府當局可完全主導，實際上需視金融市場上私部門行為者的互動；此外，政府過度介入本幣債券市場亦有排擠私部門交易活動的疑慮。

EMEAP 自 2003 年迄今共推出兩期 ABF，第一期 ABF 於 2003 年 7 月推出，由 11 個會員國央行從外匯準備中提供 10 億美元充作資金，委託國際清算銀行管

理，用於投資 8 個會員國（韓、泰、馬、印、新、菲、中、港）發行的主權或準主權債券。由其出資和投資安排觀之，不難看出日、紐、澳主要擔任出資角色，設立基金的重點放在促進其餘 8 個經濟體會員的債券市場發展。此外，此安排亦反映日、紐、澳等擁有較先進金融市場的已開發國家參與區域債券市場合作的政策目標，係立基於區域內資金輸出國的角度，著眼於促進潛在投資市場發展。

第二期 ABF 於 2005 年 4 月推出，內容與第一期 ABF 有所不同。ABF2 由所有會員經濟體出資 20 億美元，其中 10 億美元用於設立一個「泛亞債券指數基金」（Pan Asia Bond Index Fund, PAIF），其餘 10 億美元用於設立以 8 個經濟體會員發行之主權和準主權債券為投資標的之單一市場基金（Fund of Bond Fund, FoBF）。ABF2 當中的單一市場基金即延續 ABF1 的部分，持續對 8 個特定國家本幣政府債券市場進行投資；ABF2 創新的部分在於成立債券指數基金。設立 PAIF 之目的係欲藉編纂投資組合和追蹤此投資組合收益表現，使此債券指數成為一個新的資產等級，進一步吸引市場投資人模仿此債券指數組織其投資組合，從而促進成份債券的交易活動並提高其流動性。此外，PAIF 在新加坡註冊後亦在東京、香港、上海交易所掛牌上市，成為一項便利的投資工具，並藉此吸收市場資金以擴大其投資規模。雖然 PAIF 的基本資金規模不大，但其以建立新資產等級為促進本幣債券市場發展的策略獲得會員經濟體支持，例如：PAIF 一推出後即於 2005 年獲中國政府允許進入其國內銀行間債券市場，成為該市場首個境外機構投資者。

進一步從投資規模分析 ABF 對 8 個東亞經濟體本幣政府債券市場發展的可能影響。ABF1 和 ABF2 對中、港、韓、泰、馬、印、新、菲的投資規模各約為 10 億美元，加上 PAIF（10 億美元）及其吸引市場資金（10 億美元）以總額 40 億美元設算，則 ABF1 投資之資金規模僅占 2003 年 8 個經濟體本幣政府債券餘額 8,830 億美元的 0.113%，另合計 ABF1 與 ABF2 投入之資金規模亦僅占 2005 年 8 個經濟體本幣政府債券餘額 15,070 億美元之 0.265%。由 ABF 投資金額相對於區域經濟體本幣政府債券市場規模微不足道的情況而言，實難有效促進各標的政府債券市

場折讓率曲線之完善。EMEAP 推出之 ABF 合作方案，毋寧是推動區域合作的象徵意義大於實質意義。

貳、亞洲債券市場倡議

在「東協加三」對話機制下進行的區域金融合作，除在緊急流動性儲備池合作上逐漸建立具體且具拘束性（binding）的決策機制外，其他領域仍維持東亞區域合作一貫的開放性區域主義特徵。開放性區域主義由爪哇部落決策模式發展而來的共識決策模式與自願性行動（non-binding），使得在 ABMI 架構下推動的債券市場合作，多停留在對合作議題的討論和研究，真正付諸行動往往依賴各成員的自願性作為。易言之，成員參與區域債券市場合作的策略與行動往往受到個別成員的國內議程影響。此外，擁有較多資源和影響力的成員，如「東協加三」合作機制中的日本和中國，可能藉由提出研究議題和合作方案，企圖主導區域合作方向。再者，若區域債券合作方案與成員的國內議程目標一致，則較易促使成員積極參與和推動合作，利用研究報告提供之分析與建議，推動國家層次的議程來配合區域合作；反之，若區域債券合作方向與成員的國內議程目標不一致，則區域合作往往流於形式，區域研究與討論成果亦無法進入財長暨央行行長會議，成為區域層次的合作方案，以及個別國家層次的配合政策。以下即以「東協加三」成員之國內發展議程及其參與 ABMI 合作的行動，分析其投入區域債券市場合作之策略，並探討其對區域債券市場合作及債券市場發展的影響。

東亞國家經由多邊架構所推動的區域債券市場合作，除了 EMEAP 提出的 ABF 之外，即是以「東協加三」對話為主體所推出的「亞洲債券市場倡議」（ABMI）。ABMI 與 ABF 同樣以促進東亞區域本幣債券市場發展為核心目的，惟 ABMI 初期從發展區域本幣債券市場供給面切入，期望藉由合作鼓勵區域本幣債券發行。「東協加三」成員與 EMEAP 會員組成多有重疊，前者除汶來和後來加入的四個東協成員（越、寮、緬、柬）外，均為 EMEAP 會員，而且，ABF1 和 ABF2 投資之債券，其發行經濟體除香港外均為「東協加三」成員。或許因此，起初「東協加三」推

出的 ABMI 從與 ABF 互補的債券供給面向展開區域債券市場合作，但因 ABF 對區域本幣債券市場之刺激效果不顯著，2008 年推出新路線圖改以債券供給和需求面措施雙管齊下，繼續推動合作。

ABMI 是「東協加三」政府對話機制下的合作方案，該方案起初在以會員國副財長為主體的對話軌道上進行，2010 年後，副財長會議擴大為副財長與央行副行長會議，每年舉行兩次常規會議，向上承接財政部長與央行行長會議所指派的合作議題研議任務，向下接收特定議題工作團的討論與研究成果，並彙報至財長與央行行長會議進行決策。ABMI 初期合作內容主要為健全債券市場規範和基礎建設，其運作架構包括設立一個指導團(focal group)及六個特定議題工作團(working groups)，各工作團所關切的主題反映 ABMI 的優先合作重點。起初六個工作團所關切的主題包括：創造新的證券化債務工具（主席國：泰國）；信用擔保與投資機制（韓國、中國）；區域外匯與交易結算（馬來西亞）；促進多邊開發銀行、外國政府機構和亞洲多國公司發行本幣計價債券（中國）；評等體系發展和資訊傳布（新加坡、日本）；技術援助與協調（印尼、菲律賓和馬來西亞）。各會員國所主持的工作團亦反映其較為關切的合作議題與利益所在(Grimes, 2009: 178)。

2008「新 ABMI 路線圖」(New ABMI Roadmap)

2005 年「東協加三」財長會議對 ABMI 下的工作團做了調整，以促進多邊開發銀行、外國政府機構和亞洲多國公司發行本幣債券為主題的工作團被取消，以技術援助和協調為主題的工作團則併入指導團下轄的協調團（coordination group）。2008 年財長會議後發表「新 ABMI 路線圖」(New ABMI Roadmap)，重新調整既有合作架構為一個指導委員會（steering committee）、四個任務小組（task force）和一個工作團，四個工作小組的合作主題同樣反映 ABMI 推出新路線圖後的合作重點，包括：由債券供給面促進本幣債券發行（聯合主席：中國、泰國）、由債券需求面促進債券市場發展（新加坡、日本）、改善監管架構（馬來西亞、日本）以及促進債券市場基礎建設發展（菲律賓、韓國），而工作團則以技術援助和

協調為合作主題。各任務小組主席國的設置與安排同樣反映個別國家對特定合作議題的興趣、利益關切和資源條件。

值得注意的是，「新 ABMI 路線圖」進一步安排各合作主題下子項合作議題的優先順序，依據優先順序安排的結果，可以推論「東協加三」成員在自願性原則下展開債券市場合作的立場，亦即個別國家因發展階段和整體資源條件的差異而對債券市場發展的需求有不同考量，以及對特定合作項目有所保留。檢視下表「新 ABMI 路線圖」各任務小組合作項目之優先順序，統計 20 個合作項目中，12 個合作項目列入第一優先順序，13 個合作項目列入第二優先順序，僅 5 個合作項目列入第三優先順序，顯示「東協加三」對區域債券市場合作的積極性。

進一步分析列入第三優先順序之合作項目，推測除發行區域貨幣籃計價之債券及促進次級債券市場發展因時機尚不成熟而被列入第三優先順序合作項目外，目的在保護債權的「改善與債券相關之破產程序」項目，亦因涉及複雜之利益分配而列為合作順序較次者。至於其餘兩項被列為第三優先順序的合作項目，不令人意外，恰為與資本跨境流動直接相關的「健全資本流動與外匯交易規範」及「改善非居民投資者相關租稅條件」，反映多數「東協加三」成員國內之金融部門議程，對可能引起外匯及金融市場波動的規範變化相當謹慎，並未因在區域層次推動區域債券市場合作而決定改採自由放任的資本流通政策。

表 3-1：「新 ABMI 路線圖」(New ABMI Roadmap)

任務小組及合作項目	優先順序
TF1：促進本幣債券發行（供給面）（泰國、中國主持）	
信用保證與投資機制	1
促進「亞洲貨幣票據方案」	1
促進結構金融工具發行	
● 基礎建設融資債務工具	1
● 證券化工具	2

● 區域貨幣籃債券	3
金融衍生品與交換商品市場發展	2
促進區域內認購者發展	2
TF2：促進對本幣計價債券之需求（需求面）（新加坡、日本主持）	
發展有利機構投資者（私人退休基金、共同基金、集體投資工具及保險公司）的投資環境	1
發展有利個人投資者的投資環境	2
發展回購（repo）與證券支持的借貸市場（SBL）	2
促進跨境債券交易	
● 健全資本流動與外匯交易規範	3
● 改善非居民投資者相關租稅條件（交易稅、預扣所得稅、資本利得稅等）	3
對「東協加三」境內機構投機者宣傳 ABMI 的合作努力	1
TF3：改善規範架構（馬來西亞、日本主持）	
強化債券市場規範與監督架構	
● 促進國際證券監管組織（IOSCO）規範標準應用於證券市場規範	1
● 促進債券發行、上市與資訊揭露規範走向透明、有利的法規架構	2
● 進行規範/監督機構能力建構	1
促進區域內證券交易商協會與自我規範組織間之合作	
● 促進區域內規範/監督機構與證券交易商協會和自我規範組織間之合作	1
● 在區域內規範/監督機構與證券交易商協會和自我規範組織間促進對債券發行與交易有利之標準和實踐	2

改善與債券交易相關之破產程序	3
改善與國際標準一致的會計與審計標準之採用	2
TF4：改善與債券市場相關之基礎建設（菲律賓、韓國主持）	
有關債券清算之基礎建設	
● 促進 CPSS（支付暨清算系統委員會）/IOSCO 之建議應用於債券清算系統	1
● 經由私部門參與以促進區域清算系統之討論	1
增加債券市場流動性	
● 擴大和加強政府債券的主要交易商系統	1
● 發展和維持基準折讓率曲線	1
● 改善交易平台	2
● 為次級債券市場發展/加強資訊宣傳系統（包括利用自我規範組織的可能性）	3
強化信用文化	
● 評估與本幣債券市場相關之既有資料，並加以發展	2
● 發展信用風險資料庫	2
● 加強本地信評機構之可信度與能見度	2
發展專業金融服務（如金融分析師）	2

資料來源：ASEAN+ 3 New ABMI Roadmap, AFMM+3, May 2008.

進一步而言，就促進區域債券市場發展而言，「健全資本流動與外匯交易規範」及「改善非居民投資者相關租稅條件」兩項合作之推進方向應為進一步開放資本跨境流動和降低外國投資人進入區域金融市場之成本，但資本跨境流動雖有助於為本地金融市場的投資與籌資活動注入多元性，卻也可能帶來金融市場波動隱含的風險。例如：1980 年代和 1990 年代初期，東亞國家為利用境外資本而加大開放外資流入，結果造成短期外債累積和引來投機攻擊(Brouwer, Duncan et al., 1999;

Kawai, 1999)。如今，亞洲金融風暴的教訓已使東亞國家改以謹慎態度處理跨境資本流動，也學會以對非居民投資人的租稅規範來調節境外資本流入。例如，2005年泰國取消外國人投資政府債券之利息與資本利得所得稅，2009年韓國亦免除外國人投資政府債券之利息所得稅，藉此鼓勵外國投資人投資政府債券；但為因應在各國寬鬆貨幣政策下湧入東亞的大量資金，預防大量資金湧入帶來匯率和金融市場波動，泰國於2010年10月恢復對外國投資人徵收投資政府債券之利息與所得稅，韓國亦於2011年1月恢復徵收外國投資人投資政府債券之利息所得稅(Chan, Chui et al., 2012: 50)。

甚至，「東協加三」對話架構下的區域債券市場合作並未如 Grimes 所稱，為爭取全球資金，預期走向與自由開放的全球資本市場一致(Grimes, 2009)；而是如泰國前財長 Chalongsob 在亞洲開發銀行 40 周年年會所言，即使「所有國際金融機構稱 100%開放資本流動為（促進金融市場發展）最佳方案，但 100%開放絕非泰國的選項」(Mitsubishi UFJ Financial Group and IIMA, 2007: 10)。此外，由於泰國對於金融部門監管所涉及的複雜連動較無經驗，故期望透過「東協加三」對話和合作機制，學習建立和運用謹慎監管資本流入的規範，以及找出管理個別成員匯率政策的區域性解決方案。

2012「ABMI 新路線圖 PLUS」(ABMI New Roadmap+)

2012年「東協加三」財長會議首次擴大為財長暨央行行長會議，爰因「東協加三」金融合作涉及需要各成員貨幣當局參與的議題，而此或也反映「東協加三」有意推動與資本跨境流動和外匯管理有關的區域性合作。不過，需再次強調，「東協加三」對話架構下各合作機制多具有非拘束性和自願性特徵，央行行長參與對話，並不代表「東協加三」成員將可在資本跨境流動和外匯管理議題得出具有共識的區域性方案，僅代表「東協加三」成員同意就相關議題展開對話。從「東協加三」對話架構下之合作進展來看，僅在涉及較少敏感議題的緊急流動性工具合作上有具體成果，其他方面合作多仍處於漫長對話過程中，惟不可否認，對話與

研究有助於成員對各種意見和方案的理解，亦有助於個別成員在對話合作中思考其妥協與要價的潛在策略。

2012年5月於馬尼拉舉行「東協加三」財長暨央行行長會議，再次檢視 ABMI 路線圖，調整、簡化「新 ABMI 路線圖」，推出「ABMI 新路線圖 PLUS」(參見表 3-2)。比較「新 ABMI 路線圖」和「ABMI 新路線圖 PLUS」，後者維持 ABMI 架構四任務小組之任務與主席國安排，將各項合作方案之優先順序由三階段簡化為兩階段，並將各任務小組主管合作項目重新調整、縮減為三項目；就此而言，檢視各任務小組合作項目縮減與變化，有助了解 ABMI 合作方向及其重新聚焦。

表 3-2：「ABMI 新路線圖 PLUS」(ABMI New Roadmap+)

任務小組及合作項目	優先順序
TF1：促進發行本幣計價債券（中國、泰國）	
啟動「信用保證與投資工具」保證計劃（F）	1
發展基礎設施融通計畫（F）	1
發展金融衍生品與交換商品市場	2
TF2：促進對本幣計價債券之需求（日本、新加坡）	
進一步發展政府債券市場（A）	1
加速建設對機構投資人友善的投資環境，並對機構投資人傳遞 ABMI 資訊（F）	1
強化跨境交易	2
TF3：改善規範架構（日本、馬來西亞）	
強化「亞洲債券市場論壇」（ABMF）活動（F）（包括共同債券發行計畫）	1
強化消費者與中小企業信用窗口（A）	1
改善與債券交易相關之破產程序	2
TF4：改善與債券市場相關之基礎建設（韓國、菲律賓）	

促進區域清算中介體系之建立 (F)	1
強化區域信用評等系統之基礎 (A)	1
提升金融警覺性 (R)	2
TACT：技術援助與協調（汶萊、寮國、越南）	
促進對東協成員技術支援，強化其發展債券市場之能力	1

資料來源：ABMI New Roadmap+, AFMGM+3 Manila, the Philippines, May 2012.

備註：(F) 表示追蹤延續議題；(A) 表示新增議題；(R) 表示相關議題。

進一步分析「ABMI 新路線圖 PLUS」所反映重點合作項目及優先順序之變化：

1. 促進債券供給面向（第一任務小組）：除因亞洲開發銀行推出的「亞洲貨幣票據方案」已在推動中而未納入，目前促進結構金融工具項目僅留下發展基礎建設融資債務工具，刪除證券化工具和發行區域貨幣籃債券，反映中國及東協國家利用「東協加三」金融合作推動其大型基礎建設的策略與利益，與推動區域債券市場發展的努力結合，並持續獲得合作成員支持。此外，最新路線圖進一步啟動信用保證與投資工具中的保證計畫，以此補充區域內債券發行方之信用，藉此增加債券供給。
2. 促進對本幣計價債券需求（第二任務小組）：將人力和時間資源重新聚焦配置在發展有利機構投資人的環境上，取消發展個人投資者友善環境和回購與證券支持借貸市場等項目。此外，值得注意的是，促進跨境債券交易仍為本小組設定之優先合作項目之一，且優先順序雖仍為次，但已由 2008 年路線圖的第三優先項目推進為第二優先項目。不過，「東協加三」財長暨央行行長會議發布之官方文件未顯示該項目是否為追蹤延續議題 (F) 或新增議題 (A)，且未如「新 ABMI 路線圖」在該合作項目下提出較具敏感性的「健全資本流動與外匯交易規範」和「改善非居民投資者相關租稅條件」子項目。因此，尚難斷定由新加坡和日本主持的第二任務小組是否已在「東協加三」成員間取得共識，明確了走向放寬資本流動和外匯交易，以及取消非居民投資者之資

本利得與利息所得稅的合作方向。或者，「健全資本流動與外匯交易規範」和「改善非居民投資者相關租稅條件」未列入促進跨境債券交易項下，已反映 2008 年 9 月雷曼兄弟（Lehmann Brothers Holdings Inc.）破產以來，全球金融危機及持續經濟衰退對東亞國家帶來的通膨、貨幣升值和出口下滑壓力，使東亞國家需再度商榷資本流動自由化在國內議程上的位置。惟可以確定，ABMI 仍以建立整合的區域債券市場為解決亞洲國家債券市場規模普遍不足之方案，故跨境債券交易仍為優先合作項目之一。

3. 改善規範架構（第三任務小組）：「東協加三」財長會議於 2010 年在 ABMI 第三任務小組下設立「亞洲債券市場論壇」（ASEA+3 Bond Market Forum, ABMF），由「東協加三」派出官方代表和專家代表，並邀請國際機構專家參與，專責探討亞洲債券市場實踐標準化以及調和與跨境債券交易相關的規範。2008 年「新 ABMI 路線圖」中關於金融規範和市場實踐標準化的合作項目即納入 ABMF 活動中，並持續為「新路線圖 PLUS」所設定的第一優先合作項目。其次，第三任務小組新增一項第一優先合作重點，「強化消費者及中小企業信用窗口」，反映實現以家計消費及中小企業借款為東亞國家公司債券或金融衍生品市場發展潛力的策略性思維。另外，「新路線圖 PLUS」也仍納入「改善與債券相關之破產程序」，並由先前的第三優先順序提升為第二優先順序合作項目（在兩階段排序中仍為順序較次者），反映「東協加三」持續將強化對投資人之財產權保護視為推動區域債券市場發展的重點工作。
4. 改善與債券市場相關之基礎建設（第四任務小組）：「新路線圖 PLUS」在此任務目標下減列「增加債券市場流動性」和「發展專業金融服務」，但並非上述兩項失去其重要性，而應是欲將合作重點重新調整、整合於推動區域層次的債券市場基礎建設，特別是建立區域清算中介系統以及區域信用評等系統。跨境清算和信用評等是推動區域債券市場發展極重要的區域性基礎建設，尤其需要有確實、可靠的信用評等，才能解決東亞債券市場中債券折讓率未真

實反映投資人所承受之風險的問題(Kisselev and Packer, 2006; Takeuchi, 2006)，使投資人得以依據信用評等、風險偏好和收益期望進行投資選擇，並經由市場交易機制產生合理信用價格。是以，「新路線圖 PLUS」進一步將合作重點明確化為建立區域性清算系統，以及為區域信用評等系統之發展提供基礎。此外，出於全球環境因素中的歐元區債券危機影響，本任務小組增列一項相關合作項目，即提升金融警覺性，後續可持續觀察此合作項下的合作行動，是否為藉由揭露經濟體財政狀況及金融市場利率發展等相關資訊，達到為潛在金融緊張情勢提供預警的作用。

本節分析東亞國家透過 EMEAP 和「東協加三」合作機制所推動的區域債券市場合作方案及各國參與情況，發現東亞國家以「亞洲債券基金」欲帶動區域內政府債券市場發展、促建立可供其他金融商品定價參考的政府債券折讓率曲線，但因基金規模太小，其促進政府債券市場發展的實際效用不顯著，該合作之作用主要係宣示東亞國家支持本幣債券市場發展的政策立場。相較之下，區內國家政府債券餘額規模的增減，主要係反映政府財政赤字擴張與收縮對舉債需求的影響。

至於「東協加三」持續推動的「亞洲債券市場倡議」，已逐漸發展出分別從債券供給面、債券需求面以及債券市場基礎設施等面向促進債市發展的對話架構。然而，因東亞區域合作具有「開放性區域主義」的自願性、非拘束性合作特徵，故在東亞國家未達成共識以促進區域債券市場整合為優先之情況下，「亞洲債券市場倡議」至今未能明顯促進跨境債券交易及進一步的區域債券市場整合。亦即，東亞國家不僅在國家層次上未有效促進非居民參與國內金融市場，以及放寬對居民從事海外投資與籌資之規範，在攸關整合區域債券市場的基礎設施方面（如建立區域清算系統、建立區域信評體系等），亦仍處於冗長的討論過程中。

第三節、東亞區域債券市場的發展

本節將檢視自 2003 年推動區域債券市場合作至 2011 年底，中國、香港、日本、韓國、新加坡、印尼、泰國、馬來西亞和菲律賓之本幣債券市場發展。由於

亞洲金融危機的成因之一正是東亞國家過度依賴銀行部門融資（如受創最重的泰國、印尼、韓國和菲律賓）(Brouwer, Duncan et al., 1999)，以致受投機攻擊等外部衝擊時，銀行融資緊縮造成的信用緊縮傳感效果較大，故除了觀察東亞國家本幣債券市場規模是否擴大及其流動性是否提升外，特別著重檢視東亞國家國內金融融資結構，觀察以本幣債券進行融資佔其國內融資結構比例之變化，以此分析推動東亞區域債券市場合作迄今是否達到改善東亞國家融資結構之目標。

壹、本幣債券規模及其流動性之發展

根據 AsianBondsOnline 對東亞國家本幣債券餘額之統計，先檢視 2003 年啟動東亞區域債券市場合作前的情況，比較各東亞國家 2000 年 12 月及 2003 年 12 月本幣計價政府債券和公司債券餘額佔 GDP 比例，在本幣政府債券方面，除了印尼不增反減外，其餘國家之本幣政府債券餘額佔 GDP 百分比均上升。又若檢視東亞各國在上述時點之政府債券餘額，則均呈增勢，反映亞洲金融危機後，東亞國家政府為恢復金融秩序等重建工作而有發行政府債券需求(Hamilton-Hart, 2008; Grimes, 2009)，惟印尼之本幣政府債市成長速度不及其經濟成長速度。

再檢視 2003 年推動東亞區域債券市場合作之後的情形，比較東亞國家 2003 年 12 月及 2011 年 12 月之本幣政府債券餘額佔 GDP 比例。上述期間，香港本幣政府債券餘額大增，爰因香港於 2009 年通過「政府債券發行計畫」，香港金管局自 2009 年起有計畫地發行政府債券，造成 2009 年後香港本幣政府債券餘額超越本幣公司債券餘額佔 GDP 比例。此外，中國、日本、韓國、馬來西亞、泰國和新加坡本幣政府債券餘額佔 GDP 比例在此期間亦明顯增加。而與其他國家不同的是，印尼在此期間政府債券餘額佔 GDP 比例呈減勢，菲律賓則在 2004 年達到政府債券餘額佔 GDP 比例峰值後逐年下滑，一部份反映印尼和菲律賓政府財政改善，但也顯示兩國政府並未積極、規律地發行特定品種政府債券，以期發展完整的政府債券折讓率曲線，供作其他債券產品定價參考。

表 3-3：東亞國家本幣計價政府債券佔 GDP 比例 (%)

國家	1997	2000	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011
CN	6.1	16.6	26.5	36.4	42.1	42.5	42.3	39.6	33.9
HK	7.4	8.2	9.7	9.2	8.5	9.4	33.3	38.9	37.2
ID	0	35.4	24.7	17.1	18.4	14.3	15	13.1	11.4
JP	NA	84.3	122.3	147.2	146.7	149.8	164.5	168.3	175.4
KR	11.4	25.7	32	45.9	47.8	45.2	48.5	47.2	47.5
MY	NA	38	48.4	44.4	48.9	42.1	51	58.2	58.5
PH	NA	31.1	39.4	40.1	33.8	32.2	31.9	31.3	30.4
SG	14.8	26.6	37.7	37.4	36.7	38.9	45.8	42.7	47
TH	7.6	22.8	31.1	37.6	44.1	42.9	52.1	54.4	54.5

資料來源：AsianBondsOnline

接下來看東亞國家本幣公司債券市場發展情況，先檢視推動東亞區域債券市場合作之前，2000 年 12 月和 2003 年 12 月東亞各國本幣公司債券的發展趨勢。相較之下，香港和新加坡本幣公司債券餘額佔 GDP 比例明顯上升，中國、印尼、馬來西亞、菲律賓和泰國均有小幅增加，惟韓國小幅下滑，日本則下滑有 5.4%。

再檢視啟動東亞區域債券市場合作迄今，東亞各國本幣公司債券市場的發展。比較 2003 年 12 月和 2011 年 12 月東亞各國本幣公司債券餘額佔 GDP 比例，中國、韓國、菲律賓和泰國之本幣公司債券餘額有較大幅度增加，但中國、菲律賓和泰國本幣公司債券餘額佔 GDP 比例均仍偏低。至於韓國本幣公司債額佔 GDP 比例大幅增長主要發生在 2008 年後，可能反映美元資金回流母國後，在政府擔保債券發行的措施下，本地企業轉向以本幣債券融資，亦即本幣債券市場在資金短缺時發揮了補充資金來源的效果(Chan, Chui et al., 2012)。此外，馬來西亞本幣公司債餘額佔 GDP 比例亦有小幅增加，香港、印尼、日本和新加坡則均呈小幅下滑。不過，若從純粹本幣公司債券餘額規模的角度來看東亞各國本幣公司債市發展，

則東亞國家本幣公司債券餘額均呈增加趨勢，惟增速不一。

表 3-4：東亞國家本幣計價公司債券佔 GDP 比例（%）

國家	1997	2000	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011
CN	0	0.3	0.8	2.8	4.3	5.6	9.1	10.6	11.4
HK	18	27.6	35.4	38.8	38.8	33.3	35.4	34	32
ID	2.4	1.4	2.3	2.1	2	1.5	1.6	1.8	2
JP	NA	25.4	20	17.4	16.5	16.8	18.3	17.7	17.5
KR	0	48.8	47.9	42.1	50.8	55	62.5	63	67
MY	NA	35.2	36.6	33	35.9	35.5	42.4	40.4	39.3
PH	NA	0.2	0.3	1	2.2	2.7	4.4	4.3	4.5
SG	12.2	20.9	30.5	28.8	28.8	28.9	27.4	27.4	28.2
TH	3	4.5	7.7	8.1	11	11	13.2	12.4	13

資料來源：AsianBondsOnline

接下來檢視東亞國家本幣債券市場流動性。債市流動性反映市場行為者以債券從事籌資和投資的便利性，流動性高的債市更能吸引市場參與者利用債市進行資產管理。然而，債券市場流動性涉及交易即時性和市場廣度、深度及彈性，不易衡量，且衡量尺度亦無定論，權以常用的債券交易頻率，即周轉率，進行評估。

由東亞各國本幣債券周轉率觀之，除香港本幣政府債券擁有相當高的周轉率外，東亞國家本幣債券周轉率普遍偏低，反映東亞國家債券市場投資人具有「購買並持有至到期日」的特徵，此多為公共基金（如退休基金、社會保險基金）的資金管理模式(Eichengreen and Luengnaruemitchai, 2006)。此外，2005 年僅有日本政府日圓債券週轉率超過 1，2010 年後韓國政府本幣債券及中國本幣公司債券週轉率提升至超過 1，或反映韓國投資人在環境風險意識提高下轉向投資違約風險較低的政府債券，以及 2009 年中國政府取消於銀行間債券市場交易流通之發行規模下限為 5 億人民幣之規定，所帶來的變化。

表 3-5：東亞國家本幣債券周轉率

債券周轉率	2005		2010		2011	
	政府債券	公司債券	政府債券	公司債券	政府債券	公司債券
中國	0.25	0.38	0.78	1.32	0.67	1.35
香港	13.35	0.05	36.15	0.05	49.21	0.1
印尼	0.16	0.15	0.29	0.12	0.36	0.12
日本	1.16	0.19	1.12	0.07	1.13	0.08
韓國	0.88	0.16	1.06	0.18	1.13	0.18
馬來西亞	0.38	0.2	0.64	0.08	0.83	0.09
菲律賓	0.57	NA	0.64	NA	0.54	NA
新加坡	0.72	NA	0.81	NA	0.75	NA
泰國	0.4	0.04	0.8	0.04	0.78	0.04

資料來源：AsianBondsOnline

貳、東亞國家國內融資結構變化

最後，來檢視債券市場佔東亞國家國內融資的比例及其結構變化。依據亞洲債券線上(AsianBondsOnline)對東亞國家國內融資形成結構之調查，東亞國家國內融資結構約可概分為三類型：依賴股市、依賴銀行以及融資來源分配較平均的混合型。香港、印尼、菲律賓和新加坡為依賴股市融資的經濟體，2011 年這些經濟體的股市融資佔國內融資構成 50%以上，香港和新加坡係因其金融市場活絡，故股市融資佔比極高，分別高達 80%和 60%。值得注意的是，印尼和菲律賓於 2000 年至 2011 年之間發生明顯的國內融資結構變化。印尼由依賴銀行轉變為依賴股市融資，且本幣債券融資佔比大幅下滑，由於股市和銀行融資多屬短期融資且易受外部衝擊影響而有波動，本幣債券融資則為較穩定的融資方式，因此其結構變化顯示國內融資穩定性惡化；菲律賓則由混合型轉變為依賴股市，且 2000 年銀行和

股市融資佔菲律賓國內融資比例為 70%強，至 2011 年兩者合計已達 80%，顯示菲律賓國內融資更趨於不穩定。此外，印尼和菲律賓本幣債券融資比例均下滑，亦顯示推動東亞區域債券市場合作以來，即使印尼和菲律賓本幣政府債券和公司債券餘額大抵均呈增勢，但尚未能提高本幣債券佔國內融資比例、增加國內融資穩定性。

中國、泰國和日本屬於依賴銀行融資者，2011 年其銀行融資佔國內融資構成比例在 50%以上。日本於 2003 年以前亦有 50%國內融資依賴銀行部門，近年因政府債券餘額大增，銀行融資比例稍減，但仍接近 50%。此外，雖然中國與泰國仍極依賴銀行部門融資，但本幣債券融資佔比均有小幅增加，反映中國金融改革中逐年發展債券市場帶來的變化。韓國和馬來西亞是東亞國家中國內融資來源分布較為平均者，2011 年銀行、本幣債券和股市融資佔韓國國內融資比例分別為 33.04%、36.99%和 29.98%，馬來西亞則為 35.05%、25.95%和 39%。馬來西亞基本上自 2000 年起即維持此結構，韓國在 2000 年至 2011 年間則發生了結構變化，由依賴銀行融資轉變為混合型，不過，其中本幣債券佔比變化不大，本幣債券融資比例與馬來西亞同樣有小幅增加，主要變化來自股市融資佔比提升。

整體而言，2000 年至 2011 年間，韓國、馬來西亞、中國和泰國本幣債券融資佔國內融資結構比例均有提升，部分反映該國政府在國內層次金融改革和鼓勵債券市場發展所帶來的變化；此外，印尼和菲律賓則均出現國內融資結構變化，且結果均為本幣債券融資佔比下滑，國內融資的潛在不穩定性升高；至於日本則因政府債券大增而出現本幣債券佔比明顯升高，新加坡則在 2000 年至 2011 年間大抵維持既有依賴股市的國內融資結構。

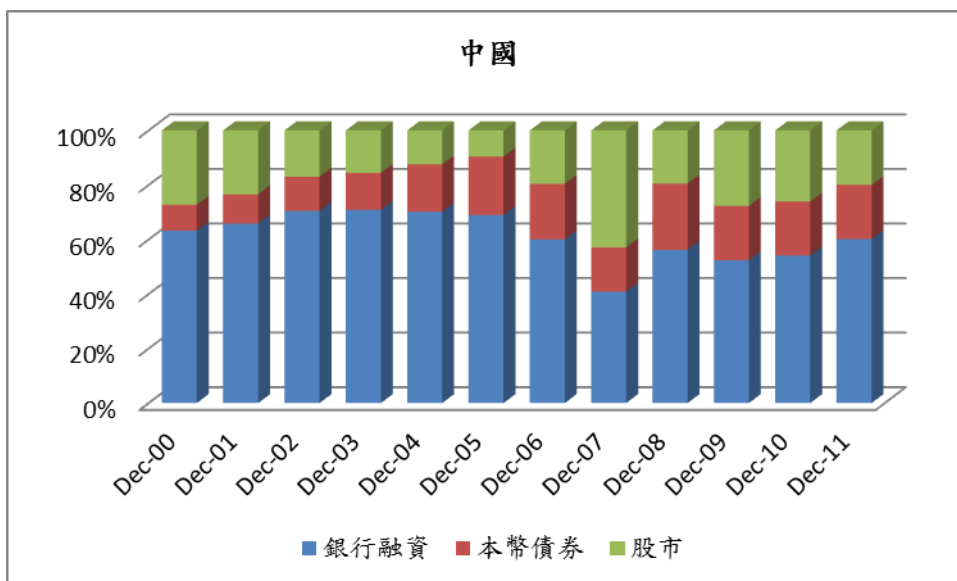


圖 3-1：中國國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

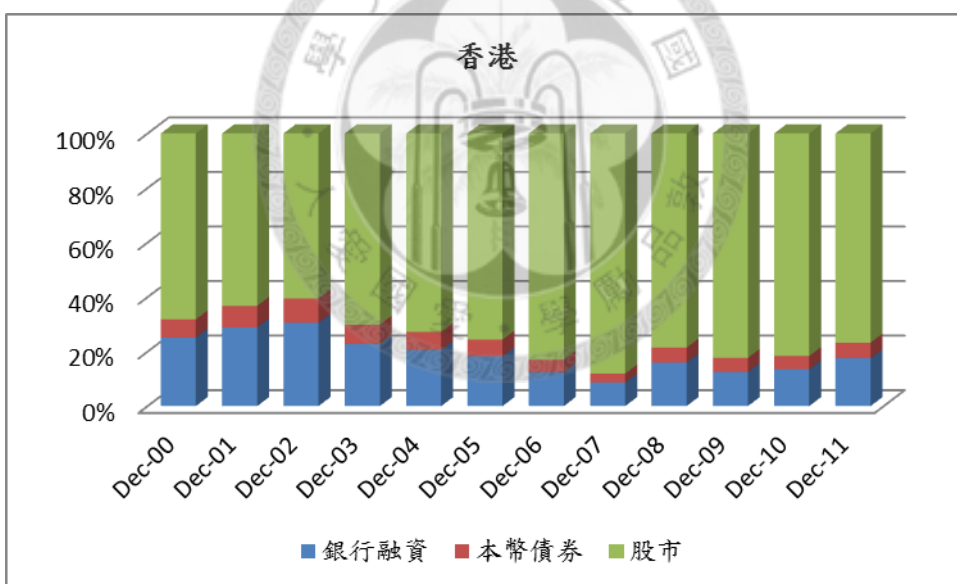


圖 3-2 香港國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

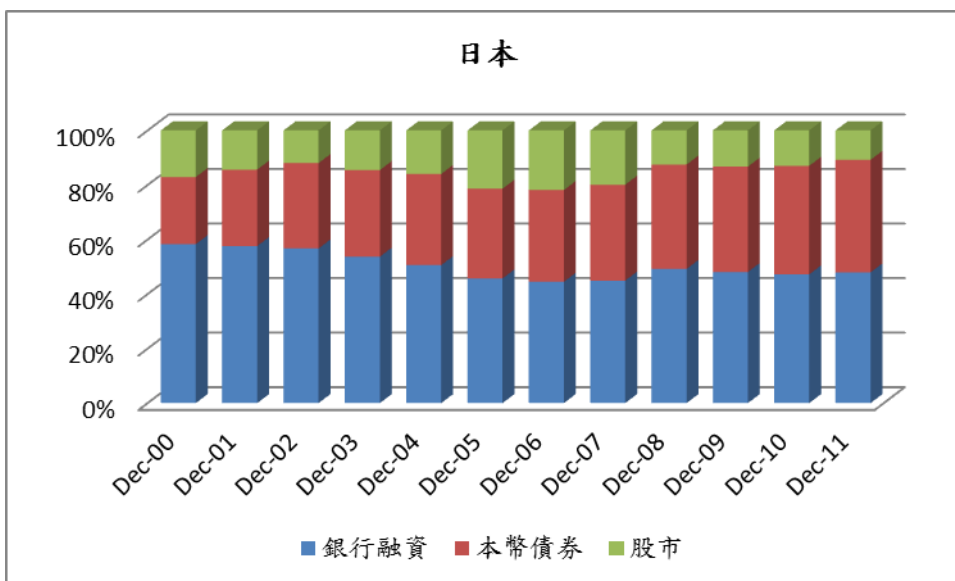


圖 3-3 日本國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

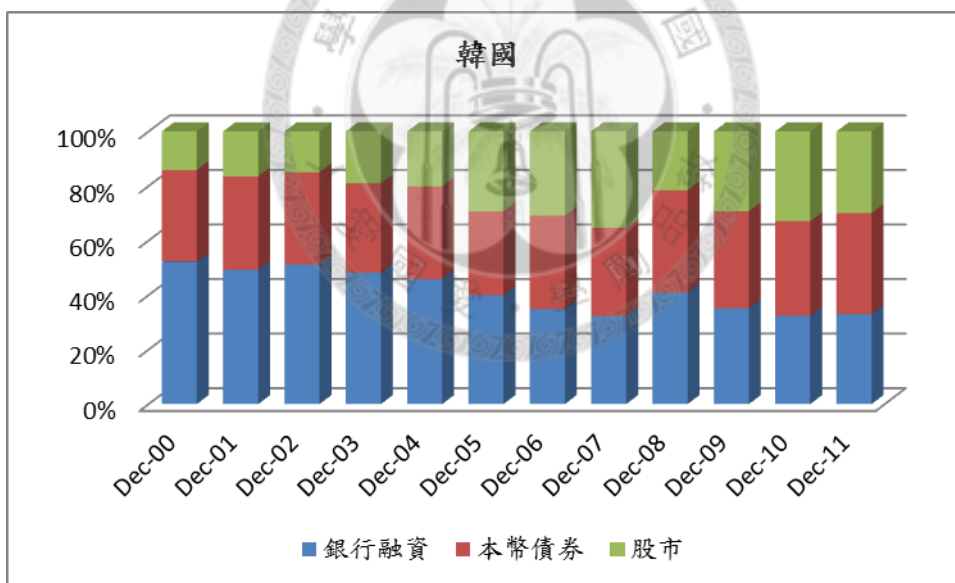


圖 3-4 韓國國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

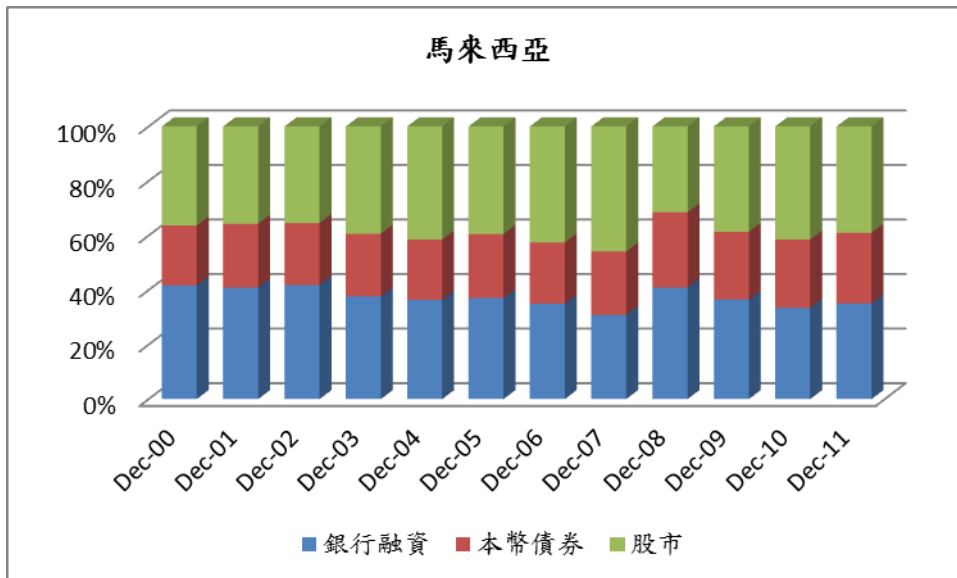


圖 3-5 馬來西亞國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

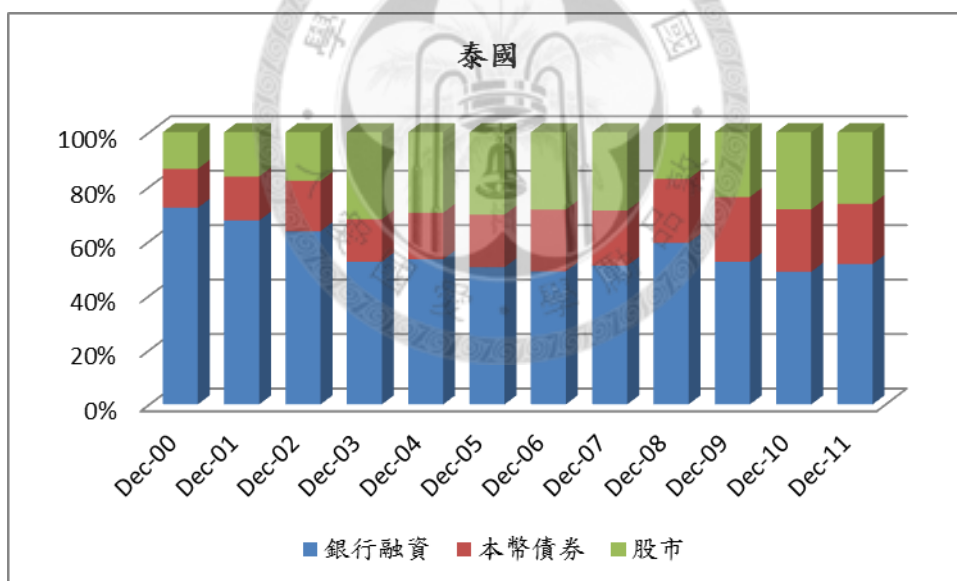


圖 3-6 泰國國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

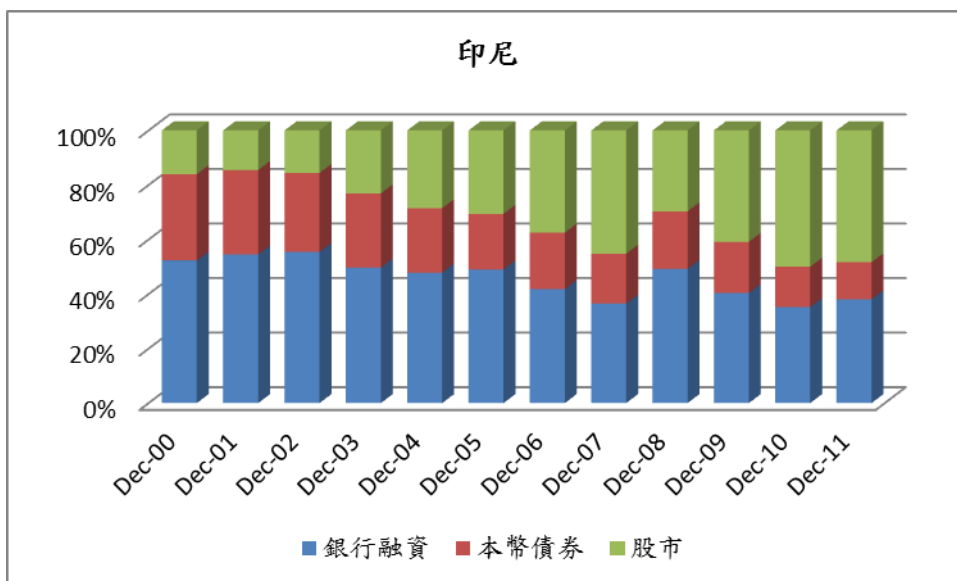


圖 3-7 印尼國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

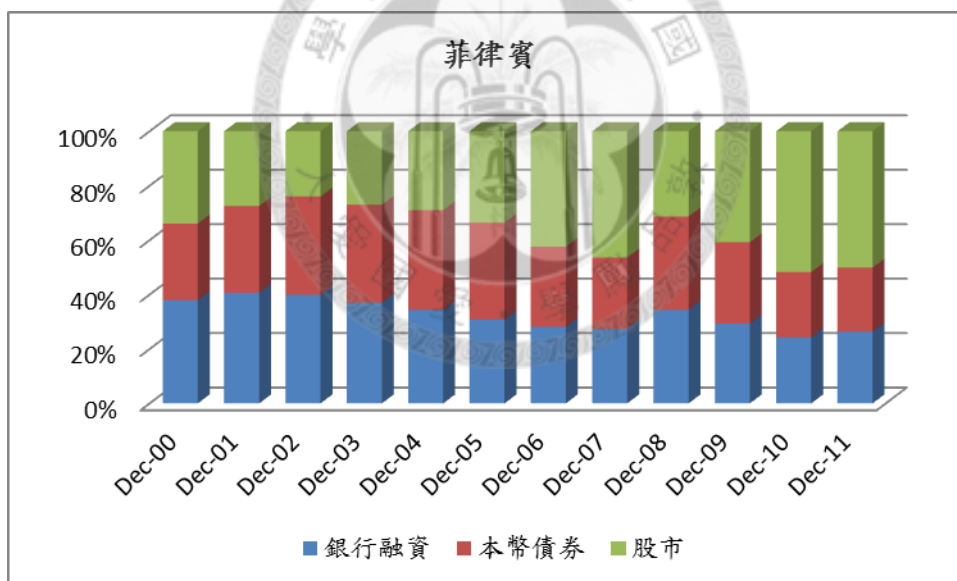


圖 3-8 菲律賓國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

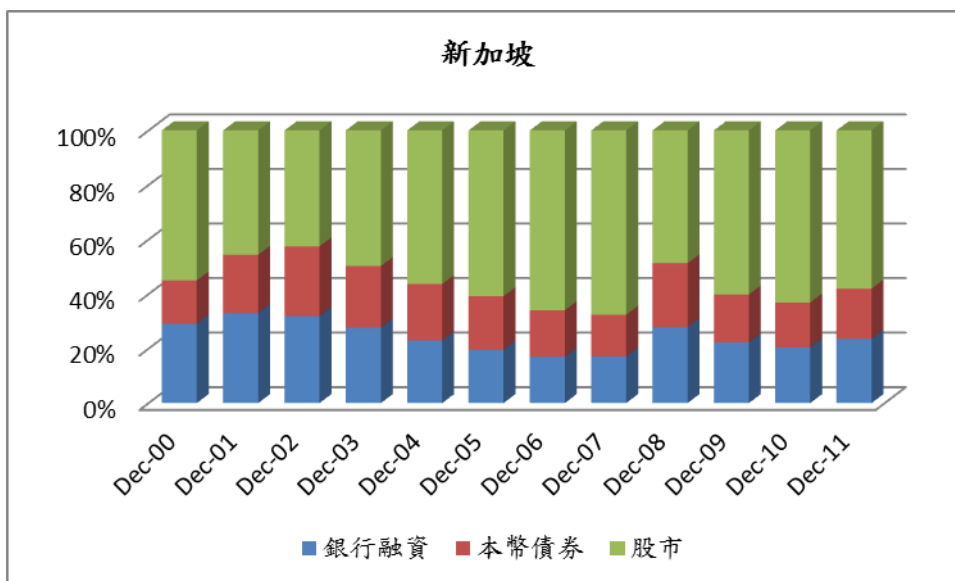


圖 3-9 新加坡國內融資結構及其變化

資料來源：AsianBondsOnline

雖然亞洲金融危機使東亞國家認識到以發展本幣債券市場降低金融脆弱性的重要，並於 2003 年開始推動區域層次的債券市場合作，且各別國家在國內層次亦推出金融改革與發展方案，以促進其國內債券市場發展，但近十年來，東亞國家本幣債市發展僅有規模擴大，流動性仍不足，且多數國家並未能達到改善國內融資結構、顯著提高債券融資比例和國內融資穩定性的目標。

第四節、東亞區域債券市場整合面臨的挑戰

東亞區域債券市場發展與整合進程緩慢係因存在結構性矛盾，這些矛盾也成為東亞區域債券市場整合所面臨的挑戰。一方面是各國政府仍保持著維持匯率穩定以促進出口競爭的經濟成長模式，以及有著遭外來投機狙擊而爆發亞洲金融危機的經驗，故對於資本跨境流動採取較多的監視（登記或報備制）或管制（許可制）。影響所及，不易藉由吸引外國市場參與者使債券投資人和發行人基礎多元化，及為國內債市交易注入動力；亦即在維持匯率穩定和引進債市交易動力之間的選擇中，多數東亞國家選擇了前者。

另一方面，若採取放鬆資本跨境流動管制以促進債券市場發展，則放寬居民海外投資、籌資後，國內金融交易可能轉移至區域內金融市場更發達的國家，衝

擊國內金融部門，形成區域金融中心擠壓國內金融市場發展的局面(Grimes, 2009)。金融部門較不發達，以及實體經濟所能提供的潛在金融交易需求較低之國家，特別有此擔憂，這也是部分東亞國家國內政治並未支持金融開放的原因(Hamilton-Hart, 2011)。

總結來說，多數東亞國家依賴出口導向經濟成長模式，故維持匯率穩定向來具有政策優先地位，加以 1990 年代迄今全球發生多次金融危機，特別是 2008 年美國金融危機擴大為全球危機，導致全球經濟陷入衰退已有數年，更使得審慎管制資本跨境流動具有正當性。而在保持匯率穩定具有政策優先性的前提下，東亞國家雖啟動區域債券市場合作，但多數國家之政策立場與所採取之策略主要係鼓勵國內債券市場發展，對於促進區域債券市場整合較無明確共識和合作熱忱。然而，雖然東亞國家欲發展國內債市，但多數國家受到企業規模、公司治理、會計標準、缺乏信用評等和信用文化的限制，國內債市發展往往不若股市(Takeuchi, 2006)，且從相互競爭的角度來看，股市的發展在一定程度具有排擠債市的效果。

另一方面，由於東亞國家對於資本跨境流動之管制仍然謹慎，對區域債券市場整合無明確共識，故區域層次的合作，目前仍處於有關建立區域性債市基礎設施的冗長技術性議題討論過程中，例如：區域信用評等體系、區域清算體系等；再者，即使建立了有助區域債券市場整合的基礎設施，個別國家在何種程度開放資本跨境流動仍非定數。整體而言，東亞區域合作向來具有自願性、非拘束性等「開放性區域主義」特徵，故在未能達成共識推動區域債券市場整合的情況下，欲在「東協加三」金融合作架構下展開區域債券市場整合之可能性低。較可能的情況是，中國將按其國內經濟發展所需推動金融改革議程，逐步推動匯率與利率市場化改革，在此過程中發展其本幣債券市場；而且，由於中國實體經濟和市場規模龐大，較具吸引外國資本之條件，可望吸引區域內資金流入而對區域內其他金融市場造成資金排擠。亦即，東亞區域內資本流動管制較少的國家如日、韓、新、馬，其資金較可能流入中國債券市場，但對跨境資本管制較嚴格的國家，可能為

避免資金外流和維持匯率與國際收支穩定，仍將維持對資本跨境流動的限制，最終區域內形成不均衡的本幣債券市場發展。

綜上所述，目前東亞區域債券市場合作之發展，係反映「東協加三」在此合作議題上並無統一之偏好，故合作進展並不顯著，更無法走向矯正資產與債務「雙重錯置」的合作目標。即使區域本幣債券市場發展有益於矯正「雙重錯置」問題，日本與新加坡亦藉此合作欲促進區域本幣債券市場整合與發展，但中國及其他東協-5 國家為維持匯率和出口經濟穩定，均謹慎應對跨境資本流動而對之維持較高管制措施，故不利區域債市整合，個別國家之債券市場主要依循其國內議程發展。



第四章、東亞區域貨幣合作

在區域匯率協調或貨幣整合方面，由於涉及較為敏感的貨幣政策主權，再加上東亞國家仍維持本幣匯率盯住美元以促進出口的經濟成長模式，因此，儘管日本契而不捨地鼓吹區域貨幣合作，中國也因近年全球金融風暴引起危機意識而加快利用雙邊換匯協議推動人民幣初步國際化，但在東協加三區域合作架構下，與區域匯率協調或貨幣整合有關的合作行動仍停留在研究階段。惟儘管目前東亞區域層次的貨幣合作無具體進展，東協和「東協加三」卻已將區域貨幣整合視為長期合作目標，且外界針對「東協加三」金融合作提出多種區域貨幣合作方案。再者，清邁倡議逐步發展為規模可觀的儲備池，具有成為區域貨幣基金的潛力，未來若東亞區域展開匯率協調或貨幣整合，此儲備池可用於穩定區域匯率。因此，值得探討東亞區域貨幣合作遭遇的障礙及其未來可能發展。

為探討「東協加三」對各種區域貨幣合作方案之「偏差」算計，以及區域貨幣合作未來發展，本章第一節說明東亞區域何以需要貨幣合作，主要係因亞洲金融危機揭露了「東亞美元本位體系」的不合理性和脆弱性，包括其隱含使日本陷入長期通縮的「偏差」，以及東亞國家在此體系下偏好釘住美元匯率政策必須有維持吸收匯率波動的能力和資源；而 2008 年全球金融危機凸顯以美元為主要準備貨幣的系統性缺陷，對東亞國家匯率穩定和財富價值亦帶來威脅，故矯正上述缺陷成為指引東亞區域貨幣合作的路線。簡言之，本章即在指出既有「東亞美元本位體系」隱含的「偏差」對東亞國家有不同利害關係，且影響各國對各區域貨幣合作方案有不同偏好之基礎上，說明東亞國家不僅對改變既有區域匯率制度有不同的偏好強度，對區域貨幣合作方案的選擇也有不同算計，而各自的「偏差動員」將影響區域貨幣安排之型塑，及其所隱含之「偏差」建構。例如：日本對一切足以解散「東亞美元本位體系」的合作方案均表支持，而中國則更為顧忌參與共同貨幣合作所需承擔的成本和風險，較偏好同樣足以降低對美元依賴的替代方案—

人民幣國際化。

承襲上述分析概念與架構，第二節探討東亞區域貨幣合作選項之內涵，包括亞幣改為共同釘住 G-3 貨幣籃、建立和平行流通亞洲貨幣單位，以及促成包括日本在內的東亞國家集體釘住美元匯率，並分析其所隱含的利益分配模式。第三節探討東亞國家對區域貨幣合作的立場，主要聚焦於分析日本、中國和東協整體對區域貨幣合作的偏好和策略；同時，探討中國啟動人民幣國際化對其參與區域貨幣合作的策略選擇，並藉由掌握其偏好與政策立場，分析東亞貨幣合作的可能發展。最後，在探討東亞區域貨幣合作可能發展的同時，最值得注意的是日圓和人民幣區域化、國際化對區域貨幣合作的影響。從日圓國際化的過去經驗及其現實條件而言，日圓區域化不易實現，而人民幣區域化和國際化則較具前景，因此，第四節將探討人民幣國際化的可能影響，包括對區域貨幣合作、國際貨幣體系改革、東亞美元本位體系以及對台灣的影响。

第一節、東亞區域貨幣合作的必要性

1970 年代布雷頓森林體系中的黃金與美元本位體制結束後，歐洲國家為穩定匯率和促進經濟整合發展而推動貨幣合作。此一區域貨幣整合經驗，反映以建立共同貨幣解決浮動匯率體制存在匯率風險和交易成本問題的區域經濟合作方案，而其走向貨幣整合的過程也常成為研究貨幣合作的範例。目前東亞國家彼此間已高度經濟互賴，隨著 2000 年以來東亞地區透過雙邊與多邊自由貿易協議所推動的經濟整合快速發展起來，東亞地區也出現以貨幣合作進一步促進經濟整合的呼聲，特別是東協早將東協貨幣整合列為長期目標。然而，除了經濟整合之外，更有其他原因使東協加三將建立區域貨幣視為長遠合作目標，這些原因主要是亞洲金融危機和 2008 年全球金融危機揭露了東亞美元本位體系和國際貨幣體系對東亞國家帶來的風險。

亞洲金融危機凸顯出東亞國家多數採取盯住美元匯率的政策暗藏風險。東亞國家採取盯住美元匯率政策係因 McKinnon and Schnabl 所稱的東亞美元本位體系

(McKinnon and Schnabl, 2005)，故盯住美元匯率使東亞國家獲得匯率穩定的益處。然而，日本、美國和其他東亞國家間的三角投資貿易關係導致盯住美元的匯率政策存在脆弱性。此外，2008 年發生的全球金融危機則再次凸出美元本位國際貨幣體系的缺陷，尤其，許多東亞國家因擁有大量美元儲備資產而成為美元貶值最大的受害者，其中擁有巨量美元儲備的中國和日本均企圖擺脫此一困境。以下分析東亞美元本位體系和國際貨幣體系的缺陷如何威脅東亞國家，在此基礎上探討驅動東亞區域貨幣合作的根源，及其對東亞貨幣合作路線的影響。

壹、亞洲金融危機凸顯東亞美元本位體系的脆弱性

McKinnon and Schnabl 將中國、日本、南韓、香港、台灣和主要東協國家使用美元進行貿易結算，稱為東亞美元本位體系。東亞國家發展出以美元為主要交易媒介和價值儲存工具的體系除反映東亞國家多以美國為主要出口市場外，也因為發展中國家的貨幣流動性低較不易在跨國交易中被接受，因此在交易成本計算下，減少交易貨幣的種類而採取流動性最便利的美元本位體系。在東亞美元本位體系的基礎上，東亞國家因仰賴出口導向經濟成長模式，故為維持出口競爭力而普遍採取盯住美元的匯率政策。然而，日本以外的東亞國家採取盯住美元的匯率政策，卻會因為日本與其他東亞國家間的投資和貿易關係，而包藏著衝擊東亞地區經濟的風險。至目前為止，東亞國家當中只有日本因為資本帳完全開放而未採取盯住美元的匯率政策（實際上亦無能力做到爬行盯住的匯率干預），因此在日本維持貿易順差、日圓呈升值趨勢，或者美元兌日圓走強的波動下，日圓和其他東亞國家貨幣的匯率變動並不一致，而這樣的差異使日圓兌美元匯率波動對東亞國家產生衝擊。

當日圓兌美元升值時，其他東亞國家之貨幣匯率相對於日圓更具出口競爭優勢，而且因日圓價值增加，日資企業可能增加對其他東亞國家的直接投資，結果是日本製造業持續產業外移至鄰近東亞國家，使其他東亞國家出口增加而獲益。然而，在此情況下遭受損失的是產業外移造成日本就業機會減少，以及日本本土

企業的出口競爭力下滑，這也正是日圓長期兌美元升值趨勢造成日本經濟成長緩慢的重要原由。相反地，當日圓兌美元貶值時，輪到日本以外的東亞國家遭受損害。日圓兌美元貶值時，日本商品相對其他東亞國家之商品取得出口競爭優勢，且因日圓價值貶損，日本企業傾向減少對其他東亞國家直接投資，則其他東亞國家出口下滑，而日本本土對海外終端市場出口增加。由此可知，由於東亞美元本位體系以及日本以外的東亞國家普遍採取盯住美元的匯率，使得日圓兌美元匯率波動對東亞國家出口經濟帶來外部衝擊。亦即，在此投資貿易關係和匯率結構下，部分東亞國家採取盯住美元匯率政策使該經濟體暴露在風險中，若東亞國家沒有足夠的美元外匯準備以支持其匯率穩定，則容易招致投機攻擊。

1997 年發生亞洲金融危機的原因，一部分即是因為 1994 年人民幣大幅貶值以及日圓兌美元走貶，使其他東亞國家出口競爭力相對下滑，美元外匯收入減少，並導致其維持釘住美元匯率之能力遭到挑戰而引來投機攻擊。之後，東亞國家貨幣遭投機攻擊急遽貶值，並因為南韓和東協主要成員國金融機構舉借短期外債進行投資，衍生出「到期日錯置」和「貨幣錯置」問題，遂將金融風暴進一步由金融機構擴大到實體經濟的生產製造部門。亞洲金融危機的經驗正好凸顯東亞美元本位體系存在的脆弱性，以及在此體系下日本和其他東亞國家之間的矛盾關係。因此，東亞金融危機發生後，IMF 及部分西方學者主張東亞國家應放棄盯住美元的匯率政策，而日本學者則倡言東亞國家應提高其貨幣匯率與日圓匯率的連動性。

貳、既有國際體系的缺陷

2008 年美國次級貸款金融風暴不僅促使東亞國家加速清邁倡議多邊化合作，也使東亞國家再度注意到推動東亞區域貨幣合作的需要。這次全球金融危機造成美國市場景氣衰退和美元貶值，影響所及，以美國為主要出口市場的東亞國家面臨出口下滑，以及美元儲備價值貶損，凸顯東亞國家在既有國際貿易和國際貨幣體系中面臨的結構性風險。為應對上述結構性風險，中國和東協均強調轉向內需成長型經濟，同時，也再次出現改革國際貨幣體系的呼聲。中國在 2011 年發表關

於第十二個五年計畫的內容即表明這一政策轉向和經濟結構調整；東協亦在東協峰會後的領袖聯合聲明中指出這一觀點。除了強調經濟結構轉型的重要性之外，中國還對以美元為主要準備貨幣之國際貨幣體系加以批判。實際上，東亞國家對改革國際貨幣體系早有需求，稍近者如 2006 年一度傳出亞洲開發銀行在東協加三國家支持下將推出「亞元」匯率，（自由時報轉載中央社 2006 年 1 月 14 日電）將為催生「亞元」邁進一大步，但最終在美國反對下並未成真。而最近一次，就在 2009 年 4 月於倫敦舉行 G20 峰會之前，中國人民銀行行長周小川公開表示，應該改革既有國際體系，以超主權貨幣取代美元的國際準備貨幣地位，而後胡錦濤也公開主張以特別提款權（Special Drawing Rights, SDRs）取代美元地位。

東亞國家改革既有國際貨幣體系的呼聲反映其對現存體制的不滿。美國是既有國際貨幣體系下最大的受益者，過去法國總統戴高樂（Charles de Gaulle）即指責美元的國際準備貨幣地位給予美國「過份的特權」，意指美元特殊地位使各國對美元的需求造成美元溢價，也因為美國為唯一有權發行美元的主權國家，其他國家形同對美國繳交「鑄幣稅」（seigniorage）。就理論而言，在全球大量流通美元將使美元需求和價值降低，但實際上世界各國對美元需求不減，因為美元是世界上最具流動性的貨幣，且美國金融市場提供豐富多樣的美元金融商品投資機會。不過，美元的國際準備貨幣地位是在當代歷史進展中建立起來，其基石為美國強盛的國力和繁榮的經濟，若美國國力衰退則美元地位將會遭到質疑和挑戰。因此，由於貿易順差而累積大量美元儲備的東亞國家，仍然承擔著未來美元貶值帶來巨大損失的風險，為降低此風險，東亞國家需要可以取代美元的國際準備貨幣，這種貨幣必須要能保持價值穩定以及高度流動性。

第二節、區域貨幣合作的選項

為因應兩次金融危機所凸顯之東亞各國匯率體制及國際貨幣體系問題，既有文獻針對東亞各國匯率體制的改革，提出介於完全自由浮動及區域內固定匯率（建立區域貨幣）之間的建議。這些建議可以區分為六種匯率體制，包括：自由浮動、

區域貨幣聯盟、集體盯住美元、共同盯住由美元、日圓和歐元組成的貨幣籃、發行亞洲貨幣單位以及採取匯率政策協調(Cohen, 2008 : 38-43)。這些匯率體制改革方案各自著重對不同問題的回應，因此也有不同的優缺點，並因此影響東亞各國對不同匯率改革方案的偏好。本節將介紹主要匯率改革方案的優缺點，下一節則在此基礎上分析日本、中國和東協整體對各種貨幣合作方案的立場與偏好。

主張東亞各國均採取自由浮動匯率者，係強調外匯市場機制自會根據國際收支的流動達到貨幣價格均衡，使進行貨幣投機攻擊無利可圖，自能避免貨幣危機，同時經濟體也可藉著自由的資本流動吸引外人投資，並保有總體經濟政策自主性，缺點則是匯率波動較不穩定。倡議東亞經濟體建立貨幣聯盟者，著重使用區域共同貨幣在穩定匯率、促進經貿整合方面的益處，但勢必犧牲資本流動自由或總體經濟政策自主性以換取匯率穩定。建議包括日本在內的東亞國家以集體盯住美元來鞏固東亞美元本位者，著眼維持當前東亞美元本位促進出口成長的策略，其缺陷係必須承擔東亞貨幣與日圓和歐元間匯率波動對投資和貿易關係所帶來的衝擊。建議東亞經濟體共同盯住 G-3 貨幣籃（由美元、日圓和歐元構成）者，目標在提升東亞貨幣與美元、日圓和歐元三種主要貨幣之間的匯率連動，以此彌補在東亞美元本位體制下盯住美元的缺點，但東亞合作伙伴並不容易對貨幣籃權重的安排達成一致，尤其中國並不願意出現日圓主導的東亞經濟整合。主張創造亞洲貨幣單位者則係欲仿效歐洲貨幣整合的經驗，以此為走向貨幣聯盟的過渡工具，故強調以市場的接受程度來決定貨幣整合的速度，但此方案同樣需面對構成亞洲貨幣單位的貨幣權重配置問題，以及東亞美元本位體系在市場上形成的慣性阻力。建議採取貨幣政策協調者，則主要是藉由降低貨幣合作的強度，保持各經濟體之總體經濟政策自主性，缺點則是各合作伙伴對貨幣主權的考量會影響合作效率。

上述六種匯率改革方案中，採取自由浮動匯率體制面臨的合作問題主要是集體行動的困境—搭便車者（free-rider）問題。亦即，需要達成所有東亞經濟體均採

取自由浮動匯率的約定，但達成此合作約定並不容易，因為不參與合作的經濟體更能從中獲益。這是由於，在東亞國家所處的投資與貿易關係網絡中，若一國在其他國家改採自由浮動匯率的情況下繼續採取盯住美元的匯率政策，則該國在其他國家貨幣兌美元升值時，可獲得最大出口競爭優勢(Ogawa and Ito, 2002)。此外，東亞經濟體改採自由浮動匯率既未提出貨幣整合方案亦無助於長遠的東亞區域貨幣整合。匯率協調合作方案可能遭遇的阻力較小，但其效用亦可能較低，而且，匯率協調方案同樣未提出未來具體走向區域貨幣整合的路線，故本文不對其做進一步分析。至於貨幣聯盟的倡議實為共同盯住 G-3 貨幣籃和建立亞洲貨幣單位兩項合作改革方案的終點；而 McKinnon and Ohno 所建議的鞏固東亞美元本位體系，為實質意義上接近美元化的合作方案(McKinnon and Ohno, 2005)；因此，在設定探討東亞貨幣整合之可能方案的前提下，以下進一步介紹較可能發展的東亞貨幣合作方案，包括：盯住由主要貨幣構成之貨幣籃、建立亞洲貨幣單位，以及在現行體制慣性下鞏固東亞美元本位體系，以及三種匯率改革合作方案之優缺點。

壹、集體盯住 G-3 貨幣籃

東亞國家實質上釘住美元的匯率政策被認為是造成亞洲金融危機的重要成因，建議東亞國家共同採取釘住 G-3 貨幣籃（由美元、歐元和日圓構成）正是對此政策的檢討。釘住美元的匯率政策主要有兩點缺失：一方面因為政府採取固定匯率政策為市場吸收匯率波動的風險，導致銀行與企業借入大量美元外債，卻並未採取外匯避險措施，在外匯準備水位不高的情況下，一旦本幣遭到投機攻擊而大幅貶值，恐慌就引起國內債務人拋售本幣以兌換美元，加深本幣貶值幅度，更使外債膨脹，銀行與企業債務問題加劇；另一方面，釘住美元匯率雖可使東亞國家貨幣對美元匯率穩定，但卻也必須面對隨著美元一同對其他主要貨幣（如歐元、日圓）匯率波動，特別是隨著美元升值時會對其他地區的出口貿易活動有負面影響。

Williamson(Williamson, 1999)和 Kawai(Kawai, 2004; Kawai, 2007)建議東亞國

家匯率釘住 G-3 貨幣籃即是針對矯正日圓兌美元貶值之負面影響所提出。Kawai 利用 Frankel and Wei 所建立的方法，觀察東亞國家貨幣和美元匯率變動的關係，並以瑞士法郎對美元匯率變動的趨勢為比較基準，指出東亞國家貨幣與美元匯率變動情形接近一致，亦即東亞國家在金融危機發生前實質地操作著釘住美元的匯率政策(Kawai, 2007: 93, 100)，這一政策使得東亞國家貨幣自 1995 年起在實質基礎上被高估，一方面是發展中國家的通膨率一向比先進國家高，再者，隨著美元對日圓和德國馬克升值（主要因為日圓在 1995 年大幅貶值），釘住美元的東亞國家貨幣也就跟著對這兩種主要貨幣升值，其結果是新興東亞國家出口方面的價格競爭力惡化，經濟活動成長趨緩，企業償債能力被削弱，不良授信問題就更為突出。這個問題的癥結是：東亞國家貨幣匯率釘住美元並不合理。Kawai 指出東亞國家商業循環與美國並不相近，反而與日本的商業循環較為連動，且東亞國家對外貿易和投資已經發展了多元的關係，與美國、歐盟和日本在貿易和投資（外國人直接投資）方面的關係同等重要(Kawai, 2007)，這也代表東亞國家貨幣對美元、歐元和日圓的匯率波動同樣值得關切，單獨釘住美元的匯率政策將使東亞國家貨幣與日圓和歐元間的匯率並未反映合理價格。因此，Williamson 和 Kawai 主張東亞國家穩定區域內匯率的適當作法應是共同釘住由美元、歐元和日圓組成的 G-3 貨幣籃。

Williamson 主張東亞國家集體釘住共同的 G-3 貨幣籃（美元、歐元和日圓權重相同），則日圓兌美元和歐元兌美元的匯率變動對日本與其他區域內國家的投資與貿易關係之影響會降低，因為其他東亞國家貨幣與日圓和歐元匯率的連動性提高；此外，因為其他東亞國家會幣盯住共同的貨幣籃，亦會使區域內國家匯率變動趨同，維持區域內國家彼此間之出口價格競爭力穩定，並有助於進一步走向貨幣聯盟。簡言之，日本以外的東亞國家共同盯住 G-3 貨幣籃，是一個能夠同時達成對外（美元、日圓、歐元）和對內（日圓以外的其他東亞國家貨幣）匯率穩定的方案。Kawai 則主張東亞國家初期可以採取相似的貨幣籃，同樣由美元、歐元和日圓組成貨幣籃，但籃中貨幣的權重分配由個別東亞國家依據其與美、歐、日三

國的貿易關係、FDI 來源重要性以及美元、歐元和日圓作為國際儲備的吸引力來決定，使各國仍可保有依據本身需要進行政策調整的自主空間，之後，根據歐洲逐步走向貨幣整合的經驗，進一步仿照歐洲匯率機制建立亞洲匯率機制，設定中心匯率和允許波動幅度並加強政策協調，使東亞區域內匯率變動趨於穩定，最後為發展為亞洲貨幣聯盟作準備(Kawai, 2007: 105, 115; Kawai, 2010)。

特別值得指出的是，共同採用 G-3 貨幣籃作為東亞國家匯率錨的意義除了矯正釘住美元政策所面臨對日圓和歐元的匯率波動外，理論上，也會因為使區域內各國匯率與日圓匯率連動性升高而促進區域內國家與日本的貿易和投資關係，以及使用日圓進行貿易與投資的吸引力，這代表了構築日圓圈 (Kawai, 2007: 116)；2001 年 1 月在神戶舉行的第三屆亞歐財長會議中，日本和法國財政部官員跟隨 Williamson 的建議提出了以 G-3 貨幣籃作為東亞區域貨幣錨的安排(Adams and Semblat, 2004: 422)，可以認為是反映了日本官方對東亞區域貨幣安排的政策偏好。另外值得注意的是，一旦走向發展共同貨幣，則必要時即需要在外匯市場進行干預以維持目標匯率，因而需要大量短期流動性，這就使得區域匯率體制合作與區域緊急流動性供應工具相連結，亦即 CMIM 協議可能為將來進一步發展亞洲共同貨幣作準備。不過，這一可能性一直被 APT 成員有意地模糊看待(Yu, 2007:52)。

貳、建構亞洲貨幣單位

也有學者提出共同釘住 G-3 貨幣籃以外的建議，主張借鏡歐洲貨幣整合的經驗，以區域內國家組成貨幣籃，並依據各國 GDP、貿易額等總體經濟數據計算貨幣籃權重的分配，創造出區域貨幣單位。Eichengreen 和 Ogawa 以及 2007 年東協加三研究群中的研究機構均提出利用區域貨幣單位的概念，儘管他們對於區域貨幣單位所應包含的東亞國家貨幣有不同看法，但共同的特徵是主張由區域內貨幣構成區域貨幣籃，而非由美元、日圓和歐元構成用來錨定匯率的貨幣籃(IIMA, 2003; Chung, Eichengreen et al., 2007; Eichengreen, 2007; Ogawa, 2010)。鑒於東亞貨幣合作需要集體行動，因此本文不在此討論組成貨幣的合理性，而係假定東協加三之

貨幣（或許加上港元）為必然成份貨幣，並將討論焦點放在採用區域貨幣單位的優缺點。

以 Eichengreen 的主張為例，他建議利用區域貨幣單位的概念在既有各國貨幣流通之外建立一種可流通的平行貨幣，並沿用歐洲貨幣單位（European Currency Unit, ECU）的命名原則稱其為亞洲貨幣單位。Eichengreen 主張平行流通 ACU 的用意，係使東亞各國在一面維持本幣採浮動管理匯率和正常流通的情況下，藉著區域內經貿與金融整合發展的市場趨勢促使市場參與者利用 ACU 進行投資和貿易，並經由市場整合程度提高自然擴大 ACU 的使用範圍，最終促使東亞國家逐步走向貨幣聯盟。Eichengreen 指出在高度資本流動的世界採取釘住共同貨幣籃是一種暴露脆弱性的匯率政策(Eichengreen, 2007: 137)，而且個別東亞國家與美國、歐盟和日本的商業與金融關係並不一致，採取參考固定匯率體制，包括單一釘住美元或釘住 G-3 貨幣籃，都是不可行的。他也指出，歐盟以政治合作的意願催生歐元才得以降低釘住匯率政策的脆弱性，但亞洲明顯並無可比擬的政治意願，故而應強調由市場驅動的貨幣整合，因為，亞洲很難採取類似在歐洲貨幣體系(European Monetary System, EMS) 下建立匯率機制，並據此共同釘住區域貨幣籃而走向區域貨幣整合的路線(Eichengreen, 2007: 138)。因此，Eichengreen 對東亞匯率體制安排的建議是借鏡歐洲貨幣單位的經驗，以平行貨幣走向貨幣整合，強調由市場來主導的整合策略。

在 Eichengreen 的構想中，東亞區域本幣並不釘住一個共同的貨幣籃，也不像歐洲建立匯率機制要求各國本幣維持匯率在一定區間內浮動，而是主張各國可維持浮動匯率，這就避免了固定匯率體制的風險，也使 ACU 的合作不需有總體經濟條件趨同的限制(Eichengreen, 2007: 138, 145-6, 149)。平行流通 ACU 的利基是，理論上東亞各國貨幣與 ACU 有程度不等的匯率連動，故區域內國家採用 ACU 進行貿易，可以分散結匯風險，以 ACU 計價發行債券也比以美元或其他區域內貨幣發行債券對區域投資人更有吸引力。甚且，隨著區域經貿與金融整合程度提升，使

用 ACU 作為會計單位、支付工具和價值儲存工具的優點會更為突出，因此，隨著 ACU 流通時間增長，其使用範圍會擴大，並進一步刺激發展針對 ACU 的投資和避險工具。一旦 ACU 使用範圍和規模成長到相當程度，使 ACU 成為實質的共同貨幣，則亞洲國家就在經濟上已經準備好進入貨幣聯盟，各國即可以當時的匯率將本幣轉換為 ACU，這最後一步需要東亞國家有政治意願，並且需要設立獨立的東亞區域央行(Eichengreen, 2007: 138-9, 154)。

相較於 Eichengreen 提出的平行流通 ACU 之建議，2007 年東協加三研究群針對建立區域貨幣單位以穩定區域金融情勢而提出的研究建議，主要是模仿歐洲貨幣整合的歷程，需要參與合作的國家在較早的階段做出推動貨幣整合的政治承諾 (Chow, Kriz et al., 2007; IIMA, 2007; Moon, Rhee et al., 2007)。例如，位於東京的國際貨幣研究所 (Institute for International Monetary Affairs, IIMA) 建議東亞國家走向貨幣整合的路線，包括：首先建立總體經濟監測工具，即建立區域貨幣單位與由美元和歐元混合組成貨幣籃間之匯率波動指標；其次是利用此監測指標建立早期預警機制；第三步驟是由東亞國家進行政策協調和聯何干預行動，確保指標在特定區間內波動；第四步驟即是逐漸縮小允許指標波動的幅度，這一步驟亦正是 ERM 的第一階段；第五步驟是固定區域內貨幣的匯率，這一步驟為 ERM 的第二階段；第六步則來到完成區域單一貨幣整合，也就是歐洲貨幣整合中歐元的誕生 (IIMA, 2007: 111)。但 Eichengreen 認為東亞國家在政治體制和經濟發展階段差異較大的現實條件下，不易在區域貨幣合作之初即建立走向貨幣整合的堅定共識，因此，不如利用東亞區域經濟和金融必然走向整合的市場趨勢，推動平行流通 ACU，使東亞貨幣聯盟隨著市場整合成為自然而然、水到渠成。

然而，值得注意的是，採取 ACU 平行貨幣有一主要缺陷，亦即，ACU 相對於各亞洲貨幣等於是一群外國貨幣的混合物，隨著 ACU 使用範圍和規模擴大，各國企業與銀行持有的 ACU 部位和曝險也會增加，可能造成收支平衡表上的貨幣錯置，因而存在著金融穩定方面的脆弱性。對此，Eichengreen 主張採取資本流動限

制等審慎金融管理措施來控制這種風險，但這會延遲由平行貨幣的發展轉變為貨幣聯盟的速度(Eichengreen, 2007)。再者，Eichengreen 似過度樂觀地低估既有東亞美元本位體系的慣性作用，市場行為者在東亞國家維持本幣匯率與美元高度連動的情況下仍將偏好使用美元，此極可能是阻礙 ACU 流通的主要因素。

參、鞏固集體盯住美元匯率政策

除了上述對東亞匯率體制的建議外，也有學者主張應鞏固釘住美元的東亞匯率政策。金融危機之後，東亞各國逐漸回到危機之前的釘住美元匯率政策，IMF 警告這一作法的危險性，然而，McKinnon and Schnabl 則嘗試指出東亞國家釘住美元匯率政策的合理性，主張東亞國家，包括日本，需要集體釘住美元匯率以確保東亞美元本位的穩定性，並輔以審慎金融監管措施，解決引起投機攻擊的「雙重錯置」的脆弱性。東亞國家採取軟性釘住美元政策一方面是因為大部分東亞國家的貿易是以美元結算，不僅與美國之間的貿易以美元結算，東亞國家彼此之間的貿易和投資也多以美元結算，即使在與日本的貿易當中，使用美元結算的比例也高過使用日圓(McKinnon and Schnabl, 2005: 20)，因此，在開發中國家「恐懼（匯率）浮動」的傾向下，東亞政府有極大誘因採取釘住美元政策以維持匯率穩定。另一方面，因為發展中國家有著無法從國際資本市場以本幣計價借入資金的問題，加上國際資本利率低於國內利率，於是傾向借入美元國際資本，然而，一旦本幣貶值，就面臨著對外債務（以美元計價）換算本幣價值膨脹的風險，學者稱此為發展中國家的「原罪」。再者，發展中國家國內金融市場發展程度低，並非銀行與企業不作避險，而是缺乏適當金融工具進行避險，因此對外債務的「貨幣錯置」與「期限錯置」問題其實無法避免，東亞國家政府遂透過釘住美元匯率政策來阻擋這一風險(McKinnon and Schnabl, 2005: 24)，而修補釘住美元匯率政策的作法則是提高這一政策的可信性。

從危機管理的角度來看，McKinnon and Ohno 的主張是修正先前東亞國家釘住美元匯率政策的缺失，強調釘住美元政策需要集體行動和審慎監管使其具有可信

性，而非揚棄此一政策。1980 年代長期日圓升值後，日本政府在 1995 年讓日圓大幅貶值，衝擊東亞國家出口價格競爭力，當時泰國的外債積累超過經常帳盈餘，其釘住美元匯率政策的可信性於是下降，遭到投機攻擊後，泰國政府遂失守釘住美元政策。這個例子突出了日圓兌美元匯率波動帶來的衝擊，因此，為了提升釘住美元政策的可信性，McKinnon and Ohno 主張除了採取審慎金融監管措施外，日本也必須採取釘住美元政策，以避免投機基金利用日本和其他東亞國家間具有矛盾的投資和貿易關係發動攻擊(McKinnon and Ohno, 2005)。

1997 年金融危機之後，東亞國家大致維持與美元高度連動的匯率政策，並均為自助而累積大量外匯準備，提高必要時在外匯市場進行干預的能力，而審慎金融監管措施則有助於抑制所需的干預規模，增加干預行動的成功率；可見得累積美元外匯和維持審慎金融開放是當前許多東亞國家自我保護的措施。但在此之外，McKinnon and Ohno 認為欲修補釘住美元的匯率政策，特別需要日本也參與集體釘住美元的行列，使其他東亞國家免於日圓兌美元匯價波動所造成的出口競爭力下滑；甚且，使日圓與美元固定匯率還有助於日本脫離因預期日圓升值所帶來的長期通縮和經濟停滯(McKinnon and Ohno, 2005)。然而，由於日本外匯市場已是自由化的市場，日本政府單方面不足以維持日圓兌美元的固定價格(Inc. and IIMA, 2007: 44)，有必要透過商業和貨幣協議取得美國貨幣當局合作，由日本以開放所有經濟部門為條件，換取美國在必要時與日本當局聯合干預匯市，使日圓兌美元匯率長期維持穩定(McKinnon and Ohno, 2005: 96-98)，藉此協助鞏固包含日本在內的釘住美元匯率體制。然而，隨著全球經濟失衡的缺陷和風險逐漸暴露，美國會否接受東亞國家鞏固釘住美元的匯率政策不無疑慮，這一點由美國不斷要求人民幣兌美元升值的立場可見一斑。

表 4-1：三種東亞貨幣合作方案之優缺點

	優點	缺點
盯住 G-3 貨幣籃	<ul style="list-style-type: none"> ● 對外提高東亞貨幣與日圓和歐元之連動，避免日圓和歐元兌美元貶值衝擊日本以外其他東亞國家出口價格競爭力。 ● 對內穩定東亞區域內貨幣匯率，亦維持區域內價格競爭力穩定。 	<p>盯住 G-3 貨幣籃，則東亞國家貨幣與日圓連動性升高，形成東亞日圓圈並導致日本的區域影響力提升，中國將不樂見此發展而杯葛合作。</p>
平行流通 ACU	<ul style="list-style-type: none"> ● 合作所需總體經濟條件趨同門檻較低。 ● 東亞國家可維持匯率政策自主性。 ● 東亞區域整合趨勢為自然趨動力。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 東亞美元本位體系之慣性不易克服。 ● 貨幣整合之前，東亞國家仍暴露於盯住美元匯率的風險。 ● 使用 ACU 升高操作匯率避險之複雜度。
集體盯住美元	<ul style="list-style-type: none"> ● 為既有匯率政策之強化，東亞國家阻力較小。 ● 對外維持東亞貨幣兌美元匯率穩定。 ● 對內維持區域內匯率穩定，價格競爭力亦穩定。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 不易使美國接受東亞國家盯住美元政策，並合作協助干預日圓兌美元匯率。 ● 需要日本市場全面開放以換取美國合作，政治難度高。

資料來源：本研究整理

第三節、東亞國家對貨幣合作的立場與策略

歐元的成立和亞洲金融危機激勵了東亞國家思考展開區域貨幣整合，而個別東亞國家在特定發展脈絡下所面對的機會與挑戰及其應對金融危機的條件，以及2009年歐債危機的蔓延，均進一步影響東亞國家對區域貨幣合作的立場與策略。尤其是，中國處於經濟成長模式由出口向內需轉型的過渡期，政治和經濟層面均要求轉型必須在維持社會穩定的情況下進行，因此，轉型的進程就如同溫家寶針對人民幣匯改所言，必須是主動、可控和漸進的。大抵而言，中國將其金融改革發展和區域金融合作的目標相揉合，目的是尋求中國金融市場多元化、利率市場化，亦即促進國內金融市場的資金分配效率，使其為實體經濟發展服務，以及擺脫過度依賴美元的弊端；同時，推動的過程維持社會穩定比達成目的的速度更為重要。

日本則是遭遇了「失落十年」又十年，拔出經濟零成長的泥淖是其主要目標。從過去經驗來看，日本以推動日圓國際化為突破經濟零成長循環的重要戰略，但迄今效果並不顯著，推動東亞區域金融合作因此可能成為日圓國際化戰略的轉型，使日本在日圓國際化和區域貨幣合作方案之間轉換。整體而言，中國和日本在面對上述發展挑戰之下，為達成各自的發展戰略，兩者在參與和推動東亞貨幣整合之外，尚具有推動人民幣與日圓國際化的條件，可能影響其對區域貨幣合作所採取的立場和策略。至於韓國和東協則無將此本幣國際化之條件，不過，東協可策略性先尋求建立東協共同貨幣，以此做為未來推動東亞貨幣合作的談判籌碼和合作基礎；而此恰為目前東協內部正在推動的合作項目。

壹、日本對區域貨幣合作之政策立場：

日圓國際化戰略及其轉型

日本在1990年代泡沫經濟之後，面臨長時間的通貨緊縮和經濟成長停滯，擺脫通貨緊縮遂成為日本政府廿十多年來主要的經濟對策目標。1997年的亞洲金融

危機使日本政府重新認識到日圓長期升值對其經濟成長的限制，因此，1998 年展開的金融「大爆炸」(big bang) 改革以及再次啟動的日圓國際化戰略被賦予使日本解脫於通縮經濟的任務。而伴隨著這一波日圓國際化政策，日本政府及日本學者亦主張藉東亞金融危機促成的區域金融合作架構，經由建立東亞區域貨幣（或稱亞元）來使日本擺脫長期通縮，促日本經濟恢復成長。簡而言之，由於東亞國家普遍採取盯住美元的匯率政策，於是日圓對美元升值和匯率波動等同於日圓對其他東亞貨幣升值和波動，不利日本與東亞國家出口競爭，亦不利日本銀行海外放款和投資。而日圓國際化與發展東亞區域共同貨幣，則可避免日圓升值造成日本出口競爭力下降，以及利潤率下滑導致投資意願降低等負面影響，故日本政府除積極推動日圓國際化外，亦是東亞區域貨幣合作的主要支持者。此外，雖然推動日圓國際化或區域共同貨幣均能達到助日本擺脫通縮的目標，但兩種途徑有不同的成功條件和限制，而日本政府的政策思維亦影響其不同時期推動的日圓國際化和區域貨幣合作。

日圓升值症候群

欲了解日本對日圓國際化和區域貨幣合作的立場與策略，須從了解日圓升值的歷史著手。第二次世界大戰以後的 1950 年至 1971 年間，日本 GDP 增長維持年均 9.45% 的高速成長，於 1969 年搖身成為淨債權國，並逐漸對美國產生大量貿易順差；另一方面，美國的貿易和財政赤字卻在逐漸積累，導致 1971 年尼克森總統宣布美元價值與黃金脫鉤，1973 年布雷頓森林體系所代表的美元黃金本位制瓦解，以及 1976 年牙買加協議之後國際貨幣體系進入浮動與固定匯率並存的局面。至 1980 年代初期，美國貿易赤字快速擴大，美國於 1985 年從戰前最大債權國轉變為淨債務國，於是雷根政府壓迫日圓升值，從此開啟日圓長期升值的趨勢，再加上日本政府不當的應對政策，日本陷入 McKinnon and Ohno 所稱的「日圓升值症候群」(syndrome of the ever-high yen)，(McKinnon and Ohno, 2005)而後續遭遇的 1990 年泡沫經濟、1997 年亞洲金融危機、2000 年科技產業泡沫和 2008 年全球金

融危機則一再挫折日本經濟復甦。

所謂「日圓升值症候群」是統稱日圓升值對日本經濟造成的各種損害，主要可以從其對實體經濟和金融部門的影響兩方面來說明。出口和投資一直是促進日本經濟成長的重要因素，即使 1980 年代日本由出口導向經濟轉向內需經濟之後亦然；然而，在日本對外貿易多以美元計價的前提下⁶，日圓升值導致日本出口成本上升、價格競爭力下滑，造成製造部門經由大舉海外投資向外遷移以降低生產成本，或因利潤率下滑而降低投資意願，因而削弱日本經濟的成長動力。而日圓升值對金融部門的影響，則主要是造成日本銀行持有美元資產的負風險溢價 (McKinnon and Ohno, 2005)，以及使日本難以拔出零利率陷阱。1980 年代日圓大幅升值，日本政府以降息應對日圓升值帶來的緊縮(陳暉，2007)；同時，在日本金融機構存在以日圓存款構成債務和美元資產構成債權的資產結構下，日圓升值為其持有美元資產帶來負風險溢價，於是日本金融機構之日圓存款利率遂須低於美元利率，但仍難避免因匯率因素而遭致投資利潤率惡化。此外，在美國以低利率刺激經濟發展的年代，日圓利率固難以抬頭，再加上接連遭遇的外部環境衝擊，日本在長期低利率的環境下，難再以降低利率的措施刺激經濟，再加上日本人口結構朝少子化、老齡化發展，日本成為步伐蹣跚的成熟經濟體。

總而言之，日圓升值對日本經濟成長帶來的種種負面影響，是由於美元的國際貨幣地位和日圓的國際使用不普遍，以致美元兌日圓貶值透過投資和出口收益率降低的傳導途徑，在不同時期以不等程度持續不斷地向日本傳送通貨緊縮。由此觀之，不難理解日本政府在歷經泡沫經濟和 1997 年亞洲金融危機的嚴厲衝擊後，轉而積極推動日圓國際化戰略，期待擴大日圓的國際使用以減少美元兌日圓貶值帶來的通貨緊縮效果。

⁶ 日本進出口主要以美元和日圓計價。跟據日本大藏省的報告，1986 年至 2005 年間，日本出口以日圓計價之比例約維持在 35-40%之間，進口以日圓計價之比例則僅在 10-25%之間，顯示日本進出口貿易中以日圓計價之比例均低於以美元計價者。陳暉，2007：102。

日圓國際化戰略及其轉型

從歷史發展來看，1964年日圓成為經常帳可兌換貨幣，以及1971年「尼克森衝擊」(The Nixon Shock)動搖布雷頓森林體系後，出現兩波日圓國際化行動。一是1983年「日圓美元委員會」(U.S.-Japan Yen Dollar Committee)成立後，日本迫於美國欲削減貿易赤字的壓力，於1985年與美國達成廣場協議(Plaza Accord)，導致日圓快速升值，日本並被迫放鬆金融市場管制；第二次則是1997年亞洲金融危機之後，日本經歷了1990年代泡沫經濟破滅的衝擊，亟欲走出「失落」經濟，且另一方面欲爭取與其經濟地位相稱的政治地位，因此提出成立亞洲貨幣基金的倡議，有意藉著展現區域領導角色，在東亞搭建日圓經濟圈。然而，1980年代的日圓國際化並不成功，1997年後的日圓國際化戰略則與日本金融市場改革結合起來，期望透過金融去管制和發展東京為國際金融中心來助長日圓的國際使用；同時，隨著亞洲金融危機後建立起來的東亞區域金融合作對話機制之發展，日本更把擺脫「日圓升值症候群」與區域貨幣合作連結起來。

1980年代日本受美國壓迫而逐步放開金融管制，包括於1980年修訂《外匯及對外貿易管理法》，將資本項目原則上限制兌換改為原則上開放(陳暉，2007：83)；1984年大藏省發表《金融自由化與日圓國際化的現狀與展望》進一步宣示推動日圓國際化；以及於1986年建立東京離岸市場以促進非居民交易和持有日圓資產。雖然此時期日本在規範方面放寬了對歐洲日圓市場和非居民進行日圓交易的限制，但實際上大藏省的官員對於日圓國際化仍有疑慮，認為日圓國際化將進一步推升日圓匯率，並且會降低貨幣政策的有效性。因此，陳暉綜合李曉及菊地悠二等人的研究(陳暉，2007 ch. 4)，認定1980年代的日圓國際化是在日本政府消極態度下進行的，而日本政府的消極態度也導致其金融鬆綁並未能使金融部門服務向國際標準靠攏，是未能有效促進日圓國際化的原因之一。另外，致使日圓國際化失敗的原因還包括：日本產業結構中進口的能源和大宗材料、天然資源多以美元計價；在固定匯率制下，歷史上日本貿易商習慣以較低成本的美元取得進出口融

資，而國際美元貸款之成本迄今仍較低；企業內的垂直貿易行為傾向由母公司進行匯率避險操作，打破已開發國家與發展中國家間貿易以進口地貨幣計價的葛拉司曼法則（Grassman Rule）；以及美國市場和美元國際貨幣地位導致東亞美元本位體系形成(Ito, Koibuchi et al., 2010)。而東亞美元本位體系的慣性則指出，日圓國際化戰略在亞洲能否成功需要其區域貿易夥伴支持，亦即需要東亞國家放棄盯住美元的匯率政策以及脫離東亞美元本位體系。

第二波的日圓國際化發生在 1997 年亞洲金融危機之後。實際上為了處理 1990 年代初泡沫經濟留下的金融壞帳問題，1996 年日本即提出重整金融部門的政策，並模仿倫敦將其金融改革稱為「大爆炸」，而 1997 年的亞洲金融危機則使日本政府進一步認定日圓對美元匯率波動是阻礙其經濟成長的重要因素，並且將日圓國際化和金融改革結合起來。1998 年日本再次修訂《外匯及對外貿易法》，使資本帳完全自由化，並修改《日本銀行法》賦予日本銀行正式獨立地位；1998 年 10 月日本對東亞國家提出「新宮澤計畫」，該計畫所提供的 300 億美元等值貸款即多為日圓貸款，意在促進日圓國際流通；1999 年 4 月大藏省所屬「外匯及其它交易審議會」提出《面向廿一世紀的日圓國際化》報告，也提出推動日圓國際化的策略，主要係藉由開放金融市場使東京成為可與紐約、倫敦競爭的國際金融中心，期待東京充沛的資金和改善的金融服務可望吸引國際市場行為者自然增加在國際上使用日圓(劉昌黎，2002; 陳暉，2007)。

除了以金融市場開放來促進日圓國際使用之外，日本政府也嘗試利用東亞區域金融合作對話平台推動區域貨幣合作，其目的正是藉此擺脫美元對日圓的影響。前面已提及阻礙日圓國際化的因素，這些因素多多少少均涉及美元國際地位帶來的影響，當中又以東亞美元本位體系及其慣性對日圓國際化/區域化使用的影響最具決定性。然而，解構東亞美元本位體系需要東亞國家支持，需要東亞國家改變其盯住美元的匯率政策，而在區域層次推動貨幣合作恰可以對東亞國家提供替代東亞美元本位體系的方案，吸引東亞國家支持。對日本而言，以區域貨幣單

位或共同貨幣取代美元在東亞的地位和功能，雖非直接達成日圓國際化的路徑，但透過使用區域貨幣單位或區域共同貨幣亦可以切斷日圓兌美元升值所傳導的通貨緊縮；此外，東亞國家使用共同貨幣能維持區域內國家間的相對出口競爭力，也解決脫離盯住美元匯率後的本幣競貶困境，故區域貨幣合作不但具有可行性，亦是爭取東亞國家合作解決「日圓升值症候群」的最佳途徑。再者，2008 年以來全球金融危機的衝擊和美國赤字對美元匯率長期下行的壓力，益發凸顯出亞元誕生可以保障東亞淨債權國家的財富。

雖然走向區域貨幣單位或共同貨幣的合作可助日本擺脫「日圓升值症候群」和長期的通貨緊縮，但日本卻無法獨力推動區域貨幣合作，其努力必然需要中國的合作與支持以吸引東亞國家參與和突破美國的反對；1997 年日本推出亞洲貨幣基金提案的例子正說明這一點。當年日本在缺乏與東亞國家溝通的情況下推出亞洲貨幣基金倡議，結果不僅遭到美國阻撓，亦無法獲得東亞國家一致聲援，尤其是未能獲得中國支持，結果該倡議只能束諸高閣。亞洲金融危機後，日本展現遲來的領導作為似乎引起中國欲求表現，因此 2000 年日本提出的清邁倡議獲得中國在內的十三個東亞國家支持，東亞區域金融合作架構亦逐漸步上軌道，如今成為最值得關注的東亞區域金融合作機制。不過，區域貨幣合作涉及敏感的貨幣主權讓渡問題，儘管使用東亞共同貨幣的好處不少，但也並非沒有風險，因此，在推動區域貨幣合作上，日本不僅要應對美國可能的反對，更須仰賴中國的支持。

貳、中國對區域貨幣合作之政策立場

中國在亞洲金融危機中受影響不大，其從亞洲鄰國的慘痛經驗中再度確認的是謹慎金融監管的重要性，故中國總理溫家寶一再稱人民幣匯率改革必須堅持在主動、漸進和可控的原則上進行。此外，雖然亞洲金融危機也揭露東亞國家盯住美元匯率所招致的風險，使中國與其他東亞國家共同認識到，建立區域貨幣單位以穩定區內匯率和取代美元在東亞地位之益處，故於 2006 年中日韓三國峰會中同意建立區域共同貨幣為長遠目標。然而，直到 2008 年美元在新一波全球金融危機

中大幅貶值，中國才表現出以其他貨幣取代美元一事應該提上議程，如中國人民銀行行長周小川在倫敦舉行 G20 峰會之前發表文章，呼籲進行以超主權貨幣取代美元國際準備貨幣地位的國際貨幣體系改革，並稱此超主權貨幣可為國際貨幣基金所發行之特別提款權。(周小川 2009)換言之，在此次全球金融危機之前，對於盯住美元匯率所帶來的問題，中國有工具可在維持資本帳管制和人民幣兌美元匯率穩定的前提下加以應對，例如採取和新加坡類似的對策，成立主權基金從事海外投資以抑制國內基礎貨幣大增和調節通膨壓力。不過，對於採取東亞美元本位體系對美元過度依賴的東亞國家，因美元貶值造成外匯準備價值縮水的問題，除了以其他貨幣取代美元的交易媒介和價值儲存功能，別無他法。因此，中國和其他東亞國家所面臨的問題正是，究竟以哪一種貨幣取代美元？走向區域共同貨幣或是推動人民幣國際化？

區域貨幣合作策略的選擇需適應中國經濟發展戰略

中國對外交往時常以核心利益指稱極其重要而不能讓步的利益所在，而根據 2010 年中國國務院發表的《和平發展白皮書》對核心利益之定義，除國家主權和領土完整係屬核心利益之外，維持經濟持續發展的保障也是其核心利益，這就表明維持經濟持續發展是和國家主權和領土完整佔有同樣重要的戰略位階。進一步來看，雖然穩定匯率和避免美元外匯準備在美元貶值趨勢中價值縮水，是所有東亞債權國共同面對的問題，也是推動東亞區域貨幣合作的利益所在，但在此之外，中國面對自身的發展問題據有更高的戰略地位，因此，與人民幣匯率改革時程相關聯的東亞貨幣合作必然須與經濟發展需求相配合。從其經濟發展整體脈絡來看，中國已來到由出口成長向內需成長轉型的階段，美國和歐洲市場在此次金融危機中明顯萎縮，更使中國對轉向內需成長型經濟感到迫切；一如 2011 年中國國務院發表的第十二個五年計畫所揭示，中國將尋求經濟發展由出口成長走向內需成長模式。

然而，在此經濟轉型銜接的過程中，由於內需市場尚未培養起來，故一方面

要維持出口拉動成長的力道，則維持人民幣兌美元匯率穩定仍是不變的政策方針，任何躁動的人民幣匯率政策變革不會是短期中國匯率政策的選項；另一方面，發展國內金融市場和引進外資投資，可建立有效率之資源分配機制，同時也是推動國內市場成長的重要資源，故開放資本帳和金融市場是必然政策走向，惟關鍵在資本帳戶和金融市場管制的收放如何配合經濟發展需求。換句話說，東亞區域貨幣合作之推展與中國經濟持續發展有密切關係，是據有中國核心利益戰略高度的議題，須放在維持中國經濟持續發展的戰略脈絡中去推敲，自然地，改革既有國際貨幣體系所能獲得的益處和所需付出的成本，也必須在整體發展戰略中去考量。

走向東亞共同貨幣或人民幣國際化？

上一節介紹的三種區域貨幣合作方案中，主張包括日本在內的東亞國家集體盯住美元這一方案，基本上不要求中國改革其匯率政策，因為中國雖宣稱於 2005 年 7 月改採盯住一籃子貨幣的匯率政策，但由人民幣匯率與美元匯率高度連動的情況來看，中國實際上仍採取盯住美元的匯率政策。東亞國家集體盯住美元這一方案的主要成本，在於日本為換取協同維持日圓兌美元匯率穩定而需與美國進行條件交換的約定。故若依據 McKinnon and Ohno 呼籲東亞國家集體盯住美元的主張，對日本而言成本是全面開放國內市場對本土產業造成的衝擊，對美國而言其成本則是以契約化的方式允許東亞國家貨幣盯住美元，亦即接受失去由匯率變動來平衡國際收支的調節機制。對中國而言，其採取此方案毫無額外成本，而其最大益處在於維持所有東亞本幣兌美元匯率穩定，從而穩定彼此對外貿易的價格競爭力因素，在此條件下，中國可按其經濟發展需求安排人民幣匯率改革議程，即如戴相龍等人所主張，先進行國內金融體系改革再逐步推動人民幣匯改和資本帳戶鬆綁(張斌、何帆，2006; 張宇燕、張靜春，2008; 戴相龍，2009a; 戴相龍，2009b)。不過，東亞國家集體盯住美元並未能處理當前東亞美元本位體系面臨美元貶值造成外匯準備價值縮水的問題。更不用說，令日本和美國接受東亞國家集體盯住美

元的安排在政治上亦即為困難，尤其是在美國國債高築、國際收支嚴重失衡的現狀下，此方案可謂幾無可能實現。

再來看中國對東亞國家共同盯住 G-3 貨幣籃一案的可能立場。由盯住 G-3 貨幣籃方案的立論基礎來看，東亞國家改盯住 G-3 貨幣籃，可避免日圓兌美元貶值對日本以外的東亞國家貿易價格競爭力帶來衝擊，並有助東亞國家增加以日圓和歐元進行貿易的比重，和分散外匯準備。不過，在政治層面上，中國卻不樂見東亞國家因改採盯住 G-3 貨幣籃而提高以日圓進行貿易結算的可能性，因為這將升高東亞區域出現日圓圈和由日圓主導建構區域共同貨幣的可能性，同時也代表日本對本區域的影響力增加。若東亞國家改採盯住 G-3 貨幣籃的匯率政策，則東亞各國本幣與日圓匯率連動性升高、匯率波動降低，理論上東亞國家將更願意以日圓進行貿易結算，且若能克服進入日本金融市場的進入成本，開放的日本金融市場和日圓低利環境，都有利吸引區域內市場行為者使用日圓進行結算、投資和儲存價值。一旦在東亞區域形成日圓圈，日本透過與區域國家的貿易關係和貨幣政策等對東亞國家發揮影響的效果可望增強，並可能排擠中國對此區域的影響力，故中國自不願參與和協助日圓圈的建構。再者，若東亞各國本幣與日圓匯率連動性升高，亦將有利日圓在未來走向東亞共同貨幣的過程中取得主導權，亦即使日圓取得錨貨幣地位，這同樣是中國不願接受的結果。

至於東亞國家共同盯住由區域內貨幣構成的貨幣籃，以此建構亞洲貨幣單位，並在本幣之外平行流通此亞洲貨幣單位一案，Eichengreen 主張此方案的立論基礎是東亞國家採用 ACU 進行貿易和投資可降低匯兌風險和交易成本，且東亞國家尚缺乏走向貨幣整合的政治意願，故改以流通平行貨幣的方式讓市場決定走向區域貨幣整合的時程，可避免缺乏政治意願導致區域貨幣合作難以啟動。

從主觀方面來看中國的立場，對中國而言，因其經濟規模巨大，依學者對 ACU 貨幣籃構成的設想，人民幣佔 ACU 貨幣籃權重應在 30%以上(Ogawa and Shimizu, 2005)，意味 ACU 匯價與人民幣連動程度高（甚且，在東亞普遍盯住美元匯率政

策不變的情況下，人民幣與 ACU 間匯價波動更小(張斌、何帆，2006: 13)，在微觀上有利降低中國企業使用 ACU 進行貿易之交易成本，但企業要對 ACU 進行避險也較為複雜，甚至，在亞洲國家貨幣彼此之間尚未能直接兌換的情況下，避險操作較為困難且成本較高。另從總體角度來看，出口貿易所得的 ACU 外匯準備是一群亞洲貨幣的混合物，就中期而言，在初期 ACU 和許多亞洲貨幣流動性均不佳的情況下，則 ACU 外匯所得較有可能以人民幣或日圓形式保存，則使用 ACU 也可解決儲備過多美元外匯的問題。

然而，從客觀環境來看，2006 年亞洲開發銀行在東協與中日韓各國領袖同意下，準備於同年 5 月推出亞洲貨幣單位，藉以觀察東亞貨幣與 ACU 間的匯率變動情形，作為啟動 ACU 合作的先期準備工作，但遭遇來自美國的反對。雖然亞銀推出 ACU 作為觀測指標距離真正平行流通 ACU 仍然遙遠，但東協加三個成員國同意亞銀設立 ACU 指標，可解讀為此東亞十三國並不排斥以共同貨幣籃合作方案作為長期合作目標。不過，在美國反對之下，亞銀推出 ACU 一事不了了之，足見美國不欲亞洲出現區域貨幣而瓦解其在東亞美元本位體系下取得的利益和影響力 (Cohen, 2010)，並且成為推展 ACU 合作的客觀阻礙。再者，東亞美元本位的慣性是客觀上阻礙以 ACU 進行區域貨幣合作的主要障礙。在當前貿易結構下美國仍為亞洲國家重要出口市場，而且東亞各國本幣彼此間並無直接兌換(Nakao, 2012)，故不僅區域外貿易必然以美元結算為主，區域內貿易也以美元結算最為便捷，這就使 ACU 的使用遭排擠。而若欲使 ACU 順利推展，基本將需要東亞各國貨幣具有可兌換性，尤其人民幣也必須可兌換，以便對 ACU 進行避險，但使人民幣自由兌換將涉及資本帳開放，並因此影響人民幣匯率。對中國而言，人民幣匯率制度變革必須在主動、可控和漸進的過程中操作，這是中國為維持持續穩定發展所不可退讓的政策。

總結來說，中國對採用 ACU 平行貨幣路線走向東亞共同貨幣的可能立場，必須從中國應對當前發展所需戰略的角度來進行分析。中國處於經濟成長模式由出

口向內需轉型的過渡階段，短期在當前全球經濟陷於衰退的環境下，仍須維持對人民幣匯率的控制，以便在轉型期間繼續擷取人民幣幣值低估帶來的出口價格優勢，維持一定的經濟成長幅度。因此，任何催促人民幣匯率制度變革的區域貨幣合作方案都是短期內難以展開的，ACU 也僅能由 Eichengreen 所主張的方式，在不改變東亞國家匯率制度的情況下平行推展。

然而，由於可見得 ACU 在不加快人民幣匯率制度改革的情況下推展，將不易獲得順利擴張，因此，中國更可能採取一種立場，即是不反對東亞地區推動 ACU 合作，但在此同時，中國可以主動、可控和漸進的腳步展開人民幣國際化。先是推動人民幣跨境貿易結算以降低中國企業交易成本，並可避免大量累積美元儲備的貶值風險，等到中國國內金融改革有成，金融市場擁有吸納資金的胃口與配置效率，將有助擴張 ACU 的流通使用，屆時中國才會面臨在人民幣國際化和建立區域共同貨幣之間作抉擇。自然地，人民幣國際化較之使用 ACU 進行交易對中國企業更為有利，而使用 ACU 則有促進區域經濟整合的優點，不過，歐元區主權債務違約的危機凸顯貨幣聯盟缺乏財政聯合的制度缺失，以及貨幣區內國家的財政與國際收支失衡可能危及區域貨幣價值穩定，和拖累財政健全國家、危及中國政治和社會穩定。亦即，推出區域共同貨幣有其風險，故中國亦可能主張東亞國家的貨幣合作停留在共同匯率機制，維持區域內國家彼此間競爭力穩定，但保有成員退出匯率合作的彈性，而不推出區域共同貨幣。

參、走向「亞元」的漫長過程與障礙

探討「東協加三」建立區域共同貨幣需考量其主觀意願和考察其客觀條件。前文已提及，在主觀意願方面，日本出於擺脫東亞美元本位體系的戰略目的，是「東協加三」當中對建構區域共同貨幣最為積極者；東協十國雖也支持區域共同貨幣，但偏好先建構東協本身的共同貨幣，藉此提高東協在東亞共同貨幣建構當中的地位 and 影響力，如提高東協貨幣佔共同貨幣的權重；至於中國，雖表達支持以建構區域共同貨幣為長期合作目標，但其策略係先推動操之在己的人民幣國際

化，對未來建構區域共同貨幣的方式及其優缺點則持待研究與商榷的態度(秦亞青，2007; 夏斌、陳道富，2011)。可以說，中國對區域共同貨幣合作的立場反映其以維持金融穩定為優先的原則，這一點亦從其先由擴大人民幣跨境交易結算著手，企圖在不需進一步開放資本帳的條件下降低貿易成本和促進人民幣成為準備貨幣，可獲得印證。

在客觀條件方面，則以加入歐盟的條件來檢視東協加三是否具備建構共同貨幣的條件。依據歐盟《穩定與成長公約》，欲加入歐盟必須合於幾項條件，包括：財政赤字低於 GDP3%、國債低於 GDP60%、通貨膨脹率低於最低三國平均值加 2%、匯率在加入前 2 年不得出現貶值趨勢且匯率波動在 15%以內，以及長期名目利率低於最低三國平均值加 2%。藉由這些總體經濟條件挑選共同貨幣區成員，其目的是為了確保共同貨幣區成員擁有足以承受外部衝擊的總體經濟體質，因而能維持聯盟關係和共同貨幣價值的穩定。這裡利用世界銀行世界發展指標(World Development Index, WDI)與全球發展財政(Global Development Finance, GDF)資料庫檢視「東協加三」之相關數據，據以判斷客觀上「東協加三」是否適合組成共同貨幣區。受限於資料取得困難，以下僅檢視「東協加三」各國赤字水準、中央政府公債水準、物價指數以及貸款利率。根據下表 4-1 可得之資料，日本、馬來西亞、菲律賓和柬埔寨政府赤字均超過 GDP3%；日本和新加坡中央政府公債均超過 GDP60%；在物價指數一項上，儘汶萊和日本低於最低三國之平均值加 2%；亦只有汶萊、日本、韓國、馬來西亞和新加坡貸款利率低於最低三國平均值加 2%。由此檢視可清楚指出，客觀條件上，「東協加三」距離建立共同貨幣區仍然遙遠。

表 4-2：檢視「東協加三」構成共同貨幣區之條件

項目	政府赤字 As % of GDP	中央政府公債 As % of GDP	物價指數 2005=100	貸款利率 %
時間	2010	2010	2011.00	2011.00
最低三國平均值+2%	/	/	109.91	5.93
汶萊	NA	NA	106.79	5.50
中國	NA	NA	121.67	6.56
印尼	-0.56	26.05	153.39	12.40
日本	-6.73	174.97	99.30	1.50
韓國	1.65	NA	120.74	5.76
馬來西亞	-5.36	53.14	117.65	4.92
菲律賓	-3.46	NA	133.02	6.66
新加坡	-7.87	106.93	119.59	5.38
泰國	-0.65	28.77	119.94	6.91
越南	NA	NA	198.04	16.95
柬埔寨	-3.71	NA	155.66	NA
緬甸	NA	NA	235.84	16.33
寮國	-0.84	NA	137.03	NA

資料來源：WDI, GDF, World Bank.

總的來說，結合上述主客觀條件分析可得，日本推動區域貨幣合作的動機強、條件足，因此日本是「東協加三」當中最積極推動區域共同貨幣者，並且曾提出以 G-3 貨幣和 ACU 等方式促進區域貨幣整合的策略和路線；東協雖也著眼區域貨幣整合的益處，但東協十國間存在較大的發展階段落差，勢必使建構東協本身及東亞區域層次的共同貨幣需要長時間演進；至於中國雖在「東協加三」的官方文

件中支持以區域貨幣合作為東亞金融合作的長期目標，但考量「東協加三」大抵維持「亞洲模式」共識決的制度特徵，中國的支持並非有拘束效力的承諾，再加上中國面對金融改革進程的謹慎態度，足可認為，中國不僅認為須進一步對東亞區域貨幣合作的模式和路線進行研究，甚至可能因考量參與區域共同貨幣須概括承受內部金融衝擊對共同貨幣匯率之影響，以及承擔較多紓困責任，而不願實現最終建立共同貨幣區。換言之，如同中國的參與是清邁倡議能夠成功推動的原因，中國的參與也是建立東亞共同貨幣的決定性因素，故儘管建構區域共同貨幣為「東協加三」之長期合作目標，但在中國對此仍有保留的情況下，東亞是否建成共同貨幣區的不確定性並未稍減。

第四節、人民幣國際化的影響

中國歷經快速經濟成長三十年，民族自信心顯著提升，2005 年中國改行盯住一籃子貨幣匯率政策後，人民幣國際化議題自然成為中國國內期刊文獻討論的議題；2008 年發生全球金融危機後，中國內部對人民幣國際化的研究和討論更為蓬勃，此現象與中共中央財經領導小組辦公室副主任劉鶴和全國人大財經委副主任委員吳曉靈所稱，全球金融危機是促進人民幣國際化的政策背景，頗為一致(俞建拖 2011)。究其原因，是全球金融危機導致美元和歐元等主要國際貨幣的匯率波動，刺激了國際對人民幣的市場需求。為了能在滿足國際對人民幣需求的同時，堅持中共訴求穩定的金融改革原則，近年中共所推動的人民幣國際化行動，主要是擴大與其他國家的貨幣互換以及推行人民幣跨境結算。這兩大推動人民幣國際化的政策，隱含貨幣國際化由周邊化→區域化→全球化的拓展路線，以及由結算貨幣→計價單位→價值儲存工具的功能演進順(巴曙松，2011)，同時印證中共國務院總理溫家寶所揭示的，「主動、可控、漸進」的人民幣國際化與金融改革原則。

根據中國人民銀行發布的統計資料，2008 年 12 月至 2012 年 1 月間，中國和韓國、馬來西亞、香港等 15 個央行或貨幣當局簽署人民幣與對手國本幣的貨幣互換協議，總計互換金額達 1 兆 3,362 億人民幣。而自 2009 年 7 月開始推動人民幣

跨境貿易結算試點，到 2011 年 8 月辦理全國試點⁷，人民幣跨境結算金額以驚人速度快速成長，2009 年結算 35.8 億人民幣，2010 年全年結算 5,063.4 億人民幣，2011 年全年結算則達 2.08 兆人民幣(巴曙松，2011)。由上述發展來看，儘管人民幣資本帳仍嚴格管制，但人民幣穩定的價格和中國龐大的外匯準備，使其他國家對於利用以本幣互換方式取得之人民幣進行必要的干預極具信心；同時，人民幣匯價穩定也使中國貿易對手樂於以人民幣進行跨境結算。由上述近年的實踐可以看出，人民幣國際化極具潛力，有鑑於此，實有必要分析人民幣國際化對東亞地區以及對全球貨幣體系未來發展的影響。

壹、人民幣國際化對「東亞美元本位體系」與日本的影響

東亞地區長期以來過度依賴美元，以至於形成所謂「東亞美元本位體系」，本節將分析人民幣國際化對此一體系之影響；此外，由於「東亞美元本位體系」亦為日本通縮結構的一環，因此，本節亦將分析人民幣國際化是否有助日本擺脫通縮。

中國推動人民幣國際化的策略同樣必須符合「主動、可控、漸進」的原則，以便維持金融秩序，故初期以中國特有的「試點」方式進行，將人民幣國際化的腳步控制在特定範圍和規模下展開。在保持穩定為優先的原則下，由於資本項目較經常項目資金流動遠為複雜、管理不易，且資本項目開放的前提是中國需有發達的金融市場，故在此之前，中國的人民幣國際化策略聚焦在擴大人民幣作為國際貿易交易媒介的功能。於是，2009 年 7 月中國展開人民幣跨境貿易結算試點，2011 年 8 月全面擴大至全國各貿易行業，如今人民幣跨境結算金額已接近中國對外貿易總額十分之一。此外，為了推廣人民幣跨境貿易結算，中國採取了促進人民幣跨境循環的措施，包括：中國增加與其他國家簽署本幣互換協議，使對手國可取得人民幣用於貿易結算；制定人民幣境外合格機構投資人（RQFII）制度，提

⁷ 如今人民幣跨境結算已涵蓋貨品貿易、服務貿易以及部分資本帳項目，包括中國對外直接投資及外國人對中直接投資。

高境外人民幣持有者的投資便利性，藉幫助境外人民幣回流以鼓勵境外行為者持有人民幣；2011年12月中日領導人會面後推出雙邊金融合作，包括於2012年6月1日開啓人民幣與日圓直接兌換的外匯交易市場，以及未來將朝向允許日本企業在人民幣離岸市場發行人民幣債券，以及允許日本企業以人民幣對中國進行直接投資的方向進行合作。

在介紹目前人民幣國際化主要措施之後，進一步分析促進人民幣跨境貿易結算對「東亞美元本位體系」的影響。人民幣國際化對東亞地區直接的影響，是促使其他東亞國家在對中國的貿易中使用人民幣結算，預期隨著人民幣結算比例提高後，將從兩層面對「東亞美元本位體系」產生影響。其中一個層面是，如中共全國人大財委會副主委吳曉靈所言，在中國發生的可能並非由人民幣匯率改革來推動人民幣國際化，而是人民幣國際化反過來逼促(「倒逼」)人民幣匯率改革，使兩者呈現相互促進的現象(俞建拖，2011)。如此，則隨著人民幣匯率逐漸回歸市場定價而出現長期升值趨勢，日本以外的東亞各國因激烈的出口競爭關係而集體盯住美元匯率的僵固性，將可能因人民幣帶頭放鬆與美元匯率的聯繫，使得東亞地區本幣集體盯住美元的結構鬆動。第二個層面的影響是，當其他東亞國家與中國間的貿易改以人民幣結算，則隨著依賴美元進行貿易結算的比例下降，東亞各國繼續採取盯住美元匯率的必要性亦會下滑。上述兩個層面的影響結果均是削弱「東亞美元本位體系」的強度。

綜合而言，中期之內，由於人民幣金融市場逐步開展需要時間，人民幣流動性勢必無法與美元相提並論，因此人民幣的跨境貿易結算主要會發生在中國與其東亞貿易對手之間，其他東亞國家間的貿易結算仍會沿用美元，故「東亞美元本位體系」並不會在中期之內被打破。然而，隨著中國持續推動人民幣國際化和人民幣匯率改革，跨境貿易使用人民幣之比例在東亞區域內將會升高，整體趨勢將是鬆動「東亞美元本位體系」，這也顯示人民幣逐漸走在複製美元功能與地位的路線上。換句話說，人民幣國際化的程度雖將視其金融帳戶開放和金融市場發展程

度而定，但中國擁有市場規模大、經濟成長快速和人民幣具長期升值趨勢的優勢，加上中國與東亞國家間的貿易關係愈趨緊密，2010 年中國佔東協對外貿易比例已超越美國和歐盟，中國也已成爲日、韓最大貿易夥伴，人民幣在東亞地區成爲重要交易媒介只是時間問題。此外，雖然在人民幣國際化的初期，因爲中國資本跨境流動的管制和金融市場不發達，將限制人民幣流動性，初期人民幣貨幣功能將主要發揮在作爲交易媒介一項上，但隨著中國當局爲促進人民幣跨境循環而逐步引導人民幣金融市場發展，人民幣作爲投資工具和價值儲存工具的功能將逐漸增強。長期而言，人民幣有潛力削弱「東亞美元本位體系」，甚至取代美元在東亞的地位。

至於人民幣國際化對日本的影響，包含在個體層次、產業層次，以及主要是經由人民幣國際化削弱「東亞美元本位體系」而在總體層面產生的影響。2012 年 6 月以前，人民幣兌換日圓係經由雙邊貨幣兌換美元的匯價套算，當中存在雙重匯兌手續和兩次匯損；而 6 月 1 日中國貨幣當局開啟人民幣直接兌換日圓的外匯市場後，由中國外匯交易中心向作市商詢價後取得經加權平均的人民幣兌日圓中間價，再由市場直接交易決定交易價，惟交易價波動幅度在中間價 3% 以內。人民幣與日圓直接兌換之後，在個體層次將降低雙方企業交易成本，以 2011 年中日雙邊貿易總額達 3,449 億美元之鉅來看，雙邊貨幣直接兌換可節省約 30 億美元手續費(林建甫，2012)。在個別產業層次，則可以促進東京成爲香港之外的另一個人民幣離岸市場，有利東京金融業發展。

然而，人民幣直接兌換日圓最重要的影響當在總體層面。日本長期以來面臨最嚴重的經濟發展問題正是成長停滯與通縮，長期通縮固然有 1990 年代日本政府不當政策的原因在(劉昌黎，2002; 陳暉，2007; Takagi, 2012)，但結構性的因素則是日圓長期升值，以及 1980 年代起日本政府未積極推動日圓國際化。日圓長期升值和美元爲主的國際貨幣體系，使得日本遭遇出口成本相對提高、美元資產價值縮水，造成長期低利率水準和利潤率降低，致經濟發展可帶來的貨幣乘數效果斷

鍊(McKinnon and Ohno, 2005)，形成長期通縮的結構。然若人民幣國際化鬆動「東亞美元本位體系」，加上人民幣長期升值的潛力，往後隨著中日之間以人民幣進行貿易結算的規模擴大，預期可以避免出口收入的價值縮水，減輕上述造成日本通縮的壓力。甚至，未來人民幣作為國際貨幣之功能持續發展，以及東亞市場進一步整合，人民幣亦不無可能成為東亞區域內貿易的主要結算和投資工具。屆時，日本不僅可在與中國間的貿易中使用人民幣結算，韓國與日本及東協與日本間的貿易也可能使用人民幣交易，並投資於較美元資產收益更高的人民幣資產，則隨著「東亞美元本位體系」的式微，以及重新理順貨幣乘數效果的傳導環節，將更有助於鬆脫日本長期通縮的結構性因素。

總的來說，雖然日本更希望日圓取代美元在東亞的地位，成為區域內主要國際貨幣，但「東亞美元本位體系」的僵固性使東亞國家使用日圓結算成本較高，在東亞推動日圓國際化缺乏利基；而人民幣國際化卻有削弱「東亞美元本位體系」強度的潛力，並可能幫助日本擺脫通縮結構，因此，日本將樂見人民幣國際化的推展。

貳、人民幣國際化對國際貨幣體系的衝擊

許多專家面對人民幣國際化是否會挑戰既有以美元為主的國際貨幣體系這一問題時，認為言之過早，如榊原英資即稱人民幣要成為像美元一樣重要的國際貨幣至少要卅年(鉅亨網新聞中心，2012)，並認為人民幣即使成為重要國際貨幣，也不可能足以挑戰或取代美元地位。這一看法強調的是中國政治體制的專制特徵和當局決策的不透明性，以及人民幣匯率改革與資本帳開放仍看不見時間表。不過，也有學者認為人民幣國際化是必然的趨勢，且隨著中國經濟規模持續增長，未來人民幣成為超越美元的國際貨幣僅是時間早晚的問題(Subramanian and Kessler, 2012)。本節著眼於人民幣國際化為必然趨勢，且此次全球金融危機已促使中國加速啟動人民幣國際化，因此試圖分析人民幣國際化對當前美元主導的國際貨幣體系之影響。

中國近年推動人民幣國際化係反映其應對既有國際貨幣體系中「特里芬兩難」(Triffin Dilemma)的解決方案。作為主要國際貨幣需要具高度流動性和價值穩定性，但美元作為目前主要國際貨幣，在維持這兩種特徵時面對魚與熊掌不可兼得的兩難困境。亦即欲維持高度流動性需要美元流向世界，這就需要美國維持貿易赤字，但不斷積累的貿易赤字卻會削弱美元價值的可信性，於是形成國際貨幣體系不可避免的兩難，甚至危及國際貨幣體系的穩固。中國對改革既有國際貨幣體系缺陷的主張，是建立非主權信用國際貨幣。2009 年人民銀行行長周小川即公開主張，可利用 1960 年代 IMF 所創造的特別提款權作為此種非主權信用國際貨幣，並將 人民幣與印度盧比納入 SDRs 貨幣籃。然而，以 SDRs 取代美國國際貨幣地位需要世界經濟大國的支持，非中國所能獨撐，因此，建立非主權信用國際貨幣體系的可能性極微。人民幣國際化於是成為中國能夠主導的折衷方案。

2008 年發生由美國次級貸款違約所引發的美元貶值和全球金融危機，凸顯了「特里芬兩難」所指出的國際貨幣體系缺陷；當中尤其令中國不滿的是，美國在美元擔當國際準備貨幣角色中享盡「過份特權」，肆無忌憚地以「量化寬鬆」(quantitative easing)的貨幣政策救經濟，但中國等新興國家和貿易盈餘國卻必須承擔「特里芬兩難」，忍受儲備資產價值縮水，以及大量熱錢湧進帶來的通膨和資產泡沫。於是，中國加速推動人民幣國際化，配合其穩健推動金融改革的腳步，先從開放人民幣跨境貿易結算開始，接著允許人民幣跨境直接投資，以此降低對美元的依賴。

雖然目前中國的金融市場與美國相比仍極為落後，不利吸引市場行為者在境外持有人民幣資產，但由於中國經濟規模龐大，不僅於 2010 年超越日本成為世界第二大經濟體，經濟學人更預測中國的經濟規模將在 2018 年超越美國，是以，人民幣跨境貿易結算的推展相當順利。至 2011 年底，人民幣跨境結算總額約已達中國對外貿易總額 10%，且隨著中國當局逐步建設人民幣跨境循環通道，人民幣跨境結算的收入與支付比也由 2009 年的 1：5.5 至 2011 年轉變為 1：1.7，均顯示人

人民幣跨境結算受到中國貿易對手的歡迎。就此觀察而言，人民幣跨境貿易結算由佔中國對外貿易總額 0% 成長至 10%，只花了短短三年時間，而且是在人民幣金融市場低度發展的條件下，顯然中國實體經濟本身能創造使用人民幣的利益已極具吸引力。據此，不難想見，未來隨著中國經濟持續成長，以及中國當局逐步推動國內金融市場發展、匯率與利率改革，即使中國當局堅持保守地以金融部門服務實體經濟的原則推動金融市場發展，人民幣國際化仍很有可能逐步建立其作為國際貨幣的地位，以及擴大人民幣作為交易媒介、計價單位和價值儲存工具的功能。這也代表，人民幣國際化的推展將逐步侵蝕美元主宰的世界版圖，尤其是從與中國地理鄰近、貿易往來密切的東亞地區開始，鬆動「東亞美元本位體系」，並推動國際貨幣體系走向以美元、歐元和人民幣為主的多極體系。

參、人民幣國際化對台灣的影響

既然人民幣國際化是大趨勢走向，則人民幣國際化對台灣的影響也值得探究。大抵而言，人民幣國際化對台灣的影響有兩個面向。一是人民幣國際化具有鬆動「東亞美元本位體系」的潛力，台灣在周邊國家出口競爭下所採取的盯住美元匯率政策，也可望連同「東亞美元本位體系」鬆動而發生改變；其次，由於兩岸特殊的政治經濟關係，台灣已在 2012 年 8 月底與中國主管當局簽署《兩岸貨幣清算合作備忘錄》，有助於台灣爭取成為香港之外第二個人民幣離岸中心，並有利於台灣金融產業發展。

雖然難以推算中國推動人民幣國際化的速度，但短短三年內中國主管當局已全面允許人民幣用於跨境貿易結算，未來中國當局持續推展人民幣國際化，境外持有的人民幣規模必然增大，中國與東亞國家間貿易以人民幣結算的情況也可望普遍化。如此，則隨著區域內貿易以人民幣結算之比例提高，以人民幣國際化「倒逼」人民幣匯率改革，促中國逐步推展人民幣匯率走向市場化，以目前東亞國家與中國之間貿易規模超越美國的現實而言，東亞國家很有可能跟隨人民幣匯改腳步而放鬆盯住美元政策，改提高本幣與人民幣匯率的聯繫。尤其是，2011 年台灣

對中國（含香港）進出口貿易佔台灣對外貿易總額達 28.71%(中華民國經濟部統計處 2012)，雖然人民幣升值將使台灣對中出超獲利之價值上升，但若台幣持續盯住美元，將不利我對中國投資；而若台灣央行提高台幣與人民幣匯率聯繫程度，則雖然放棄人民幣出口收益的價值增長，但卻能維持台灣對中進出口貿易的匯率條件穩定，避免人民幣貶值時可能帶來的收益損失。2011 年 8 月麥當勞成為第一個在港發行人民幣計價點心債的外國企業，並在中國當局特許下將所得資金用於對中國直接投資，即著眼於投資支出與營業收入的自然對沖，降低匯率波動對事業經營的影響，也反映了匯率避險的需要。

另一方面，由於兩岸地理鄰近、經貿往來密切、政治關係特殊，人民幣國際化可能為台灣金融產業部門帶來新的發展機會。如同新加坡、倫敦都在爭取成為香港之後的第二個人民幣離岸中心，台灣也看見人民幣國際化的商機。如今兩岸央行已簽署《兩岸貨幣清算合作備忘錄》，同意相互提供貨幣結算和清算服務，未來若能順利與人民銀行簽署清算協議，由人民銀行保證提供足夠額度的人民幣，則台灣本地的銀行（外匯指定分行）可望獲台灣央行准予開辦企業和個人人民幣銀行業務及金融投資活動。這不僅為台灣金融產業部門帶來商機，也為台商投資中國提供便利的籌資工具，以及獲益回流通道。

綜上所述，儘管發展東亞區域共同貨幣為「東協加三」長期金融合作目標，且日本樂見區域共同貨幣的出現，但中國恐怕基於維持本身金融與匯率穩定的考量，對於區域貨幣合作的形式仍多有保留。此外，配合中國內部金融改革議程，人民幣國際化必然先於區域共同貨幣合作，而中國也可能立足人民幣國際化發展的成果，對推動東亞共同貨幣採取觀望態度。畢竟，隨著人民幣國際化，可相當程度降低對美元的依賴，減少美元資產曝險部位，且沒有建立「亞元」後，須承擔「亞元」匯率穩定受共同貨幣成員之金融監管與經濟表現影響之風險。由此觀之，要使中國提升對建立「亞元」的信心，尚需要「東協加三」所有成員國保持穩健的總體經濟條件以及發展可靠的金融監管體系。



第五章、結論

針對東亞區域金融合作此一研究主題，本研究分別探討了區域緊急流動性合作、區域債券市場合作以及區域貨幣合作三個議題。研究結果發現，「東協加三」在三個金融合作議題依據各自的「偏差」算計形成不同的合縱連橫，影響不同合作議題的推展進程。「東協加三」在建立緊急流動性合作上有著挑戰美國—IMF 的統一戰線，因此清邁倡議多邊；但在區域債券市場合作和區域貨幣合作上則並無統一的「偏差」算計，其合作也較無具體成果。以下分別針對各議題所得研究成果提出總結。

第一節、東亞區域多邊儲備池將走向自助、 自決的流動性工具

以現實主義強調權力競奪的觀點來解釋東亞地區針對緊急流動性工具的合作，並不正確。Grimes 對清邁倡議之發展的分析，一則是強調美日安全同盟關係將對日本在區域金融合作中的行動有強大拘束力，使得日本不願意挑戰 IMF 在管理東亞區域金融危機中的主導地位，因此，日本將不會支持降低申請紓困者在與 IMF 談判前所能取得的資金比例。其次，Grimes 也強調中日競爭區域領導地位的權力衝突，認為中日在競奪區域金融決策權力時不會相互妥協，以至於區域金融合作進程將被推遲；甚且，由於中日兩國均為主要的潛在債權國，又均希望爭取區域內成員的支持，一方面要避免無條件紓困的道德危險，另一方面則要避免作出嚴苛紓困決策招致失去區域聲望的政治風險，因此，中日反將區域金融危機紓困的決策權力讓渡給 IMF，換取同時作到避免道德危險和政治風險。總的來說，Grimes 認為清邁倡議的發展將不會走向建構具自主性的區域緊急流動性工具。

然而，清邁倡議自 2000 年推出以來，至今十二個年頭，不僅整體匯聚的緊急流動性規模從數十到數百億美元之譜持續擴增為 2,400 億美元，制度上也由複數雙

邊換匯協議轉變為單一的多邊協議並跳脫為人詬病的共識決「東協模式」，於 2010 年正式建立了制度化的權重分配決策模式；此外，更將不與 IMF 紓困談判掛勾的資金比例提升至 30%，且預期在 2014 年進一步提高至 40%，可見區域緊急流動性工具合作不僅有走向自助、自決的議題，也在逐步實踐當中。雖然清邁倡議多邊化的過程確實出現中日雙方針對投票權重分配的意見折衝而有所延遲，但終究達成令中日雙方、韓國以及東協都接受的權力分配模式，這也是令研究東亞區域合作者興奮的驚人突破。清邁倡議多邊化所達成的投票權分配中，中、日和東協取得相同的 28.41% 投票權，韓國則取得 14.77% 投票權，並約定有關紓困的決策須以三分之二多數票決。如此，則當中日意見一致時，韓國和東協合作即足以否決，而當中日意見不同時，中日彼此不擁有否決權，且任一方需爭取東協和南韓支持才得以通過；可以見得此決策分配模式巧妙地達成了中日之間的權力平衡，以及大小國間的權力平衡。

綜觀東亞區域緊急流動性合作的發展，本研究認為現實主義觀點過度強調美日之間安全同盟的「高度政治」對日本參與區域金融合作的制約，以及中日之間權力競爭的衝突面向。實際上，日本並非懼於美國壓力而不敢倡導由東亞國家主導的區域金融危機管理合作；此外，中日之間的權力競爭雖增加合作過程中的折衝難度，彼此競爭卻也反而促成東亞區域緊急流動性工具的合作。本研究的分析指出，1997 年日本提出亞洲貨幣基金之議，即已展現日本企圖在 IMF 主導的自由主義意識型態之外走自己的路，惟亞洲貨幣基金倡議需要區域國家支持，尤其需要區域強權中國的支持；中國對亞洲貨幣基金倡議未予支持才是日本鎩羽而歸的主因。

至於中國未即時支持亞洲貨幣基金倡議的原因，可能包括當時中國仍與美國就 WTO 入會進行談判，或因此不願在此議題上與美國對立、橫生枝節。其次，當時日本主張亞洲貨幣基金規模 1,000 億美元，並表明願出資 500 億美元，則在日本出資達半數的情況下，中國若提供數百億美元參與合作，卻無法取得主導權，只

是徒然為日本作嫁。然而，更實際的原因是，據人民銀行統計，1997 年底中國的外匯準備只有 1,398 億美元，當時亞洲金融危機方發生不久，聯繫匯率制使香港也成為投機資金狙擊目標，中國若答應推動亞洲貨幣基金，投入數百億美元紓困鄰國，則在確保甫回歸中國的香港特區得安然度過危機一事上，恐怕面臨更大的資金壓力。

然而，何以 2000 年中國支持日本在「東協加三」對話機制下推動清邁倡議合作？本研究認為，清邁倡議能夠獲得推展正是因為中日間的區域領導地位競爭的結果。1998 年初東協第二屆財長會議會後聯合聲明呼籲日本領導區域走出危機，不僅鼓舞日本扮演持續領導角色，相信也刺激中國在東亞區域金融合作上採取更積極的行動；此外，日本在亞洲貨幣基金倡議受挫後，1998 年 10 月改透過「新宮澤計畫」對亞洲鄰國提供以日圓為主的短期與長期資金，藉此在配合重新推動日圓國際化戰略的同時，也爭取區域政治聲望。同年，中國國務院總理溫家寶在「東協加三」領袖峰會中呼籲將「東協加三」副財長暨央行副行長對話常規化，即反映了中國對東亞區域金融合作的態度轉為積極，不久，2000 年清邁倡議就在「東協加三」一致同意下展開合作。

中國參與東亞區域緊急流動性合作並非全無顧慮，畢竟中國和日本一樣是主要的潛在出資國，紓困行動的道德危險問題仍是必須處理的難題，因此，在中國的堅持下，清邁倡議設計了紓困請求與 IMF 貸款談判掛勾的機制，即「IMF 連結」，利用 IMF 的事後撥款條件避免紓困者的道德危險問題。然而，「IMF 連結」的出現並不意味中日兩大區域強權願意將調度區域資金和主導危機管理的權力拱手交給美國所掌握的 IMF。反之，中日投東協所好，逐步在「東協加三」機制下培養區域金融監督能力，為的是最終將清邁倡議多邊儲備池轉型為區域自助、自決的流動性工具。2007 年伊斯坦堡「東協加三」財長會議確認清邁倡議多邊化、2009 年談判得出決策權力分配模式，以及設立「東協加三」總體經濟研究辦公室作為區域金融監督單位，均顯示了清邁倡議多邊儲備池走向區域自助、自決的趨勢。此

外，2008 年全球金融危機以及歐元區債務違約危機凸顯 IMF 資金不足的問題，其對東亞緊急流動性合作的影響，是促使合作成員進一步將儲備池規模由 800 億美元擴大為 1,200 億美元後，再擴大為 2,400 億美元；再者，雖然近年 IMF 推動代表性改革，但新興國家透過改革提升投票權的速度極為緩慢，這也強化東亞國家持續朝向建構區域自主的金融管理機制，採取呼籲 IMF 改革和推動 CMIM 建立自主監管能力兩線並進的策略。

另外值得一提的是，雖然台灣並未參與東亞區域多邊儲備池，然而，「東協加三」所建立的緊急流動性工具仍將對台灣有正面影響。東亞區域緊急流動性合作對台灣的影響，主要是阻斷金融危機由「東協加三」向外蔓延。東亞國家普遍採取盯住美元的匯率政策，亞洲金融危機過後十多年，區內國家即使不完全盯住美元也仍維持與美元匯率高度連繫，這是 1997 年國際投機資金狙擊東亞國家的一大原因。台灣也採取盯住美元的政策，易於在區域遭受投機狙擊時成為目標，因為本幣匯率盯住美元的政策，需要大量流動性維持匯價穩定，若無足夠短期流動性，恐怕會因為匯率大幅波動而衝擊國內經濟活動。清邁倡議多邊化協議所建立的大規模儲備池，正可以發揮短期穩定區域內本幣匯率的功能，抵擋投機資金對區域內本幣匯率的狙擊，也避免周邊出口競爭國家的匯率大幅波動向外傳遞，影響台灣的正常經濟活動。

第二節、維持匯率穩定之政策順序優先於 東亞區域債券市場整合

亞洲金融危機發生之後，「東協加三」著手推動區域債券市場合作，其主要目的正是回應危機過程中被突顯出來的「貨幣錯置」和「到期日錯置」問題，以及對銀行資金的過度依賴。不過，雖然「東協加三」均認識到上述「雙重錯置」對產業和金融體系造成的脆弱性，並推出了區域債券市場合作的議程，但因各國反映其發展需求和條件而有不同的階段性發展目標，故對區域債券市場合作採取不

同的政策立場。尤其是亞洲金融危機和美國次級貸款違約風暴造成東亞國家當局對跨境資本流動採取更為謹慎的管制態度，以及中國本身的金融改革，都影響了區域債券市場合作的進展。

推動東亞區域債券市場合作的一大原因是各別東亞國家（日本除外）債券市場規模過小，除日圓本幣債券餘額超過千億美元，以及韓國本幣債券近年達到千億美元餘額的規模外，其他「東協加三」成員國之本幣債券市場均不甚發達，債券市場規模小的缺點即缺乏流動性，不易吸引投資方和發行方利用債券市場。但若促成東亞區域債券市場整合，則聚納區域內投資資金和發債需求，達到擴大債券市場規模和債券品種多元化之效，使東亞區域債券市場更具吸引力和活力。

總的來說，本研究檢視 IMF 出版的《2011 匯兌安排與匯兌限制年度報告》，以及「東協加三」參與「亞洲債券市場倡議」的情形，發現到，儘管「東協加三」對於區域債券市場合作有上述認識，但各國在不同的發展需求和條件下，分別採取兩種立場，一是積極推動東亞區域債券市場整合，另一則是先聚焦在發展各別國內的本幣債券市場。日本和新加坡對資本跨境流動幾無管制，因日本和新加坡是「東協加三」當中金融市場發展最為健全且自由化程度最高者，其推展區域債券市場合作著重在促進區域債券市場整合，藉此擴大市場規模和提高流動性，其策略包括從投資方的角度促進對區域內本幣債券的需求，以及促成債券市場規範的標準化。對日本而言，1998 年推動金融「大爆炸」改革，以建設東京成為區域金融中心來輔助日圓國際化，是日圓國際化戰略的轉型，同時可藉由金融市場多元化開發來因應老齡化社會的投資需求。

韓國對資本跨境流動的管制較為鬆散，泰國、馬來西亞、菲律賓以及印尼則有較高程度的資本流動管制，而中國對資本跨境流動的管制最為嚴苛。此一現象實反映多數東亞國家以穩定匯率為主要政策，而這一政策除係因為「東協加三」多依賴出口貿易外，也因 1997 年和 2008 年的兩次金融危機使東亞國家對跨境資本流動管理採取更為謹慎的政策立場，以及中國對其金融改革抱持主動、可控、

漸進原則。但越多跨境資本流動管制越不利於推動東亞區域債券市場整合，故可見得，現階段除日本、新加坡對整合區域債券市場較為積極外，其他「東協加三」成員（越、寮、緬、柬、汶不在討論之列）以發展各別國家本幣債券市場為主，對於涉及進一步開放資本跨境流動的區域債市整合則較不積極。

除分析「東協加三」對區域債券市場合作之政策立場外，本研究也利用「亞洲債券線上」所彙集的「東協加三」債券市場資訊，探討東亞區域債券市場合作迄今之成果及其是否達到改善對銀行資金過度依賴的結構問題。研究結果發現，除印尼和菲律賓之本幣政府債券餘額呈現下滑外，中國、香港、日本、韓國、馬來西亞、新加坡和泰國均呈上升趨勢，反映印尼和菲律賓政府財政狀況改善，以及其他國家藉發行本幣政府債券以建立私部門債券折讓率參考價之努力與成果。至於本幣公司債券的發展方面，2011年印尼本幣公司債券餘額佔GDP比例與2000年持平，日本是唯一呈現本幣債券市場餘額下滑的國家，其他如中國、香港、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡和泰國的本幣公司債券餘額都有程度不等的成長。然而，雖然區域內各國本幣債券餘額規模大抵增加，但本幣債券市場流動性仍低，這一點可以從各國債券週轉率偏低得出。

此外，本研究檢視了2000-2011年間「東協加三」國內融資結構的變化，以此判斷「東協加三」對銀行資金過度依賴的問題是否獲得改善。研究結果發現，2011年香港、印尼、菲律賓和新加坡為依賴股市融資的結構類型，其中印尼由2000年的依賴銀行融資類型轉變而來，且本幣債券佔融資來源比例下滑；菲律賓則由2000年融資來源比例較為平均的混合型轉變而來，顯示兩國對股市資金的依賴加深，並非有利發展。中國、泰國和日本則於2000年至2011年間維持依賴銀行資金的結構類型；2011年韓國和馬來西亞是融資結構較為平均的混合結構類型，馬來西亞係2000年即屬混合型，韓國則由2000年的依賴銀行結構類型轉變為混合型，但本幣債券佔韓國融資結構比例僅小幅上升，促成結構類型變化的因素是股市融資的比例大幅上升。

整體而言，2000 年至 2011 年間，韓國、馬來西亞、中國和泰國本幣債券融資佔國內融資結構比例均有提升，部分係反映該國政府在國內層次進行金融改革和鼓勵債券市場發展所帶來的變化；印尼和菲律賓則呈現本幣債券融資比例下滑，國內融資潛在不穩定性升高；日本的本幣債券所佔比例升高主要來自大量發行政府債券；新加坡與香港則維持依賴股市融資的結構。此一結果顯示除韓國和馬來西亞之外，其他「東協加三」國家對銀行資金依賴的情形並無顯著改善。而此結果亦與多數「東協加三」國家採取先行發展國內本幣債券市場發展，較不積極促進區域債券市場整合有關。由於不少「東協加三」成員以穩定匯率之重要性高過促進區域債券市場合作，故仍維持對跨境資本流動較為嚴格之管制，則在國內債券市場規模不足且債券品種單調的情況下，缺乏境外資金和發行需求注入，且市場規模不足以刺激信用評等與債券定價機制健全發展，又有股市投資與融資機會對債市發展造成排擠，自然不利帶動國內債券市場發展。

總而言之，多數「東協加三」國家為維持匯率穩定而對資本跨境流動採取較嚴格的管制，因此不利在現階段促進東亞區域債券市場整合；再者，多數「東協加三」出於區域金融中心相互競爭和排擠的考量，聚焦在先行發展國內本幣債券市場，因為，若區域債券市場整合後出現區域金融中心，則區域金融中心很有可能反過來排擠國內金融市場發展，故需要先行培養國內金融中心，以便將來區域債券市場整合後，取得較佳的競爭力。除此之外，值得注意的是人民幣金融市場的發展，目前中國以發展人民幣離岸市場的方式，求取維持國內金融穩定和扶植人民幣金融市場之間的平衡，引起區域內的新加坡、香港和臺北均爭取發展為人民幣離岸中心，其後續發展是觀察區域債券市場未來走向的重點。綜觀上述對「東協加三」各國參與區域債券市場的政策立場考量之分析，中短期內促成東亞區域債券市場整合的可能性較低，較可能的發展趨勢是個別金融中心利用本身優勢，尋求擴大其規模和提高對自身實體經濟和區域金融市場之影響力。

第三節、「亞元」前途不明，人民幣國際化 亦能鬆動「東亞美元本位體系」

亞洲金融危機、美國次貸違約以及歐元區債務違約等事件，均曝露了東亞國家過度依賴美元所帶來的脆弱性，並因而催化了東亞區域金融合作。雖然，東亞貨幣合作是解決過度依賴美元的方法，但過度依賴美元對東亞各國帶來的問題不盡相同，因此，各國對於東亞貨幣合作也有不同的著眼點和期待。日本對於推動東亞貨幣合作表現得最為積極，不僅在亞歐高峰會上呼籲東亞國家以盯住 G-3 貨幣籃的方式進行貨幣合作，其主導的亞洲開發銀行原亦欲於 2006 年推出亞洲貨幣單位指數，用以觀察東亞貨幣與亞洲貨幣單位間的波動情況，並作為各國推動貨幣合作的參考。究其原因，日本對區域貨幣合作態度積極，主要係為打破「東亞美元本位體系」此一造成日本長期通縮的結構性因素；再者，若東亞各國改以區域共同貨幣進行貿易報價、結算和儲備，亦可減少美元貶值造成的外匯準備價值縮水。

對南韓和東協而言，參與區域貨幣合作具有降低交易成本促進區域市場整合，以及藉貨幣流動規模嚇阻投機狙擊的好處；不過，區域內雙邊自由貿易協定和緊急流動性合作的進展，已相當程度促進區域市場整合和強化應對金融危機的緊急流動性工具，故區域貨幣合作對南韓和東協較無急迫性。何況，未來若要以區內貨幣組成之貨幣籃創建東亞共同貨幣，勢必面臨貨幣籃成分貨幣的權重分配問題，為此，東協已將推動東協共同貨幣列為內部合作目標，其策略顯然是藉整合東協貨幣以爭取未來參與「亞元」合作時較大之貨幣籃權重，及其對「亞元」匯率管理的影響力。亦即，若未來「東協加三」展開貨幣合作，其推展的路徑很可能是東協內部先由具貨幣整合條件的成員建立「東協元」，再以「東協元」參與「亞元」貨幣籃的建構，則東協內部貨幣合作的進展就會影響「亞元」出現的時程。

中國對東亞貨幣合作的態度明顯受到 2008 年以來美國次貸危機造成美元貶值，以及歐元債務違約風暴的影響。雖然 1997 年亞洲金融危機已突顯「東亞美元本位體系」過度依賴美元的問題，但中國在該次危機中所受影響甚微，主要係來自週邊國家貨幣貶值帶來的出口競爭壓力，且當時中國亦未面臨外匯準備因美元貶值而有價值損失的問題。然而，2008 年美國次貸危機發生後，2009 年 3 月中國人民銀行行長周小川公開呼籲以非主權貨幣—特別提款權—取代美元的國際準備貨幣地位，是中國首次公開主張以非主權貨幣解決當前國際貨幣體系系統性問題的表態；不久後，同年 7 月中國即推出了人民幣跨境貿易結算試點，啟動並加速人民幣國際化。若未來人民幣擴大其國際使用，並逐漸健全作為交易媒介、計價單位以及價值儲存工具的功能，將能降低中國及其貿易對手對美元的依賴，尤其是具有鬆動「東亞美元本位體系」的潛力，並使中國降低對美元貶值的曝險。

值得指出的是，雖然建構「亞元」與推動人民幣國際化同樣可以降低區域內國家對美元過度依賴，但幾項因素使中國對建立「亞元」抱持觀望態度，並以操之在己的人民幣國際化來降低自身對美元的依賴。建立區域共同貨幣需要各成員將貨幣主權讓渡，這對尚處於發展國家階段且面臨經濟結構轉型的中國而言，顯非中、短期可行方案；此外，共同貨幣合作受到總體經濟條件趨同的限制，在「東協加三」經濟發展程度差異大的情況下，尚需不少時間才可望達到總體經濟趨同，這意味推動區域貨幣合作在中長期內將無法降低本區對美元的依賴。除此之外，歐元區債務危機凸顯出貨幣合作成員需要共同承擔內部衝擊引起貨幣匯率波動的成本，而且，一旦流動性困境或償債能力問題引發危機，潛在債權國將不免被期望擔負較重的紓困責任，而中國與日本恰是本區潛在債權國。上述原因使得中國對於推動東亞貨幣合作的形式保持保留態度，並認為需要對其優缺點進一步研究。

總的來說，日本積極倡議貨幣合作，曾提出由東亞國家共同盯住 G-3 貨幣籃，或盯住由「東協加三」貨幣組成貨幣籃之亞洲貨幣單位；東協則盼先行建立「東協元」後再參與「亞元」的合作；而中國則已在近年全球金融危機的刺激下加速

啟動人民幣國際化，未來人民幣國際化若成功拓展，漸次提高人民幣作為交易媒介、計價單位和準備貨幣之功能與地位，則中國對藉由建構「亞元」以降低對美元依賴之需要即會降低。

對台灣而言，由於兩岸特殊的歷史背景，在現狀下台灣必然無法參與由「東協加三」對話機制推動的區域金融合作；雖然台灣為亞太經濟合作會議的一員，但 APEC 有美國的參與，使得中、日和東協無意在 APEC 推動東亞區域合作，避免美國企圖主導東亞事務。因此，若未來「東協加三」推動區域共同貨幣，而台灣無法參與其中，則台灣與東亞周邊國家的貿易將遭遇匯兌成本較高的競爭劣勢。然而，若「亞元」最終沒有在東亞區域金融合作下實現，而人民幣國際化取得成功拓展，則以兩岸關係趨於和緩且合作對話逐漸制度化的走向來看，台灣憑藉著與中國密切的經貿往來，可望獲益於離岸人民幣金融業務發展，包括台灣金融產業可從事人民幣相關銀行與投資業務，產業界可有較靈活的人民幣籌資與投資管道，而我國央行亦可以新增人民幣外匯準備，改善外匯準備的風險管理。除此之外，若中國因人民幣國際化而放棄建立「亞元」，則東亞區域內國家和台灣同樣需承擔本幣兌換人民幣的匯兌成本，台灣可免於在「亞元」區內貿易中單獨承擔匯兌成本的競爭劣勢。

參考文獻

中文文獻

中國人民銀行 (2011). "中日加強合作發展金融市場." Retrieved 6. 10, 2012.

中華民國經濟部統計處 (2012). 經濟統計年報(100 年). 經濟部統計處. 台北, 經濟部統計處: 17-41.

巴曙松 (2011). "2011 年中國宏觀金融政策走向." 中國遠洋航務 **2011**(08): 22-26+10.

巴曙松 (2011) 人民幣國際化：進程、挑戰與路徑. 基金會報告 **116**, 1-12

左正東 and 葉國俊 (2011). "金融海嘯後中國對於東亞貨幣整合的策略分析：亞元與人民幣之間的抉擇." 遠景基金會季刊 **12**(1): 81-128.

李文志 (1999). "從開放性區域主義和 APEC 與 WTO 的關係." 中華台北 APEC 通訊 **88**(5): 28-34.

李文志 (2006). "亞太貨幣體系發展下 APEC 的角色與挑戰." 政治科學論叢(30): 21-60.

周小川 (2009). "關於改革國際貨幣體系的思考." Retrieved 11 November, 2011, from

http://www.pbc.gov.cn/publish/hanglingdao/2950/2010/20100914193900497315048/20100914193900497315048_.html.

林建甫 (2012). "人民幣直兌日圓 是台灣的機會." Retrieved June, 5, 2012, from <http://www.npf.org.tw/post/1/10863>.

俞建拖 (2011) 中美專家關於人民幣國際化問題的觀點和爭論. 研究參考 2011, 1-5

夏斌 (2009). "關於國際金融體改革與我國金融開放的思考." 新金融 2009(12/250): 19-20.

夏斌 and 陳道富 (2011). 中國金融戰略 2020. 台北, 財信出版有限公司.

秦亞青 (2007). "東亞金融合作：機遇、挑戰和對策." 外交評論 2007(3): 25-27.

張宇燕 and 張靜春 (2008). "貨幣的性質與人民幣的未來選擇：兼論亞洲貨幣合作." 當代亞太 2008(2): 9-43.

張斌 and 何帆 (2006). "亞洲貨幣單位對東亞貨幣合作和人民幣匯率改革的影響." 管理世界 2006(4): 11-18 轉 65.

陳暉 (2007). 日圓國際化的經驗與教訓. 北京, 中國社會科學院金融研究所.

黃仁德 and 張勝峰 (2004). "人民幣國際化問題之探討." 中山人文社會科學期刊

12(1): 33-69.

鉅亨網新聞中心 (2012). 日圓先生榊原：日圓升值 助日企全球化. 鉅亨網新聞中心 (2012. 5. 22).

劉昌黎 (2002). "日圓國際化的發展及其政策課題." 世界經濟研究 2002(4): 65-70.

蕭全政 (1988). 政治與經濟的整合. 台北, 桂冠.

蕭全政 (1997). "組織與制度的政治經濟分析." 暨大學報 1(1): 1-15.

蕭全政 (2001). "東亞「區域主義」的發展與臺灣的角色." 政治科學論叢(14): 201-222.

蕭全政 (2004). "論中共的「和平崛起」." 政治科學論叢(22): 1-30.

戴相龍 (2009). "中國金融業改革開放 30 年的思考." 中國金融 2009(01): 9-11.

戴相龍 (2009). "當前的國際金融危機及我國的應對政策." 中國人民大學學報 2009(03): 34-44.

英文文獻

Adams, C. and R. Semblat (2004). Options for currency arrangements and their policy implications. Exchange Rate Regimes in East Asia. G. d. Brouwer and M. Kawai.

London and New York, RoutledgeCurzon: 417-432.

Amyx, J. (2005) What Motivates Regional Cooperation in East Asia Today?

Asia-Pacific Issues 1-8

Amyx, J. (2008). Regional Financial Cooperation in East Asia since the Asian Financial Crisis. Crisis as Catalyst: Asia's Dynamic Political Economy. A. MacIntyre, T. J.

Pempel and J. Ravenhill. Ithaca, Cornell University Press: 117-139.

Baldwin, D. A. (1993). Neorealism and Neoliberalism. New York, Columbia University Press.

Brouwer, G. d., R. Duncan, et al. (1999). Financial Integration in East Asia. Cambridge, Cambridge University Press: 295 p.

Calder, K. E. (2008). Critical Junctures and the Contours of Northeast Asian Regionalism. East Asian Multilateralism. K. E. Calder and F. Fukuyama. Baltimore, The Johns Hopkins University Press: 15-39.

Calder, K. E. and F. Fukuyama (2008). East Asian Multilateralism: Prospects for Regional Stability. Baltimore, The Johns Hopkins University Press.

Chan, E., M. Chui, et al. (2012). Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative. BIS Papers. Basel, Bank for International Settlements. **63**: 35-61.

Chey, H.-k. (2009). "The changing political dynamics of East Asian financial cooperation: the Chiang Mai Initiative." Asian Survey XLIX(3): 450-467.

Chow, H. K., P. N. Kriz, et al. (2007). Toward Greater Financial Stability in the Asian Region: Exploring Steps to Create Regional Monetary Units. Singapore, Singapore Management University.

Chung, D.-K., B. J. Eichengreen, et al. (2007). Toward an East Asian exchange rate regime. Washington, D.C., Brookings Institution Press: viii, 164 p.

Cohen, B. J. (1977). Organizing the world's money : the political economy of international monetary relations. New York, Basic Books.

Cohen, B. J. (1993). The International political economy of monetary relations. Aldershot, Hants, England ; Brookfield, Vt., USA, Edward Elgar.

Cohen, B. J. (2008). Capital Controls: The neglected option. Global Monetary Governance. B. J. Cohen. London and New York, Routledge: 190-204.

Cohen, B. J. (2008). Global monetary governance. London ; New York, Routledge.

Cohen, B. J. (2010). The future of global currency : the euro versus the dollar. Abingdon, Oxon ; New York, NY, Routledge.

Dhillon, K. S. (2009). Malaysian Foreign Policy in the Mahathir Era 1981-2003:

Dilemmas of Development. Hawaii, University of Hawaii Press

Eichengreen, B. (2007). Parallel Processes? Monetary Integration in Europe and Asia.
Toward an East Asian Exchange Rate Regime. D.-K. Chung and B. Eichengreen.
Washington, D.C., Bookings Institution: 137-156.

Eichengreen, B. (2007). Parallel Processes? Monetary Integration in Europe and Asia.
Toward an East Asian Exchange Rate Regime. D.-K. Chung and B. Eichengreen.
Washington, D.C., Brookings Institution: 137-156.

Eichengreen, B. and P. Luengnaruemitchai (2006). Why doesn't Aisa have bigger bond
Markets? BIS Papers. Basel, Bank for International Settlements: 40-77.

Emmers, R. and J. Ravenhill (2010) The Asian and global financial crises:
consequences for East Asian regionalism. RSIS Working Paper

Goldstein, M. (1998). The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic
Implications. Washington, D.C., Institute for International Economics.

Green, M. J. (2003). Japan's Reluctant Realism: Foreign Policy Challenges in an Era of
Uncertain Power. New York, Palgrave Macmillan.

Grimes, W. W. (2009). Currency and contest in East Asia the great power politics of
financial regionalism. Cornell studies in money. Ithaca, N.Y., Cornell University Press:
xvi, 248 p.

Grimes, W. W. (2011). "The Asian Monetary Fund reborn? Implications of Chiang Mai Initiative Multilateralization." Asia Policy(11): 79-104.

Guzzini, S. and A. Leander (2006). Constructivism and International Relations: Alexander Wendt and his Critics New York, Routledge.

Hamilton-Hart, N. (2008). Banking System a Decade after the Crisis. Crisis as Catalyst: Asia's Dynamic Political Economy. A. MacIntyre, T. J. Pempel and J. Ravenhill. Ithaca, Cornell University Press: 45-69.

Hamilton-Hart, N. (2011). Distribution, Domestic Politics, and Monetary Cooperation in East Asia. ADBI Working Paper Series. Manila, Asian Development Bank Institute: 1-24.

Helleiner, E. (1994). "Freeing money: Why have states been more willing to liberalize capital controls than trade barriers?" Policy Science(27): 299-318.

Henning, C. R. (2002). East Asian Financial Cooperation. Washington, D.C., Institute for International Economics.

IIMA (2003). Searching for A Stable Surrency Regime in East Asia: Role of Yuan, Dollar and Yen. IIMA Occasional Paper. Tokyo, Institute of International Monetary Affairs. **No. 14**: 1-60.

IIMA (2007). Toward Greater Financial Stability in the Asian Region: Exploring Steps to Create Regional Monetary Units (RMUs). Tokyo, Institute for International Monetary Affairs: 1-121.

IMF (1997). "IMF Approves SDR 15.5 Billion Stand-By Credit for Korea." IMF Press Release No. 97/55.

IMF (1997). "IMF Approves Stand-By Credit for Indonesia." IMF Press Release No. 97/50.

Inc., M. U. F. G. and IIMA (2007). Towards Regional Prosperity in Asia. Towards Regional Prosperity in Asia: How Can Japan and Other Asian Countries Contribute to Enhancing Financial Markets?, Kyoto, IIMA.

Ito, T., S. Koibuchi, et al. (2010). Why has the Yen failed to become a dominant invoicing currency in Asia? A firm-level analysis of Japanese exporters' invoicing behavior. NBER Working Paper. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research: 1-38.

Kawai, M. (1999). Evolving patterns of capital flows and the East Asian economic crisis. Asia Pacific Financial Deregulation. G. d. Brouwer and W. Puppavesa. London and New York, Routledge: 89-126.

Kawai, M. (2004). The case for a tri-polar currency basket system for emerging East Asia. Exchange Rate Regimes in East Asia. G. d. Brouwer and M. Kawai. London and

New York, RoutledgeCurzon: 360-384.

Kawai, M. (2007). Dollar, Yen, or Renminbi Bloc? Toward an East Asian Exchange Rate Regime. D.-K. Chung and B. Eichengreen. Washington, D.C., Brookings Institution: 90-120.

Kawai, M. (2010). From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund. Future Global Reserve System. Tokyo, Columbia University, ADB, ADBI.

Kawai, M. (2010). "From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund." Retrieved 28 March, 2011, from <http://aric.adb.org/grs/papers/Kawai%205.pdf>.

Kisselev, K. and F. Packer (2006). Minding the gap in Asia: foreign and local currency ratings. BIS Papers, Bank for International Settlements: 174-199.

Kuik, C.-C. (2008). China's Evolving Multilateralism in Asia: The Aussenpolitik and Innenpolitik Explanations. East Asian Multilateralism. K. E. Calder and F. Fukuyama. Baltimore, The Johns Hopkins University Press: 109-142.

Lee, Y. W. (2006). "Japan and the Asian Monetary Fund: An Identity-Intention Approach." International Studies Quarterly(50): 339-366.

Lipsy, P. Y. (2003). "Japan's Asian Monetary Fund Proposal " Stanford Journal of East Asian Affairs(3): 93-104.

McCauley, R. N. and Y.-C. Park (2006) Developing the bond market(s) of East Asia: global, regional or national? BIS Paper 1-21

McKinnon, R. and K. Ohno (2005). Japan's Deflation and the Syndrome of the Ever-High Yen, 1971-1995. Exchange Rate under the East Asian Dollar Standard. R. McKinnon. Cambridge, MIT Press: 77-102.

McKinnon, R. and G. Schnabl (2005). The East Asian Dollar Standard , Fear of Floating, and Original Sin. Exchnage rate under the East Asian Dollar Standard. R. McKinnon. Cambridge, MIT Press. **13-52**.

McKinnon, R. and G. Schnabl (2005). The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin. Exchange Rate under the East Asian Dollar Standard. R. McKinnon. Cambridge, MIT Press: 13-52.

McKinnon, R. I. (2005). Exchange rates under the East Asian dollar standard : living with conflicted virtue. Cambridge, MA, MIT Press.

Mitsubishi UFJ Financial Group, I. and IIMA (2007). Towards Regional Prosperity in Asia. Towards Regional Prosperity in Asia: How Can Japan and Other Asian Countries Contribute to Enhancing Financial Markets?, Kyoto, IIMA.

Moon, W., Y. Rhee, et al. (2007). Regional Currency Unit in Asia: Property and Prospective. Working Paper. Seoul, Korea Institute for International Economic Policy.

Mundell, R. A. (1968). International Economics. New York, Macmillan.

Nakao, T. (2012). Challenges in International Finance and Japan's Responses. International Finance Symposium. Tokyo, IIMA: 1-15.

Nesadurai, H. E. S. (2008). Southeast Asia's New Institutional Architecture for Cooperation in Trade and Finance. Asia's New Institutional Architecture. V. K. Aggarwal and M. G. Koo. Berlin, Springer.

Noble, G. W. and J. Ravenhill (2000). The Asian financial crisis and the architecture of global finance. New York, Cambridge University Press.

Ogawa, E. (2010). Towards the Establishment of a Regional Common Currency Unit in Asia. Diversification of Reserve Currencies and Development of Regional Financial Markets in Asia. Beijing, Asian Development Bank Institute and China Center for International Economic Exchange: 1-27.

Ogawa, E. and T. Ito (2002). "On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement." Journal of the Japanese and International Economies **16**(3): 317-334.

Ogawa, E. and J. Shimizu (2005). A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia. RIETE Discussion Paper Series. Tokyo, The Research Institute of Economic, Trade and Industry: 1-31.

Polanyi, K. (1944). The Great Transformation. Boston, Beacon Press.

Sakakibara, E. (2003). Structural Reform in Japan. Washington, D.C., The Brookings Institution.

Samuels, R. J. (2007). Securing Japan. Ithaca and London, Cornell University Press.

Subramanian, A. and M. Kessler (2012). China's Currency Rises in the US Backyard. Financial Times. London.

Takagi, S. (2012). Internatinalising the yen, 1984-2003: unfinished agenda or mission impossible? BIS Papers. Basel, Bank of International Settlement: 75-92.

Takeuchi, A. (2006). Identifying impediments to cross-border bond investment and issuance in Asian countries. BIS Papers Basel, Bank for International Settlements. **30**: 246-260.

Williamson, J. (1999). The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies. Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries. S. Collignon, J. Pisani-Ferry and Y. C. Park. London, Routledge: 327-343.

Williamson, J. (1999). The Case for a Common Basket Peg for East Asian Curriencies. Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries. S. Collignon, J. Pisani-Ferry and Y. C. Park. London, Routledge: 327-343.

Yu, Y. (2007). Toward East Asian Monetary and Financial Cooperation: A Chinese

Perspective. Toward an East Asian Exchange Rate Regime. D.-K. Chung and B.

Eichengreen. Washington, D.C., Bookings Institution: 49-66.





附錄一：東亞國家對居民與非居民參與債券、集合投資證券及衍生品市場之規範

國家	非居民 境內投資	非居民 境內籌資	居民 海外投資	居民 海外籌資
中國	合格境外機構 投資人(QFII) 審核制度(投資 許可制)。2012 年4月3日放寬 QFIIs 投資總額 上限為 800 億 美元。 禁止參與衍生 品市場交易。	發行許可制。允 許國際開發機 構發行人民幣 債券，尚無非居 民發行本幣債 券先例。 不得出售或發 行集合投資證 券(CIS)，並禁 止參與衍生品 市場交易。	合格國內機構 投資人(QDII) 審核制度(投資 許可制)。 海外投資外匯 使用限額規 範。(1)	證券發行許可 制。 衍生品交易許 可制。
香港	均無限制。 衍生品交易有 上限規定。(2)	均無限制。 衍生品交易有 上限規定。(2)	均無限制。 衍生品交易有 上限規定。	均無限制。 衍生品交易有 上限規定。
日本	均無限制。	均無限制。	保險公司投資 海外資產不得 超過其總資產 30%。	均無限制。
韓國	均無限制。惟若	均無限制，惟須	均無限制，惟若	須向指定外匯

	非經投資專用帳戶進行投資，須向韓國央行通報。	通知企劃財政部(MOSF)。	非經投資專用帳戶進行投資，則須向韓國央行通報。	<p>銀行通報。</p> <p>海外發行外幣計價證券金額超過 3 千萬美元，及發行韓圀計價證券，須向 MOSE 通報。</p> <p>非經交易所之衍生品直接交易需通報央行。</p> <p>衍生品交易受限額規範。(3)</p>
新加坡	均無限制。	均無限制。	均無限制。	均無限制。
泰國	投資單一國內金融機構發行之債券餘額不得超過 1 千萬泰銖。	<p>證券發行許可制。財政部允許外國機構發行的本幣債券，期限最低 3 年。</p> <p>CIS 僅能以交易所交易基金方式進行。</p>	<p>單一國內機構投資人投資海外證券未超過上限 5 千萬美元，不須經泰國央行批准。</p> <p>個人及企業投資海外證券須</p>	<p>證券發行許可制。</p> <p>跨境衍生品交易清算許可制。</p>

		衍生品交易許可制。	經央行批准。 海外衍生品交易不得涉及外匯及泰銖。 跨境衍生品交易清算許可制。	
馬來西亞	均無限制。	證券發行許可制。 集合投資證券須由在馬國註冊之機構信託代理人經銷。	以自有外幣資產投資者不受限制；以初次公開發行收益投資者不受限制；非以自有外幣匯投資者，受外幣借款上限規範。(4) 衍生品交易支付須經批准。(5)	證券發行許可制。 衍生品交易許可制。 受外幣債務上限規範。
印尼	非居民購買政府債券只能經由初級市場主要交易商。	與居民發行證券之規範相同。 發行債券期限超過一年者，須	國內退休基金不得投資海外證券。 國內共同基金	發行債券期限超過一年者，須經央行批准。 銀行須每日通

	單一非居民投資不得超過任何基金總值1%。	經央行批准。	海外投資上限為其淨資產15%。	報央行。 衍生品交易有上限規範。(6) 銀行因衍生品交易所產生之損失不得超過其總資本10%。 銀行不得從事外幣兌本幣匯差交易。
菲律賓	投資收益若欲匯出，則須登記購買證券。 除已向央行註冊之外國投資人，非居民不得購買遠期外匯。	若需購匯償付債券，則發行債券需央行批准。 非居民之衍生品交易涉及本幣者，須經央行批准。	若無須購匯，可自由投資海外債券、CIS。 有交易上限規範。(7) 購匯投資菲律賓政府或居民海外發行之外幣資產毋須央行批准，仍受外	政府海外發行債券須經央行批准。 債券償付不需購匯者，可自由發行海外債券。 涉及本幣之外匯衍生品合約受本幣輸出入規範限制。

			幣資產投資上限規範。	
			涉及本幣之外匯衍生品合約受本幣輸出入規範限制。	

資料來源：Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2011, IMF.

備註：

- (1) 保險公司海外投資總額不得超過其上一季總資產 15%。QDIIs 投資海內外無擔保公司債及海內外投資組合基金之上限分別為其上季總資產之 20%和 15%。
- (2) 市場參與者從事恆生指數(HSI)和恆生中國企業指數(HSCEI)之期貨與選擇權交易分別不得超過 10,000 及 12,000 筆合約，但經證券與期貨委員會批准可提高上限 50%。
- (3) 2010 年 8 月 1 日起，企業為避險進行衍生品交易，交易上限由基礎交易額 125% 降至 100%。2011 年 6 月 1 日起，國內銀行及外國銀行分行之外匯衍生品合約總額上限，分別由上月銀行資本 50%及 250%降為 40%及 200%。
- (4) 外幣借款上限為林吉特(ringgit)價值 1 億元。單一企業使用林吉特購匯進行海外投資者，每年上限 5 千萬林吉特，單一居民年度上限則為 1 百萬林吉特。
- (5) 2010 年 4 月 2 日起，居民獲准以特定匯率經本地期貨經紀商向非居民支付海外進行之衍生品交易，該交易若為避險目的則無交易上限，若非為避險目的，則負有林吉特債務之單一企業年度交易上限為 1 千萬林吉特，單一個人年度交易上限為 1 百萬林吉特。
- (6) 國內銀行之期貨、互換合約及權證交易涉及對手為非居民且標的為外幣兌印尼

盾者，單一銀行或單一消費者之交易上限為 1 百萬美元，為 3 月期內之投資相關交易及商品進出口所進行之避險不在此限。

- (7) 2010 年 11 月 24 日起，居民獲准購匯投資海外債券、集合投資證券，單一企業年度投資上限為 6 千萬美元，超過此限須經央行批准。



附錄二：中國金融市場開放進程 2003-2012(第二季)

時間	開放內容
2003.4.22	開始於銀行間債券市場連續滾動發行人民銀行票據。
2004.5.20	推出銀行間債券市場買斷式回購業務。
2004.7.23	人民銀行批准招商銀行等 6 家金融機構為銀行間債券市場造市機構。(招商銀行、中國民生銀行、上海銀行、杭州市商業銀行、國泰君安證券有限公司、中信證券股份有限公司)
2004.8.16	人民銀行與中國證監會聯合發表《貨幣市場基金管理暫行規範》，保護基金投資人合法權益。
2004.11.1	發布《證券公司短期融資券管理辦法》，允許符合條件的證券公司向合格機構投資人發行短期融資券。
2004.12.7	發布《全國銀行間債券市場交易流通審核規則》，便利公司債券大量進入銀行間債券市場。
2005.2.18	發布《國際開發機構人民幣債券發行管理暫行辦法》，允許符合條件之國際開發機構在中國境內發行人民幣債券。
2005.4.6	中國人民銀行、中國銀監會及中國證監會，確定中國工商銀行、中國建設銀行及交通銀行為首批直接投資設立基金管理公司試點銀行。
2005.4.20	頒布《信貸資產證券化試點管理辦法》，規範信貸資產證券化試點，保護投資人合法權益，提高信貸資產流動性，豐富證券種類。
2005.4.30	批准「泛亞債券指數基金」(PAIF)進入銀行間債券市場，為該市場第一家境外機構投資人。
2005.5.18	批准銀行間外匯市場正式開辦外幣交易，中國外匯交易中心並推出 8 對外幣交易(美元兌歐元、日圓、港元、英鎊、瑞郎、澳元、加元，以及歐元兌日圓)業務，增加投資與避險選項。

2005.5.24	實施《短期融資管理辦法》，增加企業直接融資管道，並規範短期融資券發行與交易。
2005.6.1	實施《全國銀行間債券市場金融債券發行管理辦法》，規範金融債券發行，增加金融機構直接融資管道。
2005.6.15	實施《全國銀行間債券市場債券遠期交易管理規定》，規範債券遠期交易，促進市場價格發展，題高市場流動性。
2005.6.16	發布《資產支持證券信息披露規則》，促進銀行間債券市場資訊揭露。
2005.7.21	人民幣匯率開始採行參考一籃子貨幣，不再盯住單一美元；人民幣兌美元匯價調整為 1 美元兌 8.11 人民幣，此價格為下依交易日中間價，允許每日匯價波動在中間價上下千分之三；非美元貨幣對人民幣則在一定幅度內浮動。
2005.8.15	中國外匯交易中心正式推出銀行間遠期外匯交易品種。
2005.8.30	國務院允許商業銀行、保險機構投資人投資資產支持證券。
2005.10.9	批准 IFC 和 ADB 分別在全國銀行間債券市場發行人民幣 11.9 億和 10 億元債券，為中國債券市場首次引入外資機構為發行主體。
2005.11.24	發布《銀行間外匯市場做市商指引(暫行)》，在銀行間外匯市場引入造市商制度。
2005.12.8	批准國家開發銀行、中國建設銀行在銀行間債券市場發行首批資產支持證券，擴大直接融資比重，並提高金融機構信貸資產流動性。
2005.12.13	發布《公司債進入銀行間債券市場交易流通的有關事項公告》，簡化市場審核程序、擴大投資主體範圍、提升市場透明度和定價能力，促進公司債券市場發展。
2006.1.24	發布實施《關於開展人民幣利率互換交易試點有關事宜的通知》，展開利率互換交易試點，豐富銀行間債券市場投資者風險管理及資

	產負債管理工具，解決資產負債結構錯配問題，加快利率市場化進程。
2006.2.22	授權全國銀行同業拆借中心公佈銀行間債券市場回購定盤利率，強化市場利率指標建設，增強銀行間債券市場價格發現功能，完善市場收益率曲線和推動金融衍生品發展。
2006.3.10	人民銀行批准，中國外匯交易中心與芝加哥商業交易所(CME)簽署國際貨幣產品交易合作協議，引入 CME 的相關金融商品，促進中國金融機構進行國際貨幣匯率與利率風險管理，並提高自主定價和風險管理能力。
2006.4.18	人民銀行、銀監會、國家外匯管理局共同發布《商業銀行開辦代客境外理財業務管理暫行辦法》，允許境內機構和居民委託境內商業銀行在境外進行金融產品投資。
2006.12.29	人民銀行批准，中國外匯交易中心成立獨立清算所，控制清算風險，提高清算效率和場流動性。
2007.1.4	上海銀行間同業拆放利率(Shanghai Interbank Offered Rate, Shibor) 開始運行，對全中國市場公佈的利率品種包括：隔夜、1 周、2 周、1 個月、3 個月、6 個月、9 個月及 1 年。
2007.5.21	人民銀行宣布，銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價單日浮動幅度由千分之三擴大為千分之五。
2007.6.8	人民銀行與發改委聯合發布《境內金融機構赴香港特別行政區發行人民幣債券管理暫行辦法》，6 月 26 日人民幣債券開始在港發行。
2007.7.3	人民銀行發佈《同業拆借管理辦法》，8 月 6 日開始實施。辦法規範拆業市場准入、期限、備案、透明度、監督管理權限等。
2007.8.12	發布《國家外匯管理局關於境內機構自行保留經常項目外匯收入的通知》，取消對境內機構外匯帳戶限額管理，使其可自行保留經常

	項外匯收入。
2007.8.17	發布《中國人民銀行關於在銀行間外匯市場開辦人民幣外匯貨幣掉期業務有關問題的通知》，在銀行間外匯市場開辦人民幣兌美元、歐元、日圓、港元和英鎊的貨幣掉期交易，提供更靈活的匯率和利率風險管理工具。
2007.8.20	中國國家外匯管理局發佈《關於開展境內個人直接投資境外證券市場試點的批復》，研究在風險可控的前提下開展境內個人直接對外證券投資業務試點。
2007.9.29	人民銀行發佈《遠期利率協議管理規定》，推出遠期利率協議業務。
2008.1.18	人民銀行發佈《關於展開人民幣利率互換業務有關事宜的通知》，全面推出利率互換業務。
2008.8.1	人民銀行公告，全國銀行間債券市場全面實現券款對付的結算方式。
2008.8.20	中國國家外匯管理局批准在北京和上海進行個人本外幣兌換特許業務試點。
2009.1.7	人民銀行公告，取消在銀行間債券市場交易流通之債券發行規模需超過 5 億元才可交易流通的限制條件，為中小企業發債融資創造較好條件。
2009.1.22	人民銀行發佈《關於 2009 年上海銀行間同業拆放利率建設工作有關事宜的通知》，提出完善 Shibor 形成機制，推動金融產品以 Shibor 為基準定價或參照其定價。
2009.3.11	人民銀行公告，中國場外金融衍生品交易受統一主協議(整合銀行間市場金融衍生品交易和銀行間外匯市場人民幣外匯衍生品)管轄。
2009.3.18	人民銀行公告，允許基金管理公司以特定資產管理組合名義在全國

	銀行間債券市場開立債券帳戶，並對其業務運作進行規範。
2009.3.25	人民銀行發佈《全國銀行間債券市場金融債券發行管理操作規程》，規範完善金融債券發行管理，提高金融債券發行審核透明度，健全市場約束與風險分擔機制。
2009.3.26	人民銀行發佈《銀行間債券市場債券登記託管結算管理辦法》，規範債券登記、託管和結算業務開展。
2009.7.1	人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局和中國銀監會發布聯合公告，公佈實施《跨境貿易人民幣結算試點管理辦法》。
2009.11.11	國家外匯管理局發佈《關於擴大個人本外幣兌換特許業務試點的通知》。
2009.11.12	人民銀行指導下，中國銀行間市場交易商協會發布《銀行間債券市場中小非金融企業集合票據業務指引》。
2009.11.28	銀行間市場清算所股份有限公司在上海掛牌成立。
2010.3.24	人民銀行與白俄羅斯國家銀行簽署《中白雙邊本幣結算協議》，為中國與非邊境國家簽訂的第一個一般貿易本幣結算協議。
2010.6.22	人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局、中國銀監會聯合發布《關於擴大跨境貿易人民幣結算試點範圍有關問題的通知》，擴大試點範圍，增加國內試點地區，並不再限制境外地域，試點業務範圍則擴大至貨物貿易以外的其他經常項目結算。
2010.8.16	人民銀行發佈《關於境外人民幣清算行等三類機構運用人民幣投資銀行間債券市場試點有關事宜的通知》，允許境外中央銀行或貨幣當局、港澳人民幣業務清算行和跨境貿易人民幣結算境外參加銀行使用依法獲得的人民幣資金投資銀行間債券市場。
2010.9.2	人民銀行發佈《境外機構人民幣銀行結算帳戶管理辦法》，明確境外機構可申請在銀行開立人民幣銀行結算帳戶，用於依法開展的各

	項跨境人民幣業務，並自 10 月 1 日起實施。
2010.9.30	人民銀行、證監會、銀監會聯合發布《關於上市商業銀行在證券交易所參與債券交易試點有關問題的通知》。
2010.11.22	經人民銀行授權，中國外匯交易中心在銀行間外匯市場開辦人民幣對俄羅斯盧布交易。12 月 15 日，俄羅斯莫斯科貨幣交易所正式掛牌人民幣對俄羅斯盧布交易。
2011.1.6	經與發改委、商務部協商，人民銀行與國家外匯管理局發佈《境外直接投資人民幣結算試點管理辦法》，允許跨境貿易人民幣結算試點地區的銀行和企業可開展境外直接投資人民幣結算試點。
2011.2.14	國家外匯管理局發佈《關於人民幣對外匯齊全交易有關問題的通知》，批准中國外匯交易中心在銀行間外匯市場組織展開人民幣對外匯期權交易，進一步豐富外匯市場交易品種，提供銀行與企業更多匯率避險保值工具。
2011.4.9	人民銀行公告，對全國銀行間債券市場交易管理提出要求，引入重大異常交易揭露制度、異常交易事前報備制度。
2011.6.23	人民銀行與俄羅斯聯邦中央銀行簽訂新的雙邊本幣結算協定，將中俄本幣結算從邊境貿易擴大至一般貿易，並擴大地域範圍，兩國經濟活動主體可自由決定商品和服務貿易的結算與支付貨幣。
2011.8.22	人民銀行會同 5 部委發佈《關於擴大跨境貿易人民幣結算地區的通知》，將跨境貿易人民幣結算境內地域範圍擴大至全國。
2011.8	國務院批准，中國境內機構赴港發行人民幣債券上限 500 億元，其中金融機構上限 250 億人民幣，非金融機構上限亦為 250 億人民幣。
2011.9.14	人民銀行發佈《關於俄羅斯莫斯科銀行間貨幣交易所人民幣對盧布交易人民幣清算有關問題的通知》，允許在莫斯科銀行間貨幣交易所開展人民幣對盧布交易的俄羅斯商業銀行在中國境內商業銀行

	開立人民幣特殊帳戶，專門用於人民幣對盧布交易產生的人民幣清算。
2011.10.14	人民銀行發佈《外商直接投資人民幣結算業務管理辦法》，明確銀行可按照相關規定為境外投資者辦理外商直接投資人民幣結算業務。
2011.10.26	人民銀行發佈《關於境內銀行業金融機構境外項目人民幣貸款的指導意見》，對境內銀行開展境外項目人民幣貸款業務給予明確規定。
2011.11	展開四省市地方政府自行發債試點，上海市、廣東省、浙江省和深圳市政府分別在銀行間債券市場發行債券 71 億元、69 億元、67 億元和 22 億元。
2011.12.16	人民銀行、證監會、國家外匯管理局聯合發布《基金管理公司、證券公司人民幣合格境外機構投資者(RQFII)境內證券投資試點辦法》，允許境內基金管理公司、證券公司的香港子公司作為試點機構，運用其在香港募集的人民幣資金在經批准的人民幣投資額度內展開境內證券投資業務。
2011.12.19	在雲南推出人民幣對泰銖銀行間市場區域交易。
2012.1.17	中國人民銀行與阿拉伯聯合大公國中央銀行簽署規模 350 億元人民幣/200 億迪拉姆的雙邊本幣互換協議，有效期 3 年，經雙方同意可以展期。
2012.2.6	中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局和銀監會聯合發佈《關於出口貨物貿易人民幣結算企業管理有關問題的通知》(銀發[2012]23 號)，規定參與出口貨物貿易人民幣結算的主體不再限於列入試點名單的企業，所有具有進出口經營資格的企業均可進行出口貨物貿易人民幣結算業務。
2012.2.8	中國人民銀行與馬來西亞國家銀行續簽雙邊本幣互換協定，互換規

	模由原來的 800 億元人民幣/400 億林吉特擴大至 1800 億元人民幣 /900 億林吉特，有效期 3 年，經雙方同意可以展期。
2012.2.21	中國人民銀行與土耳其中央銀行簽署規模為 100 億元人民幣/30 億土耳其里拉的雙邊本幣互換協議，有效期 3 年，經雙方同意可以展期。
2012.3.20	中國人民銀行與蒙古銀行簽署中蒙雙邊本幣互換補充協定，互換規模由原來的 50 億元人民幣/1 萬億圖格裡特擴大至 100 億元人民幣 /2 萬億圖格裡特。
2012.3.22	中國人民銀行與澳洲儲備銀行簽署規模為 2000 億元人民幣/300 億澳幣的雙邊本幣互換協議，有效期 3 年，經雙方同意可以展期。
2012.4.14	中國人民銀行發佈《中國人民銀行公告》〔2012〕第 4 號，決定自 2012 年 4 月 16 日起，將銀行間即期外匯市場人民幣兌美元交易價浮動幅度，由千分之五擴大至百分之一。
2012.4.23	中國人民銀行與世界銀行簽署《中國人民銀行代理國際復興開發銀行（IBRD）投資中國銀行間債券市場的代理投資協定》，以及《中國人民銀行代理國際開發協會（IDA）投資中國銀行間債券市場的代理投資協定》。
2012.5.29	經中國人民銀行授權，中國外匯交易中心宣佈自 2012 年 6 月 1 日起，改善銀行間外匯市場人民幣對日元交易方式，發展人民幣對日元直接交易。
2012.6.5	中國人民銀行、財政部、商務部、海關總署、國家稅務總局和銀監會聯合下發《關於出口貨物貿易人民幣結算企業重點監管名單的函》（銀辦函[2012]381 號），至此，境內所有具進出口經營資格的企業均可依法可進行出口貨物貿易人民幣結算業務。
2012.6.26	中國人民銀行與烏克蘭國家銀行簽署金額 150 億元人民幣/190 億格

裡夫納的雙邊本幣互換協議，有效期為 3 年，經雙方同意可以展期。





名詞對照表

absolute gains, 絕對利益
anchor, (匯率)錨
anthropocentric capitalism, 以人類為宇宙中心的資本主義
ASEAN-5, 東協五國
ASEAN+3 Bond Market Forum, ABMF, 亞洲債券市場論壇
ASEAN Plus Three, 東協加三
ASEAN Plus Three Macroeconomic Research Office, AMRO, 東協加三總體經濟研究辦公室
ASEAN Regional Forum, ARF, 東協區域論壇
ASEAN Swap Arrangement, ASA, 東協換匯安排
ASEAN way, 東協模式
Asia Bond Fund, ABF, 亞洲債券基金
AsianBondsOnline, 亞洲債券線上
Asia-Europe Meeting, ASEM, 亞洲高峰會
Asian Bond Market Initiative, ABMI, 亞洲債券市場倡議
Asian currency, 亞元
Asian Currency Unit, ACU, 亞洲貨幣單位
Asian Development Bank, ADB, 亞洲開發銀行
Asian Monetary Fund, AMF, 亞洲貨幣基金
Asia-Pacific Economic Cooperation, APEC, 亞太經濟合作會議
Asian value, 亞洲價值
Bank of International Settlement, BIS, 國際清算銀行
benchmark, 定價基準
best practices, 最佳實踐
bias, 偏差
big bang, (金融)大爆炸
Bilateral Swap Arrangements, BSAs, 雙邊換匯安排
binding, 拘束性
Brady Plan, 布萊迪計畫
Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM, 清邁倡議多邊化
constructivism, 建構主義
Collective Investment Securities, CIS, 集合投資證券
coordination group, 協調團
Crony Capitalism, 裙帶資本主義
currency swap, 換匯

departmentalism, 部門主義
domino effect, 骨牌效應
double mismatch, 雙重錯置
East Asia dollar standard system, 東亞美元本位體系
East Asia Economic Group, EAEG, 東亞經濟集團
Economic Review and Policy Dialogue, ERPD, 經濟檢視與政策對話
European Currency Unit, ECU, 歐洲貨幣單位
European Monetary System, EMS, 歐洲貨幣體系
exchange rate mechanism, ERM, 匯率機制
Exchange Stability Fund, ESF, 外匯穩定基金
Executive Level Decision Making Body, 行政級決策體
Executive's Meeting of East Asia Pacific Central Bank, EMEAP, 東亞暨太平洋地區
中央銀行首長會議
exorbitant privilege, 過度特權
fear of floating, 恐懼(匯率)浮動
focal group, 指導團
free-rider, 搭便車者
Foreign Direct Investment, FDI, 外國人直接投資
Fund of Bond Fund, FoBF, 單一市場基金
General Review, 一般檢視
Grassman rule, 葛拉司曼法則
hedge, 避險
IMF link, IMF 連結
Institute for International Monetary Affairs, IIMA, 國際貨幣研究所
International Financial Institute, IFI, 國際金融機構
International Monetary Fund, IMF, 國際貨幣基金
lender of last resort, LLR, 最終貸款者
Manila framework, 馬尼拉架構
maturity mismatch, 到期日錯置
Miyazawa Plan, 宮澤計畫
mobilization of bias, 偏差動員
monetary mismatch, 貨幣錯置
neoliberal institutionalism, 新自由制度主義
New ABMI Roadmap, 新 ABMI 路線圖
new cold war, 新冷戰
New Miyazawa Initiative, NMI, 新宮澤計畫
non-binding, 非拘束性
non-resident, 非居民

normal access limits, 一般信用窗口限制
open regionalism, 開放性區域主義
original sin, 發展中國家原罪
Pan Asia Bond Index Fund, PAIF, 泛亞債券指數基金
Plaza Accord, 廣場協議
public goods, 公共財
purchasing multiple, 購買乘數
Qualified Foreign Institutional Investors, QFIIs, 合格境外機構投資人
Qualified Domestic Institutional Investors, QDIIs, 合格境內機構投資人
quantitative easing, 量化寬鬆
quota, 份額
realism, 現實主義
regionalism, 區域主義
Regional Monetary Unit, RMU, 區域貨幣單位
relative gains, 相對利益
seigniorage, 鑄幣稅
Special Drawing Rights, SDRs, 特別提款權
Stand-By Arrangement, SBA, 常備貸款安排
Steering Committee, 指導委員會
Syndrome of the ever-high yen, 日圓升值症候群
task force, 任務小組
The Chiang Mai Initiative, CMI, 清邁倡議
The Nixon Shock, 尼克森衝擊
The San Francisco System, 舊金山體系
the theory of hegemonic stability, 霸權穩定論
The Washington Consensus, 華盛頓共識
The Yoshida Doctrine, 吉田主義
Triffin dilemma, 特里芬兩難
two-corner solution, 兩極化解決方案
unholy trinity, 不神聖三位一體
U.S.-Japan Yen Dollar Committee, 日圓美元委員會
working groups, 工作團
World Trade Organization, WTO, 世界貿易組織
yen block, 日圓圈
yield curve, 折讓率曲線