

肖立晟

nkxls@126.com

东亚金融危机:二十周年回顾与展望系列报告之三

东亚经济金融合作面临的障碍和挑战^①

摘要: 东南亚金融危机之后, 亚洲各国开始加强建设区域贸易和金融的合作机制, 取得了一系列重要成果。然而, 由于东亚经济体的国际贸易以加工贸易、中间品贸易为主, 区内贸易占比较低, 东亚各国区域贸易一体化进展有限。受到贸易一体化的影响, 区域内金融体系普遍发展不足、各国间缺乏政治互信导致东亚区域金融一体化发展严重滞后。未来, 东亚各国应进一步加强金融体系建设, 加强区域金融安全网的建设及建立政治互信, 提高区域抵御国际风险的能力, 维护经济稳健增长。

1997年-1998年, 东亚爆发了严重的金融危机, 各国政府开展了一系列促进区域合作和金融一体化的举措以应对外部冲击。如今20年过去了, 尽管各类区域贸易和金融的合作机制在不断增强, 区域经济一体化程度在不断加强, 然而考虑到当前资本流动波动性加大及其对经济金融体系潜在冲击的增加, 东亚区域经济、金融一体化进展仍远远不够, 我们有必要回头审视东亚区域实体经济与金融一体化面临的障碍与挑战。

一、区域贸易一体化进展有限、仍然较为依赖区外贸易

东亚的区域经济一体化, 主要是通过商品市场中的贸易渠道展开。然而, 事实上,

^① 肖立晟 (1983-), 湖南临湘人, 中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员, 博士。本文获得国家社科基金重点项目 (批准号:14AZD032) 资助。

尽管区内贸易不断增加，但东亚地区的区内贸易扩张幅度有限，东亚地区各国的贸易仍主要依赖于区外贸易。ADB的亚洲区域一体化指数显示：1995年，10+3国家的区内贸易占比45.01%，2015年则是47.16%（2015年是最新数据）。也就是说，在上述20年当中，东亚区内的贸易占比仅仅只提高了2.15个百分点。而在同一时期，欧盟的区内贸易占比一直处于60%左右的水平。

此外，东亚区内的加工贸易、中间品贸易占比较高，这是东亚区内贸易的一大特点。如果剔除掉这方面因素、只考虑最终需求，则东亚区内贸易占比还会有明显下调，东亚各国最终受到其他区域，特别是美国的最终需求的推动。可见，东亚经济还远远谈不上与其他区外经济的脱钩。基于现有的实体经济基础，东亚地区对区外的货币、汇率、金融市场的依赖性也较强。

区域经济一体化的一般路径是从贸易、投资，再走向货币、金融领域。在二战后，出于对战争的反思、对和平的渴望，政治驱动的欧洲一体化进程，是从煤钢共同体、关税同盟、欧共体这样的合作一步步走过来的。而东亚财金合作的初始动力，则是基于对金融危机的反思，直接走向了货币金融合作，比如清迈协议及其多边化、亚洲债券市场倡议等。这种就金融合作来应对金融危机的思路难免忽略了金融危机爆发的实体经济原因，这在一定程度上也是一种短视的做法。对于东亚各国而言，一直以来的出口促进战略使得贸易仍主要依赖于美国、欧洲等区外贸易，因此，各国政府更倾向于稳定与美国、欧洲之间的汇率，对区域内汇率的稳定主要是出于减少在区外贸易中的竞争的目的，从而造成了东亚各国对于稳定区域内汇率的动力不足，对东亚区域金融一体化的发展形成障碍。

二、金融一体化发展滞后

东亚金融危机的教训之一是东亚地区经济体融资结构存在严重的货币错配和期限错配。更深层次的金融融合有助于形成更大、更广泛、更深入、流动性更强、效率更高的金融体系，进而保护该地区免受外部金融冲击，为未来的增长铺平道路。基于此，亚洲金融危机以来，各国决策者们开展了一系列促进区域合作和金融一体化的举措，希望通过加强地区储备和发展本地货币计价的债券市场，特别是公司债券市场来增强对变幻莫测的全球金融市场抵御能力。主要包括清迈协议（CMI）下的双边互换协议网络（BSAs）来抵制投机性的货币攻击，创建亚洲债券基金作为区域性债券市场

的第一步。其他的还包括2008年和2009年的一系列东盟+3财长会议加快CMI的多边化（CMIM）等。

经过多年的发展，东亚地区贸易一体化水平不断提高，但区域金融一体化落后于贸易一体化（Park等，2008）。东亚各国与世界其他地区的金融联系远远高于与区域内其他经济体的金融联系（Eichengreen等，2004），例如，日本是东亚地区对外投资规模最大的国家，尽管与东亚其他国家的贸易往来非常频繁，但其投资目的地主要在东亚以外地区。

东亚区域金融一体化发展滞后的原因主要包括：与发展良好的实体经济相比，东亚各国金融体系普遍发展不足，金融发展水平低、金融开放度低以及交易波动性高导致了东亚区域金融一体化很大程度上由区域内经济体之间的高贸易量驱动，而充当东亚金融安全网的CMIM、AMRO尚未启动，在技术上的可靠性仍然未得到验证（Lombardi，2010），进而导致了东亚区域金融一体化发展滞后。此外，各国间由于缺乏政治互信导致的了政治风险、对跨境资本流动的限制、信息不对称、外国银行进入的障碍以及监管和制度质量的差异也为金融一体化创造了障碍。

1. 亚洲区域债券市场发展滞后、本币债券市场发展失衡

从2003年开始，东盟+3经济体发起了一系列的倡议，促进亚洲债券市场的发展。亚洲债券市场经过多年的发展取得巨大成就。截至2016年12月，东盟+3中的10个经济体本币债券规模近20万亿美元，是2003年7.8万亿美元的2.5倍。

理论上，亚洲债券市场既包括本地区各国本币债券市场，也包括一个东亚地区性国际债券市场，这个地区性债券市场可以是东亚经济体本币债券市场的区域内延伸，也可以是东亚地区外经济体债券市场的向本区域的扩展，也可以是一个基于东亚共同货币的债券市场。

然而，从当前的发展情况来看，以发展本币债券市场为重点的亚洲债券市场，未能从根本上解决东亚地区面临的货币错配和期限错配问题。

第一，多数东亚经济体公司债券占本币债券的比例依然较低。从东亚10个经济体本币债券市场整体来看，政府本币债券占到本币债券总额的78.4%，而公司债券只占到21.6%。分国别来看，越南本币公司债券占本国本币债券的比例还不到5%，中国、印度尼西亚、日本、菲律宾、泰国等国公司债券占比也偏低。这一现象说明，亚

洲债券市场的发展很大程度上来自于政府推动。私营部门仍未能充分利用本币债券市场融资，发展亚洲债券市场帮助市场主体克服货币错配和期限错配的目标仍未完全实现。

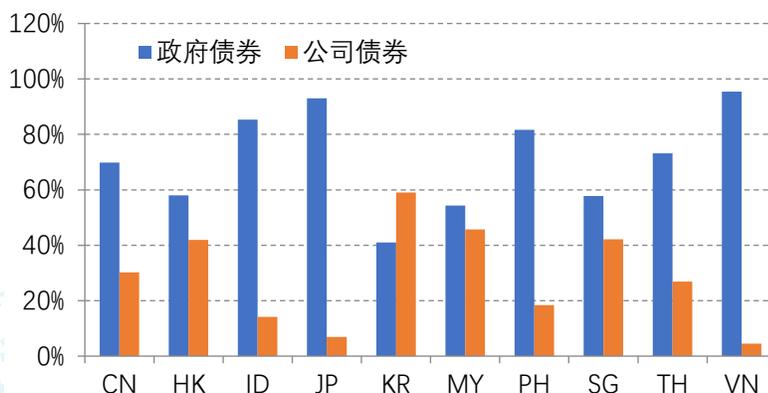


图1 2016年12月底东盟+3部分经济体不同部门本币债券市场比例 (%)

资料来源：亚洲债券在线

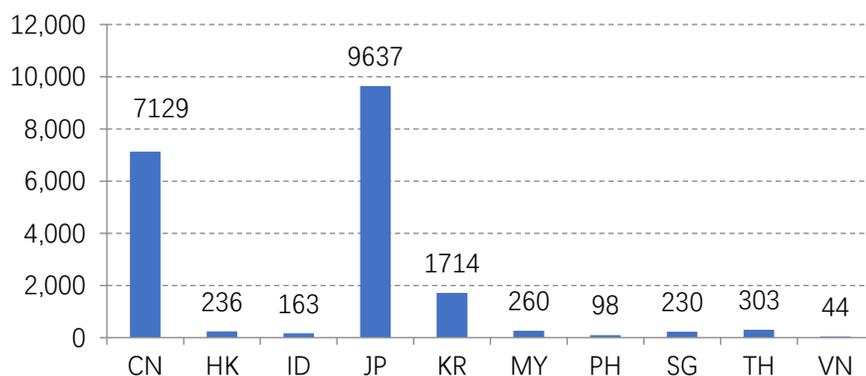


图2 2016年12月底东盟+3部分经济体本币债券市场规模 (10亿美元)

资料来源：亚洲债券在线

第二，“马太效应”的存在注定无法实现东亚各经济体本币债券市场的齐头发展，部分经济体期限错配和货币错配的问题仍无法解决。当前，东亚各经济体本币债券市场发展极不均衡。近年来东亚本币债券市场虽取得快速发展，但债券市场份额仍主要集中在日本、中国、韩国等少数几个经济体。为保证市场具有充足流动性，这要求该债券市场必须具有一定的规模，从东亚地区来看，只有日本、中国能满足这一条件，这也决定了只有这两个国家的本币债券市场才能扩展至其他国家，最终成为东亚区域

债券市场的一部分。

2. 东亚金融安全网：CMIM、AMRO尚未发挥实质作用

自2000年建立以来，清迈倡议资金规模不断扩大，并从双边机制扩展为多边机制，作为东亚地区金融安全网的潜在作用不断提升。然而，到目前为止清迈倡议多边化（CMIM）仍未启动过，CMIM在技术上的可靠性仍然未得到验证。特别是在2008年全球金融危机期间，在美元流动性短缺的情形下，韩国、新加坡货币当局都与美联储建立双边货币互换，印度尼西亚央行也试图与美联储建立双边货币互换安排，他们并未寻求CMIM的帮助。这说明CMIM仍未发展成为东亚地区理想的金融安全网，这既包括CMIM本身的问题，同时作为CMIM辅助机构，东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）也存在有待完善的地方。

第一，CMIM资金不断扩容，但是从未启动，这妨碍了CMIM发挥作用。

CMIM为成员经济体安排的资金规模相比其他金融安全网并不低。目前CMIM下各成员的出资资金规模总计为2400亿美元，所有成员理论最大借款规模为2435亿美元。在CMIM与IMF贷款项目脱钩比例为30%的情况下，各成员可从CMIM自主动用的借款规模为731亿美元。与IMF快速融资工具相比（年度限额为各国份额的37.5%），除了中国、日本外，其他成员从CMIM可获得的资金额度都要高于从IMF快速融资工具可获得的资金额度。即使对于韩国来说，其从CMIM可获得资金为115亿美元，远高于其从IMF快速融资工具可获得的资金规模（35亿美元）。此外，大部分东盟国家从CMIM可获得的自主动用借款规模基本也与其从IMF备用安排提取的年度限额（145%）相当或略有超过。像泰国、马来西亚、菲律宾、越南、柬埔寨等国从CMIM可获得的最大借款规模甚至已超过其从IMF备用安排提取的累积限额（435%）。从与各成员的外汇储备规模对比来看（假设短期动用比例为10%），对于经济规模较小的东盟经济体来说，其从CMIM与基金组织30%脱钩比例下可获得的资金也基本可以与其短期内动用的外汇储备相当。因此，从各种金融安排的横向对比来看，目前CMIM下的资金规模并不低。

从资金动用上看，CMIM最大的问题是，到目前为止，仍未有成员启动过CMIM的融资安排。由于被长期放置不用，一国在申请CMIM时可能向市场发出错误信号，被市场误读为该国已“无计可施”，从而进一步恶化该国经济信心。这种情况下，CMIM不仅无法起到地区金融安全网的作用，反而加剧了市场担忧。也基于此，一些国家宁

可选择其他金融安排，而不愿意申请动用CMIM。

第二，CMIM贷款工具的使用程序仍不透明

CMIM的基本目标之一是解决本地区出现的短期流动性困难，为此，CMIM共设有两个贷款工具：一是“清迈协议多边化稳定便利”（CMIM Stability Facility, CMIM-SF），是CMIM下的危机解决工具。二是“清迈协议多边化预防便利”（CMIM Precautionary Line, CMIM-PL），是CMIM下的危机预防机制。CMIM规定，请求CMIM安排（包括CMIM-SF和CMIM-PL）的成员方需要满足一组先决条件。这些先决条件包括完成对该成员经济及财政状况的评估及没有违约事件等。此外，CMIM还要求资金请求方遵守诸如提交定期监督报告和参与“东盟+3经济评估和政策对话”（ERPD）项目等。但是这些条件并没有具体的公开说明。这不利于引导市场预期，限制了各国申请相关贷款工具的积极性。

第三，AMRO的监督目标仍不够明确

AMRO的主要目的是通过实施地区经济监督来确保东亚地区的经济与金融稳定，并支持清迈倡议多边化（CMIM）的执行。为实现上述目标，AMRO被赋予四项功能：

（1）监督和评估成员经济体的宏观经济状态和金融稳健状况，并向各成员报告；（2）识别本地区宏观经济与金融风险 and 脆弱性，并在要求时向各成员提供及时缓解这些风险的政策建议；（3）帮助各成员执行本地区金融安排（也即清迈倡议多边化）；（4）执行委员会指定的为满足AMRO目标所必要的其他活动。然而，AMRO对于监督目标的界定过于模糊，其“经济与金融稳定”的目标并未明确区分其与IMF监督的不同。这导致目前AMRO仍未形成自己的监督特色，也没有形成与IMF监督不同的侧重。

3. 东亚国家政治互信仍有待加强

政治互信是加强财政金融合作的基础，政治风险是导致东亚国家将主要投资投向收益率较低的发达经济体的重要原因（Lee等，2013），东亚各国的金融一体化需要高度的政治协商以及密切的宏观经济和财政协调。缺乏政治互信，东亚区域的财政金融合作将举步维艰。

由于历史和现实的原因，东亚区域国家之间的互信程度面临挑战。目前，东亚是世界上军事演习最密的地区，每年的军演都有数百次之多。东亚国家之间的政治互信面临的新问题，一方面，与一直以来的历史问题有关，另一方面，也同东亚经济格局

的巨大变化有关。2005年，中国的GDP大致是日本的一半；2010年，中国的GDP与日本持平；到了2014年，中国的GDP已经是日本的两倍。恰巧在中国GDP赶上日本的2010年，中日关系出现了趋向于紧张的一个转折点，即2010年9月撞船事件。2010年撞船事件之后，中日关系紧张持续升级。根据中国学者的估算：由于双边关系紧张，2012年中国对日本出口潜在损失313~318亿美元，日本损失为368~379亿美元（徐奇渊、陈思翀，2014）。

区内政治互信存在问题，尤其是中日两个大国间的互信存在问题，是东亚财金合作的重要障碍。此外，东亚区内的政治互信也不单纯是东亚区内的问题，还牵涉到美国这样的区外因素。在东亚一些国家，美国不但仍然保持政治影响力、有军事存在，而且在财金领域也有多种影响渠道：美国通过ADB、IMF、世界银行等机构对东亚产生影响，此外，美国还通过双边货币金融合作对该地区产生影响。

可见，东亚地区的政治互信问题具有其复杂性，这种复杂性植根于历史，受到现实中实力格局巨变的冲击，而且还牵涉到区外的干预、影响因素。因此，东亚国家财金合作的政治、外交环境仍然面临较多的约束条件。不过反过来看，如果东亚国家在财金合作方面能够先行取得进展，这也将可能反过来改善东亚地区的政治互信。

三、总结

目前，资本流动波动性加大及其对经济金融体系潜在冲击的增加对东亚区域经济金融一体化提出了更高的要求。然而，由于东亚经济体的国际贸易以加工贸易、中间品贸易为主，区内贸易占比较低，东亚各国区域贸易一体化进展有限。受到贸易一体化的影响，同时区域内金融体系普遍发展不足、充当东亚金融安全网的CMIM、AMRO尚未启动、各国间缺乏政治互信导致东亚区域金融一体化发展严重滞后。未来，东亚各国应进一步加强金融体系建设，加强区域金融安全网的建设及建立政治互信，提高区域抵御国际风险的能力，维护经济稳健增长。

参考文献

1. Eichengreen and Park. Why Has There Been Less Financial Integration in Asia than in Europe? [J] Working Paper 28, Monetary Authority of Singapore, 2004.
2. Yung Chul Park, Charles Wyplosz . Monetary and Financial Integration in East Asia: The Relevance of European Experience [J] Oxford University Press , 27 (4) : 1321-38, 2008.
3. Hyun-Hoon Lee, Hyeon-Seung Huh and Donghyun Park. Financial Integration in East Asia: An Empirical Investigation [J] The World Economy , 36(4): 396-418, 2013.
4. 徐奇渊、陈思翀. 中日关系紧张对双边贸易的影响 [J] 国际政治科学, 2014年第1期, 第1-24页。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。