

東亞匯率制度

李 怡 萱

本文譯自：Ito, Takatoshi and Yung Chul Park (2003), “Exchange Rate Regimes in East Asia” ；

原文收錄於亞洲開發銀行出版之 Monetary and Financial Integration in East Asia:

The Way Ahead (第一集)書中第四章

本研究旨在思索未來且長期可行之東亞(註1)匯率制度(曾在本叢書第二冊7篇背景論文中引述)。本文研究建議涵蓋所有可行之匯率制度，從各國採行之浮動匯率到廣泛的區域美元化，但建議之目的並非提出區域最適當之匯率制度，而是對目前區域內欠缺協調之匯率制度，提出解決的方向，終至(20至30年以後)達成區域貨幣聯盟。

本研究分為四個主要章節。首先，探討選擇最適匯率制度所涉及之問題。其次，提出特定制度贊成與反對看法。第三部分，設定區域可能發展情況下，分析未來匯率協調之可能進展。最後，闡述解決問題的方向，將區域目前缺乏協調之匯率安排引導至可能發展之貨幣聯盟。

匯率制度

匯率制度之範疇

匯率制度涵蓋廣泛的領域—從自由浮動到不同型式的「硬性」釘住。在完全自由浮動制度下，貨幣當局從不干預市場，亦不管制(或管制極少)經常帳及資本帳交易。另一方面，硬性釘住可分為以下三種：一是通貨委員會制度(currency board)，即本國通貨完全由強勢通貨支持；其二是美元化(dollarization)，指採用關鍵貨幣而捨棄本國通貨；至於貨幣聯盟(currency union)，則在

不同國家間創造一個新的共同通貨。自由浮動及硬性釘住制度被視為是二種極端的匯率制度。

採行通貨委員會制度最好的例子是香港。80年代中期以來，港幣對美元為固定兌換比率，且香港特別行政區的外匯存底足以支撐港幣發行額。而採行美元化最為人知的例子是巴拿馬，該國長期以來以美元為法償貨幣，作為計價單位和交易媒介。跨國貨幣聯盟最佳範例，則是歐盟(European Union，

EU) 國家採用之歐元。

介於二種極端匯率制度之間，尚有各式中間型的匯率制度。與硬性釘住最接近的類型是「軟性」釘住固定匯率。硬性釘住之下，固定匯率受到制度或立法的支持，軟性釘住則否。至於其他制度則是允許若干彈性變動。爬行釘住匯率 (crawling peg) 容許緩慢的匯率調整，常用於彌補 (雙邊) 物價上漲差距，以維持對關鍵通貨的購買力平價。另一匯率調整方式為釘住一籃通貨，主要通貨權數反映各國與本國貿易關係的重要性。

從另一個角度，「乾淨」浮動和其他彈性匯率制度間之差異不明顯。中央銀行是否在外匯市場進行官方干預 (買賣外匯，以管理匯率，捍衛本國通貨) 為其中一項評斷標準。

有關自由浮動匯率之基本定義，應是不存在官方干預。然據此嚴格標準，僅紐西蘭 (自 80 年代後期以來) 符合自由浮動定義。其餘包括本叢書第二冊 Frankel 對浮動的定義，是不將匯率建立在某一特定目標水準。在該定義下，中間型匯率制度的特點是具有清楚的匯率目標。因此，緩和匯率波動而偶為的干預仍被視為浮動匯率制度。若進場干預僅為防止突發性的匯率波動或是矯正失衡 (定義為中期偏離均衡匯率水準)，也可歸類為浮動匯率制度。在此標準下，美元、日圓、歐元和許多其他已開發國家之通貨都屬於浮動匯率。美元、日圓及歐元 (若將歐元

區視為一個國家) 即是眾所周知的浮動制度範例。

由於各國對於宣稱採行的匯率制度與實際執行上存在差異，因此，實務上難以按國別區分匯率制度。實際上採用浮動匯率國家很少，而歸類為釘住匯率的國家，在過去 10 年內經常進行匯率調整。本文依據外匯慣例，採用國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 的官方分類系統，對當前世界各國予以歸類。

本叢書第二冊中，Frankel 依據上述標準統計各類國家數量。採固定匯率國家中，48 國放棄獨立通貨，其中 12 國屬於歐洲經濟貨幣聯盟 (European Economic and Monetary Union)，36 國來自開發中 / 轉型中經濟體。另 8 國採行美元化 (厄瓜多爾、薩爾瓦多、巴拿馬、4 個太平洋國家，以及使用義大利里拉的聖馬利諾)。34 國為貨幣聯盟 (6 國屬於東加勒比海通貨聯盟，另 14 國屬非洲金融法郎區共同體)。8 國採通貨委員會制度 (阿根廷、波士尼亞、汶萊達魯薩蘭國、保加利亞、香港、吉布地、愛沙尼亞及立陶宛；惟阿根廷在 2002 年已放棄通貨委員會制度)。

中間型制度範圍涵蓋 96 國，其中 29 國追隨傳統的軟性單一通貨釘住匯率，10 國採用釘住一籃通貨。另有一些國家宣稱採行管理浮動匯率，但實際上是採釘住匯率，惟屬可調整的釘住制度。40 國是屬於獨立浮動匯率，其中 9 國是工業國家，31 國是開發中、

中等收入或轉型經濟體。

舊有政策之論爭

匯率究應採行固定抑或浮動（彈性）業經長期爭論。過去（從布列敦森林制度到 80 年代）爭論重點在於應採固定匯率或浮動匯率。Milton Friedman 即為浮動匯率之支持者。然當時論戰之界線不明確，主要乃貨幣學派與凱因斯學派的爭論。克魯曼教授曾在其著作指出：

支持浮動匯率者可能是希冀改變相對物價而維持名目工資的凱因斯學派，或是冀望控制貨幣總計數的重貨幣學派。支持固定匯率者可能是認為物價具完全彈性，且希望具備新的名目貨幣基準（monetary anchor）的新古典經濟學派，或是恐懼破壞性的干預學派（1989 年，96~97 頁）。

易言之，固定匯率與浮動匯率制度各有優點。其中貨幣學派及新古典學派認為應尊重市場效率，而凱因斯學派則認為市場缺乏效率。

相信國內市場價格具僵固性者（如新舊凱因斯學派），贊成採行浮動匯率。在浮動匯率下，國內經濟受外在衝擊的影響較小（例如石油進口國面臨油價上漲情況），可使產出維持穩定。至於國內衝擊（例如總合需求下降）往往會導致匯率變動，而衝擊的影響也可能隨進出口變化而降低，此即古典學派對浮動匯率及資本是否自由移動之爭論。

然而，這個立論在由多國形成之區域整合組織就顯得薄弱。80 年代中，貿易和投資障礙減少，若干經濟體的整合較前更加顯著，致衝擊情況更為對稱。然而在高度整合的經濟體間，要素移動可減緩衝擊。這即是傳統定義最適通貨區域（optimal currency area, OCA）（即區域內採固定匯率）之論爭。

資本自由移動時，採固定匯率制度之政府當局必須追隨關鍵通貨，以維持固定匯率。當考量資本移動為經濟成長所需，且認為自主性貨幣政策對整體經濟管理相當重要時，浮動（彈性）匯率制度可能較受歡迎。

相信市場機制者可能進一步得到不同的結論。如果物價和工資極富彈性（如同匯率一般具有彈性），任何衝擊都能經由國內物價和工資之調整而被吸收，則匯率不需要改變。的確，匯率應予固定，俾提供約制完全彈性的價格。事實上，在此情況下，假設物價和薪資將隨匯率調整，任一匯率水準皆為可能。這項觀察結果可能導致主張將固定匯率制度視為一個名目基準（nominal anchor），亦即作為國內物價水準的安定錨。

該推論可應用在所謂的匯率基礎（exchange-rate-based）穩定計畫。當一國陷於通膨和貶值的惡性循環之際，出其不意的採行以防禦固定匯率為優先的政策，以及壓抑性的貨幣與財政政策，有助於穩定經濟。這些手段也有助恢復貨幣政策的可信度。該項政

表 4-1 浮動與固定匯率制度爭論彙總表

制度	優點	理由
浮動匯率	<ul style="list-style-type: none"> ●於國內價格與工資不變下，吸收外部及內部衝擊。 ●維持國內貨幣政策自主性。 	<ul style="list-style-type: none"> ●名目價格及工資變動不易且耗費成本（凱因斯學派）。 ●資本移動與貨幣政策自主性都很重要，而固定匯率制度下兩者無法共存（相信市場機制者）。
固定匯率	<ul style="list-style-type: none"> ●避免市場因投機客攻擊而波動。 ●提供名目基準 	<ul style="list-style-type: none"> ●外匯市場並不完美，易受投機因素影響（凱因斯學派）。 ●價格與工資均有十足彈性，致無法達到均衡（假設價格、工資及匯率均具彈性）（相信市場機制者）。

策，在 80 年代及 90 年代經常用在轉型經濟體和高通膨之新興市場經濟體，且至少從中期看來，屢次證明是有效的。然若干例證顯示，固定匯率可能在若干年後造成通貨危機，例如阿根廷和巴西。

另一方面，固定匯率支持者可能是來自完全不同的陣營，對於質疑外匯市場能完全反映經濟基本面者而言，他們認為浮動匯率誘使投機。投機性外匯買賣是干擾力量，造成國內經濟管理之困難。基於此一見解，倡議固定匯率制度。表 4-1 為這些舊爭論之彙總表。

亞洲通貨危機之角色

1997 至 1998 年間亞洲發生通貨危機，緊接其後發生之阿根廷、巴西、俄羅斯及土耳其危機，證明匯率制度的確和經濟整體表現

有密切關連。在 1997 年危機發生前，多數亞洲國家實際上都採行釘住美元制度，若干國家雖宣布採行釘住一籃通貨，但（據計量估測）通貨籃內美元的權值偏高（超過 90%）（註 2）。

匯率穩定和通貨危機間的關連性為熱門的研究主題。一般而言，管理匯率制度被認為易受攻擊是因為：（1）失序（misalignment）情形終將浮現（例如，由於國內通貨膨脹，衝擊影響國家競爭力或財政政策無法維持等）；（2）經常出現的自我實現（self-fulfilling）危機。因此，難以斷定固定匯率或自由浮動制度，何者更容易達到穩定的效果。固定匯率下，為防範嚴重通貨危機，應採行因應措施，例如，採行正確的即時矯正政策，及在危機之前做好準備調整釘住匯率

制度。

1997 年之前，東亞國家實際採行之釘住美元制度，由於區域內經濟體表現優異，促使外人直接投資及有價證券投資等二種形式之資本流入。在 90 年代前半葉，該區域國家之出口成長高達 15~25%，有助其高度經濟成長。固定匯率對亞洲新興市場經濟體展現強勁的貿易與投資，極具貢獻(註 3)。

1995 年以後，固定匯率制度的脆弱性逐漸顯現。由於區域內國家貿易結構多樣化，當日圓升值時，出口競爭力提高；惟日圓貶值時，則喪失出口競爭力。此外，固定匯率之下，利差吸引證券投資之資本流入。例如，泰銖利率高於美元，且泰銖釘住美元；在國內經濟過熱時，泰國利用降息以遏止資本流入的空間不大。反之，若資本急速逆轉流出，龐大賣壓使其難以維持釘住匯率。此即亞洲通貨危機中匯率制度的角色。

這種情況說明當資本帳自由化時，固定匯率所面臨之問題。雖然固定匯率有激勵貿易及投資的優點，惟實際上可能過猶不及。當資本流入導致經濟過熱時，恐無任何貨幣工具可資疏解。

綜上以觀，亞洲通貨危機後，匯率制度明顯成為探索新國際金融建構的中心議題。本文首將檢視近年匯率兩極化制度的見解。繼而探討「不可能之三位一體」論(The Impossible Trinity)。

兩極化見解 (The two-corner solution)

亞洲通貨危機以來，對匯率制度之兩極化看法層出不窮。據其見解，在二極端(即硬性釘住或自由浮動)中可發現穩定的匯率制度。通貨委員會制度使阿根廷及香港分別於墨西哥與亞洲通貨危機期間，得以倖免遭受波及，而備受好評。一些觀察顯示，中間區域(任何介於二種極端之匯率制度)正逐漸消失(註 4)。其他則進一步爭論並提出政策建議：新興經濟體應制定匯率政策，可透過國際貨幣基金(IMF)建議及制約性計畫或在鄰國壓力下，採行硬性釘住或浮動匯率制度。

美元化經濟體，由定義上來看，是不會有通貨危機的。若干通貨委員會制度的特性，亦使其較軟性釘住匯率更為強健。首先，在通貨委員會制度下，資本流出往往會降低本國貨幣的流通量，而使國內利率上揚，如此一來誘使資本回流，轉換為資本流入的情況。易言之，在通貨委員會制度下，貨幣政策自動調整以維持固定匯率。其次，固定匯率制度之瓦解，大抵可歸因於財政赤字貨幣化。通貨委員會制度下，禁止中央銀行(或貨幣發行委員會)買賣本國債券，即禁止央行融通財政赤字。再者，本國通貨由外國通貨十足擔保，確保外國投資者和國內居民信心，以抑制不時發生之流動性不足的群聚效應。

自由浮動制度因外匯存底並不運用在支撐特定之匯率水準，可避免因外匯存底遭受

投機性攻擊所引發之通貨危機。自由浮動制度下，市場因應外部及內部衝擊，產生均衡匯率。

然而，上述兩極化見解，似乎過於簡化。首先，兩者無一可完全免遭通貨危機。其次，即使通貨危機在兩極端發生的可能性較低，惟就全國經濟福祉而言，極端之匯率制度可能並非最適宜的。

雖然通貨委員會制度在對抗外國人進行借入本國通貨並予拋售等投機行為收效，但對本國居民資本外逃則顯然具脆弱性，主要因為外幣通常僅支撐 M1。至於香港和阿根廷兩國的外匯存底則大於 M1，惟小於 M2。通貨委員會制度與固定匯率都有共通的問題，當本國通貨釘住關鍵通貨，惟與其經濟關係薄弱時，則本國出口競爭力將隨基準貨幣（anchor currency，即被釘住的貨幣）對貿易夥伴的波動而變動。

2001 及 2002 年危機期間，阿根廷通貨委員會制度崩盤之經驗，顯示即使是通貨委員會制度，也不能免於通貨危機。阿根廷失敗的原因是顯而易見。首先，披索釘住美元，忽略巴西和歐洲是阿根廷重要貿易夥伴的事實。當巴西貨幣（real）及歐洲貨幣（歐元）對美元貶值時，阿根廷貿易部門處於競爭不利的地位。在固定匯率制度下，經由國內物價及工資緊縮，為恢復競爭力的唯一方法；惟也是痛苦的調整過程。除了貿易部門問題之外，政府倚賴赤字融通，而劇增之債務引

發投資人關注，要求支付更高的利率。

自由浮動制度亦不能免於通貨危機。的確，除了泰國，亞洲遭受危機國家在其通貨歷經嚴重壓力之前，已調整為浮動匯率。如果民間部門已累積龐大外債，即使浮動匯率也無法挽救，南韓就是一個最佳例證。

因此，無論是否採行固定匯率，都可能遭受攻擊。充裕之外匯存底或許比匯率制度更為重要。無庸置疑的，固定匯率使借貸雙方忽視短期債務之舉借，惟可能導致過度累積外債（註 5）。在政府不干預的情況下，或可免於外匯存底耗竭，惟匯率可能發生無法忍受的劇烈波動。匯率大幅波動，不僅不利貿易及投資，且（特別是貶值）可能使政府瓦解。這也許是為什麼新興經濟體普遍表明「恐懼浮動」（fear of floating）（Calvo 和 Reinhart 2002），並且為什麼匯市放手策略終究既非政治亦非經濟上可行的原因。

Frankel（本叢書第二冊）闡述兩極化假說之興衰。雖然兩極化見解在亞洲危機後廣受歡迎，但主要源自 1992 至 1993 年之匯率制度（exchange rate mechanism, ERM）危機。Eichengreen（1994）、Crockett（1994），以及 Obstfeld 和 Rogoff（1995）在討論匯率制度危機時，均參考兩極化假說。1997 至 1998 年亞洲危機以後，這個假說被 Summers（1999）、Eichengreen（1999）及外交關係會議（Council on Foreign Relations）應用於新興市場。然而，兩極化假說終究缺乏理論

基礎，多數觀察家係基於「不可能的三位一體」原則推論。此兩種概念之關係將於下節介紹。

不可能的三位一體說 (The Impossible Trinity)

匯率制度問題無法單獨思考和分析，與貨幣政策、資本管制和其他金融政策息息相關。早在亞洲通貨危機發生前，即公認固定匯率、資本移動性及獨立貨幣政策間存在「不可能之三位一體」。不可能之三位一體的概念，係指匯率穩定、貨幣政策獨立或金融市場整合三種情況同時存在（表 4-2）。

固定匯率和資本高度移動性，指新興市場國家利率應維持在所釘住關鍵通貨國的同一水準，該國因而喪失貨幣政策自主性。此不可能三位一體之現象，說明在 1997 至 1998 年間亞洲國家何以最先陷入困境。在固定匯率制度和資本帳自由下，資本大量流入，導致國內貨幣政策失靈。若為抑制通貨膨脹而升息，會肇致更多資本流入；反之，如果遏

止資本流入而降息，則可能刺激總體需求增加。貨幣當局顯然陷入窘境。然而，此即眾所周知的不可能之三位一體。

中國大陸（PRC）與香港屬例外情況，仍維持固定匯率制度。中國大陸維持資本管制，限制短期證券投資流入。其制度亦屬強健，主要因經常帳年年順差所致。另一方面，採行通貨委員會制度之香港，則未試圖保有貨幣政策之獨立性；然因物價及工資具有彈性，國內經濟可隨美國貨幣政策而調整其利率水準。

危機之後，亞洲國家採行不同的匯率制度（以彈性匯率為主）。惟誠如以後章節所述，均非自由浮動制度。進行干預的國家，多數累積相當龐大的外匯存底。整體而言，彈性匯率制度在亞洲危機後運作良好。如何決定彈性的程度，將是未來的挑戰。匯率過度波動，會使經濟面臨貿易及投資減縮，而實際上釘住美元則會重覆犯下危機前的錯誤政策（註 6）。

表 4-2 不可能之三位一體

國家	固定匯率	資本移動	貨幣政策自主性
危機前之亞洲國家	是	是	是
危機後之印尼、南韓、菲律賓、新加坡、泰國	否	是	是
中國大陸、馬來西亞(1998-1999)	是	否	是
香港	是	是	否

一般而言，資本管制提供第三項選擇，得以在固定匯率下，避免通貨危機並維持貨幣自主權。管制資本移動使投機活動成本提高，可遏止投機（因此預防危機），因而在危機發生之際，當局能及時因應變局。但是，Frankel（第二冊）認為，由於金融市場日趨整合，不可能之三位一體的確要求吾人必須在匯率穩定與貨幣政策獨立性兩者間作選擇。

值得注意的是，既然無法同時維持匯率穩定及貨幣政策獨立性，不可能的三位一體說並未提供兩極化假說的理論基礎；惟亦不排除些許發生的可能性，兩極化假說理論已由模型提出證實（註 7）。

總之，兩極化假說倡議者可能過於熱忱。該假說缺乏理論根據，無法支持亞洲國家據以選擇最適匯率制度。Frankel 以對阿根廷危機的觀察，鼓吹該一假說。此外，如前所述，諸多東亞開發中國家實際上又回歸至中間性制度。

最適通貨區（Optimal Currency Areas）

假設兩極化假說並未限制吾人僅選擇極端的匯率制度，匯率制度固定程度究應如何？其中一種方式是根據最適通貨區概念。最適通貨區最早是由 Mundell（1961）及 Mckinnon（1963）所提出的。他們為一群組國家列出數個條件，以採行共同通貨或貨幣聯盟。決定最適通貨區之主要因素包括勞動

力自由移動（Mundell 1961）、經濟開放程度（McKinnon 1963）及衝擊對稱度（Bayoumi 和 Eichengree 1993）。傳統看法認為，在貿易及其他經濟關係相互高度整合的國家，比較適合組成最適通貨區。固定匯率的優點有助於增加經濟整合的程度，然缺乏彈性匯率之優點。整合會影響開放程度、勞動力移動、吸收衝擊所需的財政緩衝能力、對稱衝擊及合作的政治意願。

按 Frankel（第二冊）所述，90 年代出現最適通貨區新標準。新標準包括對通貨穩定的強烈需求、與特定鄰國或貿易夥伴進一步緊密整合之意願、經濟體已廣泛使用外國貨幣、具有適足的外匯存底、重視法治，以及具備強健良善監督與管理之金融體系。

東亞區域是否為最適通貨區？Lee 等（第二冊）審視東亞是否符合最適通貨區的標準時，發現與當前歐洲相較，東亞區域產出具有更高之變異性。然而，檢視當前亞洲是否可比擬 60 至 70 年代的歐洲，似更為適切，因為亞洲朝向經濟同盟發展可能較歐洲遲 30 至 40 年。

東亞有利於發展最適通貨區，所持理由是：（1）與日俱增的區域貿易整合；（2）區域內經濟體之貿易結構日趨類似。另一項最適通貨區的主要標準（東亞國家面對衝擊的調整速度）亦似對東亞有利。Bayoumi 和 Eichengreen（1994）指出，亞洲調整速度遠較歐洲

為快，或係反映亞洲勞動市場更具彈性。

Frankel 和 Rose (1998, 2002) 認為國家特性會影響滿足最適通貨區的要件，可能係屬內生性。傳統上，將貿易與投資整合視為建立貨幣聯盟之必要條件。然一旦採行貨幣聯盟（或固定匯率），貿易及投資將趨增加。

新政策之論爭

1990 年代中，有關固定與浮動匯率制度之優點經過重新評估。目前爭議性的若干論點仍與 90 年代類似，但反映國際經濟環境之變遷，也有一些新的爭議出現；新爭論較諸舊爭議更為錯綜複雜。當三個主要經濟體（美國、歐元區國家與日本）通貨彼此相互浮動（同時，歐洲尋求整體穩定）已屬理所當然時，新興市場則成為矚目之焦點。前述新爭議出現在其選擇不同制度之利弊得失的討論中。最後學者得到「沒有一種匯率制度可適用於所有國家，或適用於任何時期」的結論（Frankel 1991）。

在新論爭中固定匯率的優點可歸納如下：固定匯率（1）提供貨幣政策有效的名目基準，因此，代表以更可信的承諾對抗通膨；低通膨之預期使勞工及廠商得以訂定其工資與價格，帶來既定的產出水準下，較低的通膨；（2）藉由可降低不確定性和交易成本，可激勵貿易與投資；（3）防杜競相貶值；及（4）避免投機泡沫化。

另一方面，浮動匯率之優點可歸納如

下：浮動匯率（1）容許一國執行獨立之貨幣政策；（2）容許對貿易衝擊的自動調整，因為即使在面臨國內價格及工資僵固情況，通貨仍能反映逆向發展；（3）容許一國保有鑄幣權與最後貸款者的能力（註 8）。（4）避免投機性攻擊（在固定匯率下，改變釘住匯率可能涉及政治因素；因此，當資本移動發生逆轉時，多數國家多因久候而未能及時捨棄目標）；及（5）防止國內廠商及金融機構資產負債表的幣別錯配（當匯率固定時，因廠商及銀行無知地低估貨幣價值在未來暴跌的可能性，致外幣未避險部位可能太高）。

這些論爭（爭論雙方）中，多數均具爭議性。例如，在中央銀行缺乏公信力時，建議採用固定匯率作為名目基準。但同時，在具可信度下，可容許固定匯率運作順暢。另外，由於釘住匯率外，仍有其他諸多名目基準（貨幣主義、金本位制、通膨目標機制及名目所得目標機制），固定匯率作為名目基準的重要性可能被高估。任何名目基準均提供支持，以防止通貨過度成長。進一步而言，任何一種名目基準均有其脆弱性，任何基準的外在變動，將造成通貨情況的波動，而這對經濟需求不一定有正面效果。

同理，高度開放國家為促進貿易與投資，可能尋求對其有利的穩定匯率，因為在貿易占國內生產毛額比重較高之經濟體，匯率波動很可能對進出口的傷害更大（註 9）。因

此，如果一個小型開放經濟體之貿易幾乎是由一個大型經濟體所獨占，那麼前者將其通貨固定於後者確實有利。然而，如果小型經濟體具有分散之貿易夥伴，則最好將通貨固定於主要貨幣之一通貨籃。此外，對於後者，如果有足夠避險工具（期貨契約、衍生性商品等）可資利用，則可減輕匯率風險，因此，可能調整為浮動匯率制度。

類似的條件，可支持浮動匯率之論據。例如，雖然原則上保障貨幣自主性，然實際上僅少數發展中國家能夠有效運用權衡性的貨幣政策（discretionary monetary policy）。再者，如果進口價格能高度轉嫁，則浮動匯率可能無法有效協助調整。在高度轉嫁的狀態下，以國內通貨膨脹的觀點看來，貶值之成本高昂，且情況甚至可能更為複雜。例如，轉嫁比率可能是匯率制度之內生變數；在浮動匯率制度下，進口商和經銷商習慣於匯率波動，更精明於進行匯率避險；或較能耐心看待匯率波動。浮動匯率不必然提供絕對安全保障，以對抗極度不穩定狀態，因為不論是固定或浮動匯率制度都可能發生幣值高估、過度波動與崩盤。最後，浮動匯率可避免通貨暴險之主張，有其缺失。尤其是若銀行及廠商不理性時，引進浮動匯率，正好防止借款人產生未避險美元負債，以致外國人多不願對新興市場通貨採取開放部位。

表 4-3 總結固定及浮動匯率之爭議。值

得注意的是，當集中於一個實例時，未必更容易解決這些爭議。例如，亞洲因貿易的重要性高，而推測該區匯率波動與風險之干擾較其他區域為大，因而建議採釘住匯率（註 10）。但是，實證文獻也支持匯率波動確與貿易相關，惟影響不大。因此，經濟體多能容忍波動，不致對國際貿易造成重大傷害。此外，亞洲國家貿易主要目的地及來源地，包含美國、日本與歐洲，美元、日圓與歐元彼此浮動，致缺乏釘住單一貨幣的誘因。唯有釘住一籃通貨能帶來穩定，但鑑於區域內彼此間的貿易重要性日增，各國釘住的通貨必須一致。另外，因為目前避險方便，致釘住匯率的理由愈趨薄弱。此時，浮動匯率的立論更有說服力；因應當前多變的競爭壓力，彈性匯率較能符合市場認知。

另從金融市場發展之觀點，考量亞洲釘住匯率的情況。亞洲金融市場是屬於低度開發的。若干證據顯示，較穩定之匯率有利區內國家取得較低成本的國外借款，也可鼓勵居民以本國貨幣持有銀行存款，進而促進金融市場發展。但也有證據顯示，釘住匯率是脆弱性的來源，有礙金融市場資源的有效配置。如前所述，藉由釘住匯率，政府提供保證防範通貨風險，形同鼓勵未避險借款。一旦釘住匯率崩潰，未進行避險之公司可能陷入財務困境。

表 4-3 固定與浮動匯率制度之優缺點

制度	優點	缺點(駁論)
<p>A.固定匯率(軟性釘住)</p> <p>藉由官方干預及其他政策(特別是貨幣政策)使匯率與主要關鍵通貨保持一定的價值(參見 Frankel, Mckinnon)</p>	<p>提供一個名目基準,是對抗通膨具公信力的承諾</p> <p>避免投機泡沫(資產價值膨脹)</p> <p>降低交易成本及通貨風險,促進貿易與投資</p> <p>防杜貶值競賽</p>	<p>可進行通貨風險之避險(避險成本昂貴)</p> <p>可能招致投機性攻擊</p>
<p>B.浮動匯率</p> <p>無官方干預,由市場決定匯率,匯率水準或兌換無政策目標功能,特別是貨幣政策(參見 Eichengreen, Frankel)</p>	<p>達到資本移動與國內政策自主性</p> <p>保有鑄幣權與最後貸款者的功能</p> <p>自動調整貿易衝擊</p> <p>避免固定匯率之投機性攻擊</p>	<p>資本流動可能造成匯率過度波動</p> <p>喪失名目基準(但通膨目標機制可達成)</p> <p>匯率波動可能不利貿易與投資</p> <p>可能發生失序(misalignment)及過度波動(overshooting)</p>

匯率制度另樣選擇—正反爭論

一 籃通貨匯率制度之論爭

鑑於固定匯率與浮動匯率制度之模稜兩

可,若干經濟學者試圖在兩者之間尋求折衷的制度。Williamson (2000)、Ito 等 (1998)

與 Ogawa 等（第二冊）學者提出以一籃通貨為基礎之區間制度 (band system)。在釘住一籃通貨制度下，一國匯率係決定於貿易夥伴之雙邊加權平均匯率。權值的選擇係使損失降至最小。例如，Ito 等（1998）主張貿易順差波動極小化。「區間」制度指按一籃通貨決定之中心匯率，有可容忍的波動區間。

一籃通貨區間制度在固定與浮動匯率間取得折衷。該制度之目的為容許匯率具有彈性，俾在面對各種特異衝擊之際有調整機制，避免投機性攻擊或失序。一籃通貨區間制度容許在與匯率區間不相衝突的情況下，擁有貨幣自主權。但是，這些特點引燃匯率制度左右兩派之批判：即純固定匯率主義者（無區間）和浮動匯率基本主義者（無干預、無匯率目標）。

一籃通貨制度的優點是藉由穩定實質有效匯率，來穩固貿易競爭力。因為各國都有許多出口目的地與競爭對手，一籃通貨相較於釘住單一通貨更能穩固貿易競爭力。Ito 等（1998）指出，即使亞洲國家對日本貿易權值甚高，實際上仍採行釘住美元，為導致 1997 年金融危機主要原因之一。由於 1995 至 1997 年日圓對美元貶值，亞洲國家因而實質有效匯率升值，致出口競爭力下降，經常帳赤字擴大。

另一個一籃通貨區間制度的優點與其對資本移動的效果有關。Ogawa 及 Sun（2001）指出，資本移動在對外匯風險的反

應上，美元較日圓為大，因為一籃通貨（比實際上釘住美元）對美元之外匯風險提高，一籃通貨制度會抑制資本流入南韓與泰國。Sasaki（2002）亦指出，實際釘住美元制度比一籃通貨或浮動匯率制度，更易導致資本流入南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國。分析資本流入之型態，Sasaki（2002）亦發現美元匯率波動對銀行負債的影響，較證券投資或外人直接投資的影響大。

東亞國家採行共同通貨籃區間制度雖有相當多優點，但也有其缺點。首先，一籃通貨並不保證杜絕危機：浮動匯率制度倡議者如 Fischer（2001），強調軟性釘住（如一籃通貨）是易發生危機的，且長期是不可行的。然如前述，沒有任何匯率制度可完全免於危機。其次，缺乏透明度是另一缺點（註 11）：計算一籃通貨最適權值困難重重，且干預技術複雜；因此，市場參與者難以確定貨幣當局是否遵行一籃通貨制度。Williamson（2000a）（提倡中間一籃通貨區間制度）承認此一制度缺乏透明度，致大眾難以評估決策。第三，一籃通貨區間制度可能有礙政策合作，且最嚴重的是未明確宣告所採參數，以作為匯率管理之依據。第四，固定匯率倡議者批判一籃通貨區間缺乏名目基準 (nominal anchor)，例如，Mussa 等（2000）指出，1980 年代末期以來，許多開發中國家維持匯率穩定，也成功的控制高通膨。然並非所有國家均面對這項挑戰，且對於面對此種

挑戰的國家，匯率穩定並未證實是萬靈丹。採行穩定匯率的國家，對國際資本市場仰賴日深，因此，在資本移動驟然逆轉時極為脆弱。更進一步而言，放棄釘住匯率可能並不容易(註 12)。

一籃通貨制度之利弊摘述於表 4-4。這些利弊係基於「一般性的」一籃區間制度考量，仍須視制度應用環境之特性而定，亦即籃內不同通貨之權值分配、區間之寬度、通貨籃及波動區間之揭露，以及區間防線之固守程度等。

若一群組國家，各自擁有不同的貿易夥伴，有採行一籃通貨制度的意願，在實施一籃通貨制度時，仍相當複雜。首先，由於使用美元作為關鍵通貨之習慣性，即使其他貨幣同樣具備價值儲存的功能，但只要美元保有交換媒介功能，則仍將是居關鍵通貨地位(註 13)。其次，一籃通貨區間匯率制度與貨幣政策間之關係不明朗；若區間過窄，易遭致固定匯率制度的批判：即喪失貨幣政策自主性；另一方面，若區間過大，則遭致浮動匯率的批判：即喪失名目基準。最後，若二個

表 4-4 釘住一籃通貨匯率制度之優缺點^a

優點	缺點
相較軟性釘住匯率，其進出口貿易差額(或 GDP 之變動)波動較小	無法防制危機(失序的機會較低，但並不能完全避免，且外匯存底可能流失)
適度資本移動，貨幣風險略增，以防範「單向投機」(遭受攻擊風險低於固定匯率制度)	缺乏透明度，且一籃通貨之計算過於複雜
處理外在衝擊的彈性增加(相較於固定匯率制度)	非完全具有彈性(相較於浮動匯率制度)
提供若干制約機制，防範失序(相較浮動匯率制度)	喪失名目基準(相較於固定匯率制度)，可能導致利率風險加碼提高
區內採行類似的一籃通貨，以便區域通貨隨緊密的貿易關係同升同貶	有礙鄰國政策協調(解決協調失敗，見Ogawa 及 Ito [2002])
先決條件：(1)無名目基準(可能採通膨目標)情況下，有能力在面臨內外衝擊時，處理(獨立)貨幣政策；(2)審慎之財政策略；(3)總體經濟管理制度具公信力。	

^a以美元、日圓及歐元加權之參考中心匯率。匯率維持在中心匯率附近(宣布或未宣布的容忍區間)。需與鄰國協調(參照 Ogawa 等，第二冊)。

以上國家採行區間制，可能發生協調失敗問題。

一籃區間制度未必與其他貨幣政策目標（譬如通膨目標）無法相容。同時採行通貨區間與通膨目標存在爭議，主要因政策工具有限，目標顯然過多，基本上接近「不可能之三位一體」。然而，Ogawa 等（第二冊）表示，面對若干可預見之衝擊，管理匯率制度可與通膨目標並存。例如，面臨貨幣升值衝擊時，經由貿易減縮抑制需求，以及進口價格下降，因而降低通膨。一籃區間制度與通膨目標機制下會採行較低之利率（促使資本流出及對抗通貨緊縮的壓力）。反之，因總體需求擴張所形成的通膨衝擊，會引起國內物價上漲，因而降低出口競爭力，縮減貿易餘額，造成貨幣貶值；此時，則須採行緊縮性貨幣政策，以達成通膨目標並維持匯率在區間內波動。最後，負面的供給面衝擊（旱災、產能之受損）將提高價格和減少產出；由於經常帳赤字與輸出減少，造成匯率貶值。雖然總產出會發生巨幅變動，惟再次顯示一籃區間制度與通膨目標機制間並無衝突。

至於協調方面，如果一國從釘住美元改制為一籃通貨制，而其他國家維持釘住美元時，則首先改制的國家將面臨價格競爭力以及貿易餘額變動加劇（例如，若美元對日圓貶值）的情況。Ogawa 與 Ito（2002）分析在兩國賽局理論模型下，選擇匯率制度協調失

敗的案例，認為唯有在兩國貨幣當局協調同時採行最適釘住一籃通貨時，才有可能實施該制度。如果貨幣當局厭惡風險，協調極可能失敗。因此，貨幣當局有必要協調匯率政策。創造共同通貨籃，以供貨幣當局制定匯率政策之參考，當可防範貶值競爭。

為處理協調失敗，提出一籃子共同通貨之主張。儘管各國最適通貨籃不盡相同，惟若區間夠寬且主要通貨間之波動夠小，則採行之共同通貨籃已接近最適水準，從而自動達成協調。確實，如果釘住共同通貨籃區間夠窄，則透過經濟統合及區域貿易擴增，繼而共同通貨籃可能發展為區域共同通貨，即類似歐洲由歐洲貨幣單位（ECU）轉換為歐元（euro）。

貨幣聯盟之論爭

匯率穩定或許是貨幣聯盟最大優點（表 4-5）。邇來實證顯示匯率穩定促進了商業活動，因而活絡貿易（Pozo 1992，Rose 2000，Helliwell 1998）。貨幣聯盟在降低交易成本方面，有強力之證據。Alesina 和 Barro（2002）經實證模擬，共同通貨可減少跨國交易成本，進而促進國際貿易。Rose（2000）實證顯示，參與共同通貨使雙邊貿易量鉅增。

貨幣聯盟亦廣泛的促進總體經濟穩定。Alesina 和 Barro（2002）指出，貨幣聯盟較固定匯率制度，更能對參與國提供穩定貨幣政策的承諾，一般而言，承諾機制也較佳。

表 4-5 貨幣聯盟之優缺點

優點	缺點
穩定匯率（聯盟內）以促進貿易與投資	除主導國之央行外，各國央行皆喪失自主性 不對稱衝擊造成缺乏資本移動與財政跨國移轉之困難
主導國央行引導之各國央行獨立性	
總體經濟政策協調受同盟國壓力	
先決條件： 密切的聯盟內貿易、對稱衝擊、要素移動、價格和工資彈性、政策協調等。	

資料來源：Wyplosz (2002)

此外，一國之總體經濟政策攸關聯盟內其他會員國共同利益，因此，同盟國的壓力促使其制定健全的總體經濟政策，而不受限於國內政治面因素。在若干貨幣聯盟中，工資與物價有趨緩的現象，即所謂的「依所有利害關係者之利益而行事」（Kydland 和 Prescott 1997）。

最後，Hausmann 等（2000）主張貨幣聯盟有助發展中國家取得長期性融資。如果美元化降低本國與美國（例如）間相對價格的變動性，則相較於其他制度，美元化制度的長期融資風險較低。實證研究顯示，貨幣聯盟提高參與國間之價格共移性。

至於貨幣聯盟之缺點，最重要的當然是盟國被迫行使獨立之貨幣政策。Alesian 和 Barro（2002）指出，在獨立貨幣政策下，貨幣當局可藉操縱通膨的高低，抵銷外在的實質干擾。最適通貨區理論指出，在缺乏獨立

貨幣政策時，除非勞動市場具有彈性且（或）勞工可跨通貨區自由移動，否則不對稱衝擊將使該國陷入困境。因此，最適通貨區要件即為勞工自由移動或實質工資彈性化（註 14）。

然喪失貨幣政策獨立性的缺失可能言過其實。首先，這些缺點取決於不對稱衝擊之影響，亦即對基軸國家（anchor country）產出及物價之共移程度而定。若會員國共移轉換為物價穩定的程度愈大，則其缺失愈小；惟此僅發生在國家間相對價格變動不顯著的情況。生產結構愈類似，則愈能降低跨國間相對產出及物價的變化性。商品及服務國際貿易的交易成本降低，以及生產移動性愈高，亦會降低相對物價之變動。此外，證據顯示貨幣聯盟的存在，提高了物價之共移性，惟在產出之共移性證據則較不明顯。

其次，即使不對稱衝擊相當重要，各國

獨立貨幣政策是否運用得當並不明確。例如 Calvo 和 Reinhart (2002) 及 Hausmann 等 (2000) 主張，實際上，各國傾向遵循順循環的貨幣政策(註 15)。

最後，喪失貨幣政策獨立性之損失，可透過貨幣聯盟，設計適當制度而降低。例如，安排由基軸國家融通及分享鑄幣收入。Alesina 與 Barro (2002) 表示，基軸國家融通性貨幣政策 (對參與國發生的衝擊) 可能互蒙其利 (若考量兩經濟體相對規模及參與國對基軸國有某種形式的補償時)。當參與國持有基軸國通貨時，基軸國鑄幣權收入，可作為補償的來源之一。為使體制順利運

作，可行方式之一為，由基軸國提供所需的初始基軸通貨，參與國則依據使用基軸國家通貨所需流量之現值償付。

除了喪失貨幣自主性之外，貨幣聯盟仍有其他缺點。例如，囿於財政限制 (註 16)。貨幣聯盟亦可能使貨幣與財政政策之協調益形困難(註 17)。最後，鑄幣權移轉 (transfers of sovereignty) 可能超逾貨幣政策，涉及稅負與勞工政策領域。

釘住美元及美元化制度

Mckinnon (第二冊) 主張東亞可能適合採行釘住美元制度。其論據主要基於可降低交易成本及使用標準化美元等優點，可視為

表 4-6 釘住美元匯率制度之優缺點

優點	缺點
<p>有效率之交易媒介 (交易成本較低)。</p> <p>提供名目基準；採行美國貨幣政策；達成低通膨目標。</p> <p>可由小型經濟體片面實施。但若所有國家皆採釘住美元制，則自動達成區域合作。保留鑄幣權 (不同於使用美元之國家)。</p> <p>在日本加入該美元集團下，使區域達到最適穩定狀態。形成東亞美元標準化。</p> <p>遭受貨幣攻擊可能性較小，可抑遏傳染性，長期債券市場可能無高額的溢酬。</p>	<p>若通貨類似歐元般的結合 (單一通貨) 會更佳。</p> <p>如果一國不符合OCA的評估測試，該國經濟可能受困於不對稱衝擊。</p>
<p>先決條件： (1) 歷史經驗相當重要。美元 (非歐元或日圓) 已成為一種重要通貨。</p> <p>(2) 對持續通膨、金融不穩定及通貨危機國家的建議。</p>	

OCA=最適通貨區 (optimum currency area)。

資料來源：Wyplosz (2002)。

倡議東亞貨幣聯盟，甚至該區域與美國之聯盟。因此，有關區別貨幣聯盟及釘住美元制的測試為，東亞是否與美國共同建組最適通貨區。表 4-6 總結釘住美元制之優缺點。

Barro (第二冊) 檢視何種貨幣適合作為世界各國基軸通貨之議題。舉凡 (1) 無力承諾低通膨的國家，(2) 與潛在基軸國家有鉅額貿易的國家，及 (3) 與潛在基軸國家物價及產出之共移程度高的國家，為貨幣聯盟最

適當之參與者。根據上述標準，自然形成美元區之國家，包含加拿大、墨西哥、多數中美洲及部分南美洲國家 (阿根廷及巴西除外)。但美元區也涵蓋若干亞洲國家：香港、菲律賓和新加坡。這些亞洲經濟體與美國有大量貿易，且和美國景氣循環關係緊密。然上述分析係根據歷史資料；實際上，是否加入貨幣聯盟的決定應根據通膨、貿易及申請加入後，物價與產出之共移性而定。

亞洲匯率協調與貨幣合作

亞洲金融危機之後，若干亞洲國家採取浮動匯率制度。但如以下章節所述，雖然實際上自由浮動的時期十分短暫，惟多數經濟體持續宣稱其匯率制度為浮動匯率 (中國大陸、香港及馬來西亞例外)。於是，產生「目前採浮動匯率制度日後與貨幣統合不能相容嗎？」的問題。

答案似乎是否定的，理由有二。首先，即使採浮動制度與通膨目標並存的國家，仍有合作的案例。合作及制度之建立，係基於金融部門發展的議題，而非基於貨幣政策或匯率。發展金融市場、強化監理及法令規章是當前亞洲地區所面臨的重要課題，這些議題存在相當的合作空間 (參見 Eichengreen [第二冊] 及 Girardin [第二冊])。因此，Eichengreen (第二冊) 建議，在東協加三 (Association of Southeast Asian Nations [ASEAN] +3) 之平台上設置亞洲金融機構 (Asian Fi-

ncial Institute)。該機構將促進區域內金融穩定及發展，對各國尋求強化審慎監理與法令規章方面，提供技術協助；並對銀行稽核人員、證券及外匯人員與會計人員進行訓練計畫。

Eichengreen (第二冊) 主張，促進金融機構及體系的健全將強化區域金融市場的穩定與效率；而穩定及效率的金融市場，有助於名目及實質匯率的穩定。由於諸多研究發現，經濟基本面之變化，無法解釋匯率之波動性，因此，金融穩定是否足以穩定匯率，則仍存疑。但若金融穩定至少有助匯率穩定，則 Eichengreen 的倡議，顯見是提高未來貨幣聯盟可行性的主要步驟。

其次，亞洲通貨危機 (1997 年後期至 1998 年初) 發生之後，亞洲通貨維持管理浮動彈性的期間相當短暫。若干觀察家指出，自 1999 年以來，許多亞洲通貨回復到 1997

年泰銖貶值前釘住美元之情況，主要因亞洲國家似困於「浮動恐懼症」，亦即顧忌匯率之極度波動（業經實證支持）不利貿易與投資。

區域內相互貿易依存度高的國家接著發現，近期維持穩定通貨關係，更有助於經濟成長。多數觀察家確實發現，亞洲區域內貿易及投資的比例相當高（註 18）。區域內貿易不斷增加，且達可與歐元區匹敵水準的事實，引領研究學者及決策者得到東亞已通過最適通貨區檢測標準的結論。果真如此，日後區域內國家匯率管理若獲得協調，則表現將更佳。

至於如何建立「穩定」的通貨關係，及應連結那種穩定性之通貨方面，最近區域內興起之實際釘住美元制，有助促進區域匯率穩定。然而，該實際釘住美元制有其他方面的缺點。特別是亞洲國家與美國、日本、歐洲及鄰近國家的貿易比重甚高，惟各國比重不盡相同。因此，為維持貿易競爭力，穩定實質有效匯率遠較單純維持對美元之雙邊穩定更為重要。職是之故，匯率管理應聚焦於通貨籃價值，對美元、日圓及歐元有不同的權值。此立論下，若干觀察家主張使用一籃通貨作為區域國家之釘住匯率（Williamson 1999, 2000b；Ito 等 1998）。據此提議，亞洲各國為穩定其實質有效匯率，將對所有其他亞洲國家通貨匯率計算出一個最適通貨籃。

然而，如前述強調，依此方式計算之最適匯率存在一個問題，即是亞洲各國相互貿易日趨增加。既然鄰國匯率在彼此實質有效匯率占有相當權值，其匯率政策不容輕忽。例如，假設亞洲某國（例如泰國）與美國、日本、歐洲及鄰國（例如馬來西亞）以等比例進行貿易。設每國貿易比重為已知，即各國貨幣在泰國通貨籃內各占四分之一權值。同理，馬來西亞也採取相同的做法。假設基於某些原因，馬來西亞採行釘住美元制。那麼，泰國的美元（區域）貿易夥伴權值從 25% 增至 50%，則泰銖之變動更接近釘住美元，即使美國不是具優勢的貿易夥伴。但如果馬來西亞選擇釘住歐元，則泰國將成為接近釘住歐元的國家。同理，馬來西亞如果選擇日圓，則泰國像釘住日圓制的國家。因此，貿易關連國家匯率制度之決定，相互依存，若獲協調將有相當俾益。Ogawa 與 Ito（2002）已就此討論過。

區域採行通貨籃或共同通貨（價值）可解決協調上的問題。因此，由釘住特定區間通貨籃進一步邁向採行區域共同通貨籃。Wyplosz（2002）認為此為值得發展的方向，回顧歐洲經驗以資亞洲借鏡，並提議以亞洲貨幣單位（Asian currency unit, ACU）為基礎，創設亞洲貨幣制度（Asian monetary system）。

不過，實施這樣的制度須具備某些前提。具體而言，匯率制度協調需要藉由同盟

壓力，強制總體經濟政策合作；一旦政策協調失敗，且經濟基本面與匯率穩定無法兼顧，則區域內無法達成匯率穩定。匯率協調形式呈現的貨幣合作，通常要求進行區域經濟對話與監督。亞洲國家長期以來，缺乏這樣的論壇，至於，東協加三架構刻正發展先進國家間（G7、OECD、歐盟經濟暨財政部長會議）類似之機制，結果有待觀察。

另一方面，當經濟基本面適合匯率安排協調（即當經濟基本面與通貨價值穩定一致時），但市場運作不當時，決策者可能採取干預形式的一致行動。為達此目的，金融援助及維持匯率穩定之貨幣合作機制，有助於各國協調匯率政策。在東亞地區，清邁倡議（Chiang Mai Initiative, CMI）下之換匯協定，為強化匯率協調向前邁出的重要一步（註19）。清邁倡議下，一旦發生急迫金融困境時，可運用換匯協定取得強勢貨幣（以本國貨幣換取）。但是，當這些安排，或許未必能適當支撐區域內匯率穩定。首先，金融資源承諾（無論是東協國家間相互換匯，或是「加三」中任一國與東協國家之雙邊換匯）不足，無法發揮效用。其次，為協助安定區域匯率，應加強區域監督。因為倘若匯率係基本面失序，即使鉅額金融援助亦不足支應，應藉由金融監督，確保健全的總體經濟政策，以支持任何金融合作。

當對於監督機制之信任足夠時，共同準備金將取代換匯協定（Chaipravat，第二

冊）。依共同準備金協定，是否進行金融協助係決於該國是否面臨因受波及而面臨流動性危機或因國內經濟體質脆弱而陷入償債危機。IMF（或規模較小之世界銀行及區域性開發銀行）是唯一有此類機制的機構。惟亞洲危機顯示IMF資源並不充裕，且IMF對經濟危機的因應措施，可能由該區投入資源而獲益。

因此，共同貨幣單位應具備三大支柱：監督、融通及匯率制度。Wyplosz（2002）與Lee等（第二冊）皆強調此點。因此，強化清邁倡議將是邁向共同貨幣目標的重要一步。

有關匯率制度之探討，以及金融合作與強力的監理，將引領亞洲區域邁向貨幣聯盟（即通貨籃匯率制度或亞洲貨幣制度，將成為區域貨幣聯盟的中間步驟）。有關區域內貿易水準及總體經濟變數共移性等經濟條件，將是選擇匯率制度之重要參考。縱使區域間貿易增加，政策對話與協調改善，惟目前亞洲仍未能滿足形成成功貨幣聯盟的要件。但某種程度的經濟整合，是選擇匯率制度之內生變數，亦即由貨幣聯盟至貿易與一般經濟整合，可能存在因果關係。最近實證研究建議，即使經濟背景迥異，且暴露在不對稱衝擊下的國家，創設共同通貨區亦能促進貿易擴張，並與集團內國家享有同步的景氣循環（註20）。

當前亞洲存在基本之困難，在於缺乏共同區域貨幣安排的共識。以尋求加入歐盟之

國家為例（波羅的海三小國、捷克、匈牙利和波蘭），均堅信最終將達到「歐元化」。所以，適當匯率制度之問題，僅與中間步驟有關。然而，亞洲尚未就最終目標達成協議。亞洲貨幣統合確實存在諸多障礙：（1）亞洲經濟體具異質性；（2）亞洲經濟體間相互貿易可能較其他貨幣聯盟的經濟體少；（3）亞洲缺乏歐洲經濟整合之慣例；及（4）外部力量（美國）不支持的態度。因應這些困難，可作幾種選擇：（1）僅在東協國家間成立貨幣聯盟；（2）成立大中華貨幣聯盟；（3）成立日本與南韓貨幣聯盟。但各提議皆有其障礙，總之，亞洲貨幣聯盟是個遙遠的願景。

影響該進程最終目標達成之第二個複雜的因素是，根據多數經驗，貨幣聯盟是政治決策。北美自由貿易協定（North American Free Trade Agreement, NAFTA）國家（加拿大、墨西哥、美國）雖符合貨幣聯盟標準，惟因未有共同的政治訴求，而未邁向貨幣聯盟。另一方面，30年前歐洲並非組成共同通貨區的理想對象，但透過政治意願達成統合。歐洲貨幣統合經驗的重要教訓，即是貨

幣聯盟之形成基本上為政治過程。

我們質疑當前亞洲有貨幣聯盟或單一通貨之政治意願，主要因中國大陸及日本（預料該兩國在與亞洲國家共同邁向貨幣與金融整合上，將居於領導地位）兩國在許多經濟議題尚未達成共識。區域經濟整合也許在不久將來，為該區域國家帶來較為友好的關係。該地區內就政治承諾而言，最重要的是中國大陸、日本、南韓以及東協國家未來能分享統合的願景。在共同分享願景之下，東亞貨幣當局極可能尋求匯率制度合作的方式。由此觀點，如果東亞國家理解貨幣聯盟之政治與經濟優點（繼而同意設立），則其分歧的匯率制度形成之障礙，也許未如目前所見的那樣嚴重。

在上述亞洲匯率政策協調限制下，未來創設共同通貨區過程中，為獲致貨幣整合，一個比較實際的策略是由目前多樣化的制度，轉而尋求制度的循序變革。然而，創立成功之共同通貨區，不能單靠政策協調，實有賴金融與匯率政策上的合作。在此，建議採取五階段制度改革，其內容分述於下節。

總結與政策建議

從上節所述趨勢，長遠來看，吾人期望亞洲朝向某種匯率協調形式，及貨幣聯盟之路進行。貿易與金融全球化必然導致全球通貨種類減少，亞洲亦不例外。然貨幣聯盟之

進展不僅耗時，且具不確定性；該區域是否設立類似歐元之單一通貨，抑或該區與美元連動，仍具爭議。即便亞洲出現類似歐元的貨幣，日圓是否為其中之一，或流通於日本

之外的亞洲通貨區，尚不確定。如同本文最後章節所強調，目前之觀察不能視為結論，經濟與政治情況的變化，是影響未來進展的重要原因。

階段一：擴展及鞏固清邁倡議（CMI）

此階段建立區域共同匯率制度的努力可能徒勞無功，而現存之各種匯率制度未必妨礙整合之進行。因此，短期內應接受各種不同的匯率制度。然可同時朝向透明化及外匯市場干預協調、金融部門改革議題協調及加強貿易整合等方面進行。

亞洲浮動匯率國家進行未表明目的或重點不明之非系統性干預，造成匯率政策的不確定性，進而抑制具穩定作用的投機。干預應充分透明，且應告知區域內其他國家匯率政策及操作模式。透明化加上類同的干預模式，有助促進匯率政策合作。唯有清邁倡議成員彼此經政策協調與學習合作，成功建立互信，才能發展有助建立集體匯率制度的經濟與政治情勢。

基於必要性，中國大陸、日本和南韓之財政部官員已多次召開政策協調非正式（偶為正式）會議。近期因應日圓升值，韓元也相對於美元走強，據報導三國金融官員考慮在外匯市場進行聯合干預，顯示東亞政策協調環境大有改善。東協加三國家之財政部及中央銀行官員亦指出，由於彼此瞭解益深，各國已較清邁倡議創立前能更深入且頻繁的討論雙邊政策及區域性廣泛議題。清邁倡議

會員國間的緊密互動，有助建立網絡，為東亞決策者開啟正式與非正式政策對談管道。

東亞各國致力改革金融體制，將使整體區域更能防禦金融衝擊。此外，建立區域資本市場亦應是進行區域金融整合不可或缺的一部份。區域資本市場有效運作必須仰賴基礎建設，包括區域信用機構、清算系統、有價證券跨國借貸機制、信用增強與擔保機構及交易系統。參與進行整合的國家亦應著手研擬一致性標準、法令及管理體制和跨國資本移動之稅務處理。

最後，中國大陸和日本表達與清邁倡議小組其他成員協商自由貿易協定的興趣，他們也意識到區域通貨雙邊匯率穩定有助談判。此一發展再加上危機可能再現的恐懼，提供足夠誘因，促使東亞國家經由擴大換匯金額與換匯次數，達成清邁倡議制度化，並建立有效的區域監督機制。

階段二：共同通貨籃作為基準貨幣（numeraire）

一旦金融市場的基礎穩固，加上適當之政策協調機制，東亞國家採行共同匯率制度，包括共同釘住通貨籃及亞洲版之歐洲貨幣制度（European Monetary System，EMS），將水到渠成。

階段二首要步驟為確認區域內多數國家都能接受管理匯率制度。最有可能的是採行釘住一共同通貨籃，釘住區間由寬漸窄，各種通貨權值大致相當於貿易權值。日圓因對

美元及歐元長久以來皆獨立浮動，可能為一籃子貨幣中三種主要通貨之一。

Williamson (1999) 建議亞洲國家制定匯率政策（例如，ACU），採用主要通貨之共同通貨籃作為參考匯率及基準貨幣；但並不主張硬性釘住共同通貨籃，因這與當前在亞洲創立 ERM 一樣不切實際。

在邁向緊釘住之前，需要長期的準備和諮商，亞洲國家可試圖採行一個共同計價單位的匯率政策，同時維持各種匯率安排，包括中間匯率與通貨委員會制度。Williamson (1999) 主張積極發展貨幣整合，主要因共同計價單位符合各方期待，美元、日圓及歐元間雙邊匯率之變化，應不致影響區域內國家之相對競爭情勢。

管理亞洲貨幣單位（ACU）最大困難在於，除了馬來西亞，東協五國、南韓及我國皆採匯率自由浮動，雖然這些國家之決策者廣泛干預其外匯市場。理論上，雖然 Williamson 之主張甚具吸引力，但是在多數外匯市場之參與者眼中，亞洲貨幣單位並非缺乏制度約縛而窒礙難行的。即使參與國贊同亞洲貨幣單位，仍需著手進行建立一個執行機制，以監視成員國匯率政策是否仰賴共同基準貨幣。即使成員國受制於多邊協定，實際上仍很難設定一套一籃子標準，作為匯率政策的基準貨幣。

多數國家（特別是小國）冀望該國通貨藉不僵固釘住由美元、日圓與歐元組成之通

貨籃，來穩定其名目與實質有效匯率。但是各國因貿易類型不同，通貨籃的組成及權值自然有別，屆時區域內有效匯率仍如同現況，依然不穩定。各國戮力加入區域金融市場整合之列，未來有可能同意轉為釘住共同通貨籃，但少數國家仍傾向自願採行共同參考匯率。特別值得一提的是，除非清邁倡議發展為具公信力的區域融資機制，否則不易說服東協加三國家採行共同參考匯率。主要因除非國際收支失衡下的短期融資獲得保證，這些國家甚至不願放棄部分貨幣獨立性。

階段三：釘住一共同通貨籃

成功試行亞洲貨幣單位一段時間後，清邁倡議國家可改採釘住一共同通貨籃以穩定區域內的有效匯率。區域間匯率穩定，將降低與匯率波動有關的成本，從而促進區域間貿易，各參與國亦更易於穩定其實質有效匯率。就區域整體而言，此一制度下，各國可避免美元對其他主要通貨幣值的波動，尤其是美元對日圓匯率變動之影響。

Williamson (1999) 所提倡東亞釘住一籃通貨制度貫徹各種不同程度的「固定」匯率制度，僅排除自由浮動匯率制度。就東亞而言，釘住制度有二個問題即：應採固定或爬行釘住，以及區間波動幅度應有多寬。以第一個問題而言，如果各國選擇爬行區間匯率，可能比較好，主要因各國可能須克服巴森效應（Balassa-Samuelson effect），即預測

高度成長經濟體，會造成實質匯率升值。爬行釘住匯率在達到期望通膨率上可能有效，但易受投機攻擊。所以，如同 Wyplosz (2002) 所主張，應在較寬區間及向上爬行釘住之間做選擇。

如果各國決定選擇區間制度，則採用較寬區間較為有利。1997 至 1998 年之危機顯示，資本移動往往呈現資產價格盛衰週期 (boom-bust cycle)，且為價值高估之來源。寬區間在因應突發性之資本移動更為有效；然而較寬區間之下，釘住制度會破壞區域貨幣間有效匯率穩定的主要目標。由於事前不易決定最適區間，因此由寬區間開始而後逐漸縮小區間是較佳策略，可建立市場參與者之信心。

但是，如同 Wyplosz 指出，這樣的順序可能引發危險狀態，尤其決策者信心十足情況下，經常未能察覺市場發出危險迫近的信號，致易受投機攻擊。為避免此等問題，釘住狹窄區間的期間應相當短，以清楚界定釘住匯率是邁向貨幣聯盟過程中的暫時性制度。

Eichengreen 及 Bayoumi (1999) 亦指出，共同釘住匯率之防衛比起採用更為困難。成功的防禦必須具備一個有效率的制度架構，以促進：(1) 參與成員國間之政策協調；(2) 提供弱勢貨幣成員國資金援助之融資機制；與 (3) 接受金援國家須受政策性約制之監督機制。在缺乏這些制度性安排下，

較緊縮的共同釘住可建立異於歐洲貨幣制度之亞洲版蛇形浮動匯率 (Snake)。

一籃通貨制度另一個備受抨擊的缺點，即一籃通貨內三個主要貨幣並未包含在促進金融整合之匯率協定之內；而三個主要通貨之中央銀行也未承諾無限度干預 (未來亦不做此承諾)。在缺乏這樣的承諾下，以清邁倡議雙邊換匯協定 (bilateral swap arrangement, BSA) 架構下的一籃通貨方式，恐無法抵禦強硬的投機性攻擊。

在與美國及歐洲類似的共同釘住架構下，日本仍將立於區域匯率協定之外；亦即日圓持續對東亞共同通貨籃浮動。雖然一般冀望日本在區域致力於促進金融與貨幣整合上，扮演重要的角色，但其他亞洲國家並不必要採取干預行動，以維持釘住匯率。在日本不直接參與的情況下，釘住共同通貨籃可能延後日本與區域其他國家間之貨幣整合。基於上述原因，緊釘該三種貨幣之一籃通貨期間應相對縮短，且為暫時性安排，下一階段由亞洲貨幣制度 (AMS) 承接。

階段四：建立亞洲貨幣制度

如果區域內與日本有關的貿易比率及一籃通貨內日圓權值如預期般增加，則其他亞洲貨幣與日圓間之相關性也會提高。屆時經濟條件成熟，日圓將成為集體匯率制度不可或缺的一部份，而不須將其排除在外，而達到轉變為類似歐洲匯率制度之制度。

事實上有人會認為，從釘住一籃通貨到

包含日本在內之亞洲通貨制度，較由目前繁多的匯率安排制度到共同釘住制度來得容易，但是，除非日圓扮演主導貨幣的角色，否則日本是否及在何種條件下會將日圓對其他東亞通貨之雙邊匯率予以固定仍屬未知。Wyplosz (2002) 指出，以 BSAs 架構的釘住共同通貨籃，將使亞洲永遠避開制度之建立。未能建構區域共同的制度（包括融資制度），終將延緩建立貨幣聯盟之基礎。即使東亞國家皆同意採行共同釘住，除非預期未來能成功創立共同通貨區，否則仍易受投機性攻擊。

從釘住共同通貨籃制度，轉換到如同 ERM 般緊密固定，成員國間的雙邊匯率制度，是一個須要集體行動，以在區域層級建立制度的決定。亞洲通貨制度之運作，必須建立一個類似歐洲貨幣單位（ECU）的新貨幣單位，其匯價將與特定亞洲貨幣組成之通貨籃連動。亞洲通貨制度之成員國亦必須設立一個亞洲版之歐洲貨幣合作基金（European Monetary Cooperation Fund, EMCF），而清邁倡議下建構雙邊換匯制度，與 EMCF 不啻天壤之別。

由於部分亞洲國家之外匯市場發展未完備，亞洲匯率制度或許不切實際，因此，進行有效干預，以防禦其他參與國交叉匯率並不容易。況且，貿易類型的差異，及有關匯率制度及通膨率的選擇分歧，可能不容許有如 ERM 般緊密制度的存在。

將日圓涵蓋於制度內，亦有問題。由於日本超級的經濟地位，日圓很可能成為主導貨幣，如同歐洲貨幣制度時之德國馬克。日圓之優勢可能造成其他亞洲國家將其貨幣對日圓固定，導致創造出區域內實際釘住日圓的集團。

歐洲貨幣制度得以維持，部分係因提供無限額之金融支援以及弱勢貨幣國家之資本管制（Wyplosz 2002）。反之，透過清邁倡議雙邊換匯協定的可用融資額度有限，恐無法在市場傳遞「試圖在區域內攻擊任一通貨的投機行為終將失敗」的明確訊息。由於缺乏集體承諾，無法提供無限援助，防杜此種投機行為。前述討論重申擴大及制度化清邁倡議，對促成東亞共同區域匯率協定相當重要。

階段五：建置共同通貨區（Common Currency Area, CCA）

促成亞洲版的歐洲匯率制度建制後（在此期間應準備採行共同通貨之計畫），區域內國家可仿效歐洲貨幣整合經驗，採取步驟建立必要之制度、合宜的政策及與採行共同標準及規範。

如前所述，共同通貨區之創建，是最重要的經濟與政治手段，必須審慎做好準備，以減輕突然採行共同通貨所造成之負面效應。雖然歐洲經驗顯示，運作成功共同通貨區的經濟標準並不如所宣稱的重要，但貨幣整合的最後階段必須達成多項協議，終將削

弱國家主權，及喪失貨幣政策獨立性。共同通貨區最後準備階段應包含銀行業、會計及金融監理制度的統一標準，鑄幣權分攤規則，以及中央銀行提供之功能。如 Wyplosz (2002) 指出，建立單一通貨區之中央銀行，必然引發有關當局委任及民主權責化等傷腦筋的議題。區域內國家政治體制及經濟

發展水準迥異，將是貨幣整合過程中最難克服的障礙。然而，區域合作與整合已開始進行，經濟環境亦快速變遷。經濟發展快速趨同，提高了政策合作的意願。正如同數十年前之歐洲經驗，吾人對東亞刻正邁向區域經濟及金融整合的長期發展，滿懷希望，樂見其成。

附 註

- (註 1) 本文中，東亞係指東協五國（印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡與泰國）以及大陸、香港、日本、南韓及中華民國。
- (註 2) 可參見 Frankel 及 Wei (1994)。
- (註 3) 參見 Ito (2000) 亞洲開發銀行有關亞洲出口之研究。
- (註 4) 參見 Fischer (2001)。
- (註 5) 然而，倘若區域內匯率極易浮動，匯率制度是否會阻礙亞洲資本流動並不明確。
- (註 6) 下節討論中，釘住一籃通貨區間，為可行的折衷方案。
- (註 7) Frankel 等(2000)為兩極化假說提出其它的辯解：可證實性。市場參與者證實，簡單之匯率制度相較區間、一籃通貨與爬行匯率制度更能驗證。
- (註 8) 阿根廷的經驗顯示，甚而連採行固定匯率及開放外國銀行設立的國家，也需要有最後貸款者。
- (註 9) 但是，該說法可能適用於像香港這樣的經濟體，其多數進口係為加工製造後再出口。
- (註 10) Eichengreen (1999) 認為匯率波動性和外國直接投資的研究較不具爭論性。然而在任何情況下，未來亞洲成長將取決於國內需求。
- (註 11) Frankel 等 (2000) 指出，純粹釘住或浮動匯率較複雜的中間制度容易證實從而進行監控。
- (註 12) 一些爭論認為，除不具透明度之外，因為當局須對多種貨幣進行干預，干預策略愈形複雜，形成一籃通貨制度另一項缺點。但這顯非事實，干預的貨幣可能是為達成預期釘住一籃通貨值的任一通貨。
- (註 13) 例如，Ogawa 等 (第二冊) 幾項研究顯示，歐元誕生後，美元在國際貨幣制度仍保有其地位。
- (註 14) 例如，歐洲勞動市場僵固，且勞動移動性低，因此，歐元區貨幣聯盟之潛在缺點為對特異性衝擊處理失當。然而，利用泰勒法則評估無貨幣聯盟下各國應採何種政策，Wyplose (2002) 認為雖屬歐洲議題，但缺失不大（「理想」泰勒法則政策之差異為多數國家所忽視）。
- (註 15) 但 Broda (2001) 發現在面臨貿易條件之外在衝擊時，採行浮動匯率制度國家經濟表現較佳。
- (註 16) 歐洲有相當的限制（財政赤字不得超逾 GDP 3%）。
- (註 17) 關於歐洲之財政政策，歐洲貨幣當局（歐洲中央銀行總裁）及財政當局（歐洲經濟與金融部長理事會主席，〔EC-OFIN〕）並未有很多跨國協調。
- (註 18) 例如，Lee 等 (第二冊) 檢視亞洲貨幣聯盟各種經濟情況。在貿易方面，樣本中九個亞洲國家顯現區域內貿易非常類似歐洲。值得注意的是，儘管事實如此，相較於北美與歐洲，亞洲地區區域合作進展顯然落後。直到幾年前，日本和南韓是 OECD 成員中唯一無任何優惠貿易協定的二個國家。最近日本與新加坡簽署首宗第一份自由貿易協定。亞洲在區域合作金融方面似乎較貿易發展快速。
- (註 19) 例如，Wyplosz (2002) 指出，清邁倡議為邁向整合的重要一步，已跨越特定通貨籃。

(註 20) Rose 與 Engel (2001) 指出，與各自擁有貨幣的國家比較，貨幣聯盟成員國間貿易更為增加，且實質匯率波動程度較低，成員國的景氣循環也趨於一致。Rose 及 van Wincoop (2001) 對國家貨幣是否為國際貿易障礙仍略有存疑。據其估測，各國加入貨幣聯盟後，因國境所產生之貿易壁壘將減半。

參考資料

- Alesina, A., and R.J. Barro (2002), "Currency Unions," *Quarterly Journal of Economics* 117 (2): 409-436.
- Alesina, A., R. J. Barro, and S. Tenreyro (2002), "Optimal Currency Areas," *NBER Macroeconomics Annual*.
- Bayoumi, T., and B. Eichengreen (1993), "Shocking Aspects of European Monetary Integration. In adjustment and Growth in the European Monetary Union," edited by Francisco Torres and Francesco Givavazzi, 193-229. *Cambridge University Press*.
- _____(1994), "One Money or Many?" Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World. *Studies in International Finance* no. 76. *Princeton University Press*.
- _____(1999), "Is Asia an Optimum Currency Area? Can it Become One? Regional, Global and Historical Perspectives on Asian Monetary Relations. In Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries," edited by Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry, and Yung Chul Park, 347-366. London: Routledge.
- Blanchard, Olivier J., and D.Quah. (1989), "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances," *American Economic Review* (September): 655-673.
- Broda, C. (2001), "Coping with Terms of Trade Shocks: Pegs and Float," *American Economic Review* 91 (2): 376-380.
- Calvo, Guillermo A., and Carmen M. Reinhart. (2002), "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics* 117 (2): 379-408.
- Crockett, Andrew. (1994), "Monetary Policy Implications of Increased Capital Flows, Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy," Symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, August 1993.
- Eichengreen, B. (1994), "International Monetary Arrangements for the 21st Century," Washington, DC: Brookings Institution.
- _____(1999), "Toward a New Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda," Washington, DC: Institute for International Economics.
- Fischer, S. (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives* 15 (2): 3-24.
- Frankel, J. (1999), "No Single Exchange Rate Regime is Right for All Countries or at All Times," Graham Lecture, Essays in International Finance no. 215. Princeton: *Princeton University Press*.
- Frankel, J., and A. Rose. (1998), "The Endogeneity of the Optimum Currency Aarea Criteria," *Economic Journal* 108: 1009-1025.
- _____(2002), "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income," *Quarterly Journal of Economics* 117 (2): 437-466.
- Frankel, J., S. Schmukler, and L. Serven. (2000), "Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime," In Brookings Trade Forum 2000, edited by S. Collins and D. Rodrik. Washington, DC: Brooings Institution.
- Frankel, J., and Shang-Jin Wei. (1994), "Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economics, In Macroeconomic Linkages: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows," edited by Takatoshi Ito and Anne Krueger. NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol. 3. *University of Chicago Press*.
- Hausmann, R., U. Panizza, and E. Stein.(2000), "Why Do Countries Float the Way They Float?" Washington, DC: Inter-American Development Bak. (mimeo.)
- Helliwell, J. (1998), "How Much Do National Borders Matter?" Brokkings Institution.
- Ito, T. (2000), "Principal Causes of Asian Export Deceleration. In Asian Exports," edited by Dilip Das, 75-114. *ADB-Oxford University Press*.
- Ito, T., E. Ogawa, and Y. Sasaki. (1998), "How Did the Dollar Peg Fail in Asia?" *Journal of the Japanese and International Economics* 12: 256-304.
- Kaminsky, G. L., and C. M. Reinhart. (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems," *American Economic Review* 89 (3): 473-500.

- Krugman, p. (1989), "Exchange-Rate Instability," Cambridge, MA: *MIT Press*.
- Kydland, F., and E. Prescott. (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy* 85: 473-491.
- McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas," *American Economic Review* 53 (September): 717-724.
- Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review* 51 (November): 509-517.
- Mussa, M., P. Masson, A. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro, and A. Berg. (2000), "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy," Washington, DC: International Monetary Fund.
- Obstfeld, M., and K. Rogoff. (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rate," *NBER Working Paper* no 5191.
- Ogawa, E., and T. Ito. (2002), "On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement," *Journal of the Japanese and International Economics* 16 (September): 317-334.
- Ogawa, E., and L. Sun. (2001), "How Were Capital Inflows Stimulated under the Dollar Peg System? In Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences," edited by T. Ito and A. O. Krueger. Chicago: *University of Chicago Press*.
- Pozo, S. (1992), "Conditional Exchange-Rate Volatility and the Volume of International Trade: Evidence from the Early 1990s," *The Review of Economics and Statistics* 74 (2):325-329.
- Rose, A. (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade," *Economic Policy* 30: 7-46.
- Rose, A., and C. Engel. (2001). "Currency Unions and International Integration," *NBER Working Paper* no. 7872, September.
- Rose, A., and E. van Wincoop. (2001), "National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union," *American Economic Review* 91 (2): 386-390.
- Sasaki, Y. N. (2002), "Doru Peggu tai Basuketto Peggu [Dollar Peg versus Basket Peg]," In Kinyu no Atarashii Nagare, edited by Katsumi Matsuura and Yasuhiro Yonezawa. Tokyo: *Nihon Hyoron Sha*.
- Sato, K., Z. Zhang, and M. McAleer. (2001), "Is East Asia an Optimum Currency Area?" Paper Prepared for the 2001 Far Eastern Meeting of the Econometric Society, Kobe.
- Stock, J. H., and N. W. Watson. (1991), "A Probability Model of Coincident Economic Indicators. In Leading Economic Indicators: New Approaches and Forecasting Records," edited by K. Lahiri and G. H. Moore, 63-89. UK: *Cambridge University Press*.
- Summers, L. (1999), "Testimony before the Senate Foreign Relations Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion," 27 January.
- Tenreiro, S. (2002), "Economic Effects of Currency Unions" , Harvard University, March. (unpublished)
- Williamson, J. (1999), "The Case for a Common Basket Peg for East Asian Countries. In Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries," edited by Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry, and Yung Chul Park, 327-343. London: Routledge.
- _____.(2000a), "Exchange Rate Regimes of Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option," Washington, DC: Institute for International Economics.
- _____.(2000b), "Designing a Middle Way Between Fixed and Flexible Exchange Rates," Paper Presented at a Conference on Monetary and Exchange Rate Policies: Options for Egypt, Organized by the Egyptian Center for Economic Studies in Cairo, Institute for International Economics.
- Wyplosz, C. (1997), EMU: "Why and How It Might Happen," *Journal of Economic Perspective* 11(4): 3-22.
- _____.(2000), "Exchange Rate Regimes: Some Lessons from Postwar Europe," Washington, DC: Group of Thirty.
- _____.(2002), Fiscal Policy: Institutions vs. Rules. *CEPR Discussion Paper* no. 3238. <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3238.asp>.
- Yoshino, N., S. Kaji, and A. Suzuki, (2001), "The Basket-Peg, Dollar-Peg and Floating: A Comparative Analysis of Exchange Rate Regimes." (mimeo.)

(本文完稿於94年9月，譯者現為本行經濟研究處國內經濟科四等專員)