

強化東亞區域金融合作

陳琬如、李怡萱 譯

本文譯自：日本財務省總合政策研究所研究部

PRI Discussion Paper : Strengthening Regional Financial Cooperation in East Asia,
by Haruhiko Kuroda and Masahiro Kawai, May 2003

一、前言

1997、1998 年間之金融危機，突顯了東亞區域金融合作的重要性。早在金融危機前，東亞地區透過貿易、直接投資及金融往來，經濟依存情況日深，惟區域金融合作的機制和機構並未對應配合發展。目前，區域內國家強烈認知，區域機構與架構愈有效率，愈有助於預防或至少能夠更加妥善處理金融危機。此次危機促使區域內經濟體瞭解，更加強而有力的區域合作機構，可以補強全球架構下，國際貨幣基金在預防和處理金融危機的角色。

本文闡述東亞必須堅固地建立區域金融架構，並介紹區域內金融合作發展之近況，及未來可能的發展方向。作者建議加強區域

監督機制，及考慮建立共同外匯準備金制度，俾在金融危機發生或擴散時，將道德風險問題降至最低的情況下，能夠提供彈性的金融援助。這項安排須符合全球架構，尤其在全球標準下，確保民間部門參與危機處理。本文也建議，區域內匯率機制的選擇應該取得協調，以區域貨幣整合作為長期目標。

本文首先總結東亞金融危機所獲教訓，進而討論東亞區域金融合作的可行性，尤其側重區域內經濟體依存度升高的現況。其次說明金融合作之倡議，包括東協加三（ASEAN+3）經濟檢視與政策對話機制、清邁倡議下之雙邊換匯網絡關係，以及未來區域金融合作所面臨的挑戰。最後一節為結論。

二、東亞金融危機之教訓

（一）1997 及 1998 年間金融危機

大規模資金反轉流出及擴散效應，引爆

了 1997 及 1998 年間之東亞金融危機。引發各國危機的結構性因素雖然各異，惟共通點

皆為國內金融機構管理草率，對企業超額貸款，造成企業將借款從事非生產性投資。再者，由初始溫和的通貨危機，經過貨幣貶值、金融部門資產品質惡化及企業困頓的交互衝擊，演變為全面性的經濟危機。基本上，此一金融危機是金融全球化及國內經濟結構不健全交互影響所肇致（世界銀行 1998，2000）。

金融全球化之效應：受到金融危機波及的國家，早在危機發生之前，即已開放資金自由進出，成為國際資本市場的一員。多數東亞經濟體，均明顯受益於金融市場自由化及全球化。從 1980 年代中期至 1990 年代中期，資金即大量流入東亞，尤其外人直接投資（FDI）等長期資本，為區域內提供經濟快速發展所需資金。然在金融危機發生前幾年，這些國家之金融及企業部門收受大量的國外資金，特別是屬於未避險的短期資本，致其短期外債相對於其外匯存底之比例直線上升，甚至超過百分之百的水準。當 1997 年市場的看法急速逆轉，這些經濟體看到資金快速流出，導致貨幣貶值壓力，引爆了通貨危機；因此，本次金融危機又被稱為「資本帳危機」（Yoshitomi 與 Shirai 2000；Kawai 等 2001）。

危機在區域內迅速蔓延，短短數月間，由泰銖危機擴散至馬來西亞、印尼、菲律賓，終至南韓。之後，香港也受到影響，但香港管理當局以非傳統性政策措施，成功阻

遏危機所帶來之衝擊。

國內結構脆弱：受危機波及之國家，普遍具有國內經濟結構脆弱的特性。若干外資透過國內金融機構中介，對房地產及建築等非貿易的國內部門進行放款；有些則透過自有管道，直接投資國內企業。過度投資房地產及其他資產，造成資產泡沫化；而當最終泡沫破滅時，金融機構陷入嚴重的不良放款問題，中介外資融資國內部門之金融機構，因而曝露於通貨與到期日錯置(currency and maturity mismatches)的風險中；國內企業亦因財務槓桿過高而飽受利率及匯率波動之衝擊。不當的監理架構，導致銀行與企業財務管理失當，公司治理脆弱。1997 年通貨危機爆發後，各國匯率劇貶、利率升高及預算緊縮，使金融及企業部門經營更加困頓，致 1998 年東亞經濟活動急速萎縮。

（二）國際金融制度之改革

金融危機之教訓：從這次金融危機之經驗，至少獲得二項重要教訓。首先，對金融全球化效應的管理須更加關注，尤在短期資本快速流動之際。危機發生以前，無論國際投資者、借款國決策者或國際金融機構，並未充分瞭解短期資本移動數量及範圍等意涵。由於國際資本流動具高度波動之本質，必須加以嚴密監視，並對資金的迅速移動即時加以因應。對於金融全球化之管理，必須建立機制，以降低資本移動的劇烈波動，強化區域內國家處理全球化不利衝擊之能力。

其次，新興市場經濟體必須強化國內經濟體系，尤其是金融和企業部門。為使金融機構及企業改善管理及公司治理，有必要建立高效率的管理及監理架構。具體而言，區域內經濟體須改善銀行業之資產負債管理能力，以避免過度放款，及通貨與到期日過度錯置之問題；改進企業財務管理能力，以維持健全之金融紀律；發展健全之資本市場，以提供企業另外的籌措資金管道。若國內經濟體系健全而有活力，則可防範金融危機；或者即使危機發生，其對經濟的衝擊亦會被降低。

記取危機的教訓，愈來愈多人認同推動有效率之機制，以管理全球化效應及強化國內經濟體系，係預防、管理和解決危機之關鍵。為改革國際金融制度(註 1)，各項改革國際金融市場功能，以及強化國內經濟基本結構的努力正積極進行中。

強化國際金融體系：為預防、管理及解決金融危機，全球已提出很多改革方案，其中有些已在進行。

首先，國際貨幣基金(IMF)的業務及功能業經強化。尤以增加流動性部位方面，其可用資金(可貸予需要金援之會員國之金額)由 1998 年之 540 億 SDR(特別提款權)提升 1 倍至 2001 年之 1,100 億 SDR。2001 年其未承諾的可用資金淨額亦增至 750 億 SDR(可用資金扣除目前各融資辦法的貸款承諾，以及可能被提用金額，再扣除保留的營

運資金)。惟這些資金仍不敷使用時，國際貨幣基金可引用「新借款協定」(New Arrangements to Borrow)及「一般借款協定」(General Arrangements to Borrow)，向協定國家借款，總額度最高為 340 億 SDR。

為支應會員國因發生金融危機或採行防範措施的龐大資金需求，國際貨幣基金已採行新的融通辦法。1997 年 12 月實施「補充準備融資辦法」(Supplemental Reserve Facility)，已動用於南韓、巴西、阿根廷及土耳其。這項融通，主要針對會員國遭遇非預期因素，導致市場喪失信心，發生暫時性國際收支失衡現象時，提供龐大的金援。1999 年實施「緊急信用融資額度」(Contingent Credit Line)，建立防線，在會員國因採行強力捍衛措施對付金融危機擴散，而導致國際收支發生困難時，給予緊急援助。此外，國際貨幣基金已加強其業務及政策透明化，且已決定改進會員國申援之融資條件，尤其是結構性的融資條件，以提高其各項改革計畫之自主性及效能。

其次，民間參與是改革的重要焦點。鑑於民間資源遠勝於政府部門，民間參與對於危機預防及解決相當重要。若官方金援民間投資者，但並未使其承擔錯誤投資的決策責任，則可能引發嚴重之道德風險問題。案例顯示，民間金融機構有意願分擔協助受創國家(例如南韓、巴西)，但尚待建立明確的架構；尤其新興經濟體之債券重整機制亟待

建立，因為債券持有者眾多且分散。

鑑於爆發流動性危機時，政府債券持有人及其他債權人，有義務共同解決危機，因此，國際社會正積極研討建立「政府外債重整機制」（mechanisms for the debt restructuring of international sovereign bonds），並建議採取契約途徑及法律途徑。其中契約途徑認為在政府債券的發行內加列集體決議條款（collective action clauses），係有秩序解決危機的好方法；又因該條款明載於債券條款中，可確保債務重整的進度；另外，法律途徑（Krueger 2002）則試圖建立全球性法律架構（透過國際公約而非侷限於單一國家法域），提供債務人及債權人雙方足夠誘因，促使他們同意進行迅速、有秩序且可預期之債務重整（註 2）。

第三，G-20 和金融穩定論壇（Financial Stability Forum）設立宗旨在擴大參與國際金融政策制訂之成員，包括系統上具重要性的已開發經濟體以及新興市場經濟體。多數議題集中在高度財務槓桿之機構、境外金融中心及測度脆弱性等的處理。但由於民間參與缺乏進展，高財務槓桿機構資訊未充分揭露，以及緊急信用額度之動用等問題，致改革進展未盡理想。

各國致力於強化國內政策及制度：就國家層級而言，應積極推動總體經濟管理能力及金融部門改革，強化國內政策及制度架構，尤應改進金融體系之管理及監理架構、

加強公司治理，及建立有效之國內破產程序，以處理無法存續的銀行與公司。

遵行國際準則是強化國內政策及制度最佳方式之一，亦即參酌國際有關總體經濟決策、金融部門管理與監理，及資本市場基礎建設等三大領域的相關規定。1999 年 9 月國際貨幣基金採行由多數國際組織與機構所支持的「國際準則遵行報告」（Reports on the Observance of Standards and Codes），涵蓋上述三大領域，十二項議題。在總體經濟政策方面，包括貨幣及金融政策透明化、財政透明化，以及一般資料發布制度（General Data Dissemination System）以外之特別資料發布標準（Special Data Dissemination Standards）。在金融部門管理及監理方面，包含銀行、證券、與保險監理，支付系統及洗錢防制。而資本市場基礎建設方面，則涵蓋公司治理、會計標準、審計準則及破產與債權人權利等準則。

由國際貨幣基金及世界銀行共同支持之「金融部門評估計畫」（Financial Sector Assessment Program, FSAP）是重要的工具（註 3）。上述方法的有效性無庸置疑，惟尚待有效執行。即使前述「國際準則遵行報告」已充分遵行，可能仍無法完全杜絕危機的發生。

（三）創造新區域金融制度

在國際社會及新興市場經濟體致力於全球及國內政策改革時，設計優良的區域架構

有助於國際金融體系的穩定(註4)，其理由有三。首先，由於全球性改革效果不彰，而國內改革曠日費時，因此區域架構有其必要性；其次，因區域內貿易、外人直接投資及跨國資金流動日增，為了取得政策協調及採取一致性行動，需要有效率的區域架構；第三，因為經濟風險傳染著重於地緣關係，區域金融合作架構在危機之預防、管理及解決方案之處理上，均符合邏輯(註5)。因此改善區域金融制度很重要。

區域金融合作之架構涵蓋下述三大範疇，包括預防危機擴散之區域監理及監視；增加國際流動性，以加強危機管理；協助受創國家解決系統危機，及加速其經濟早日復甦。為有效因應、管理及解決未來可能發生之金融危機，任何區域性架構均須符合全球性架構。

危機預防：就區域層級而言，區域間資訊分享、政策對話、諮商、監理及監視，均有助於防範金融危機。其中資訊分享應涵蓋總體經濟與結構性議題，如貨幣及匯率政策（包括中央銀行國內和國外資產及負債）、財政情況及負債管理、資本流動及外債、金融體系的情況及企業部門發展。監視區域內資本流動尤其重要；短期資金大量流入時，審慎的資本管制政策成效可由1990年代的智利經驗為證。未來有效之預警系統可用來偵測總體經濟、對外部門和金融部門的脆弱性，預防通貨危機與金融危機。在有效監督

機制下，區域內經濟體受同儕壓力，必須採行有助於外部帳戶及幣值穩定之有紀律總體經濟和結構性政策。

至於諮商方面，主要針對區域內貿易關係或直接投資已高度結合（或互補）的經濟體間匯率穩定的諮商。依存度高的經濟體間，應避免貨幣競相貶值及不協調的匯率政策，以維持金融穩定。其中，維持匯率穩定之非正式諮商管道、引進正式機制維持區域內匯率穩定，或建立區域貨幣聯盟等均為可行之道。

危機管理：一旦經濟體受到通貨危機衝擊，為防止經濟陷入系統性的嚴重萎縮，必須採行適當的因應政策，並適時提供國際流動性。當危機發生甚至擴散時，國際性金援可能因融資條件繁瑣、官方程序冗長及政策意見相左而緩不濟急。為避免時間延宕，並增加可用資源，區域性融資機制有助即時填補資金缺口。目前，國際貨幣基金政策改變，由以往大規模介入，逐漸轉變為由民間參與的小規模計畫。一個能夠迅速提供大量流動性的區域性融資機制，可以成功阻斷肇因於非理性群聚行為之投機性攻擊。為使此種融資機制發揮效應，應同時針對問題，採行適當政策措施，並恢復市場投資者信心。

當民間參與效果不彰時，可考慮選擇片面的租稅減免或進行資本流出管制。新興經濟體資本流出管制失敗案例層出不窮，但馬來西亞經驗顯示在適當環境下是奏效的，主

要因該國資本管制屬暫時性措施，且有強韌的總體經濟架構支撐，同時進行銀行和企業重整，並實施可信的監理所致。

若干專家學者疾言抨擊最近國際貨幣基金對某些東亞國家之融資條件，尤其未充分集中力量抑制印尼的緊急通貨危機(註6)。區域倡議，包括流動性支援，可能允許受通貨攻擊或被波及的經濟體採行更適切的因應措施，在避免道德風險問題下，立即處理危機。惟這些倡議須與全球架構一致且為互補，以利二者間通力合作，確保政策協調及區域外民間債權人的參與。

危機解決：為了解決危機，國際間需致力於確保受創經濟體能及早恢復持續成長。在銀行、企業和社會等部門遭遇系統危機

時，須動員財政資源，以迅速解決危機。但是，往往政府財政擴張空間有限，或受舉債限制等因素影響，以致銀行增資、企業債務重整和強化社會安全網等資源受到限制。鑑於來自多邊化發展銀行之資源亦極有限，因此，區域內採取一致行動，動員此類資源，尤其是核心國家資源，對解決危機將有莫大助益。

基於上述共識，「新宮澤計畫」(New Miyazawa Initiative) 應運而生。1998年10月日本財政大臣宮澤喜一承諾以300億美元支援受創國家，協助其經濟復甦。其中承諾金額半數用於經濟重整及改革所需之短期資金，其餘則被指定用於中長期改革。此一龐大資源的承諾，有助於穩定區域市場，促進受創經濟體及早復甦。

三、東亞區域金融合作之立論

(一) 區域經濟相互依存

區域金融合作最重要的立論根據是區域經濟體間依存度高。東亞地區因經濟依存深化，形成區域外溢效果及外部性，各種領域的區域經濟合作自然有其必要，其範圍涵蓋對外貿易及外人直接投資的區域共同政策、準則及法令的協調、金融監理、區域內匯率穩定及總體經濟政策合作等之制定。雖然金融合作著重於與金融領域相關之議題，惟只有在廣泛的區域經濟整合前提下，金融合作方為可行(註7)。

貿易和外人直接投資整合：東亞地區透

過貿易與外人直接投資長期受惠於市場趨動的整合，同時擁有世界貿易組織(WTO)多邊自由化架構，及亞太經濟合作會議(APEC)下開放的地域性，以及無差別待遇的貿易安排。亞太經濟合作會議在鼓勵中國大陸參與世界貿易組織架構以外之貿易及外人直接投資自由化，頗具成效，對區域內其他經濟體具有示範作用。外人直接投資強化了區域經濟整合，尤其在1980年代後期廣場協定(Plaza Accord)後，在日本跨國公司趨動下，外人直接投資大量流入東亞各經濟體，造就了區域產業內貿易活動，對經濟整

合深化，有相當貢獻。

東亞透過貿易進行區域整合的程度已高，情況近似北美自由貿易區（NAFTA）與歐盟。表 1，概述 1980 至 2000 年間，全球依不同群組區分其貿易密集度指數(intra-regional trade intensity indices)之變化情形。在東亞群組中，不論是否包含日本，指數均高於北美自由貿易區或歐盟 15 國（註 8）。

東協自由貿易區（AFTA）曾經是東亞唯一正式的區域貿易協定。雖然貿易自由化進展速度緩慢，惟 2002 年 1 月以來，已在東協 5 個原始會員國（印尼、馬來西亞、新加坡、泰國及菲律賓）間發揮相當成效（註 9）。由於國情有別，致區域內多數國家被排除適用，但會員國間多數商品貿易享受的關稅稅率僅

0~5%；另外，越南於 2003 年、寮國及緬甸於 2005 年，柬埔寨於 2007 年分別開始採行相同的關稅標準。

近來，若干東亞經濟體積極進行較大規模的區域貿易協定。例如，日本與新加坡簽署雙邊經濟伙伴協定（Economic Partnership Arrangement, EPA），自 2002 年 11 月起生效（註 10）；中國大陸及東協同意在十年內建立自由貿易區；日本也倡議與東協簽署經濟伙伴協定，並研商與墨西哥（談判中）、馬來西亞、菲律賓、南韓及泰國（研究中）簽署類似協定的可能性。區域內其他國家亦陸續與區內及區外國家談判及簽署雙邊自由貿易協定（註 11）。

日本與新加坡簽署 FTA - EPA，象徵日

表 1 區域內貿易密集度指數^a

區域	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
東亞15國 ^b	2.6	2.3	2.3	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.2
新興東亞14國 ^c	3.0	2.9	2.8	2.3	2.4	2.4	2.6	2.5	2.4
東協10國	5.1	6.1	4.6	3.8	3.8	3.8	4.3	4.1	3.7
北美自由貿易區	2.1	2.0	2.1	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.1
歐盟15國	1.5	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
南方共同市場	6.6	4.9	9.7	13.3	14.4	14.0	14.2	14.7	15.0

註：

(a) 貿易密集度指數之定義為 $(X_{ij}/X_{i.}) / (X_{.j}/X_{..})$

X_{ij} 表示 i 地區出口至 j 地區之數額， $X_{i.}$ 表示 i 地區之出口總額，

$X_{.j}$ 表示全球至 j 地區之出口總額（即 j 地區之進口總額），

$X_{..}$ 表示全球之貿易總額。

本表中指數之定義限於相同區域內之國家，即 $i=j$ 。

(b) 東亞 15 國包括新興東亞 14 國及日本。

(c) 新興東亞 14 國包括東協 10 國、中國大陸、香港、南韓及台灣。

資料來源：Kawai 及 Urata (2002)。

本已改變長期以來只追求多邊自由化之貿易政策，而轉向多邊、區域及雙邊自由化等三軌途徑。區域及雙邊自由化係日本與貿易夥伴正式達成整合深化，得以跨越國境限制，追求投資自由化、提升國內市場競爭力，以及遵行一致的準則（專題一）；此種策略不僅與其多邊途徑一致，且仍然是日本重要的貿易政策。

金融整合：由於金融體系與資本帳自由化積極進行，導致金融整合之進展。由商業銀行據點遍及東亞區域內各地，可見該區域內銀行部門已緊密連結。證券市場，尤其是股票市場的開放，吸引外資大量流入，投資有價證券，因此，區域內之股價變動與外資流入呈現正相關的情況。商業銀行貸款鉅增及證券投資資金流動，顯示區域內經濟體的金融密切連動。

總體經濟相互依存：近年區域內總體經濟依存度愈見提高，由 1998 年整個東亞地區經濟活動齊告萎縮，而 1999 及 2000 年同步

擴張即可印證。雖然區域經濟體仍受到一些共同因素，諸如美國經濟、資訊科技股價循環等影響，但最近區域內同步化的經濟活動，主要仍可歸因於總體經濟高度依存。

Eichengreen 與 Bayoumi（1999）早期研究發現，就供給面衝擊而言，若干東亞國家已如同歐盟，彼此間經濟緊密結合；需求面衝擊方面，東協國家亦有更好的整合（註 12）。對區域金融合作及監理進行專案研究的「神戶研究計畫」（由日本研究團隊(IIMA 2002)領導）指出，就實質產出變動及對實質投資衝擊而言，1990 年代東亞總體經濟依存度確實已日益提高（註 13）。

（二）資訊分享及建立區域金融合作機制

有鑑於東亞經濟的依存深化，區域內經濟政策合作確實有必要。觀察 1997 年下半年區域內危機擴散之速度及範圍，也提醒區域內經濟體應採行協調行動，以抑制危機蔓延。有效率的區域金融管理合作架構，對因應嚴重通貨危機及擴散，將可發揮功效。在

專題一 東亞區域貿易協定

最近東亞區域貿易與投資協定相關議題頗受各界關注，有關區域貿易協定（Regional Trade Agreement，RTAs）及若干雙邊自由貿易協定，引起廣泛討論。RTA 若經妥善設計，對激勵小型經濟體外貿確具正面作用。RTA 可透過二種方式，對區域經濟發揮正面影響：其一是透過擴大市場，產生經濟規模提高效率，及提升區域內廠商競爭力。東協加三自由貿易區有助於形成大規模區域市場；惟在市場競爭壓力下，缺乏效率的部門及廠商業務將減縮；其二是透過貿易及據點效應，改進技術及制度。任何貿易分工對低效率生產者造成之負面影響，將被技術移轉及標準程序現代化之正面效應所抵銷。東協自由貿易區擴大至越南、柬埔寨即為例證。日益增加之區域活動，也激勵對區域外資源中間投入的需求。

因此，若 RTA 對擴張貿易之設計得宜，將對東亞及全球經濟創造福祉，惟其大小端視經濟整合深度（關稅減免與非關稅障礙），包括投資自由化、解除國內市場管制以加強競爭、法令規章及準則的一致性而定。

經濟波動、政策及衝擊均易跨國傳遞之區域內，各國對金融合作政策及架構寄予厚望，希望透過最適政策、建立制度及分享資訊等三種管道，達成區域金融合作。茲分述如下(註 14)：

最適政策是使相關各國經濟福祉均達到極大化的政策，而相關國家政策不一致時，須適度調整政策。從 1980 年代中期至 1990 年代初期，政策協調一直是 G-7 國家學界及決策圈的熱門話題。特別是 1985 年美國、日本及德國聯手干預促使美元貶值，而當美元貶值過度時，於 1987 年又聯手抑制其貶勢(註 15)。歐洲國家貨幣政策的協調，則可追溯至 1979 年歐洲貨幣體系 (European Monetary System) 的實施。儘管學者對工業化國家政策能否一體適用於新興市場有所質疑，但在適當環境之下，總體經濟政策的協調行動，當可獲致相當成效。

然而，並非所有東亞經濟體皆有能力實施可靠的經濟政策或區域合作政策。例如，印尼尚未從金融危機的泥沼脫困，建立適當的總體經濟架構，對其是一大挑戰。低度發展國家，如柬埔寨、寮國、緬甸及越南的經濟政策係藉由促進工業化、改善經濟結構及開發人力資源，以達成其加速經濟發展、消滅貧窮之目標。對於這些國家而言，遵循國際協調之經濟政策，可能有其困難，但是，區域金融合作最終仍須要區域內多數經濟體的政策協調行動。

建立制度方面，主要是共同建立一套準則，在準則之下，個別國家做成獨立決策，追求個別經濟利益。這種政策合作涵蓋區域貿易和外人直接投資協定、區域匯率制度、區域融資協定、危機處理的區域行動架構，以及區域債券市場發展的倡議等。舉例而言，維持區域匯率穩定的聯合匯率政策，可避免區域內從事貨幣貶值競賽。其他方面，包括創設區域性融資機制，以杜絕投機客攻擊通貨及防止危機快速蔓延，補強國際貨幣基金的角色和資源，並透過區域共同準備金制度，有效利用資源。另外，倡議發展區域債券市場，鼓勵區域內經濟體發展國內債券市場以及區域基礎建設，諸如交換、清算及信評機構等。

第三個管道是經區域內合作架構的建立，鼓勵各經濟體間經常分享資訊。區域性的政策對話和監督機制，有利於更多的資訊分享，更嚴密地監視區域經濟情況及短期資金進出，且在同儕壓力下，有利於制定更好的政策。凡此種種，均有助於區域經濟體瞭解各會員國的經濟表現、總體經濟與結構性問題、政策目標及政策抉擇。由於合作架構使會員國能運用更為正確的資訊，有利其決策之制定，因此國家的經濟福祉自然會提高。

當前階段，雖然最適政策模式較不易取得共識，但東亞經濟體仍可朝制度建立和資訊分享這二項政策合作方向努力。在區域內

經濟體既已高度依存之情況下，建立匯率穩定架構，並逐步邁向貨幣－財政政策協調，各經濟體終將受益。

（三）東亞更加緊密金融合作之挑戰

東亞金融合作之倡議者與質疑者均認為，區域經濟體對於更加緊密合作面臨一些挑戰（註 16）。

最大的挑戰主要是區域內各經濟體之每人所得、經濟發展階段、政府能力和經濟制度結構歧異，致政策協調困難重重。惟區域經濟發展必須要有相當程度的趨同性(convergence)，才能採取聯合行動。

第二項挑戰為如何產生政治領袖。東亞國家由於政治制度不同及欠缺充分互信，區內缺乏強力政治領袖；東亞缺乏單一國家經濟強權像是西半球的美國，扮演主導角色，也沒有任何像西歐雙強法德聯盟的關係。目前，日本經濟仍陷於停滯狀態；中國大陸雖經濟發展快速，惟從計畫經濟轉型至市場經濟，以及從一黨統治轉型至民主政治，其表現仍待考驗。東亞若有任何雙強聯盟，仍須假以相當時日。

第三項挑戰是如何超越所謂的「共識」

文化。東亞區域合作應在不干涉內政之前提下，達到共識。截至目前為止，在不干涉內政原則下達成之共識，已初具區域金融合作的雛型。若再深入政策合作領域，各經濟體必須做好準備，迎接有關決策的建設性意見及批判，以及來自同儕友邦的干預。

第四項挑戰為在區域經濟對外開放的情況下，如何創造區域金融合作的誘因。雖然區域間貿易及投資依存日益升高，但東亞在國際貿易及金融交流上並不孤立。區域內不僅以北美洲和歐洲為主要出口地區，也持有大量的美元資產。因此，在全球體系中，如何使東亞區域更具吸引力，為當前重要挑戰。

截至目前為止，由於上述挑戰困難重重，影響東亞經濟體間金融合作（或更廣泛的經濟合作）的進展。然而，東亞金融危機突顯了區域金融合作的重要性，有利加速區域合作的進程。儘管區域經濟體間存在政治制度歧異，但區域內國家已體認未來進一步加強經濟合作的重要性。鑑於區域經濟與金融合作已有進展，未來籌組設立相關機構將可有利推動積極的合作事宜。

四、東亞區域金融合作之倡議

目前有關強化東亞區域金融合作之倡議，可區分為：資訊分享、政策對話和經濟監督，區域金融協定，以及匯率政策協調三大範疇。

（一）區域政策對話和監督機制

在區域資訊分享、政策對話和經濟監督機制方面，最主要的三個倡議分別為東協監督機制（ASEAN Surveillance Process）、東

協加三架構 (ASEAN+3 Framework) 和馬尼拉架構小組 (Manila Framework Group, MFG)。其他倡議則包括 (針對中央銀行的) 東南亞及紐澳中央銀行組織 (SEANZA)、東南亞中央銀行總裁聯合會 (SEACEN) 和東亞及太平洋地區中央銀行首長會議組織 (EMEAP)，另外還有跨區域政策對話之亞太經濟合作會議 (APEC)、亞歐高峰會議 (ASEM)，及其他較小型的組

織 (參見表 2)。

東協監督機制。東協的目標原為促進該區域之貿易和投資流動，但在歐洲國家完成經濟與貨幣整合之後，激勵東協追求相同的願景。

1998 年 10 月，東協各國的財政部長為加強區域間合作，簽署東協監督機制備忘錄。該機制之主要目的在於經由資訊交換、同儕檢視及區域或國家階層的建議行動方案來強

表 2 財政部與中央銀行之區域論壇^a

	財政部暨(或)中央銀行					中央銀行		
	ASEAN (10)	ASEAN+3 (13)	MFG ^b (14)	APEC (21)	ASEM ^c (25)	SEANZA (20)	SEACEN (11)	EMEAP (11)
設立時間	1967.8	1999.4	1997.11	1994.3	1997.9	1956	1966.2	1991.2
日本		○	○	○	○	○		○
中國大陸		○	○	○	○	○		○
南韓		○	○	○	○	○	○	○
香港			○	○		○		○
台灣				○			○	
新加坡	○	○	○	○	○	○	○	○
汶萊	○	○	○	○	○			
柬埔寨	○	○						
印尼	○	○	○	○	○	○	○	○
寮國	○	○						
馬來西亞	○	○	○	○	○	○	○	○
緬甸	○	○					○	
菲律賓	○	○	○	○	○	○	○	○
泰國	○	○	○	○	○	○	○	○
越南	○	○		○	○			
蒙古						○	○	
澳門						○		
巴布亞紐幾內亞				○		○		
澳洲、紐西蘭			○	○		○		○
尼泊爾、斯里蘭卡						○	○	
孟加拉、印度、伊朗、 巴基斯坦						○		
美國、加拿大			○	○				
智利、墨西哥、秘魯				○				
俄羅斯				○				
歐盟15國					○			

註：(a) APEC (Asia-Pacific Economic Cooperation) = 亞太經濟合作會議；ASEAN (Association of Southeast Asian Nations) = 東協；EMEAP (Executives Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) = 東亞及太平洋地區中央銀行首長會議組織；MFG (Manila Framework Group) = 馬尼拉架構小組；SEACEN (South East Asian Central Banks) = 東南亞中央銀行總裁聯合會；SEANZA (South East Asia, New Zealand, Australia) = 東南亞紐澳中央銀行組織。

(b) 馬尼拉架構小組成員中包含國際貨幣基金、世界銀行、亞洲開發銀行和國際清算銀行，然已於2004年12月結束該小組。

(c) 亞歐高峰會議成員中包含歐盟執委會。

化東協各國在貨幣、財政與金融方面之政策對話和決策能力。所肩負的責任為監控總體經濟發展、資本流動、匯率、結構與社會政策，並包含政府能力建置、制度強化和資訊分享等工作。根據該機制，東協各國的財政部長每年集會二次，以進行政策協調。

東協監督協調小組設立於雅加達東協秘書處，負責東協監督報告。該小組藉由依照國際貨幣基金第四條規定所提供之資料，並考量影響區域內經濟之全球趨勢，分析東協各國最新經濟與金融情況。柬埔寨、印尼、寮國、菲律賓、泰國和越南等東協會員國，也分別成立國家階層監督小組負責國情報告，以強化東協監督小組的運作。此外亞洲開發銀行則藉由提供東協經濟展望、個案研究以及技術協助，來支持該項機制（註 17）。東協監督報告經過東協各國財政部及央行副首長檢視後，再提交財政部長於同儕檢視會議中討論。

東協監督機制，是開發中國家首度具體嘗試針對區域內資訊分享、政策對話，以及個別及集體採取因應經濟不利衝擊對策而設立的機制。該機制包含二部分，一為主要經濟金融情勢異常變動的早期預警監控機制；另一為針對該異常變動必須採行相關對策的同儕檢視機制。

東協加三經濟檢視與政策對話機制。 1997 年之亞洲金融危機，強調加強區域合作之重要性，促成東協加三國家領袖，包括東

協 10 國以及中國大陸、日本和南韓，於同年 12 月首次集會討論區域和平、穩定與繁榮之議題，並於 1999 年 4 月藉亞洲開發銀行於馬尼拉召開年會之際，針對區域金融合作議題舉行了第一次東協加三財政部長會議。該年 11 月東協加三之領袖認為有必要經由東協加三架構加強東亞間自助自救的機制（註 18），因而於 2000 年 5 月提出東協加三經濟檢視和政策對話，區域內財政部長每年集會，以交換資訊並討論政策議題。

東協加三經濟檢視與政策對話機制之目的在於加強共同關注的金融、貨幣和財政議題上之政策對話、協調和合作。並側重東亞總體經濟風險管理、公司治理、監控區域資本流量、強化銀行和金融體系、改革國際金融架構，以及加強自助自救機制。具體採行的合作步驟，包括監控短期資本流動，發展區域早期預警系統，評估區域金融弱點，避免未來發生金融危機。

東協加三經濟檢視與政策對話機制，於 2000 年 5 月藉由亞洲開發銀行年會之際，首度舉行同儕檢視會議。但就如同東協監督機制，東協加三經濟檢視與政策對話機制尚未發揮其應有的功能，除了亞洲開發銀行提供一些有關開發中成員經濟體資料外，既沒有秘書處來處理庶務工作，也欠缺組織架構的實質投入。鑑於加強區域經濟情況監控的重要性，東協加三財政部長於 2001 年 5 月檀香山舉行的第四次會議上，同意成立經濟檢視

和政策對話可行機制研究小組(註 19)。

馬尼拉架構小組。受到 1997 年 8 月東京會議成功提供泰國較符合需求的金援配套措施之激勵，日本在參與該配套措施的南韓和東協國家之支持下，提議設立亞洲貨幣基金，以支應國際貨幣基金在預防和解決危機時之資源，惟遭美國和國際貨幣基金以道德風險和功能重複為理由，予以反對。他們認為，發生通貨危機的東亞國家將規避國際貨幣基金的嚴格融資條件，轉而由亞洲貨幣基金輕易獲得支援，可能會引發道德風險問題，而且既已有國際貨幣基金如此有效之全球危機管理者存在，設立亞洲貨幣基金顯然是多餘的。

建立亞洲貨幣基金的構想雖暫被擱置，但 1997 年 11 月，東亞經濟體與美國、加拿大、澳洲和紐西蘭同意成立所謂的「馬尼拉架構小組」(註 20)，其目的為發展區域金融合作架構(註 21)，以重整及促進區域金融穩定。推動方案包括建立新的區域監督機制，以支援國際貨幣基金之全球監督機制，強化各國國內金融體系與管理體系等方面的經濟與技術合作，加強國際貨幣基金因應金融危機的能力，並發展區域合作融資協定，以補充國際貨幣基金資源之不足。

馬尼拉架構小組的主要特點在於建立新的區域監督機制。該機制在國際貨幣基金、世界銀行、亞洲開發銀行與國際清算銀行支持下，提供參與國財政部與中央銀行副首長

深入且高層級的監督及對話管道。

誠如國際貨幣基金將馬尼拉架構小組定位為亞洲區域監督與同儕壓力之卓越論壇(註 22)，它相較於其他區域論壇更能進行有效的政策對話。這個小組本身沒有常設秘書處，也沒有資金來源。然由於區域內相類似、成員重複之論壇激增，馬尼拉架構小組活動於 7 年後，已在 2004 年 12 月結束。

中央銀行論壇。亞洲中央銀行也有屬於他們自己的政策對話管道，包括東南亞紐澳中央銀行組織、東南亞中央銀行總裁聯合會和東亞及太平洋地區中央銀行首長會議組織。

東南亞紐澳中央銀行組織源於 1956 年亞洲及大洋洲中央銀行總裁會議，就會員數而言，是最久且最大的區域論壇之一。該論壇主要就各中央銀行間之共同關注議題做資訊交換，並提供會員訓練課程。

東南亞中央銀行總裁聯合會設立於 1966 年 2 月，最初僅是提供訓練和研究的組織，之後進展為討論中央銀行業務議題的論壇。會員國包含東南亞主要經濟體、南韓以及台灣，訓練中心設於吉隆坡。

東亞及太平洋地區中央銀行首長會議組織於 1991 年 2 月在日本銀行及澳洲準備銀行倡導下組成。主要宗旨為強化區域監督、交換資訊與意見，以及促進金融市場發展。區內活動包括總裁年會、每半年之副總裁會議，以及銀行監理、金融市場與支付清算系

統三大工作小組（註 23）。與馬尼拉架構小組一樣，東亞及太平洋地區中央銀行首長會議組織並未設置秘書處，係由參與國之中央銀行輪流負責組織事務以及會議的召集。

1997 年年底東協會員國之中央銀行開始展開政策對話，形成東協中央銀行論壇。

亞太經濟合作會議與亞歐高峰會議。東亞區域亦發展了與美洲（亞太經濟合作會議）及歐盟（亞歐高峰會議）之跨區協定。

亞太經濟合作會議之宗旨為促進亞太地區，包括美國及加拿大等國家之貿易和投資自由化及便捷化。1994 年 3 月發起設立亞太經濟合作會議之財政部長會議，係做為彼此交換總體經濟情況、資本流動和金融市場發展議題意見及資訊之論壇，國際貨幣基金、世界銀行和亞洲開發銀行則協助準備相關議題報告。該組織的特點是各部長會邀請民間部門，如亞洲銀行家協會、亞太經濟合作會議之金融家小組，和太平洋經濟合作理事會的代表，報告工作概況並參與議題之研討。

在 1996 年 3 月首次亞歐高峰會議上，亞洲及歐盟各國領袖倡議加強彼此間的合作機制，並於 1997 年 9 月設立亞歐高峰會之財政部長會議。2002 年起為每年集會，截至 2003 年 3 月為止，共計舉辦了 3 次會議。此外，在亞歐高峰會議下設有歐盟執委會，國際貨幣基金、歐洲中央銀行和亞洲開發銀行都會參與相關議題研討。其中甚具意義的專案為神戶研究計畫，該計畫目的在於汲取歐洲整

合經驗，促進東亞區域之貨幣合作。

較小規模之區域組織。此外，還有幾個可供區域資訊交換的小型會議，包括由澳洲、香港、日本和新加坡於 1992 年 5 月召集的四國市場會議；由中國大陸、美國和四國市場會議之會員國於 1997 年 3 月召集的六國市場會議，以及由中國大陸、南韓和日本於 2000 年 9 月召集的三邊財政部長會議。討論的議題涵蓋區域總體經濟情勢、資本流動、外匯市場和金融市場的發展。截至 2003 年 3 月為止，四國市場會議與六國市場會議分別召開 16 次與 2 次，皆由財政部及中央銀行副首長出席；三邊財政部長會議亦於 2002 年 5 月第二次舉行。

（二）區域金融機制

由於國際貨幣基金扮演國際最終貸款者的角色有其限度，因此在區域危機預防和管理上，區域金融組織確實相當重要。只要政策與規範得宜，它便能在貨幣受到攻擊、產生危機及蔓延時，適時並適量的提供國際流動性支援。在清邁倡議下，除強化原有的東協換匯協定外，並加入東協加三會員國（包含中國大陸、日本與南韓）之雙邊換匯協定。

東協換匯協定。1977 年 8 月，東協 5 個原始會員國（印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國）之中央銀行與貨幣當局，共同簽署東協換匯協定首份備忘錄，規定會員國各自攤派 2 千萬美元，總共募集 1 億美元。其後於 1978 年增加各國攤派金額至 4 千萬美

元，總共募集 2 億美元。主要宗旨為提供緊急的、短期的換匯機制給任何面臨暫時性流動短缺或國際收支困難的會員國（註 24）。

然而，亞洲金融危機突顯出在金融市場日益全球化下，會員國需要一個更能有效因應其需求的區域金融機制。因此，在 2000 年 3 月之東協財政部長會議中，決定將汶萊、柬埔寨、寮國、緬甸及越南納入會員國。同年 11 月，東協 10 個會員國簽署一項新的備忘錄，正式擴展東協換匯協定會員至所有東協 10 國之中央銀行及貨幣當局，並將換匯機制的規模由 2 億美元擴大至 10 億美元，由東協之創始會員國和汶萊各攤派 1.5 億美元，其他會員國之攤派額較少（越南 6 千萬美元、緬甸 2 千萬美元、柬埔寨 1 千 5 百萬美元及寮國 5 百萬美元）。東協換匯協定允許會員國之中央銀行以其本國貨幣換取主要之國際貨幣，例如：美元、日圓和歐元，換匯最高上限金額為該國於機制下所承諾數額的兩倍，換匯期間為六個月以內（註 25）。

清邁倡議下之雙邊換匯協定。2000 年 5 月，東協加三的財政部長在清邁會晤，他們同意在清邁倡議下建立雙邊換匯協定的區域網絡。除擴展現有的東協換匯協定之外，該倡議主要目的為建立一個日本、中國大陸、南韓及東協會員國之間（參見圖 1）（註 26）新的雙邊換匯及附買回協定之網絡。至 2003 年 12 月為止，共有 16 個雙邊換匯協定完成簽署，總額計 440 億美元（參見表 3）（註

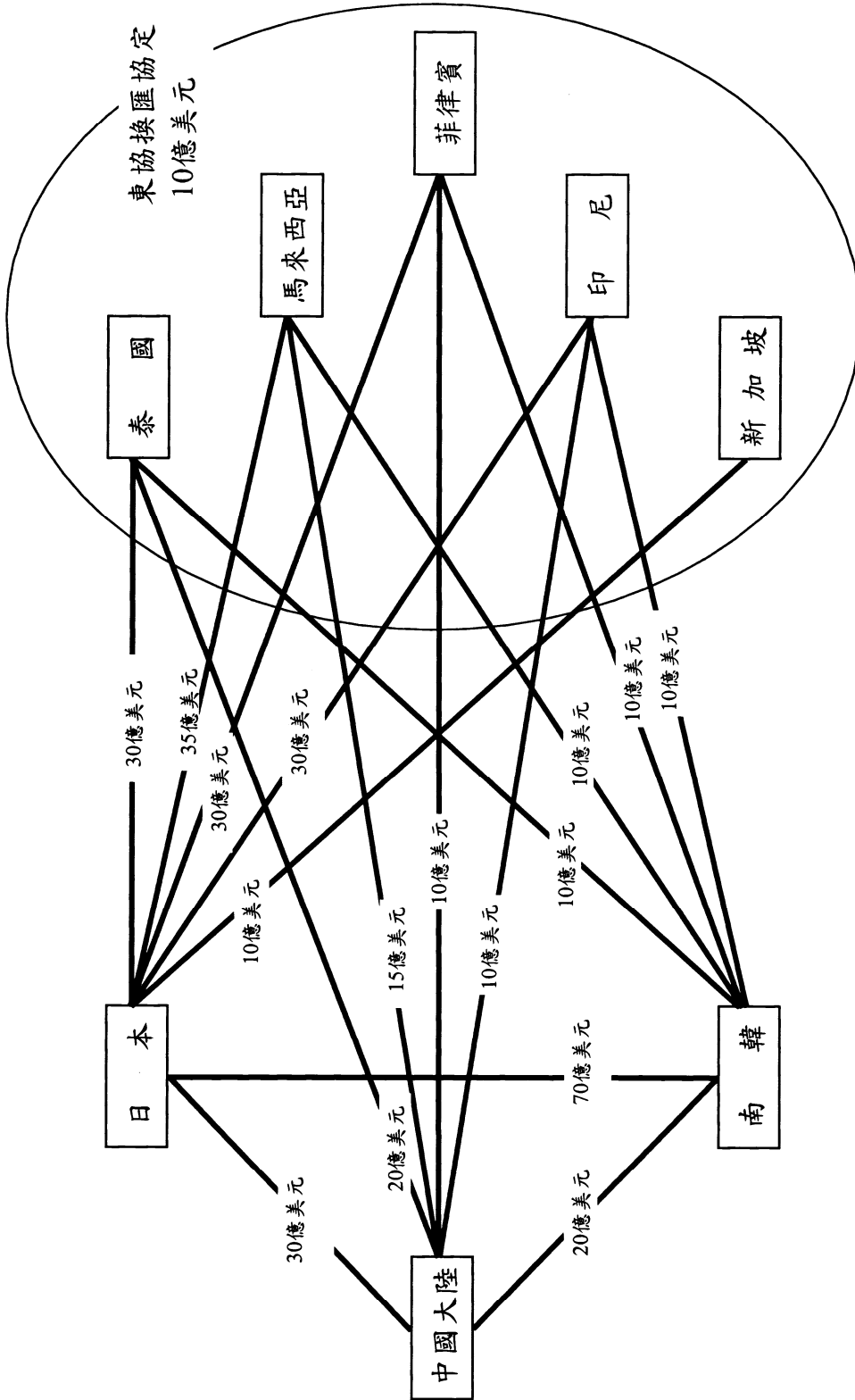
27），目前亦無更進一步的雙邊換匯協定協商中。

東協加三國於清邁會晤時，已就雙邊換匯協定如何與國際貨幣基金項目聯結，及到期日和利息的計算方法等基本架構和主要原則達成共識。例如：各國可以該國政府保證之本國貨幣質押借入流動資產，而不需以美國國庫券作為擔保；換匯期間為 90 天期；可展期 7 次；在首度動用與第一次展期時，利率適用倫敦金融同業拆款利率(LIBOR)加上 150 基點，之後每展期 2 次，利率即上升 50 個基點，最高至 300 個基點。各國則根據共識之主要原則，彼此簽署雙邊換匯協定。

根據清邁倡議，會員國若需流動性支援，可立即獲得雙邊換匯協定金額 10% 的短期融通，至於另外 90% 的額度則必須與國際貨幣基金項目聯結，或屬於已經啟動的緊急信用融通額度範圍內。設計剩餘額度須與國際貨幣金融融資條件聯結，其目的在於處理可能因基本面有問題而導致的國際收支問題，因此若缺乏有效制約機制監督，則可能有引發道德風險問題之疑慮（註 28）。

馬尼拉架構小組之金融合作協定。馬尼拉架構小組目的之一為，發展區域合作金融協定，以支應國際貨幣基金和其他國際金融機構之資源。根據該金融協定，參與國與國際貨幣基金就個別案例協商，提供國際貨幣基金資助計畫下不足之財務支援。在一些特殊情況下，有些國家在接受國際貨幣基金援

圖 1 清邁倡議下雙邊換匯協定之區域網絡關係



註1：日韓與日馬之雙邊換匯協定，分別包含新宮澤計畫中之50億與25億美元。
 註2：日中、中韓、韓馬及韓菲之換匯協定為雙方幣別之換匯協定。

表 3 清邁倡議下之雙邊換匯協定進展（2003 年 12 月底止）

雙邊換匯協定	幣別	簽署日期	規模（美元）
日本與南韓	美元與韓元	2001.07.04	70億 ^a （單向）
日本與泰國	美元與泰銖	2001.07.30	30億（單向）
日本與菲律賓	美元與菲律賓披索	2001.08.27	30億（單向）
日本與馬來西亞	美元與馬來西亞幣	2001.10.05	35億 ^b （單向）
中國大陸與泰國	美元與泰銖	2001.12.06	20億（單向）
日本與中國大陸	日圓與人民幣	2002.03.28	30億 ^c （雙向）
中國大陸與南韓	人民幣與韓元	2002.06.24	20億 ^c （雙向）
南韓與泰國	美元與韓元或美元與泰銖	2002.06.25	10億（雙向）
南韓與馬來西亞	韓元與馬來西亞幣	2002.07.26	10億 ^c （雙向）
南韓與菲律賓	韓元與菲律賓披索	2002.08.09	10億 ^c （雙向）
中國大陸與馬來西亞	美元與馬來西亞幣	2002.10.09	15億（單向）
日本與印尼	美元與印尼盾	2003.02.17	30億（單向）
中國大陸與菲律賓	人民幣與菲律賓披索	2003.08.29	10億 ^c （單向）
日本與新加坡	美元與新加坡元	2003.11.10	10億（單向）
南韓與印尼	美元與韓元或美元與印尼盾	2003.12.24	10億（單向）
中國大陸與印尼	美元與印尼盾	2003.12.30	10億（雙向）

註：(a)該金額包含新宮澤倡議下所承諾(1999年6月17日)之50億美元。

(b)該金額包含新宮澤倡議下所承諾(1999年8月18日)之25億美元。

(c)該金額為等值之美元。

助後，該國的外匯存底會增加（註 29）。

（三）區域匯率協定

雖然東亞地區國家一直希冀維持匯率穩定，但該區在匯率協調與穩定議題上進展不多，原因之一可能是實務上並無任何的國際規則或最適匯率制度的存在。兩種極端的看法（two-corner solution）僅著重於危機預防，然而各國可以透過匯率政策來達成追求經濟成長以及增加貿易與投資等目的。如同 Frankel（1999）所主張，最適匯率制度會隨時間與國家情形而不同，沒有一種特定匯率制度是適用於所有新興市場經濟體。

就相當依賴貿易和投資的東亞新興經濟體而言，為了促進貿易、投資以及經濟發展，匯率穩定確有其必要性；此外，對於漸形緊密結合之東亞經濟體來說，區域間之匯率穩定更可讓彼此互蒙其利。在危機發生前，實質上釘住美元之匯率制度使區域內外的匯率相當穩定，但是，在 1995 年及 1998 年日圓兌美元匯率變動異常時，以美元為基準之有效匯率卻極易受影響而波動。

當通貨危機導致危機發生國所採行之實質上釘住美元之匯率制度瓦解時，東亞各國逐漸採行較有彈性的匯率制度；危機之後，

他們開始採行不同的匯率制度。一些經濟體仍採以美元為基準之匯率制度，最明顯的為馬來西亞回復成正式釘住美元之匯率制度；印尼和菲律賓則擴大匯率變動的範圍，而南韓和泰國則改採一籃通貨的匯率制度（參見 Kawai 2002）。

對於東亞新興市場經濟體而言，因擔心匯率波動可能過劇而無意採行完全浮動匯率制度；而除了小型開放經濟體，諸如香港、汶萊以外，也無意採行僵硬的釘住匯率制度。但無論如何，本區已開始採取協調匯率政策的行動，例如在 2001 年 3 月時，東協工作小組成立東協通貨和匯率機制，以協調匯率政策。

（四）未來展望

更有效之區域監督。東亞地區雖已成立幾個可供會員國資訊分享、政策對話和經濟監督的論壇（註 30），但目前成效亦未充分顯現。為使其發揮預期效果，監督機制必須在不製造摩擦與對立之情況下，更著重技術面的討論，同時亦應在全體共識、不干涉內政，與強大同儕壓力之間取得平衡點，以營造可供重大政策討論的環境。

這種監督機制在清邁倡議可能發展為重要金融機制之情況下，益形重要，而且東協加三經濟檢視與政策對話機制也必須超越同儕檢視機制。雖然這樣可能會悖離傳統不干涉各國內政之前提，但東協加三會員國之決策者必須正視該項需求。依此方向，我們或

許可以藉由設置一個技術上稱職的主管機構，提供優質詳盡的經濟檢討和評估，同時適時察覺區域內潛在的問題及弱點，提出有效對策，以協助經濟檢視與政策對話機制。

為了鼓勵區域內國家加入經濟監督機制，必須給予足夠的誘因，同時區域內每個經濟體也須深信各國經濟在經過監督機制審視後，將會受益匪淺，因為除了可藉由這種方式傳遞正面訊息給國際社會及投資者外，更有助於建立自身的信譽。此外，於危機發生或蔓延時，加入監督機制的國家將可得到區域適時提供的流動性支援。

區域債券市場之發展。本區域必須發展債券市場，為高度依賴銀行資金者提供另一融資管道。特別是應著重於發展以本國貨幣計價之債券發行市場，以減少到期日與幣別錯置的問題，而這種雙重錯置問題正是引起東亞通貨危機的關鍵所在。發展區域債券市場的目的，是希望將區域內龐大之儲蓄直接導入區域內之長期投資，不需透過區域外之金融中介體系，因此經由債券市場籌資不僅可以使區域內之金融中介型態更為多樣化，並可減少上述雙重錯置問題的發生。

一旦此種市場規模夠大且流通無虞時，也會誘使外國投資人購買以亞洲貨幣計價發行之債券，克服所謂的「原罪」（original sin）（註 31）問題。具體做法應由國家層級開始發展政府債券，進而擴及私人債券，其後再擴大為區域層級，促使區域債券市場發

展。就國家層級而言，應允許非居民（例如，跨國公司）發行以該國貨幣計價之債券，以滿足其在該國境內之資金需求；就區域層級而言，各國應致力於債券之交換及清算、資訊揭露、會計和審計準則、以及評等機構等方面的協調。此外，亦可著手發行以區域共同貨幣計價之債券，例如，發行以亞洲貨幣單位計價之債券（參見下文）。

區域共同準備金制度。東亞地區國家將於 2004 年檢視清邁倡議下之雙邊換匯協定，屆時各國可能會修改該項協定，使其成為永久性機制，甚至著手使其轉變為一如區域貨幣基金的更正式組織。東協加三會員國之貨幣當局，可選擇提存該國適度外匯存底與其他 12 國資金一起置於共有的準備金部位。該基金可以用來支援受到通貨投機、蔓延或危機影響的國家。因為日本、中國大陸和其他國家共同擁有相當充裕的外匯存底，透過建立區域共同準備金制度，將可使資金達到充分運用。

在區域貨幣穩定架構（IIMA 2000），東亞基金（Ito 1999）及區域金融協定（Yoshitomi 與 Shirai 2000；Chaipravat 2001）幾篇文章裡，曾先後探討有關這類共同準備金制度的機制問題。為了超越清邁倡議讓外匯準備金共有制度正式運作，該區域必須處理先前所關注亞洲貨幣基金可能因融資條件過於寬鬆，致使收受資金之政府及冒險投資於有問題國家之投資人，於取得資金時產生的

道德風險問題。為使道德風險降至最低，必須強化監督機制，加強因應流動性需求之政策變通能力，以及必要時強制有實力的民間部門參與。

區域共同計價單位。目前應是東亞地區國家提出區域共同計價單位的適當時機。方法之一是由東協加三會員國之 13 種貨幣（日圓、人民幣、韓元、新加坡幣、馬來西亞幣和泰銖等）組成一籃區域通貨。就像歐洲貨幣體系（1979、1998）下之歐洲貨幣單位一樣，區域內各國貨幣之權數則反映該國在該區域之相對重要性。此籃通貨可稱之為亞洲通貨單位（ACU），不僅做為貿易和資本流動等經濟交易，以及外匯存底和跨國債券等資產之計價單位，並可評量各國通貨匯率偏離區域平均水準的程度。

當區域內之新興市場經濟體採用日圓、美元及歐元組成之 G-3 一籃通貨時，亞洲通貨單位實質上亦變成 G-3 一籃通貨，將在東亞區域內創造一個通貨穩定區。即使沒有 G-3 一籃通貨機制，建立亞洲通貨單位將是朝向區域緊密金融合作重要的一步。

匯率協調。針對發展區域匯率穩定合作架構，提出以下幾項建議。

首先，McKinnon（2001）與 Mundell（2001）建議以美元為基準，達到區域匯率的穩定。其優點在於東亞新興經濟體使用美元這種最具優勢之國際貨幣為基準，不僅簡單，而且無需額外成本來確保區域內外的匯

率穩定。然而，在日圓兌美元匯率變動頻繁時，卻可能會造成有效匯率的不當波動。

其次，Williamson (1999a,b)、Kawai 與 Takagi (2000)、French 與 Japanese Staff (2001)、Ito (2001)、Kawai (2001、2002) 及 Ogawa 與 Ito (2002) 則建議採行 G-3 一籃通貨之體系，將各國通貨之中心匯率聯結至一籃通貨（美元、日圓及歐元），而不是單獨以美元為基準。起初各國貨幣當局可以選擇聯結的緊密程度和貨幣權數，當貨幣當局完全認知區域內匯率穩定的重要性時，再選擇更緊密的協調。該體系之優點在於避免因日圓兌美元或歐元兌美元匯率變動，而造成其有效匯率過度波動，同時又允許保留東亞各國之通貨在某一特定區間內波動的彈性。如果通貨波動區間之定義適當，則與通膨目標政策一致（專題二）。

最後，也有認為採行 G-3 一籃通貨為基

準的體系是不公平的，因為該體系對待日圓與其他東亞貨幣，係採獨厚日圓的不對稱做法。Wang (2002)建議，基於區域合作的精神，較相稱的方法應該是建立類似歐洲貨幣體系或是歐元區的共同貨幣聯盟。

然而這種方法僅適用於長期。因為長期間區域可以發展出如歐元體制的共同通貨機制，但在區域總體經濟情況、結構及體系仍未達趨同標準之情形下，不可能期望於近期內發展共同通貨機制；在實施貨幣聯盟以前，相當緊密協調的經濟政策以及相似的市場基礎架構必須早就存在。因此對於新興東亞國家而言，較為實際可行的方法是，現在開始採行一籃通貨制度，將日圓兌美元匯率不穩定對經濟體造成之衝擊，縮減至最小，並開始建立制度，力求加深經濟的相互依存度，達到經濟的趨同性，以達未來貨幣整合之目標。

專題二 建議新興東亞經濟體採行 G-3 一籃通貨體系

日圓兌美元之匯率波動，反應出市場之供需情況。中國大陸、南韓和幾個其他東亞經濟體經常於日圓貶值走軟時，表達他們的關心，但並不會在日圓升值時，有所抱怨。假設預期日圓兌美元匯率會持續波動，東亞之新興經濟體應該採行能對抗這類波動之匯率制度。

一個可行方法是允許匯率自由浮動，改以通膨為目標。但區域內很多經濟體，包括南韓和泰國等已採行浮動匯率制度的國家，均不願該國匯率有劇烈的波動，而偏愛較為穩定的匯率。這種對匯率浮動的疑慮是可以理解的，因為對這發展與成長外部導向的國家，維持匯率相對穩定確有其必要。

新興市場經濟體宜採實質上管理浮動匯率制度，將中心匯率聯結至世界主要貨幣（美元、日圓及歐元）之一籃通貨，以維持有效匯率在面臨日圓兌美元和歐元兌美元匯率不穩定時的相對穩定。G-3 之一籃通貨體系可同時維持匯率之彈性與穩定，促進貿易、外人直接投資以及經濟發展。如果通膨權數與通貨籃的權數相同，而且以 G-3 通膨率之加權平均做為其通膨率之目標時，則以通膨率波幅為目標，將與採行一籃通貨體系之政策一致。

資料來源：Kawai 與 Takagi (2000)。

五、結 論

東亞之區域金融合作仍在萌芽階段，重大的區域經濟整合所需之制度及倡議尚未充分發展，然而已採取了一些重要措施；例如清邁倡議解決了區域流動性互助的問題，各國貨幣當局間之資訊分享、政策對話和經濟監督的論壇亦陸續成立，但迄今為止，仍未制定穩定匯率及協調總體經濟政策的具體合作措施。東亞各國在世界貿易組織、國際貨幣基金及世界銀行所轄之全球體制下，維持開放性區域主義，並與美國和歐盟保持密切對話。

未來進一步的區域合作，將需要商品、服務及勞動更加自由的移動，每人所得、經濟結構和體系及制度更具趨同性；建立健全的金融體制，並發展更為深化的資本市場。更強而有力之監督機制亦是不可或缺的，它不僅有利於資訊分享和政策對話，且能深入瞭解區域內之經濟體，制定更有效之決策以

避免危機發生，以及提升危機爆發時的因應能力。在清邁倡議下，可能會建立一個更正式的外匯準備金共有制度，但如何降低道德風險問題，將會是該區域的一大挑戰。此外，亦需發展協調區域內匯率及貨幣政策之架構。

東亞區域金融合作模式不太可能以北美模式進行。北美模式係以美國為中心之不相稱發展方式，主要係以貿易和投資自由化而推動之區域合作方案；對東亞地區而言，對稱發展之歐洲模式較為實際可行。日本和中國大陸雖是亞洲地區的兩大強權，但均無絕對支配力。如果區域內有蓬勃經濟成長潛力及充裕可用之金融資源，則區域金融合作將有利於該區域內所有經濟體。日本、中國大陸、南韓及東協各國必須擁有強烈的政治意願和區域整合之願景，才能共同朝向更緊密區域金融合作之方向努力。

附 註

(註1) 參見 Eichengreen (1999) 與 Kenen (2001)關於改革國際金融制度之討論。

(註2) 由於民間對民間的資本流動快速增加(如同東亞地區)，民間債務工具也亟須類似的途徑。

(註3) 基於金融部門脆弱將戕害國家整體經濟穩健發展，金融部門評估計畫旨在加強金融體系之監理與評估。

(註4) 參見 Bird 與 Rajan (2002)。

(註5) 若干國家傳染效應較為廣泛。在區域危機中，資源配置集中單一國家，效果有限，主要因其他鄰近國家亦受波及。此外，對在控制區域及全球衝擊方面，外溢效果多的國家，在預防和抑制危機的成效較為顯著。參見 Kawai、Newfarmer 及 Schmukler (2001)。

(註6) 範例，參見 Feldstein (1998)。

(註7) Sakakibara 與 Yamakawa (2001)有詳盡討論。

(註8) 貿易密集度指數是測量區域間之緊密程度(表1所示，係區域內經濟體間的緊密程度)相對於該區域在全球經濟

之權數。值得關注的是，南方共同市場之貿易密集度指數高於任何其他之區域群組。

- (註 9) 東協工業合作計畫 (ASEAN Industrial Complementation Scheme) 補充了東協自由貿易協定下之投資自由化的不足。這項計畫進展較東協自由貿易協定緩慢，主要的重點為自動化產業之合理化。
- (註 10) 日本與新加坡簽署「日本與新加坡新時代經濟伙伴協定」，是一個超越傳統的自由貿易區。
- (註 11) 包括中國大陸與香港；香港與紐西蘭（及中國大陸）；南韓與智利；新加坡與澳洲、美國、加拿大、墨西哥和智利；泰國與澳洲；澳洲與美國（及新加坡、泰國）；及紐西蘭與智利（及香港）。
- (註 12) Eichengreen 及 Bayoumi (1999) 研究發現，區域中二組經濟體（一組為日本、韓國和台灣，另一組為香港、印尼、馬來西亞、新加坡，及可能含泰國），自然形成緊密整合。另參見 Bayoumi 與 Eichengreen (1994) 及 Bayoumi 等 (2000)。
- (註 13) 具體說明，參見 Goto (2002) 於 IIMA (2002) 和 Goto 與 Kawai (2001) 之研究報告。
- (註 14) 參見 Kenen (1994)，和 Hamada 與 Kawai (1997)。
- (註 15) 1985 年美元高估，且美國經常帳赤字嚴重。美國、日本與德國為了引導美元貶值，進而協調運作外匯市場與總體經濟政策，平息美國貿易保護主義的壓力。當美元急促下跌，G-3 國家乃聯手干預，以避免美國經濟硬著陸。
- (註 16) 參見 Eichengreen (2001) 之釋例。
- (註 17) 亞洲開發銀行亦受邀參與財政部長和（或）財政部及中央銀行副首長會議之討論。
- (註 18) 參見 1999 年 11 月 29 日馬尼拉召開之東協加三領袖會議關於「東亞合作之聯合聲明」，可參閱 < <http://www.aseansec.org/5469.htm> > 網站。
- (註 19) 一個名為「檢測如何提升經濟檢視與政策對話效能之東協加三研究小組」建議採行方法可分二階段。在第一階段，經由財政部部長及其副首長的深入討論，強化現行經濟檢視與政策對話機制的可信度；在第二階段，由獨立、專業的第三者檢視、評估影響區域經濟的課題；並且該機制亦應該考慮向國際金融機構請求提供協助。
- (註 20) 大部分經濟體曾參與泰國金援配套計畫（日本、澳洲、中國大陸、香港、馬來西亞、新加坡、汶萊、印尼及南韓）。
- (註 21) 參見 1997 年 11 月 18、19 日於馬尼拉舉行之亞洲財政部暨中央銀行副首長會議「促進金融穩定之亞洲區域合作新架構」，可參閱 < <http://www.mof.go.jp/english/if/if000a.htm> > 網站。
- (註 22) 國際貨幣基金亞太地區辦公室協助馬尼拉架構小組處理日常行政事務。
- (註 23) 雖然該論壇被區域內中央銀行視為最具影響力，但亦有諸如會議不定期舉行以及缺乏連續性等缺點。根據 Eichengreen (2001) 為文指出，它每次會議都有不同議題且範圍廣泛，從社會安全網到資金流動均有涉及。
- (註 24) 當會員國因暫時的流動性短缺或國際收支困難而要求換匯援助時，需經代理銀行證實，並由其儘速通知其他會員國，來共同評估和處理援助。代理銀行的指定方式是依據英文字母順序輪流，一任二年，主要負責協調東協換匯協定的實施。1979 年印尼、1980 年馬來西亞及泰國、1981 年菲律賓曾分別提出換匯要求 (Henning 2001)。
- (註 25) 詳細來說，換匯協定之期限為 1、2、3 個月，至多展期一次，並以 3 個月為限。
- (註 26) 原則上，在中國大陸、日本、南韓與東協 10 個會員國之間會簽署 30 個雙邊協定，加上 3 個非東協國家之間互簽之 3 個雙邊協定。而實際上，截至目前為止，已達成（或接近達成）的協議僅有中國大陸、日本和南韓之雙邊協定，以及這三個非東協會員國與先前曾受危機影響之東協會員國所簽署的協定。
- (註 27) 所有雙邊換匯協定的總和為 440 億美元，其中包含日本在新宮澤倡議下所承諾之 75 億美元（日本與南韓之 50 億美元、與馬來西亞之 25 億美元），對於雙向之雙邊換匯協定，則需以雙倍金額來計算。此外若扣除新宮澤計畫下承諾之金額，則雙邊換匯協定總和為 365 億美元。
- (註 28) 雖然根據清邁倡議，會員國可在一段有限期間內，不需與國際貨幣基金項目聯結即獲得雙邊換匯協定金額 10% 的援助，但隨後之撥款就必須符合國際貨幣基金的嚴格融資條件，因此參與國同意於 2004 年 5 月重新檢視與國際貨幣基金聯結項目及其他主要原則問題。
- (註 29) 雖然認同這項協定，但該小組對於所提供之援助是用於第一道防禦、第二道防禦範圍、或者二者皆是，及短期或中期性質，以及在危機發生時，由誰負責協調，並無共識。
- (註 30) 部分重複是無可避免的。
- (註 31) 依照 Eichengreen 與 Hausmann (1999) 假設，「原罪」即新興經濟體之居民無法以本國貨幣向國外借款，甚至在

國內亦難獲得長期融通，因此國內銀行與公司會面對通貨或（及）到期日錯置問題，遭受匯率（或）利率突然變動所帶來的損失。

參考文獻：

- Bayoumi, Tamim and Barry Eichengreen (1994) "One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World," *Princeton Studies in International Finance*, No. 76, International Finance Section, Princeton University.
- Bayoumi, Tamim, Barry Eichengreen and Paolo Mauro (2000) "On Regional Monetary Arrangements for ASEAN," *Journal of the Japanese and International Economies*, 14: pp. 121 - 148.
- Bird, Graham and Ramkishan S. Rajan (2002) "The Evolving Asian Financial Architecture," *Essays in International Economics*, 226 (February), International Economics Section, Princeton University, Princeton.
- Chaipravat, Olarn (2001) "Towards a Regional Financing Arrangement in East Asia," paper presented to the ADBI/FIMA Symposium, "From the Asian Financial Crisis of 1997 to a Regional Financing Arrangement" (10 May), Honolulu.
- Eichengreen, Barry (1999) *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Washington DC: Institute for International Economics, February.
- Eichengreen, Barry (2001) "Hanging Together? On Monetary and Financial Cooperation in Asia," mimeo, Berkeley: University of California, October.
- Eichengreen, Barry and Tamim Bayoumi (1999) "Is Asia an Optimum Currency Area? Can It Become One?" in: S. Collignon, J. Pisani-Ferry and Y.C. Park (eds.), *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, London: Routledge, pp. 347 - 66.
- Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann (1999) "Exchange Rates and Financial Fragility," *NBER Working Paper*, No. 7418 (November), National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Feldstein, Martin (1998) "Refocusing the IMF," *Foreign Affairs*, 77: pp. 20 - 33.
- Frankel, Jeffrey A (1999) "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times," *Essays In International Finance*, No. 215 (August), International Finance Section, Princeton University.
- French and Japanese Staff, Ministries of Finance (2001) "Exchange Rate Regimes for Emerging Market Economies," Discussion Paper (14 January), Paris and Tokyo.
- Goto, Junichi (2002) "Economic Preconditions for Monetary Cooperation and Surveillance in East Asia," in Institute for International Monetary Affairs (ed.), *Report on the Study Group on Strengthening Financial Cooperation and Surveillance (February)*, pp. 1 - 26, Tokyo.
- Goto, Junichi and Masahiro Kawai (2001) "Macroeconomic Interdependence in East Asia," paper presented to the international conference on "Economic Interdependence: Shaping Asia-Pacific in the 21st Century" (22 - 23 March), International Monetary Fund and World Bank, Tokyo.
- Hamada, Koichi and Masahiro Kawai (1997) "International Economic Policy Coordination: Theory and Policy Implications," in Michele U. Fratianni, Dominick Salvatore, and Jurgen von Hagen (eds.), *Handbook of Comparative Economic Policies, Volume 5, Macroeconomic Policy in Open Economies*, Westport and London: Greenwood Press, pp. 87 - 147.
- Henning, Randall C (2002) "East Asian Financial Cooperation," *Policy Analyses in International Economics*, No. 68 (September), Institute for International Economics, Washington, DC.
- Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (2000) *Workshop on the Framework for Regional Monetary Stabilisation in East Asia* (July), Tokyo.
- Institute for International Monetary Affairs (IIMA) (2002) *Report on the Study Group on Strengthening Financial Cooperation and Surveillance: Kobe Research Project* (February), commissioned by the Ministry of Finance Japan, Tokyo.
- Ito, Takatoshi (2001) "The Role of the Yen in East Asia," paper presented to the international conference on "Monetary Outlook on East Asia in an Integrating World Economy" (5 - 6 September), Chulalongkorn University, Bangkok.
- Ito, Takatoshi, Eiji Ogawa and Yuri Sasaki (1999) "Establishment of the East Asian Fund," Institute for International Monetary Affairs (ed.), *Stabilisation of Currencies and Financial Systems in East Asia and International Financial Cooperation*, Tokyo.

- Kawai, Masahiro (2001) "Recommendation of a Currency Basket System for Emerging East Asia," paper presented to the conference on "Regional Financial Arrangements in East Asia" (12 - 13 November), Australian National University, Canberra.
- Kawai, Masahiro (2002) "Exchange Rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997 - 98 Currency Crisis," *Monetary and Economic Studies*, Special Edition, 20 (December), Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, pp. 167-204.
- Kawai, Masahiro, Richard Newfarmer and Sergio Schmukler (2001) "Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons," Policy Research Working Paper, No. 2610 (June), World Bank, Washington, DC.
- Kawai, Masahiro and Shinji Takagi (2000) "Proposed Strategy for a Regional Exchange Rate Arrangement in Post-Crisis East Asia," Policy Research Working Paper, No. 2502 (December), World Bank, Washington, DC.
- Kawai, Masahiro and Shinji Takagi (2003) "Rethinking Capital Controls: The Malaysian Experience," PRI Discussion Paper Series, No. 03A-05 (May), Policy Research Institute, Japanese Ministry of Finance, Tokyo. [A revised version of the paper presented to the international conference on "Monetary Outlook on East Asia in an Integrating World Economy" (September 5-6, 2001), Chulalongkorn University, Bangkok.]
- Kawai, Masahiro and Shujiro Urata (2002) "Trade and Foreign Direct Investment in East Asia," paper presented to a conference on "Linkages in East Asia: Implications for Currency Regimes and Policy Dialogue" (September 23-24), Seoul.
- Kenen, Peter B. (1994) *The International Economy*, 3rd edition, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kenen, Peter B. (2001) *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?* Washington DC: Institute for International Economics.
- Krueger, Anne (2002) "New Approaches to Sovereign Debt Restructuring: An Update on Our Thinking," paper presented to a conference on "Sovereign Debt Workouts: Hopes and Hazards" (April 1), Institute for International Economics, Washington, DC.
- McKinnon, Ronald I. (2001) "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected," paper presented to the international conference on "Monetary Outlook on East Asia in an Integrating World Economy" (September 5-6), Chulalongkorn University, Bangkok.
- Mundell, Robert (2001) "Currency Area Formation and the Asian Region," paper presented to the international conference on "Monetary Outlook on East Asia in an Integrating World Economy" (September 5-6), Chulalongkorn University, Bangkok.
- Ogawa, Eiji and Takatoshi Ito (2002) "On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement," *Journal of the Japanese and International Economies*, 16: pp. 317 - 334.
- Sakakibara, Eisuke and Sharon Smith Yamakawa (2001) "Regional Integration in East Asia: Challenges and Opportunities," mimeo, Global Security Research Center, Keio University, Tokyo.
- Wang, Tongsan (2002) "Policy Recommendations on How to Strengthen Financial Cooperation in Asia," Institute for International Monetary Affairs (ed.), *Report on the Study Group on Strengthening Financial Cooperation and Surveillance* (February), pp. 198-211, Tokyo.
- Williamson, John (1999a) "The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies," Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry and Yung Chul Park (eds.), *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*, London and New York: Routledge, pp. 327 - 343.
- Williamson, John (1999b) "Future Exchange Rate Regimes for Developing East Asia: Exploring the Policy Options," mimeo (May), South Asia Region, World Bank, Washington, DC.
- World Bank (1998) *East Asia: The Road to Recovery*. Washington, DC.
- World Bank (2000) *East Asia: Recovery and Beyond*. Washington, DC.
- Yoshitomi, Masaru and Sayuri Shirai (2000) "Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis," Technical Background Paper (July 7), Asian Development Bank Institute, Tokyo.

(本文完稿於93年9月，作者陳琬如小姐現為本行經濟研究處國內經濟科三等專員，李怡萱小姐為同科辦事員)