

## 注释:

[1] “林毅夫称中国可能在2020年成全世界最大的经济体”,中新网转载香港《大公报》报道,2009年3月20日。

[2] Robert Mundell, “Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform”, *Journal of Applied Economics*, Vol. III, No. 2 (Nov 2000), 217-256.

[3] 卢锋,刘姿:《格林斯潘做错了什么?美联储货币政策与次贷危机关系》,北京大学中国经济研究中心,讨论稿系列C-N2008008,2008年12月。

[4] 黄益平:“定量宽松的货币政策:风险似是通缩”,《21世纪经济报道》,2009年3月30日。

[5] 黄益平:“美元时代式微”,《财经》,总222期,出版日期2008年10月13日。

[6] 张明:《次贷危机对当前国际货币体系的冲击》,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,NO.0901,2009年2

月8日。

[7] 周小川:《关于改革国际货币体系的思考》,中国人民银行,2009年3月。

[8] Masahiro Kawai, “Toward a Regional Exchange Rate Regime in East Asia”, *Pacific Economic Review*, 2008, 13(1): 83-103.

[9] 余永定:“从双顺差看我国经济增长模式调整”,《人民日报》,2006年8月21日。

[10] 管涛:《有关贸易以人民币计价结算的几个问题》,中国金融四十人论坛,内部稿,2009年3月。

[11] C. Fred Bergsten, Charles Freeman, Nicholas Lardy and Derek J. Mitchell, 2008, *China's Rise: Challenges and Opportunities*, Peterson Institute of International Economics, Washington D.C.

[12] 黄益平:“亚洲汇率波动与政策挑战”,《国际金融研究》,2009年第5期(即出)。

## 中国在亚洲区域金融合作中的作用

□高海红(中国社会科学院)

### 导 言

由2007年8月爆发的美国次贷危机已经转变为全球金融危机,并向实体经济扩散,使得发达经济体陷入自20世纪30年代大萧条以来最为严重的全面的经济衰退,其严重程度远远超出了大多数人的预期。中国也毫无例外地深陷其中。尽管中国相对不发达的金融市场和中国对资本项目交易在相当程度上的管制,使得中国的金融机构在某种程度上免疫于由金融衍生品引发的金融危机,但是在实体经济部门,由于外部需求大幅度减少,中国出口部门受到重创。同时,中国累积的近2万亿美元的巨额外汇储备也使得世界十分关注中国在与美国协调危机救助时的行动。更为重要的是,由于在全球金融体系受到重创情况下国际金融组织在应对危机中功能基本丧失,国际金融体系面临重大的调整,中国对全球金融体系的稳定作用备受关注。与此同时,中国周边国家对中国在应对金融危机的“稳定器”作用有更高的希望。

早在1997至1998年的亚洲金融危机期间,作为一个对区域负责任的国家,中国因承诺保持人民币汇率稳定而受到赞扬。无论这种负责任的政策选择在当时对阻止亚洲金融危机恶化起多大的作用,正是从那时起,亚洲经济体开始意识到,中国的政策选择会产生很强的区域效应。中国政府也开始重新审视其对外金融政策。以往,中国对全球多边机制更为重视,而对于区域的金融合作机制并没有给予足够的关注。1997年,在日本提出了建立亚洲货币基金的动议后,中国采取了“沉默”的态度。这反映了,一方面,中国对区域金融

机制的建立在当时还没有足够的思想准备;另一方面,中国担心区域机制可能会在某种程度上弱化多边的国际机构在亚洲地区的作用。然而,随着危机的结束,亚洲国家痛定思痛,中国也从战略角度对其外部金融稳定政策进行全面的反思。中国和亚洲其他国家认识到,金融危机具有很强的溢出效应,并且有区域扩散的特点,单靠一个国家应对危机不可能遏制危机的蔓延,而是需要区域各国的联合行动,确保区域范围内的金融稳定性。更重要的是,亚洲金融危机揭示了这样一个事实:作为全球最主要的金融危机救助机构——国际货币基金组织,在对亚洲金融危机的救助和处理过程中反映出种种问题,特别是基金组织的贷款条件性对于亚洲一些危机发生国家来说更是难以接受。以上因素都促成了中国和亚洲其他经济体之间在建立区域金融合作机制上达成共识。对于中国来说,这种区域政策的变化动力来源于中国与亚洲其他地区不断增强的金融一体化。中国已成为一个区域内贸易的贡献大国,成为亚洲区域垂直生产链的中心,中国与其他亚洲经济体的跨境资本流动急剧增加。市场的力量也成为中国积极参与区域金融合作的重要驱动力。

本文首先概述了中国参与区域金融合作的程度,接下来对中国与亚洲其他地区的金融一体化进行考察,最后分析中国在区域金融合作的潜力。

### 一、中国参与亚洲区域金融合作的程度

1997年亚洲金融危机爆发以来,为防范全球金融市场动荡和保障区域金融稳定,亚洲国家的政策制定者和学者们在建立区域金融合作机制方面做出了很

大的努力。其中具有里程碑意义的是2000年由东盟、中国、日本和韩国(东盟+3)财政部长们联合签署的清迈倡议(CMI),这成为亚洲地区唯一的具有准机构性质的流动性救助机制。在经济监控和政策对话方面,亚洲存在多层次的论坛和机制。在金融市场方面,东亚及太平洋地区中央银行的行长会议(EMEAP)推出了两期的亚洲债券基金(ABF),东盟+3也提出了建立亚洲债券市场动议(ABMI)。此外,在汇率合作方面,亚洲开发银行和经济学家们也提出了建立亚洲货币单位(ACU)和各种汇率机制的设想。在各种区域金融合作机制中,中国都发挥着重要的作用。

1. 中国与亚洲区域流动性机制和政策对话机制

作为最为松散的区域性金融合作机制,政策对话和经济监督机制是亚洲地区国家参与最早、参与国家最多的合作方式。中国已经参与到多个政策对话和经济监督机制当中。这其中包括:(1)跨区域的亚太经合组织(APEC)。成立于1994年3月,由13个国家参加的APEC已经成为成员国高层交流经济形势和金融市场发展,以及在国际多领域合作协商的论坛。这是一个参与范围广、没有制度性约束的较为松散的机制。一些国际组织,如国际货币基金组织、世界银行和亚洲开发银行也通过提供有关问题的背景文件参与了这一论坛。正是由于其广泛而复杂的成员构成以及其典型的论坛性质,在区域层面进行富有成效的政策对话和经济监督,APEC所能提供的功能范围非常有限。(2)亚欧会议(ASEM)。ASEM成立于1997年,由中国、日本、韩国、东盟一些国家以及欧盟等25个国家组成。与APEC相比,ASEM提供了更加具体的对话渠道和在

区域一级的水平上的同等评议,对与区域外国家的信息共享的目的更加兼容。更应值得注意的是,它是建立在欧洲经验和教训的基础上,带着加强东亚区域货币合作的目的。(3)由中国、日本、韩国以及澳大利亚、新西兰等11个国家组成的东亚及太平洋地区中央银行行长会议EMEAP。(4)由中国、日本、韩国以及新西兰和澳大利亚等20个国家参与的东南亚、新西兰和澳大利亚论坛(SEANZA)。(5)由中国、日本、韩国和东盟10国于2000年5月建立的流动性救助机制——清迈倡议(CMI)。

2000年5月,东盟+3的财长们决定在东盟+3的框架内设立一个区域金融合作协议,这就是清迈倡议。财长们决定,通过清迈倡议在四个重要领域展开合作:建立双边货币互换,建立资本流动监测机制,建立区域政策对话和经济监督机制,进行人员培训。在此之前,在只包含亚洲国家在内的区域金融合作机制方面,日本首先于1997年提出了建立“亚洲货币基金”(AMF)设想。由于缺乏其他有关国家的支持和遭到美国以及国际货币基金组织的反对而被迫放弃。中国在当时对日本的这个建议保持沉默的态度。然而,在AMF提议失败后不久中国很快改变了对区域金融合作采取的消极态度。清迈倡议的成功建立被认为是亚洲地区在金融合作机构建设方面所取得的重要成就,是亚洲区域金融合作的里程碑。然而,由于种种缺欠,特别是其具有的象征性的特点和自身结构和运作问题,参加国开始对清迈倡议的发展方向产生担忧。这一担忧尤其表现在2004年到2005年长达一年的成员国对清迈倡议进行全面的评估过程当中。中国在整个评估当中采取

表1 中国参与亚洲区域和双边流动性救助机制(截至2009年3月)

流动性机制	协议国/经济体	规模	签署时间
清迈倡议 双边货币互换协议	中国—泰国(单边)	20亿美元	2001年12月;2004年12月到期
	中国—日本(双边)	60亿美元	2002年3月
	中国—韩国(双边)	80亿美元	2002年6月
	中国—马来西亚(单边)	15亿美元	2002年10月
	中国—菲律宾(单边)	20亿美元	2003年8月;2007年4月修订
	中国—印度尼西亚(单边)	40亿美元	2003年12月;2006年10月修订
清迈倡议 多边储备货币基金	中国、日本、韩国和东盟	800亿美元	2008年5月
	中国、日本、韩国和东盟	1200亿美元	2009年2月
中央银行间 双边货币互换	中国—韩国	1800亿元人民币	2008年12月
	中国大陆—香港特别行政区	2000亿元人民币	2009年1月
	中国—马来西亚	800亿元人民币	2009年2月
	中国—白俄罗斯中央银行	200亿元人民币	2009年3月
	中国—印度尼西亚银行	1000亿人民币	2009年3月
	中国—阿根廷中央银行	700亿人民币	2009年3月

资料来源:日本银行及作者统计。

了积极的态度。

2005年5月在土耳其的伊斯坦布尔召开的第八次东盟+3财长会议上,东盟+3的财长们决定进一步强化清迈倡议,将原有的基金额度扩大一倍,并将基金启动与国际货币基金组织的贷款条件挂钩比例从90%减到80%。同时决定建立共同决策机制和共同启动机制。

2007年5月,东盟+3成员国的财政部长们再次决定建立一个自我管理的储备池机制,允许参加国自我管理外汇储备,但是要将其中的部分金额专款专用,在出现危机需要联合救助时集中安排使用。东盟+3储备池的建立,是改变清迈倡议以往的双边性质,向多边化机制发展的开端。同时,东盟+3决策机制和基金启动机制也从双边安排向多边转变。

2008年5月,东盟+3财长会议在清迈倡议框架下又推出800亿美元的共同储备基金,中国、日本和韩国出资其中的80%,东盟10国出资其余的20%。这是清迈倡议在多边机制下再度扩充额度的重要举措。

2009年2月22日,在全球金融危机愈演愈烈的背景下,东盟+3财长会议为强化清迈倡议再次采取行动。财长们在会后联合公布了《亚洲经济金融稳定行动计划》(以下简称《行动计划》)。根据《行动计划》,清迈倡议多边机制(CMIM)将共同储备基金扩大到1200亿美元。与此同时,为保证共同储备基金有效管理和使用,提议建立独立的区域监控实体。在上述两项措施实施之后,共同储备基金启动与国际货币基金组织的条件性贷款的挂钩比例将从目前的80%进一步降低。在全球金融危机不断深化的背景下,东盟+3国家采取联合行动,对缓解金融危机对亚洲区域金融稳定的破坏性冲击具有重大意义。一方面,由于欧美金融机构大范围减记、破产、去杠杆化,以及国际投资者风险偏好调整的不确定性,国际资本在亚洲地区的流动具有高度的易变性。更重要的是,这场危机造成发达经济体全面的经济衰退,对亚洲国家实体经济冲击十分严重。在亚洲各国政府独立采取措施应对外部冲击的同时,能否在区域层次提高自我救助能力,这是亚洲国家应对全球金融危机的第二道防线。另一方面,国际金融机构在应对危机和维护全球金融稳定性中的作用越来越缺乏有效性,特别在应对这场由美国引发的危机中其功能基本丧失。国际金融体系面临重大的改革。而《行动计划》的实施表明了亚洲国家采取积极的应对态度,这不仅是亚洲地区金融危机自救的需要,也在区域层面确保全球金融的稳定,是国际金融体系改革的重要组成部分。更重要的是,自2000年清迈倡议正式启动至今,没有任何一个成员国启用过互换基金。即便在本次金融危机中,遭受严重冲击的韩国在危难之际还是避开现有的清迈倡议而寻求与中国签订

新的双边救助协议。这表明清迈倡议作为亚洲唯一的准制度化的金融合作机制,其存在更主要的是具有象征意义。基金额度不足、监控实体缺失,以及与国际货币基金组织80%的挂钩安排,都成为清迈倡议有效实施的障碍。这也是促成东盟+3各国财长们在关键时期对推进清迈倡议多边化,在上述三个重要环节再度达成共识的重要原因。《行动计划》的推出为清迈倡议多边机制的制度化建设做准备,从中长期看,也为更高层次的政策协调和货币合作建立平台。

截至目前,在区域流动性救助机制中,中国已经成为清迈倡议下包括仍然存在的双边货币互换协议(BSAs)的第二大出资国。表1显示,到2007年7月底,中国已与日本、韩国、泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚分别签订了双边货币互换协议,总价值达235亿美元。更为重要的是,人民币已经开始在一些合同中作为支付货币,比如在中日、中韩和中菲之间的双边互换都将人民币作为支付货币。

除了在区域性安排中发挥重要作用外,在双边流动性机制救助层面,中国也开始发挥积极的作用。特别是在当前全球金融危机不断深化的情况下,中国能否在流动机制方面发挥亚洲区域的稳定器的作用备受周边国家的关注。除了东盟+3框架下清迈倡议多边机制的共同外汇储备库增资之外,中国人民银行于2008年12月与韩国中央银行签署了金额为1800亿元人民币的双边互换协议,于2009年1月与香港金融管理局签署了2000亿元人民币的双边互换协议,于2009年2月与马来西亚中央银行签署了800亿元人民币的双边互换协议,于2009年3月与白俄罗斯中央银行签署了200亿元人民币互换协议,于3月23日与印度尼西亚银行签署了1000亿元人民币双边货币互换协议,3月29日与阿根廷中央银行签署了700亿元人民币双边互换协议。

值得关注的是,这些新签署的双边互换协议均以人民币作为支付货币。这表明,在中国积极参与区域救助机制的同时,人民币的区域范围的使用开始不断以官方契约的形式出现,这应该是顺应中国不断提高的在世界经济和区域经济中的地位和作用的要求,提高人民币国际使用的重要开端。

## 2. 中国与亚洲区域金融市场

在1997—1998年的危机之后,发展区域金融市场成为当务之急。中国和许多亚洲国家认识到发展区域金融市场的重要性。人们普遍认为,一个发达的区域债券市场对清迈倡议救助机制的有效实施十分重要。与此同时,人们还普遍注意到,1997年的亚洲金融危机表明亚洲国家金融体系比较脆弱,这表现为过度依赖以银行为中介的融资体系,以及存在巨额的以外币计价的短期债务与以本币计价的长期债权之间的双重

错配。发展区域债券市场可以改变过度依赖银行系统的问题,也同时减少期限和币种的双重错配问题。更重要的是有助于将亚洲地区积累的大量外汇储备得以在区内循环。通常,大量的外汇储备先是流向发达市场,然后以股票的形式流回本国。此外,亚洲国家长期以来过度依赖美元和美元资产市场,将美元作为巨额外汇储备的主要货币资产形式持有,将美元作为主要的贸易金融交易结算计价货币,作为各国官方汇率安排的锚货币。在美元不断贬值、美元资产大幅度缩水的今天,亚洲国家不得不承受巨大的损失。发展区域债券市场为本地货币创造一个区域性基础需求,这将减少亚洲对美元的过度依赖,是保证区域金融稳定性的一个重要的基础性建设。

2003年7月由东亚及太平洋地区中央银行行长会议牵头成立的亚洲债券基金(ABF)是发展区域债券市场第一次联合行动。但是,根据ABF1,由主权和准主权发行人发行的债券只能以美元计价,因为没有本地货币的参与和缺乏二级市场,ABF1只是一个过渡阶段。2005年6月,东亚及太平洋地区中央银行行长会议正式推出ABF的第二阶段(ABF2),种子基金数额为20亿美元。与第一阶段最大的不同是,ABF2允许在八个市场上发行以本国货币计价的债券,这八个市场包括中国大陆、香港、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国。相应的,人民币用于中国基金的发行。

令人遗憾的是,在区域金融市场方面,亚洲国家基本上是动议多于行动。2009年2月,新的东盟+3签署的《行动计划》,再一次将建立区域金融市场提到议事日程。但是,由于缺乏可操作的设计,亚洲各国存在的复杂的法律程序,以及亚洲区域发展中经济体普遍存在的资本管制和不发达的国内金融市场,更重要的,是亚洲区域内金融联系程度要远远低于亚洲与欧美市场的金融关联程度,这都成为发展区域金融市场的障碍。

中国作为亚洲最大的发展中经济体,面临着国内金融市场规模小、金融市场深度和广度十分有限、金融部门发展落后、金融自由化程度有限等阶段性局限特征,现实的考虑是充分利用香港发达的市场促进中国大陆参与区域金融市场的发展。通过香港对外发行人民币公司债就是一项重要的举措。从2007年到2008年,中国开发银行、中国进出口银行、中国银行和中国交通银行已经在香港分别发行以人民币计价的总额不超过50亿、20亿、30亿和50亿元人民币的债券。通过人民币债券境外发行,中国参与地区金融市场的发展,也成为国内金融市场发展的一个促进因素。

### 3. 中国与区域汇率机制

2005年7月,中国将汇率制度由原先的与美元的固定汇率制度改变为以一篮子货币为参考的、有管理

的浮动汇率制度。这一举措被视为中国向改变严格的美元钉住的汇率机制实现了一个突破。同时,在亚洲金融危机当中那些实施浮动汇率制度的国家在危机过后又开始转向相对固定的汇率制度,尽管钉住程度比危机之前有所降低。韩国和泰国已转向一个事实上的货币篮子安排,新加坡保持其不公布路径的有管理的浮动汇率制度,马来西亚也已采取了一篮子汇率制度。印度尼西亚和菲律宾的货币也采取了与一篮子主要货币钉住的汇率制度。除了日元仍然保持独立的浮动汇率制度外,东亚所有的新兴经济体在实行了类似的汇率政策框架。而且,在钉住篮子中,美元的比重都相对较高。这种相似的汇率安排,使得包括中国在内的经济体根据美元和欧元等篮子货币与本币双边汇率的变化来调整币值,以保持名义有效汇率的稳定。相似的汇率安排在事实上成为一种非合作的协调。在人民币汇率出现大幅度波动的情况下,亚洲的一些美元钉住经济体也会出现汇率同方向的波动。

事实上,关于东亚地区的区域货币安排,早在2005年威廉姆森教授就提出了亚洲国家应该采取共同钉住汇率制度,按平均权重钉住包括美元、欧元和日元在内的一篮子货币。但是这一方案忽略了亚洲本国货币的作用,并非真正意义上的区域汇率机制。另一项颇具影响的汇率合作方案是日本的经济学家伊藤、小川和佐佐木于1998年提出的G-3货币篮子建议。与威廉姆森方案不同的是,这一建议要求亚洲货币以不同权重钉住美元、欧元和日元。但是同样由于忽视亚洲本地货币的作用,这一提案没有得到其他国家的认同。最具有建设性的动议是2005年由亚洲开发银行提出的亚洲通货单位(ACU),以及类似的由日本教授小川英治等人提出的亚洲货币单位(AMU)。这一动议效仿欧洲的欧洲货币单位(ECU),将亚洲版本的货币单位作为监控各国汇率稳定性的指数。由于存在技术困难,特别是在以什么标准制定篮子中每种货币的权重,在参加国之间达不成共识,亚洲开发银行将原定2006年5月启动ACU的计划无限期推迟。

事实上,亚洲集体汇率制度的建立在很大程度上将取决于中国和日本之间如何协调彼此之间的关系。日本凭借战后经济复兴和对外贸易迅猛的发展,早在1980年代就开始推进日元国际化。但是,由于制度障碍以及日本金融市场在深度和广度上远低于美国、欧洲等市场,日元国际化进程基本上以失败而告终。与此同时,在亚洲建立日元区的动议也不断出现。然而,在亚洲建立日元区要求日元实际上在亚洲扮演货币锚的角色,这个方案必须依赖日本经济的健康状态和它的金融部门及金融市场的开放程度,以及它的国内市场的规模。在这些方面,日本在过去三十年间并没有根本的改进,而随着中国的崛起,日本在亚洲区域作用

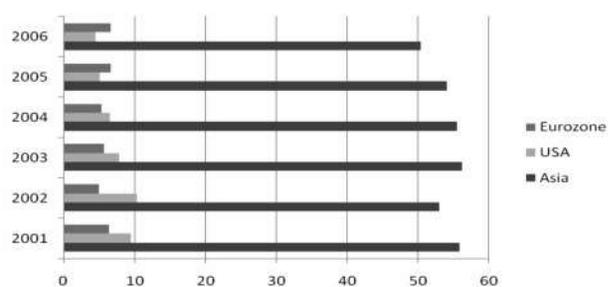
的重要性相对削弱了。在汇率政策方面,中国汇率政策本身具有更强的区域效应。这是因为中国与该地区的经济体有着不断增加的贸易和金融一体化。人民币币值的变化对中国和其在该地区的合作伙伴之间往来的商业和金融商品的相对价格有着影响,从而也影响了各经济体支付的资产负债表。特别是,当中国实施人民币对美元升值时,该地区的其他货币很可能跟随中国的行动。而由于中国在区域重要的贸易地位,在任何一项新的汇率合作安排中,人民币都将被置于核心位置。

## 二、中国与亚洲的金融一体化

中国在亚洲区域金融合作中的作用,从根本上说取决于中国与亚洲金融一体化的程度。在过去的二十年里,总体上来看,中国金融开放程度不断加深,非居民持有的中国资产和中国居民持有的外国资产都在增加,中国与亚洲其他经济体的金融联系也不断扩大。具体而言,中国在亚洲区域的产业分工中的特殊位置以及中国在亚洲区域内的贸易模式在一定程度上决定了中国在亚洲区域内金融联系的程度和形式。比如,与产业分工和贸易模式相适应的对外直接投资形式,在过去的数十年发展迅速。中国与亚洲其他经济体之间的外国直接投资已经成为中国跨境资本流动的主题形式。在证券投资中,虽然中国持有的美国有价证券急剧增加,但中国与亚洲其他国家之间的证券投资仍然大于中美同类型的投资。

### 1. 中国与亚洲其他经济体之间的外商直接投资

图1 中国外国直接投资流入的来源分布(%:占中国总的外国直接投资流入的比例)



来源:中国统计年鉴各期。

外国直接投资与生产网络的关系密切。中国在亚洲发展中的垂直生产链中发挥着中介的作用:从亚洲先进的经济体引进资本和技术,从原料大国引进资源和材料,在国内加工低附加值产品并将最终产品出口到欧美国家。在这个过程中,中国扮演了亚洲区域生产线中枢纽的角色。从统计看,亚洲一直是中国外国直接投资流入的主要来源。图1显示,从2001年到

2006年,来自亚洲的外国直接投资流入占中国总的外国直接投资流入的50%以上,而美国和欧元区地区所占的比例,除了2002年美国的经济数据,分别不到10%。

表2 中国来自亚洲的外商直接投资流入的来源分布

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006
中国香港	63.84	63.85	58.81	56.53	55.08	63.71
日本	16.61	14.98	16.79	16.22	20.04	14.48
韩国	8.22	9.73	14.91	18.59	15.86	12.26
新加坡	8.19	8.36	6.84	5.98	6.77	7.12
东盟四国	3.16	3.09	2.64	2.68	2.25	2.43

注:东盟四国包括泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾。

资料来源:各年的中国统计年鉴。

香港特别行政区一直是中国大陆的主要投资伙伴。表2表明,从2001年到2006年,来自香港的直接投资流入占中国来自亚洲的总的外商直接投资流入的一半以上。日本和韩国分别是中国外国直接投资的第二和第三大伙伴。东盟国家中除了新加坡以外,其他国家的比重都比较低。

然而,证据显示,对于来自香港的外商直接投资统计可能存在往返投资(round tripping)现象,这主要是税收优惠刺激的结果。例如前往中国大陆的投资者首次年度盈利后可享受免税两年的待遇,然后是再延长三年减半的优惠税率。这一有利的政策使得返程投资变得有利可图。困难的是,我们始终无法估计返程投资现象的规模到底有多大。

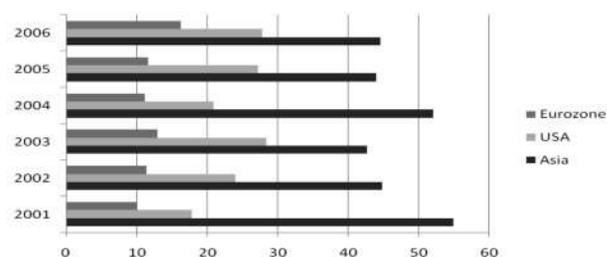
来自亚洲其他经济体的另一种担心是,中国大规模地吸引外国直接投资是否对亚洲其他经济体产生负面的“中国效应”,或者说挤走了其他经济体吸收对外直接投资机会。一些研究表明这种担心缺乏依据。事实上,流向中国的外商直接投资与那些流向亚洲其他国家的外商直接投资是呈正相关关系的——前者流入的外商直接投资每增加10%,会引起后者2%~3%的增加。<sup>[1]</sup>中国对跨境生产网络的融入为其他东亚经济体零部件的生产以及组装的专业化创造了新的机会。<sup>[2]</sup>事实上,中国经济的快速增长和作为外国直接投资目的地所具有的吸引力,鼓励了外国直接投资流向其他亚洲国家。<sup>[3]</sup>中国作为外国直接投资的主要目的地,也在一定程度上促使亚洲其他经济体不断寻求如何加深与中国的经济一体化,例如通过中国与东盟之间建立自由贸易区(FTA)的形式,保持以中国作为枢纽的区域产业链的发展。

### 2. 中国与亚洲其他地区之间的证券投资

虽然从总体看中国的金融开放程度仍处于较低的

水平,但从地域结构看,中国与亚洲其他经济体之间的跨境有价证券投资,包括股权和债务证券,要高于中国与美国和欧洲发达经济体之间的投资。图2表明,从2001年到2006年,中国与亚洲其他经济体的有价证券投资占中国对外负债总额的比例保持在42%以上,远高于美国和欧元区所占的比例。例如,在2001年,对其他亚洲经济体的有价证券投资流入占中国总负债的54.9%,这一比例为对美国负债份额的3倍以上,为对欧元区负债份额的4倍。2006年,中国与亚洲其他地区的证券投资负债占其总负债的44.5%,而同期的比例对美国和欧元区分别只有27.8%和16.3%。这一时期,中国的证券投资流动的主要形式是股权流动,而亚洲已成为中国股权投资的主要来源。

图2 中国股本投资的来源分布(亿美元,%:占总额的百分比)



注:亚洲指日本,韩国,中国香港,印度尼西亚,马来西亚,菲律宾,新加坡和泰国;欧元区指奥地利,比利时,芬兰,法国,德国,希腊,荷兰,意大利,爱尔兰,卢森堡,葡萄牙和西班牙。

资料来源:CPIS, IMF。

表3 中国与亚洲区域内的股权负债的地域分布

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
香港特区	74.64	73.06	79.72	78.34	79.96	84.41
日本	10.81	11.92	10.67	14.48	8.39	8.32
东盟5国	14.34	14.97	9.41	6.99	11.62	5.85
新加坡	14.18	14.86	9.18	6.95	11.59	5.83
韩国	0.11	0.02	0.07	0.10	0.02	0.63

注:东盟5国指新加坡,泰国,马来西亚,印度尼西亚和菲律宾。

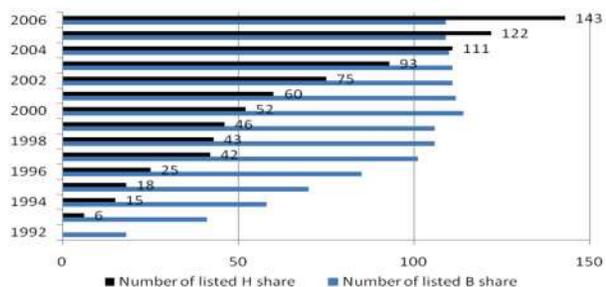
资料来源:资料来源:CPIS, IMF。

对中国股权负债在亚洲区域来源进行细分,我们可以发现香港在中国大陆的股权负债中一直居于主导地位。表3显示,在2006年,中国大陆与香港之间的股权负债占中国总股权负债的84.4%,远远大于第二大来源国日本所占的8.3%。中国与东盟5国(新加坡,泰国,马来西亚,菲律宾和印度尼西亚)之间的股权流动

只占中国总股权债务的5.8%,其中几乎全部是来自新加坡的股权负债。

香港在中国大陆股权流动中所起的关键作用在很大程度上与中国的海外上市政策有关。海外上市是中国企业改革的一项重要政策,特别在对国有企业改革,以及开放中国资本市场方面起到重要的作用。中国公司于1993年首次在海外上市,主要是在香港、纽约、伦敦和新加坡市场上市。到2006年年底,中国大陆已经有143家企业在香港发行了H股,这成为中国股权流入的主要来源(图3)。

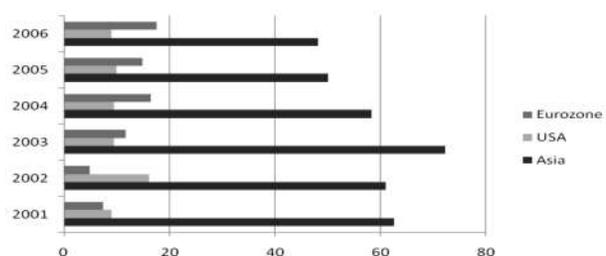
图3 中国在香港的上市公司



来源:2007年中国证券期货统计年鉴。

中国的固定收益证券市场对外国投资者仍然相对封闭。发行债券和票据的非居民须事先得到中国人民银行的批准。在国外发行债券必须纳入国家外债计划。从固定收益证券流入资金的来源来看,尽管亚洲其他经济体是中国固定收益证券流入的主要来源地,但是从2004年开始,亚洲所占的份额呈现出略有下降的趋势。来自欧元区的资金流入从2003年开始取代美国成为中国固定收益证券的第二大来源地(图4)。而在亚洲区域内部,来自香港的固定收益证券在中国大陆的总的固定收益证券负债总额中占主导地位,这反映了香港对中国和亚洲地区而言发挥着国际金融中心的作用(表4)。

图4 中国债务证券投资的来源分布(亿美元,%:占总额的百分比)



资料来源:国际货币基金组织(IMF),协调有价证券投资统计调查(CPIS)。

表4 中国与亚洲其他地区的债务负债的地域分布

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
香港特区	71.93	73.0	79.45	79.18	80.46	84.35
东盟5国	9.36	11.02	12.66	8.58	10.51	10.25
新加坡	9.36	11.02	12.46	8.51	9.15	10.21
日本	14.36	13.09	10.27	13.38	7.93	8.25
韩国	1.34	0.47	0.39	0.34	0.2	1.56

资料来源：国际货币基金组织(IMF), 协调有价证券投资统计调查(CPIS)。

### 3. 中国与亚洲其他经济体的金融关联度

在区域层次上检验金融一体化程度有三种方法：数量事实、对价格的经验检验，以及制度安排。关于数量事实，一些标准的度量表明，亚洲的区域内跨境资金流动占GDP的份额在过去的十年里有所增加。然而，与欧盟及北美的区域内资本流动相比，亚洲的区域内资本流动相对较小，亚洲的跨区域一体化在事实上主导亚洲的金融一体化。<sup>[4]</sup>

然而，一些对资产价格的经验检验却得出不同的结论。比如一些对利率相关性、债券收益率相关性和股票价格相关性的计量研究发现，亚洲各主要经济体在利率和债券收益率等资产价格的互动性方面在最近几年中有所增强，这在一定程度上表明亚洲区域在股票市场、货币市场，以及债券市场等的一体化程度方面有所提高。比如，亚洲开发银行在2007年的研究表明，亚洲跨境货币市场利率和债券收益率的利差在过去的十年大幅度下降。另一项对亚洲隔夜货币市场利率变动率相对于美国利率变动率的标准差检验发现，自1999年以来，标准差已然大幅度下降。<sup>[5]</sup>与此同时，其他证据显示，抵补利率平价在亚洲并不成立，这意味着在过去的十年亚洲金融市场尚未整合。<sup>[6]</sup>对消费关联度的经验研究显示，亚洲各经济体之间的消费联系仍然较弱。<sup>[7]</sup>当然，对资产价格相关性计量分析的可靠性值得关注，因为这些分析无法剔除全球因素和基本面的改善在价格的联动性提高中所起的作用。比如，就跨市场的股票价格指数的双边关系来说，亚洲市场比十年前表现出更强的一体化趋势。然而，这也同时反映了与美国和欧洲市场的密切联系。

对中国与亚洲其他经济体的金融关联度的经验研究主要集中在中国的股票指数与其他亚洲经济体的指数之间的相关性检验。亚洲开发银行的研究表明，在1990—1996年期间，中国的股票指数与其他亚洲经济体的指数之间一般都呈负相关。但是，在亚洲金融危机过后的2000—2007年间，这些指标发生了逆转，成为正相关关系。而与此同时，中国和亚洲其他经济体

之间的双边联动性比十年前提高了很多，换言之，中国和亚洲其他国家之间股票价格的联动比以前变得更加重要了。

对中国与亚洲其他经济体之间金融一体化程度最理想的经验分析是采用一套能够全面反映金融一体化的指标，包括货币市场、债券市场、股票市场和银行市场的指标，以及能够反映市场的基础设施的指标。不幸的是，在中国，由于资本管制，货币市场对非居民而言完全是封闭的，债券和股票市场对非居民也仅仅是部分开放。因此，全面评估中国与亚洲其他国家的一体化程度不可能只在市场价格指标的基础之上进行展开。然而，一些建立在真实经济联系基础上的实证研究的结果表明，中国和东盟+3其他成员国之间的实际汇率存在长期稳定的关系。<sup>[8]</sup>

## 三、中国的潜力

中国在亚洲的金融影响最终取决于中国经济发展的潜力。随着中国经济规模的不断增加，中国将向其他亚洲经济体提供一个巨大的国内市场。中国的贸易和跨境资本流动在亚洲区域的增加，以及伴随着人民币在亚洲区域的扩大使用，这些将使中国的货币政策和汇率政策等具有区域效应，中国将在区域金融稳定中扮演越来越重要的角色。

### 1. 中国作为亚洲生产链的中枢

在过去的二十年里，中国的贸易增长对亚洲区域内贸易的增长做出了很大的贡献，在区域内贸易增长中，中国贸易的贡献为60%。这与中国在区域产业分工中的作用有很大的关系。大部分的亚洲区域内贸易发生在区域范围内的垂直生产链中，这一生产链是在中国将最终产品组装完成，然后出口到工业化国家。中国在全球经常项目失衡的地域分布中处于一个特殊的位置：在与世界上最大的债务国美国关系中持有庞大的经常项目顺差，而对亚洲多数国家来说，中国保持经常项目逆差。中国所处的这种特殊角色与其在国际生产网络中的位置是有关联的。比如中国从日本和韩国等经济体进口资本和技术设备，以及高科技和零部件，从东盟购买初级产品和资源为基础生产资料，从香港和新加坡引进金融服务和商业法律。中国运用进口材料进行生产加工和产品组装，然后再将产品出口到美国、欧洲以及世界其他地区。中国的加工贸易占中国总贸易的比重高达54.6%。更重要的是，这种类型的生产链和中国与亚洲其他地区区域内贸易的格局，将在很大程度上对中国与亚洲其他经济体之间金融一体化产生影响。

### 2. 中国对资本项目审慎的管制

中国的金融开放政策一直非常谨慎。中国一直对其资本项目的可兑换采取着渐进的方式。在过去的几

十年中,这种渐进的方式使得中国可以在一个设计良好的次序下放松对资本项目的管制,即先放松长期资本流动,再考虑放松短期资本流动的管制;先放松直接资本流动,再放松间接资本流动;各种放松措施要在保护脆弱的国内金融部门和推动国内金融改革之间进行平衡。

放开外商对华投资的政策实际上是中国资本项目自由化的第一步。它始于20世纪70年代后期中国的对外开放,目前对外国直接投资的控制比对其他任何跨境资本交易的控制都要宽松。事实上,长期以来吸引外国直接投资已成为引导中国融入全球金融市场的主要力量。尽管外国直接投资仍保持着对外开放,但对证券资本的流动,中国仍然保持相当程度的限制。中国仍然对固定收益证券市场进行严格的管制,不允许非居民投资者在中国国内市场交易发行债券以及其他以人民币计价的中期债券凭据。中国的股权市场,主要通过1991年开始境内B股市场,为外国投资者提供了一个投资于大陆资本市场的合法渠道;2002年开始的合格境外机构投资者(QFII),允许外国机构投资者投资国内A股市场;2007年,中国实施的合格境内机构投资者(QDII),允许境内机构包括所有有资格的国内商业银行、保险公司、基金公司和证券公司投资者投资于海外市场。引入QDII制度的一个主要诱因是中国巨额的外汇储备以及由此产生的对国内通胀压力。不幸的是,中国海外投资的放开正值全球金融资产泡沫形成的高点,随后的泡沫破裂和严重的全球金融危机使得中国海外证券投资损失惨重。

从总体看,中国对证券资本跨境流动的管制在相当程度上阻止了中国金融机构对危机祸首——“有毒”资产的持有,限制了金融机构参与国际金融市场的深度,为中国金融市场受到外部冲击的程度提供屏障,这从另一个方面看是对中国金融机构和金融市场提供了保护。然而,从长期看,资本项目管制毕竟是中国施展区域金融影响力的制度性障碍。比如,提高人民币国际使用的一个重要条件是中国减少对资本流动的管制,增加人民币资产的可获得性。没有后者,人民币国际化将受到制度性约束。

更令人担心的是,愈演愈烈的全球金融危机爆发于市场经济最完善、金融市场最发达、金融自由化和开放程度最高的美国,而美国、欧洲等政府的救助行动又都指向强力的政府干预,这些会不会使得中国历来对资本项目自由的谨慎态度更趋保守?特别是在国际金融不稳定性不断加剧的情况下,中国会不会减缓甚至停止资本项目自由化进程?鉴于当前全球金融危机的不确定性,中国将会倾向于在资本管制的保护下实施国内宏观经济的稳定政策,发展国内金融市场。只要中国的国内金融部门依然脆弱,中国的资本项目完全

可兑换就不会在短时间内实现。这将影响中国与亚洲区域金融一体化的进程,而后者将对中国的区域金融稳定政策产生影响。

## 结论

1997—1998年亚洲金融危机的爆发迫使中国和亚洲其他经济体开始以一种非常积极的方式推进亚洲区域金融合作。对于中国来说,亚洲金融危机只是外部因素,中国从1978年以来经济改革与开放是中国积极参与亚洲金融合作的内在驱动力。然而,认识到中国在制定区域金融路线图中的难点十分重要。

一是如何协调区域角色和全球角色。2007年7月发源于美国的金融危机使世界对中国在国际金融中的作用更加注目。中国人民银行行长周小川也适时提出建立“超主权储备货币”的主张。中国在发挥金融稳定器作用中实际上扮演双重角色:在全球体系中的最大的发展中国家;在亚洲区域中起稳定作用的大国。从货币一体化角度看,这种全球角色和区域角色在一定阶段是可以并行发展的。但是到了一定阶段,对于一个主权国家来说,高度的区域货币一体化要求放弃货币主权,这与主权货币的国际化之间形成取舍关系。现阶段,中国大陆已与韩国、马来西亚和中国香港分别签署双边救助互换协议。而相比之下,多边清迈倡议下已经存在的储备基金却无人问津。新签署的双边协议被认为是推进人民币国际化的契机,而清迈倡议多边机制是人民币区域化的一个重要平台。如何以扩大人民币在亚洲区域的使用来促进人民币国际化,对于中国来说是一项战略选择。

二是如何推进货币领域的合作。对于中国和亚洲其他经济体来说,在形成区域共同金融稳定政策方面,欧洲的成功区域一体化,特别是单一货币欧元的推出,提供了参考。中国和其他亚洲经济体从欧盟经验中所学到的一个重要经验是:区域各国是否在货币领域具有共同的目标,比如欧盟一直以来的汇率稳定目标,这对区域金融合作向货币领域发展非常重要。例如,能否在亚洲现有的东盟+3框架下建立联合的汇率机制,可能是能否将亚洲金融合作由单纯的流动性救助机制向货币合作推进的关键。

三是如何认识现阶段亚洲区域金融合作存在的约束条件。中国的资本项目的不可兑换性在很大程度上阻止了非居民持有和交易境内资产,以及本国居民持有和交易外国资产的可能性,这在相当长时期内是中国参与区域金融合作的制度约束。中国国内欠发达的金融市场,以及缺乏竞争力的金融部门,成为中国在区域发挥金融影响力的基础障碍。在亚洲,薄弱的金融体系并不仅限于中国。除了香港和新加坡,亚洲的新兴经济体普遍受到不成熟的国内金融市场的牵制。因

此,亚洲的资本流动很难出现“本地偏向”(home-biased)特点,它们不得不依赖区域外的金融市场进行投资和筹集资金。这将在整体上制约亚洲区域金融一体化的进程。

总之,中国在区域金融稳定中的作用在很大程度上取决于中国如何发挥其在该地区的经济增长潜力,和中国以什么样的速度放宽对资本项目的管制。中国的和平崛起,与亚洲区域另一个大国日本的合作,亚洲其他国家对中国影响力的接受程度,以及美国等发达经济体的反应,都将成影响中国参与亚洲金融合作的重要因素。▲

(完稿日期:2009年4月5日)

#### 注释:

[1] 详见 Chantasawat, Busakorn, K. C. Fung, Hitomi Iizak and Alan Siu. (2005), "The Giant Sucking Sound: Is China Diverting Foreign Direct Investment from Other Asian Countries?" in *Asian Economic Papers*, Fall 2004, Vol. 3, No. 3, pp 122-140.

[2] 详见 Athukorala, P.C. (2007), "The Rise of China and East Asian Export Performance: Is the Crowding-out Fear Warranted?" Australia National University: *Trade and Development Discussion Paper*. 07/2007.

[3] 详见 Eichengreen, Barry and Hui Tong (2007), "Is China's FDI coming at the expense of other countries?" in *Journal of the Japanese and International Economies*, Volume 21, Issue 2, June 2007, pp 153-172.

[4] 详见 Cowen, David, Ranil Salgado, Hemant Shah, Leslie Teo, and Alessandro Zanello (2006), *Financial Integration in Asia: Recent Developments and Next Steps*, in IMF Working Paper, WP/06/196.

[5] 详见 Carcia-Herrero, Alicia and Philip Wooldrudge (2007), "Global and regional financial integration: progress in emerging markets", *BIS Quarterly Review*, September 2007.

[6] 详见 Carcia-Herrero, Alicia and Philip Wooldrudge (2007) "Global and regional financial integration: progress in emerging markets", *BIS Quarterly Review*, September 2007.

[7] 详见 Mercereau, Benoît, (2005), "Financial Integration in Asia: The Risk-Sharing Gains for Australia and Other Countries," Australia: Selected Issues, in *IMF Country Report* 05/330, pp 26-40.

[8] 详见 Gao, Haihong (2007), "Optimal Currency Area: An Empirical Study on Selected East Asian Economics", in *the Frontiers of Economics in China*, Volume 2 Number 4 2007, pp 594-606.

## 全球金融危机下的中国:短期难题与长期挑战

□ 俞 乔(清华大学)

过去一百多年世界经济史的启示是:各国经济发展最重要的条件是经济全球化,以稳定的国际货币体系为基础的金融市场全球化则是经济全球化的核心;自金本位制崩溃后,国际货币体系作为全局性公共产品,多是人类设计的产物,以30年左右为一个周期,就会出现大的问题,需要调整或重组。

全球金融危机表明,全球金融市场的不稳定性和国际货币体系的脆弱性远远超过预料。依靠现有国际金融体系参与全球劳动分工、搭便车发展的时代将一去不复返。中国面临的短期难题是:如何防止中国持有的巨额美元资产实际价值的贬损?中国的长期挑战则在于:如何参与国际金融体系调整并扩大中国的利益边界?

### 一、短期难题:创造存量资产转换机制

根据美国财政部公布的官方数据,中国直接持有的美国国债近7000亿美元;但外界估计,加上通过第三方间接购买的部分,中国可能实际持有1.2万亿美元的美国国债或更多。其他外汇储备富裕的亚洲经济体实际持有的美国国债也高于美国财政部公布的直接持有数额。因此,亚洲经济体可能占全部社会投资者拥有的美国国债的60%以上。美国国债的三大持有方

的比例是:美国联邦当局持有40%、美国国内私人机构投资占30%、国际投资者为30%。美国国内机构与境外投资者难以大幅度增持不断扩张的美国国债,最有可能的增持者是美联储。3月18日美联储宣布在未来六个月将增持3000亿美元长期国债证实了这一趋势。近期内,其他发达国家的情况并不比美国好,美元资产的实际购买力不至于发生大的变化,但中长期前景则会由于通货膨胀及美元币值波动出现较大问题。

当前,美国国债已超过十万亿美元。加上美国政府对金融机构的有毒资产担保、社会保障、医疗保障、公务员与退伍军人福利等或然债务,以及奥巴马政府未来总债务与国内生产总值的比例可能超过100%。在历史上,美国国债没有违约记录。作为主要的国际储备货币提供方,美国政府不用采取拒绝支付的债务违约手段。但是,美国政府可以通过隐性违约,即无限制发行货币,降低单位国债的实际购买力,稀释主权债务。当前美国公私债台高筑,又要扩大财政开支,美国政府通过财政货币化的方式解决危机、使债务隐性贬值不仅是美联储当局的基本思路,而且已是全面推行的政策。换言之,美国当局以提高政府的杠杆率、牺牲国际储备货币信用来降低美国家庭与机构的高负债,