

金融论坛

第 5 期

中国社科院金融研究所主办

2003 年 10 月 14 日

亚洲债券市场发展与区域金融合作

中国社会科学院金融研究所 李 扬

最近，一些亚洲国家提出了发展亚洲地区债券市场的建议。这一建议是建设性的，因而我们主张，对这一建议应进行更充分的讨论，在形成一致意见的基础上，进一步探讨其实施步骤。

同时，我们也认为，在更广的范围内，发展亚洲债券问题是推进亚洲地区各国金融合作事业的组成部分，因而，它的推动应同以“10+3”为基础的财金合作机制，以清迈倡议为标志的货币合作机制等既已存在的合作机制密切配合起来考虑。否则，一个良好的合作倡议便会失去实践的基础。有鉴于此，本文拟在亚洲地区经济、金融合作的大背景下来讨论推动亚洲债券的实施步骤，并讨论与此相关的若干金融合作问题。

一、亚洲债券的概念

所谓亚洲债券，可有广、狭两义。广义的亚洲债券，指的是在亚洲区域内发行，并进行交易的所有债券。狭义的亚洲债券，则应特指用亚洲国家货币定值，并在亚洲地区发行和交易的债券。上述广义定义显然没有很大的实际意义，因此，我们将致力于去发展的应当是狭义上的亚洲债券。同样，发展狭义的亚洲债券市场，我们不能只论及发债本身，必然还要考虑到发债的定值货币，如果使用多种货币来发债，各经济体货币之间的清算问题以及汇率协调问题也在考虑之中。自然，相关的评级、担保等问题，也是题中应有之义。

总之，定值货币、汇率安排、双边（或多边）清算系统的建设、债券的评级、信用担保等，是研究亚洲债券必须涉及的主要问题。

二、为什么要发展亚洲债券市场

关于发展亚洲债券市场，人们最常举出的理由是，要将亚洲地区的储蓄资金“留”在亚洲地区，为亚洲地区的经济发展所用。我们认为，这里的道理不充分。

首先，亚洲地区经济体普遍将国际收支盈余作为自己的基本国策，多年来的经济实绩也正是如此（表1）。从理论上说，长期追求一种国际收支盈余的国策，同时就是一种长期输出资本的国策。既然存在这种对应关系，再把发展债券市场的目标定位在“留住”本地区的储蓄资金上，就显得政策不协调了。

其次，亚洲地区各经济体的储蓄率长期保持在一个相当高的水平上（表2）。在90年代中期之前，由于这一地区的投资率也长期高悬，所以，基本没有出现过储蓄过剩的问题。90年代末期以来，情况发生了变化。随着全球通货紧缩局面的延续，亚洲地区各国也出现了储蓄过剩的问题，其最明显的表现，就是本地区普遍出现了物价水平长期走低的现象。在储蓄已经过剩的情况下，不宜提出将储蓄留在本地区的政策目标。

表 1 一些国家的经常账户平衡状况(占 GDP%)

	1997	1998	1999	2000	2001
中国	4.1	3.3	1.6	1.9	1.7
香港	-3.6	2.4	7.3	5.5	7.4
印度尼西亚	-1.8	4.2	4.1	5.3	4.5
韩国	-1.7	12.7	6.0	2.7	2.0
马来西亚	-5.9	13.2	15.9	9.4	8.2
菲律宾	-5.3	2.4	9.7	12.2	5.6
泰国	-2.1	12.8	10.2	7.6	5.4
新加坡	19.2	24.0	20.0	17.0	23.3
美国	-1.7	-2.5	-3.5	-4.5	-4.1
英国	-0.2	-0.6	-2.1	-1.8	-1.8
日本	2.2	3.0	2.5	2.5	2.1
德国	-0.4	-1.0	-2.9	-4.5	2.6

资料来源：IMF：World Economic Outlook.

表 2 亚洲部分国家(地区)的储蓄率(占 GDP%)

	2000	2001	2002
中国	38.9	38.1	37.9
香港	32.3	31.1	34.9
印度尼西亚	25.7	25.5	23
韩国	32.6	30.1	30.5
马来西亚	46.8	42.3	41.8
菲律宾	21	22.1	20.2
新加坡	49.3	45.8	44.5
泰国	30.2	27.5	26.3

资料来源：亚洲开发银行 Asian Development Outlook 2002.

分析表明，关于发展亚洲债券的必要性，我们还须从其他方面寻找支持的理由。我们认为，发展亚洲债券市场的理由有三。

第一，亚洲地区的金融结构普遍以银行间接融资为主。这种结构可能比较适合支持后进国家“赶超”先进国家，但显然难以支撑经济结构调整的战略重任，而且，显然会使国家金融体系缺乏流动性，较

少透明度，缺乏应对重大变化的弹性。发展债券市场，将提供改变这种金融结构的途径。

第二，欧盟的经验告诉我们，实施金融合作需要一个相当长的过程。由于亚洲各国的差异甚大，由于亚洲经济体普遍对美国和欧洲存在较大的依赖，由于亚洲经济体普遍有着较强的自主性，还由于合作的短期动力不足等等，使得亚洲地区的金融合作可能需要更长的时间。因此，我们需要创造一些长期对话和协调机制，争取比较快地解决这些阻碍合作的问题。

第三，亚洲地区经济体普遍保有大量美元资产。这造成亚洲多数经济体存在着程度不同的美元化倾向。这既因为亚洲经济体普遍同美国保持着最密切的经济联系，还因为美元资产有着更高的安全性，同时还有历史的原因。这种状况若不及时改变，亚洲地区的金融合作是谈不上的。因此，在各国精诚合作的基础上发展以亚洲货币定值为特点的亚洲债券市场，将有助于逐渐改变这种状况。

三、定值货币以及汇率安排

发行债券必须考虑定值货币问题。

目前，亚洲地区各经济体跨境发行债券多以美元定值。这是本地区美元化倾向的一个表现。发展亚洲债券市场的目的之一，就是要改变这种状况。

理想的状态当然是发行以某种亚洲货币定值的债券。但是，由于亚洲地区的货币合作尚处于初期阶段，本地区各国对于应否向这一目标努力尚存在不同意见，目前，我们离开单一货币的目标显然还很遥远。

退而求其次的办法是适当定义出一个亚洲货币的“篮子”，并以其为债券定值。但是，说到货币“篮子”，就不能不回答下面的问题：第一，“篮子”中货币的选择及各货币权重的确定；第二，“篮子”调整的原则；第三，各经济体货币同货币“篮子”实行固定汇率制，

至少，应有一个合理的可控的汇率调整安排。我们认为，缺乏上述三个条件，或者货币“篮子”很难形成；或者，汇率的任何变化均将影响各成员国之间相对的贸易竞争力，从而对货币“篮子”的存在产生实质性不利冲击。总之，在缺乏货币合作和汇率合作的条件下，在一个不短的时期中，亚洲地区还很难形成这样一个货币“篮子”。

看起来，在目前阶段上，在亚洲经济体之间开展双边合作，并在双边的基础上彼此提供在对方国家发行该国货币定值的债券的便利，是推进亚洲债券市场发展的可行的第一步。

四、资产证券化？

资产证券化是一种较为高级的金融安排。目前在亚洲地区，只有少数经济体在这方面取得了成功。要想通过这种高级的金融安排来推动亚洲债券的发展，有赖于各经济体金融体系的完善和深化。而这一点显然还有待时日。

首先，缺乏统一的法律框架。在亚洲，香港、新加坡、马来西亚等经济体实行的是普通法。在这种法系中，信托的地位得到确认，因而，在这些地区容易做到为证券化所需的“真实销售”和“真实隔离”。而在亚洲其他经济体则不然。那里普遍实行大陆法系，而在这种法系中，既有的法律并不能保证证券化资产的“真实销售”和“真实隔离”。于是，要推行证券化，就必须像韩国自 1998 年就开始做的那样，事先通过一系列相关法规，并且要协调各国的立法和司法实践。不用多说，这是一个相当复杂且耗费时间的过程。

会计标准的不统一是又一问题。与证券化有关的问题是，巴塞尔协议要求的资本金要求，以及“真实销售”的会计定义，在各国之间存在很大的区别。

证券化过程中将涉及十分复杂的税收问题。在美国，实施证券化，各方参与者可能获得税收方面的好处；至少，其中涉及的税收可以做到中性化。但是，亚洲各国普遍实行的 VAT、代扣所得税制、资本利

得税、印花税等等，使得实行证券化可能无利可图。因此，要想在区域内推行证券化，税收协调是又一问题。

货币互换。在亚洲很多国家，例如泰国、马来西亚、菲律宾、中国甚至韩国，货币互换是很困难的。缺乏这一条件，跨国发行、跨国交易和跨国清算，几乎不可能。

关于担保，在亚洲，各经济体对于信用担保的要求不相同，例如，香港和新加坡，基本上不需要信用担保，但是，其他经济体则十分需要。另外，在不同的经济体内，关于担保的主体、担保的对象等等的规定都存在相当大的差异。在这种背景下，发展地区统一的担保体系很困难。

在韩国，公司债券通常都是有担保的，而且，基本上由银行来担保。这种安排，在亚洲其他国家基本行不通。

总之，运用证券化的手段来发展亚洲债券，客观上存在着相当多的困难。

五、从双边合作开始逐步推进

建立高效率的区域金融市场是扩大亚洲货币在本地区金融与贸易活动中被接受程度的基础，也是促进区域贸易发展及资源配置优化、促进区域经济一体化的重要手段。我们相信，发展亚洲债券市场，能够为亚洲各国在银行体系及股市以外创造另一个重要的金融中介渠道。因此，发展区域债券市场，应当成为今后一段时期亚洲地区金融合作的重要内容。

首先，亚洲地区各经济体自身均须努力发展本国的债券市场，以便形成坚实的债券市场基础设施。在这方面，大力发展各类机构投资者，建立合适的监管框架，颁行合理且全球统一的会计和税收框架，完善交易体系，发展评级机构，加强对投资者的信息披露等等，是必不可少的举措。

进一步，配合资本项目管制逐步放松的步调，发展多边框架指导

下的双边金融合作，考虑在本国债券市场上引进合作对方国的投资者，发行双边本币债券。与此同时，在多边框架指导下，从双边合作入手，推动清算体系合作，尝试推出特定形式的债务工具，争取形成本地区债券基准利率；同时，在此框架下，发展地区性担保和评级机制。

需要指出的是，中国已于 2002 年研究制定了 QFII 方案。根据该方案，若干外国投资者在 2003 年上半年便可进入中国的资本市场。另外，中国的监管当局正在认真研究 QDII 方案。根据该方案，中国的投资者可以进入国际资本市场进行投资。应当说，这一举措是推动亚洲债券市场发展的切实步伐。

六、货币和汇率合作应同时推进

我们认为，采取各种措施，推动在亚洲地区更多地使用本地区货币，既是亚洲金融合作的持久性任务和最终目标之一，也是推进这一进程的开端性任务，同时也是支持亚洲债券市场发展的基础性条件。在目前阶段，应当为扩大亚洲货币在区内贸易及投资活动中的接受程度奠定基础。具体而言，应当从货币合作和汇率协调两方面入手。

第一，应当逐步完善《清迈倡议》下双边货币互换网络，巩固区域金融安全机制。要推动这一机制的建立和发展，我们既要从货币互换规模、启动条件、互换利率等多方面完善《清迈倡议》下双边货币互换网络，使其更符合防范危机的需要，又要加强政策对话，以便尽早形成识别和解决本地区经济金融活动中的重大潜在问题的灵活反应机制。

第二，应设法稳定本地区货币之间的汇率。我们认为，稳定本地区货币之间的汇率，有利于保障亚洲金融安全、促进亚洲金融市场发展。

稳定本地区货币之间的汇率也应当按照循序渐进的方式进行。首先，应当加强汇率政策对话，让各国相互理解对方汇率政策的依据，

并就重大的汇率政策调整作出通报；其次，应当通过单独或者共同研究：（1）澄清本地区汇率政策对于各国及地区经济贸易发展的作用及局限，突出稳定汇率的好处；（2）发现各经济体货币之间汇率的合理水平；（3）设计、比较稳定汇率的各种政策或机制、汇率平价的调整机制、以及可能需要的相应的资金支持机制（如某种形式的汇率稳定基金）。最后，可以根据实际条件，分步骤地稳定亚洲各国货币之间的汇率。例如，可以先稳定一部分亚洲国家货币之间的汇率，再吸收其它亚洲国家货币加入该汇率稳定机制。

七、中国的参与：借助香港窗口

应当看到，亚洲债券市场的发展以及亚洲金融合作均离不开中国的积极参与。但是，由于金融基础设施极其薄弱，在一个不短的时期中，中国很难实际参与这一过程。为了解决这一矛盾，可以考虑借助香港的窗口，以某种方式利用香港已有技术，包括市场庄家制度、托管机制，以及支付、交收与结算系统，以助发展人民币债券或其他币种债券市场。进一步，通过香港发达的基础设施及其同亚洲其他国家以及全球金融体系独特的联系，为人民币和其它货币的银行同业支付交易设立一个即时支付系统。

我们认为，利用香港的金融基础设施来发行债券（尤其涉及美元的安排）或开展任何金融中介活动，一般不会影响亚洲其他国家的资本管制及有关政策的成效。目前，中国债券登记与结算公司正在同香港金融管理局讨论签署合作协议。根据该协议，中国境内的合格金融机构可以透过该网络，通过香港来从事外币债券的交易和清算。这一合作方式，已经初步勾勒出中国未来参与亚洲债券市场建设和发展的模式之一。