

東南亞金融發展與合作對台灣的意涵

林欽明

淡江大學

2014 年 7 月 15 日

東南亞各國以及整個區域在 1997-1998 年金融動盪之後，相繼展開了改革行動，成效優劣互見。他們的改革有何可以為我國借鏡之處？對我國之金融發展又將產生甚麼衝擊？尤其對大量投資於東南亞的台商，又會有何影響呢？東南亞區域聯結中、日、韓而成為東協加三論壇，該論壇從各種部長會議到每年一度的高峰會議，陸續提出的倡議，尤其是清邁倡議(CMI)及其後來的多邊化(multilateralized)協議，對東亞區域未來的發展有深遠的意涵。東南亞在東協加三以及亞洲開發銀行的主導下，所進行的區域債券市場發展計畫，也是值得吾人關注的進展。對區域金融市場的發展，乃至於區域共同貨幣的可能進展，其衝擊都不可謂不大。

以下首先對東南亞金融與資本市場的發展狀況，做一回顧；接著幾個主要國家金融改革的進展，做一陳述與檢討；然後將討論區域金融合作的項目與發展；最後則將這些發展對台灣的意涵與衝擊做一分析。

東南亞金融與資本市場的發展狀況

從表一所列世界經濟論壇(WEF)的 2012 年金融發展指標排名來看，新加坡是東南亞排名最高的國家，在總共 62 個國家或地區裡居第四名，高於日本的第七名。其次是居第 18 位的馬來西亞，在 2011 年原居於第 16 位，而 2012 年被南韓(2012 年從第 18 位提升為第 15 位)所超越。泰國在所有國家裡居中間的位子(第 34 名)，而菲律賓、印尼和越南則居於後段(分別為第 49、50 和 52 名)。

表一 2012 年 WEF 金融發展指標排名：與 2011 年相較

	2012 年排名	2011 年排名	2012 年分數(1-7)	分數的變化
香港	1	1	5.31	+0.15
新加坡	4	4	5.10	+0.14
日本	7	8	4.90	+0.19
南韓	15	18	4.42	+0.29
馬來西亞	18	16	4.24	-0.01
中國	23	19	4.00	-0.12

泰國	34	35	3.55	+0.22
菲律賓	49	44	3.12	-0.00
印尼	50	51	2.95	+0.03
越南	52	50	2.92	-0.05

資料來源：WEF, *The Financial Development Report 2012* (New York: World Economic Forum USA Inc., 2012) (http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf), Table 1.

新加坡的金融穩定有相當的改善(排名第 3)，它穩定的貨幣體系(排名第 2)，主要歸因於強勢的當期帳平衡與 GDP 比(排名第 2)、淨國際投資與 GDP 比(排名第 2)，以及美元化困境指標變數(dollarization vulnerability indicator variables)(排名第 1)。其銀行金融服務表現甚佳(排名第 10)，不過在金融資訊揭露上表現得較弱(排名第 32)。新加坡在金融市場扮演金融中介的角色上成績最好(排名第 3)，它有高度發展的外匯市場(排名第 4)、衍生商品市場(排名第 5)和證券市場(排名第 2)，不過債券市場的發展則不足(排名第 25)。在金融取得方面，新加坡的商業資本取得表現極佳(排名第 2)，不過在零售金融取得上則較差(排名第 31)。

相較而言，馬來西亞在金融穩定上呈現失常(排名第 10)，貨幣體系雖極穩定(排名第 3)，但銀行體系較不穩(排名第 29)。它的零售金融取得方面也較弱(排名第 35)，主要因為商業銀行分行數目不夠(排名第 37)和金融簽帳卡的滲透度不高(排名第 42)之故。不過其金融資訊揭露程度極高(排名第 2)，IPO 行動也極活躍(排名第 5)，債券市場的發展也不差(排名第 12)。

泰國則在證券市場發展(排名第 23)以及零售金融取得(排名第 25)方面表現較佳，同時，與若干亞洲國家一樣，它在金融市場做為金融中介的表現上也不差，銀行體系的規模(排名第 24)和效率(排名第 17)都不錯。不過，因為主權債務危機(排名第 35)以及銀行體系不穩(排名第 56)的風險都提升，造成金融不穩定的升高。

菲律賓 2012 年金融發展排名掉到第 49 位，主要在銀行規模(排名第 44)和效率(排名第 33)的指標變差，它在實質有效匯率指標(排名第 52)的變化上也值得擔心。另一方面，菲律賓在企業治理(排名第 27)、法律與管制議題(排名第 48)、人力資本(排名第 42)以及租稅(排名第 42)等企業環境方面都有改善。金融取得(排名第 53)和零售取得(排名第 48)則有待改善。

印尼與越南在金融發展排名都幾近尾端(排名第 50 和 52)，兩國在制度和企業環境方面都不好，特別是法律與管制議題(分居第 41 和 52)，越南在基礎建設的指標(排名第 50)也不好。兩國在金融中介的表現也有改善，不過在金融取得上都亟需改進。

東南亞主要國家的金融改革

我們在本節比較新加坡、馬來西亞與泰國的金融改革，以供我國參酌。

新加坡在 1980 年代，其金融部門可以誇稱比大多數的東亞和東南亞經濟體都開放與健全。不過，當時新加坡的政策改革和市場變遷主要集中於商業和境外銀行業務的擴大，促進資本市場成長的管制改革實乏善可陳。其境外的美元債券市場頗為發達，而境內債券市場則發展有限，這主要是因為企業資金取得通常較偏好透過股票市場以及銀行貸款的間接金融，債券的發行數量極少。從 1980 年代末到 1990 年代中，新加坡政府開始積極進行證券部門的管制革新，證券法則的市場導向變革，導致資本市場的自由化以及股票經紀產業的國際化。許多管制鬆綁措施，實伴隨著資本市場的加強管制。新加坡貨幣局(MAS)常被稱為是強化管制證券部門背後的主要推手，它的執行能力則來自執政黨的強勢組織。一方面，人民行動黨(PAP)對政府行政的緊密與集中的控管，造成對金融管制極為有利的政策環境。另一方面，黨的凝聚性使得政黨領袖得以集體政府利益為重，引導個別的政治人物和政府部會，不受特殊利益所影響。新加坡改革不受特殊利益所左右，亦起因於人民行動黨與社會各層面的廣泛聯結，這使得社會各方的利益都有代表，特定利益的掌控極難得逞。加之，黨的中央集權和凝聚力亦有助於影響內閣的持久性，以及 MAS 和財政部核心決策者的穩定性，使得市場改革相當堅定。從表二可看到新加坡政府在位者相對於馬來西亞，更甚而比泰國要來得持久。胡賜道(Richard Hu)持續領導 MAS 和財政部超過十二年之久(見表二)，新加坡的金融高官因此有足夠的時間獲取市場資訊、發展技術專長並創造制度資源，以持續地執行市場改革計畫。¹

表二 政府與金融決策者的穩定性

	馬來西亞	新加坡	泰國
平均內閣持久度(月)	37.3 (1976-2004)	46.0 (1978-2001)	16.3 (1992-2005)
平均轉換率(每年)			
中央銀行總裁	0.22 (1985-2008)	0.13 (1985-2008)	0.33 (1984-2008)
財政部長	0.26 (1985-2008)	0.13 (1985-2008)	1.18 (1986-2008)
證券委員會首長 ^a	0.20 (1993-2008)	0.13 (1985-2008)	0.42 (1993-2004)

^a 指馬來西亞證券委員會總裁、新加坡 MAS 總裁，和泰國證券與外匯委員會秘書長。

資料來源：Xiaoke Zhang, "Singapore: Market Reform Success," in *The Political Economy of Capital Market Reforms in Southeast Asia* (London: Palgrave Macmillan, 2011), Table 4.1.

新加坡在 1997 年金融危機發生之後，立即成立了三個包含私部門代表和 MAS 技

¹ Xiaoke Zhang, "Singapore: Market Reform Success," in *The Political Economy of Capital Market Reforms in Southeast Asia* (London: Palgrave Macmillan, 2011), pp. 116-17.

術官僚的特別委員會，以主導廣泛的改革計畫。MAS 迅速地將股票市場開放給更多合格的國內外之股票仲介，並解除對股票仲介費率的管制，訂定完成自由化措施的特定時程。另一個同樣重要的改革，就是迅速降低乃至完全消除外人進入資本市場的管制障礙。不只更多的外國仲介得以進入證券市場，而且外人擁有新加坡證券交易所掛牌廠商股份的比例亦提升至 70%，甚至到 100%。此外，為了加速政府和企業債券市場的發展，金融當局允許國際證券商和投資銀行參與債券的發行和承銷。MAS 更進一步開放允許外國廠商發行新加坡幣計價的債券，外資公司也可以自由選擇以何種貨幣在證券市場發行其股票。政府更修正 MAS 法，給予 MAS 這個準中央銀行更廣泛的管制權力。隨之亦迅速大幅修正證券產業法(Security Industry Act)和期貨交易法(Futures Trading Act)，將證券與期貨法令整合起來，封閉管制漏洞，並給予 MAS 技術官僚更強勢懲處違規者的權力。

馬來西亞也是政府權力相對集中的國家，鑒於 1980 年代中股票市場危機，以及 1990 年代漸增的全球市場波動，乃決然進行政策與制度改革，尤其是廣泛修正銀行與證券法規。在 1994 年墨西哥金融危機以及其所引發的東亞金融市場的不穩之時，更實行全面的股票市場自由化措施。隨著 1997 年亞洲金融危機的發生，馬來西亞乃進一步加強 1990 年代的資本市場改革措施。它一方面加倍努力消除管制障礙，將仲介費率結構的管制鬆綁，並降低進入障礙，特別是針對外國的金融公司和仲介商。另一方面，馬來西亞中央銀行(NBM)和證券委員會(MSC)亦對現有金融與證券管制法規做廣泛的修正，以企業治理、證券投資自由化和債券市場發展為主要焦點。馬來西亞與泰國和其他東亞國家不同，其管制當局並未關閉陷入困境的股票仲介公司，而是透過合併計畫以鞏固證券部門，合併將使得股票仲介的數目從 64 降為 15 或更少。

在加強企業治理方面，1998 年初成立了高階金融委員會(HLFC)以改革和加強企業治理。2001 年末，馬來西亞將兩個部會合併成為馬來西亞公司委員會(CCM)，以確保合乎企業登記和公司立法的規定，並與原有的證券委員會(MSC)和吉隆坡證券交易所(KLSE)等管制單位，共同對政府提出有效的改革計畫。2000 年初 MSC 公布了一兩階段計畫，讓仲介費率結構更有彈性並為市場導向。從 2000 年九月起，十萬馬幣以上的交易仲介費率將自由化，而低於該門檻的交易則實施 0.75% 固定的仲介費；從 2001 年七月起，所有交易的仲介費全部可協商，以 0.7% 為最高限。²

泰國證券市場傳統上是一高度寡佔的市場，在 1980 年代末，最大的 20 家公司基本上共佔所有金融與證券公司 90% 的總淨所得。結果是，單純的證券公司之市場集中度還高於商業銀行，而其商業銀行本身也已經是全球市場集中度最高的了。

² Xiaoke Zhang, "Malaysia: Mixed Record on Reforms," Chap. 6 in *The Political Economy of Capital Market Reforms in Southeast Asia* (London: Palgrave Macmillan, 2011), 168-302

而少數幾家大銀行廣泛擁有控制主要的金融與證券公司，則更使得證券業的寡占情形益加嚴重。此外，大多數前二十大金融與證券公司又佔據了泰國證券交易所 (SET) 的席位，在 1980 年代末之前，證交會的成員多年來都未超過 30 家金融與證券公司。股票市場的集中結構亦導因於外國廠商大部都阻擋取得進入和會員資格，金融技術官僚在 1980 年代所提出改善市場效率之方案，都遭到證交會會員和泰國證交會會員協會 (AMSET) 領導者的強烈阻撓。所以，從 1980 年代中至 1990 年代初的改革計畫是失敗的。

金融危機導致銀行的重整和企業治理法規的補強，不過因政府威權的不足，改革成效並不彰。比較主要的資本市場變革則發生在二十一世紀初期至中期塔可信執政時期，在其第一任，發給新銀行營業執照，公營金融機構升格為商業銀行，現有銀行則獲得大量資本的挹注。泰國政府並開始大幅將公營事業開放民營，不過仍免不了私人利益的介入。證交會以及其他相關法規的修訂，並未有效改善證券市場的治理，主要是因為政治阻礙造成法律執行力的不足，所以因內線交易、價格操控和違約交易受到懲罰者，可說少之又少。³

總之，比較新加坡、馬來西亞和泰國近代的金融改革，我們可發現只有當政府的權力越集中，內閣任期越長，改革的成效才越彰顯。泰國的市場改革成效不彰，即明白顯現於其在對抗 2008-2009 年全球金融危機上力道的不足，它在 GDP 成長率的減少，以及比新加坡乃至於許多其他東亞國家都復甦得較弱。⁴ 泰國資本市場在提供產業資金上扮演較弱的角色，與新加坡形成一明顯的對比。它與新加坡一樣，都因危機而減少了銀行資金、壓抑了私人投資，並加深了經濟的衰退。不過與新加坡不同的是，當新加坡發展健全的資本市場能夠彌補銀行的不足，提供產業融資並促使加速復甦，泰國相對薄弱的資本市場就無法做到。⁵

東南亞金融合作

亞洲金融風暴是促使東亞各國發起多邊行動以建立區域體制的重要分水嶺，尤其是在金融的領域，當然也包括其他諸如貿易等領域。在當時，最主要的挑戰是如何從危機裡生存下來，並防禦區域抵擋未來的危機衝擊。在國內層面，則採行了多方的措施：一方面在有效企業治理之下大幅提升了出口，⁶ 另一方面則加強謹

³ Xiaoke Zhang, "Thailand: Reform Failures amidst Political Changes," Chap. 5 in *The Political Economy of Capital Market Reforms in Southeast Asia* (London: Palgrave Macmillan, 2011), 132-67

⁴ 見 World Bank, *Transforming the Rebound into Recovery: A World Bank Economic Update for the East Asia and Pacific Region* (Washington, D.C.: World Bank, 2010).

⁵ 見 Hiro Ito, Juthathip Jongwanich and Akiko Terada-Hagiwara, "What Makes Resilient Developing Asia in a Financially Globalized World?" a background paper prepared for a theme chapter on "Managing Financial Globalization" in the *Asian Development Outlook 2009* (Manila: Asian Development Bank, June 2010) (http://web.pdx.edu/~ito/Hiro-JJ-Akiko_06232010.pdf).

⁶ 譬如見 John Ravenhill, "Trading Out of the Crisis," in Andrew MacIntyre, T. J. Pempel and John

慎的金融管理以及(部份)遵守國際金融標準,⁷同時培植國內債券市場以減少對銀行的倚賴。⁸區域裡許多國家亦累積了大量的外匯存底,以將其經濟與金融和匯率動盪隔絕開來。⁹

較令人注目的,應該是危機後的區域以及制度性的因應做法。為何要進行區域合作呢?各國政府有其不同的目的,而且大國與小國的目的亦不同。加上東亞以及東南亞各國在發展程度、政治體制以及對美國與彼此相互的態度都不一樣,所以有需要深究各國為何願意在金融危機後將過去非正式的體制進行區域合作和加以制度化。首先,國際對亞洲金融危機的起因有若干爭議,基本學派立基於新自由主義,認為東亞各國經濟管理失敗,並責怪許多國家的貪腐和裙帶資本主義(crony capitalism);另一方面,流動學派則將危機怪罪於金融體系的過早和過度開放,使得外國資本快速並大量地進入與移出東亞區域。日本政府在危機高峰時提出的亞洲貨幣基金(Asian Monetary Fund, AMF)倡議,雖然受到美國和IMF的拒斥,並引起中國的不快,¹⁰但中國後來則對區域的緊急資金機制(清邁倡議, CMI)漸感興趣。¹¹各國也漸對IMF的援助條件感到無法忍受,所以AMF對東亞各國的領導者以及政府帶來心理上的聯結作用。

其次,東亞各國在1990年以降的後冷戰時期深感全球化的衝擊,以及傳統出口市場—歐美漸增的保護主義之壓力,暴露了區域裡的重要弱點—深度的相互依賴和相互連結。區域裡過去透過區域生產網絡以及華人企業網絡所發展出成功的區域化,其共同的經濟命運也隱含著危機,尤其是金融動盪所出現的傳染效果:從泰國啟動的危機在幾天之內就傳遍整個區域。區域最終產品、貨幣和金融對外部

Ravenhill, eds., *Crisis as Catalyst: Asia's Dynamic Political Economy* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2008), pp. 140–63;以及 Peter Gourevitch, “Containing the Oligarchs: The Politics of Corporate Governance Systems in East Asia,” in Andrew MacIntyre, T. J. Pempel and John Ravenhill, eds., *Crisis as Catalyst: Asia's Dynamic Political Economy* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2008), pp. 70-92.

⁷ Andrew Walter, *Governing Finance: East Asia's Adoption of International Standards* (Ithaca: Cornell University Press, 2008); Natasha Hamilton-Hart, “Banking Systems a Decade after the Crisis,” in Andrew MacIntyre, T. J. Pempel and John Ravenhill, eds., *Crisis as Catalyst: Asia's Dynamic Political Economy* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2008), pp. 45-69.

⁸ Jennifer Amyx, “Regional Financial Cooperation in East Asia since the Asian Financial Crisis,” in Andrew MacIntyre, T. J. Pempel and John Ravenhill, eds., *Crisis as Catalyst: Asia's Dynamic Political Economy* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2008), pp. 117-39.

⁹ M. S. Mohanty and Philip Turner, “Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What are the Domestic Implications?” *BIS Quarterly Bulletin* (September 2006), pp. 39-52 (http://bis.hasbeenforeclosed.com/publ/qtrpdf/r_qt0609f.pdf).

¹⁰ Jennifer Amyx, “What Motivates Regional Financial Cooperation in East Asia Today?” *Asia Pacific Issues* (East-West Center), 76 (February 2005), pp. 1-8 (<http://scholarspace.manoa.hawaii.edu/bitstream/handle/10125/3797/?sequence=1>).

¹¹ Hyung-Kyu Chey, “The Changing Political Dynamics of East Asian Financial Cooperation: The Chiang Mai Initiative,” *Asian Survey*, 49(3) (2009), pp. 450–67.

市場的普遍性倚賴，最初各國大多以釘住美元來減少匯率波動的衝擊，而這在危機發生時則必須以競爭性的貶值來求自保，使得東協各國深感貿易整合的重要，以吸引更多的外人直接投資。除了東協秘書處宣布對區域整合的決心之外，並決定加速東協自由貿易協定(AFTA)關稅自由化的進程。¹²再者，東亞各國也一直深感對全球經濟治理之聲音的不足，日本之 AMF 提議受到抵制，亞太經合會(APEC)的決議力量又相當不足。雖然東亞各國的全球政治影響力日增，但在 IMF 與世界銀行等國際組織的經濟代表性仍低，所以當各國加緊準備因應未來危機的衝擊之時，亦努力提升其在國際社會的集體聲音。¹³加上 1996 年成立的亞歐會議(ASEM)亦使東亞各國能與歐洲聯盟以一致的聲音商討相關議題，第一次成功不受美國的干預，並討論攸關歐洲的主題，像是共同貨幣的未來。¹⁴

在亞洲金融危機之後，東亞各國加緊區域的經濟合作，並進行謹慎的總體經濟與金融管理，終於能夠脫離美國所主導的全球經濟。不過，國際對全球不平衡的批評亦逐漸興起：東亞各國累積了大量的外匯存底與儲蓄，美國貿易與財政赤字的漸增，亦埋下了次貸危機的因子。¹⁵2008 年八月李曼衝擊之後，東亞各國對區域外出口的緊縮，導致區域內廠商內部零組件貿易的下降，¹⁶造成東亞國家 2008 年最後一季以及 2009 年的一季之出口 6-38% 的下沉。¹⁷如此，美國與歐洲的經濟危機即經透過貿易衝擊到東亞地區。

面對此經濟挑戰，亞洲各國的政府開始呼籲進行經濟重整，將區域對出口的倚賴轉移至生產以滿足內部的市場。¹⁸為了取代美國的市場，東亞各國亟需將大部為雙邊的自由貿易協定(FTA)升格至跨區域的自由貿易區，使得東亞製造產業可以獲

¹² 譬如見 Paul Bowles, "Regionalism and Development after(?) the Global Financial Crises," *New Political Economy*, 5(1) (2000), pp. 433-57.

¹³ Saori N. Katada, "Japan's Counterweight Strategy: U.S.-Japan Cooperation and Competition in International Finance," in Ellis K. Strauss and T. J. Pempel, eds., *Beyond Bilateralism: U.S.-Japan Relations in the New Asia-Pacific* (Palo Alto, CA: Stanford University Press, 2004), pp. 176-97.

¹⁴ 見 Katada, "Japan's Counterweight Strategy" 以及 Julie Gilson, "Japan's Role in the Asia-Europe Meeting: Establishing an Interregional or Intraregional Agenda?" *Asian Survey*, 39(5) (1999), pp. 736-52.

¹⁵ Ben S. Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia (March 10, 2005) (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>); Martin Wolf, *Fixing Global Finance* (Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 2008).

¹⁶ Morris Goldstein and Daniel Xie, "Impact of Financial Crisis on Emerging Asia," paper presented at the Asia Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of San Francisco (October 18-20, 2009) (http://www.frbsf.org/economic-research/files/09_Goldstein.pdf).

¹⁷ Choong Yong Ahn, "Weathering the Storm: The Impact of the Global Financial Crisis on Asia," *Global Asia*, 5(1) (Spring 2010), pp 58-68.

¹⁸ 見 Asian Development Bank (ADB), *Asian Development Outlook: Rebalancing Asia's Growth* (Manila: ADB, 2009).

得顯著的利益。這將使區域獲得更大的經濟規模利益，並避免個別雙邊協定繁瑣的原產地法則(ROO)規定，尤其是跨國的零組件貿易使得關稅和符合原產地比例規定大幅提升了交易成本。

此外，美國所起發的全球金融危機使得區域各國對美元的信心開始動搖，對本身經濟暴露於外來的各種衝擊極感憂慮。中國人民銀行總裁周小川指出國際貨幣改革的需要，並應增加特別提款權(SDR)的使用以補足乃至越過美元這主要的國際貨幣。¹⁹中國同時亦相繼與大量支付中國出口的國家簽訂雙邊的人民幣換匯協定，引起各國懷疑中國是否將發動貨幣攻擊。²⁰日本也開始重視區域貨幣架構的戰略意義，前首相中曾根康弘亦呼籲應建立東亞區域的共同貨幣。²¹當然，區域的共同貨幣到底要如何運作，還有待區域各國中央銀行總裁的達成共識。

全球金融危機對清邁倡議(CMI)程序帶來促進與傷害的作用。清邁倡議是東協加三(東協與中日韓)財政部長於 2000 年 5 月 6 日在泰國清邁所舉辦的第 33 屆亞洲開發銀行理事會議，提出建立一雙邊換匯協定的網絡，以彌補像是 IMF 等國際金融組織金融資源的不足，防止未來金融危機的發生。然而，當南韓與新加坡在 2008 年秋天遭遇嚴重之流動性危機時，南韓卻捨 CMI，而於十月底向美國聯準會求援。²²雖然南韓貨幣當局避開 CMI 的原因不明，但他們在遭遇危機時表露的遲疑對 CMI 的信用度是有一定的傷害，而 CMI 也確實從來未被利用過。不過，另一方面，全球金融危機也為 CMI 的多邊化推了一把。它促使區域兩大經濟強權—日本與中國決定提升對此區域金融機制的財務支助，而南韓的遲疑不使用 CMI，亦使 CMI 成員體認提升經濟監控的必要性，進一步弱化與 IMF 的聯結關係。這些協定在 2009 年初達成，而清邁倡議的多邊化(CMIM)協定則於 2010 年 3 月 24 日生效，各成員之中央銀行總共集資 1,200 億美元。²³透過此多邊化程序，不只 CMIM 擴大了現有換匯的數額，而且也讓過去沒與雙邊換匯相聯結的東協國家(亦即汶萊、柬埔寨、寮國和越南)，也成為 CMI 程序的完全會員。

至於貨幣方面，全球金融危機亦暴露出東亞之依賴美元的雙刃特質。一方面，東亞各國因累積了大量外匯存底，尤其是美元，避開了像是亞洲金融危機那樣的衝

¹⁹ Zhou Xiaochuan, "Reform the International Monetary System," March 13, 2009 (<http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>).

²⁰ 這些簽署協定國或區域包括與阿根廷、白俄羅斯、香港、印尼、南韓以及馬來西亞。

²¹ 中曾根康弘，〈共通通貨が開く日本とアジアの未来〉，《中央公論》，2009 年 4 月号。

²² Joshua Aizenman, Yothin Jinjarak and Donghyun Park, "International Reserves and Swap Lines: Substitutes or Complements," NBER Working Paper no. w15804 (<http://www.nber.org/papers/w15804.pdf>).

²³ 東協加三貨幣換匯(swap)安排是基於中央銀行之間的合約協定，當 CMIM 受到請求時，各國即以其外匯存底為基礎啟動換匯。就此而言，它並不是一個「基金」：在多邊的保護傘下匯集資金以達到一定程度的配額量。

擊，中國到 2013 年底時，外匯存底達到 3 兆 8,200 億美元，²⁴超越了日本的 1 兆 2,800 億美元(2014 年五月)。另一方面，雖然歷經許多對話和研究以減少區域對美元的依賴，但在亞洲金融危機發生十年以來，東亞區域受到美元的影響程度實際上是在上升。²⁵加之，由於缺乏一區域貨幣方向之共同協定，而中國與日本分別於 2008 年 12 月承諾提升對南韓雙邊換匯之額度，日韓換匯(日圓與韓圓)額度從 30 億美元之等值提升至 200 億美元之等值，中韓換匯(人民幣與韓圓)之新額度為 260 億美元等值，亦凸顯兩國間之權力較勁。

除了擴大的清邁倡議之外，東協透過金融服務自由化、資本市場發展，以及資本帳自由化等倡議以達成金融市場之自由化和整合之目的，都繼續強化以支持貿易之整合。在金融服務自由化方面，第六回合之協商立基於預先協議之提升彈性的新做法，已於 2011 年三月展開。在資本市場發展方面，深化證券市場之措施已予強化，並設立了爭端解決與執行以及租稅等工作委員會。東協交易所(ASEAN Exchange)以推動東協為一資產等級之倡議，其行銷和品牌說明會已於 2011 年五月展開，同時亦發展一東協債券市場發展計分卡(ASEAN Bond Market Development Scorecard)。配合本地貨幣債券市場之發展，於 2011 年十月設立了信用保證與投資設施(Credit Guarantee and Investment Facility, CGIF)，2011 年九月亦簽署了東協基礎建設基金(AIF)協定。

對台灣的意涵與衝擊

東協各會員國之間在領土與人口規模、經濟發展與每人所得的程度，以及國際貿易和投資之開放度有極大的差異。這些差異使有關經濟整合之利益與成本之觀感，也有所不同。大的經濟體(尤其是印尼)比較不需要靠貿易開放來擴大經濟規模，反之，小的東協國家(尤其是新加坡)就需要藉由整合之區域市場來獲得更多利益。而從上述，我們也發現，東南亞裡小國之金融發展程度則較高，新加坡(人口五百多萬)、馬來西亞(人口近三千萬)以及泰國(人口六千多萬)之排名就高於菲律賓(人口近一億)和印尼(人口兩億三千萬)，前者為典型的出口導向、FDI 驅動的經濟體，金融之表現，像是扮演金融中介之角色，就顯現出極力扶持貿易之樣貌。就此而言，台灣也是外向型之經濟體，雖然沒有在 WEF 上的評比，但相信若有排名的話，應該也會在前二十名內。不過，若說金融/貨幣穩定是優良金融發展之先決條件，那我國雖然一直維持相當穩定之金融與貨幣體系，但一個無法擺脫之隱憂，就是我們無法參與到清邁倡議等區域金融合作體系裡，所以能否持續抵擋外來金融危機之衝擊以維持穩定之總體經濟，是必須謹記在心的。

²⁴ “China's forex reserves reach 3.82 trillion USD,” *Xinhua*, January 15, 2014 (http://news.xinhuanet.com/english/china/2014-01/15/c_133046451.htm).

²⁵ Saori N. Katada, “From a Supporter to a Challenger? Japan’s Currency Leadership in Dollar-Dominated East Asia,” *Review of International Political Economy*, 15(3), pp. 399-417.

其次，東南亞各國記取 1997 年金融危機的教訓，都積極從事金融改革，不過成效則優劣參半。新加坡的經驗頗值借鏡，任期長久的金融貨幣主管，有效隔絕利益團體的干預，大幅開放外人進入證券市場，以及積極發展債券市場等等，都是促使金融與資本市場趨於健全的重要因素。反之，像是泰國，企業治理成效無法提升，政府威信不足，私人利益大幅介入，都將使得資本市場不彰，一旦受到金融危機攻擊，經濟陷入衰退的期間也就較長。台灣的金融主管任期不短，尤其在最近十年，所以若能盡力排除私人利益的介入，並鼓勵開放優質外資的進入資本市場，應該也能達到最好之東協國家的境地。

在金融合作方面，東南亞就必須與其他東亞國家連結起來，才能達到實際成效。雖然 1995 年即已簽署了東協服務架構協定(AFAS)，但至今進展仍相當緩慢，東協交易所的倡議以及東協債券市場發展計畫，也都有待持續觀察。所以，多邊化的清邁倡議(CMIM)還是較有希望的發展，而這就必須大幅倚賴日本與中國的投入和協助。當然，雖然可以體會到各國希望與 IMF 疏離的意圖，但 CMIM 仍難以真正取代 IMF 的地位，一方面其信譽仍待建立，另一方面目前所承諾的金額(1,200 億美元)也不見得足以因應大規模的金融動盪之衝擊。不論如何，從 1997 年日本亞洲貨幣基金的提議，歷經 2008 年美國所起動的全球金融危機，終於讓東亞各國達成了一定的共識，有了自己區域的金融協助機制，這是一個令人感到樂觀的發展。不過，台灣因不是東協加三的成員，所以無法獲得 CMIM 的救濟。當然，台灣若能加入 CMIM，所扮演的提供協助者之角色，也必將大於接受協助的角色。而在日本與中國暗中較勁之際，我們又將偏向誰呢？這是值得思索的問題。