

清迈倡议多边机制：迈向区域货币基金*

高海红 杨诗琦 杨盼盼

清迈倡议多边机制是亚洲区域唯一的以流动性危机救助为目标的区域金融安排。自成立以来，清迈倡议多边机制在诸多方面不断完善。然而，由于存在一系列缺欠，该机制的可用性受到了限制。新形势下，为弥补区域流动性资金的供需缺口、提升区域金融一体化水平以及完善多层级的全球金融安全网，清迈倡议多边机制有必要升级为区域货币基金。区域货币基金的构建需要遵循一定的路径，其中，资金规模的测度、贷款工具的设计、治理和经济监测职能的制度性建设以及对更高层次区域货币合作的探索是决定区域货币基金建设可行性的关键所在。

关键词：清迈倡议多边机制 区域货币基金 亚洲区域金融合作 全球金融安全网

2000年，东盟成员国与中国、日本和韩国（以下简称“东盟+3”）建立了以危机救助和金融稳定为目标的区域流动性安排——清迈倡议（Chiang Mai Initiative, CMI）。2010年，CMI升级为共同决策、储备资金多边化的清迈倡议多边机制（Chiang Mai Initiative Multilateralisation, CMIM）。在过去的二十多年间，CMIM的规模不断扩大，在救助能力、治理结构和制度建设等方面得到了极大改善，其与国际货币基金组织（IMF）贷款条件性的挂钩比例也逐步降低。作为东盟+3区域内唯一的以流动性危机救助为目标的区域合作机制，CMIM已发展成为全球金融安全网（Global Financial Safety Net, GFSN）的重要组成部分。

然而，由于多种原因，CMIM自成立以来并没有被成员国启动过。2020年年

高海红系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员、国际金融研究中心主任，Email:gaohh@cass.org.cn；杨诗琦系中国社会科学院大学博士研究生；杨盼盼系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员、国际金融研究室副主任。

* 本文系中国社会科学院世界经济与政治研究所创新工程项目“中美博弈背景下的国际金融稳定与金融安全”的阶段性研究成果。作者感谢匿名审稿人和编辑部的建设性意见。当然，文责自负。

初，新冠疫情暴发。高度的不确定性和危机初期政策实施的不一致性加剧了市场恐慌和波动，造成新兴市场和发展中经济体大规模的资本流出，并导致全球美元流动性短缺。在亚洲，尽管多数国家的外汇储备水平相对充足，但在疫情冲击下，一些国家国际收支压力增大，资本外流和货币贬值造成外汇储备水平急剧下降。而在疫情后政策调整中，货币金融条件的紧缩和资本流动风险再度加大，区域流动性资金供需缺口显著。区域合作机制自身的不足以及地缘政治因素扰动等进一步影响了区域金融合作制度性保障的有效性。2023年以来，东盟+3国家对于加强区域金融安全网（Regional Financial Safety Net, RFSN）的呼声渐趋热烈，各成员国加强了对提升清迈倡议多边机制可用性的讨论，在2023年作为开局之年的东盟10+3新一轮合作计划中，加强清迈倡议多边机制是各成员国在金融稳定领域合作的首要内容，关于设立“亚洲货币基金”的主张也再度出现。在新形势下，为适应新的融资需求、推动高水平的区域金融合作、完善GFSN的建设，CMIM需要在资金额度、贷款工具和治理结构等方面进行全面升级，最终发展成为亚洲的区域货币基金。本文在回顾CMIM的发展历程以及文献讨论的基础上，阐述CMIM升级为区域货币基金的必要性，重点探讨区域货币基金设想的关键问题，最后提出实现区域货币合作这一更高目标的可能路径。

清迈倡议多边机制发展历程

CMI和CMIM因亚洲金融危机和危机期间对IMF救助的不满而生，经历了多轮发展和完善。但是，到目前为止，CMIM尚未被成员国启用，其有效性存疑。本节首先简要回顾CMI和CMIM的发展历史，随后对CMIM存在的缺欠进行文献梳理和讨论。

（一）发展阶段

1997—1998年亚洲金融危机爆发。在危机期间，一些出现严重流动性紧缺的国家向IMF寻求援助，然而这些国家在获得IMF资金支持的同时，也不得不接受诸多苛刻的贷款条件性（Conditionality）安排。之后，一些东亚国家对IMF推动的经济结构改革表示不满，因此在2008年全球金融危机期间不愿动用IMF的贷款机制。对IMF救助的不满是建立亚洲区域性金融合作机制的重要起因。自亚洲金融危机爆发以来，亚洲区域性金融合作机制的发展大致经历了四个阶段（见表1）。

一是启动期。2000年5月，东盟十国、中国、日本和韩国在泰国清迈共同签署了CMI，目标是通过补充现有的国际金融安排（IMF）来解决东盟+3成员国的短期流动性困难。CMI协议将1977年东盟五个主要国家之间建立起来的2000万美元的东盟货币互换安排（ASEAN Swap Arrangement, ASA）^[1]扩展到东盟十国，金额扩大到10亿美元，并建立东盟成员国与中日韩之间的双边货币互换网络（Bilateral Swap Arrangements, BSA），最大提款额由双方逐一磋商，共同出资确定。提款额的10%可以自动拨付，而其余90%必须有IMF的宏观经济和结构调整监督规划才能启动。^[2]区域监测框架即东盟+3经济评估和政策对话机制（Economic Review and Policy Dialogue, ERPD）也正式纳入CMI。

二是评估期和多边化建设。CMI成员国于2005年5月开始对CMI进行评估，包括救助资金规模、形式以及与IMF贷款条件性的关联问题。此次评估使成员国决心强化CMI，决定将原有的资金规模扩大一倍，并将与IMF的贷款条件性挂钩比例降低至80%，同时改革早期的双边决策和启动机制为多边共同决策和共同启动机制。2007年5月，成员国决定建立自主管理储备库机制，将各国外汇储备的一部分列入定向资金，在需要时作为救助资金启动。2008年5月，资金规模为800亿美元的储备库建立，其中80%的资金由中国、日本和韩国提供，其余的20%由东盟十国提供。2010年3月，CMI成功升级为共同决策、储备资金多边化的CMIM，总规模扩大至1200亿美元。根据协议，成员国在出现金融危机征兆或者遭受危机影响后可以向CMIM提出申请，获得与其贡献份额呈一定比例的资金援助。

三是监测实体机制化建设。2011年4月，东盟+3宏观经济研究室（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, AMRO）正式成立，CMIM实现机构化运作。AMRO的核心职能是对成员国和东亚区域进行经济监测，对CMIM的运作提供补充和支持。其定期对成员国进行分析，以帮助各国及时发现潜在的国际收支或流动性问题。2016年2月，AMRO成为亚洲区域重要的具有经济监测功能和可提供政策建议的国际金融组织。

四是扩充和完善期。2014年7月，CMIM成员国将贷款资源的总规模增加1倍至2400亿美元，并在原有常备贷款工具（CMIM-SF）的基础上增设了预防性

[1] 东盟货币互换安排由东盟五国（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国）的中央银行行长于1997年8月签署成立，目的是当成员国在出现国际收支问题和面临临时性流动性短缺时提供短期的互换支持。

[2] 高海红：“从清迈倡议到亚洲债券基金”，《国际经济评论》，2004年第3期。

贷款工具（CMIM-PL），同时将与IMF条件性挂钩比例降低至70%。CMIM-PL旨在为经济基本面良好但仍可能遭遇流动性危机的成员国提供援助。引入CMIM-PL的部分原因是出于对CMIM货币危机救助有效性的担忧，如2008年年底发生的韩元危机。^[1]CMIM-PL下的资金援助对成员国没有严格的事前条件约束，只要成员国的申请符合基于ERP可反映经济和金融领域稳健性的相关标准即可获得资金支持。^[2]2016—2018年，CMIM和IMF进行了联合试运行，建立了压力共担、贷款条件和信息共享的合作机制。为应对新冠疫情的影响，东亚各国进一步调整和完善了CMIM的协议框架。2021年3月，修订的《清迈倡议多边机制条款》协议将CMIM贷款与IMF的贷款条件性挂钩比例进一步降低至60%，并增加本币出资条款，成员国可基于自愿原则和自身需求在美元计价贷款之外选择本币计价贷款。2023年5月，CMIM协议进一步更新，允许成员国使用本国货币和第三国货币（Third Party LCY）提供CMIM流动性支持。通过这些改进措施，CMIM在救助能力、治理结构和制度建设等方面获得了极大的提升。

表1 清迈倡议大事记（截至2023年5月）

时间	大事记内容
2000年5月	东盟十国、中国、日本和韩国共同签署CMI； 建立东盟成员国与中日韩之间的双边货币互换网络（BSA）
2005年5月	CMI评估期，成员国开始对CMI救助的资金规模、形式以及与IMF贷款条件性的关联问题进行评估； 贷款与IMF贷款条件性挂钩比例从90%降低至80%
2008年5月	建立资金规模为800亿美元的储备库
2010年3月	CMI升级为CMIM，资金规模为1200亿美元
2011年4月	AMRO成立
2014年7月	CMIM救助能力扩容至2400亿美元； 增设CMIM-PL； 贷款与IMF贷款条件性挂钩比例降低至70%

[1] Kawai M., “From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund”, ADBI Working Paper, No. 527, 2015.

[2] ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, “Key Points for Strengthening the CMIM”, Annex 1., October 27, 2016, [http://www.amro-asia.org/key-points-for-strengthening-the-cmim/\[2016-10-27\]](http://www.amro-asia.org/key-points-for-strengthening-the-cmim/[2016-10-27]).

续表1 清迈倡议大事记（截至2023年5月）

时间	大事记内容
2016年2月	AMRO 正式成为国际金融组织
2021年3月	CMIM 成员国修订《清迈倡议多边机制条款》： 贷款与 IMF 贷款条件性挂钩比例降低至 60%； 在自愿和需求驱动的原则下，将 CMIM 成员国需求方和提供方的本币出资制度化
2023年5月	更新 CMIM 操作指南（Operational Guidelines, OG），在自愿和需求驱动的原则下，成员国可使用本国货币和第三国货币提供 CMIM 流动性支持

资料来源：笔者根据东盟+3宏观经济研究室网站发布的各期《东盟+3财政部部长和中央银行行长会议联合公告》（第2期、第4期、第5期、第8期、第10期、第11期、第13期、第14期、第17期、第19期和第26期）整理而得。[https://amro-asia.org/\[2023-09-02\]](https://amro-asia.org/[2023-09-02])。

（二）制约 CMIM 发挥作用的原因分析

虽然东盟+3 成员国之间的区域金融安排不断发展，但其有效性一直存疑。截至目前，CMIM 还没有被成员国启动过。区内成员国积累了较多的外汇储备作为自我保险。^[1]2022年，成员国持有的外汇储备高达 5.5 万亿美元，CMIM 的规模仅占成员国总储备的 4.3%。^[2]在全球金融危机期间，作为第三大出资方的韩国出现了国际收支危机险情，其金融体系面临流动性紧缺。^[3]但韩国并未向 CMIM 提出援助申请，而是通过美联储、日本中央银行以及中国人民银行提供的货币互换获得资金支持。在 2020 年新冠疫情暴发后，亚洲部分国家出现了流动性困难，也未向 CMIM 寻求帮助。现有研究表明，CMIM 机制的一系列缺陷和不足限制了其可用性。

首先，CMIM 的资金规模不充足，影响其有效启用。区域流动性救助是区域金融安排的核心目标，CMIM 应有充足的可用资金以预防和解决危机。然而，作

[1] Ito T., “Changing International Financial Architecture: Growing Chinese Influence?” *Asian Economic Policy Review*, 13(2): 192-214, 2018.

[2] 该外汇储备数据为不包含黄金的总外汇储备数据。东盟+3 成员国包括印度尼西亚、泰国、马来西亚、新加坡、菲律宾、越南、柬埔寨、缅甸、文莱、老挝、日本、中国和韩国。除缅甸和文莱外，数据均为 2022 年年末数据。其中，缅甸 2021 年和 2022 年的数据缺失，此处使用 2020 年的数据替代；文莱 2022 年的数据缺失，此处使用 2021 年的数据替代。数据来源：IMF 国际金融统计数据库（International Financial Statistics, IFS）。

[3] 即前文提到的韩元危机。

为东盟+3区内唯一的区域危机救助和流动性支持安排，CMIM目前的资金总额为2400亿美元，不足以预防和管理资本流动激增和急停所造成的短期流动性危机，尤其是无法应对危机在区域内的传染与扩散。^[1]

其次，CMIM实际可用的资金规模还受制于IMF贷款条件性的限制。成员国如果申请CMIM救助，其贷款额度受制于CMIM与IMF的挂钩比例，自主贷款额度为总额度的40%。成员国若想获得超过这一额度的金额，需要先签署IMF的结构援助计划，在资金获取资格、资金运用和绩效监测等方面均受到严格约束。因此，成员国通常会在CMIM和IMF二者之间进行权衡。客观而言，IMF具备更为全面的监测手段和应对流动性危机的经验，在CMIM缺乏独立的贷款条件设计的情况下，为保障贷款的有效实施并达到预期效果，CMIM需要与IMF贷款条件性挂钩以防止资金使用的道德风险。^[2]然而，如果条件过于严苛，也会降低成员国启动贷款的意愿。

再次，CMIM的启用效率较低。根据协议，CMIM基于2/3多数的决定将在提出互换申请后的两周内做出，但是，鉴于CMIM“自主管理”安排的内在属性，其出资的外汇储备额由各个中央银行和货币当局持有，因此实际上很难做到在短期内完成决议。^[3]此外，AMRO作为独立的区域经济监测机构，其与CMIM之间彼此分离，这影响了贷款启动事前和事后监测的效率。^[4]更进一步，决策效率还取决于是否需要通过与IMF挂钩的部分来提供紧急流动性支持。如果贷款只涉及与IMF脱钩的部分，则一旦借款国与CMIM达成协议，互换启动过程就完成了。但是，如果资金的获取涉及与IMF挂钩的部分，所有与资金支付相关的决策都涉及与IMF之间的协调和磋商，直到成员国与IMF达成协议，IMF的批准是推进危机救助或预防计划的必要但非充分条件。^[5]这个过程使得决策周期被额外延长，限制了CMIM及时为成员国提供流动性支持的能力。^[6]

[1] Rana P. B. and Pacheco Pardo R., *From Centralised to Decentralising Global Economic Architecture: The Asian Perspective*, Singapore: Springer Nature Singapore, 2022; Park Y. J., “Strengthening ASEAN+3 Regional Financial Arrangements: A New Framework Beyond CMIM”, *East Asian Economic Review*, 21(1): 59–80, 2017.

[2] 高海红：“新形势下如何加强亚洲区域金融合作”，《中国外汇》，2022年第18期。

[3] Rana P. B., “The ASEAN+ 3 Regional Financial Safety Net 20 Years on”, *Financial Cooperation in East Asia*, 2019.

[4] 高海红：“新形势下如何加强亚洲区域金融合作”，《中国外汇》，2022年第18期。

[5] Kring W. N. and Grimes W. W., “Leaving the Nest: The Rise of Regional Financial Arrangements and the Future of Global Governance”, *Development and Change*, 50(1), 72–95, 2019.

[6] Pitakdumrongkit K. K., “The Politics of East Asian Financial Agreement: The Case of the CMIM”, *S. Rajaratnam School of International Studies*, 3(1): 65–71, 2019.

最后，CMIM在贷款工具方面也存在不足。CMIM贷款主要专注于短期融资需求，贷款期限相对较短。^[1]目前CMIM的贷款工具主要包括常备工具和预防性工具，缺少紧急性和中长期性的融资工具，不能充分适应区域国家多样性的融资需求。^[2]CMIM-SF和CMIM-PL贷款的启动条件和标准也有待进一步明确。^[3]此外，CMIM贷款工具的成本较高。CMIM的贷款利率高于市场利率，等于伦敦同业拆借利率（LIBOR）加1.5%，每180天增加0.5%，最高不超过LIBOR加3%。^[4]

总体来看，CMIM在资金规模、贷款条件、启用效率和贷款工具等方面存在的上述缺欠，降低了成员国的使用意愿，限制了CMIM机制的有效启用。

升级清迈倡议多边机制的必要性

应对金融风险 and 保证金融稳定是区域金融合作的主要目的。在新形势下，作为亚洲区域性金融合作机制的重要成果，CMIM的升级有助于提升RFSN的救助能力，满足区域经济一体化对更高水平风险分担机制的需求，充分发挥CMIM在GFSN中的重要作用，并为区域高层次的金融合作奠定基础。

（一）弥补区域流动性资金供需缺口

2020年新冠疫情的暴发导致全球金融不稳定性上升。面对经济急速下行和流动性资金的短缺，发达经济体能够最大限度地利用其货币和财政政策刺激经济，然而大多数新兴市场和发展中国家的财政和货币扩张空间有限，还要同时应对资本流动突然逆转所带来的风险。一些国家面临外汇储备水平的快速下降，丧失自我保护能力。与此同时，在美元流动性紧缺的情况下，绝大多数新兴市场和发展中国家无法从美联储的美元双边互换安排中获取急需的美元资金。根据IMF^[5]和联合国贸易和发展会议（UNCTAD）^[6]的估计，新兴市场和发展中国家为应对疫

[1] Asian Development Bank, “Strengthening Regional Surveillance and Financial Safety Net Mechanisms in Asia: Workshop Highlights”, April 25, 2019.

[2] 高海红：“新形势下如何加强亚洲区域金融合作”，《中国外汇》，2022年第18期。

[3] Kawai M., “From the Chiang Mai Initiative to an Asian Monetary Fund”, ADBI Working Paper, No. 527, 2015; Pitakdumrongkit K. K., “The Politics of East Asian Financial Agreement: The Case of the CMIM”, *S. Rajaratnam School of International Studies*, 3(1): 65-71, 2019.

[4] 东盟+3宏观经济研究室网站，[https://amro-asia.org/\[2023-09-02\]](https://amro-asia.org/[2023-09-02])。

[5] IMF, “Transcript of Press Briefing by Kristalina Georgieva Following a Conference Call of the International Monetary and Financial Committee”, March 27, 2020.

[6] UNCTAD, “The Covid-19 Shock to Developing Countries: Towards a ‘Whatever It Takes’ Programme for the Two-thirds of the World’s Population Being Left Behind”, March 30, 2020.

情冲击，至少需要2万亿~3万亿美元的资金。然而，IMF和区域金融安排（Regional Financial Arrangement, RFA）可提供的资金总和仅为1.5万亿美元，其中新兴市场和发展中国家最多可获得7000亿~9710亿美元。^[1]可见，在发生严重的流动性冲击的情况下，现有的国际多边和区域性救助安排与新兴市场和发展中国家迫切的流动性需求之间存在明显的资金供需缺口。

亚洲国家也面临较为严峻的流动性资金供需情况。疫情暴发初期高度的不确定性加剧了市场恐慌和波动，美元避险需求增大，造成资本从亚洲地区大规模流出，一些国家甚至出现资本流入骤停的现象。股票市场成为资本流出的主要渠道，多国股票市场大幅下跌，韩国、印度尼西亚、泰国、菲律宾等国相继出台禁止卖空或暂时闭市等措施。风险偏好的变化和资本流动的波动对汇率产生了重大影响，多数国家的货币兑美元都出现了程度不等的贬值。特别是在离岸美元融资市场严重紧张的情况下，只有日本能够动用与美联储的永久互换额度，韩国和新加坡在疫情后可以获得有效期6个月的临时互换额度，以满足对美元流动性激增的需求。^[2]区内其他经济体均无法直接从这些双边互换安排中获取美元流动性。

如前所述，CMIM的实际可用资金规模受制于IMF贷款条件性的限制。即使成员国寻求CMIM的帮助，其资金救助能力也不足以满足成员国在流动性危机爆发时的潜在需求。例如，根据CMIM的规定，成员国可获得的资金额度为该国贡献的份额乘以各自的借款乘数。如此计算，印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国分别能够从CMIM获得一次性资金的最大额度仅为227.6亿美元。如果考虑CMIM与IMF目前仍有60%的贷款挂钩比例，这些国家从CMIM直接获得的实际金额仅为91.04亿美元。从区域内各层级金融安全网的规模比较而言，考虑东盟成员国总体情况，东盟成员国可以从IMF获得的最大借款额度高于CMIM所能提供的额度；尽管东盟成员国双边互换的覆盖程度很不均衡（见图1），通过双边互换（包括非美元货币互换）所能得到的最大额度也高于CMIM提供的额度。因此，扩大CMIM资金规模可以有效提升其使用的概率，并在与其他GFSN

[1] Gallagher K. P., Gao H. H., Kring W. N., Ocampo J. A. and Volz U., “Safety First: Expanding the Global Financial Safety Net in Response to COVID-19”, *Global Policy*, 12(1): 140–148, 2021.

[2] 2020年3月19日，美联储重新激活了在2008年全球金融危机期间与九家央行建立的临时美元货币互换，其中，澳大利亚、巴西、韩国、新加坡、墨西哥和瑞典央行的美元互换额度为600亿美元，新西兰、丹麦和挪威央行的美元互换额度为300亿美元，有效期至2021年12月31日。资料来源：Federal Reserve Board, “Federal Reserve Announces the Extension of Its Temporary U.S. Dollar Liquidity Swap Lines with Nine Central Banks through December 31, 2021”, June 16, 2021, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20210616c.htm>[2021-06-16].

来源的比较中提升CMIM对成员国的吸引力，同时有助于填补区域内的流动性资金供需缺口。

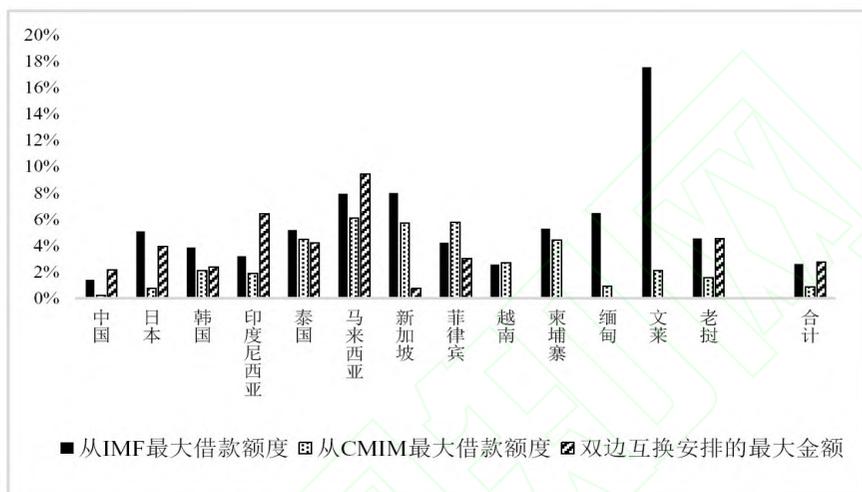


图1 2021年东盟+3成员国各层级金融安全网可获资金额度（占GDP比重）

注：从IMF最大借款额度数据来自GFSN追踪数据库；从CMIM最大借款额度数据来自东盟+3宏观经济研究室网站；双边互换安排的最大金额数据中，除了美国联邦储备系统（FES）的无限额度和无限期央行货币互换外，每个央行货币互换协议金额仅在更有可能激活货币互换的央行所在国一方显示一次，该数据来自GFSN追踪数据库。上述各数据取各国与其国内生产总值（GDP）比值，GDP数据来自世界银行世界发展指标（WDI）数据库。所有数据均为2021年年末数据。

数据来源：作者计算、GFSN追踪数据库（<https://gfsntracker.com/>）、东盟+3宏观经济研究室网站和世界银行WDI数据库。

（二）提升区域金融一体化水平

区域金融合作是亚洲区域经济一体化发展的需要。随着区内国家不断进行的经济调整和金融开放，以及中国经济与亚洲区域的不断融合，亚洲区域经济一体化程度近20年来持续提升，区内贸易和投资进一步增加，产业链不断融合。区内贸易比重由2001年的53.3%持续提高至2021年的58.2%，高于欧元区的47.6%；区内对外直接投资（FDI）比重也从2001年的41.0%大幅上升至2021年的60.5%。^[1]

[1] Asian Development Bank, “Asian Economic Integration Report 2023: Trade, Investment, and Climate Change in Asia and the Pacific”, February 7, 2023; 欧元区一体化数据来源于亚太区域一体化中心数据库，[https://aric.adb.org/database/integration\[2023-09-11\]](https://aric.adb.org/database/integration[2023-09-11])。

贸易和投资一体化水平的提升需要更紧密的区内金融市场联系以实现风险分担。尽管亚洲国家金融一体化程度在2008年全球金融危机后有所提高，但总体来看，亚洲金融市场与区域外市场有着更为密切的关联，区内金融一体化程度较低。从跨境金融资产持有量来看，区内股权持有从2001年的11.7%升至2021年的21.1%，显著低于欧元区的47.4%；区内债券持有从2001年的7.8%升至2021年的20.9%，也显著低于欧元区的44.9%。从融资来源来看，区内股权类融资从2001年的7.6%升至2021年的21.2%，与欧元区的49.9%仍有较大差距；区内债权类融资从2001年的24.0%升至2021年的28.7%（见图2），也远低于欧元区的57.5%。总体来看，亚洲区域金融一体化程度虽然近20年来稳步提升，但是与欧元区的金融一体化水平相比仍有较大差距，区内的资本流动规模较低，在对外投资组合中，与区域外市场的往来占有相当大的比重，金融一体化程度有较大的提升空间。

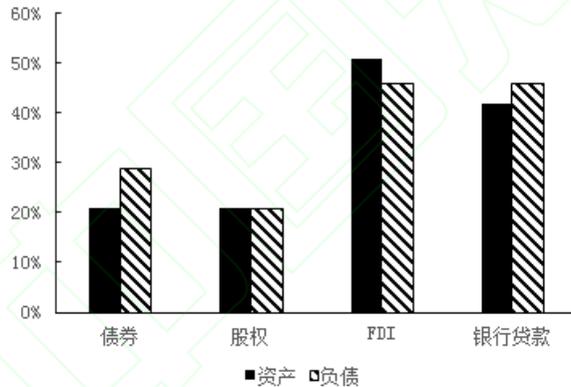


图2 2021年亚洲区内金融一体化水平（占总流动比重）

数据来源：ADB，“Asian Economic Integration Report 2023: Trade, Investment, and Climate Change in Asia and the Pacific”，Asia Regional Integration Center Tracking Asian Integration, 2023。

上述一体化发展差异的根源在于，亚洲金融体系发展一直相对滞后，因此无法将这一地区较高的储蓄留存在本区域使用，而是更多地投资于发达市场。从资源配置角度看，深化亚洲区域金融合作是亚洲金融一体化发展的需要，有助于将区域储蓄有效转化为本区域投资，提升区域增长潜能。更为重要的是，区域内日益密切的经济金融联系也增加了区域冲击带来的跨境溢出和危机蔓延的风险。成功的区域金融合作能够通过有效配置金融资源从而促进风险分担，满足区域经济

一体化对风险分担机制和危机救助的更高要求。^[1]因此，关于CMIM机制升级与完善的探讨，对深化亚洲金融合作和推进区域金融一体化进程具有积极意义。

（三）完善多层级的全球金融安全网

GFSN是一个由多层级的国际金融机构和保障机制组成的网络体系，旨在实现三个主要目标：第一，为各国提供危机预防机制；第二，在各国面临危机时提供融资支持；第三，激励各国制定健全的宏观经济政策。^[2]在实际运作中，这一网络包括国家外汇储备、中央银行和货币当局之间签署的双边货币互换安排、区域性金融安排以及作为全球最后贷款人的国际货币基金组织四个组成部分。^[3]

流动性危机存在较强的传染性，尤其在新兴市场和发展中国家，这一传染性具有较高的心理特征。当一国外汇储备丧失殆尽，双边货币互换又无法获得时，区域流动性安排如能快速跟进，对稳定市场信心至关重要，也对那些需要多重救助来源的国家提供了重要的支持。比如在2011—2012年欧元区主权债务危机期间，希腊、爱尔兰和拉脱维亚等国家通过欧洲区域的金融稳定机制（European Stability Mechanism, ESM）获得了及时的救助，同时也获得了来自IMF和欧盟等多边机构的资金救助。通过这样的多渠道联合救助，RFA与其他GFSN层级的救助建立了一揽子救助模式，在其中，RFA还发挥了双边救助与全球多边救助之间的桥梁作用。

此外，就流动性援助而言，相比其他形式，RFA有其自身的优越性。与外汇储备相比，RFA的救助力度更大，在发生危机时，单个国家的外汇储备对缓解危机杯水车薪，特别是在危机具有区域传染性的情况下更是如此。尽管IMF自全球金融危机后在贷款条件性和工具等方面进行了多次改革，但是IMF贷款的及时性不足和附加条款仍然构成亚洲国家寻求IMF紧急救助的主要制约。RFA可以相对灵活地提供资金支持，是对IMF贷款的重要补充。双边货币互换因其灵活性和及时性在危机救助中具有较大的吸引力，但其地域覆盖具有高度的不平衡性。RFA在充分发挥自身优势的同时，与其他救助渠道相互补充与合作，通过多渠道救助有效增强GFSN的危机预防和应对能力，这也是提升全球金融市场对GFSN信心

[1] Park Y. J., “Strengthening ASEAN+3 Regional Financial Arrangements: A New Framework Beyond CMIM”, *East Asian Economic Review*, 21(1): 59–80, 2017.

[2] Asian Development Bank, “Strengthening Regional Surveillance and Financial Safety Net Mechanisms in Asia: Workshop Highlights”, April 25, 2019.

[3] Gallagher K. P., Gao H. H., Kring W. N., Ocampo J. A. and Volz U., “Safety First: Expanding the Global Financial Safety Net in Response to COVID-19”, *Global Policy*, 12(1): 140–148, 2021.

的关键所在。

CMIM 作为亚洲区域 RFA 的核心，是连接亚洲国家应对政策和全球多边机制之间的桥梁。CMIM 现已成为 GFSN 建设的重要环节，其可用性和有效性的提升有助于完善多层级的 GFSN，对于加强 GFSN 的建设具有重要意义。

亚洲区域货币基金构想

CMIM 的全面升级需要遵循一定的路径，最终将演变为亚洲区域的货币基金。短期内，CMIM 需扩大资金规模，完善贷款工具的种类和期限；成员国的份额缴纳方式需从目前唯一的认缴方式扩充为认缴与实缴并存，并实现 CMIM 与 AMRO 的合并，使 AMRO 成为 CMIM 下属的负责经济监测和政策对话的部门机构。从长期看，立足于成员国共识，将 CMIM 升级为亚洲区域货币基金，促进亚洲地区未来货币和金融的合作与发展。新的亚洲区域货币基金（以下简称“基金”）的特征将主要体现在基金规模、贷款工具和治理结构三个方面。

（一）基金规模

作为一种常设性机制安排，在资金额度上应尽可能充足，从而在发生危机时，降低流动性供给的不确定性，稳定市场信心。具体而言，基金规模的设定需要解决两个关键问题：一是资金的合意规模是多少；二是为了实现合意的资金规模，通过怎样的渠道进行融资是合适的。从学理上来说，对于资金合意规模的探讨实质上关注的是特定层级 GFSN 的充足性，这在学界有诸多探讨，但是给出合意的估计水平却较为困难，且往往受到主观因素的影响。

本文尝试通过两种方法对区域内的潜在流动性需求规模进行估算，以此作为设定基金最大救助规模的参考。在两种方法下均设置不同的风险情景进行讨论，从而提供基金规模的建议区间。

第一种估算方法以 ESM 为参照，以此估算区域流动性救助规模。作为亚洲金融合作的参照系，欧元区在欧债危机期间对希腊、爱尔兰等危机国的成功救助为东亚提供了良好的经验借鉴。和 CMIM 成员国类似的是，ESM 成员国的金融业发展也由银行业主导，在银行部门面临的流动性风险和潜在融资需求相对较高，特别是，ESM 各成员国之间的金融脆弱性水平和面临的流动性需求也存在异质性。因此，本文依据 ESM 所能提供的最大救助规模对区内银行资产存量的覆盖比率，结合亚洲各国银行资产存量规模测算出资金规模，并且对区内面临的不同风险情

景——基准情景（东盟+3所有国家）、情景1（东盟+韩国）和情景2（东盟除新加坡外的九国）——下的资金规模进行分析。基准情景中，ESM最大救助规模对应所有成员国的覆盖比率，以此对应CMIM所有成员国面临全面危机的极端风险情景；情景1中，ESM最大救助规模对应除德国和法国外所有其他成员国的覆盖比率，以此对应CMIM除中国和日本外所有其他成员国发生危机的情景（由于德国和法国是ESM的最大出资国，中国和日本也是区域货币基金潜在的最大出资国，其动用基金救助资金的可能性最低）；情景2中，ESM最大救助规模对应除德国、法国、奥地利、比利时、芬兰、卢森堡外其他成员国的覆盖比率，进一步排除区内较为发达的经济体，在CMIM中则在中国和日本的基础上进一步排除区内两个发达经济体——韩国和新加坡，对应东盟除新加坡外九国发生危机的情景。综上，上述三种情景分别对应区内全面危机、危机在区内较大范围内蔓延和局部危机的情况。

第二种估算方式关注国际收支冲击情形，根据成员国发生的资本骤停和资本外流等极端事件，参考丹比等的方法测算应对资本流动危机所需的流动性需求规模。^[1]首先，基于比安奇等的方法识别各国1990—2021年的资本流入骤停事件和资本流入逆转窗口，测算每个窗口期内资本流入波动率的中位数水平；^[2]其次，以各国2020年全年的资本流入数据为基准，计算出各国按照资本流入波动率测算的潜在流动性需求。这一方式也考虑了上述三种情景划分：其中，在1990—2021年的样本期内，在基准情景中共识别了21个资本流动骤停事件；在情景1中共识别了16个资本流动骤停事件；在情景2中共识别了12个资本流动骤停事件。

基于上述两种方法分别测算出每种情景下潜在流动性需求规模的下限水平，再根据CMIM目前的自主贷款比例推算出规模上限（见表2），上限等于下限/0.4，这主要是考虑贷款与IMF挂钩的问题，目前CMIM自主贷款部分的占比为40%。综合上述两种方法，在三种情景下基金最大救助规模的设定区间分别为：情景2为1507.575亿~4334.13亿美元、情景1为3311.84亿~12855.00亿美元、基准情景为11707.56亿~40965.97亿美元。可以看出，当前CMIM的规模应对成员国局部危机尚且不足，如果考虑危机的扩散，则当前的救助规模更为短缺。短期内可以将基金规模增加至4334.13亿美元左右，则救助规模足以应对区内的局部危机以及

[1] Denbee E., Jung C. and Paternò F., “Stitching together the Global Financial Safety Net”, Bank of Italy Occasional Paper, 3(18): 322, 2016.

[2] Bianchi J. and Mendoza E. G., “A Fisherian Approach to Financial Crises: Lessons from the Sudden Stops Literature”, *Review of Economic Dynamics*, 8(37): S254–S283, 2020.

一定程度的扩散；从中长期来看，基金规模可以进一步增加至12855.00亿美元，以应对区域危机的传染和扩散，并逐步推动基金的最大救助规模达到40965.97亿美元的上限水平，充分提升区域货币基金对极端风险的覆盖能力。

表2 流动性资金救助规模估算（单位：亿美元）

情景	方法一		方法二	
	下限	上限	下限	上限
基准情景	11707.56	29268.90	16386.39	40965.97
情景1	3311.84	8279.60	5142.00	12855.00
情景2	1733.65	4334.13	1507.57	3768.91

数据说明：基准情景为CMIM所有成员国和ESM所有成员国；情景1为CMIM除中国和日本外的成员国和ESM除德国和法国外的成员国；情景2为东盟除新加坡外的九国和ESM除德国、法国、奥地利、比利时、芬兰、卢森堡之外的成员国。上限=下限/0.4。需要注意的是，中国在CMIM的出资份额中包含中国香港贡献的84亿元，除非得到中国内地政府的允许，否则中国香港不能行使投票权。如果中国香港需要从CMIM中获得资金，其借款乘数为2.5倍。由于中国香港不是IMF的成员，因此其借款未与IMF挂钩。因此，鉴于中国香港在CMIM中具有的上述特殊性，此处计算中使用不包含中国香港的中国内地数据。所有数据均使用2022年年末数据。

数据来源：方法一：ESM成员国数据来自欧洲中央银行（European Central Bank, ECB），其中，克罗地亚于2023年1月1日加入欧元区，其数据还未更新纳入，因此ESM成员国的相关数据均为不包含克罗地亚的19国数据。CMIM成员国数据来自日本银行、中国人民银行、韩国金融监督院、新加坡金融管理局和CEIC数据库。方法二：数据来自IMF的IFS数据库和世界银行WDI数据库。

在增加资金规模的同时，也应考虑资金来源和融资模式。CMIM除了利用东盟+3成员国的外汇储备积累之外，还可以通过实缴资本的方式来扩大规模。在CMIM目前的认缴基础上增加实缴机制，是扩大CMIM资金规模的有效方式。

此外，亚洲区域货币基金的融资模式可以参考ESM的运营模式，即不动用自有资本金，而是将其作为担保，在市场上进行融资，融资形成的资金池用于贷款救助，基金设立专门的投资管理部门，对资金池的运营和投资进行管理。这一模式有三方面的优势：一是在金融市场利用自身信用和资本金为担保进行融资，能够降低融资成本，确保资金可得性，从而加强区域安全网，弥合区域融资缺口；二是各国提供资本金，但不直接使用资本金作为救助资金来源，有助于保障纳税人资金，提高各国参与意愿，降低参与阻力；三是基金具有显著的杠杆效应，能够有效提升基金的支持力度。

CMIM的可用资金规模受到IMF贷款条件性的限制，推动设立东亚区域自身贷款条件性，以逐渐摆脱IMF的贷款条件性制约，也是一个重要的方向。这一新的贷款条件性应充分考虑亚洲国家经济结构、经济制度和发展水平。当然，与IMF贷款条件脱钩并不意味着对于IMF救助的替代，基金可以借鉴ESM与IMF的合作经验，通过与IMF以及其他来源的机制配合来共同面对紧急流动性危机，在发生危机时，同时启动多重救援机制，这种合作将大大增加东盟+3国家应对流动性危机的可用资源。^[1]

（二）贷款工具

目前CMIM的贷款工具包括常备贷款工具（CMIM-SF）和预防性贷款工具（CMIM-PL）两种，又各自分为与IMF脱钩和挂钩两部分（见表3）。因此，CMIM启动互换安排的决策需要考虑在预防性工具下或在常备工具下使用资金，以及是否需要获取与IMF挂钩部分的资金。由于CMIM旨在应对短期国际收支或流动性危机，因此其贷款工具期限较短，其中与IMF脱钩部分的期限为6个月，与IMF挂钩部分的期限为1年（CMIM-SF可以续期，但期限最长不超过2年）。CMIM-PL对处于危机边缘但宏观经济基本面仍表现良好的国家提供援助。尽管CMIM-PL不可续期，但由于其附带的条件约束相对较少，因此CMIM-PL比CMIM-SF更具吸引力。但是，如果成员国已经面临货币危机，则无法从CMIM-PL中获得资金。CMIM-PL与CMIM-SF不可以同时使用，如果已经接受CMIM-PL的国家出现危机，执董会决策委员会（Executive Level Decision Making Board）决定是否启用CMIM-SF来进行替换。

表3 CMIM贷款工具

贷款工具	与IMF联系	贷款期限
CMIM-PL	与IMF脱钩部分	6个月，不可续期
	与IMF挂钩部分	1年，不可续期
CMIM-SF	与IMF脱钩部分	6个月，可续期（最长2年）
	与IMF挂钩部分	1年，可续期（续期次数由IMF决定，需符合IMF计划的要求）

资料来源：东盟+3宏观经济研究室网站。

[1] 高海红：“亚洲区域金融合作：挑战和未来发展方向”，《国际经济评论》，2017年第3期；Pardo R. P. and Rana P. B., “Complementarity between Regional and Global Financial Governance Institutions: The Case of ASEAN+ 3 and the Global Financial Safety Net”, *Global Governance*, 7(1): 413-433, 2015.

CMIM 应进一步扩展现有的贷款工具箱，增设不同期限的资金支持工具，提升救助贷款的灵活性，以充分考虑区域国家融资多样性。相较而言，IMF 和 ESM 的贷款工具种类更加丰富，能更好地满足国家多样化的融资需求。比如，ESM 的贷款工具除了能够为成员国提供短期贷款融资外，还可以在危机时期通过一级市场购买和二级市场购买以及银行资本重组来干预资本市场，从而为成员国提供更深层次的危机援助。IMF 的贷款工具种类丰富，具有差异化特征，分为常备工具、紧急融资工具、中期援助工具和信号工具，能够满足成员国的不同需求。贷款期限也较为灵活，从6个月到5年期不等。更为重要的是，IMF 通过减贫与增长信托（PRGT）为低收入国家提供优惠性贷款，承诺零利率条件。在 CMIM 向区域货币基金升级的进程中，可以此作为参考，拓展贷款形式和期限，增设紧急性和中长期性的资金支持工具，并将贷款政策向需求更高的脆弱性国家倾斜。

（三）治理与经济监测

CMIM 的机制化水平不高，目前仍是一个由东盟+3 各成员国组成的多边货币互换安排，其外汇储备额度以及具体使用仍由各国货币当局分别管理。应将 CMIM 由目前的流动性合作机制过渡为实缴机制，建立以实缴资本为基础、具有常设机构和法律地位的基金实体。作为区域货币基金，CMIM 的本质即为成员国对已缴国际储备实收资本的索取权。基金负责对区域共同储备资产进行统一管理，这有利于提高援助申请的决策速度。并且，由于区域货币基金是对成员国可自由使用的实收储备资产的债权，因此申请国将免受 IMF 贷款条件性的限制。

AMRO 的成立是区域金融合作制度化建设的重要步骤。然而，目前 AMRO 与 CMIM 仍是两个彼此独立的机构，二者之间的分离影响了贷款启动事前和事后监测的效率，不利于 CMIM 发挥流动救助的作用，也限制了 AMRO 行使有效经济监测的职能。AMRO 与 CMIM 的合并有助于提升基金的监测能力和启用效率，因此，区域货币基金应在二者合并的基础上建立，使 AMRO 成为 CMIM 下属的负责经济监测和政策对话的部门机构。从制度建设看，AMRO 与 CMIM 的合并具有必要性。从全球金融安全网的布局角度看，AMRO 与 CMIM 的合并将推动建立具有法律地位的亚洲区域金融合作机构，有利于提升亚洲区域金融稳定，并对全球金融安全网的建设提供支持。

在此之后，应进一步提高基金在贷款启动、经济监测和专业能力方面的职能。首先，基金负责制定贷款政策和条件性，应以危机救助为目的，将应急需要和中长期结构调整相结合。贷款条件性是防止在贷款使用中出现道德风险的有效

手段，也是对出资国的基本保障。与IMF脱钩并不意味着完全放弃任何条件，关键是这一新的贷款条件的建立应充分考虑亚洲国家经济结构、经济制度和发展水平以及各国之间存在的异质性，充分把握条件性和灵活性之间的平衡。其次，应建立完善的危机预警体系，涵盖宏观经济、外部收支和金融体系风险指标等，充分甄别问题国家和问题市场，短期内应密切监测和评估区域内不断变化的金融市场状况以及区域内外可能存在的经济政策的负面溢出效应；加强区域、双边和国别层面宏观经济的事前监测和事后监督功能，对成员国的经济状况进行定期评估，成为IMF从全球多边角度对成员国展开评估的一个重要补充。最后，基金应加强与IMF之间的合作，比如和IMF进行定期的联合救助测试等，确保政策框架的协调与一致性。与此同时，基金应在经济分析上保持其独立性与自主性，以建立一个真正的区域性流动性提供机制。

结语：区域合作的更高目标

目前亚洲金融合作主要在危机救助层面展开，还不存在真正意义上的货币合作制度性安排。在亚洲金融危机后，区域性的汇率协调和汇率安排有诸多尝试。日本经济学家小川英治等曾于2005年提出设立亚洲货币单位（Asian Monetary Unit, AMU），与ESM下的欧洲货币单位（ECU）类似，AMU作为亚洲地区共同的计价单位，用来衡量成员国汇率与AMU指数的偏离程度，并计划将AMU进一步升级作为参与国家调整汇率政策的参照，为亚洲汇率合作做准备。亚洲开发银行也提出过设立亚洲货币单位（ACU）的类似动议。还有研究建议发行加权区域货币单位（Weighted Regional Monetary Unit, RMU）作为一种新的区域储备资产。然而，上述区域货币合作的探讨仅停留在设计阶段，由于多种原因未获得区域国家的共识。货币合作具有锚定作用，货币合作的缺失使得亚洲区域金融合作难以向纵深方向发展。^[1]

CMIM是亚洲货币合作的制度基础，各个成员国之间已经存在的经济联系的紧密程度决定着区域具有更高层次货币合作的可能性和潜力。首先，应推动本币在东亚区域贸易、投资和金融交易中的使用。目前CMIM已经从制度层面将本币正式列为除美元之外的融资货币，在鼓励本币汇缴的同时，应进一步鼓励区内和区外发行人在区域市场发行本币债券，这将从根本上降低区域对美元的流动性依

[1] 高海红：“新形势下如何加强亚洲区域金融合作”，《中国外汇》，2022年第18期。

赖，推动区域本币金融市场的发展。从中长期来看，可以通过区域汇率政策协调促进区域汇率合作，需要结合本币在区内贸易结算和金融交易中的使用情况，以稳定区域内货币币值为核心目标，进行必要的汇率协调行动。在此基础上，可以考虑设立本区域的基金货币单位（Fund-CU）。本币篮子货币由13个成员国的主权货币构成，Fund-CU根据篮子货币加权而得。Fund-CU可作为区域货币基金贷款的计价货币，也可作为成员国汇率波动和币值稳定的基准参照。货币合作方面的上述举措将有助于推动区域金融合作向更高水平和更深层次发展。

总之，区域货币基金的建设立足于本区域的需求，是在新形势下维护区域金融稳定，促进区域金融一体化以及构建一个更有效的区域金融合作制度性安排的重要举措。通过扩大资金规模、完善贷款工具、改善治理结构，将CMIM逐步升级为亚洲区域货币基金，服务于区域货币合作的更高目标，这将促进亚洲地区经济和金融深度一体化，确保区域长久繁荣。■

（责任编辑：崔秀梅）