

亞太主要金融中心在亞洲金融危機後
之發展策略及政策合作趨向

中 央 銀 行
經 濟 研 究 處
李 榮 謙
八 十 八 年 十 月

亞太主要金融中心在亞洲金融危機後 之發展策略及政策合作趨向

目 錄

	頁次
摘要	
壹、前言	1
貳、亞洲金融危機的影響及啟示	2
一、亞洲金融危機的影響	3
二、亞洲金融危機的重要啟示	9
參、亞太主要金融中心之發展策略的調整	18
一、進行具競爭力之中長期金融改革	20
二、厚植以高科技產業為基礎之發展模式	31
三、強化最後貸款者功能及（或）構建更審慎之金融監 理制度	37
肆、亞太地區中央銀行間的政策合作趨向	42
一、亞洲貨幣基金	42
二、亞洲貨幣同盟	47
三、亞元	51
伍、結論與建議	55
主要參考資料	63

亞太主要金融中心在亞洲金融危機後 之發展策略及政策合作趨向*

李 榮 謙

摘 要

一九九〇年代初，亞太地區許多經濟體即致力於發展區域性金融中心，冀望藉由金融中心發展計畫來獲取其所衍生的經濟效益。迨至一九九〇年代中，由於香港回歸中國大陸時間的逼近，香港金融中心的地位或將動搖，因此區內若干經濟體的金融中心發展策略益加積極，例如曼谷、雅加達、吉隆坡及漢城等金融中心，不僅大幅放寬資本管制的規定，並大力開放期貨及選擇權等衍生性金融工具的交易，希望透過此等躁進式的金融開放策略，提升金融部門的競爭力，據以取代香港金融中心的地位。

一九九七年七月，亞洲爆發嚴重的通貨危機及因之擴大的金融危機，區內泰國、印尼、南韓及馬來西亞的經濟金融受創最深，至於香港、新加坡及我國等雖然亦遭受衝擊，惟其受創程度較輕。此一發展，已使得曼谷、雅加達、吉隆坡及漢城的金融中心發展計畫嚴重受挫並暫時退出角逐行列，至於真正具有競爭力的角逐者，除了地位稍微動搖的香港之外，僅剩下新加坡、台北，以及刻正急起直追的雪梨及上海。這些劫後餘生的金融中心，他們大抵重新調整區域金融中心的發展策略。在此一調整的過程中，雖然作法與步調仍有少許差異，但在方向上都進行具競爭力之中長期金融改革、厚

* 本報告之完成，承蒙施處長燕、香港大學饒餘慶教授、澳洲準備銀行Gordon de Brouwer及Christopher Kent慨贈相關資料，同事林淑貞小姐、游淑雅小姐、高超陽先生惠予協助，以及李承書小姐代為繕打手稿，在此一併致謝。

植以高科技產業為基礎的發展模式，以及強化最後貸款者功能及（或）構建更審慎的金融監理制度。

不惟如此，伴隨亞洲金融危機的發生乃至擴大，區內主要金融中心也深刻體認到，通貨危機其實具有相當高的擴散性風險，因此加強彼此間的政策合作，實係維持亞洲地區經濟金融安定的重要工作。亞太地區中央銀行間所論及之政策合作的層面，已由過去的訊息交流、經驗分享及雙邊重購回協定，不斷升高至倡議亞洲貨幣基金、亞洲貨幣同盟，乃至於創建亞洲單一貨幣 - 亞元。在這些提案中，尤以成立亞洲貨幣基金的倡議最為成熟，且一旦其付諸實施，對我國的影響也最為深遠。

本報告旨在檢視亞太主要金融中心（東京除外）在亞洲金融危機之後的發展策略，據以檢討我國的金融中心發展計畫，早日促成台北金融中心的實現；再者，本報告亦深入探討亞太主要金融中心逐漸加強的政策合作方案，俾供我國決策當局釐訂及推動與區內其他金融中心的政策合作計畫。最後，本報告提出以下幾點具體建議：

一、過去三十年來，亞洲大部分經濟體的金融中介活動皆呈現快速成長，但彼等的政府並未對金融監理制度有相應的調整或加強，導致企業負債過高與成長過速，加上金融機構進行不當放款，以及對投機活動過度擴張信用，使得企業與銀行對於外來衝擊的因應能力程度愈來愈低。亞洲金融危機的發生，與上述這些缺失有密切的關係。相較於區內大部分經濟體，我國金融體系和企業體質尚稱健全，惟歷經亞洲金融危機卻也暴露若干

缺失，尤其是企業內部管理規範上的問題。就此點而言，未來有關當局宜合理規範交叉持股，加重企業董、監事違法之賠償及刑事相關責任，嚴格監督上市公司資金流向及財務揭露等。另外，金融機構的改革也不容鬆懈，財金當局首應切實督導銀行打消呆帳、強化體質，對於目前金融機構過度競爭的問題，也應積極鼓勵合併加以解決。

二、亞洲金融危機的發生，說明短期資本在國境間高度移動的可怕。我國是一小型且高度開放的經濟體，為了防範大量、快速的短期資本移動干擾國內經濟金融的穩定，因此在自由化及國際化的過程中，始終堅持循序漸進的開放步調，即使為發展亞太金融中心所採行的策略，亦復如此。此一策略，雖曾引發不同的意見，惟歷經亞洲金融危機的教訓之後，證明這種循序漸進策略相當正確。我們必須瞭解，台北發展成為亞太金融中心固然可衍生出極高的經濟效益，但決不能為發展亞太金融中心而放棄金融穩定。在此一前提下，必要時對短期資本移動進行溫和管制（例如，本行於一九九八年五月廿五日起暫停國內法人承作NDF），應該是相當明智的作法。當然，引進外資也不全然是負面的，這其中尤以直接投資最值得考慮，例如我國如能有效引進長期的外人直接投資，則將帶來國外的研發和生產技術、經驗和專業的人力資本，這些對於促使我國經濟的永續發展助益甚大。

三、亞洲金融危機暴露了亞太地區大多數經濟體債券市場發展程度的不足，因此金融體系承受風險的能力過於脆弱。鑑於區內新加坡及香港業於亞洲金融危機後陸續推出發展成為亞太債券市

場的措施，例如新加坡已建立合格債券中介機構制度，提供稅負方面的有利誘因，而香港亦致力於擴大債券市場的深度，APEC且指定香港來主導東南亞地區的債券市場。為免我國在競逐的過程中淪為相對弱勢，因此有關當局實有必要再加快發展債券市場的脚步。

四、我國發展亞太金融中心的制度性和管理因素，近年來在政府的努力之下，已逐漸追上國際水準，而相較於區內香港、新加坡和雪梨等高素質金融中心，亦絲毫不遑多讓。邇來，上述三個金融中心皆致力於透過合併來整合證券及期貨市場，據以有效降低營運成本，鑑於我國櫃台買賣中心與台灣證券交易所的差異已漸模糊，因此兩套人力若得以整合，將可有效提升經濟效益，也符合制度性的發展趨向。

五、台北金融中心背後有高科技產業為後盾，其不同於區內其他金融中心大抵是以單純的輸出或提供區內貿易的金融服務，因此，台北金融中心有更堅強的產業基礎和抗拒風險的韌性。這個優勢，在歷經亞洲金融危機的考驗之後已充分顯現，因而印證了政府「產業是根，金融是葉」的亞太金融中心發展基調的正確性。值得注意的是，區內主要金融中心在亞洲金融危機後，也大力推動高科技產業，其中，香港、新加坡、吉隆坡及馬尼拉等地，不僅相繼投入大型高科技產業的發展，更成立類似美國NASDAQ的創業板市場去吸引創投公司。為了確保我國在高科技產業的領先優勢，未來我國宜繼續鼓勵廠商的研究發展去提升整體高科技水準，同時也應認真考慮有無成立創業板市場的必要性。

六、亞洲金融危機後，亞太地區中央銀行間所擬議的政策合作層級已日益升高，其中由日本所倡議的亞洲貨幣基金更已獲區內大多數經濟體的支持。由於亞洲貨幣基金的構想，與我方的利益關係甚大，因此有關當局宜密切注意其後續發展。當務之急，有關當局宜擬訂積極的入會策略，並向日本強烈表達我國尋求加入的意願，一旦碰及認繳攤額的問題，更應承諾作出較大的貢獻。至若推動亞元的倡議，現階段而言雖然仍不成熟，不過我方似可在此一議題上，繼續扮演催生的角色。

七、一九九八年五月四日，IMF和新加坡政府在新加坡設立了IMF / 新加坡區域訓練中心（IMF-Singapore Regional Training Institute，以下簡稱STI），其性質與SEACEN Centre明顯重疊。我國因為不是IMF的會員，已被婉拒而無法參與STI的訓練課程，再加上SEACEN Centre面對來自STI的競爭，未來的發展前景也堪慮，因此有關當局應及早擬妥因應對策（例如，可建請SEACEN Centre與STI共同合作開辦訓練課程及研討會），否則日後我國在區內的活動空間勢將進一步被壓縮。

壹、前言

一九九〇年代初，亞太地區許多經濟體即致力於發展區域性金融中心，冀望藉由金融中心發展計畫來獲取其所衍生的經濟效益。迨至一九九〇年代中，由於香港回歸中國大陸時間的逼近，香港金融中心的地位或將動搖，因此區內若干經濟體的金融中心發展策略益加積極，例如曼谷、雅加達、吉隆坡及漢城等金融中心，不僅大幅放寬資本管制的規定，並大力開放期貨及選擇權等衍生性金融工具的交易，希望透過此等躁進式的金融開放策略，提升金融部門的競爭力，據以取代香港金融中心的地位。

一九九七年七月，亞洲爆發嚴重的通貨危機（currency crisis）及因之擴大的金融危機（financial crisis）¹，區內泰國、印尼、南韓及馬來西亞的經濟金融受創最深，至於香港、新加坡及我國等雖然亦遭受衝擊，惟其受創程度均較輕微。此一發展，已使得曼谷、雅加達、吉隆坡及漢城的金融中心發展計畫嚴重受挫並暫時退出角逐行列，至於真正具有競爭力的角逐者，除了地位稍微動搖的香港之外，僅剩下新加坡、台北，以及刻正急起直追的雪梨及上海。這些劫後餘生的金融中心，他們大抵重新調整區域金融中心的發展策略。在此一調整的過程中，雖然作法與步調仍有少許差異，但在方向上都進行具競爭力之中長期金融改革、厚植以高科

¹ 通貨危機與金融危機的意義並不相同。通貨危機係指外匯市場遭投機性攻擊，致使一國通貨匯價遽貶，或迫使貨幣當局消耗大量外匯存底或大幅調升利率來進行捍衛；而金融危機則指因金融面嚴重失序，導致銀行出現擠兌甚或面臨倒閉危機，貨幣供給大幅萎縮，實質部門無法順利運作，乃至於帶來嚴重經濟衰退等現象。由於此次亞洲金融危機係發生通貨危機再擴大成金融危機，因此下文將視實際情況援用這兩個不同名詞。

技產業為基礎的發展模式，以及強化最後貸款者功能及（或）構建更審慎的金融監理制度。

不惟如此，伴隨亞洲金融危機的發生及至擴大，區內主要金融中心也深刻體認到，通貨危機其實具有相當高的擴散性風險，因此加強區內主要金融中心的政策合作，實係維持亞洲地區經濟金融安定的重要工作。在此一過程中，所論及之政策合作的層面已由過去的訊息交流、經驗分享及雙邊重購回協定不斷升高，例如邇來日本所倡議的亞洲貨幣基金，以及逐漸受到重視之成立亞洲貨幣同盟，乃至於創建亞洲單一貨幣 - 亞元的雛議。

本報告旨在說明亞太主要金融中心（東京除外）在亞洲金融危機之後的發展策略，據以檢討我國的金融中心發展計畫，早日促成台北金融中心的實現；再者，亦擬深入探討亞太主要金融中心逐漸加強的政策合作方案，俾供我國決策當局釐訂及推動與區內其他金融中心的政策合作計畫。首先，本報告擬說明亞洲金融危機的影響及啟示；接著再探討亞太主要金融中心發展策略的調整；進而討論亞太地區中央銀行間的政策合作趨向；最後則提出本報告的結論與建議。

貳、亞洲金融危機的影響及啟示

一九九七年七月由泰銖大幅貶值所引爆的亞洲金融危機，迅即擴散至鄰近的菲律賓、印尼及馬來西亞，之後更蔓延至香港、新加坡、南韓、日本及台灣。至今亞洲金融危機發生已屆二年，區內大多數經濟體在這段期間均深陷程度不等之經濟衰退之困境。此一發展，已打破亞洲過去一、二十年來高投資率、高經濟成長率之傲人

的經濟奇蹟。

關於亞洲金融危機之成因，近來曾引發熱烈的討論。根據大多數的研究報告指出，亞洲金融危機的發生，決非單一的偶發因素所造成，而是彙集眾多不利因素的結果。例如，Radelet & Sachs [41]就將亞洲金融危機的起因至少歸納為：（1）資本流入太過龐大；（2）匯率制度過於僵硬，匯率風險幾全由貨幣當局承受；（3）實質匯率超幅升值，對美元匯價有長期高估跡象；（4）銀行信用增加過速；（5）資金流向不具生產性之投機用途。其實，除了少數幾個亞洲經濟體存在上述基本面的缺失之外，若干基本面良好之經濟體在這波的金融危機之中，亦無法全身而退。金融危機具擴散效果（contagion effect）是常被提及不可忽略的原因，其他如現行國際貨幣制度存在若干缺失也是不爭之事實。

一、亞洲金融危機的影響

亞洲金融危機的影響層面十分廣泛，惟區內各經濟體受創的程度有異，其中泰國、印尼、南韓及馬來西亞等受創情況最為嚴重，而台灣及新加坡所受到的傷害相對而言似乎較為輕微，至於澳大利亞（以下簡稱澳洲）則是亞洲金融危機中的異數，非但金融維持相當穩定局面，經濟成長率更是迭創佳績，唯獨出口的明顯衰退是較不利的影響。以下擬先簡單說明亞洲金融危機期間區內經濟體所受的不利影響：

（一）帶來嚴重無法償債的流動性危機

一九九〇年代初期起，大量短期資本即迅速流入亞洲新興經濟體，單是一九九〇年至一九九三年，就有高達1,510億美元的資本淨

流入。雖然大量資本流入得以補充區內大多數經濟體國內儲蓄不足的困境，提供便宜的生產性資金，但是當投資人發生信心不足，致大量短期資本迅即反轉流出時，無法償債的短期流動性危機勢必伴隨而至。

泰國、印尼及南韓在亞洲金融危機發生之初，即面臨嚴重的無法償債危機，幸賴國際間的龐大金援始度過難關（見表一）。這是自墨西哥於一九九五年發生危機之後，國際間再一次鉅額的紓困案例。一九九〇年代這兩次危機的解除，除藉助於國際的援助之外，

表一、一九九〇年代重大金融危機國際社會的援助承諾

單位：億美元

西元年	經濟體	援 助 承 諾			總 計
		IMF	多邊	雙邊	
一九九八	俄羅斯	151	60	25 ⁽¹⁾	236
一九九七	印 尼	112	100	211	423
	南 韓	209	140	233	582
	泰 國	40	27	105	172
	合 計	361 ⁽²⁾	267	549	1,177
一九九五	墨西哥	178	100	210 ⁽³⁾	488

註：(1) 日本提供15億美元，中共則提供10億美元。

(2) 若包括IMF對菲律賓的援助承諾，則為374億美元。

(3) 其中美國提供200億美元的協助。

資料來源：孫義宣、李榮謙〔16〕，頁177。

尚有賴較大公共部門的支持和自願性的市場反應，因此迥異於一九八〇年代早期中南美洲所發生的國際債務危機，是靠私人銀行正式的債務重整加以解決，而且最終是以債務減除（debt reduction）來收場。這個轉變，一方面反映資本市場這十餘年來的變化，另一方面也表明，一九八〇年代的危機是屬於出現長期無法償債危機（long-term insolvency crisis），而一九九〇年代則是面臨短期流動性危機（short-term liquidity crisis）。正因為存在這樣的差異，國際貨幣基金（以下簡稱IMF）針對接受彼等援助之經濟體所擬定之一九八〇年代與一九九〇年代的危機結構調整計畫，其重點也有相當程度的不同。追求儘速恢復私人市場信心，是一九九〇年代金融危機所採行策略的重要特徵。此一策略，截至目前，南韓及泰國似乎較為成功，至於印尼相對上較不成功，可歸因於印尼國內政治情勢的不安，致無法立即施行有效的調整措施²。

（二）股匯價大幅下挫

處於亞洲金融危機期間，除了少數的亞洲新興經濟體之外，大部分的亞洲新興經濟體其股匯價均呈大幅下挫的走勢（見表二）。股匯價的大幅下跌，主要是源自資本的快速外流及投機客的刻意打壓，而為了支撐匯價，大多數經濟體不僅耗盡大量外匯存底，甚至於讓利率大幅飆升以為因應。在這期間，泰國及南韓的銀行隔夜拆款利率一度攀爬至30%左右，至於印尼更是大幅上升至100%；同時在IMF的主導之下，彼等經濟體也轉而採取彈性的匯率制度。關於以

² 主要取材自Institute of International Finance〔33〕。

表二、亞洲主要經濟體匯價及股價變動情形

項目 比較時點 經濟體	匯價	股價指數	合計	匯價	股價指數	合計	匯價	股價指數	合計
	1999年6月底與1997年 6月底比較之變動率%		變動率	1998年6月底與1997年 6月底比較之變動率%		變動率	1999年6月底與1998年 6月底比較之變動率%		變動率
日 本	-13.9	-6.2	-20.1	-19.0	-16.4	-35.4	6.3	12.2	18.5
台 灣	-5.4	-14.9	-20.3	-18.3	-23.2	-41.5	15.8	10.7	26.5
香 港	-0.1	-11.0	-11.1	0.0	-43.8	-43.8	-0.1	58.4	58.3
新 加 坡	-15.9	9.0	-6.9	-15.6	-46.3	-61.9	-0.4	103.2	102.8
南 韓	-29.8	-1.0	-30.8	-38.7	-49.3	-88.0	14.4	95.2	109.6
泰 國	-30.7	-11.5	-42.2	-37.3	-37.3	-74.6	10.5	41.3	51.8
菲 律 賓	-23.3	18.5	-4.8	-35.3	-60.0	-95.3	18.6	196.4	215.0
馬來西亞	-33.6	-24.7	-58.3	-38.8	-57.7	-96.5	8.6	78.0	86.6
印 尼	-63.7	-8.6	-72.3	-83.6	-38.5	-122.1	121.9	48.5	170.4

資料來源：經建會〔17〕。

提高利率來穩定匯率，議者認為，雖然提高利率有助於匯率的穩定，但在金融危機期間，其效果則有待商榷³。尤其是亞洲大部分經濟體的銀行部門十分脆弱，利率大幅飆漲將擴大資訊不對稱（asymmetric information）的問題，並加重原已惡化的道德危機（moral hazard）及逆選擇（adverse selection）。

（三）銀行體系面臨崩潰

誠如前述，一九九〇年代初起，大量的短期資本流入亞洲新興經濟體，而流入的主要管道即是透過銀行金融中介。由於亞洲銀行體系一般而言並不健全，因此普遍存在貸放浮濫的問題。此不僅使得資金流向具有投機性的股市及房地產市場，致引發嚴重的資產價格膨脹，企業也因過度借款而承受負債比例過高的風險。再者，銀行業內部的風險控管不良，因此一旦面臨市場價格遽變，銀行流動性不足的問題立刻浮現。此外，金融監理制度或因缺乏完備的金融法規，或因未落實金融檢查，導致道德危機的問題向來嚴重，即使金融監理當局決心整頓金融體系的缺失，卻往往受到政治現實的掣制，而無法立即採取糾正措施。更為人所詬病的是，政府介入銀行體系相當嚴重，例如若干亞洲經濟體之政府不但承擔銀行海外債務的擔保，對於經營不善的銀行也經常以公共資金予以挹注，使得銀行體系輕率借貸的情形非常嚴重。

IMF認為脆弱的銀行體系是亞洲金融危機的重要根源，故進行銀行部門改革是IMF支持的改革計畫重點，其措施係透過關閉、合併或增資等方式加速銀行重整。另一方面，IMF也積極要求彼等國家應配合引入或修訂破產法，據以對無法償付之銀行儘早進行債務之清償。接受IMF援助的泰

³ Radelet & Sachs (42) 對於提高利率的作法就有所質疑。但是Goldfojn & Baig (28) 則為高利率政策的有效性提出辯解。

國、印尼及南韓均配合IMF計畫，進行金融部門改革，大舉關閉體質不良的金融機構。此外，泰國成立金融重整機構及資產管理公司，允許資產管理公司得自金融重整機構購買不良資產；修訂破產法及嚴格定義金融壞帳；通過規模72億美元的拯救銀行計畫，另自資本市場提供資金來協助停業之金融機構增資；銀行並須對泰國中央銀行保證在期限內完成增資，否則政府將可接管。印尼中央銀行宣布對銀行存戶及債權人提供二年保障，且將提供數百億美元資金協助具有資格的銀行辦理增資；成立印尼銀行重整局，負責處理經營不善之金融機構；另印尼國會通過銀行法修正案，允許外人100%持有印尼當地銀行。南韓政府提供64兆韓元協助金融部門的重整，包括清理不良債權及增加金融機構的自有資本；成立資產管理公司，清算金融機構之不良債權；成立綜合金融公司管理評估委員會，評估綜合金融公司之財務狀況；另設立金融監理委員會，加強金融機構之監督管理⁴。

（四）經濟成長明顯衰退

亞洲金融危機發生後，由於銀行體系嚴重受創，因此亞洲大部分經濟體的金融中介功能都明顯受到打擊。源於此，彼等經濟體的貨幣供給額成長率已轉呈大幅滑落，物價也呈現連續下跌的通貨緊縮（deflation）現象，更嚴重的是，除了台灣與新加坡之外，區內大部分經濟體皆面臨經濟明顯衰退的困境。泰國一九九七年經濟成長率已衰退1.3%，一九九八年進一步衰退9.4%；印尼一九九八年經濟衰退13.7%，預估本年仍將衰退0.8%；其他如南韓、香港、馬來西亞等，一九九八年經濟衰退的幅度則皆超過5%。本年以來，亞洲大部分經濟體的經濟已漸趨穩定，惟各經濟體的情況不一，恢復成長的速度各異。整體而

⁴ 主要取材自李榮謙、游淑雅〔5〕。

言，亞洲金融危機已脫離最險惡時期，未來亞洲能否再恢復以往傲人的經濟表現，則端視這些經濟體能否落實經濟金融的改革。

二、亞洲金融危機的重要啟示⁵

亞洲雖然已渡過最嚴苛的考驗，但亞洲金融危機形成的原因、國際社會對發生危機之經濟體的援助計畫、各經濟體的因應對策，乃至於因應對策所衍生的問題，均值得探討，以防止類似的危機再度發生。茲將亞洲金融危機所帶給我們的重要啟示分析如下：

（一）健全國內總體經濟和結構政策

1. 財政政策

一九九八年中發生的俄羅斯金融危機和隨後的巴西金融危機，都是緣自龐大的財政赤字，巨幅財政赤字也是一九八〇年代造成拉丁美洲債務危機的根源，不過亞洲金融危機卻不是由上述典型的財政失衡所引起。實際情況是，這些亞洲新興經濟體於金融危機發生前，其財政赤字均不及其他新興經濟體平均的一半，因此，就財政政策而言，彼等倒不是需要去減少大量財政赤字，而是在此段景氣循環的調整期間，使用何種財政目標，才可達到早日復甦的效果。因此為處理金融危機所擬訂的財政政策應視情況而定，於金融危機發生初期，政府至少要表明不讓財政惡化的決心；當危機使經濟前景轉向嚴重衰退的時候，其財政目標更要針對景氣循環積極作調整，如此的政策運作，除可讓市場了解之外，政府也會普獲各界的信賴。

2. 貨幣政策

⁵ 同4。

儘管貨幣政策的運用包括利率、貨幣供給額及國內信用的成長等不同策略，但過度寬鬆的貨幣會對國內需求和國外部門造成壓力，卻是不爭的事實。銀行信用過度擴張肇致景氣過熱，即是亞洲金融危機的特徵之一，就一九九四年至一九九六年的銀行信用成長而言，印尼、馬來西亞、南韓及泰國平均的年成長率為21% 22%，菲律賓則為31%，過度擴張的膨脹性貨幣政策終於導致資產價格大幅飆升。雖然資產價格的上漲不能與商品價格的上揚相提並論，此種情形就如同一九八〇年代後期日本泡沫經濟的發展，但資產價格的上漲卻可能引發未來商品價格的不穩定，因此政府仍必須密切注意金融資產和不動產市場中過量的訊號，作為制定合宜貨幣政策的參考指標⁶。美國聯邦準備理事會主席A. Greenspan亦指出，貨幣當局須密切觀察股票和房地產價格可能隱藏的通貨膨脹風險，同時應重新評估傳統所慣用的商品及勞務流量的通膨衡量方式，據以制定更為客觀的貨幣政策⁷。

值得注意的是，緊縮性貨幣政策如未同時伴隨適當的財政政策，也不能保證總體經濟的穩定。寬鬆的財政政策和緊縮的貨幣政策二者間不協調的政策搭配，是造成金融危機的一個典型問題。某些發生金融危機的亞洲經濟體，因政治上的因素，以致難以削減巨額財政赤字，通常訴諸緊縮性貨幣政策以為補償，這種組合容易導致利率上升，隨後則吸引國外資本流入，擴大經常帳赤字，一旦外國投資者信心崩潰，造成外資迅速反轉撤出，潛在的金融危機因子將因此被引爆。

3. 匯率政策

總體經濟政策彼此的不協調，是造成金融危機的主要根源，尤其以

⁶ 請參閱BIS〔21〕及Shih〔44〕。

⁷ 見Greenspan〔29〕。

貨幣政策與匯率制度間之矛盾為最。以亞洲的情況而言，偏高的國內利率與固定或近乎固定的匯率組合，提供國內銀行和企業自國外借款的強烈誘因。再者，匯率釘住升值的通貨或採行軟性的釘住（soft pegs）是造成問題的另一個重要因素。在金融危機發生的前兩年，某些亞洲經濟體的通貨均因釘住美元而造成其實質匯率大幅上漲，例如，泰國和馬來西亞的實質匯率上升約20%，菲律賓更上揚24%；實質匯率升值的結果，造成這些經濟體出口競爭力下降，進而促使經常帳收支加速惡化。至於採行軟性釘住的匯率政策，也讓投資人產生匯率即將貶值的信心危機，致加速資金的外逃。馬來西亞在亞洲金融危機期間轉而採行堅固的釘住匯率及進行資本管制⁸，已成功地渡過難關，並獲得許多經濟學者和IMF的肯定⁹。

根據上述分析，我們可獲得的啟示為，一個經濟體如果是採取釘住匯率，必須採行堅固的釘住（hard pegs）而非軟性的釘住，而且應釘住一個適當的主要通貨，或是釘住一籃的主要通貨（basket pegs）。此外，在固定匯率制度且資本可以自由移動的情況下，試圖追求獨立及擴張性貨幣政策，會帶來外部不穩定，因此貨幣政策必須配合匯率制度（尤其是小型低度開發經濟體）。換言之，固定匯率、獨立之貨幣政策和完全自由之資本移動三項策略無法同時並存。其實，即使是採行浮動匯率制度，在完全自由之資本移動之下，亦難行使完全獨立之貨幣政策¹⁰，而其於金融危機期間所付出让利率大幅上升的代價，並不遜於採行固

⁸ 關於資本管制的進一步討論，詳下文。

⁹ Guillermo & Reinhart [31] 即高度盛讚堅固的釘住匯率，以及採行必要的資本管制。

¹⁰ 見Cooper [25]。

定匯率制度¹¹。比較墨西哥和阿根廷在一九九八年八月俄羅斯金融危機期間受波及的情形，當時墨西哥是採行浮動匯率制度，而阿根廷則是通貨委員會制度（currency board system），結果墨西哥不僅匯價大幅貶值，其實質利率上升的幅度也高於阿根廷。

然而，亞洲、墨西哥和阿根廷的經驗，僅顯示軟性釘住匯率制度的問題，並未凸顯匯率制度究竟應該採取通貨委員會的釘住匯率或浮動匯率。若干採用爬行釘住（crawling pegs）匯率制度的歐洲經濟體，一度獲得相對有利的經驗，特別是讓匯率在一個明顯匯率區間的中點附近浮動，波動幅度可產生相當的不確定性，因而不鼓勵尋求套利之短期資本的流入。此外，爬行釘住匯率制度尚提供些許彈性，以抵銷國際和國內通貨膨脹率間的差異。但是，當一九九二、一九九三年間發生了歐洲通貨危機之後，卻也顯示爬行釘住匯率制度並不全然可靠。從而避免通貨危機決非單一經濟體適當匯率制度的抉擇問題而已，對於亞洲新興經濟體而言，匯率的穩定最終不是在浮動匯率之下仰仗資本管制，就是訴諸於區內中央銀行間更緊密的政策合作，而亞洲各經濟體尋求共同採行某種型式的堅固的釘住之貨幣同盟，更是值得考慮的做法¹²。

4. 結構改革

我們曾提及，導致亞洲金融危機的根源之一，為亞洲新興經濟體普遍存在之金融部門的缺失，這些缺失包括資產和負債之間幣別的不配合（currency mismatch）及期限的不配合（maturity mismatch），或是如南韓由政府指導貸款，導致對問題私人機構的貸放過度快速擴張等。

¹¹ 見Beddoes [20]。

¹² 見Central Banking [24]，至於有關亞洲貨幣同盟相關內容的進一步討論，詳下文。

此種貸放通常發生在對銀行監理不足的環境下，此外，政府承擔銀行海外債務的擔保，更加助長這種情況的發生。

論者認為，金融體系的改革，應以如巴塞爾委員會（Basle Committee）資本適足性所指示的銀行部門標準，去加強對銀行的監督，並促使銀行業務透明化及穩健發展。接受IMF援助的亞洲經濟體，其調整計畫也多數朝著重金融部門改革，並與世界銀行（the World Bank）合作，但由於缺乏此方面的專家，改革初期頗為窒礙難行。鑑於此，世界銀行和國際清算銀行（以下簡稱BIS）最近已經建立金融監理人員訓練中心以為因應。同時，許多新興市場經濟體的民營銀行面臨改進風險管理和發展信用評等制度的挑戰，尤其是過去銀行的主要業務為偏離私人貸放，並偏重接受政府的指導進行貸款，或是購買政府債券者。

在金融改革的範疇中，建立擔保品清償（recovering collateral）的法律和制度化架構是極為重要的一項，像破產法的建立即為其中之一。有關這方面的缺失在諸如印尼的一些例子中特別明顯，其貸款者在私人部門債務者拖欠債款的情況下，難以對債務者請求破產清償。新興資本市場結構改革中最重要的一項，即是應以增進安全為目的，去制定更加完善的法律架構。

有關公司和政府結構的問題，亞洲經驗指出，過去造就快速發展的某些結構，很多已變成必須改革的項目。日本即有類似的情況，數十年前政府指導的資本主義（the state-directed capitalism）之殘留，經常被認為是經濟成長的一個障礙。另南韓新政府積極推動公司結構改革，大舉削減會造成脆弱結構更加惡化而引起金融危機的寡占事業。

必要的結構改革包括發展國內股票市場和債券市場，這些市場在參

與公司之內部管理、股東權益及對國外參與者開放市場方面，需要建立一法律架構提供足夠的透明化。此外，社會安全改革所產生的私人退休基金，則對國內資本市場的發展有所助益。

結構問題是造成亞洲金融危機的一個致命傷，不過即使是工業化經濟體的金融部門和公司部門，如果深陷類如利率飆高及通貨匯價重貶的總體經濟環境下，也會遭到嚴重考驗。

（二）資本帳開放政策應循序漸進¹³

雖然亞洲金融危機再次提醒世人資本帳自由化的相關風險，但對許多開發中經濟體而言，資本帳自由化比起資本管制仍是較具有吸引力的選擇。首先，諸多證據顯示，資本管制無法防止資本外流；再者，去除資本管制之初，通常會吸引更多的資本流入，這是因為原本將資金投資於國外的國際投資者和本國居民，對改善的國內投資環境所作出的良性反應。資本流入能夠改善一個經濟體的國際收支，緩和對所得和消費的暫時性衝擊，降低借貸成本，刺激經濟成長。

然而，資本帳自由化並非完全無風險。如果無法有效地使用流入的資金，市場可能會對是否持續投資，以及對資本流入國償付外債的能力產生質疑，一旦喪失信心，將會引起流入的資本反轉流出，造成國際收支困難，導致通貨和金融的危機。

為了使資本帳自由化的優點充分發揮並減少風險，必須詳加考慮解除管制的速度和順序。就順序而言，傳統的觀點強調資本帳開放前，須先達成總體經濟穩定，並發展健全的國內金融機構、金融市場及金融工

¹³ 主要取材自Johnston〔35〕。

具，根據這個觀點，資本帳自由化應是一國經濟改革過程中的最後一環。另一觀點則認為改革本身具有束縛性，如果缺乏外來壓力，一國從事改革的能力將受到限制，此觀點將有利於資本帳開放的初期，因為它對更廣泛的經濟改革扮演著催化劑的角色，且能克服既得利益者的反對。另持折衷的觀點則以為，資本帳自由化是總體經濟和結構改革的一部分，應與其並行而具整合性，在此觀點下，國內和國外部門對於改革的協調將是關鍵性課題。

這三個策略的優缺點及風險將因不同經濟體而異，須視個別經濟體的原始條件和經濟目標，取捨之重點應放在各個策略對增進資源移動和配置效率，及促進金融和整體經濟穩定等廣泛目標的貢獻度，因此，特定的改革要能增進資源配置，並協助達成或者至少不破壞金融和整體經濟穩定。

儘管資本帳自由化的順序有某些規則可循，例如，應先開放長期資本移動，再開放短期資本移動；先開放外人直接投資，再開放證券投資，然而由於資本的可替代性，使其在實際運用上產生困難，即使如此，資本帳的自由化過程中，應避免有鼓勵引進短期外資的偏失。不惟如此，為因應外資大量流入所採行的沖銷式的外匯干預（sterilized foreign exchange intervention），亦證明有誘導短期資本進一步流入的情形¹⁴，而且一旦沖銷式干預的能力受到質疑，軟性的釘住匯率勢必瓦

¹⁴ 典型沖銷式的外匯干預是指中央銀行一方面在外匯市場買進外匯，然後轉投資至國外證券；另一方面則出售有價證券（主要是政府債券），以抑制過度擴充的貨幣供給額。由於沖銷操作導致利率上揚，國內外資產間利差無法縮小，因此就無法斷絕外資源源不斷的流入，而且因政府通常對其出售的政府債券支付較高的利率，而購買的國外證券收益率較低，也將帶來政府財政的管理難題。有關沖銷式的外匯干預之進一步討論，請參閱Spiegel〔46〕。

解。因此，資本流入時期的沖銷式干預政策也不應鼓勵¹⁵。

至於限制某些類型的資本交易，固然可以改變資本流入的型態，但不宜以此取代其他的必要改革，反而應該視為提供政府充分的時間，去調整金融市場的基本結構，以及採取適當審慎的標準和監管，並發展必要的市場導向之貨幣政策。

（三）強化國際最後貸款者機制

自一九九四年墨西哥爆發金融危機以來，國際間雖一再提及強化國際間最後貸款者機制的重要性，惟實際的進展卻相當有限。迨至亞洲金融危機發生，國際間再次質疑IMF因應及處理金融危機的能力，並要求儘速重建國際貨幣制度的新秩序。

面對來自國際間的壓力，IMF不僅承認強化最後貸款者機制的重要性，並以具體行動補強IMF在這方面所扮演的角色。IMF首於一九九七年底引入補充性準備融資辦法（Supplemental Reserve Facility, SFR），據以對處於金融危機的國家，依懲罰性利率，進行大額的短期融資。此外，IMF執行董事會復於一九九九年四月底，引進緊急信用額度（Contingent Credit Lines, CCL），據以在危機發生前提供資金予可能受到金融危機擴散傷害的國家。動用CCL必須在一年至一年半內償還，利息較IMF一般貸款利率的4.75%高出3%¹⁶。不惟如此，IMF也體認到處理金融危機需要有龐大的資力為後盾，因此亦已著手提高其會員國應認繳的攤額¹⁷。

¹⁵ 見Guillermo & Reinhart [31]。

¹⁶ 關於SFR及CCL的進一步介紹，請參閱陳進安[14]。

¹⁷ 見Fischer [26]。

進一步對國際貨幣制度的架構進行基本的改革是必要的。其中一個特別重要的觀點為應建立區域性的外匯合作機制。關於此，亞太地區更有其特殊的考量。由於亞太地區金融市場的快速成長及高度整合，提供了將不利衝擊由該區的任一方迅速傳遞至其他各處的機會，因此區內各中央銀行早有加強外匯合作的共識，不過，合作的方式僅只於訊息的交換與分享。迨至墨西哥爆發披索危機，並波及至香港、菲律賓、泰國、馬來西亞及印尼等經濟體之通貨匯價，亞太地區各中央銀行乃迫切尋求更緊密的外匯合作。

一九九五年十一月起，東亞及太平洋中央銀行理事會（Executive Meeting of East Asia and Pacific Central Bank, EMEAP）成員的香港、澳洲、印尼、馬來西亞、泰國、菲律賓及中國大陸，已分別簽訂了雙邊外匯合作備忘錄¹⁸。根據雙邊備忘錄，這些經濟體的中央銀行（香港為金融管理局），將在必要時透過其在美國聯邦準備當局的帳戶，達成以美國政府債券為抵押品，來換取雙邊流動性資金的重購回協定安排，而最高金額為五億美元。此舉的最大優勢，在於可以將美元資產短期內變成流動性資金，加強中央銀行捍衛本國通貨匯價的能力。

此外，新加坡金融管理局亦私下和印尼、泰國及菲律賓，簽訂了類似的合作協議。至於日本係於一九九六年二月廿日宣布與新加坡及香港達成外匯干預的合作協議，必要時日本銀行可要求新加坡及香港的貨幣當局，代理其在各該地外匯市場進行外匯干預，據以提高日本銀行干預日圓兌美元匯價的效果¹⁹。一九九六年四月廿五日，日本進一步與澳洲、

¹⁸ EMEAP是在一九九一年由日本銀行扶植而成立之中央銀行集團，目前有包括日本、南韓、中國大陸、香港、菲律賓、印尼、馬來西亞、泰國、新加坡、澳洲及紐西蘭等十一個成員（我國不是成員）。EMEAP每年舉行二次會議。

¹⁹ 據日本銀行指出，此舉旨在推動亞太地區貨幣當局的外匯合作，強化匯率的穩

香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國，簽署了與前述性質相同的雙邊重購回協議的外匯合作。

然而，這種雙邊重購回協議的合作模式在面對龐大衝擊時的應變能力有限，況且重購回協議因建立在需握有足夠的美國國庫券為前提，無疑也限制這種合作模式的可能性，因此乃有建議擴大雙邊重購回協議成更廣泛的多邊合作模式，一如美國與其他主要國家中央銀行所簽訂的換匯協議，甚至於能夠進一步設立亞太地區的緊急融資機制，據以強化處理金融危機的能力。關於構建區域性緊急融資機制，一九九五年SEACEN年會²⁰，亞洲開發銀行非正式會議，以及一九九六年三月亞太經濟合作會議（Asia-Pacific Economic Co-operative, APEC）皆曾被提出討論，並已逐漸形成共識。尤有進者，前澳洲準備銀行總裁Bernie Fraser不僅認為應構建區域性的緊急融資機制，甚且建議以EMEAP為基礎，設立亞太版本的BIS²¹。迨至一九九八年間，日本政府亦積極推動成立亞洲貨幣基金，期望透過亞洲貨幣基金能夠迅速化解區域性的金融危機²²。關於成立亞洲貨幣基金的具體內容，以及邇來甚受矚目之亞洲貨幣同盟的雛議，乃至於倡議亞洲共同貨幣 - 亞元的問題，擬留待本文第四部分再進一步討論。

參、亞太主要金融中心之發展策略的調整

定。日本銀行並表示，幾年前日本銀行與澳洲準備銀行早已簽訂類似的協議。

²⁰ SEACEN係South East Asian Central Banks的簡稱，它是在一九六六年成立之東南亞中央銀行集團。此一組織目前有十個成員（包括我國、南韓、菲律賓、印尼、馬來西亞、泰國、新加坡、尼泊爾、斯里蘭卡及緬甸），每年舉行SEACEN總裁會議。SEACEN並在吉隆坡設有一研究及訓練中心SEACEN CENTRE。

²¹ 請參閱Fraser〔27〕及Grenville[30]。

²² 請參閱孫義宣、李榮謙〔16〕，第九章。

亞洲金融危機發生之前，伴隨著亞洲各經濟體經濟的持續快速擴張，仰賴外來資金益加殷切，加以香港即將回歸中國大陸，可能因此動搖香港金融中心的地位，而提供了其他競爭者的可趁之機，是以區內各經濟體莫不以取代香港成為亞太金融中心為發展重點。抱持著此種打算的亞太城市至少包括：中國大陸的上海、馬來西亞的吉隆坡、泰國的曼谷、南韓的漢城，甚至於印尼的雅加達與菲律賓的馬尼拉，即使是我國的台北金融中心發展計畫，也有不少成份是以此為主要考量。而為了顯示國力與實力，以及提供吸引外來金融機構遷入的利基，上述的若干城市（如吉隆坡、雅加達、上海及台北）還競相興建全球超高的摩天大樓。

迨至亞洲金融危機爆發，區內大多數經濟體如吉隆坡、馬來西亞、印尼及南韓均嚴重受創，不僅粉碎了想成為區域金融中心的美夢，而興建超高摩天大樓的計畫不是因經費沒著落而中途喊停（如標高558公尺的雅加達摩天大樓、上海超高摩天大樓），就是因其他因素而暫時延宕（如標高508公尺的台北國際金融大樓）。此時，亞太地區有資格與香港競爭的金融中心，僅剩下新加坡、台北、上海，以及方自睡夢中甦醒而急起直追的雪梨，關於這些金融中心其金融市場競爭力之比較，詳見表三。該表同時列示了早已是國際金融中心的東京，係供對照參考之用。

為了角逐亞太金融中心的寶座，殘存的競爭者大抵重新調整區域金融中心的發展策略，在此一調整的過程之中，雖然各經濟體的作法與步調仍有少許的差異，但是在發展的方向上已漸趨一致，例如都進行具競爭力之中長期金融改革、厚植以高科技產業為基礎的發展模式，以及強化最後貸款者功能及（或）構建更審慎的金融監理制度。以下擬就這些相關議題分述如次：

表三、亞太主要金融中心市場規模之比較¹

項目	金融中心					
	香港	新加坡	台北	澳洲 (主要為雪梨)	上海	東京
銀行業市場，1998						
外商銀行家數（不含代表辦事處）	168	139 ^(98/11)	49	36	51 ^(97/6)	91
外商銀行資產總值（十億美元）	N/A	N/A	27.12	70.45	15.8 ^(97/6)	512.32
股票市場，1998/11						
上市（櫃）公司家數	675	378	590	1,219	438	1,879
股票總市值（十億美元）	355.0	193.0	94.5	323.3	128.0	2,416.9
成交總值 ² （十億美元）	196.9	54.8	900.0	149.8	149.2	702.2
外匯市場，1998/4						
日平均交易量（十億美元）	78.6	139.0	4.8	46.6	0.2	148.6
債券市場，1997						
債券種數	286	89	276	1,244	N/A	1,136
未償還流通餘額（十億美元）	44.3	171.6	43.7	76.1	N/A	1,815.0
成交總值 ² （十億美元）	13	676	1,525	125	647	64,856
衍生性市場，1997						
成交量（契約數，百萬）						
股票選擇權	1.65	N/A	N/A	8.87	N/A	0.22
股價指數選擇權	1.15	0.64	N/A	0.90	N/A	4.92
股價指數期貨	6.59	5.65	N/A	3.20	N/A	12.05
政府債券選擇權	N/A	0.01	N/A	1.16	N/A	2.00
政府債券期貨	N/A	0.13	N/A	16.20	N/A	12.02

註：1. 括弧內數字為以西元年月表示之資料時間。

2. 指1998年1月至11月之總成交值。

資料來源：1. Shield [43]。

2. 國際清算銀行、香港金融管理局、新加坡金融管理局及日本銀行等網站資料。

3. 中央銀行金融統計月報、財政部證券暨期貨市場重要指標。

一、進行具競爭力之中長期金融改革

相較於過去缺乏整體考量的金融自由化措施，亞太主要金融中心在亞洲金融危機後的金融改革內容，不僅含蓋的層面相當廣泛，而且是屬

於分階段進行的中長期改革方案，舉其犖犖大者包括調整交易所的架構、放寬外資銀行進入本地市場之持股比率或業務之限制，乃至於撤除其他不符競爭力要求之殘留金融管制。

（一）香港金融中心

香港金融中心的地位在歷經亞洲金融危機的衝擊之後已生動搖，例如香港外匯交易量根據一九九八年四月的統計，已由一九九五年四月的全球第五滑落至第七；一九九八年十二月的金融機構家數，則由一九九七年十二月之361家減至333家；至於以股票總市值來衡量之證券市場的規模，亦由一九九六年的全球第八名大幅掉至第十五名。因此，為了鞏固其區域性金融中心的寶座，並朝向國際金融中心的目標邁進，香港金融管理局及香港財政司採行了一系列具競爭力之中長金融改革方案：

1. 分階段解除利率管制²³：

一九九四年之前，香港的定期及儲蓄存款利率係由香港銀行公會（Hong Kong Association of Banks, HKAB）決定，而活期存款則禁止支息，之後雖將七天期定期存款之利率上限取消，惟七天期以下定期存款及儲蓄存款之利率上限則依然存在。鑑於全球金融產業的競爭日益激烈，利率管制的規定必須加快腳步予以放寬。香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority, 以下簡稱HKMA）遂於一九九九年七月宣布利率完全自由化的確切時程。第一階段預定於二〇〇〇年七月一日前取消七天期以下定期存款之利率上限；第二階段，對於儲蓄存款之利率上限及活期存款禁止支息的規定，如果經濟金融情況許可，亦計劃於二〇〇一年七月一日前一併予以撤除。

²³ 見姚子青〔15〕。

2. 簡化金融體系層級

香港目前之金融體系分為三級，由上而下分別為持牌銀行、有限制持牌銀行及接受存款公司，截至一九九八年十二月底，持牌銀行有172家，吸收存款不受限制；有限制持牌銀行有60家，得吸收50萬港幣以上、任何期別之定期存款；接受存款公司有101家，僅能收受10萬港幣以上及三個月期以上之定期存款。一旦上述的利率管制取消，三級制之金融體系似嫌繁複，因之HKMA傾向於合併有限制持牌銀行和接受存款公司，亦即計劃將目前之三級制簡化為二級制。

3. 放寬外商銀行設立分行的限制

一九七八年以後取得香港銀行牌照之外商銀行依規定只能設立一家分行，迨至一九九四年HKMA雖然准許外商銀行增設一區域性辦事處及一後勤辦事處（back office），惟其營業項目仍受限於單一分行之規定。鑑於此一規定有違具競爭力之金融環境目標，因此HKMA擬放寬外商銀行分行家數至多不得超過3家，至於區域性辦事處及後勤辦事處家數雖依各自需要而定，惟此類辦事處仍不得經營銀行業務。

4. 強化交易所的競爭力²⁴

香港證券市場的規模，如以股票的總市值表示，在亞洲僅次於日本，一九九八年十二月底，在香港聯交所掛牌上市公司家數有680家，資本額總市值為26,617億港幣，其中41家為中國大陸國營事業。香港財政司司長鑑於交易所行業的競爭日趨激烈，一九九九年三月宣布證券及期貨市場進行全面改革，據以提高香港金融中心的競爭力。改革的主要內

²⁴ 請見香港財政司〔13〕。

容是計劃將香港聯交所、香港期交所、香港中央結算公司、香港期權結算公司及香港期貨結算公司股份化並合併為一家新的控股公司 - 香港交易及結算所。一九九九年七月，香港財政司財經事務局，公布香港交易及結算所未來的運作方式及組織架構，同時聲稱在該公司成立初期的數年內，將分四階段進行董事會權力分配的重組。不惟如此，有鑑於國際間許多地區的交易所紛紛延長交易時間，加上已有愈來愈多的香港上市公司選擇到其他交易所作第二上市的場所，為防止香港績優股流至其他交易所，香港也計劃延長股票市場交易時間，擬分三階段達成24小時全天候的交易。

5. 加速發展債券市場

香港的債券市場規模遠不及股票市場，迨至一九九〇年代初，由於先後引入外匯基金票券，以及二年、三年及五年期的外匯基金債券來充當貨幣管理的工具，債券市場的規模始明顯擴大，一九九八年十二月底上述票債券的流通餘額超過970億港幣，平均每日交易量為91億港幣，至於公司債的流通餘額則為957億港幣。一九九八年APEC認為亞洲金融危機之發生，實突顯東南亞地區經濟體其債券市場發展之落後，因此希望香港（並已獲其承諾）在東南亞地區扮演領導者的角色，來主導此區債券市場的發展，包括交易制度的效率及信用評等能力的提升。香港本身亦自一九九九年下半年起加速推動其債券市場的發展，一方面將外匯基金債券掛牌上市，並允其可充當證券、期貨和選擇權交易保證金之抵押品，以期加速次級市場的流通；另一方面，港府亦計劃在近期內陸續推動地下鐵公司、外資企業發行港幣及外幣債券，以期擴大香港債券市場

的深度²⁵。

（二）新加坡金融中心²⁶

雖然新加坡的金融體系在亞洲金融危機期間不若區內大部分經濟體般受到如此重創，但新加坡發展銀行（Development Bank of Singapore）、華聯銀行（Overseas Unit Bank）、華僑（Oversea-Chinese Banking Corp.）和大華銀行（United Overseas Bank）四大銀行一九九八年的淨利平均衰退33%，第五大銀行、新合併的吉寶達利銀行（Kepple & TatLee Bank）獲利則滑落28%；至於亞洲美元市場（Asian Dollar Market）的融資活動，亦在一九九八年明顯下挫，當年七月與上年同期比較曾大幅萎縮16%，資產總額則降至4,715億美元。為了進一步確保並發展新加坡金融中心的地位，新加坡政府於一九九八年二月以具體行動推動新加坡成為亞洲基金管理中心；一九九九年五月十七日，更公布了一份為期五年的金融自由化藍圖。茲說明如下：

1. 擴大基金管理市場

亞洲金融危機之後，新加坡金融中心的發展策略，是以成為亞洲的基金管理中心為目標，因此不僅擬放寬外資基金管理者進入新加坡市場的標準，並計劃擴大基金管理的業務範圍。而自一九九八年二月以來，並自新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Company, GSIC）的資金中，由原先之100億星幣增提250億星幣交由私人基金公司管理，以促使新加坡在未來的5至10年發展成為亞洲基金管理中心；不惟如此，新加坡政府亦減化投信法人的成立手續，減化商業公文

²⁵ 見林正牧〔8〕。

²⁶ 主要取材自邱克威〔10〕、李宗賓〔7〕及林翰基〔9〕。

文書形式，同時外資投信法人亦可透過銀行分支機構發展業務。

2. 推出五年期金融自由化的藍圖

新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore，以下簡稱 MAS）目前允許三種型態的銀行在新加坡從事銀行業務，由上而下分別是完全銀行（full license banks）、限制銀行（restricted license banks）及境外銀行（offshore license banks），截至一九九八年三月底，完全銀行有34家（其中22家為外商銀行），得從事全盤銀行業務，但持有完全銀行執照之外商銀行在設立分行及自動櫃員機（ATM）時仍受到限制；限制銀行有13家，不得吸收儲蓄存款，也不可以自非銀行的客戶吸收少於25萬星幣的固定存款，同時在新加坡僅能有一家分行；境外銀行有107家，主要從事於與非居民之批發銀行業務，境外銀行雖可無限制吸收居民之外幣存款，但國內銀行單位不得吸收少於25萬星幣的固定存款，也不可以吸收儲蓄存款，且其星幣放款每筆上限為3億星幣，至於在新加坡的分行家數也以一家為限。此外，截至一九九八年底，新加坡另有為數80家的商人銀行（merchant banks）從事投資銀行的業務。由於嚴格管制的銀行體系有違建立具競爭力之金融中心目標，因此 MAS 於一九九九年五月十七日提出了五年期金融自由化的推動計畫，其要項有：

(1) 適度放寬對銀行業市場的管制

MAS 將創立一新的完全銀行執照，稱之為合格完全銀行（Qualifying Full Banks，QFBs），同時計劃於一九九九年至二〇〇一年間，發放六張合格完全銀行執照予外商銀行。合格完全銀行至多可以有十個據點（包括分行及離行（off-site）ATM），其中分行家數最多只能有五家，

由於目前若干持有完全執照的外商銀行其分行家數已經超過五家，申請成為QFBs後，已不能再申請成立新的分行，但是既有分行可以保留，同時可設置五個目前所不允許的離行ATM。再者，MAS亦計劃在二〇〇一年之前，將限制銀行執照由目前之13家增至18家。此外，MAS也計劃將目前境外銀行之星幣放款上限由3億星幣提高至5億星幣，並開放其承作換匯交易業務，同時計劃再創立一新的境外銀行執照，稱之為合格境外銀行（Qualified Offshore Banks, QOBs），其星幣的放款上限為10億星幣及可承作星幣的換匯交易。

(2) 廢除外資對新加坡本地銀行持股限制

目前MAS規定外國投資人持有新加坡本地銀行股權之上限為40%，其目的無非是以國家的利益為出發點，但卻也導致不少缺失，例如扭曲本地銀行股票國內外持股的流動性、妨礙本地銀行的海外併購或進行策略聯盟，因此MAS決定廢止外資持股的限制。然而，為免本地銀行大部分操控在外人手中，MAS規定本地銀行在廢除“外資持股不得超過40%的限制”的內部章程前，需先成立任命委員會（nominating committees），該委員會成員由五位董事會成員所組成，且須經MAS核准。

(3) 鼓勵本地銀行進行合併

MAS一方面鼓勵體質健全的外商銀行進入新加坡銀行業市場，另一方面則希望本地銀行在國內存款市場及支付制度仍維持明顯之市場占有率。新加坡本地銀行在居民存款之市場占有率曾於一九九四年達到最高，而後逐年下降至目前的62%，目前新加坡政府已明白的表示，將維持本地銀行在國內存款市場占有率不低於50%之政策。此外，在目前新加坡政府保護本地銀行之環境下，本地銀行藉著增設分行及ATM互相競

爭，但卻導致基礎設施重複及效率不彰。鑑於此，新加坡副總理（兼MAS主席）李顯龍在一九九九年三月十二日接受美國商業週刊訪問時透露，希望本地銀行藉由合併來使營業合理化，並下達明確政策指示，希望現有四大銀行能整合為二家。

3. 強化交易所的競爭力並進行策略聯盟

新加坡的股市規模遠遜於香港及台灣，再加上亞洲金融危機期間受到馬來西亞資本管制的影響，股票市場大幅萎縮²⁷。為了擴大股市規模，新加坡政府不僅降低企業上市標準，同時減化外國企業在新加坡掛牌的上市手續並廢止印花稅。另為因應交易所行業的激烈競爭並降低成本，新加坡政府早於一九九八年十一月即宣布將於一九九九年十二月底前合併新加坡證券交易所（Securities Exchange of Singapore, SES）及新加坡國際金融期貨交易所（Singapore International Monetary Exchange, SIMEX）；接著，於一九九八年十一月廿三日推出香港恆生指數期貨合約；不惟如此，新加坡證券交易所並計劃與台灣證券交易所於一九九九年共同成立跨境交易平台²⁸。

4. 發展債券市場²⁹

新加坡債券市場並不活絡，一九九八年全年的發行總額僅約90億星幣。為了增強新加坡金融中心的地位，新加坡政府遂於亞洲金融危機之

²⁷ 一九九三年至一九九五年間馬來西亞股票占新加坡股票整體交易的一半，一九九八年已降為24%，由於新加坡多數證券公司七成以上獲利依賴馬來西亞股票，業務量因之大幅萎縮。

²⁸ 全球機構投資者希望交易所能透過單一、遠距操控的終端機取得市場資訊並進行交易，為促進用戶能買賣各交易所的所有產品，各交易所需要把不同的系統連接在一起，讓用戶可以用單一界面進入各系統，此即為交易平台的觀念。

²⁹ 見中央銀行〔1〕，Aug. 15, 1999。

後成立「債券市場委員會」，致力於促使新加坡成為國際債券中心。一九九八年七月，新加坡政府宣布將定期發行公債，並擬發行十年期公債，據以建立完整的收益曲線來充當民間債券發行的利率指標；同年十月MAS再宣布准許外國企業在新加坡發行星幣債券³⁰。一九九九年二月，新加坡政府隨即安排由住宅開發局（HDB）分批發行總額30億星幣的公債，首次發行金額為3億星幣，採固定利率，期限五年，MAS並表示將推動債券附買回交易，並修法鼓勵國際保險業者在新加坡設立分支機構，承保債券風險，保障投資人，以協助新加坡債券市場的發展；同年三月，MAS又策劃一項「合格債券中介機構」制度，它是由MAS挑選在債券發行及銷售方面具有專業能力的金融機構，給予「合格債券中介機構」的資格，而取得該項資格的機構得享有債券發行、承銷及銷售等手續費收入免稅之優惠，至於持有「合格債券中介機構」經手之債券的企業及金融機構亦得享有10%的利息所得稅減免，非居民持有此類債券亦得免扣繳利息所得稅³¹。

（三）其他金融中心

相較於香港金融中心及新加坡金融中心，競逐亞太金融中心的其他城市均缺乏較全盤性的推動計畫，曼谷、雅加達、漢城、吉隆坡等雖亦從事一連串的金融改革，惟多半與發展亞太金融中心的目標無關，反而是著眼於處理不良債權及協助金融部門在受創後重整。至於上海金融中心的建設雖自一九九二年後，在鄧小平改革開放政策導引下，迅即取得高速增長，其金融市場容量的擴張、全國性證券市場和外匯市場的建立

³⁰ 一九九八年外國企業在新加坡發行的星幣債券即達40億星幣。

³¹ 一九九九年八月五日MAS已公布第一批取得「合格債券中介機構」資格的金融機構名單，獲選的16家金融機構多為知名的國際金融機構在新加坡分公司，例如新加坡美林證券公司。

及金融機構的多樣化等，已構建出金融中心的基本架構³²，但是，上海不僅在引進外資金融機構的條件上頗多限制，對於外資銀行的人民幣業務也有嚴格的限制³³，參與貨幣市場及資本市場的限制亦多，再加上人民幣仍不能自由兌換，也缺乏具競爭力之金融中心發展策略，因此即使上海在亞洲金融危機期間並未受到明顯的波及，同時也有取代香港的野心，惟五年內仍難以與香港並駕齊驅。

值得注目的是，處於亞太邊陲的澳洲，該國政府在亞洲金融危機之後，始致力於推動雪梨成為亞太金融中心（甚至於著眼於發展國際金融中心）。關於雪梨金融中心的競爭力，澳洲金融市場協會（Australian Financial Markets Association）主席Ken Farrow倒是自信滿滿，他自豪地表示，由於香港已深陷泥淖，目前能與雪梨一較長短爭奪亞太金融中心的寶座，將只剩下新加坡。一九九八年澳洲總理John Howard正式宣布雪梨金融中心的發展計畫，並聲稱將設一金融中心工作小組（一九九九年五月金融中心工作小組正式成立），以及在新加坡設立澳洲財政部地區辦公室，據以檢視發展國際金融中心的相關議題。

雪梨發展亞太金融中心的主要優勢在於該國是亞太地區最早自由化的地區，而且具有時區上的利益，例如第一筆歐元的官方交易即是在澳洲完成。澳洲金融服務暨管理部（Australia Financial Services and Regulation）部長Joe Hockey即指出，澳洲在時區上的優勢確實是促成雪梨成為區域金融中心的主要推動力。澳洲的其他優勢尚有：澳洲位居

³² 關於上海金融中心的發展概況，請參閱宗柏〔11〕。

³³ 外資在上海欲設立分行須先設立代表辦事處二年以上，而且提出申請前一年年底總資產不少於100億元，而外資銀行獲得授權得經營人民幣業務者（目前19家），其可以吸收的人民幣存款僅限於三資企業人民幣存款或中資企業的人民幣貸款的轉存款，同時還被要求須在浦東註冊，而在浦西只能有一家支行。

全球十大外匯交易中心的第九位、澳幣是目前全球第七大經常被使用的關鍵通貨且澳幣的國際化深受澳洲政府的支持，以及澳洲具有穩健的金融體系及審慎的金融監理制度³⁴。Hockey指出，德意志銀行（Deutsche Bank）日前重新將其歐元貨幣市場和歐元風險管理之區域中心移回雪梨，主要原因即是鑑於澳洲具有英國模式之高素質金融監管當局。此外，雪梨有舒適、井然有序的發展環境，不若香港那般紛亂嘈雜；澳洲人口中有45%具有大學學歷，這是新加坡的二倍；雪梨的工資水準較低，而且每一平方尺辦公室的租金平均僅約299美元，遠低於新加坡及香港的431美元及723美元。不惟如此，澳洲具有擅長各種亞洲語言的人才，單就雪梨期貨交易所而言，200位員工就可以說37種語言。據悉美國運通公司（American Express）之所以將其區域總部設在澳洲，其最主要的考慮即在於此。雖然雪梨金融中心擁有上述的利基，但其成為區域金融中心的最大妨礙卻是不利的稅制，除了過高的公司稅稅率之外，預扣利息所得稅（interest withholding tax）更是普受詬病³⁵。澳洲政府雖一再表明擬免除對國內企業所發行之債券課徵此稅，惟迄今仍無任何進展。更重要的是，雪梨距離亞太地區九大城市都過於遙遠，因此發展亞太金融中心就地理位置而言相當不利³⁶。

邇來雪梨金融中心已不斷加強其作為區域性金融中心的競爭力。例如，雪梨期貨交易所（Sydney Futures Exchange，SFE）和澳洲證券交易所（Australian Stock Exchange，ASE）已於一九九九年四月簽訂合

³⁴ 澳洲的金融監理制度詳下文。

³⁵ 關於雪梨發展亞太金融中心的優劣勢，請參閱Irvine〔34〕、ANZ Investment Bank〔19〕及Shields〔43〕。

³⁶ 香港、新加坡及雪梨至亞太地區九大城市的平均飛行時數，依序為3.6小時、4.2小時及9.1小時。見饒餘慶〔18〕。

併協議，且於同年九月完成合併案的架構；一九九九年九月二十一日，澳洲政府並公布公司稅改革方案，計劃將公司稅稅率由36%降為30%，同時廢除對外國創投資金課稅，據以加強吸引外資。根據稅改方案，公司稅稅率將自二〇〇〇年七月起由36%先降為34%，一年後再進一步降至30%，此舉將使澳洲的公司稅稅率與英國、泰國、印尼及德國相當，並拉近與亞太地區對手新加坡、香港的差距。新加坡與香港的公司稅稅率分別為26%及16%。稅改方案亦決定寬減資本利得稅，計劃自一九九九年十月一日起，只對大型基金三分之二資本利得及百分之五十個人資本利得課稅，惟因澳洲政府在國會上議院未獲大多數席次，因此寬減資本利得稅仍需反對黨的支持。

二、厚植以高科技產業為基礎之發展模式

發展區域性金融中心是否需要以產業為基礎，不管在理論抑實務的層面均無定論。以香港、新加坡和雪梨而言，充其量他們只是輸出金融服務及（或）提供區內貿易的金融服務的金融中心，本身並無任何的產業做基礎。而就過去香港及新加坡發展金融中心成功的經驗，似乎也說明區域性金融中心發展計畫的成敗，與有無產業做基礎狀似無關。的確，亞洲金融危機發生前，區內許多發展區域性金融中心的城市，大抵皆未凸顯配合產業政策的路線，只有台北和上海在建設之初即標榜肩負有協助產業和經濟發展的重責大任。例如，台北金融中心是政府亞太營運中心計畫的一環，而且政府也一再強調「產業是根，金融是葉」的發展基調；上海則是中國大陸建設長江流域的金融中心，中共當局希望藉由其金融手段來促使中國大陸東部沿海地區的生產要素和外資在此區域進行移動和組合，以帶動長江三角洲和整個長江流域經濟水域的發展。

然而，歷經亞洲金融危機，卻為區內各經濟體帶來了新的領悟，如果金融中心缺乏製造業、科技產業為根基（例如香港偏重金融服務業、房地產業），則不僅缺乏因應金融危機的韌性，受創後的復甦步調也是步履蹣跚。鑑於此，亞洲金融危機之後，香港、新加坡、馬來西亞、菲律賓和中國大陸已紛紛打造科技城，加速轉型為高科技導向的經濟體。另為搏取高科技公司的青睞，馬來西亞（一九九九年四月）及香港（一九九九年十月）也步新加坡SESDAQ及南韓KOSDAQ（一九九六年）之後塵，成立「創業板」市場。

（一）香港金融中心

香港行政長官董建華於一九九八年三月提出高科技、高增值概念，並委聘前加州大學柏克萊分校校長田長霖主持創新科技委員會，負責提出香港發展成為創新及科技中心的檢討報告。創新科技委員會已於一九九八年九月向港府遞交第一份報告，而厚達69頁的第二份報告（最後報告）亦於一九九九年六月完成。創新科技委員會的主要建議如下³⁷：

1. 設立應用科技研究院，填補香港在科技基礎設施方面的巨大缺口；
2. 設立創新及科技基金，為促進產業創新及技術升級的工作提供可觀而穩定的公共經費來源；
3. 從內地及其他地方引進優秀人才，累積更雄厚的知識人才資本；
4. 設立資助計畫，培養科技創業精神；
5. 實施各種措施，鼓勵產業善用內地豐富的科技資源；
6. 推行新方法，鼓勵產業與大學建立伙伴關係；

³⁷ 見香港創新委員會〔12〕。

7. 在產業界以至整個社會培養創新科技風氣；
8. 減少行政障礙、鼓勵競爭、解決創新活動的融資問題和保護知識產權，營造有利產業創新的環境。

在創新科技委員會的總結報告未出爐之前，港府已迫不及待於一九九九年五月四日，宣布將撥款50億港幣，成立科技發展基金，協助發展香港的科技產業，包括成立集中研究機構、獎助研究或提供低利貸款，補貼與公共利益有關的科技基礎建設。目前港府並已開始一項興建數碼港（Cyberport）計畫，以招徠高科技產業進駐，專注於發展軟體產業。不過，與台灣和新加坡相較（見表四），香港由於起步較晚、腹地狹小，再加上科技人才短缺，短期內係相對處於競爭弱勢。即便如此，伴隨香港的數碼港發展計畫，香港金融中心仍可望在數碼空間上大有斬獲。東亞銀行就認為，香港將可望發展成為亞太的數碼金融中心³⁸。

此外，為了吸引創投公司或高科技公司到香港上市，香港聯交所亦加速成立創業板市場（Growth Enterprise Market，GEM）。香港的創業板市場預計於一九九九年十月份正式登場，這將是香港的第二板（second board）市場，該市場設立的宗旨主要是仿效美國高科技類股市場NASDAQ，促成香港成為亞洲的NASDAQ，據以吸引更多有潛力的高科技公司至香港上市，給予其籌資的管道。香港目前的股票市場，主板市場是一個以監督機構評審及公司自行揭露為主的制度，創業板則以揭露為主，申請人無需符合獲利要求，只需有兩年的實際業務紀錄，不過會計師須就申請人上市前兩年的財務業績作申報。在創業板上市的公司其最低市值不能低於4,600萬港幣，遠低於主板市場要求的1億港幣。據瞭解，第一批於創業板上市的公司約有30家，有兩成是屬於網路公司，其

³⁸ 見星島日報，1999年6月8日。

表四、香港、新加坡及台灣之大型高科技發展計畫

經濟體及計畫 名稱項目	香港數碼港	新加坡科學園	台灣新竹科學園
成立日期	一九九九年五月	一九八〇年第一期開始籌劃發展、二〇〇〇年2A期完成（2B尚在設計階段）	一九八〇年
佔地面積	26公頃	55公頃（第一期30公頃）	605公頃
發展方式	港府與盈科合作發展	裕廊鎮管理局（政府所屬以私人公司模式運作之機構）負責發展	政府主導
發展重點	軟體工業、數碼、資訊科技	電腦硬體、軟體工業、數碼、資訊科技等	電腦、半導體、醫療器材、光纖網路、機械工業及生化技術等
主要進駐廠商	IBM、Yahoo、HP及由盈科與Intel合資之公司	除Sony、Silicon Graphics、Lucent Technologies外，新加坡國家電腦局及國家科學科技研究中心亦在園內設立總部	主要為本地科技公司，如台積電、聯電、宏碁、茂矽、力捷、神達等

主要資料來源：星島日報，1999年6月8日。

他的還包括軟體開發商、電訊公司、半導體生產商、化工及製藥相關的公司。

（二）新加坡金融中心

新加坡政府發展科技產業可遠溯至一九六八年。該年新加坡政府成立官商合璧的裕廊鎮管理局（Jurong Town Corporation），旗下主要經營項目包括最早期發展的裕廊鎮，該區原為一片熱帶森林，其後經過多年開墾、大興土木後才變成今日新加坡最主要的工業城鎮。迨入八〇年代，裕廊鎮管理局把發展重心逐漸朝向發展多元化及高科技工業。至於

專門提供類似香港數碼港般高科技發展的計畫，則有新加坡科學園第一、二期。

新加坡科學園第一、二期，皆鄰近新加坡國立大學，第一期由一九八〇年開始籌劃發展，佔地達30公頃；第二期目前刻在進行，預期約25公頃，當中又分為二部分，二A部分將於二〇〇〇年完成，以微型電子及網路等科技工業為主，並擬設立通訊科技支援中心，而二B部分則尚在設計階段。其實，新加坡科學園與數碼港一樣，在興建前已確立明確宗旨，不過科學園並非只著眼於個別科技項目，其首要任務反而是提供研究與發展（R&D）中心。

要發展高科技產業，除了資金之外，人力素質是相當重要的關鍵。在亞洲金融危機之後，新加坡政府開始認真檢討這兩項問題，針對本身的條件限制提出對策。新加坡政府認為最迫切需要解決的即是人力素質。鑑於此，新加坡政府乃自一九九九年九月一日起，不惜以優惠外籍科技人士簽證的條件，吸引科技創業者至新加坡發展。以往有意在新加坡工作的外籍人士必須找到雇主，才可以申請居留，新措施則給予外籍創業者長期簽證³⁹。

（三）其他金融中心

馬來西亞於一九九六年推出「多媒體超級走廊」（Multimedia Super Corridor, MSC）計畫，在吉隆坡至新國際機場間南北綿延50公里、寬15公里的帶狀地區，興建電子資訊城（Cyberjaya），以集中多媒

³⁹ 有意在新加坡創立科技企業者，可向主管單位國家科技局提出創業計畫，通過審查者就可以申請至少半年至一年的簽證。設立公司之後，還可以申請逗留二年的工作准證，二年後准證可以更新，繼續逗留三年。

體相關企業、大學及研究機構。之後由於受到亞洲金融危機的影響，工程落後，目前高速通訊網等資訊基礎設施尚在充實中，主要高速公路雖已完工，但聯外道路尚未動工興建。不過，一九九九年七月八日，馬來西亞總理馬哈迪卻搶先為電子資訊城舉行開張典禮。目前園區僅完成一所大學的設立及日本NTT通訊一家企業完成辦公大樓工程，原先預定進駐的外國企業，包括Intel、康柏及富士通等30餘家企業則仍在觀望中。

相較於外國高科技企業對馬來西亞的躊躇不前，菲律賓近年來卻是倍受青睞，例如Intel、Amkor科技與德州儀器等高科技廠商在過去三年來已對菲律賓投資逾50億美元；而高科技產業的進駐，也為菲國鄉村帶來繁榮的希望，例如位於馬尼拉南方35哩遠的蓋威市（Gateway）在Intel公司的協助下，如今已頗具高科技園區的架勢，所吸引的高科技廠商包括Cypress、Analog Device、Peabody等。但是，菲律賓發展高科技卻也有一些隱憂，例如昂貴不穩定的電力系統、落伍的道路及老舊的電話系統。

至於中國大陸因在亞洲金融危機期間深受出口衰退之苦，因此在亞洲金融危機後希望發展高科技等附加價值高的產品提振出口，並提升中國大陸商品的抗風險能力。一九九九年十月，中共當局確定推動科技產業興貿計畫，將在15個重點城市（如北京、上海、廣州、深圳等）、五大領域中挑出92項產品重點扶植，同時中共當局也將設立科技創投基金來協助高科技產業的發展。目前廣州天河軟體園是中國大陸高科技的開發基地，也是華南地區兩個最具規模的電腦軟體開發基地之一（另一為深圳）。經過八年來的努力，已有包括西門子、易立信等近200家的高科技廠商進駐。不過，目前中共高科技產業的產值占其GDP的比率尚不及2%，無論從數量規模、技術水準和國際競爭力來看，都仍處於發展的初

創階段。

三、強化最後貸款者功能及（或）構建更審慎之金融監理制度

貨幣當局及金融監理當局由亞洲金融危機所獲得的重要啟示有二：其一、亞洲金融危機說明了當金融體系面臨緊急的流動性危機時，如果缺乏國內最後貸款者機制，則不僅無法減輕甚或避免受到傷害，反而可能導致金融體系的崩潰；其二、突顯了如果國內金融監理制度並不健全，則銀行體系脆弱的本質將益形擴大，此一情形不但礙及實質經濟活動的正常運作，最終也將賠上金融中心的聲譽。鑑於此，亞太主要金融中心在歷經亞洲金融危機，或是強化最後貸款者機制，或是構建更審慎之金融監理制度，俾改善來自這方面的缺失並據以加強國內外投資人的信心。

（一）香港金融中心

香港金融中心過去的最大競爭優勢，在於其堅守不干預政策，因此得以促成金融效率的充分發揮。處於亞洲金融危機的初期，香港政府亦堅守此一原則，在固守一美元兌7.8港幣之聯繫匯率制度（即香港的通貨委員會制度）之下，讓利率飆升以達自動調節的功能。迨自一九九八年八月上旬，由於港幣及港股遭逢投機客的不斷打壓而危機四伏，港府遂逐步改變過去「提高利率來防衛匯率」的作法，開始動用存放於外匯基金的外匯存底，賣出美元，再拿這筆港幣於八月十四日起入市拉抬股價，企圖逼使炒家提早回補空單平倉，港府干預時之恆生指數已由金融危機前的16,000點跌至僅6,600多點，干預之後至八月底已大漲至近8,000點，而十月下旬更重新站上萬點大關。綜觀，港府此次的干預行動，約動用了151億美元的資金干預股市，而嗣後香港股市回升，港府持

有的股票增值已超過100億美元。

此外，HKMA為使銀行體系可以有充裕的港幣流動資金，防止利率過度波動，八月七日起採行七項穩定港幣聯繫匯率的新措施：（1）所有持牌銀行可以按7.75港幣兌1美元的固定匯率，將清算帳戶內的港幣兌換美元；（2）撤銷流動資金調整機制（LAF）拆入利率及拆入功能⁴⁰；（3）設立貼現窗口取代LAF，貼現窗口設基本利率取代LAF拆出利率，基本利率每日開市前公布⁴¹；（4）取消重複使用外匯基金票券和債券需要罰息的制度；（5）必須有資金流入才能發行新的外匯基金票券及債券；（6）銀行向HKMA拆入頭寸的貼現率，按其所持有票券及債券數量的百分比計算，前50%按基本利率，剩餘的50%以基本利率加5厘，或當天港幣隔夜銀行同業拆款利率取其較高者；（7）貼現窗口僅接受外匯基金票券及債券，而現有合格的非外匯基金票券及債券則仍受到「重複使用」條款限制，需要支付罰息。上述七項措施主要是取消流動資金調節機制，改以拆借標準較客觀的貼現窗口制度向銀行注入資金，另取消懲罰制度，但仍保留酌量權。這些作法無疑大大地提高了HKMA的最後貸款者功

⁴⁰ 香港自一九九二年起採行「流動資金調節機制」，在此機制下，銀行可以和HKMA訂立以合格證券為抵押品的回購協定，以按照指定的拆款利率借取流動資金，並可以將額外資金存入HKMA。一般是以HKMA發行的外匯基金票券及債券作為抵押品，HKMA同樣接受某些由私營機構發行的高品質債務證券，用這些私營機構發行的證券作為回購的抵押品，需要向HKMA繳付的利息會較用外匯基金票券和債券為回購抵押品的利息高出25個基本點（basis points）。而在流動資金調節機制下有拆入及拆出利率，分別為4厘及7厘。所有持牌銀行都需要在HKMA開設清算帳戶，每日收市後，銀行若有多餘資金，便可以4厘利率拆予HKMA，若資金不足時，則以7厘利率向HKMA拆借資金。

⁴¹ 在八月的港幣狙擊事件中，炒家利用囤積大量港幣，隨意操縱利率，有時不把資金拆出市場，以抽高拆息，每日收市前才把資金放回流動資金調節機制內，賺取4厘利率。此舉既可令市場利率提高，又不需承受太多利息損失。因此HKMA實施新貼現窗口政策，對拆入資金不再支付利息，以杜絕炒家後路，迫使有餘裕資金的銀行，盡量把資金拆出市場。

能。

香港政府為確實遏止國際投機客的興風作浪，於一九九八年八月間另採行七項緊急措施：（1）放空港幣、港股及指數期貨之交割期限由14天縮短為2天；（2）HKMA提高銀行體系流動資金結餘數額，以減輕受到衝擊的機會；（3）期貨交易所提高指數期貨合約保證金，由每張8萬港幣拉高為12萬港幣，以削弱指數期貨的槓桿作用，同時調降大量持倉申報限額，由500張降為至250張，並規定須揭露持有人身份；（4）限制指數期貨空單不能主動售出，只能等待買盤買進；（5）將放寬上市大股東增持公司回購股票限制，原先大股東持股上限為35%，今後提高為全面回購後，回購股份不用註銷，作為投資的一部分；（6）考慮仿效澳洲及紐西蘭的做法，規定各類股票融券張數，同時規定交易時必須繳交20%的保證金；（7）準備加設未平倉空頭合約資料申報機制，使放空的投機客現形⁴²。

議者認為，港府企圖經由干預金融市場來逼退國際投機客的舉動，破壞了香港一貫堅持的不干預政策，使得香港作為一個自由市場及金融中心的聲譽受損，直接影響外商對香港的投資，及國際間對香港經濟前景的信心。港府雖一再為干預市場的必要性與合理性做辯護，但仍重申未來尊重市場機能的態度不變。

（二）新加坡金融中心⁴³

MAS不僅扮演該國中央銀行的角色，也同時是一完全整合的金融管理當局，透過定期報表審查、實地檢查及與銀行經常溝通，發揮強大的金

⁴² 見中央銀行〔1〕，Aug. 15, 1998。

⁴³ 主要取材自見李宗賓〔7〕。

融監理能力。新加坡公務人員向來以廉潔著稱，而MAS也是國際金融社會所公認之穩健、專業且具競爭力的機構。

MAS為了提供一穩定的金融中心發展環境，因此採取了嚴格的監理規定，例如要求高標準（12%）的資本適足率；密切監控銀行的曝險並公布行政指引，俾避免銀行某一特定業務承受過度的風險。由於MAS採取較嚴格的金融監理程序，因此銀行體系得以在亞洲金融危機期間受創較輕。此外，MAS也對欲進入新加坡市場的外商銀行嚴格篩選，如BCCI曾數次提出申請均遭拒絕，使新加坡成為少數未受該弊案波及的國際金融市場之一。特別值得一提的是，該國自獨立（一九六五年）以來，未曾發生拯救問題銀行之案例；而且雖無存款保險之設計，但存款者在銀行倒閉時，依法均享有獲得優先清償的權利。

雖然嚴格的金融監理制度可帶來較大的金融穩定，惟卻也不利於金融效率，因此為強化新加坡金融中心在金融監理層面上的競爭力，MAS在亞洲金融危機後，已擬採行風險導向的金融監理程序，對於銀行內部風險控管及體質較佳者，將可獲得較大的營運彈性；至於體質較差者，則需接受較嚴格的金融監理。

（三）其他金融中心

澳洲及南韓均於亞洲金融危機之後，構建獨立之單元化的金融監理當局，同時採行合併式之金融監理程序⁴⁴。以澳洲而言，澳洲政府係於一九九七年採納Wallis Report對澳洲金融體系之建議，於一九九八年七月一日正式成立澳洲審慎管理局（Australia Prudential Regulation

⁴⁴ 關於構建獨立之單元化的金融監理當局，同時採行合併之金融監理程序的國際性發展趨勢，請參閱李桐豪〔6〕。

Authority, APRA), 負責對澳洲金融體系的監管⁴⁵。先前澳洲金融體系的監管係由下列三個機構：(1) 澳洲準備銀行 (Reserve Bank of Australia, RBA)：監管銀行體系；(2) 澳洲金融機構委員會 (Australian Financial Institutions Commission, AFIC)：監管建築融資協會和信用合作社；(3) 保險暨退休金委員會 (Insurance and Superannuation Commission, ISC)：負責監管保險公司和退休基金。新成立之澳洲審慎管理局，係統合上述三個機構的金融監理功能，而澳洲準備銀行將只負責貨幣政策、金融穩定和支付制度；另外，澳洲公司暨金融服務委員會 (Australian Corporations and Financial Services Commission, ACFSC) 則負責消費者保護，以及管理市場的營運與揭露。

至若中國人民銀行雖於亞洲金融危機發生前即已著手檢討金融管理體制，惟亞洲金融危機發生之後始加速進行改革。迨至一九九八年十一月，中共當局終於宣布，自一九九九年一月一日起，中國大陸金融管理體制擬做出重大改革，將撤銷各省級分行，並新設跨行政區的九家分行。新設立跨省級行政區的九家分行是：天津分行，管轄天津、河北、山西、內蒙古；瀋陽分行，管轄遼寧、吉林、黑龍江；上海分行，管轄上海、浙江、福建；南京分行，管轄江蘇、安徽；濟南分行，管轄山東、河南；武漢分行，管轄江西、湖北、湖南；廣州分行，管轄廣東、廣西、海南；成都分行，管轄四川、貴州、雲南、西藏；西安分行，管轄陝西、甘肅、青海、寧夏、新疆。中國人民銀行同時撤銷北京分行和重慶分行，由總行營業管理部直接負責。

據中共副總理溫家寶表示，撤銷人民銀行省級分行，跨行政區設置

⁴⁵ 關於澳洲審慎管理局的介紹，請參閱Papadopeoulos [40]、Carmichael [23]。

分行，是中共中央、國務院做出的重要決策，是中國大陸金融體制的一項重大改革。溫家寶進一步指稱撤銷人民銀行省級分行，建立九個跨省、自治區、直轄市分行，有利於增強中央銀行執行貨幣政策的權威性，加強中央銀行金融監管的獨立性，以及強化金融監管的統一和效能，在跨省範圍統一調度監管力量，擺脫各方的干預，嚴格查處違規的金融機構和負責人，提高金融監管的效率。

肆、亞太地區中央銀行間的政策合作趨向

亞洲區內各金融中心除了致力於提升成為亞太金融中心的條件之外，也深刻體認到彼此間休戚與共的緊密關係，因此亞太地區的中央銀行自一九九五年十一月起，政策合作的程度即不斷提高，而在歷經亞洲金融危機之後，區內中央銀行所尋求的合作模式，更有向上攀升的情形。例如，一九九七年九月的亞歐會議之後，日本即不斷建議設立亞洲貨幣基金，並且得到馬來西亞、菲律賓等東南亞國協（Association of South East Asian Nations，ASEAN）成員的支持；而一九九七年以來，亞洲另有成立亞洲貨幣同盟的呼聲，甚至於力倡應推動創立亞洲共同貨幣 - 亞元。以下擬就這些提案的主要內容及其未來可能的發展加以分析。

一、亞洲貨幣基金

泰國發生金融危機之後，一九九七年八月為支援泰國而召開的東京會議，對於亞洲經濟體而言，具有重大意義。當時各經濟體對泰國的雙邊援助總金額高達105億美元，而且這不單是來自參加東京會議的先進經濟體之援助，還包括其他的亞洲經濟體。由於受到東京會議成功的鼓舞，日本及若干東協成員在一九九七年九月的亞歐會議（Asian-Europe

Meeting, ASEM) 之後，即不斷建議設立亞洲貨幣基金 (Asian Monetary Fund, 以下簡稱AMF)。

AMF倡議之初，由於過於強調緊急金融支援的功能，導致美國與IMF有所質疑，而以道德危機及與IMF機制重複等理由，反對AMF的設立。不惟如此，在一九九七年十一月所召開的亞洲財政次長與中央銀行副總裁會議當中，並由美國主導建立馬尼拉架構 (Manila framework)，以取代並阻撓AMF之設立。自該次會議之後，馬尼拉架構會議每半年集會一次，其參與成員包括美國、加拿大、澳洲、紐西蘭、日本、南韓、中國大陸、香港、新加坡、泰國、馬來西亞、菲律賓、印尼及汶萊等十四個亞太經濟體的財金官員，以及來自IMF、世界銀行、亞洲開發銀行及BIS (一九九八年八月首度加入) 的高階主管。馬尼拉架構的成立宗旨，係在尋求強化區域性監督、增強經濟和技術合作以改善會員體金融體系和管理能力，以及在必要時建立合作融資的安排據以補充IMF資源之不足⁴⁶。

一九九八年十月新宮澤倡議 (New Miyazawa Initiative) 之發布 (以及接續於一九九九年七月發布的第二階段新宮澤倡議)，重開了討論AMF的大好時機。與此同時，美國和其他國家的態度也開始有所改變，此或可歸因於俄羅斯和拉丁美洲在一九九八年下半年爆發金融危機，美國已無法對亞洲新興經濟體作出更多的承諾，於是希望日本在亞洲問題上擔負更大的責任。

新宮澤倡議係由日本提供150億美元之中長期金融援助予亞洲金融危機之受創經濟體，從事經濟復甦之需；另外，再提供額外的150億美元，

⁴⁶ Business Times [22]。

供給彼等經濟體在實行經濟改革過程中，對於短期資本的可能需求。至若第二階段的新宮澤倡議，則是日本計劃為亞洲動員二兆日圓之國內外私人部門資金，去協助亞洲經濟體追求穩定的經濟發展。由於新宮澤倡議已隱含高度AMF的精神，因此AMF的構想一般咸信已逐步在付諸實現之中。

一九九九年三月，日本國際貨幣事務所（Institute of International Monetary Affairs）執行長Hajime Shinohara提出建立AMF的具體雛議，他認為參與AMF的會員體應是貨幣市場發展良好的亞洲經濟體，一如日本、新加坡、香港、南韓、台灣、中國大陸、東南亞國協成員及亞洲太平洋邊緣國家等，至於AMF則至少應扮演以下的三個主要功能⁴⁷：

第一，促進會員體間的政策對話。馬尼拉架構可以目前的形式持續進行，而AMF則應該提供各會員體對於目前經濟情勢、外匯、資本市場與貨幣市場的發展趨勢，進行意見交換的場所。再者，AMF應舉辦各類型會議，例如高峰會議、部長會議、中央銀行總裁會議與次長級會議等，藉由各會員體在各類會議中的同儕壓力（peer pressure），促進彼此間的政策對話與相互了解，減少將來危機擴散之可能性，並提高相互監視的機能。

第二，建立緊急金融支援機制。此機制應具有資金募集能力，同時避免發生道德危機的問題。Shinohara認為下述三種募集資金的方法可加以考慮：

1. 建立類似IMF的一般借款協定（General Arrangement to

⁴⁷ 取材自Shinohara〔45〕。

Borrow, GAB)。AMF各會員體不須在成立時立即出資，但是一旦有需要，即必須兌現他們出資的承諾。因此各會員體必須指定一定比例的外匯存底，以作為對AMF的貢獻。透過這種方式，這些被保留在基金之外的承諾資金，可被視為另一種形式的外匯存底，並由相關會員體所擁有。

2. 從資本市場募集資金。除了IMF之外，世界銀行、亞洲開發銀行與其他若干國際組織在資本市場中都扮演著募集資金的重要角色。眾所周知，伴隨著受危機衝擊之亞洲經濟體的增加，IMF所募集的資金從一九九七年七月起已不斷增加，而誠如前述，IMF也嘗試提高會員國的攤額來增加其資源。或有論者認為，由於自資本市場所募集的資金通常必須承擔較高的利息，因此AMF恐無法以較低利率將資金支援受創經濟體。無論如何，受創經濟體最需要的還是大量的資金，危機發生之前他們即必須支付高達6%~8%的風險貼水（premium），所以當危機發生之後，他們在乎的是取得資金的流動性與時機，至於利息的高低反而是其次的問題。因此除了會員體繳交攤額之外，向資本市場募集資金的安排，也必須在AMF的章程中有所規定，以作為其募集資金的第二個來源。值得注意的是，AMF若一時籌集大量的援助金額，可能會造成對資本市場的排擠作用。一個可能的解決方式是，AMF可與資本市場的參與者訂定協議，於緊急時取得短期資金；此外也可考慮與BIS或先進經濟體的金融機構，就緊急取得資金訂定協議。箇中的道理是，AMF應有很多可動用的資金，以彌補各會員體出資不足。
3. AMF第三個提供緊急支援的機制，是擴大對受創會員體之保證。為了解決金融危機受創經濟體向資本市場貸款所遭遇之債信等級偏

低的問題，AMF可給予擴大的保證。我們都知道，要打消受創經濟體銀行之壞帳或對民間部門挹注資金，需要數額龐大的公共資金，而挹注公共資金可考慮的方式包括透過稅收，或自國際市場籌集等。由於亞洲經濟體的外債通常較少，所以可以考慮自國際市場籌集長期資金。不過有些會員體可能因債信過低而做不到，有些會員體則必須籌集中期或長期資金（數量未必很大）以實施結構的改革。在這些情況之下，AMF即必須對這些會員體擴大保證，以提高其債信，並獲得較好的貸款條件。

第三，AMF所希望達成的第三個功能是預防危機的再度發生。先前我們曾提及，亞洲大多數新興經濟體普遍存在金融體系脆弱，而且金融監理當局的監管功能亦不足，肇致亞洲金融危機的惡化。至於以軟性的釘住匯率制度來維持匯率穩定，也是使情勢惡化的原因之一。為了維持亞洲下一世紀的持續成長，亞洲經濟體應避免再犯相同的錯誤，並且須設立某種機制以避免金融危機的再度蔓延。AMF無疑是一個可以考慮的機制。

AMF可以說是目前亞洲各經濟體中央銀行尋求進一步政策合作來遏止金融危機傷害之最具體提案。基本上，AMF可視為是區域性或迷你的IMF。但是，AMF的功能不應侷限於此，它尚應扮演由澳洲所力倡成立之亞洲BIS的功能。換言之，透過AMF，各會員體金融當局可以增加訊息與經驗的流通及交換，而且可以強化對銀行、金融機構與金融體系在金融監理層面上的相互合作。然而，關於金融監理的準則，似乎不應強迫AMF會員體接受BIS的構想和規範，而應根據「亞洲」價值發展一套自身的原則。

附帶一提的是，AMF的會員雖然應該以亞洲（或亞太）經濟體為主，惟在國際經濟與政治的現實環境之下，仍無法完全排除區域外會員體的加入。為了強調的亞洲特質及以亞洲利益為基本考量的出發點，益以避免它淪為先進國家主宰下的附屬組織，因此對於區域外會員體的權利義務，應當有限制性的規範，例如可限制彼等會員體之投票權及自AMF取得資源的數額。

二、亞洲貨幣同盟

亞洲在歷經一九九七年金融危機的衝擊，加以歐元區於一九九九年一月一日的正式誕生，以及美元區的不斷擴大，亞太地區的中央銀行對於是否創建亞洲貨幣同盟（Asian Monetary Union, AMU），以避免危機的發生並與其他二大通貨區對抗，也引起了熱烈的討論。貨幣同盟的形態不一而足，較鬆散的方式是採共同釘住某一（或一籃）內、外部通貨，至於最緊密的貨幣同盟形態，則是採用共同通貨並行使共同的貨幣政策。

多年前具前瞻性的經濟學者就曾預言，全球資本自由移動的高度進展，最終將帶來範圍較廣泛的通貨區。例如R. N. Cooper在一九八四年時即指出，工業化經濟體未來極有可能形成一共同的通貨區；而B. Eichengreen於一九九四年則指出，區域性通貨區的認知將與日俱增。雖然他們認為貨幣同盟是日後的發展趨勢，但處於目前的現實情況卻是普遍偏好浮動匯率。當一國其最大的外部衝擊是來自出進口價格，而且處在有限度之資本移動的場合，浮動匯率似乎是合宜的選擇；惟新興經濟體的金融部門較小，一旦其最大衝擊是資本移動的轉變，則浮動匯率可能加重金融紊亂。在這種情形下，新興經濟體為避免受到傷害，選擇在

浮動匯率之下對資本移動加以管制（特別是短期資本），似乎是不得已的作法，但是這個抉擇的代價不可謂不大。如果新興經濟體認到資本移動所可能帶來的利益，諸如有能力獲得額外的外部融資來源、從較深化之資本市場獲得較大金融效率，以及從外人直接投資中汲取經驗和技術移轉，則採行堅固的釘住匯率甚或更進一步的貨幣同盟可能才是明智之舉。

反對貨幣同盟的主要理由之一，是它喪失了貨幣政策的獨立性，不過根據我們先前的說明，即便是浮動匯率亦難有獨立之貨幣政策，更遑論其面對國外利率改變時有更敏感的反應。反對的第二個理由，是貨幣同盟喪失了國內最後貸款者，其意指當某一經濟體實行不可撤銷之固定匯率甚或放棄其本國通貨，則一旦有需要時，中央銀行將喪失其自印鈔票來支撐國內銀行體系之最後貸款者的功能。議者因之認為，採行貨幣同盟對於原本就存在脆弱之銀行體系的新興經濟體而言，無異是置其於可能嚴重受創的風險之中。其實，新興經濟體不同於先進經濟體，一旦銀行恐慌（bank panic）出現，其本國通貨的債信亦將瓦解，因此即使自印鈔票也難遏止加速之惡性通貨膨脹及匯價遽貶。更重要的是，新興經濟體未必需要有能自印鈔票之最後貸款者，新興經濟體之中央銀行只要能夠提供安全無虞的貨幣去阻止銀行恐慌的蔓延就已足夠。新興經濟體即便是沒有自己的通貨，也無礙於此一功能的實現，而其所真正喪失的是自印鈔票的鑄幣稅（seigniorage）來源。採行通貨委員會制度的保加利亞，係藉由握持鉅額的特定準備以便處理銀行恐慌的問題；至於阿根廷，則是與主要國際銀行建立緊急信用額度。

質疑貨幣同盟者更指出，雖然貨幣同盟盛行於十九世紀，但二十世紀的主要例子，不是出現在先前的殖民主義制度（西非和中非貨幣同

盟)，就是極具政治野心的歐洲貨幣整合的最後階段。由於歐洲花了六十年的時間始促成了歐洲貨幣同盟的實現，因此質疑美洲及亞洲組成貨幣同盟的可能性。

對於此一問題，Beddoes〔20〕的回應是，歐洲的經驗固然是獨特的，而且確實無法被容易地複製，但是歐洲貨幣同盟亦僅是貨幣同盟的形式之一，它屬於高度平等主義以主權共同出資的方式，至於區域性通貨區，其實可以容易地以其他較鬆散或更集權的方式出現。例如，早在一九九五年九月，日本貿易振興會（Japan External Trade Organization, JETRO）理事近藤健彥即提議，亞洲各經濟體共同釘住混合美元、日圓、人民幣、韓元和泰銖之共同通貨單位，而此種釘住一籃通貨型式的貨幣同盟的提議，在一九九四年四月的東南亞國協會議中再被日本大藏大臣宮澤喜一提及，惟被考慮的通貨籃組成份子已變成美元、日圓及歐元；至於R. I. McKinnon則建議亞洲採行共同貨幣（美元）本位制度，認為透過集體釘住美元的策略，可使高度貿易導向的亞洲經濟體獲得由匯價穩定所帶來的龐大利益。在此一制度之下，McKinnon認為日本、中國大陸誓言穩定匯率的態度固然扮演舉足輕重角色，而香港、泰國及台灣承諾堅守不以貶值來獲取不公平的競爭優勢亦同等重要。

至若論及較集權方式的貨幣同盟，最簡單的作法即是採用他國的通貨，例如一九九〇年代中曾在亞洲引起熱烈討論的日圓通貨區，以及邇來倍受矚目的美元通貨區。亞洲形成日圓通貨區的可能性不高，可歸因於日本高度的管制已長期壓抑了其國際性的用途，更嚴重的是，日本軍國主義的歷史包袱，以及一九九〇年代以來日本經濟的明顯衰退，在在都妨礙日圓的被接受性。而美元通貨區較適合中南美洲國家，雖然亞洲

使用美元的程度很高，惟並無進一步美元化（dollarization）的條件。

中南美洲國家在一九九〇年代因普受通貨危機之若，亟思藉由完全的美元化來徹底阻絕通貨匯價被投機打壓的傷害，其中阿根廷甚至於已進入和美國磋商的階段。完全的美元化可以由一國逕自決定以美元取代本國通貨的流通來實現，惟處於此種場合，美國聯邦準備當局對該國並無任何義務。阿根廷則選擇透過與美國的雙邊協商，達成互惠的貨幣夥伴協定。在阿根廷的這個例子中，美國因由阿根廷獲取龐大的鑄幣稅收入，其可將部分成數的收入退還給阿根廷，也可以此作為一旦阿根廷面臨銀行恐慌，美國聯邦準備當局動用貼現窗口，據以提供該國私人部門流動性時的擔保。

其實，即使亞洲建立貨幣同盟，Jen〔35〕認為仍無法防止通貨危機的發生，根本的原因在於貨幣同盟不能解決亞洲金融體系普遍存在的結構缺失的問題。Guillermo & Reinhart雖然同意貨幣同盟無法完全消除銀行部門的缺失，但他們認為貨幣同盟因可降低源自幣別及期限的不配合所引發的問題，尤其它可以避免通貨匯價遭受投機攻擊，因此貨幣同盟仍有助於改善銀行部門的缺失。

值得一提的是，區域貨幣同盟的形成確實帶來區域主義的若干風險，例如區域貨幣同盟或將煽動區域間貿易保護的對抗。其實，區域化的最大風險，在於可能導致全世界朝向雙軌的全球化發展。處於這股發展趨勢下，新興經濟體可能出現二種類型，一是整合為擁有深化資本市場之區域貨幣同盟，另一則是採行浮動匯率而有較低程度的資本整合。前者將獲得穩定資本移動的最大效益，至於後者則是深具危險性的遲緩與落後。以此觀之，推動亞洲貨幣同盟已是勢在必行，而僅存的問題只

是選擇那種型式的貨幣同盟而已。

三、亞元

亞洲貨幣同盟的終極目標應是亞洲發行共同貨幣 - 亞元 (Asian Money)。發行亞元的經濟效益雖未經過正式評估，但是一如歐元，它至少會為亞洲帶來下面的幾項效益⁴⁸：

(一) 消除交易成本

引入單一貨幣最明顯的預期經濟利得，在於它是唯一的方法可以消除與匯率有關的交易成本。因此，採用單一貨幣的直接利益，可以藉由估計亞洲區內交易的這些成本而計算出來（亦即外匯交易的買賣價差及其他外匯交易的手續費）。實務上，很難正確去衡量採用單一貨幣所節省下來之交易成本的金額，可歸因於，外匯交易的成本伴隨不同的交易規模有很大的差異。以現鈔而言，其買賣價差甚少低於2%，一般而言，接近5%左右；至若外匯交易涉及二種較小的通貨，則其買賣價差可能高達10%。以歐元區為例，據歐盟執委會的估計，現鈔交易和其他的零售交易（旅行支票、信用卡）占歐盟GDP的比重其實不大，而且每年約只有20億ECU，而真正節省下來的交易成本，主要是來自廠商部門在區內的貿易。歐盟區內貿易量約有5,300億ECU，約占歐盟GDP的13%。免除通貨兌換所節省下來的交易成本，據估算約占歐盟GDP的0.4%~0.7%，其包括買賣價差和其他手續費，以及無需設立獨立外匯部門所節省的內部成本。

(二) 消除訊息成本和差別取價

⁴⁸ 主要取材自李榮謙〔3〕。

即使是很小的交易成本，也可能帶來相當大的干擾。舉例言之，當亞洲區內並存著各國貨幣，則將導致巨大的間接成本，一方面，消費者向來習於利用本國貨幣去評價，如要其利用不同的貨幣去比較價格，不僅不方便，而且十分困難；另一方面，廠商也可能利用消費者取得真實匯率資料所存在的訊息成本，去獲取當地獨占力量，並在需求缺乏彈性的市場收取較高的價格，此種人為所造成的價格差異是經濟福祉的損失。採用單一貨幣，將可消除訊息成本和降低經濟福祉的差別取價。

（三）動態的效率利得

上述兩種效率利得的來源，並未慮及時間的重要性和資本的累積。其實，單一貨幣所帶來的整體效率，尚包括提高資本的邊際生產力，以及降低風險補償去刺激投資，這二者皆能使產出有倍數的擴增。當代的經濟成長理論（即所謂的新成長理論）就認為，經濟之所以能夠持續成長，規模經濟及知識累積所產生的外溢效果十分重要。此一論調，隱含長期而言，較重要的利得並不是交易成本的節省，而是透過區內其他層面的計畫，所獲致的市場知識的整合，去提高亞洲區內知識的交流。不惟如此，單一貨幣將凸顯各經濟體結構政策的差異，因此有助於促成彼此間政策競爭的壓力⁴⁹。

（四）降低官方國際準備的節約效果

只要亞洲各經濟體的貨幣持續存在，各經濟體的貨幣當局就必須握持巨額的國際準備，以便能夠支持各該國的通貨匯價並進行貿易收支的清算。一旦亞洲成立共同的中央銀行去發行並管理單一貨幣亞元，將不再需要握持巨額的國際準備去支持區內各通貨的匯價，也無需使用目前

⁴⁹ 見Malpas [38]。

的國際準備去清算彼此貿易收支的差額，此時所握持的國際準備僅是用來管理亞元與其他通貨間的匯價（主要是美元與歐元），以及與區外進行貿易收支的清算。因此，亞洲區內原先所握持之區內通貨之國際準備（主要是日圓）將被釋放出來，而且可以作提高經濟效益的使用。但是，釋出這些國際準備的結果，有可能帶來國際間通貨膨脹的壓力，甚至可能破壞國際支付制度的安定。

雖然亞洲如採用單一貨幣將帶來上述的效益，尤其是困擾亞洲各經濟體之具擴散性的通貨危機，更能有效地予以阻隔。但是，現階段亞洲各經濟體無論就經濟結構、金融制度、文化背景、歷史因素，甚至於各經濟體所處的景氣循環階段，都沒有成立亞洲單一貨幣亞元的條件。況且推動亞元需要有一強有力的主導力量，而現今亞洲的兩大霸權 - 日本和中國大陸，都不具備此一能力。日本無法擔負此一重責大任的原因已如前述，而中國大陸則因缺乏市場經濟、人民幣尚不能自由兌換，再加上政治民主化程度太低、金融制度也不夠開放，因此困難度相當高⁵⁰。撇開推動單一貨幣的困難不論，議者認為實不應對單一貨幣抱持太高的期望，例如P. Krugman就曾提出下列觀點，駁斥單一貨幣論者對單一貨幣可能帶來之效益的過份渲染⁵¹：

1. 就使用單一貨幣可以消除交易成本的論調而言，Krugman認為大數的人有誇大之嫌。他表示，以歐盟諸國創建歐元之後，經常被提及的效益是，它明顯地消除了因存在不同通貨所產生的交易成本，但若干極端單一貨幣論者卻過分渲染了來自這方面成本的節省。極端單一貨幣論者指出，過去歐元區未形成之前，個人如果

⁵⁰ 見李榮謙〔2〕。

⁵¹ 主要取材自Krugman〔37〕。

帶100馬克由德國出發至歐元區相關國家旅行，並兌換成當地現鈔，待重返德國後，單就幣別轉換，原先的100馬克將只剩下40馬克。其實，廠商進行外匯交易的買賣差價和手續費不高；至於個人的外匯交易，一則因其所占比重很小，況且個人只需持國際提款卡，藉由各地之ATM即可提領當地現鈔，根本不需因一再向外匯兌換商兌換不同通貨，平白產生龐大的兌換成本損失。

2. 關於使用單一貨幣可以消除訊息成本和差別取價的說法，Krugman也不以為然，他指出，目前已是資訊的時代，十億位元的資料，透過滑鼠，彈指之間即垂手可得，在這種情況下，我們實在無法想像，一般大眾仍無法取得匯率資料，並利用簡單的乘除去換算不同幣別的標價。
3. Krugman特別強調，使用單一貨幣而放棄匯率此一調整工具，其代價未免太高。他指出，如果喪失匯率這個調整工具，其所帶來的不便和影響，就如同我們無法在夏令季節，將時鐘的時針往前撥快一個鐘頭，以便在不改變每一個人的作息時間表之下，讓大家提前作息時間。因為實務上我們無法說服每一個人，將其原來日常的作息時間表皆提早（即使願意，也面臨提早多少的爭議），此際單純地將時針撥快一個鐘頭，無疑是最簡單可行的方法。M. Friedman亦持相同的觀點，他曾指出，當某一個國家其工資和價格皆較他國為高，則最容易採行的必要調整是藉由改變其通貨匯價，而不是透過改變數以千計之個別商品的價格。

Krugman的三點辯正，就亞洲經濟體而言，第三點可能特別重要。可歸因於，亞洲各經濟體所處的景氣循環階段並不相同，因此喪失匯率

此一調整工具，對於區內各經濟體將帶來難以估計的成本。試想，若亞洲區內部分經濟體有景氣過熱之通貨膨脹壓力，若干經濟體卻有景氣衰退之通貨緊縮現象，一旦亞洲是採用共同的單一貨幣，則其應如何調整，不但面臨難題（究竟應採緊縮抑寬鬆政策），即使進行調整，也將牽動龐大複雜的個別商品之調整過程。

鑑於此，我們支持李總統登輝先生在《台灣的主張》一書中的看法：如果只是歐洲已經統合貨幣，亞洲就必須起而效尤，這種單純的想法是很危險的；至於亞洲是否要推動共同貨幣，則有進一步深思與商榷的必要。不過，即使亞洲目前似無創建亞元的條件，但不容否認的是，亞洲金融危機之後，區內各經濟體對於推動單一貨幣的構想，確實已逐漸形成共識。一九九九年十月下旬，東南亞國協的十個會員國已達成共同支持在國協內實行單一貨幣的提案，至於香港財政司亦建議新加坡和香港採行共同貨幣，並擬據以推廣至亞洲各地。這些構想雖然距離實現都還言之過早，但我們應該密切注意其後續的可能發展，同時在推動亞洲共同貨幣的這個議題上，我們亦應該扮演更為積極的角色。

伍、結論與建議

發展台北成為亞太金融中心是我國政府既定的施政目標，因此有關當局應確實支持、配合並執行這個計畫。四年多來，台北金融中心在政府的大力推動及國人的共同努力之下，已獲致若干的具體成效。根據經建會於一九九九年八月完成的金融中心檢討報告指出，外資匯入國內股市資金，在一九九五年至一九九七年六月亞太營運中心第一階段的兩年半期間，總共為新台幣1,686億元，但自一九九七年七月至一九九九年六月第二階段的兩年期間，則有2,156億元。再者，由於金融市場快速開放，也吸引外商銀行、券商、保險公司等陸續匯入營運資金，截至一九

九九年三月止，依序為69億元、52億元及37億元。另外，國外金融機構在台設置情況，一九九五年一月至一九九九年六月的四年半期間，外商銀行、外國保險公司及外國券商則分別增加9家、4家及9家；同期間，我國上市公司及上櫃公司亦分別增加138家及184家。至於亞太金融中心推動的「建立符合國際慣例的金融稅法」政策方面，首先在一九九五年八月就免徵衍生性金融商品、公司債、金融債券及金融同業拆款的營業稅，每年為企業節省成本超過4億元。據此，可以顯示台北金融中心的執行績效良好。

台北金融中心在推動之初，除了原已落後香港及新加坡金融中心之外，尚面臨來自曼谷、雅加達、漢城及吉隆坡等城市的強大競爭壓力，而這些新的競爭者為了爭奪亞太金融中心的寶座，都不惜採行躁進的金融開放政策。他們據此所獲致的金融部門快速擴張，當時確實也令人為之側目。迨至一九九七年中亞洲爆發嚴重金融危機，固然區內大多數經濟體均受到程度不等之創傷，但受創最嚴重的即是那些當初採行激進的金融中心發展策略之經濟體。此一情形，使得亞洲金融危機後，較有競爭力角逐亞太金融中心者，除了地位稍受動搖的香港之外，僅剩下新加坡、台北、上海，以及刻正急起直追的雪梨，而這其中又以新加坡及香港金融中心的動向，最值得我們注意。

不惟如此，伴隨亞洲金融危機的發生及至擴大，區內主要金融中心也深刻體認到，通貨危機其實具有相當高的擴散性風險，因此加強彼此間的政策合作，實係維持亞洲地區經濟金融安定的重要工作。亞太地區中央銀行間所論及之政策合作的層面已由過去的訊息交流、經驗分享及雙邊重購回協定，不斷升高至倡議亞洲貨幣基金、亞洲貨幣同盟，乃至創建亞洲單一貨幣 - 亞元。在這些提案中，尤以成立亞洲貨幣基金的倡

議最為成熟，且一旦其付諸實施，對我國的影響也最為深遠。

本報告在檢視了這些劫後餘生之金融中心的發展策略，以及邇來亞太地區中央銀行間所倡議的政策合作方案之後，我們獲致了以下幾點結論暨建議，擬供有關當局參考：

一、亞洲新興經濟體之金融中介活動，在過去三十年來呈現快速成長，對於融通他們投資活動所需資金有相當程度的貢獻，惟大部分經濟體的政府並未對金融監理制度有相應的調整或加強，導致企業負債過高與成長過速，加上金融機構進行不當放款，以及對投機活動過度擴張信用，使得銀行與企業對於外來衝擊的因應能力程度愈來愈低。亞洲金融危機的發生，與上述這些缺失有密切的關係。相較於區內大部分經濟體，我國金融體系和企業體質尚稱健全，惟歷經亞洲金融危機卻也暴露若干缺失，尤其是企業內部管理規範上的問題。就此點而言，未來有關當局宜合理規範交叉持股，加重企業董、監事違法之賠償及刑事相關責任，嚴格監督上市公司資金流向及財務揭露等。另外，金融機構的改革也不容鬆懈，財金當局首應切實督導銀行打消呆帳、強化體質，對於目前金融機構過度競爭的問題，也應積極鼓勵合併加以解決。至於金融監理制度方面，我國雖已確定於明年成立金融監理委員會，惟值得注意的是，獨立、專責的金融檢查機構一旦將其決策狹隘地專注於安全性及穩健性，而忽視了對總體經濟發展的職責，最終將產生長期的偏失，不利於金融制度的風險承擔及創新；再者，成立新的金融監理當局，金融檢查的標準或將立即產生過鬆或過緊的問題，前者可能導致銀行的道德危機提高，後者則可能帶來嚴重的信用緊縮（credit crunch）

⁵²。不惟如此，根據澳洲審慎管理委員會的建議，獨立的金融監理當局與中央銀行應有緊密的合作及明確的權責劃分，需要加強合作的理由，在於金融監管與貨幣政策的執行經常需要共享相關的訊息；至於需要明確的權責劃分，則是避免衍生出金融管理的灰色地帶或死角。

二、亞洲金融危機的發生，說明短期資本在國境間高度移動的可怕。我國是一小型且高度開放的經濟體，為了防範大量、快速的短期資本移動干擾國內經濟金融的穩定，因此在自由化及國際化的過程中，始終堅持循序漸進的開放步調，即使為發展亞太金融中心所採行的策略，亦復如此。此一策略，雖曾引發不同的意見，惟歷經亞洲金融危機的教訓之後，證明這種循序漸進策略相當正確。其次，國際間對於應否採行資本管制的看法，也由過去的大力反對，傾向於默許新興市場在短期間採行較溫和形式的資本管制措施，至於較強烈且長期的資本管制則認為不宜，可歸因於其所帶來的副作用和成本很高（例如有危害投資人信心、扭曲資產價格，而且最終將導致官員的腐敗）。我們必須瞭解，台北發展成為亞太金融中心固然可衍生出極高的經濟效益，但決不能為發展亞太金融中心而放棄金融穩定。在此一前提下，必要時對短期資本移動進行溫和管制（例如本行於一九九八年五月廿五日起暫停國內法人承作NDF），應該是相當明智的作法。當然，引進外資也不全然是負面的，這其中尤以直接投資最值得考慮，例如未來我國如能有效引進長期的外人直接投資，則將帶來國外的研發和生產技術、經驗和專業的人力資本，這些對於促使我國經濟的永續發展助益甚大。

⁵² 見李榮謙[4]。

三、亞洲金融危機暴露了亞太地區大多數經濟體債券市場發展程度的不足，因此金融體系承受風險的能力過於脆弱。發展債券市場是我國建立亞太金融中心的行動方案之一，過去有關當局所採行的具體措施有：修法刪除公司債及金融債券交易稅、鼓勵外國及本國法人機構投資人積極參與債券市場、引進債券共同基金及強化信用評等制度。鑑於區內新加坡及香港業於亞洲金融危機後陸續推出發展成為亞太債券市場的措施，例如新加坡已建立合格債券中介機構制度，提供稅負方面的有利誘因，而香港亦致力於擴大債券市場的深度，APEC且指定香港來主導東南亞地區的債券市場。為避免我國在競逐的過程中淪為相對弱勢，因此有關當局實有必要再加快發展債券市場的脚步。

四、伴隨金融全球化的趨勢，將拉近國際競爭力的制度性或管理因素，因此發展亞太金融中心來自這方面競逐的重要性已日趨下跌。關於此，由亞洲金融危機後，亞太主要金融中心所進行的中長期金融改革方向觀之，顯然大幅拉近了制度性和管理因素上的差距。顯而易見，未來真正影響亞太金融中心發展計畫成敗的關鍵因素，將是基礎建設、技術、人力素質，尤其是穩定之環境和有利可圖的實質投資機會。我國發展亞太金融中心的制度性和管理因素，近年來在政府的努力之下，已逐漸追上國際水準，而與區內香港、新加坡和雪梨等高素質金融中心相較，也絲毫不遑多讓。邇來，上述三個金融中心皆致力於透過合併來整合證券及期貨市場，據以有效降低營運成本，鑑於我國櫃台買賣中心與台灣證券交易所的差異，已愈來愈不明顯，因此兩套人力如透過整合將可有效提升經濟效益，也符合制度性的發展趨向。

五、近年來，我國高科技產業的重要已不斷升高，例如一九九八年工業及高科技產品出口占總出口的比率分別達到98.2%及50%，而高科技產品中，我國半導體產值在全球居第五位、資訊產值為世界第三，其中更有11項位居全球第一。因此，與區內其他金融中心，大抵是以單純的輸出或提供區內貿易的金融服務相較，有更堅強的產業基礎和抗拒風險的韌性。這個優勢，在歷經亞洲金融危機的考驗之後已充分顯現，因而印證了政府「產業是根，金融是葉」的亞太金融中心發展基調的正確性。值得注意的是，區內主要金融中心在亞洲金融危機後也大力推動高科技產業，其中香港、新加坡、吉隆坡及馬尼拉等不僅相繼投入大型高科技產業的發展，更成立類似美國NASDAQ的創業板市場去吸引創投公司。為了確保我國在高科技產業的領先優勢，未來我國宜繼續鼓勵廠商的研究發展去提升整體高科技水準，同時也應認真考慮有無成立創業板市場的必要性。附帶一提的是，集集大地震也突顯了我國發展高科技產業的隱憂，例如攸關高科技產業命脈的電力系統過於脆弱，而新竹科學園區又位處地震帶上。為此，據悉新竹科學園區內的不少高科技廠商已有遷廠他移的打算。因此如何妥善解決這些困難，俾避免因高科技產業外移引發產業空洞化的危機，是政府此刻亟需認真面對的問題。

六、亞太地區中央銀行間目前最活躍的合作組織，是由11個會員所組成的EMEAP。我國並非EMEAP的成員，且此一組織的重要成員如澳洲、香港都不支持我方的入會，澳洲的主要考慮是怕觸怒中共，至於香港顧忌中共的反應自不在話下，更重要的是，回歸之後香港當局已無太大的金融自主權（例如，BIS於一九九八年間在香港設立代表辦事處，都須經過中共當局批准）。亞洲金融危機後，亞太地區中央

銀行間所擬議的政策合作層級已日益升高，其中由日本所倡議的亞洲貨幣基金更已獲區內大多數經濟體的支持。由於亞洲貨幣基金的構想，與我方的利益關係甚大，因此有關當局宜密切注意其後續發展。我國於一九八一年退出IMF之後，國際貨幣合作的空間即十分有限，近年來雖積極為重返IMF努力，惟其困難度過高，亞洲貨幣基金的倡議，可能重啟了我們的希望之門。鑑於此，有關當局宜擬訂積極的入會策略，並向日本強烈表達我國尋求加入的意願，一旦碰及認繳攤額的問題，更應承諾作出較大的貢獻。至若推動亞元的倡議，現階段而言雖然仍不成熟，不過我方似可在此一議題上，繼續扮演催生的角色。

七、我國是SEACEN成員，過去均積極參與此一組織的活動，包括SEACEN總裁年會及SEACEN Centre的訓練課程，但SEACEN的發展並不順利，主要是因為此一組織受到日本及中共的抵制，且其重要成員皆係EMEAP成員，他們參與EMEAP的興趣遠高於SEACEN；至於SEACEN Centre也遭遇到新的挑戰。一九九八年五月四日，IMF和新加坡政府在新加坡設立了IMF / 新加坡區域訓練中心（IMF-Singapore Regional Training Institute，以下簡稱STI），其性質與SEACEN Centre明顯重疊。STI成立至今不過年餘，卻已提供了來自亞洲各經濟體約557位中央銀行官員一至二週的訓練課程；訓練課程主要是針對亞洲區內中央銀行的需要設計，目前係著重在與亞洲金融危機有關的主題。由於STI係由IMF與新加坡政府聯合資助，因此條件十分優渥，不但供機票、膳宿，還發放零用金。相較於尚需自付部分費用之SEACEN Centre的訓練課程而言，毫無疑問STI的吸引力較高。我國因為不是IMF的會員，已被婉拒而無法參與STI的訓練課程，再

加上SEACEN Centre面對來自STI的競爭，未來的發展前景也堪慮，因此有關當局應及早擬妥因應對策（例如，可建請SEACEN Centre與STI共同合作開辦訓練課程及研討會），否則日後我國在區內的活動空間勢將進一步被壓縮。

主要參考資料

- [1] 中央銀行，「東亞各國經濟金融情勢月報」，中央銀行經濟研究處，各期。
- [2] 李榮謙，歐元對國際貨幣制度之影響—兼論創建亞元的難議，中央銀行經濟研究處，1999年8月。
- [3] _____，國際貨幣與金融，再版，智勝出版公司，1999年6月。
- [4] _____，發展亞太金融中心與制度面條件的配合問題—兼論我國最適的法定存款準備率，中央銀行經濟研究處，1996年6月。
- [5] _____、游淑雅，亞洲金融危機：政策反應、展望與啟示，中央銀行經濟研究處，1999年6月。
- [6] 李桐豪，“功能性金融管理與金檢一元化，”貨幣市場，第三卷第四期，1999年8月。
- [7] 李宗賓，“漫談新加坡銀行業，”中央銀行外匯局：金融產業週報，編號：880807，1999年8月。
- [8] 林正牧，「國際金融市場之整合與變革」，國際經濟情勢週報，第1298期，1999年8月19日。
- [9] 林翰基，“新加坡金融自由化，”中央銀行外匯局：金融產業週報，編號：880602，1999年6月。
- [10] 邱克威，“新加坡的金融改革措施，”中央銀行外匯局：金融產業週報，編號：880704，1999年7月。
- [11] 宗柏，「對中共建設上海“國際金融中心”之探討」，中共研究，第卅二卷第四期，1999年4月，頁36-47。
- [12] 香港創新科技委員會，第二份報告（最後報告），行政長官特設創新科技委員會，1999年6月。
- [13] 香港財政司，鞏固香港的環球金融中心地位，香港財政司財經事務局，1999年7月。
- [14] 陳進安，IMF與亞洲金融危機，中國國際商業銀行經濟研究處，1999年1月。
- [15] 姚子青，“香港金融管理局之改革措施及其對香港金融業之影

- 響，”中央銀行外匯局：金融產業週報，編號：880907，1999年9月。
- [16] 孫義宣、李榮謙，國際貨幣制度，第十版，金融研訓中心，1999年4月。
- [17] 經建會，金融風暴兩年後東亞經濟情勢之分析，行政院經建會，1999年7月30日。
- [18] 饒餘慶，香港國際金融中心，台灣商務印書館，1997年8月。
- [19] ANZ Investment Bank, “Australia Bids for Top Regional Treasury Role” *Asiamoney*, July/Aug. 1999, pp.48-49.
- [20] Beddoes, Zanny Minton, “From EMU to AMU? the Case for Regional Currencies,” *Foreign Affairs*, July/Aug. 1999, pp.8-13.
- [21] BIS, The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy, Conference Papers Vol.5, March 1998.
- [22] Business Times, APEC : APEC Leaders Resolve to End Currency Crisis, Nov. 27, 1997.
- [23] Carmichael, Jeffrey, “Australia’s New Regulatory Model,” Asian Pacific Conference-ACI Assembly (Sydney), Nov. 27, 1998.
- [24] Central Banking, “Asian Monetary Union: A Concept in Waiting,” *Central Banking*, Vol. X, No.1, Aug. 1999, pp.74-78.
- [25] Cooper, Richard N., “Exchange Rate Choices,” preliminary draft, May 1999.
- [26] Fisher, Stanley, On the Need for an International Lender of Last Resort, *Central Banking*, Vol. IX, No. 3, Feb. 1999.
- [27] Fraser, Bernie, Central Bank Co-operation in the Asian Region, the 24th Conference of Economists (Adelaide), Sep. 25, 1995.
- [28] Goldfojn, Ilan and Taimur Baig, Monetary Policy in the

- Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia, **IMF Working Paper**, Dec. 1998.
- [29] Greenspan, A., "New Challenges for Monetary Policy," a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming, Aug. 27, 1999.
- [30] Grenville, Stephen, The Asian Crisis and Regional Cooperation, International Seminar on East Asia Financial Crisis (Beijing), April 21, 1998.
- [31] Guillermo, A. Calvo and Carmen M. Reinhart, "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization," **IMF: Finance & Development**, Sept. 1999, pp.13-15.
- [32] IMF, "The IMF's Response to the Asian Crisis," IMF, Jan. 17, 1999.
- [33] Institute of International Finance, Report of the Working Group on Financial Crises in Emerging Markets, Jan. 1999.
- [34] Irvine, Steven, "Sydney Seeks Financial-Center Status," **Euromoney**, May 1999, p.70.
- [35] Jen, Stephen Yung-li, "Monetary Coordination versus Monetary Union in Asia," **Morgan Stanley Dean Witter**, May 14, 1999.
- [36] Johnston, R. Barry, "Sequencing Capital Account Liberalization," **IMF: Finance & Development**, Vol.35, No. 4, Dec. 1998.
- [37] Krugman, P. "Monomoney Mania: Why Fewer Currencies Aren't Necessarily Better," **Slate**, April 15, 1999.
- [38] Malpass, David, "A Single Currency Promotes Policy Competition," **Asian Street Journal**, Jan. 6, 1999.
- [39] McKinnon, Ronald I., "Euroland and East Asia in a Dollar-Based System," **The International Economy**, Sept./Oct. 1999, pp.40-67.
- [40] Papadopoulos, Spiros, "Banking Issues in Australia," in

The Chase Guide to Corporate Treasury in Asia 1999, Chase, 1999, pp.182-187.

- [41] Radelet, Steven and Jeffrey Sachs, **The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, and Prospects**, Harvard Institute for International Development, April 1998.
- [42] _____, **the Onset of the East Asian Financial Crisis**, Harvard Institute for International Development, March 1998.
- [43] Shields, Bill, "A Centre of Financial Services for Asia," in **The Chase Guide to Corporate Treasury in Asia 1999**, Chase, 1999, pp.192-196.
- [44] Shih, Yen Chrystal, "Taiwan's Experience in the East Asian Financial Crisis," the First Conference on Pacific Basin Financial Markets and Policies, Sponsored by the Rutgers University, Mar. 25/26, 1999.
- [45] Shinohara, Hajime, "On the Asian Monetary Fund," **IIMA: Newsletter**, Mar. 31, 1999.
- [46] Spiegel, Mark M., "Sterilization of Capital Inflows through the Banking Sector: Evidence from Asia," **FRBSF Economic Review**, 1995, pp.17-34.