

# 本文章已註冊DOI數位物件識別碼

## ▶ 亞洲金融危機後的中國大陸外匯金融自由化

The Liberalization of China's Foreign Exchange and Financial System  
after the Asia Financial Crisis

doi:10.30390/ISC.199909\_38(9).0003

問題與研究, 38(9), 1999

Issues & Studies, 38(9), 1999

作者/Author : 許文英(Wen-Ying Hsu)

頁數/Page : 45-64

出版日期/Publication Date :1999/09

引用本篇文獻時，請提供DOI資訊，並透過DOI永久網址取得最正確的書目資訊。

To cite this Article, please include the DOI name in your reference data.

請使用本篇文獻DOI永久網址進行連結:

To link to this Article:

[http://dx.doi.org/10.30390/ISC.199909\\_38\(9\).0003](http://dx.doi.org/10.30390/ISC.199909_38(9).0003)



*DOI Enhanced*

DOI是數位物件識別碼 (Digital Object Identifier, DOI) 的簡稱，  
是這篇文章在網路上的唯一識別碼，  
用於永久連結及引用該篇文章。

若想得知更多DOI使用資訊，

請參考 <http://doi.airiti.com>

For more information,

Please see: <http://doi.airiti.com>

請往下捲動至下一頁，開始閱讀本篇文獻

PLEASE SCROLL DOWN FOR ARTICLE



# 亞洲金融危機後的 中國大陸外匯金融自由化

許文英

(中山大學大陸研究所博士班研究生)

## 摘要

亞洲金融危機對於中國大陸產生的政經效應影響是持續性的，中共高層領導人在面臨亞洲金融危機之際所採行的匯率政策，有其國家利益戰略層面以及外匯金融制度層面上的重要意義。由於必須顧慮到包括維持國內金融市場穩定性在內的諸多政治性因素考量，亞洲金融危機對於中國大陸未來在外匯金融自由化的改革開放路線與進程上將起到一定程度的冷卻作用。

關鍵字：亞洲金融危機、人民幣、外匯、金融自由化

\* \* \*

## 前言

亞洲金融危機自一九九七年八月爆發以來，已從亞洲的泰國蔓延至東歐的俄羅斯，進而禍延拉丁美洲的巴西，最後更威脅至許多工業國家。中國大陸在其他亞洲國家貨幣大幅貶值的同時，其政治領導人不斷對外宣稱人民幣絕不貶值；在素有「經濟沙皇」之稱的中共國務院總理朱鎔基的領導下，中國大陸力守人民幣匯率不貶政策，以求能防止亞洲金融的進一步徹底崩潰。不少分析家指出，導致東南亞諸國發生金融危機的重要原因乃因這些國家過早開放資本帳戶，造成國際投機客有機可乘而進行金融狙擊行為。在此背景下，中國大陸的外匯體制改革先後主要歷經自一九九四年實行銀行結售匯與匯率並軌制度，繼而於一九九六年實行人民幣經常項目自由兌換，至一九九九年六月十日正式施行全面停辦非貿易項目的境外人民幣結算業務。

亞洲金融危機所造成的實際「危機」不單單在於金融層面，它還危及各國貿易、內政及政權穩定等其他層面。以深陷亞洲金融危機之苦的印尼為例，印尼盾節節貶值



造成全國市場陷於一片混亂局面，連帶使得政府的統治威信受到挑戰，各地動亂頻仍，最後逼使蘇哈托政權亦不得不走向下台的命運。因此，對於各國而言，亞洲金融危機可以說是同時涉及國內與國際層面的政治、經濟及社會等多方面意涵。對於中國大陸而言，中共高層領導人在面臨亞洲金融危機之際所採行的匯率政策，必須顧慮到包括維持國內金融市場穩定性在內的諸多政治考量。<sup>①</sup>因此可以說，亞洲金融危機正考驗著未來中共當局在外匯金融體制自由化方面的進程。

本文嘗試從中國大陸國家高層領導人在面對及因應亞洲金融危機時，其採行人民幣穩定政策背後所蘊含的外匯體制意義，來探討亞洲金融危機對於中國大陸未來外匯金融自由化所造成的影響及意涵。

## 壹、「亞洲金融危機」的詮釋

亞洲金融危機自一九九七年爆發以來，各界對於亞洲金融危機提出各種立論解釋。與此同時，中國大陸如何看待和理解亞洲金融危機，亦關係著中共高層領導人因應與處理危機時所採取的政策態度取向，同時並攸關中共外匯體制與金融自由化的未來走向。

### 一、國際研究機構及學者觀點

肇因於固定匯率或準固定匯率（quasi-fixed exchange rates）下所形成的短期債務遽增與不穩定的金融體系，是一般用來解釋亞洲金融危機的主要技術經濟因素（technical economic factors）。<sup>②</sup>事實上，日圓與人民幣的貶值以及北美自由貿易區（NAFTA）與歐盟等區域經濟集團的國際性外部因素，造成東南亞各國的出口衰退以及鉅額的經常帳赤字，亦皆是造成亞洲金融危機的因素之一。<sup>③</sup>一九九五至九六年間，日圓對美元貶值達40%；一九九四年一月，中國大陸則是採取了將人民幣相對於美元貶值50%的外匯政策；由於墨西哥及加拿大等北美自由貿易區國家的競爭，亞洲國家輸美的紡織品份額從一九九〇年佔美國進口總額的68%下降至一九九六年的40%，凡此皆使得過去「亞洲小虎」（Asian Tigers）受惠自出口價格的優勢競爭局面產生質變。<sup>④</sup>

在解釋亞洲金融危機上，對於其開端與隨後的傳播效應（contagion effect）兩者間，以及其核心（core）的與加速惡化（exacerbating）的因素兩者間的區分是重要

註① EIU Country Report 4th quarter 1998: China, p.10.

註② Hal Hill, "An Overview of the Issues," in H.W. Arndt and Hal, Hill eds., *Southeast Asia's Economic Crisis-Origins, Lessons, and the Way Forward*, ASEAN Economic Bulletin, Vol. 15, No. 3 (December 1998), p. 225.

註③ Leif Roderick Rosenberger, "Southeast Asia's Currency Crisis: A Diagnosis and Prescription," *Contemporary Southeast Asia*, Vol. 19, No. 3 (December 1997), p. 223.

註④ Leif Roderick Rosenberger, *Ibid*, p. 225.



的。⑤哈佛大學國際發展研究院研究員 Steven Radelet 與 Jeffrey Sachs 在其共同發表於布魯金斯學會的內部研究報告中，介紹了對於亞洲金融危機的三種解釋：(一) 國際市場條件的變化；(二) 亞洲經濟對外債的管理和支付能力的變化；(三) 國際資本市場內在的不穩定性。二人基本上同意上述三者對亞洲金融危機皆起了作用，但卻認為國際資本市場內在的不穩定性才是此次深刻、嚴重、廣泛的危機的關鍵特徵。⑥另一方面，曾榮獲一九八一年諾貝爾經濟學獎的耶魯大學榮譽退休教授 James Tobin 認為，長期以來即被高估的東南亞幣值，在美國經濟復甦及美元持續強勢的作用影響下，其貨幣貶值亦是必然的命運。⑦

亞洲金融危機固然因政府的政策缺失、官僚無能、貪污橫行、裙帶關係網絡廣大以及銀行機制腐敗等內部因素而惡化，然而受到包括日本無力扮演促進此區域復甦的主要角色以及國際貨幣基金（IMF）的危機管理能力問題等外部因素影響，益使得亞洲金融危機情勢為之複雜化。⑧哈佛大學經濟學教授 Martin Feldstein 即撰文批評國際貨幣基金的干預措施是導致亞洲金融危機加速惡化之因。⑨

## 二、中國大陸官方觀點

自中國大陸的角度來看此次的亞洲金融危機，中共外經貿部計財司所發布的專論指出，從整個危機的發生、發展情況看，導致這場金融危機的表面原因是國際炒家對泰國經濟問題和泰銖匯率實行與美元掛勾的弊端進行炒作所致；深層原因是東南亞各國經濟結構不合理，當經濟發展過熱時，未對易產生經濟泡沫的過度投機行為進行控制，經濟嚴重依賴世界上少數幾個經濟大國，對外過早開放資本市場，宏觀監管不易，調控未能及時；其實質是東南亞各國在世界經濟一體化過程中，沒有及時進行經濟結構和相關政策的調整，使經濟發展過程中的弊端日益積累，最終導致金融危機。⑩

中國銀行國際金融研究所提出看法認為：⑪「此次亞洲各國金融危機的共同特徵是匯市和股市的暴跌，其直接原因是：外匯資金在短時期內的大量外流破壞了原來建立在資流入基礎上的資金平衡（即『外因』），形成巨額外匯資金缺口。外匯資金大量外流的動因確實是由於『內因』惡化動搖了國外投資者對亞洲國家的信心，而外因又反過來進一步加遽了內因的惡化（加速了房地產泡沫破滅、銀行資產質量下降、企業連鎖倒閉等）。但是，外資之所以能夠大量流入和在短時期內大量流出，並最終

註⑤ Leif Roderick Rosenberger, *Ibid*, p. 266.

註⑥ Steven Radelet & Jeffrey Sachs, 趙曉、劉軍節譯，「亞洲金融危機：診斷、處方及展望」，戰略與管理（中國大陸），1998年4月，頁38~47。

註⑦ James Tobin, 王林編譯，「亞洲金融危機的經驗與教訓」，國際金融研究，1998年第2期，頁48。

註⑧ Hal Hill, *op. cit.*, p. 267.

註⑨ Martin Feldstein, "Refocusing the IMF," *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 2 (March/April, 1998), pp. 20~33.

註⑩ 外經貿部計財司，「東南亞金融危機對我國外經貿的影響和對策」，對外經貿財會（北京），1998年1月，頁10~13。

註⑪ 齊文，「亞洲金融危機的內、外因及其中介環節」，國際金融研究，1998年第5期，頁40。



導致以匯市、股市的暴跌為共同特徵的區域性金融危機，核心原因不在於亞洲國家具有類似的『內因』或『外因』，而在於它們採取了類似的外匯制度。」因此，從中國大陸官方的立場而言，東南亞金融危機本質上乃被視為是一場外匯制度危機。

## 貳、人民幣不貶值的政策與制度意涵

亞洲金融危機爆發以來，中共高層領導人不斷向外宣稱中國大陸確保人民幣不貶值的承諾不會改變。中共關於人民幣不貶值決策的背後，事實上分別有其國家利益戰略層面以及外匯金融制度層面上的重要意義。

### 一、國家利益戰略層面意涵

一九九八年六月十八日，中共國家主席江澤民在政治局擴大會議宣布，除非作為人民幣主要掛鈎外匯的美元發生震盪，發生全球性金融風暴，本（二十）世紀內人民幣不作貶值的考慮。<sup>⑩</sup>隨後，國務院立即於次日召開全國電話會議，強調人民幣不會貶值，不存在人民幣貶值的必然性；相反，人民幣有升值的空間，從現階段到本世紀內，如不發生全球性金融風暴，人民幣幣值會保持相對穩定。<sup>⑪</sup>一九九八年六月二十三日，中共總理朱鎔基在中共中央、國務院、中央軍委的部、委、辦負責人座談會上，闡述政治局關於人民幣不貶值決策的意義時表示，亞洲金融風暴是對中國國家經濟實力地位的檢驗，對黨和政府的決策的正確性、堅定性的檢驗，對中國在國際上的發言權的檢驗，對中央對香港特區的莊嚴承諾和堅強後盾的檢驗，以及對國內社會穩定和政治穩定的檢驗。人民幣一旦貶值，國內的人心會大亂，加上下崗、待業、黨政腐敗、官僚主義等因素，會演變成地區性的社會動亂。人民幣本世紀內不作貶值考慮的決策，乃是以戰略眼光從國家當前和中期整體利益、從中國在國際上的地位及日益提高的影響力來衡量的。<sup>⑫</sup>

中共總理朱鎔基多次說明人民幣堅持不貶值有政治、經濟理由，也有國際因素，可以說中共領導人乃是著眼於全球、亞洲和中國大陸自身的國家利益這樣的全球戰略角度來看待及處理人民幣匯率政策的。<sup>⑬</sup>中國大陸在因應此波亞洲金融危機時，堅持採取人民幣不貶值的政策主要基於幾個層面考量：

註⑩ 引自羅冰，「人民幣貶值否，有爭議」，動向，1998年7月，頁7。

註⑪ 羅冰，前引文，頁7。

註⑫ 中共總理朱鎔基披露，一九九八年五、六月份，社會上人民幣兌美元的黑市買賣，從8.5貶至8.8元人民幣對一美元；內地省市9至9.5元人民幣兌一美元；邊遠地區則為10元人民幣兌一美元。自五月以來，內地老百姓已從銀行提取了五十億美元的外匯存款。一些公司非法套匯出境的美元，僅四、五兩個月，就約有十五億美元。引自羅冰，前引文，頁7。

註⑬ Amitav Acharya, "Realism, Institutionalism, and the Asian Economic Crisis," *Modern Asia Series Spring 1999*, Harvard University Asia Center, 參見網址<<http://www.fas.harvard.edu/~asiactr/MAS-040999.htm>>.



### (一) 彰顯中國大陸作為亞洲政經大國的實力以及全球性國家地位的提升

在中共第九屆人大召開期間，人民幣貶值的問題一度成為各界再次關注的議題，台灣高層官員再度提出人民幣在一九九四年大幅貶值是東亞金融危機始作俑者的論調，並預測人民幣將再貶值，中國大陸方面則再度保證絕不讓人民幣貶值，並指台灣官員一再放話說人民幣將會貶值是居心不良。<sup>①⑥</sup>中共不斷向外界作如此的承諾與確保，主要在於認知到，人民幣若貶值勢必會帶動東南亞新一波貨幣競爭貶值，對東南亞衰敝的經濟將更雪上加霜；若人民幣不貶值，則可暫時穩定目前情勢，有助於增進和改善中國大陸與東南亞彼此的關係。中共官員已表示中國大陸在此次亞洲金融危機中提供一「穩定之錨」的需要性；<sup>①⑦</sup>另一方面，一九九七年十二月十六日，中共總書記暨國家主席江澤民，在東南亞國協與中共、日本、南韓所聯合召開的「九加三」領袖會議中亦作了如下宣稱：「為了積極維護東南亞金融市場的穩定，我們不會讓人民幣貶值」。<sup>①⑧</sup>

亞洲金融危機中，中國大陸在穩定區域局勢方面所扮演的舉足輕重角色，以及其正在超越日本，成為美國在亞洲一個更為重要的經濟盟國這樣的發展趨勢，朱鎔基對此雖然表示中國大陸並無意爭取亞洲的經濟領導地位，然而，中共領導人再三主張人民幣不貶值的政策所蘊含的國際政治因素，除了欲藉此展現中國大陸與其他身陷金融危機之苦的亞洲國家共體時艱的氣度外，更欲藉此進一步彰顯中國大陸承擔大國責任和義務的能力。中共國務院總理朱鎔基在接受美國領袖雜誌訪談時強調，中國在亞洲金融危機中，未讓人民幣貶值，並通過國際貨幣基金組織的營運預算和雙邊管道，為一些亞洲和其他區域的國家提供幾十億美元的援助，中國在穩定亞洲經濟和區域局勢方面作出正面貢獻。中國的穩定和發展，對區域，甚至世界的繁榮與和平具有重大的影響。<sup>①⑨</sup>

與此同時，東南亞國協（ASEAN）未能在此波亞洲金融危機中發揮預期的區域性共同合作功能角色，對此，印尼經濟學家 Hadi Soesastro 即直言 ASEAN 的表現令人失望；相較於 ASEAN 在此次亞洲金融危機中的無能表現，中共在此次亞洲金融危機中力守人民幣不貶政策，事實上乃更凸顯其扮演亞洲政經大國的實力地位。<sup>②⑩</sup>另一方面，布魯金斯學院資深研究員 Nicholas R. Lardy 認為，與日本未對解決亞洲金融危機問題上多作貢獻相較，中共在此次亞洲金融危機中的表現及其所不斷進行的經濟改革措施，益使得中共愈來愈與日本在未來的亞洲經濟中互別苗頭，從而將可能進一步確立中共在此區域甚至是世界性的優勢地位。<sup>②⑪</sup>

註①⑥ 黃志典，「人民幣貶值的弔詭」，卓越雜誌，民國 87 年 4 月，參見網址<<http://ceiba.cc.ntu.edu.tw/MandB/essay-1.html>>。

註①⑦ Ross Garnaut, "The Financial Crisis: A watershed in economic thought about East Asia," *Asia-Pacific Economic Literature*, Vol. 12, No. 1 (May 1998), p. 7.

註①⑧ 明報（香港），1997 年 12 月 17 日，版 7。

註①⑨ 朱鎔基接受美國領袖雜誌訪談時發表的看法，參見網址<<http://www.chinesenewsnet.com/Main News/Headline /Sat-Apr-3-20-52-49-1999.html>>。

註②⑩ 引自 Hal Hill, *op. cit.*, p. 270.

註②⑪ Nicholas R. Lardy, "China and the Asian Contagion," *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 4 (July/August 1998), p. 88.



## (二) 避免中美巨額貿易順差摩擦惡化，有利中共 WTO 入會談判

從中美雙方經貿關係著眼考量，中共堅守人民幣不貶值的政策基本上亦符合其目前的國際政經利益。若人民幣貶值，中國大陸對美的貿易順差勢必擴大，並因而徒增兩國的貿易摩擦。<sup>②</sup>中共外經貿部即評估表示，東南亞金融危機對於中美貿易可能會造成一定程度的影響：一九九六年，按美方統計，中國大陸是美國的第四大貿易伙伴，第二大貿易逆差國。一九九七年，美中貿易逆差非但沒有減少，反而上升，大有趕超日本之勢；中共當時乃評估一九九八年美國的貿易赤字將由一九九七年的不到二千億美元上升到超過二千億美元；中共進一步認為此一狀況有可能會使貿易摩擦成為不可避免，世界貿易保護主義將再次加強。<sup>③</sup>

中共保證人民幣絕不貶值，除了可以取得國際社會的好感，也有助於加入世界貿易組織的談判。分析評論指出，「人民幣堅守價位的最大跡象也許在於，中共已以此作為對西方國家的政治讓步，其目的可能是為了要換取美國等貿易夥伴國在其他問題上的妥協。」<sup>④</sup>亦即，中共可以藉人民幣不貶值，來換取一些國際利益和籌碼，如加速進入世貿組織。

## (三) 維護香港政經穩定，確保「一國兩制」政策信心

受亞洲金融風暴的影響，香港經濟因此處於下滑的艱困境地。香港回歸後，中國大陸認為對於香港經濟穩定負有一定的責任，從政治上來講，就是保持香港繁榮，而若人民幣貶值，香港將難以捍衛港元，因此，堅守人民幣匯率政策對穩定港元來說無疑是重要的。另一方面，為打擊國際炒家，香港金融管理局乃於一九九八年八月底動用一千二百億港元外匯儲備基金進入股市，九月並公布「穩定港元七招」強化聯繫匯率，不讓炒家有可乘之機。<sup>⑤</sup>

基本上從北京的角度來看，對於香港匯率、股市造成衝擊，如果僅僅是國際炒家的經濟行為還不足懼，北京最為擔心的是國際炒家背後的政治因素，亦即將香港的經濟整垮，使「一國兩制」的香港受到挫折。香港的左派媒體更是不斷以專論指名美國在全球金融市場上謀畫「世界大戰」，進行「經濟侵略」。<sup>⑥</sup>

九七後，北京認為香港的「一國兩制」是落實得較為成功的，中共中央並不干預香港內部事物。但在香港甫回歸即面臨亞洲金融危機並對經濟造成強烈衝擊的情況下，若情況進一步惡化，將對中共「一國兩制」政策的執行產生重大損害。因此，中國大陸能否信守維持香港政經體制穩定繁榮的承諾，實攸關其「一國兩制」政策的政治信心問題。「港元聯繫制度不只攸關香港未來的經濟，也對中共承諾香港自治，並維持

註② Ross Garnaut, *op. cit.*, p. 7.

註③ 外經貿部計財司，前引文，頁10~13。

註④ 張知之，「亞洲危機大陸經改警鐘」，中央日報，1998年2月27日，參見網址<<http://www.cdn.com.tw/daily/1998/02/27/text/870227g3.htm>>。

註⑤ 台灣新聞報，民國87年9月8日，版4。

註⑥ 台灣新聞報，民國87年9月8日，版4。



『一國兩制』具象徵意義。這個政策進而不只用以安撫國際投資人參與香港未來的繁榮，也特別針對台灣，做為一個範式，讓台灣曉得，同意統一，在經濟上，甚至政治上，會有什麼樣的自主權。因此，不計一切代價維持聯繫制度，不只對香港，也對中國大陸有強大的利益。」<sup>②</sup>因此，北京乃十分警覺在香港的國際投機炒家其背後是否有非經濟的成分動機存在。中共國務院總理朱鎔基即表示，人民幣一旦貶值，必然會對香港金融體制帶來衝擊，接著會給社會、人心帶來震盪；西方、日本勢必乘機衝擊港幣和香港金融市場，對此災難性的後果，中央是有準備的。<sup>③</sup>

## 二、外匯金融制度層面意涵

儘管中共高層領導人不斷確立捍衛人民幣不貶值的政策決心，然而，人民幣不貶值政策的執行及持續性，主要仍賴於中共所實行的外匯金融體制所支撐。

### (一) 當前中共外匯金融體制特色

中共當前外匯體制主要實施管理浮動匯率制（參見表一），總體而言，中國大陸除對直接投資已經基本開放完畢，對於其他各項的管理則均相當嚴格。

表一 中共外匯金融體制特色（1999年）

制 度	特 色	內 容
匯率制度	管理浮動制	中央銀行每日宣布美元、港幣和日圓的參考價。美元日浮動範圍不超過0.3%；港幣和日圓日浮動範圍不超過1%。
外匯流出入制度	直接投資管理	外商向境內投資基本無限制，居民對外投資限額管理。
	信貸活動管理	居民放款給非居民採取限額管理；居民從非居民借款沒有控制。
	資本和貨幣市場工具管理	非居民可購買當地資本和貨幣市場工具；經管理機關批准，非居民可在境內發行、銷售資本市場和貨幣市場工具。
	衍生產品其他金融工具管理	經批准，非居民可在當地出售和發行衍生產品其他金融工具；居民可以買賣海外的衍生產品其他金融工具。
	外匯交易管理	經常項目下的外匯可自由兌換；敞口頭寸採限額管理。

資料來源：作者整理自齊文，「亞洲金融危機的內、外因及其中介環節」，國際金融研究，1998年第5期，頁40。

### (二) 支撐人民幣不貶值的外匯金融制度結構因素

人民幣不貶值除了是因亞洲金融危機而強化了對匯率穩定的現實需要所導致外，

註<sup>②</sup> Callum Henderson, *Asia Falling? Making Sense of the Asian Currency Crisis and Its Aftermath* (Hong Kong: McGraw-Hill, Inc, 1998), p. 265.

註<sup>③</sup> 羅冰，前引文，頁7。





其形成原因主要還在於中共宏觀上對外匯需求的壓制，以及微觀上外匯需求價格彈性極低這兩項外匯金融制度層面所形成的「人民幣匯率超穩定結構」所致：<sup>②</sup>

1. 對外匯有效需求的壓制：中共新的外匯體制建立主要有二大基礎，一為強制結售匯制度仍適用於國內大多數企業；二為中央銀行對各外匯指定銀行的結售匯週轉餘額實行比例管理。這兩項制度的硬性規定對人民幣匯率的形成機制產生了極大的非市場因素影響，企業和外匯銀行失去了對外匯的投機性或預防性需求，而僅僅滿足於交易性需求，造成外匯需求被人為地壓制。

2. 外匯需求價格彈性極低：在中共現行匯率制度安排下，外幣成為依附於進出口業務的工具，僅作為國際貿易的支付手段而存在，此乃決定了市場主體對匯率變化的低敏感度。另一方面，在強制結售匯制下，企業存儲及吞吐外匯的能力受到很大限制。同時，由於國家對外匯指定銀行的結算週轉外匯餘額實行比例浮動管理，形成無論是企業或銀行對匯率變動的敏感度降低的情形，進一步乃導致外匯需求價格彈性極低的狀況。由於匯率變化影響外匯需求的作用有限，而且在匯率變化的情況下還存在潛在的匯率風險，則固定不變的匯率乃成為最好的選擇。於是，由此形成了人民幣匯率的超穩定。

綜上所述，中共堅持人民幣不貶值政策的背後，實際上乃涉及到基於國家利益的總體戰略考量，以及源自於中共外匯金融管理體制的制度設計使然。

### 叁、亞洲金融危機對中共未來外匯金融自由化的衝擊影響

中國大陸基於上述幾個層面的因素考量，不斷對外保證人民幣不會貶值。儘管其政府高層領導人不斷強調此對於中國大陸在國際政經層面上所象徵的重要性意義，然而亞洲金融危機本身以及中共政治領導人為了因應此波金融危機所作的政策決定，對於中國大陸未來在進行外匯金融自由化的層面影響，卻是其政府高層領導人未來所將面臨的衝擊與挑戰：

#### 一、中共關於人民幣不貶值政策的爭議

邁入「十五大」後所形成的「江、朱、李體制」，儘管彼此「相互的需要超過互相衝突的因素，但由於缺乏制度性的保證，因此並不是一個穩定不變的三角關係，當各人的地位、威望出現新的變化，尤其是具體策略和理念產生分歧之後，這種三角關係就會變形，甚至無法避免走向衝突。」<sup>③</sup> Michael D. Swaine 認為，中共的決策特質主要是由黨政軍高層領導人所組成的集體領導所作成的最後政策決定，因此，在國家事務有關決策過程中乃需依賴黨政軍高層領導人間的相互協調與協商，而官僚部門

註② 整理自李勁松，「人民幣匯率超穩定結構的形成原因及經濟影響」，國際經貿探索，1998年第6期，頁33~34。

註③ 中國局勢分析中心主編，朱鎔基面臨的風險（加拿大：明鏡出版社，1998年4月），頁47。



利益又往往扮演政策詮釋及執行的關鍵性角色。<sup>①</sup>

近年中國大陸經濟「軟著陸」成功，加以一九九七年擋住亞洲金融危機，使得朱鎔基的能力得到證明，接任國務院總理亦成爲衆望所歸。然而，由於亞洲金融危機國家借助經濟的恢復及貨幣貶值的優勢，競爭力大幅增強，此使得中國在與這些國家產業結構相似度較高的情況下，將限制其出口的增長，影響其國外需求。<sup>②</sup>根據中國海關統計，一九九九年上半年出口總額 830 億美元，下降 4.6%；<sup>③</sup>另一方面，「由於『保八』產生動搖，人民幣匯率進一步面臨險境，因此儘管中共領導人一致對外不斷重複『堅持不貶』的承諾，但是，中南海內部在是棄是守，則是意見不一；而人民幣匯率的穩定正是朱鎔基於一九九四年取消雙軌制，完成匯率統一的政績，因此，不願人民幣貶值乃事關朱鎔基個人的政治前途。」<sup>④</sup>基本上，中共內部主張人民幣應貶值的聲音大致來自國務院各研究院、全國人大、全國政協、政治局等幾個層面（參見表二）。<sup>⑤</sup>

表二 中共內部主張人民幣貶值的主要代表

單位	內容
國務院各研究院 國務院經濟研究室 中國社會科學院經濟研究所	主張讓人民幣逐步貶值 7%~9.3%。 主張分三至五個階段，讓人民幣對日圓、韓圓、泰銖、坡幣在穩定上貶值 9%。
全國人大常委財政經濟委員會	針對人民幣幣值問題提出四點意見： (1) 幣值應由市場經濟作爲決定的主要因素； (2) 國家領導人至某部委領導以個人意志、行政命令決定幣值升貶的作法不當； (3) 不應承擔看不見的「代價」及受外國政經界左右； (4) 人民幣升貶要立足於國家利益。
全國政協	1998 年 6 月 15 日的全國政協第九屆全國委員會第五次主席會議上，政協副主席李貴顯、陳俊生、張思卿、任建新等人提出請中央解釋人民幣不貶值的原因及由誰決定人民幣幣值的問題。
政治局	1998 年 6 月中旬，李鵬、李嵐清在政治局會議上提出對於人民幣現階段不作貶值的決定要留有餘地。二人的意見當時在會上得到李瑞環、羅幹、田紀雲、李鐵映、謝非等人的支持。

資料來源：作者整理自羅冰，「人民幣貶值否，有爭議」，動向，1998 年 7 月，頁 7。

註① Michael D. Swaine, *The Role of the Chinese Military in National Security Policymaking* (Santa Monica: RAND Corporation, 1996).

註② 李曉超、王文波、杜宇，「快速增長與放慢增長——我國長期和近期經濟發展的趨勢與特徵」，中國國家統計局專家論壇，參見網址<<http://www.stats.gov.cn/news/yczl/yczl99/yc015.html>>。

註③ 「上半年國民經濟總體運行情況良好」，中國國家統計局，參見網址<<http://www.stats.gov.cn/news/jmtj/jm99/99zh6.html>>。

註④ 中國局勢分析中心主編，*中國能否守住最後的堤壩*（加拿大：明鏡出版社，1998 年 9 月），頁 25~26。

註⑤ 整理自羅冰，前引文，頁 7。



而在北京關於「人民幣絕不貶值」的政策宣示背後，中共高層之間所出現的激烈爭論，可說是再次暴露了「院」（國務院）「會」（人大、政協）之間的矛盾。<sup>⑤</sup>

## 二、中共中央銀行在現行外匯金融體制下面臨的難題

中共在一九九六年十二月一日開始實行經常項目下的人民幣自由兌換，正式履行國際貨幣基金組織第八條款國所必須履行的義務，亦即中國大陸必須履行經常項目下的廢除歧視性貨幣措施、實行支付自由化和貨幣可兌換等三項義務。另一方面，在面對及因應亞洲金融危機之際，中共領導人強調維繫國內匯率金融秩序穩定的重要性與急迫性。在此背景下，中共中央銀行實面臨多重難題：<sup>⑥</sup>

**(一) 國際資金流動管理漏洞：**中共自一九九六年十二月實行人民幣開放經常帳項目下可自由兌換以來，亞洲金融危機對中國大陸外匯金融的影響逐漸凸顯，此主要表現在外匯市場結售匯差額明顯降低上。九四年至九七年十月以前，外匯市場結售匯交易額平均每月 30 至 40 億美元左右，每月順差幾乎 10 億美元左右。但在九七年十一月至九八年二月結售匯之順差，已使外匯儲備增加速度明顯放緩，每月幾億或每月不到 1 億美元。九八年二月至九八年九月，則出現逆差。九七年年底，中共國家外匯儲備總計 1,399 億美元，在九八年九月底中共國家國際收支影響最嚴重的時候，外匯儲備總計 1,411 億美元。同一時期，在進出口貿易、利用外資工作上保持雙順差；九月底，進出口貿易順差約 267 億美元，同一期間利用外資實際到位資金 243 億美元，形成 400 餘億美元的國際收支漏洞。<sup>⑦</sup>根據估計，僅在一九九八年就可能約有 300 至 400 億美元被非法匯出中國大陸境外。<sup>⑧</sup>

**(二) 調控目標多元化：**中共在成為 IMF 第八條款國後，除了得到 IMF 的特別許可，宏觀管理部門再也不能採用外匯管制的方式來平衡國際收支，此意味著中共宏觀經濟的管理層必須放棄運用了幾十年的傳統管理方法，改採間接的方法調控國際收支，從而使得中央銀行在選擇政策目標時，不僅要考慮國際收支的平衡，還必須考慮物價穩定、經濟增長和就業等其他政策目標，而這些目標之間往往存在著相反的關係。因此，中央銀行必須在諸多目標中進行平衡、選擇。

**(三) 調控效果的不確定性：**中共在成為第八條款國後，匯率將成為中共中央銀行難以控制的金融變量。

**(四) 調控技術的複雜性：**中共中央銀行一方面希望匯率有一定彈性，通過匯率變

註⑤ 羅冰，前引文，頁 7。

註⑥ 王泰允，「大陸外匯最新規定說明」，財務金融實務，參見網址<<http://210.67.53.3/maz/data/12-15.htm>>；黃澤民，「論人民幣在經常帳項目下實現可兌換的意義與影響」，世界經濟，1998 年第 1 期，頁 32~33。

註⑦ 以上數據係引自王泰允，前引文。

註⑧ Dwight, Perkins "Impact of the Asian Economic Crisis on China," *Modern Asia Series Fall 1998*, Harvard University Asia Center, 參見網址<<http://www.fas.harvard.edu/~asiactr/MAS-120498.htm>>.



動來調整國際收支的不平衡。另一方面又不希望匯率過度波動，以使對外貿易和國際投資有一個穩定的貨幣環境。但是由於受外匯儲備量和國內政策目標的限制，使得中共中央銀行干預外匯市場的能力受到限制。

綜上所述，中共在面臨亞洲金融危機與遵守 IMF 第八條款義務規定之際，由於資本項目受到嚴格管制及利率水平受到一定管制的雙重制約，使得中共的本幣政策和匯率政策互相影響之關聯性受到限制，形成中共在外匯公開市場操作上的困難。

### 三、外匯金融自由化及其風險問題

隨著中國大陸對外開放的不斷擴大，中國金融市場日益成為資源配置、資產和資本組合的主要場所和渠道，外資金融機構亦逐漸成為中國金融體系的重要組成部分。根據統計，僅一九九六～一九九八這三年，中國通過境內外股票發行上市為國家經濟發展籌集資金即達 3450 多億元；至一九九九年七月，中國上市公司總數突破 900 家，深滬兩地股市總市值達 2.85 萬億元人民幣，流通市值計 9100 多億元，<sup>⑩</sup>但截至一九九九年九月，全國亦僅有 12 家投資基金；<sup>⑪</sup>截至一九九九年九月，外資銀行在華分行有 167 家，另有 7 家外資財務公司和 11 家外資保險公司，總資產為 340 億美元，<sup>⑫</sup>其業務在中國佔有一定市場份額，其中，外匯資產佔 16.4%，外匯貸款佔 23%，外匯存款佔 5%，進出口結算量則佔一半以上市場份額，<sup>⑬</sup>但中國現有外資金融機構總資產仍不及中資銀行資產的 3%，外資銀行人民幣存款之和也僅為 20 億元人民幣。<sup>⑭</sup>中共在外匯金融市場開放進程中，除已於一九九六年十二月施行人民幣於經常項目下可兌換政策外，25 家外資銀行從一九九六年始相繼獲准開展人民幣業務。儘管中國不斷在外匯金融領域採取漸進的開放措施，然而，在國內自身金融體制與資本市場尚未健全的掣肘下，中共是否已具備全面開放外匯金融自由化的條件遂成為疑問。隨著中美重新開啓 WTO 入會談判，中國在外匯金融服務業領域所面臨的自由化開放呼聲日益高漲，如何在國際金融自由化浪潮與國內既得利益者兩者間尋求一妥適的槓桿均衡點，成為中共國家領導高層的一大要務。

#### (一) 中共實施外匯金融自由化面臨的難題

儘管中國陸續進行相關的金融體制改革與開放，但根據中共國家發展計畫委員會

註⑩ 「我國金融業取得輝煌成就，金融資產急劇膨脹，保險、證券從零起步，發展迅猛；外資金融機構數量逐年增加」，證券時報，1999 年 9 月 6 日，參見網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t090636.htm>>。

註⑪ 「梁定邦：中國應對外資開放 A 股市場」，遠東經濟評論，1999 年 9 月 6 日，參見中經網網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t090620.htm>>。

註⑫ 「未來金融全方面開放」，大公報（香港），1999 年 9 月 14 日，參見中經網網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t091422.htm>>，1999 年 9 月 14 日。

註⑬ 「加入 WTO 我國金融業面臨嚴峻挑戰」，1999 年 6 月 14 日，參見網址<<http://202.96.31.133/information/worl.../9c9696299fdb5f55482567930003d0b4?OpenDocumen>>。

註⑭ 「未來金融全方面開放」，大公報（香港），前引網址。



發展規畫司發表的「我國經濟結構現狀及『十五』調整方向和政策」報告內容所示，中國在銀行領域乃是實行比較嚴格的市場准入控制制度，從某種意義上維持著金融領域的現有壟斷地位，帶有行政壟斷的特性；中國在金融業實行的基本上仍是國有銀行寡頭壟斷體制，<sup>⑤</sup>而中國的銀行主要貸款對象為國有企業，隨著國有企業效益滑坡導致銀行壞帳猛增，其貸款總額中成為呆帳者保守估計即有 20%；<sup>⑥</sup>目前全國金融機構的不良資產數額更已達國內生產總值（GDP）的 25%，共計約 9000 億元人民幣之多。<sup>⑦</sup>

此外，中國資本市場的發展仍顯滯後且尚未健全，與國際資本市場相比差距甚大（參見表三），仍有許多發展空間，但也因此會承受較大的國際競爭壓力。大致而言，中國資本市場主要存在證券市場規模過小、企業融資過度依賴銀行間接融資、人民資產結構單一、金融投資工具（品種結構）不足、市場主體行為規範欠佳、證券市場法人比重過小，投資結構不合理等缺失。<sup>⑧</sup>

根據中共國家發展計畫委員會宏觀經濟研究所針對中國加入 WTO 後對金融領域的不利影響所做的分析報告，按照 WTO 落實國民待遇的規範要求，未來外資金融機構與內資金融機構將從分業競爭轉向同業競爭，此對於中國將產生五方面消極後果：<sup>⑨</sup> 1. 國內金融機構面臨過快開放下可能全部被淘汰的巨大挑戰；2. 非銀行金融機構過多過濫，亦成為金融風險發生地；3. 外商投資企業在外資金融支持下，更易形成市場壟斷和產業壟斷；4. 外資金融機構經營失誤可能嚴重干擾金融市場正常發展；5. 資本流動自由化的消極影響不可低估。

中國社科院財貿經濟研究所亦針對中國開放金融市場提出三大主要風險分析：<sup>⑩</sup> 1. 債務風險。按照 IMF 和世界銀行關於外債的定義，中國境內的外資銀行對境外債務乃屬標準外債範圍；2. 人民幣穩定性風險。在人民幣可自由兌換條件下，外資金融機構的信貸規模和吸收存款的規模在中國金融機構總信貸規模和存款規模佔較高的比重，外資金融機構的經營活動將對人民幣幣值穩定產生影響；3. 國際金融市場波動引入風險。外資銀行進入將強化國際金融市場波動傳導機制，從而對中國貨幣政策傳導機制和調控過程產生干擾作用，影響國民經濟結構調整和穩定發展。

註⑤ 季潔，「我國經濟結構現狀及“十五”調整方向和政策」，中國經濟時報，1999年6月16日，參見網址<<http://www.cet.com.cn/zhuanti/99061601.htm>>。

註⑥ 楊斌，「工業規模結構的“二元”分化及治理對策-兼論國有企業擺脫困境的有效措施」，中國與世界，1999年8月號，參見網址<<http://www.chinabulletin.com/99/zs9908b.gb0>>。

註⑦ 根據統計，中國1999年上半年的國內生產總值達36189億元人民幣。參見「全國金融機構共有9000億不良資產在等待處理」，和訊網，1999年9月11日，網址<<http://www.homeway.com.cn/lbi-html/news/gncj/34034.html>>。

註⑧ 根據1998年8月末數據統計，在全部投資者中，散戶投資者佔99.6%，機構投資者佔0.4%；參見「政府與企業集資的管道——資本市場」，大陸經濟季刊，1999年第3期，頁65。

註⑨ 引自趙新社，「近觀中國入貿的三個難點」，中國經濟時報，1999年4月26日，參見網址<<http://www.cet.com.cn/2huanti/99042601.htm>>。

註⑩ 引自趙新社，前引文。



表三 中國（PRC）與國際資本市場比較

項目	中國*	國際
證券市場規模	至 1999 年 7 月： 深滬兩市： 上市公司總數逾 900 家 股市總市值 2.85 萬億元 流通市值 9100 億元	至 1999 年 1 月底： 紐約證券交易所： 上市公司 3105 家 股票總市值 10.5 萬億美元 那斯達克（NASDAQ）： 股票總市值 3 萬億美元 東京股票交易所： 股票總市值 2.5 萬億美元 倫敦股票交易所： 股票總市值 2.3 萬億美元 法蘭克福股票交易所： 股票總市值 1.2 萬億美元
證券化率**	24.4%（1998 年）	發達國家（1996 年）： 美國 115.6%、英國 151.9%、加拿大 83.9%、澳大利亞 79.5%、新加坡 159.7%、荷蘭 96.5%、日本 67.2% 發展中國家（1996 年）： 韓國 28.6%、泰國 53.9%、墨西哥 31.8%、印度 34.4%、埃及 20.9%
流通市值佔 GDP 比重	7.26%（1998 年）	發達國家（1996 年）： 美國 244%、日本 178%、德國 133% 發展中國家（1996 年）： 印度 93%、泰國 114%、巴西 67%
企業融資渠道	1997 年： 間接融資佔 76.8% 直接融資佔 23.2%	直接融資（1980 年代以來） 美國佔 50% 左右 日本佔 30% 以上 印度、印尼、韓國約佔 30%
人民資產結構	1997 年中國城鎮居民金融資產總額中： 銀行存款佔 80% 以上 有價證券佔 10% 現金、其他金融資產不足 10%	發達國家居民金融資產結構大體為“三三制”，即銀行存款、有價證券、其他資產各佔 1/3。
金融投資工具	除了銀行存款、國債外，主要是企業債券、股票和少量的封閉式基金。投資基金資金總量佔銀行存款比重不足 1%。	美國 1993 年投資基金即逾 1.6 萬億美元，資產總額達 2 萬億美元，為全美銀行儲蓄存款 1.5 倍。

附註：\* 貨幣單位以人民幣計。

\*\*指證券市場市價總值佔同期 GDP 比重。

資料來源：「政府與企業集資的管道——資本市場」，大陸經濟季刊，1999 年第 3 期，頁 64~65；陳乃道，「任重道遠——入「世」之際的中國證券業」，金融時報，參見網址<<http://203.207.228.17/hot/wto/New/50602.txt>>；「我國金融業取得輝煌成就，金融資產急劇膨脹，保險、證券從零起步，發展迅猛；外資金融機構數量逐年增加」，證券時報，1999 年 9 月 6 日，參見網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t090636.htm>>。



## (二) 中共因應國際金融自由化的對策

亞洲金融危機後，中國招商引資格局發生新的變化，根據統計，一九九八年上半年新批外商投資企業 9667 家，實際利用外資 218.66 億美元（包括外商其他投資 14.16 億美元），分別比上年同期下降 0.98% 和 0.05%；<sup>⑤</sup>直至一九九九年上半年仍未回升，一～六月，外商直接投資協議額 194 億美元，實際直接利用外資 186 億美元，分別比上年同期下降 19.9% 和 9.2%。<sup>⑥</sup>在投資來源區域方面，一九九八年一～六月，來自日本、韓國等地的實際投資同比下降 24～28%，而美、英等國的對華投資則同比增長 20～26%，使得過去以港、澳、臺華資為主的東方政府集權市場經濟下所謂的「政府主導型市場經濟模式」，漸被西方不同價值取向的所謂「傳統市場經濟模式」取代。<sup>⑦</sup>在此背景下，如何因應經濟全球化、金融自由化浪潮日趨高漲、全球資本流動更趨迅速和金融服務方式愈趨新穎等趨勢，以更有效地吸引外資，乃成為亞洲金融危機後中國必須面對的新課題。另一方面，中國還面對來自美國要求其開放金融市場的壓力。一九九九年四月份中共國務院總理朱鎔基訪美期間，美國貿易代表署於四月八日單方面公布了美中就中國進入世貿組織談判達成《市場准入和議定承諾》（Market Access and Protocol Commitments），其中在金融業方面，美國談判的重點在於能「為外資銀行爭取全部權利，使其既能經營當地貨幣，也能經營外匯業務（對於市場向美國的產品及服務的開放，後者顯然是一個主要的因素）；既能服務中國客戶，又能服務外國客戶；實現投資自由化。」<sup>⑧</sup>儘管中美仍在繼續此項目的談判，但中國已經同意，加入 WTO 後，美資銀行可立即向外國客戶提供所有外匯業務。加入 WTO 一年後，美國的銀行可向中國客戶提供外匯業務，中美合資的銀行將立即獲准經營，外國獨資銀行將在五年內獲准經營，外資銀行在二年內將獲准經營人民幣業務，五年內獲准經營金融零售業務。<sup>⑨</sup>中共國家經貿部新聞發言人溫再興在第三屆中國投資貿易洽談會新聞發布會上並表示，中國將在金融、保險、電信等十一個領域進一步放寬外商投資。<sup>⑩</sup>

面對來自上述幾個層面的國際金融自由化壓力下，中國陸續進行了相應的金融有關開放與防範風險多項措施，並提出各項促進金融市場開放的政策建議：

### 1. 在國內市場改革開放方面，中國經濟學家厲以寧針對目前中國居民近 6 萬億元

註⑤ 「中國經濟走向全球化」，大陸經濟季刊，1999 年第 3 期，頁 61。

註⑥ 「上半年國民經濟總體運行情況良好」，中國國家統計局，前引網址。

註⑦ 「招商引資中政府行為的錯位」，大公報（香港），1999 年 9 月 10 日，參見網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t091037.htm>>。

註⑧ USTR, "April 8, 1999 Market Access Commitments of the Government of China on Goods, Services, and Agriculture," Agreements Negotiated by the United States Trade Representative, <<http://www.ustr.gov/agreements/index.html>>.

註⑨ 陳東，「面對國際金融一體化的挑戰——加入 WTO 對中國金融業的影響及應對」，金融時報，1999 年 5 月 10 日，參見網址<<http://203.207.228.17/hot/wto/New/51003.txt>>。

註⑩ 「第三屆中國投資貿易洽談會今天開幕，中國將在十一個領域放寬外商投資，並將繼續推行鼓勵台商投資政策，一如既往地推動兩岸經貿交流不斷向前發展」，中經網，1999 年 9 月 8 日，參見網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t090836.htm>>。



儲蓄存款和 1 萬億元手持現金之市場閒置資金，提出應發展共同投資基金，允許民間資本進入的開放建議，並且透露中共《投資基金法》正在起草之中。<sup>⑦</sup>此外，面對國際超級銀行爭奪全球金融市場並且搶灘中國銀行業務市場的競爭壓力，學者則主張應積極推動中國銀行業的併購重組，並建議逐步打破銀行、保險、證券投資分業經營的限制，支持商業銀行併購非銀行金融機構兼業經營保險和證券投資業務，以培育全能化的超級金融集團，參與全球金融競爭。中國銀行業乃於一九九八年開始推動併購重組方略，以求化解中小銀行風險，提高國內銀行競爭力。<sup>⑧</sup>中國證監會則於一九九九年九月八日發出《關於法人配售股票有關問題的通知》，其中闡明國有企業、國有資產控股企業、上市公司所開立的股票帳戶，可用於配售股票，也可用於投資二級市場的股票，以此增加國企投資經營渠道。同時並規定，在二級市場買進賣出或賣出買入同一種股票的時間間隔不得少於 6 個月，藉以抑制投機炒作行為。<sup>⑨</sup>

2. 在對外資金融開放方面，中國人民銀行於一九九八年九月四日批准國際金融公司參股上海銀行的投資案，雙方並於美國東部時間一九九九年九月九日在華盛頓正式簽署協議書。藉由吸納國際金融公司參股投資，以有助於上海銀行借鑒和引進先進的商業銀行管理機制，增強開拓國際業務能力。<sup>⑩</sup>在證券市場開放方面，國務院發展研究中心課題組提出，中國可嘗試開放合資基金投入 A 股市場，並吸取日本經驗，對外資通過股票市場購買國內企業股票先採取「原則上禁止」的個案認可方式，逐步加大證券市場准入程度，在條件成熟且實現資本帳戶下人民幣自由兌換後，擴大部分直至所有 A 股的對外開放，實現證券市場與國際資本市場接軌；同時可試行全球存托憑證、可轉換股票債券、BOT 投資方式及資產證券化等多種金融衍生性工具。<sup>⑪</sup>中國證監會首席顧問兼香港證監會前主席梁定邦則指出，中國可仿效台灣和印度中央銀行監督海外投資者的做法，全面對外資開放包括 A 股市場在內的整個股票市場，引入海外機構投資者以解決資金問題。<sup>⑫</sup>其後，中共外經貿部部長助理馬秀紅於第三屆中國投資貿易洽談會宣布，中國將採取一系列鼓勵外商投資新措施，符合條件的外商投資企業可申請發行 A 股或者 B 股。<sup>⑬</sup>

註⑦ 「厲以寧：民間資本進入才能拉動中國經濟」，中新社，1999 年 9 月 8 日，參見網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t090864.htm>>。

註⑧ 吳雁，「銀行業併購重組：國際態勢與中國對策」，1999 年 8 月 13 日，參見網址<<http://www.ssnews.online.sh.cn/news/99.08/99813f21.htm>>。

註⑨ 金融時報，1999 年 9 月 9 日，參見網址<<http://www.securities-times.com.cn/199909/09/gbdd-19990909001-1.html>>。

註⑩ 國際金融公司成立於 1956 年，為世界銀行集團成員，其股本金來自於 174 個成員國，中國也是其股東之一。「我國地方股分制商業銀行改革與發展進程中的新突破——國際金融公司參股投資上海銀行」，金融早報，1999 年 9 月 10 日，網址<<http://www.fmp.com.cn/fmp/jrzb/19990910/0910a07.htm>>。

註⑪ 國務院發展研究中心課題組，「WTO 與中國資本市場開放策略」，參見網址<<http://203.207.228.17/hot/wto/Analysis/w10.html>>。

註⑫ 「梁定邦：中國應對外資開放 A 股市場」，遠東經濟評論，前引網址。

註⑬ 「我國將採取一系列鼓勵外商投資新措施，符合條件的外商投資企業可申請發行 A 股或者 B 股」，證券時報，1999 年 9 月 9 日，參見網址<<http://www.securities-times.com.cn/199909/09/gdbb-19990909018-4.html>>。





3. 在外匯體制改革開放方面，與金融證券領域的相對寬鬆開放幅度相較，中國對於外匯全面開放自由化則持較為保留態度，尤其對於資本帳戶下的人民幣兌換進行嚴格管制的態度則相對堅持。中共國家外匯管理局資本項目管理司投資處處長劉欣表示，當前中國外匯管理工作仍將堅持三個「不變」，即堅持人民幣經常項目可兌換原則不變，不對經常項目重新實施匯兌限制；堅持資本項目管理不變，堅持外匯資金正常、有序流動；堅持實行人民幣完全可兌換的最終目標不變，促進中國進一步開放。<sup>④</sup>此外，《中國人民銀行法》第三條規定：「貨幣政策目標是保持貨幣幣值的穩定，並以此促進經濟增長。」亦即在幣值穩定與經濟成長兩項政策目標之間的主從選擇上，中國的貨幣政策是以穩定幣值為主要的第一層次目標。<sup>⑤</sup>中國學者以所謂的「三元悖論」說明中國選擇「匯率穩定」和「貨幣政策獨立性」，故必須放棄「資本的完全自由流動」，即只應開放經常帳戶而不應開放資本帳戶，並認為若中國因急於今年加入WTO而接受美方讓中國金融服務業大幅度開放的要求，則將無異是放棄了抵禦亞洲金融危機行之有效的資本帳戶管理政策。<sup>⑥</sup>中共國務院經濟體制改革研究所公布的報告稱中國政府有能力應付「入世」挑戰，視「入世」為主動提高金融市場競爭水平和管理的機會，並認為由於WTO談判並不涉及中國的貨幣政策，所以未來對於中國的金融服務業影響並不大。<sup>⑦</sup>由此亦可看出中國在確保貨幣政策獨立性方面的強調與堅持態度。中共國家外匯管理局資本項目管理司投資處處長劉欣指出，鑑於亞洲金融危機之苦，人民幣自由兌換的先決條件除了須先建立起一健全的外匯管理監督體制外，尚包括中國方面必須維持穩定國際收支帳與適當的外匯準備。<sup>⑧</sup>雖然中國外匯儲備截至一九九九年八月底止已逾1500億美元，但由於中國外匯市場上的這種供求形式是在過去壓制需求的條件所實現，隨著中國外債利息支付規模的不斷擴大，以及資本流入的利潤、利息匯出的增加，中共國務院發展研究中心提出報告認為，中國未來在資本帳戶開放上應採取先放長期資本項目，後放短期資本項目的順序逐步完成，並應將債務性資本流動特別是短期資本流入納入外債管理制度。<sup>⑨</sup>

基本上，在面對國際要求外匯金融實施自由化以及國內自身實行外匯金融自由化

註④ 余東暉、曾憲成，「中國當前外匯管理仍將堅持三個“不變”」，中新社，1999年9月10日，參見網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t091005.htm>>。

註⑤ 王成續等編著，大方略：中國新一屆政府跨世紀大政綱領——第二部：“三個到位”（北京：台海出版社，1998年4月），頁298。

註⑥ 麻省理工學院經濟學家 Paul Krugman 認為，國際經濟體系有一個內在的「三元悖論」，亦即在各國貨幣政策的獨立性；匯率的穩定性；資本的完全流動性三個目標中，只能達到二個，不能三個目標同時實現。參見崔之元，「加入世界貿易組織不是中國當務之急」，中國與世界，1999年8月號，網址<<http://www.Chinabulletin.com/luntan/wto/cui2.gb>>。

註⑦ 引自「報告稱中國政府有能力應付“入世”挑戰」，明報（香港），1999年9月10日，參見網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t091007.htm>>。

註⑧ 「人民幣終將自由兌換，但需先建高效能的外匯管理體制」，鳳凰衛視（香港），1999年9月13日，參見網址<<http://dailynews.cei.gov.cn/t091328.html>>。

註⑨ 國務院發展研究中心課題組，「WTO與中國資本市場開放策略」，前引網址。



的難題與風險兩難困境下，中國在因應外匯金融自由化的對策應大致可能採取一種「金融鬆外匯緊」的政策基調。

## 結 語

在歷經金融危機的侵襲後，東南亞國家不支倒地，中國大陸未來的發展則成為眾所矚目的焦點。近幾年來中國大陸與東南亞國家迅速的發展經驗令人側目，但 Paul Krugmen 卻在其一九九四年所發表的論文中質疑，東南亞國家不過是靠勞動與資本積累所發展出的「紙老虎」而已。<sup>①</sup>亞洲金融危機確實令中國大陸對「亞洲模式」進行省思，但這並不意味著中國大陸將全盤接納 Krugmen 那種從西方（尤其是美國）利益價值觀點出發的論點。政府以往那種過度的行政干預固然不可行，但是對於中國大陸而言，政府沒有履行應有的監管職能同樣會導致金融秩序的混亂，因此，香港及台灣因應亞洲金融危機採取的限制投機活動的措施乃被中共視為是旨在穩定宏觀經濟的稱許典範，其並不違背金融自由的基本原則。<sup>②</sup>因此，中國大陸基本上並未否定「東亞模式」尤其是政府在經濟中扮演的監管角色作用。事實上，關於改革開放後的中國大陸經濟發展模式究竟會走向東歐還是東亞模式這樣的爭論，基本上還需從其「雙重經濟」體制的角度出發予以考量；<sup>③</sup>而所謂「東亞發展模式終結」這樣的主張恐怕仍有待商榷。<sup>④</sup>經濟學家 James Tobin 即指出，東南亞事態的發展使人對「金融市場自由化與全球化是通向繁榮與進步的道路」這樣的看法提出質疑。他甚至認為，「只要世界分成不同的國家，則國際金融交易不那麼順利可能是有利的。」<sup>⑤</sup>史丹佛經濟學教授劉遵義則認為，對國內居民資本帳戶交易進行暫時性的、短期的管制，有助於儘快地穩定國內貨幣市場，進而使「掠奪式投機」（predatory speculation）行為失效。<sup>⑥</sup>

八〇年代以來，自由化與國際化是主導全球經濟思潮的主流，但延燒年餘的亞洲金融危機，卻使得馬來西亞等受創國開始批判西方堅持的經濟和金融自由化模式，反民主化、反資本主義的思潮以及保護主義可以說正在此類新興國家中崛起。<sup>⑦</sup>另一方面，旅美中國現代史學人葉文心教授則指出，WTO 中反競爭、反封閉性的條款，因刻意排除了各國的社會、文化傳統，乃形成嚴重的文化衝突。後冷戰時代形成的以美

註① Paul Krugman, "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs*, Vol. 73, No. 6 (November/December 1994), pp. 69~75.

註② 杜方利，「東亞發展模式與東亞金融危機」，*世界經濟*，1999年第2期，頁56。

註③ 關於改革開放後的中國大陸經濟發展模式究竟會走向東歐還是東亞模式的有關討論參見 Barrett L. McCormick with Unger Jonathan, *China After Socialism: In the Footsteps of Eastern Europe or East Asia?* (New York: M. E. Sharp, Inc., 1996)；關於雙重經濟概念的定義性討論，參見 J. H. Boeke, *Economics and Economic Policy of Dual Societies: as Exemplified by Indonesia* (New York, Institute of Pacific Relation, 1953).

註④ Hal Hill, *op. cit.*, p. 262.

註⑤ James Tobin, 王林編譯，前引文，頁49。

註⑥ 劉遵義，孫明春譯，「東亞貨幣危機」，*國際金融研究*，1998年第2期，頁54~55。

註⑦ 「政策焦點——由 IMF 的角色轉變看資本管制與匯率政策的適當性」，*東南亞經貿報導* 10月，參見網址 <<http://www.moea.gov.tw/-ecobook/southasia/e10-a2.htm>>。



國為首的資本主義全球政治思想主導，在亞洲金融危機後，可以說遭遇到相當程度的挫敗。<sup>⑦</sup>在亞洲金融危機之後，考量到全盤自由化的風險，中國大陸不僅對金融市場開放或加入 WTO 等國際組織的進程更趨審慎小心，對於短期資金的自由流動亦更為規範與限制。也就是說，對於中國大陸而言，在經濟改革開放的過程中，乃更重視其安全與獨立性的確保。<sup>⑧</sup>一九九九年三月二十六日，中共國家主席江澤民在瑞士日內瓦裁軍談判會議上發表講話，首次提出和闡述了「新安全觀」的概念。在經濟安全方面，事實上，自一九九七年亞洲金融危機爆發後，中共國家主席江澤民就多次呼籲中國各級官員，特別是金融和經濟官員要增加風險意識，提高防範金融風險的能力；後來並特別指示軍方於一九九八年七月發表的《中國的國防》白皮書中加入了經濟安全在國家安全中的地位日益重要的內容。<sup>⑨</sup>美國著名中國問題專家 Nicholas R. Lardy 亦為文指出，中國大陸現今國內問題重重的金融體質並不適宜採取冒然全面的開放金融體制政策。<sup>⑩</sup>國務院總理朱鎔基則指出，中國大陸早在一九九三年就發生了金融過熱的問題，但幸運的是，在危機未擴大前，經由宏觀調控加以制止，這是中國大陸去（1998）年在亞洲金融危機中能『站得筆直』的原因。朱鎔基乃據此認為，經濟發展和金融開放必須要有宏觀調控，必須根據每個國家具體情況實行宏觀調控，過快地要求資本市場開放，過份地資本流動，會欲速則不達，反而破壞了這個國家的經濟。<sup>⑪</sup>而在國務院總理朱鎔基於一九九九年四月間訪美時作出對美在關於換取中國大陸加入世界貿易組織的大幅讓步條件（尤其是在承諾開放金融電信服務業方面）後，其對於中國大陸現有經濟體制帶來的衝擊，包括國內產業面臨的淘汰競爭壓力、既得利益者（尤其是各部門間）的反彈聲浪、國企改革面臨更大阻力以及下崗、失業等問題，凡此皆使得中共高層領導人對於中國大陸未來在繼續進行其經濟改革及自由化的道路上，變得更形複雜而須更加小心謹慎以對。<sup>⑫</sup>無怪乎美中商會（The US-China Business Council）主席 Robert A. Kapp 會認為：世界貿易組織入會談判面臨的改變壓力是在中國大陸而非在美國這方。<sup>⑬</sup>

亞洲金融危機的發生，使得中共對於外匯金融自由化的進程有所顧慮，也因此，儘管中共國內學者在探討亞洲金融危機與人民幣自由兌換改革時提出，資本項目的開放只是促成危機的一個因子，亞洲金融危機與貨幣自由兌換並不必然具高度關聯，然

註⑦ 中國時報，民國87年9月29日，版6。

註⑧ 旅美中國現代史學人葉文心教授接受中國時報專訪時，就金融風暴對全球經濟產生的影響發表的看法，見中國時報，民國87年9月29日，版6。

註⑨ 伊然，「江澤民的『新安全觀』透視」，鏡報月刊，1999年5月，頁24~25。

註⑩ Nicholas R. Lardy "China's Precarious Future," *Wall Street Journal Interactive Edition*, February 5, 1998, 參見網址<<http://www.brook.edu/views/op-ed/lardy/19980205.htm>>; Nicholas R., Lardy "China and the Asian Contagion," *Foreign Affairs*, Vol. 77, No. 4 (July/August 1998), p. 88.

註⑪ 「朱鎔基指格林斯潘同意其亞洲危機觀點」，中央社（台北），1999年3月15日，參見網址<<http://www.can.com.tw/mnd/two/rep157.html>>。

註⑫ Nicholas R. Lardy "China WTO Deal Still Faces Significant Challenges," *Asian Wall Street Journal*, April 18, 1999. 參見網址<<http://www.brook.edu/views/op-ed/lardy/19990418.htm>>.

註⑬ Robert A., Kapp "WTO This Time," *The China Business Review* (March ~ April 1999), pp. 6 ~ 7.



而卻也認為，中共在當前情勢下基本上並不具備人民幣自由兌換的條件。<sup>④</sup>中共外經貿部計財司在發表東南亞金融危機對中國大陸外經貿的影響及對策時亦提出，東南亞金融危機為中國大陸在改革開放過程中的金融業監管敲響了警鐘，外匯管理體制的開放需要保持慎重、合理的程度。<sup>⑤</sup>也因此，中共國家外匯管理局宣布自一九九九年六月十日起，全面停辦所有中國銀行海外分行和高達三千家的海外代理銀行經營非貿易項目的境外人民幣匯入匯款業務。同時，中國大陸亦將停辦進出口商以人民幣報價結算之業務。<sup>⑥</sup>而在人民幣是否繼續堅守不貶值承諾問題上，中共央行行長戴相龍今（一九九九）年七月中旬於上海出席國際結算銀行會議後則對外表示，「匯率是由市場供需關係決定」，由此可見中共國內在人民幣貶值問題上所面臨的實際壓力。<sup>⑦</sup>另一方面，藉由中共駐南斯拉夫貝爾格勒大使館被炸事件，中共乃得以與美國在中國大陸加入世界貿易組織的入會談判案上，態度由過去國務院總理朱鎔基的大幅讓步轉為國家主席江澤民的強硬態度，以試圖減緩美國要求中國大陸在金融、電信及服務業市場上的開放幅度與速度。值得注意的是，中共為掌控國際流動資金流向、杜絕國際收支漏洞所實行的一系列外匯金融有關規定，則已一定程度地對投資者造成負面影響，在此背景下，乃有可能進一步反過來影響中國大陸在吸收國際投資上的能力表現。<sup>⑧</sup>

一九九七年爆發的亞洲金融危機對中國大陸而言具有國家利益戰略以及外匯金融體制兩個層面意涵：一方面，中共國家領導人堅守人民幣匯率政策的政治因素考量主要著眼於香港「一國兩制」政策、亞洲暨全球政經大國實力以及中美經貿關係之經濟損失政治補的總體戰略利益。另一方面，人民幣不貶值政策的有效執行，主要乃是源自於一九九四年以來所實行的強制結售匯制及其後的一連串各項外匯金融管制措施。亞洲金融危機對於中國大陸產生的政經效應影響是「持續性」的，此主要體現在考驗中共領導人如何同時維護經濟成長、政權穩定、以及金融自由化的處理能力；而由於改革開放過程中面臨來自國企改革不振、大量失業問題以及既得利益者反彈聲浪等多方面難題，將使得中共未來在外匯金融經貿體制的深化改革及自由化進程上出現不定之變數，由此乃可進一步預測，亞洲金融危機對於中國大陸未來在外匯金融自由化的改革進程上，勢必將起到一定程度的冷卻作用。

\* \* \*

（收件：88年7月21日，修訂：88年9月23日，接受：88年9月30日）

註④ 黃金老，「亞洲金融危機與人民幣自由兌換改革」，國際金融研究，1998年第6期，頁40~42。

註⑤ 外經貿部計財司，前引文，頁10~13。

註⑥ The Associated Press, "China to Banks: Close Yuan Accounts," *Washington Post*, June 3, 1999. <<http://search.washingtonpost.com/wp-srv/WAPO/19990603/V000183-060399-idx.html>>.

註⑦ 聯合報，民國88年7月13日，版13。

註⑧ Thomas E. Jones and Maher Margaret M. "China's Changing Foreign-Exchange Regime," *The China Business Review* Vol. 26, No. 2 (March-April 1999), pp. 26~33; The United States-China Business Council, "Impact of Recent Foreign Exchange Circulars on US Companies-December 1998," *USCBC Foreign Exchange Survey Results and Recommendations*, <<http://www.uschina.org/public/fxsurveyresults.html>>.



# The Liberalization of China's Foreign Exchange and Financial System After the Asia Financial Crisis

*Wen-ying Hsu*

## Abstract

In China, the political and economic effects of the Asia financial crisis are continuing. The foreign exchange rate policy adopted by top P.R.C leaders during the Asia financial crisis has important impacts on china's national interest as well as foreign exchange and finance institutions. Considering many complicated political factors—including the maintenance of domestic financial market stability—the path and speed on the reformation of China's foreign exchange and financial liberalization is being reconsidered and slowed down by the Asia financial crisis.

Keywords : Asia financial crisis, Renminbi, foreign exchange, financial liberalization

