

議題一：大陸金融變革與兩岸金融事業發展

議題二：人民幣與新台幣匯率政策的調整

◎ 兩岸金融及匯率政策剖析

◎ 兩岸匯率、資本流動與金融體系探討

綜合與談人 陳博志 / 台灣智庫董事長

胡祖六 / 高盛集團董事總經理

開明
自
理
性
本
能
學
者
國
家



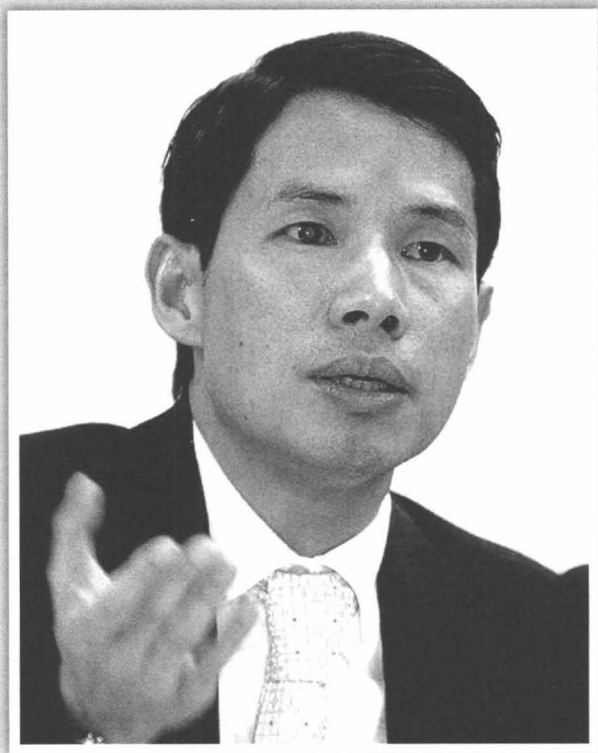
綜合與談人

陳博志

台灣大學經濟學博士。現任台灣智庫董事長。曾任總統府經濟顧問小組成員、行政院經濟建設委員會主任委員。專業領域為產業政策、總體經濟、兩岸經貿。代表著作有《台灣經濟戰略：從虎尾到全球化》，時報出版，二〇〇四年、《兩岸經貿交流再突破的策略》
，兩岸關係再突破之策略學術研討會，一九九六年四月廿七日。

胡祖六

美國哈佛大學經濟學博士。現任高盛集團董事總經理。曾任北京清華大學中國經濟研究中心主任、中國華融資產管理公司專家諮詢委員會委員。專業領域為總體經濟、公共財政、國際貿易與金融。代表著作有《關於中國與世界的五大神話》，（與Jonathan Anderson合著），中國金融出版社，二〇〇二年四月。



《綜合與談人》

◎陳博志／台灣智庫董事長

兩岸金融及匯率政策剖析

大家談的大概都沒有超越人民幣的問題，這是一個很重要的問題，我想把大家所談的跟我自己的一些想法做一個整理。談到人民幣的問題，最近給人家一種奇怪的感覺，在很多場合，中國都被說成是一個很偉大的國家，力量很大。可是一談到人民幣的問題，好像很多人又把中國當成不堪一擊，好像人民幣一升值，中國就要垮掉，這是很奇怪的現象。我想今天四位的報告，給我們一些比較明確一點的答案，我想首先很欽佩余永定先生所做的分析，我個人也是有同樣的看法。我記得上次提到類似看法也是在這個場地，我說中國不會有金融危機，很多人不敢相信。今天余永定先生講出來了，爲什麼沒有金融危機？余永定先生講得很清楚，以目前的情況，中國政府還是可以用政府的力量來支撐金融部門，講得明白一點就是說，必要的時候政府可以印鈔票來解決問題。其實印鈔票解決金融問題

也不是中國才有，台灣國內的金融重建基金或者說美國、日本，老實說也都是印鈔票來解決問題，只是大家印的量好像沒有中國印的那麼大，或者說未來所要印的量那麼大，基本上印鈔票是沒有問題，現在不會爆發危機，而不會爆發危機這樣的一個現象也就是剛才余先生所講的，爲什麼大家的錢都還要存到銀行？因爲銀行最安全，絕對不會出問題。

台灣一直到今年七月一日爲止，也是這樣的制度——銀行絕不出問題，大家錢就存到銀行裡面去。可是雖然不會有金融危機，呆帳這麼高還是一個很大的問題。因爲呆帳造成的不只是金融危機的問題，而是這些呆帳背後的一些錢被虧空了，這些錢被浪費了，甚至在某一一些國家，這些錢其實是被部分人貪污了，這種問題繼續下去對任何一個國家都是一個很大的問題，所以我們要重視這個傷害。這種傷害其實比印鈔票來補呆帳本身的傷害還來得大，印鈔票來補呆帳大不了就是通貨膨脹，可是這一些浪費的投資將來所造成的問題恐怕還要來得更大。台灣過去所造成的問題，老實說到現在我們還背著一部分的包袱。

譬如說，台灣的泡沫經濟是十幾年前的事，可是一直到四年前我們做一個調查，台灣有多少新蓋好沒有賣掉的空屋（房子），做出來的結果是一二〇幾萬，有一點點高估，有某一些人買了房子放在那裡不用。但是真正賣不掉的還是很多，一二四萬戶多少呢？台灣正常的時期，每年只要八萬戶新的空屋，一二四萬戶的空屋就是十幾年都不蓋房子，那些

房子還用不掉，到現在那個包袱我們還背著一部分，所以浪費是很大的。如果不只蓋房子，還蓋工廠，那問題會更大，因為蓋了工廠它很可能繼續生產，會打壓這些產品的價格，我想這是我們不該讓放款浮濫的一個重要的原因。而且政府可能也沒有辦法永遠支持下去，支持一次、二次可以，現在已經支持二次了，而且動用外匯準備的做法，老實說是不標準的做法，是逃避了某一些規範，我想大家都很清楚，再做下去，財政負擔都會成爲問題，這一點可能跟余永定先生看法有一點不一樣。

中國大陸M2占GDP的一六〇%，換句話說，如果呆帳是M2的三〇%，又都要用公債來補的話，公債就要發行到GDP的四八%，當然希望不會到那麼大，可是有些資料看起來，真的也滿可怕的，所以這一部分，也不要以爲說財政問題就沒有問題，永遠都可以支撐下去、拖下去，剛才余永定先生很清楚地指出，實際上很大的一個問題就是道德風險（Moral hazard），不只是浪費，還會造成更進一步的浪費，就是說這些銀行經營者（借款的人）沒有受到社會的處罰，沒有受到指責。事實上台灣也是這樣，撥了幾千億來做金融重建基金補呆帳，可是那些虧空的人到今天逍遙法外，不只是逍遙法外，社會上很多人還不知道人民拿出來的血汗錢是被那些人虧空掉的，那麼這個問題我們大家都必須去面對。

回到呆帳不會造成立即金融風暴危機的事實，其實它就代表在談人民幣問題的時候，有一些人說一升值就會金融風暴的說法，是沒有根據的。實際上我們不必爲了擔心金融風暴而不升值，中國就這一方面來講不像某些人講得那麼脆弱，好像一點升值，中國就會完蛋，沒有那麼嚴重。那麼當然反對人民幣升值的理由除了呆帳之外，也有人說人民幣升值可能中國經濟會受到很大的傷害，我想這一些說法基本上大概都做了二類的假設，一類就是不升值則已，要升值就要升值非常大。另外一類的假設就是說，「不調整則已，一調整就要自由浮動」。那我們可以說，自由浮動是不行的，其實研究國際金融的學者，大部分都不會支持純粹的自由浮動，所以即使人民幣匯率要有一點靈活性，我相信沒有哪幾個學者會說就是要自由浮動。其實所謂多一點彈性的意思就是——必要的時候要做一些調整。可是這一部分我覺得美國政府犯了一個很大的錯誤，美國政府一開始根本沒有把事情講清楚。一開始，看起來就是要中國政府採取浮動匯率制度，那樣的講法就是錯的。不是採取浮動匯率制度但是也不是說就不該調整。要調整到底要怎麼個調整法，當然像剛才隆國強先生所說，最重要是制度要先改，制度有很多要改倒也不錯，但是並不是說制度都改好，才能夠去談匯率問題。如果要實施自由浮動匯率制度，很多的國內制度都要配合調整，但是如果只是在早期Bretton Woods system（可調整固定匯率）的這種做法來做一點升值，

其實其他制度即使一時還沒有調整也沒有關係。這樣調整會不會調得不對呢？老實說沒有人知道對的在哪裡。隆國強先生好像主張說要有一個機制，可以自動決定對的在哪裡，但是據我了解，世界上不存在這樣一個美好的制度，可以幫國家決定哪個匯率對國家是最好的，所以我們不能等所有的制度都改好。以現在的情況，其實應該先看：第一，該不該升值；第二，差不多該升值多少。而這樣的升值一定會有一些副作用，那些副作用如何調整，如何避免，這樣才是一個正確的態度。如果一直講要升值不升值，好像只有兩極化。經濟問題大部分都有一個中庸之道、有一個中間值在那裡，也許我們不知道很準確的值，但是可以猜一下大概差不多是多少，當然猜不一定準，有時候不必升值沒有錯。

前年剛開始談升值問題的時候，Bergsten跟我說他心目中人民幣要升二五%，其他國家升一半，現在其他國家的一半大概都升到了，人民幣還沒有動。前幾天，我在日內瓦碰到IIE的John Williamson - Bergsten的副手，大家問他說，Bergsten現在認為應該多少，他跟我說他不講，但是有人認為應該升六〇%。很多人聽了嚇一跳，六〇%怎麼活下去？可是台灣一九八〇年代的經驗，就是升了六〇%。新台幣一九八六年開始升，前後台灣升了六〇%，然後台灣經濟繼續發展十幾年，台灣經濟不只繼續發展，台灣經濟更繼續升級。一九八六年所謂低技術的產品，占台灣總出口的四八%，經過十年，低技術產品只剩下占台

灣總出口的一七%，所以我們不要太擔心這個問題。

當然，升值的問題要看出口比較好，因為國際收支（貿易收支）是比較不準的，特別是貿易收支。因為開發中國家都有大量的投資，以台灣的經驗，反而出口競爭力高的時候，出超小，因為出口競爭力高，景氣繁榮，大家做很多投資，進口很多機器設備，出超反而小。所以不能看經常帳，看出口比較準，因為出口成長率很高，高到景氣過熱了，那時候東西賣貴一點，把出口成長率壓低一點，我覺得是比較合適一點。

當然台灣當時升值有一個後遺症就是產業外移，可是產業外移的結果對中國大陸、東南亞國家都有很大的幫助。今天中國如果升值，產業也許會外移，那也幫助了東南亞國家，更何況恐怕很多產業會移到內陸，那這也和大的政策方向是一致的，所以我覺得現在人民幣可以先升一部分，倒不是說要小步升值或者大步升值，其實如果Burgstein說二五%，過去他講的最後都達到，那中國擔心二五%太多的話，譬如說升個一五%—二〇%，然後各國有一個君子協定，升到這麼多之後，大家不要再加壓，停一段時間，半年後、十個月後來看，如果出口成長率還是沒有降，那要升再升；如果出口成長率降到比較合理了，就停下來。如果出口成長率降太多了，那就再貶五%回來。各國有這樣的共識來做是比較好的，至於中國內部，我想最後談一個台灣經驗，台灣很多年前也有升值的壓

力，政府一直不答應，最後，學者——中央研究院院士陳昭南想出一個辦法，當時蔣經國總統恰好要連任了，不妨就當做連任的慶祝來升值一下。升值是一個榮耀的事情，不要把升值當做是外來的侮辱，謝謝！