

## 兩岸匯率、資本流動與金融體系探討

很高興有機會參加時報文教基金會所舉辦的余紀忠先生紀念研討會。我曾經有幸數度拜會過余老先生，對他的儀容相貌至今猶記在心。余老先生作為報業泰斗，其文其人皆堪稱後世楷模，尤其，他在有生之年孜孜所求兩岸關係良性和平發展，一直都為我所感動。今天的研討會，兩岸學者專家聚集一堂討論經貿金融關係，我覺得是非常有意義的。今天兩場關於金融體系與匯率的專題報告都是真知灼見，我想針對專題之間的結合點，也就是匯率、資本流動和金融體系之間的關係問題來談一點看法。

首先談到匯率，我的觀點一直是非常鮮明的。早在一九九九年，我就發表了一篇題為「人民幣：重歸有管理的浮動」的論文，之後也陸續寫了幾十篇中英文完成的文章，都是認為人民幣匯率機制，在亞洲金融危機過去之後應當因勢改變，即放棄緊釘美元的固定

匯率制度，增加靈活性；或者具體地說，就是要實行有管理的浮動，但不是完全的自由浮動。我完全贊同幾位演講嘉賓的觀點。

在亞洲金融危機期間，國際學術界和金融市場對人民幣的關注焦點，是人民幣是否貶值？何時貶值？到了一九九九年，中國成功抵擋了亞洲金融風暴的衝擊，人民幣不但沒有貶值而且很穩定，這時候如釋重負，對人民幣不再那麼留意了。但是到二〇〇三年以後，人們又開始關注人民幣，但這個時候問題完全反過來，即問人民幣什麼時候要重估？什麼時候要升值？升值多少？我想，如果在一九九九—二〇〇三年期間任意時點中國政府就採取措施，開始增大人民幣匯率的彈性，或者說讓人民幣匯率機制回歸到和一九九四—一九九七年時一樣的話，中國不會像現在這樣面臨如此大的國際壓力，受到如此多的批評。

現在人民幣匯率成爲一個非常熱門也高度敏感的話題。中國關於人民幣的一舉一動都會引起全球的關切。但是到今天爲止，中國貨幣當局對人民幣還是按兵不動，他們有各種的考慮和理由，有些我覺得非常合理，可以理解，但是有些考慮和擔心則並不合理。比如，在學術界，政策界，以及金融市場一個廣爲流行的看法是，人民幣匯率動不得，因爲中國的金融體系太脆弱，資本帳戶開放的時機尚不成熟。但事實上，許多人對金融改革的合理循序問題有混淆認識。國內金融體系的脆弱並不能構成拖延匯率必要改革的充足理

由。我覺得人民幣現在是完全可以動的，不只應該動，而且動得愈早愈好。其實中國早在一九九九、二〇〇〇就可以動了，已經耽誤五年了，現在動作還為時不晚，宜早不宜遲。

中國的金融體系確實不健全，這一問題業已引起中國領導人、學者和公眾的重視。余永定先生對此題目作了非常全面、系統的介紹。他很樂觀的說道：「中國不會發生金融危機。」陳博志先生也附和。這令我回想起，在亞洲金融危機期間，劉遵義先生和我經常出席同一國際會議，當時國際上對中國非常悲觀，在學術界也是如此。但劉教授和我的觀點總是不謀而合，都認為中國不會像亞洲鄰國一樣爆發金融危機。

但是中國的金融體系，無論是銀行還是資本市場，確實都是非常脆弱的。有此指標，比如說Non-performing loan ratio (NPL，或呆帳)，在一九九八、一九九九年時即使按中國官方的估計也高達二六%。雖然外界還質疑此比率低估了真實NPL水平，但在這一比率水準上，中國的NPL率比受亞洲金融風暴影響最大的國家——印尼或者泰國——在危機最深重時候的NPL率的高峰值還要高。那為什麼還說中國不會產生金融危機呢？這似乎很奇怪。其實看怎麼定義金融危機，如果是突發性的全局性的一種危機，表現為金融機構倒閉、金融市場癱瘓、金融恐慌和全面信用緊縮，英文可以叫a full blown crisis，那麼中國確實可以避免。對此我有很大信心。

余永定先生提出很多充分的理由，從資本金、資產質量、管理、流動性諸方面論證中國可以避免金融危機。除了流動性以外，我認為中國銀行體系在幾乎每一指標上都有很大缺陷。幸而，銀行流動性充足，因為中國的老百姓很節儉，國民儲蓄率很高。

然而，從金融體系的核心功能，即把國民儲蓄分配到投資活動的效率角度考量，可以清楚地看到，中國銀行體系資本配置效率非常低。大量不良貸款或是呆帳的產生就是因為金融體系的效率出了嚴重問題。所以我說，中國的金融體系沒有危機，但也有危機。它面臨的是一種非常慢性的危機 a slow-cooking crisis，而不是 a full-blown crisis。

但是中國絕對不可能等閒視之，近年來中國政府也意識到金融問題的嚴重性和挑戰，已開始大刀闊斧地採取很多改革的舉措：注資、剝離不良貸款、清理資產負債平衡表、引進國際戰略投資者、資本市場上市、加強監管等等。當金融體系有問題的時候，唯一的解決辦法就是加速金融重組與改革。但不能以金融問題為由而拖延人民幣匯率的必要調整，因為這兩者關係其實不是很直接、很明顯的。

金融脆弱這一現實狀況提醒我們，中國在資本帳戶開放上宜取謹慎態度，不可貿進。但它不意味著在匯率問題上也不能越雷池一步。其實，人民幣的調整並不需要等著資本帳戶的開放。一九七二年 IMF Bretton Woods 制度瓦解以後，全球大部分的貨幣都變成浮動

的貨幣，但是那時大部分的國家，包括OECD的國家，資本帳戶都沒有開放。比如，英國直到柴契爾夫人於一九七九年上台以後，才慢慢改革取消資本與外匯管制，而西班牙、葡萄牙、愛爾蘭這些國家到了九〇年代才開始逐漸地放開資本帳戶。但是從一九七三年起，它們的貨幣就開始有了浮動，所以我們可以清楚地看到，浮動匯率並不以資本帳戶開放作為前提。近來，大陸當局為了避免國際上對人民幣的政治壓力和市場壓力，採取了一系列對人民幣減壓的措施，透過開放類似經常帳戶，比如開放出國觀光，留學，就醫等，提高居民私人換匯上限，和台灣八〇年代初採取的措施頗相似，這都是非常好的。在有些資本帳戶專案，比如說鼓勵中國的機構或企業到海外投資，作為一個崇尚自由市場的經濟學者來說，我覺得也是非常好的。漸進式的資本帳戶開放是中國二十餘年市場化改革的自然延伸，這點非常重要。但是，我很擔心，只是為了維繫一個並不適宜的固定匯率制，而費盡心思匆忙放開資本帳戶，似乎有點馬馬倒置。

另一方面，中國的資本帳戶雖然長期以來有管制，但證明並不是完全有效。舉個例子，二〇〇四年經常帳的順差（Surplus）差不多七〇〇億美元，長期FDI（直接投資）的流入差不多六〇〇億，中國官方儲備外匯存底卻增加了二〇〇〇億美元。這中間有差不多七〇〇億美元，既非反映貿易上的順差也非長期資本的流入，而是短期資本的流

入。資本的流入對一個國家的經濟發展、就業很有幫助，但最好的還是長期資本，而不是短期資本。但在中國這麼一個有資本管制的國家，爲什麼有這麼多短期資本（熱錢）的流入呢？這說明中國對資本的管制並不是完全有效，而且資本管制有很多副作用。比如說，行政的成本、龐大的海關官僚體系，貪污腐化、資源配置的低效率等。資本管制頂多只能算是權宜之計，不能夠做爲長久之計。因此，有條件就應該開放資本帳戶，但應當漸進，不可操之過急。爲什麼？因爲中國金融體系很脆弱，需要根本性的重組與改革。其規模很大，問題很嚴重，冰凍三尺非一日之寒，所以改革也不可能一朝一夕達成，這可能需要三年、五年，甚至更長時間持續不懈的努力。在金融改革大功告成之前，資本帳戶不宜輕率、過早的全面開放，這個順序關係應當理清楚，因爲新興市場國家過去二十年來金融危機不斷，痛定思痛，都是因爲在貿易自由化、金融自由化這些改革的順序上面顛倒了。尤其是，如果金融體系改革還沒有到位，就開始放開資本管制，同時卻又因各種原因，不願意在匯率上進行改革，那麼可能造成一種危險的組合，即人民幣固定匯率與愈來愈自由的資本流動共存。固定匯率與高度波動的資本流動之間的確有很大的衝突，很多新興國家的金融危機都充分證明這二者之間的衝突。中國應當吸取這個教訓，避免重蹈覆轍。

總而言之，匯率、資本流動和金融體系改革三者之間的關係，對中國目前正在進行的

改革極為重要。我的看法是，應優先增加人民幣匯率的流動性，同時大刀闊斧地、全面地加快國內金融重組，包括銀行體系與資本市場改革；當金融體系變得較為穩健後，再漸進放開資本帳戶，使人民幣在資本帳戶下始可兌換。謝謝諸位！