



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

提問人：

主席，我想請教台上二位現任的董事長（前任的財政部長）。七年以前東南亞金融風暴受創最深的是印尼，由於國際貨幣基金表示不能夠郵政補貼，印尼老百姓於是在郵政補貼取消之後暴動，使得當時的政權垮台了。台灣現在的物價又上漲了，計程車也又要漲價了，你們認為這些是否能實行列入公款預算來補貼油價？不要再讓油價飆漲、物價上漲、老百姓受苦，如果拿政府預算補貼油價，物價的穩定

對於人心安定便會很強。另外，請問大陸的余永定教授，聽說大陸對百姓很好，工廠只要年終時發不出年終獎金。銀行就准許貸款。倘若公司、工廠都快虧本、快垮了，還給不給年終獎金？要是垮了怎麼辦？謝謝！

邱正雄：

我簡單回答一下這個問題。我跟幾位研究油價的經濟學者談過，其中一位梁國源教授對於油價很有研究。他告訴我說：「油價在一九三〇年的時候探勘很強，且探勘過後四〇年，油的供給量會最高，所以在一九三〇—一九七〇年，一九七〇年油供給量最高，油價則不高，而到一九七〇年之後，油價就又高了。最近一次是一九六〇年，加四〇年後來到了二〇〇〇年，所以油價低，然後二〇〇〇年後又要高了。所以基本上來看，未來油價最少四〇、四五塊，不會往下跑，因為世界上的存量有限。」此外油大部分都是美國在消費，以後大陸也要消費，所以看起來油價將來要再往下不太容易，也就是說油價降到四〇塊以下是不可能的事。讓政府永久補

貼油價的建議我認為不大可能，我想還是遵照著市場原則比較好，謝謝！

主持人：剛才有位先生問到：「假如大陸的企業年底沒錢，獎金還發不發？」

余永定：十年、二十年前可能有這種事情，現在不會有了。

提問人二：

我是經建會退休委員，對於許嘉棟董事長所談的內容有兩點補充。第一點，台灣在一九八〇年發生問題的時候，只有在在一九八四年六月的政策決定一點，但是沒有落實，到了一九八六、八七年才落實，落後了兩年很多問題就產生了，所以我建議這問題不能拖，要趕快做。第二點，台灣在一九九〇年泡沫經濟破滅，是政府主導的，我想邱董事長記得在一九八九年初，我們擬了一個穩定經濟方案，當時物價很穩定，當泡沫經濟開始起來時，馬上採行強力的緊縮貨幣金融政策，把中央銀行貼現率由四·五%提高到七·七五%，所以使得貨幣供給量由三〇%以上降到負成長，也因此在一九九〇年，股市掉了二〇〇〇點。但由於股市還沒漲到二、三萬

點，所以台灣在二年之後立刻復活起來，可以說，政府主動採強烈緊縮的貨幣措施產生了效果。

主持人：謝謝葉萬安副主委，以下請第三位提問人。

提問人三：

我請問一下余博士，有關於中國大陸的證券市場到目前為止一路下跌，我想在過去中國大陸的經濟成長，事實上每年GDP差不多成長八%到九%，但股市的反應基本上並不正常，不知道政府對於法人股釋出的部分有沒有比較精準的一些策略？這是第一個問題。第二個問題是關於證券市場的，現在中國大陸的證券公司我看差不多九成以上都是虧損累累，不知道中國的主管機關對於這些中國的證券公司有沒有採取一些比較好的方案？謝謝！

余永定：

我並不具有回答這個問題的資格，我想你可以把這個問題留給中國財政方面的

權威——吳敬璉老師。第一，我確實不敢說這個，因為我本人從一開始就對大陸的股票市場持懷疑的態度，所以我從來不買一分錢股票，我非常同意吳敬璉老師對股票市場的一些判斷。現在對股票市場，大家目前主要有二種說法，一是認為中國目前股市之所以這麼糟糕，就是從一開始就採取了股權分治的做法，這實際上也是中國為漸進療法在付代價。當時這麼做是穩健的，但現在看卻背負了沉重的包袱，這個問題不解決，確實使得股市很難健康發展。第二，還有一個很重要的原因，跟劉遵義教授說的信用文化這類是相關的。如果公司是為了圈錢，是間爛公司，卻把它包裝打扮說成是好公司，而股民們也並非以長期持有這類公司的股票做為主要投資，而是為了Capital gain，如此情況下，股票市場是無法健全的。現在中國政府確實是綜合了各界人士提出的上千個方案而擬出了一系列對策，極力地想法子解決這個問題。現在正在做的四點改革，我只能說希望證監會在這次嘗試中能獲得成功。

提問人四：

我想做一個回應，各位都提到大陸的金融確實有脆弱之處。大家好像可能還是覺得它是一個慢性的危機，不過這個其實牽涉到的是基本的社會結構、社會狀態，亦即社會的穩定性。剛才余永定所長也講到，其實大陸百姓對政府是非常有信心的，不過最近有「共產黨員退黨」的一個現象，每天都以三萬人的速度在退黨。因為政府主要是共產黨在執政，可以說基本上百姓已經對政府產生一些懷疑了，這個問題是根本的問題。其實一九八八年趙紫陽跟Milton Friedman對話時，也講到在共產制度下是不可能實施市場經濟，所以共產黨其實已經在改變之中，與其在建政之前主張的自由民主已然不同了，現在已經走到資本發展方向。若欲讓社會穩定，我覺得應該是要尊重民意，效法台灣一個珍貴的經驗，謝謝！

康復明：

請教隆國強博士。剛剛您提到用「小步慢走」來調整人民幣，並改善整個外匯

機制，請問除了這個方法之外還有沒有其他的思考？譬如說中國大陸現在常常施行的調降出口退稅率，還有劉遵義博士建議的課徵出口稅，你覺得這種跳開幣值方面的思惟，是不是有它的價值？謝謝！

隆國強：

思惟當然有很多種，我所說的只是我個人的想法。你剛才提到抑制出口來減緩升值壓力，我本人是不贊同的，我更贊同剛才前面二位發言人，特別是許嘉棟博士講的，實際上是應該透過擴大進口來追求均衡。但現在的問題就在於幣值的不合理實際上已經扭曲了某一種均衡，所以即使在政策上，除非政府大量地採購進口，否則在認為幣值不合理之下，即便進一步地開放進口也未必能夠實現均衡。其當然可能會縮小順差的規模，但是我並不主張靠抑制出口來減緩此壓力，謝謝！

主持人：

今天的會談很好，大家都有不同的意見，也都暢所欲言。我想簡短講三個

remarks。

第一，我很贊成有很多人提出要恢復到一九九四—一九九七年的機制。一九九四—一九九七年的機制其實是很有趣的，它是一個真正有管理的浮動匯率，當時其實也有高有低也不完全固定的，開始的時候在一九九四年一月一日是八·七，爾後一直有浮動，直到後來東亞危機前夕變成是八·二七，當時的匯率其實是有浮動，也有相當的幅度，當時其實是相當好的一個時期，其好處在在於：沒有一個很強烈的預期（匯率會升也會降），但其實當時的經常帳是出超，跟今天差不多一樣沒有很顯著的大小。所以我覺得，第一，我同意匯率改革，但是什麼時候改呢？我覺得要找一個預期比較中性的時候，以免每天的匯率升到最上限。好比是儲備準備明天在上限，這樣一來，每天都跑到上限也不是辦法，也不是拉大區的目标。所以我想這是第一點。

第二點，剛才祖六兄跟余永定教授和其他幾位也都提到了，其實脆弱的金融，

指的就是，爲什麼現在的資本項目不能夠完全開放？原因是，假如一完全開放，錢就有可能從現在的銀行系統裡流到外國去，所以這是要避免的。假如這種情況發生，其實結果是人民幣會貶值不會升值。我的很多朋友，包括一位外國的專家——Steven Roach (Morgan Stanley首席經濟學家)，以及研究中國貿易的專家——Nicholas Lardy，二位都說：「假如開放資本管制的話，人民幣一定需要貶值」。

另外也有相當多我的中國朋友（一些大企業家）說：「一開放了就會貶值」。當然我是持不同的意見，我覺得即使開放了也不會讓很多的錢流出去。假如真的很多的錢流出中國銀箱系統，對金融系統會是很大的打擊，所以現在是時候還未到，不能夠對外開放資本管制。

假如不開放就要有個懷疑——假如資本只能進不能出。假如維持一個自由市場，那麼究竟自由市場的價格是否有合理性？在有限度的市場均衡中，資本只能流進而不能流出均衡匯率也不合理。所以最後爲什麼就是要回到有管理的浮動，頁必須

有個 judgment，（怎麼認定現在的匯率是平衡的？）我個人覺得現在最主要的問題是：預期太一面倒。以基本面來看，其實中國對全世界的出超並不多，日本的出超遠遠地超過中國。但就是因為中國對美國の出超太大，所以美國就有很大的壓力。不過中國對全世界的出超仍低於日本對全世界的出超，所以我想這是一個考量。我想我是贊成回到一九九四——一九九七年的機制，但是否愈快愈好？我倒不覺得，還是要選適當的時機。因為假如不小心地處理預期的話，改革是部會徹底的，看看最大的一個例子——日圓。日圓從一九六〇年左右的三六〇升到最高點時是八〇，現在是一〇〇多，最近的這幾年最低是一五五。而這樣大的波動對日本的出口 surplus（出超）卻沒有任何的影響！

中國最大的風險是，匯率今天升了可以保證對於美國の出超沒有影響。因為中國出口到美國的商品，附加值占的比例很少，很多是進口的。匯率升值若不具效果，美國就會進一步地希望匯率升值的幅度可以更大。日本就遇到這種情況。日圓

從三六〇一直升高卻還是不夠，升到最後的結果日本還是出超！所以我覺得現在就要全盤構思匯率波動政策不要處於被動，一但幅度不夠就又要再升。因為這些錢流進來很多是熱錢，現在其實不單只是所謂的熱錢而已，現在的熱錢很多是以經過套匯的了，比如說現在很多大陸的人出國旅遊，人民幣是不出去的，而是利用結匯的方式。不過步進口結匯便很難前進中國，但大家卻都想循金融渠道。其實現在的情況是相反，以前出口是低價出去，現在出口是高價出去讓錢能進來，所以我覺得匯率政策改革還是要好好地選擇一個機會，要恢復到一個能夠比較靈活的機制，但是也不能完全自由化，完全自由化恐怕還要再等五年，慢慢地健全金融體系後才可能有進行匯率改革的條件。

胡祖六：

謝謝！我簡單地就第二點回應。第一，關於預期的部分，我在大陸內地的報告，很多學校的朋友、一些政府的官員，也都認同人民幣應當有彈性，應當走向比

較有管理的浮動，但都再等待適當的時機。現在有太多的熱錢在賭人民幣要升值，所以當下策動可能是不利的。我也認識到這種不利性，因為政府無法總是能夠掌握最好的一個時機，所以我常說如果一九九九、二〇〇〇年微調的話是最好的，結果政府沒有調，等了這麼久，每一年的升值預期不但沒有消失反而愈來愈高，這就是我所說的升值預期跨過企業，包括台商、包括很多香港等其他團隊的投資。為什麼非要人民幣升值？就是看到中國的基本面以及政策的走向。譬如說，為什麼一九九七、一九九八年大家認為人民幣會升值？一九九九年、二〇〇〇年都覺得人民幣會穩定？只有最近三、四年才覺得人民幣會升值？就是因為經濟環境發生變化。當年中國的經常帳順差是非常小的，當年是資本的流入太多，所以仍有升值的壓力，我倒覺得，並不是一定非得等到好像市場已經不再賭人民幣要升值了才能夠做。反過來想一九九三、一九九四年的外匯改革，大陸為什麼這麼成功，從一九九〇年到一九九四年，外匯黑市的交易是非常猖獗的，當時人民幣貶值的壓力非常大，如果

當時政府也是等著市場已經沒有人民幣貶值的預期才改革匯率的話，那就「為時已晚」。幸虧一九九三年——一九九四年的時候，大陸在壓力已經非常大的情況下，順應市場的基本面把人民幣進行改革了，官方匯率大約是五點多到八點七，結果最後就開始變穩定了，所以我覺得有時候政府還是尊重市場的基本面，關於這點許嘉棟董事長講的很對，並不是急辦投機者，政府就是大贏家，這完全需要尊重市場。在大陸來說，政府的決策是非常重要的。

Vertical dashed lines for writing.