



中國大陸金融改革路徑與人民幣維持穩定

◎傅豐誠／中華經濟研究院 諮詢委員

◎蔡慧美／中華經濟研究院第一（大陸經濟）研究所 副研究員

中國大陸當局以對外開放形成倒逼改革壓力，固然形成金融領域改革的誘因與實質進展，但基於經濟穩定的考量，金融改革進展的持續性與穩定性經常反覆與變動。本文以中國大陸2000年以來的金融發展與改革為背景，簡要論述其貨幣市場、資本市場與外匯市場之結構變革，繼而點出當前中國大陸金融體系協助實體經濟發展的難點，最後以大國崛起的人民幣國際化觀點，推斷其金融改革發展可能面對的挑戰與選擇。

關鍵詞：短缺經濟、金融改革、人民幣國際化

Keywords: shortage economy, financial system reform, RMB internationalization

中國大陸改革開放迄今近40年。前20年，摸著石頭過河，主要是推動由計劃經濟向市場經濟的轉型，非國有經濟（三資企業、鄉鎮企業、民營企業）快速成長，不但支撐著中國大陸的經濟成長，也弱化了國有企業（簡稱國企）的影響力。後20年，經濟一直處於這兩股力量的糾纏，期待進一步釋放能量的非國有經濟部門，一直受制於被保護的國有經濟部門，資金取得仍受限於國家主導的金融部門，諸多戰略性產業領域仍由國企壟斷，形成「國進民退」之不利形勢。

研究中國大陸經濟之美國專家Nicholas Lardy於1998年《中國未完成的經濟革命》（*China's Unfinished Economic Revolution*）一書中即指出：改善國有企業的壟斷，讓銀行體系能根據資金使用效率來分配資金，是未來中國大陸經濟改革必須面對的嚴苛挑戰。在後20年的經濟改革過程中，國企雖經過抓大放小、成立國務院國有資產監督管理委員會（簡稱國資委）嚴加考核、在股市中推動國企股權分置改革、引進外資推動混合所有制等改革方案，但由於政府及國企基於既

得利益，造成改革進展緩慢，所謂的「硬骨頭、深水區」改革核心仍在於國企改革。

以國企為核心的改革遲滯不前，中國大陸經濟仍持續快速成長，主要歸功於對外開放。2001年中國大陸加入WTO，透過國內市場的開放，以倒逼改革的方式，達成進一步深化市場經濟體制改革的目標；而非國有企業也經由融入國際市場的機會，面對競爭，強化產業競爭力。以每年20%以上出口的實績，塑造中國大陸是國際工廠的堅實基礎。

面對全球化的環境，企業發展的問題並不僅限於銀行資金的分配問題，如何面對資金的全球配置，其重要性日漸增加。就金融主管當局而言，建立適應市場經濟體制的宏觀貨幣調控政策，發揮促進經濟成長，推動直接融資之資本市場逐漸茁壯，而這些金融建設與管制鬆綁需與中國大陸融入全球化的情況相適應，外匯政策、資金管制與人民幣國際化等問題都成為中國大陸金融改革佈局的重要環節。

宏觀調控下貨幣市場的發展與特色

1980年代初期，匈牙利經濟學家Kornai在其《短缺經濟學》（*Economics of Shortage*）一書中指出：計劃經濟體制由於不必對投資虧損負責，但其對投資的好處卻可充份分享，在利益及風險分擔不對稱的情況下，社會主義經濟都會出現投資飢渴症，長期呈現資源短缺的現象。在國企及公共投資上，資

金需求造成中國大陸當局貨幣需求超額成長，廣義貨幣（M2）年增長率通常維持在GDP成長率的2倍左右。這些超發貨幣多用於支援國企及地方公共建設投資，民營企業融資依然緊俏。

2009年在因應世界金融海嘯之際，中國大陸當局推動4萬億元（人民幣，以下均同）的擴大投資計畫，各地響應的投資加計起來約達20萬億元，迅速提升要往下降之經濟態勢，更使中國大陸成為全球經濟穩定的最大支柱。但由於緊急投資支出規劃較欠周詳，成效不佳且有引發通貨膨脹之疑慮，中國大陸貨幣當局不得不緊縮貨幣。由於要考量地方政府及國企利息支出的負擔，央行升息工具頗為受限，大都採取提高存款準備率的方式收縮貨幣。

習李主政之後，必須解決過去過度投資的後遺症，放棄以往強力貨幣政策的作法，逐步推動金融去槓桿工作，以避免地方債務及影子銀行的風險。但這種金融緊縮環境固然限制了地方政府及國企的盲目擴張，但民營企業受到的排擠及影響更大。在利率自由化進展緩慢之際，中國大陸採取「微刺激」的方式，機動紓解貨幣市場上的「錢荒」。中國人民銀行在公開市場操作，已成為主要貨幣政策調控的工具。

資本市場的改革與對外開放

中國大陸資本市場是在計劃經濟向市



場經濟的轉軌過程中，因應財政、銀行和國企經濟狀況日益困難而誕生。在經濟體系發展過程中，政府財政集中的資金相對較少，企業和個人支配的資金相對增加，形成大量社會沉澱資金。因此，中國大陸開始進行投融資制度創新試驗，一方面透過發行各種債券，從社會籌集國家建設所需資金，另一方面鼓勵及支持股份制試點，建置股票市場，讓股份制企業開啟直接融資之路。

不論是審批制還是核准制，中國大陸股票市場還是以國企為主體，股權的特殊性造成交易市場運作的不公與困難。早期為了引進海外資金，股票分為本國人以人民幣買賣的A股及外國人以外幣購買的B股，隨著B股市場逐漸式微，中國大陸當局吸收臺灣股市經驗，推出合格的境外機構投資者（Qualified Foreign Institutional Investors, QFII）制度，允許合格的境外機構投資者在一定規定和限制下，匯入一定額度的外匯資金，並轉換為當地貨幣，透過嚴格監管的專門帳戶，投資當地證券市場。隨著外匯存底快速增加，為了減輕人民幣匯率升值壓力，中國大陸進一步開放合格的境內機構投資者（Qualified Domestic Institutional Investors, QDII）制度，以疏導境內流資。

為了沖淡國企為股市主角的缺失，提供各類民企參與股市募資的空間，中國大陸首先在股市主板之外，增加中小企業板及創業板，給中小企業及新創公司提供在股市IPO（Initial Public Offerings, 首次公開發行股

票）的募資途徑。之後，為解決北京NET及STAQ系統掛牌公司法人股的轉讓交易問題、滬深主板市場退市公司股份的轉讓問題及流通在外的非公開發行股份公司股票的流通問題，遂將既有的股份代辦轉讓系統，發展成一個統一監管的全國性場外交易市場，稱之為「新三板市場」。新三板的股價資訊亦納入A、B股股票交易行情系統；另一方面，證監會亦研擬了三板系統的轉板機制，針對大量達不到上市門檻的科技型企業，可先讓其進入代辦系統，待成熟完善再進入中小企業板或創業板。

近年來，在以主板、中小板、創業板以及新三板為重要組成部分的多層次股票市場結構中，一些市場層次缺乏差異化，發行條件與投資者准入等要求與標準大致相同，服務於不同成長階段企業的融資工具也趨於一致，造成市場層次同質化現象嚴重。

在債券市場方面，目前中國大陸市場債券品種逐步增加，以滿足多層次的融資和投資需求。債券品種分為利率債和信用債兩大類別。其中，利率債占比超過7成，包括國債、政策性金融債和央行票據；其餘為信用債約3成，包括企業債、公司債、短期融資券和中期票據。銀行間債券市場和交易所債券市場是中國大陸債券交易的兩個主要市場。其中，銀行間債券市場交易的未償債券占未償債券交易總量的9成左右。

由於中國大陸債券市場以商業銀行為絕對主導，其餘機構參與比重相對較低。因

此推動債券市場的逐步放開，改變機構參與者參與比例，尤其是增加國際機構參與比例，將是債券市場國際化的主要方向，也是配合人民幣國際化的重要途徑。從境外機構參與境內債券市場投資交易的角度看，境外央行、國際金融組織、主權財富基金、跨境人民幣結算的清算行和參加行、保險公司、QFII、RQFII等符合條件的境外機構也可投資銀行間債券市場。

外匯市場管制的逐步開放

1994年1月1日，人民幣官方匯率與外匯調劑價格正式併軌，中國大陸開始實行以市場供求為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度。企業和個人按規定向銀行買賣外匯，銀行進入銀行間外匯市場進行交易，形成市場匯率。中國人民銀行透過參與該市場交易，管理人民幣匯率，人民幣對外公佈的匯率即為該市場所形成的匯率。

第二次匯率改革是在2005年，中國人民銀行宣布廢除為因應亞洲金融危機而形成的盯住單一美元的匯率政策，開始實行以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。第三次改革則是在2015年，改革了人民幣匯率中間價報價機制，並綜合考慮外匯供需情形以及國際主要貨幣匯率變化，提供中間價報價。

中國大陸外匯改革歷程的特色之一就是人民幣匯率浮動區間逐步擴大。1994年人民幣對美元匯率浮動區間是0.3%；到2007年擴

大至0.5%；2012年4月人民幣對美元匯率中間價日間波動從0.5%擴大至1%；2014年3月這一區間擴大到2%。日前有媒體報導，中國人民銀行可能會進一步擴大人民幣交易區間，但會限制至3%以內。預計此舉將不會產生太大影響，主要是中國大陸官方致力於長期市場改革的一種表態。即便如此，出於維護市場及經濟穩定的考慮，這項調整可能還是會在中共十九大召開之後才會出台。

人民幣國際化的戰略目標

國企及公有部門在中國大陸經濟成長過程中，固守其既得利益，成為改革的阻礙。對外開放形成的倒逼改革已成為經濟成長動力。中國大陸加入WTO，帶動一波對外開放與外貿高速成長，逐步塑造出「大國崛起」態勢。在開放國內市場與管制的同時，資本「走出去」尋找獲利機會的規模也與日俱增，國際金融互動趨於頻繁，如何發展大國貨幣的影響力，仿效美元的鑄幣效應，人民幣國際化就成為追求大國影響力的重要戰略目標，也成為新一波倒逼改革的重要推力。

人民幣國際化是指人民幣獲得國際市場的廣泛認可和接受，並發揮計價單位、交換媒介和價值儲藏的功能，即成為國際結算貨幣、投資貨幣和儲備貨幣。因此，人民幣國際化第一步要使人民幣在境外享有一定的流通度，在國際貿易中，擴大以人民幣結算交易的比重；從周邊地區及東南亞等對中國大



陸有貿易順差的國家開始推動以人民幣做外貿結算，並配合簽署貨幣互換協議，保障人民幣的國際流動性。截至2016年底，中國人民銀行已先後與36個國家地區的貨幣當局簽署貨幣互換協議，2016年跨境貿易人民幣結算業務達5.23萬億元，較2015年減少2萬億元，同比下降27.66%。這是自2009年跨境貿易人民幣結算試點啟動以來，跨境貿易人民幣結算規模首次出現年度縮小。

第二步是推動以人民幣計價的金融產品成為國際各主要金融機構包括中央銀行的投資工具，以人民幣計價的金融市場規模不斷擴大。這部分，中國大陸還屬於初期階段，先在香港建立人民幣境外市場，配合發行點心債，以擴大市場深度；目前，臺北、新加坡、倫敦、法蘭克福、巴黎、盧森堡、多倫多、杜拜、雪梨等22城市成為人民幣離岸金融中心。此外在人民幣QFII的基礎上，2014年11月實施「滬港通」，兩地居民可互相購買對方交易所發行的股票；2016年8月，增加實施「深港通」；2017年3月又開放「債券通」，允許境外資金在香港購買中國大陸債券。

2017年6月，經過四年的努力，MSCI（明晟）指數編纂公司同意自2018年6月起，將中國大陸A股納入MSCI新興市場指數和MSCIACWI全球指數。主要因素是中國大陸與香港互聯互通機制的正面發展，以及中國大陸交易所放寬了對涉及A股的全球金融產品進行預先審批的限制。MSCI計畫初始納入222支大盤A股，基於5%的納入因素，這些A股約占MSCI新興市場指數0.73%的權重。

第三步是讓世界其他國家接受人民幣作為本國的儲備貨幣，必須與具霸權的美元及先進國家貨幣競爭，加入國際貨幣基金（International Monetary Fund, IMF）的特別提款權（Special Drawing Right, SDR）是一個必須跨過的門檻。2011年1月，美國與中國大陸簽署「中」美聯合公報，第一次明確支持中國大陸逐步推進人民幣納入SDR。IMF於2015年12月1日宣布，人民幣將於2016年10月1日加入SDR，成為其貨幣籃子的一份子。IMF根據中國大陸經濟規模、經濟總量、以及人民幣支付總額換算，制定人民幣占SDR權重為10.92%，超越日元的8.33%及英鎊的8.09%，僅次於美元41.73%及歐元30.93%，象徵人民幣已躍升為全球第三大國際貨幣。

不過，隨著國際政經情勢變化，加入SDR並未使人民幣的國際化進程加快。因為自2016年以來，由於資金持續流出中國大陸，人民幣兌美元也大幅貶值，造成人民幣的使用規模明顯下降。根據環球同業銀行金融電訊協會（SWIFT）公布的資訊，2015年8月，人民幣在國際支付中的使用占比來到歷史最高點，達2.79%，排名居全球第四位。之後則明顯下滑，2017年5月下降至1.61%，2017年6月回升至1.98%，仍居全球第六位。

金融改革的可能路徑

在目前全球化環境下，中國大陸金融業必須與國際接軌以支援經濟發展，但在國有經濟把持既得利益、民營經濟缺少金融供應的情況下，整個經濟結構的供給面嚴重失

衡。近年來推動之供給側改革，雖然聚焦於「去產能、去槓桿、去庫存、降成本、補短板」等關鍵項目，但在實際推動政策過程中，充滿諸多「左右為難」的困境，包括：去產能必須要有堅定決心消滅僵屍企業，但又明確不希望以破產方式去產能，以免造成眾多勞工失業；既要股票市場上漲，但又寄望能夠緩步上漲，以免引發不理性的投機狂潮。如何從事適當監管配套，相關主管部門之間又難以協調。基本上，資本都是追逐短期利潤最大化，上述種種兩難情境必將導致資本進行政策套利，借助政策的支持，不去減少無效供給，反而轉向供需平衡之領域，在老問題還沒去除之際，又產生新的問題。

表1 人民幣在全球支付市場中的占有率統計

時間	全球支付市場占有率 (%)	全球排名
2013.01	0.63	13
2014.01	1.39	7
2015.02	1.81	7
2015.08	2.79	4
2016.01	2.45	5
2016.04	1.82	6
2016.07	1.90	5
2016.10	1.67	6
2017.01	1.68	6
2017.02	1.84	6
2017.03	1.78	6
2017.04	1.60	7
2017.05	1.61	6
2017.06	1.98	6

資料來源：環球銀行間金融電訊協會（SWIFT）。

這些困境的本質是實體經濟的資本與金融體系的資產不相匹配造成的，最終平衡

的實現，一是靠新的資本崛起，二是靠過剩資本被消滅。前者是技術革命或產業升級，後者可能造成金融危機。因此，金融市場改革，不但要能支持新經濟的成形及茁壯，也要能減緩金融衝擊、避免引發金融動盪。因此，金融體系改革是實體經濟結構調整的關鍵，但其間改革時機及分寸拿捏，非常不容易。以目前情況觀之，中國大陸當局雖然高喊堅持改革口號，但在執行層面，還是走保守漸進的路線，希望在有限時間內，透過漸進式改革來換取新資本的崛起時間，這其中將充斥兩難之間的拉扯與權衡。

從當前國際政治經濟環境著眼，中國大陸決策當局既不敢、也不能冒著硬著陸的方式，強力出清風險。因此，既要進行調結構的大改造，但又不能不顧及被改革者的承受能力，造成改革進展緩慢。由於打貪腐行動已推展至金融領域，更推波助瀾了中國大陸的海外併購浪潮，造成2016年人民幣由升急遽轉貶，使中國大陸外匯儲備下降近1萬億美元，乃由其外匯管制局對資本流出進行一系列的管制，包括許多大額交易都必須獲得批准。今（2017）年5月，中國大陸官方宣布考慮在人民幣對美元匯率中間價報價模型中引入「逆週期因子」，以避免外匯市場發生羊群效應。此舉意味著「人民幣匯率穩定」已經取代「人民幣國際化」，成為中國大陸當局的優先目標。未來，在維持穩定的前提下，金融改革還是採取漸進的方式。