

第四章 中國金融體制的沿革與發展

現代金融體系主要由銀行中介、非銀行中介、及金融市場所構成。銀行中介以商業銀行為主體，非銀行中介則由保險、信託投資、及財務公司等組成；金融市場乃由貨幣、資本（債券、股票、及期貨市場等）、及外匯市場等所組成。準此，從早期大一統銀行體系的局面瓦解開始，中國的金融改革與演進，發展至今可視為一種金融體系的重建與改良過程。本章針對中國金融發展的歷程，逐一且全面地介紹雙層銀行與央行體制的建立、國有銀行經營的法治與商業化、及貨幣和證券市場等直接金融與多種其他所有制金融中介的興起。

中國金融體系儘管在眾多刻畫金融深化的指標上成績亮眼，然而深究其中卻仍可發現許多內在層面所隱含的問題與影響，因而在擺脫金融壓抑的金融自由化過程中，中國勢必得在政府財政、銀行體系、證券市場、及對外部門的發展與改革上下一番功夫，避免重蹈其他國家實施金融自由化時躁急的覆轍，並以建構一個現代金融體系作為終極目標，中國金融改革才有撥雲見日的一天。

第一節 中國金融體系的建立與歷史背景

中國的金融體系經過二十多年的改革發展後已略具現代金融體系的雛形，並且建立起「以中國人民銀行為基礎核心，國有商業銀行為主體，多元金融機構共存」的金融體系。在 2005 年時，共有各類銀行業金融機構 3 萬多家，3 家政策性銀行、4 家國有獨資商業銀行、13 家股份制商業銀行、115 家城市商業銀行、626 家城市合作社與 30,438 家鄉村信用合作社、及 238 家外商銀行所構成的銀行中介，另尚有 4 家金融資產管理公司、59 信託投資公司、12 融資租賃公司、74 財務公司、以及遍布城鄉的郵政儲蓄局等的非銀行中介。中國銀行業監督管理委員會（銀監會）針對上述銀行中介與非銀行中介（除保險市場外）進行監理，同

時亦負責監管在金融市場上出現的如銀行同業拆款、大額可轉讓定單、票據與國債回購等貨幣市場，以及黃金與外匯市場，而股票、債券、基金、期貨等資本市場則由中國證券業監督管理委員會（證監會）負責監理。至於非銀行中介之財產險、壽險、再保險公司所構成的保險市場，則由中國保險業監督管理委員會（保監會）所監理，最後由銀監會、保監會、及證監會，隨同中國人民銀行一齊共同組成中國金融的監理體系（圖 4-1）。

表 4-1 顯示 1995 至 2004 年間，中國各金融機構的資產分配概況。自 1990 年代末期以來，其他商業銀行、鄉村信用合作社持有較大的資產規模，分別從 1995 年時的 5,369.1 與 6,791.0 億元人民幣，飆升至 2004 年時的 4 兆 7,624.5 與 3 兆 1,013.4 億元人民幣，而保險公司的資產持有也在 1999 年後迅速的增長，至 2004 年時達到 1 兆 0,834.3 億元人民幣，但外國銀行的資產規模卻相對渺小許多，在 2004 年時來到 5,160.0 億元人民幣，而國有商業銀行的資產，從 1995 年時的 5 兆 5,733.4 億元人民幣上升至 2005 年時約 19 兆 1,500.0 億元人民幣，相對反映非國有金融部門的迅速成長。倘若能取得中國非正規金融資產規模的資料，便更能深刻體認中國市場機制參透其中的深入程度、融資渠道多元性的成長、以及中國金融未來的發展將吃重地仰賴非國有金融機構的發展。

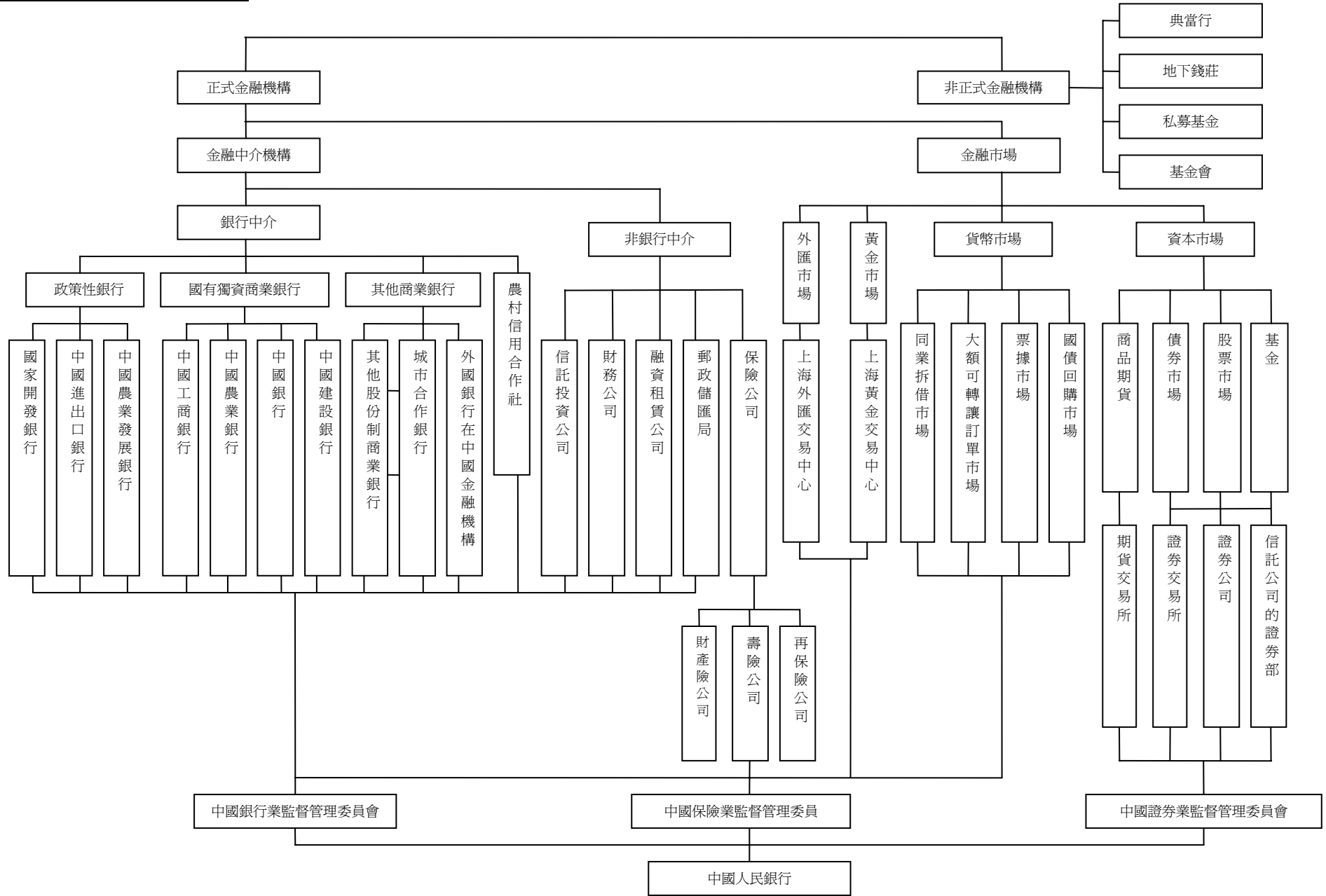
表 4-1: 中國金融體系銀行與非銀行中介持有資產之比較

單位：億元人民幣

年 別	國有銀行	鄉村信用 合作社	城市信用 合作社	保險公司	其他 商業銀行	外國銀行
1995	53,733.4	6,791.0	3,039.2	-	5,369.1	1,588.6
1996	65,827.4	8,706.6	3,747.8	-	7,699.8	2,486.4
1997	79,144.1	10,122.0	4,989.4	-	9,486.1	3,139.8
1998	88,609.3	11,431.1	5,606.3	-	11,281.8	2,826.7
1999	99,706.3	12,392.4	6,301.5	2,604.1	13,768.9	2,629.0
2000	107,937.3	13,930.6	6,784.9	3,373.9	18,282.6	2,847.4
2001	111,882.2	16,108.0	7,800.2	4,591.3	22,557.0	3,736.4
2002	135,496.0	22,052.1	1,192.3	6,494.1	29,977.2	2,881.0
2003	151,941.0	26,746.2	1,487.2	9,122.8	38,905.5	-
2004	172,919.9	31,013.4	1,799.8	10,834.3	47,624.5	5,160.0
2005	191,500.0	-	1,880.0	-	54,900.0	-

註：1995 至 1999 年保險公司持有資產與 2003 年外國銀行持有資產的資料闕如。

資料來源：中國金融學會（2005），《中國金融年鑑》；2005 年為本研究整理。



資料來源：李紀珠 (2002)。

圖 4-1: 中國的金融體系與監理體制

根據歷史記載的資料顯示，中國金融體系在 1949 年前便早已蓬勃發展，最早的資本主義濫觴更可追溯於明朝時期，時逢清朝年間，地處浙、蘇的商業發展已臻純熟。1848 年與英國爆發的鴉片戰爭，雖使中國因戰敗損失部分主權，但也為中國東部沿海區域帶來西方資本主義的思維。後至 19 世紀末期、20 世紀初期，上海發展成為中國與亞洲的金融中心，凸顯中國金融體系的高度成長。上海已從原先農業基礎的小港埠，轉型蛻變成一個與國際貿易接軌的工業化大港口，除茂盛且繁榮的貿易活動外且充斥許多金融機構與創新。然而，後來經過數十年，金融體系非但沒有成長，反受戰爭破壞所苦。戰後中共對計畫經濟的迷信，使金融體系萎縮並嚴重的退化，無法扮演其應有的功能與角色，這般停滯的狀態一直到 1978 年，當局高層終於才有意識型態上的改變，金融體系始獲擺脫陰霾、久逢甘霖的契機。接著將依序分析中國為金融體系的轉變所做出的革新與選擇。

一、雙層銀行體系的發展及中央銀行體制的初步建立

在改革開放前，中國金融體系的發展為便於執行違反比較利益之發展策略下的重工業發展，確保資源流向優先發展的重工業部門，遂將所有的組織國有化，讓整個金融體系僅存在一個單一的銀行制度。中國人民銀行 (People Bank of China) 是由華北、北海、西北農民銀行在 1948 年 12 月 1 日合併組成，當時僅作為國家財政的出納機構，並由國務院領導制訂、實施貨幣政策，及對金融業實施監理的總體調控部門。¹

截至改革開放前，中國人民銀行身兼中央、政策性和商業銀行等性質於一身，並集中全國的金融業務與信貸管理。後來，國民經濟恢復時期結束於 1952 年，接著在 1953 年中國著手進行第一個五年計畫，開始正式進入社會主義經濟

¹ 中國人民銀行於中共建政後納入國務院成為國家銀行，建立國家的銀行體系，同時統一全國貨幣與外匯管理，禁止金銀外幣於境內流通，並陸續接收原國民政府的四行 (中央、中國、交通、農民)、二局 (中央信託局、郵政儲金匯業局)、及一庫 (中央合作金庫)，整頓停辦公私合營及其他私營金融機構，在華東、中南、西北、及西南設立區域分行，統一掌握貨幣發行、管理財政收支與調度糧食進出以實現財政收支、信貸進出和物資供需平衡的「三統三平」，開辦「折實保本保值」儲蓄，抑制通膨、穩定物價、恢復生產。

建設時期，因此便在社會主義的改造思潮下，將所有的私營金融機構併入旗下，成為中國境內唯一的銀行。² 中國人民銀行同時行使央行的職權，管理全國金融與貨幣及商業銀行業務的經營，以便實行全國信貸資金的「統存統貸」與「統收統支」。主要目的在於各級中國人民銀行分支吸收存款並上繳總行，將全國的銀行信貸納入國家經濟計畫，更取消證券市場與商業信用，讓中國人民銀行成為全國信貸、結算、及現金出納的中心。

1958 至 1960 年為全民大躍進時期，受到高指標與大計畫浮誇之風的影響，中國金融管理實行「兩放」（下放管理權限、下放機構）政策，以致出現各方搶占銀行貸款支撐不適當的基礎建設計畫，造成信貸混亂的局面。因此，國務院便在 1962 年起恢復銀行垂直的領導體制，嚴格管理信貸，以扭轉金融混亂、穩定國民經濟。然而，1966 年發生為期十年的文化大革命，讓當時金融體系遭受嚴重的破壞與空前的混亂。中國人民銀行及各級分支機構被併入財政部，淪為財政部的附屬單位，成為計畫經濟的工具、財政收支的記帳單位、及會計性質為主的機構，其他銀行也完全喪失自主權，形成財政、金融不分的混亂狀態。³

直到 1978 年 12 月，第十一屆三中全會做出經濟改革與對外開放決定，中國封閉且內顧導向的計畫經濟體制終於有了些微的變化。隨著市場機制的逐步建立，金融體系一併進行大幅度地改變，中國人民銀行從財政部獨立出來，並恢復原有的銀行體制及其職能。在 1979 至 1983 年間，原屬中國人民銀行麾下的部門機構如中國農業銀行 (Agricultural Bank of China)、中國銀行(Bank of China)、中國人民建設銀行 (People Construction Bank)、及中國人民保險公司相繼復業，⁴ 前三家皆屬國家獨資商業銀行，且依序經營農村金融業務、國際匯兌業務、及中長

² 為國家統一配置生產資源，按計畫進行國民經濟的調控與管理。因此，中國各類銀行與金融機構，相繼被裁撤或併入中國人民銀行，以實現為大一統的金融體系。

³ 在以往計畫經濟下，中國人民銀行為國家唯一的金融機構，也是金融的管理機構，更是貨幣政策制定者與執行者。然而，統收統支的會計形式，使中國人民銀行的角色矮化成為一個財政收納單位。有時需聽令財政部的指示進行放款，嚴重地扭曲以利潤為基準行事的商業銀行原則。資金根據國家的計畫在分配，以產量而非利潤作為考量，造成了金融體系資源的錯置與混亂。

⁴ 外國銀行直至 1985 年時，才被允許在中國的經濟特區內設立分支，或以合營投資的方式設立地方子公司。在 1986 年時，其他專業銀行也被允許經營國外的交易業務。

期信貸業務三個範疇，再加上後來 1984 年成立的中國工商銀行 (Industrial and Commercial Bank) 專門接手以往中國人民銀行所處理的工商信貸和城鎮儲蓄業務，以讓中國人民銀行能專心行使中央銀行的職務。後來開放四家專業國有銀行在過往其他銀行獨占的市場上相互競爭，始逐漸地鬆綁彼此間經營的範疇界線，乃至瓦解既存於中國金融體系內獨占且大一統的狀態。⁵

1984 年中國人民銀行專門行使央行的職權且退出商業銀行業務，其他股份制商業銀行與信用合作社等金融機構也紛紛設立，1992 年第十四屆三中全會作出建立社會主義市場經濟體制的決定，中國開始走向市場導向的經濟體系，1993 年中共十四屆三中全會〈中共中央關於建立社會主義市場經濟體制的若干問題的決定〉中指出，中國人民銀行應從以往的「信貸計畫管理」轉變為「存款準備率、重貼現率和公開市場操作」等市場經濟手段，並在國務院下獨立執行貨幣政策，調控貨幣供給以保持幣值穩定，同時建立政策性銀行接手專業銀行內非商業性的業務，積極且穩妥地發展資本市場中的債券與股票融資，改革外匯管理體制，建立市場基礎的管理浮動匯率，逐步讓人民幣成為可兌換貨幣。至此，中國人民銀行成為真正的央行，專業銀行成為真正的銀行，建立起以中國人民銀行為中心的宏觀金融調控體制，並於同時切斷中央財政向中國人民銀行透支借款的渠道，以期中國人民銀行擁有獨立性。

二、國有銀行經營法治化與商業化及初具雛形的金融市場

在改革的過程中，國有企業的經營仍受部分根本性問題尚未解決所困擾，以致大部分的國有銀行財務體質欠佳，但也促成政府欲設立政策性銀行的動機。

⁵ 1980 年代中國的銀行體系發展，可用四大國有銀行外的金融中介迅速成長來形容。沿海經濟特區形成由地方政府擁有的區域銀行，鄉村和銀行信用合作社網路分別在鄉村和城市成立，信託投資銀行等非銀行中介的迅速擴展，開始經營存、放款。雖然增加了金融體系的競爭，卻也埋下高物價膨脹的引信。為因應金融結構的轉變，國企融資管道也從預算配額轉至國有商業銀行的放款，且國有商業銀行必須接受中國人民銀行的信貸計畫經營業務。1979 年，外國銀行可在中國設立代表處，到 1982 年更允許外國銀行在經濟特區設立分支銀行。但後來 1988 至 1991 年間的物價膨脹，許多非國有銀行被合併且受中國人民銀行所控管，因此延宕金融發展與改革的腳步。

1994 年起成立國家開發銀行 (State Development Bank)、中國進出口銀行 (Export Import Bank of China)、及中國農業發展銀行 (Agricultural Development Bank of China) 等三家政策性銀行，接手以往在四家國有專業銀行中的政策性金融業務。其中，國家開發銀行主要職能是針對符合經濟發展計畫和產業政策的重點建設項目提供貸款，以促進中國整體計畫經濟的運作；中國農業發展銀行成立的主要目的是籌措農業政策性的信貸基金，承擔政府規定的農業政策性金融業務；中國進出口銀行的主要任務是直營國家的產業政策與外貿政策，對於資本性貨物出口和高技術產品出口提供政策性金融融資。政策性銀行成立的主要目的在於接管原屬於國家專業銀行之政策性金融業務後，使國有銀行能以商業銀行利潤最大化的目標來經營業務，按照商業化改革的要求轉換機制成為真正的商業性銀行。

爾後，在 1995 年所出爐的像〈中國人民銀行法〉、〈商業銀行法〉、〈保險法〉等金融法規，象徵著中國的金融體系開始正式邁入法治與規範化的時代。

⁶ 後來在 1998 年中國人民銀行將證券機關的監理職能移交給中國證券監理委員會，同時成立中國保險監理委員會接收中國人民銀行在保險業的監理業務，並於 1999 年起成立信達、東方、長城、及華融四家金融資產管理公司，企圖解決國有專業銀行嚴重的逾放問題。在金融市場方面，於 1990 年代初期正式成立中國的證券市場，也略見貨幣與國債市場的雛形，至於外匯市場中的調劑匯率在 1994 年與官方匯率併軌成為單一匯率制，人民幣終可在經常帳項目下成為可兌換的貨幣。基本上，中國在 2001 年加入了世界貿易組織後，將開啓一個新的紀元，但該組織應允中國加入的條件在於金融帳的開放與浮動匯率制度的採行，因而中國將會有更具競爭力的外國金融機構和大規模的資本移動進入中國，所以必須盡快上緊改革的發條以因應之。

⁶ 1995 年第八屆全國人民代表大會通過〈中華人民共和國中國人民銀行法〉，以中央政府的部級自居且不再受財政部的行政指令使喚，並於 1997 年建立貨幣政策委員會，並正式頒佈〈中國人民銀行貨幣政策委員條例〉，形成中國人民銀行制訂和實施貨幣政策的體系和制度。1998 年中國人民銀行又對其管理體制進行改革，撤銷其各省級分行，以跨省設立分行來增強獨立性。中國人民銀行主要的任務在於：負責制定與實施貨幣政策、匯率政策、監督和管理及批准中國大陸境內所有銀行的設立等事宜和外國銀行到中國設立分支機構或成立合資金融機構，隨後頒佈的〈商業銀行法〉便強調在市場經濟原則下，商業銀行的權益和運行標準。

三、其他金融中介及金融機構的興起與發展

在中國金融體系發展的過程中，鄉村與城市信用合作社 (rural and urban credit cooperatives) 的建立提供多樣化的融資管道，以致在絕大部分的金融資源落在國有經濟手上時，讓非國有經濟仍能賴其維生。其中，城市合作銀行是以原城市信用合作社為基礎發展出來的商業銀行，提供地區經濟發展及中小企業發展的融通資金與金融服務，至於農村信用合作社則是採取社員入股制，對於農民、農業、及鄉村經濟提供金融服務，聚集鄉村閒散的資金且引導其流向高生產力的區域。

隨著經濟改革開放的持續，國有企業擁有較大的自主權後，以往單一化的信貸渠道已無法滿足各種經濟聯合組織或三資企業的資金需求，所以非銀行中介機構逐漸浮現並成為金融體系的一部分來豐富多樣的融資管道，如中國國際信託投資公司 (China International Trust and Investment Corporation) 建立起作為國家主要企業與投資銀行的顧問，其他的信託投資公司也擴展相當迅速，並提供信託與投資上的服務，郵政儲蓄也在 1986 年經國務院批准恢復辦理儲蓄業務，隨後成立郵政儲蓄局專門負責郵政儲蓄的管理工作，將民間游資加以吸收並上繳中國人民銀行，成為信貸基金的主要來源。

在大一統且集中的金融體制藩籬倒下後至今，中國已呈現出一個多元且完整的金融體系，其擁有國有、商業、政策等銀行、城市與鄉村信用合作社、郵政儲蓄、資產管理、信託投資等公司、⁷ 非存款金融中介、及共同基金等 (有關這些金融機構的定義，請參閱表 4-2)。

⁷ 信託投資公司在提供金融租賃 (financial leasing) 的服務功能在於，透過出租方與承租方的書面協議下，在某特定時間內，由出租方出資購買承租方選定的設備或機器，形成出租方擁有所有權，承租方擁有使用權的新式融資選擇。此通過金融租賃實現融資的基本特徵在於，承租方的最終的目的是取得標的物的所有權，因此就期限和金額上而言，在相對成熟的金融租賃市場中，租期通常接近標的物的使用壽命，亦會接近標的物的購買價格。

表 4-2: 中國金融體系中主要組成份子的定義

金融中介與機構的歸類	定 義
國有銀行 (State-owned Bank)	四家國家持有的銀行，分別為中國銀行、中國人民建設銀行、中國工商銀行、及中國農業銀行。雖然賦予商業銀行功能，但深受中國人民銀行透過利率與信貸配置等金融決策上的監理與干預。
商業銀行 (Commercial Bank)	由除了國家如中央政府、地方政府、企業或個人等其他經濟單位所持有的商業銀行。雖然其具備商業銀行的功能，但受限於央行在利率上的控管。
政策銀行 (Policy Bank)	三家於 1996 年成立並隸屬於財政部的政策銀行，分別是中國發展銀行、中國進出口銀行、及中國農業發展銀行。以透過發行債券或貸款的方式，針對特定經濟部門或計畫，來實踐政策性融資的金融角色。
鄉村信用合作社 (Rural Credit Cooperative)	信用合作社乃一種提供貸款與儲蓄等金融服務予會員的非盈利組織，自 1984 年開始遍布於中國的鄉村區域，且由中國農業銀行監督，至 1996 年後便進行區域性合併，且由中國人民銀行監督，後至 2003 年改由中國銀行業監督管理委員會負責。
城市信用合作社 (Urban Credit Cooperative)	類似於鄉村信用合作社在城市的版本。1996 年後，進行區域性的合併，成為城市商業銀行。
郵政儲蓄 (Postal Savings)	為一個早期由中國人民銀行監理且由郵政儲蓄局所經營的儲蓄吸納機構，地方分支辦事處與當地郵局聯繫在同一區域，且提供國庫券配銷上的線路移轉，亦為一專責保險或退休基金的機構單位。
資產管理公司 (Asset Management Company)	四家資產管理公司於 1998 年成立，協助四大國有銀行的財務重組，以處理與回收四大國有銀行的不良債權為目標。
信託投資公司 (Trust and Investment Company)	提供銀行機構在保管、支付、及保證上，非銀行機構在證券發行、及金融租賃上的金融服務。
非存款金融中介 (Non-Deposit Financial Intermediaries)	不得辦理存款業務，可以從組織與投資者籌措資本，再貸予個人或業務的公司。
共同基金 (Mutual Fund)	透過向股東集資，並投資於特定資產組合之開放或封閉基金的投資公司。

資料來源: Franklin 等人 (2005)。

四、整體金融市場的發展與現況

除銀行中介的蓬勃發展外，中國亦以試驗的性質開發直接金融的範疇。以下將依序介紹貨幣、債券、及股票市場的發展歷史與現況。

(一) 貨幣市場

發展至今，中國短期資金的貨幣市場，主要包括同業拆借市場、商業本票市場、定期存單市場、及票據貼現市場等。在 1984 年，各銀行在中國人民銀行頒

布「商業匯票承兌貼現暫行辦法」下開辦票據承兌的業務，接著在 1986 年的國家體制改革委員會中，決定武漢為銀行同業拆借市場的區域中心與清算所，再於同年中國人民銀行也辦理對專業銀行再貼現業務，最後在 1989 年時開放短期商業本票市場。

首先，就短期資金的貨幣市場而言，以中國銀行同業拆款市場為例，自 1981 年成立後便迅速地發展起來，但許多欠缺管制的金融機構與資金卻透過此市場進入固定資產投資，因而惡化 1980 年代晚期的物價膨脹，促使中國人民銀行藉由管制非銀行金融機構的進入與調整利率來因應。到了 1996 年，全國性的單一銀行同業拆借市場體制成立運作，短天期拆借交易量的激增顯示銀行之間關係益加密切，也提醒當局必須防範內、外部的衝擊藉由銀行之間密切的聯繫網路傳染而擴散成爲難以挽救的金融危機。

表 4-3 顯示，2003 年銀行同業拆款市場的交易量來到歷史高峰的 2 兆 4,113.40 億元人民幣，較前年增長了近 100%，拆借交易集中在 7 天期上，雖然在 2005 年交易量萎縮至 1 兆 2,800.00 億元人民幣，但已顯現交易主體成員逐漸地擴充，對銀行同業拆款市場的發展提供活躍與繁榮的條件。

表 4-3: 中國貨幣市場中銀行同業拆款市場的歷年交易量

單位: 億元人民幣

年別	隔夜	7天	20天	30天	60天	90天	120天	總計
2001	1,038.31	5,606.93	933.53	352.84	94.00	47.26	8.67	8,082.02
2002	10,593.31	20,864.67	776.87	562.88	132.76	154.45	39.35	12,107.20
2003	6,418.86	14,563.13	565.97	441.05	101.38	101.84	28.10	24,113.40
2004	2,833.57	10,414.07	942.18	189.31	91.95	58.42	25.73	14,555.82
2005	2,240.00	8,972.80	-	-	-	-	-	12,800.00

資料來源: 中國金融學會 (2005),《中國金融年鑑》; 2005 年部分資料來自中國貨幣政策執行報告。

除同業拆款市場已成爲金融機構進行頭寸管理的場所外，銀行間債券市場也已成爲中央銀行進行公開市場操作的平台，票據市場亦成爲企業短期融資及銀行提高流動性管理、規避風險的重要渠道。在 1997 年中國人民銀行頒布《中國人民銀行關於各商業銀行停止在證券交易所證券回購及現券交易的通知》後，商業銀行全部退出深滬兩交易所市場，將託管的國債移至「中央國債登記結算有限責

任公司」，交易品種包含國債、央行票據、政策性金融債、及公司債等。

至於其他貨幣市場組成份子的發展，根據表 4-4 顯示，銀行間債券回購市場的交易總量從 1997 年的 310 億元人民幣，竄升至 2005 年的 1 兆 5,900 億元人民幣，票據市場的發展從 1995 年的 2,424 億元人民幣，激增至 2003 年的 4 兆 4,500 億元人民幣。然而，整體而言，規模過小且流動性不足、參與主體限制繁多且結構不平衡、交易工具與品種有限等缺失仍存於貨幣市場，有待當局進一步地解決。

表 4-4: 中國歷年貨幣市場交易量發展概況

年 別	單位: 億元人民幣		
	銀行債券回購	可轉讓商業票據	商業銀行匯票貼現
1995	0	2,424	-
1996	0	3,890	2,265
1997	310	4,600	2,740
1998	1,021	3,841	2,650
1999	3,957	5,076	2,499
2000	15,781	7,445	6,447
2001	40,133	12,843	15,548
2002	101,885	16,193	23,073
2003	117,200	27,700	44,400
2004	94,400	34,000	-
2005	159,000	44,500	-

註: 1995 年與 2004、2005 兩年有關商業銀行匯票貼現資料闕如。

資料來源: 成司危 (2003); 2002 至 2005 年的資料來自中國貨幣政策執行報告。

(二) 債券市場

從中國的債券市場發展中，可以發現公司債的市場規模相對渺小於政府所發行債券的市場規模。基本上，屬於中長期資金的資本市場，已在中國逐漸發展成以國債、企業債、及股票為主要的融資渠道。後來，隨著財政赤字的擴大，政府所需發行的債券數額也日益增加，而公司債則多屬於國有企業所發行，發行的對象又多屬於國有銀行，且其發行數額必須經由政府核定，再加上政府以公司債與銀行貸款對企業的經濟效果相當為由，常因此限制公司債的發行金額。⁸ 此外，政府發行的國債購買者多以國有銀行為主，多數人民散戶大都無從參與起，以致債券的次級市場並不發達。

⁸ 企業若欲發行公司債，則必須根據 1993 年〈企業債券管理條例〉的規範，由中國人民銀行審批以提高債信後始得發行。

表 4-5 顯示，當國債與政策性金融債發行金額分別從 1991 年的 281.3 與 66.9 億元人民幣，⁹ 增至 2005 年的 7,042.0 與 5,852.0 億元人民幣時，原發行金額占有一定份量的公司債卻僅從 1991 年的 249.9 億元人民幣，歷經起伏，在 2000 年甚至跌落至 83.0 億元人民幣，雖在 2004 年微升至 327.0 億元人民幣，但 2005 年時，已快速成長至 2,047.0 億元人民幣，始稍微減緩債券市場發展不平衡的情勢。

表 4-5: 中國債券市場的交易概況

單位：億元人民幣

年 別	國債		政策性金融債		公司債	
	發行 金額	贖回 金額	發行 金額	贖回 金額	發行 金額	贖回 金額
1991	281.3	111.6	66.9	33.7	249.9	114.3
1992	460.8	238.1	55.0	30.0	683.7	192.8
1993	381.3	123.3	-	34.3	235.8	255.5
1994	1,137.6	391.9	-	13.5	161.8	282.0
1995	1,510.9	497.0	-	-	300.8	336.3
1996	1,847.8	786.6	1,055.6	254.5	268.9	317.8
1997	2,411.8	1,264.3	1,431.5	312.3	255.2	219.8
1998	3,808.8	2,060.9	1,950.2	320.4	147.9	105.3
1999	4,015.0	1,238.7	1,800.9	473.2	158.2	56.5
2000	4,657.0	1,525.0	1,645.0	709.2	83.0	0.0
2001	4,884.0	2,286.0	2,590.0	1,438.8	147.0	-
2002	5,934.3	2,261.0	3,075.0	1,555.7	325.0	-
2003	6,280.1	2,755.8	4,561.4	2,505.3	358.0	-
2004	6,923.9	3,749.9	4,148.0	1,778.7	327.0	-
2005	7,042.0	-	5,852.0	-	2,047.0	-

註：1993 至 1995 年政策性金融債與 2001 至 2004 年公司債資料闕如。

資料來源：中國證券期貨年鑑編輯委員會（2005），《中國證券期貨統計年鑑》；
2005 年部分資料來自中國貨幣政策執行報告。

在 1993 年以前，企業債發行的審批權落在地方政府手中，寬鬆的審核標準造成發行浮濫及缺乏管理等弊病。表 4-6 顯示，1992 年時，公司債的發行金額甚至超過政府公債（發行量分別達到 683.71 與 577.82 億元人民幣，結構比率為 54.2% 比 46.8%），但隨後在公司債的審批權收歸中國人民銀行所有後，其發行量占公司與國債發行總額的比例便逐漸地下降（1996 年為 7.59% 跌破兩位數，甚至於 2000 年時出現 1.75% 的歷史低點）。在 1991 年時，政府與企業的債券發行額分別為 443.99 與 249.96 億元人民幣，結構比率為 63.89% 與 36.11%，除

⁹ 政策性金融債，為國家開發銀行、中國農業發展銀行、及中國進出口銀行三家政策性銀行，在國家擔保信用下，以 2% 至 3% 的利率所發行用以募資的債券。

1991 至 1993 年的結構比率尚屬正常外，此比率從 1994 年起便開始逐年呈現出快速的失衡狀態。時至 2005 年，才出現在公司與國債券發行總額為 9,029.00 億元人民幣中，僅剩 77.47% 屬於政府公債的顯著轉變（在 2004 年時，此比率仍高達 95.49%）。就 2005 年中國所發行的公債餘額對國內生產毛額的比率僅為 3.86% 而言，整體債券市場仍有很大的發展空間，因此必須盡快著手進行債券市場體制的發展與健全，讓企業能擁有除了銀行信貸與股票市場外另一個的融資渠道，這將有助於國家經濟與建設的持續成長。

表 4-6: 中國債券發行概況

年 別	發 行 額 (億元人民幣)		結 構 (%)		國債/GDP (%)
	政府	企業	政府	企業	
1991	443.99	249.96	63.89	36.11	2.04
1992	577.82	683.71	45.80	54.20	2.15
1993	383.69	235.84	61.39	38.61	1.09
1994	1,139.45	161.93	87.57	12.43	2.36
1995	1,543.56	300.80	83.69	16.31	2.54
1996	3,272.37	268.92	92.41	7.59	4.60
1997	3,843.29	255.23	93.77	6.23	4.87
1998	5,609.66	147.89	97.43	2.57	6.65
1999	4,015.00	158.00	95.26	4.74	4.48
2000	4,657.00	83.00	98.25	1.75	4.69
2001	4,884.00	147.00	97.08	2.92	4.45
2002	5,934.30	325.00	94.81	5.19	4.93
2003	6,280.10	358.00	94.61	5.39	4.62
2004	6,923.90	327.00	95.49	4.51	4.33
2005	7,042.00	2,047.00	77.47	22.53	3.86

資料來源：中國統計年鑑編輯委員會 (2005)，《中國統計年鑑》。

(三) 股票市場

股票市場是經濟主體籌募資金的來源之一，中國第一個證券交易市場在 1990 年於上海成立，隨後隔年於深圳成立第二個證券交易市場，象徵直接融資成爲與間接融資共同健全與完整金融體系的可能。1992 年，中國政府開辦股份持有資格限制，紓緩過急的上市私有化過程對國有企業與金融體系等所可能帶來的衝擊。上市企業會發行可交易與不可交易的兩種類型股份，其中不可交易股份通常由國家或其他合法主體（例如，企業創立者、員工等）持有，而可交易股份可再細分成 A、B 兩股，在兩個股票市場內分別流通且發行給中國的投資者與台灣或

香港等外地投資者購買。此外，還有在香港股票市場上市流通的 H 股、紐約證券市場的 N 股、及新加坡股票市場的 S 股（有關這些股票的定義，詳見表 4-7）。

表 4-7: 中國普通股發行的種類

		定 義
不可交易股 10	國有股份	企業轉換成有限責任公司且尚未上市前，由政府委任國家資產管理局，管理指派企業董事會成員的股份。
	企業股份	企業轉換成有限責任公司且尚未上市前，保留給企業創立者持有，但無法於市場交易的股份。
	外國所有	企業轉換成有限責任公司且尚未上市前，由外國產業投資者所持有的股份。
	合法主體所有	企業轉換成有限責任公司且尚未上市前，由其他上市或為上市公司等合法主體所持有的股份。
	企業員工股份	企業轉換成有限責任公司且尚未上市前，由企業員工所持有的股份。
可交易股	A 股	僅限內地居民投資中國境內上市於上海與深圳股票市場交易的企業股票，又稱內資股。
	B 股	由境外人士（香港、澳門、台灣等）投資中國境內上市，上海與深圳股票市場交易的企業股票，並於 2001 年 6 月起開放合法外匯存款的持有者投資。
	H 股	任何人皆可投資中國境內註冊且香港股票市場上市的企業股票，但僅能於香港交易所內交易。但國有企業在發行 A 股後，僅能再擇 B、H 兩股之一發行。
	N 股	境內註冊，並首次公開上市於紐約的企業。
	S 股	註冊且首次公開上市於新加坡，惟生產與經營核心位於境內的企業。

資料來源: World Bank (2002), *International Trade Statistics*。

表 4-8 與圖 4-2 呈現中國股票市場籌資與發展概況。表 4-8 顯示，中國國有企業逐漸建立起直接金融的融資渠道，籌資總額從 1991 年的 5 億元人民幣，一度升至 2000 年的 2,103.08 億元人民幣高點，至 2005 年達 1,882 億元人民幣。A 股早期曾扮演重要的籌資來源，在 2000 年曾高達 1,182.30 億元人民幣，但在 2005 年時僅剩 338.10 億元人民幣，後來籌資主導性開始由 H、N 股所掌握，兩者甚至一開始於 1991 與 1992 頭兩年毫無籌資現象，在 1993 年時也只有 60.93 億元人民幣，起起伏伏，但 2005 年時已發展至 1,544.50 億元人民幣，B 股及 A、B

¹⁰ 為處理不可交易股份而生的 C 股，隨著《上市公司非流通股股份轉讓業務辦理規則》實施，從 2005 年開始，上市公司非流通股份的轉讓須在滬深證券交易所進行。雙方通過公開股份轉讓資訊達成非流通股股份轉讓協定，亦可通過非公開方式達成協定，由滬深證券交易所和中國證券登記結算公司集中統一辦理，對解決股權分置與國有持股過高的問題踏出實質性的一步。

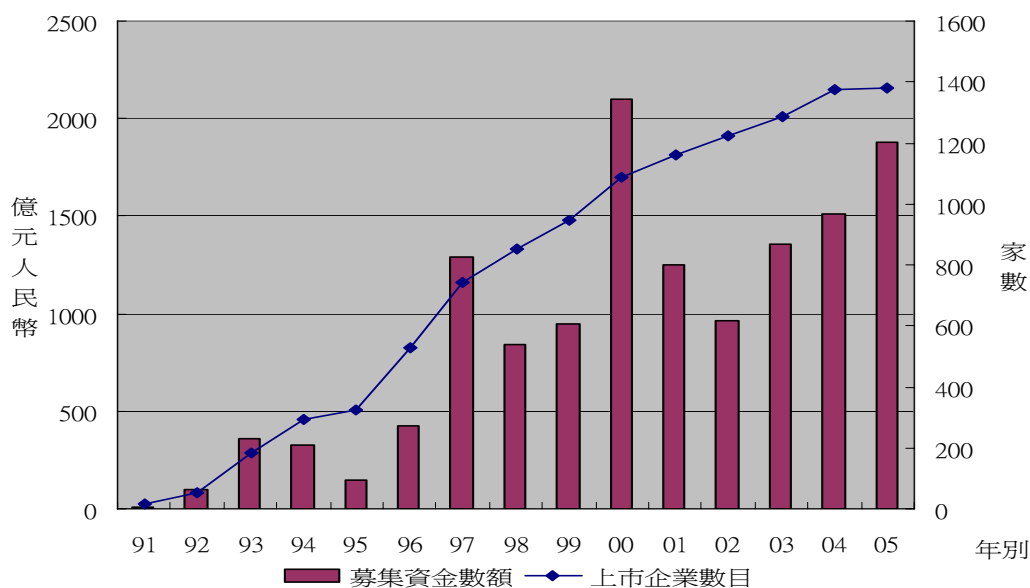
配股籌資方面則呈現交易不甚活絡的現象，其中 B 股甚至歷年的籌資額皆不超過百億元人民幣。至於在上市家數方面，則是從 1991 年時的 14 家穩定地逐年快速增至 2005 年的 1,381 家。以上數據除象徵更多的企業開始將股市作為融資的考量外，也意謂中國為建立起現代企業制度，讓國有企業透過公司化並公開上市的过程，在較具競爭且開放的經營環境下，脫胎換骨地蛻變。

表 4-8: 中國股市籌資狀況

單位: 億元人民幣

年別	總額	A 股	H、N 股	B 股	A、B 配股籌資	發行股數總額 (億股)	上市家數
1991	5.00	5.00	-	-	-	5.00	14
1992	94.09	50.00	-	44.09	-	20.75	53
1993	357.47	276.41	60.93	38.13	81.58	95.97	183
1994	326.78	99.78	188.73	38.27	50.16	91.26	291
1995	150.32	85.51	31.46	33.35	62.83	31.60	323
1996	425.08	294.34	83.56	47.18	69.89	86.11	530
1997	1,293.82	825.92	360.00	80.76	198.00	267.63	745
1998	841.52	778.02	37.95	25.55	334.97	105.56	861
1999	944.52	893.60	47.17	3.79	320.97	122.93	949
2000	2,103.08	1,527.03	562.21	13.99	519.46	512.03	1,088
2001	1,252.34	1,182.30	70.21	-	430.64	141.48	1,160
2002	961.75	779.75	181.99	-	56.61	291.74	1,224
2003	1,357.75	819.56	534.65	3.54	74.79	281.43	1,287
2004	1,510.94	835.71	648.08	27.16	104.54	227.82	1,337
2005	1,882.00	338.10	1,544.50	-	2.60	595.40	1,381

資料來源: 國家統計局 (2006), 《中國統計摘要》。



資料來源: 中國證券業監督管理委員會各期統計數據。

圖 4-2: 上海與深圳證券交易所的發展概況

第二節 中國金融體制的深化與其歷程

一般來說，金融深化 (financial deepening) 的內涵包括「金融部門的擴大、金融結構的健全、及金融體制的強化」。金融部門的規模包含各種金融資產增加的狀況，各種金融資產之間的關係變化，及各種金融資產在各種不同的金融主體、部門、及地區的分配狀態；金融結構意指金融機構的組織、結構、乃至金融工具和金融資產的變遷；金融體制則泛指規範與監督金融體系內行為的法令規章等制度。因此，金融的部門、結構、及體制必然隨著經濟發展及市場深化而持續調整以符合所需。¹¹ 在中國歷經數十年經濟改革的辛苦耕耘下，逐漸地瓦解昔日所加諸的金融壓抑而浮現出金融深化的現象。本節參考Lynch (1996) 與邊裕淵 (2004) 的研究，分別從數量、結構、交易費用、投資工具多元性、及市場利率波動程度等不同的面向，測度並探討中國金融深化的發展歷程及內在意涵。

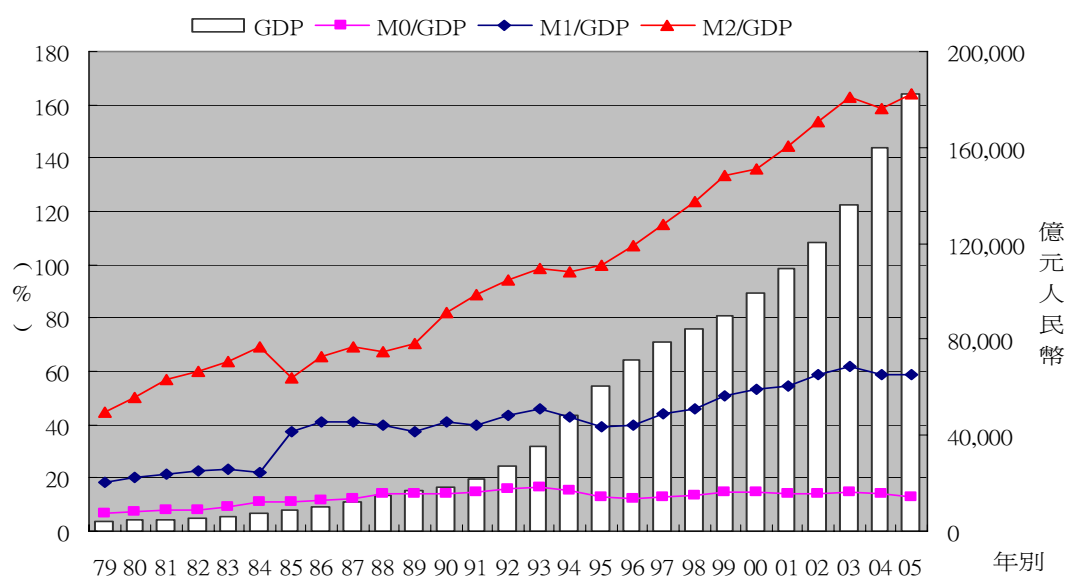
一、數量與結構上的測度

傳統上，通常利用貨幣或信用總數來刻畫金融在數量測度上的發展與深化程度。¹² 通常可以用狹義貨幣 (即為流通中的通貨) 對國內生產毛額的比率來代表一國以貨幣進行交易的貨幣化 (monetization) 程度，廣義貨幣 (意即包含通貨外，所有活、定期儲蓄等存款構成之準貨幣) 對國內生產毛額的比率則可用來剖析一國的金融深化層次，同時還可利用存、放款比率 (銀行中介存放款對國內生產毛額的比率) 刻劃銀行中介吸納存款並轉放款予廠商的勞務行為，用以描述融資中介化的程度。

¹¹ 金融發展就是金融部門、結構、及體制的變化，各國金融發展便是透過金融部門、結構、及體制由簡單走向複雜的過程 (Goldsmith, 1969)。此外，金融中介技術的進步不斷推動貨幣化的過程，其中更將包含反映在金融服務的多樣化上益加複雜的金融資產，使金融活動與經濟增長的過程緊密地聯繫在一起 (Kuznet, 1971)。

¹² 因為金融部門的解禁也是開發中國家經濟改革的一部分，通常衡量金融發展的指標有數量測度、結構測度、金融價格、產品範圍、及交易成本等五種指標，以衡量信用中介、流動性、風險程度等金融體系的特徵。

首先，廣義貨幣與狹義貨幣對國內生產毛額的比率，將與一國金融發展的程度呈正相關。一般而言，當金融發展時，儲蓄存款貨幣的成長將會較交易貨幣的成長來得迅速（這可於廣義貨幣對國內生產毛額比率較狹義貨幣對國內生產毛額比率成長為快看出）。圖 4-3 與表 4-9 顯示，M0、M1、或 M2 定義的貨幣供給量對國內生產毛額的比率均逐步地上升，M0/GDP（通貨/國內生產毛額）表示在國內生產毛額中以通貨持有的比率多寡，在假設人民交易習慣不變的情況下，此比率已從 1978 年的 5.82% 上升至 1993 年的 16.60% 的高點，隨後在宏觀調控下降低約 2 至 3 個百分點，後至 1999 年的 15.00%，之後在 14% 上下 1 個百分點的區間內狹幅波動，並在 2005 年時來到 13.16%；M1/GDP（M0 加活期存款/國內生產毛額）亦從 1979 年的 18.57% 上升至 2005 年的 58.69%；M2/GDP（M1 加準貨幣/國內生產毛額）隨著經濟成長、所得提高、及人民儲蓄提升，定期存款與定期儲蓄存款激增，從 1978 年的 41.49% 以一路攀升的趨勢達到 2005 年的 164.00% 的高點。至此，中國貨幣化程度的加深體現在透過以貨幣充作交易支付媒介、人民收入中實物比重降低（貨幣比重上升）、及人民持有（儲藏）的金融資產升高等三種現象上。



資料來源：國家統計局（2006），《中國統計年鑑》。

圖 4-3：中國歷年貨幣總數對國內生產毛額比率變動趨勢

表 4-9: 中國的貨幣供給與國內生產毛額

年 別	貨幣供給量 (億元人民幣)			國內 生產毛額 (億元人民幣)	金融深化程度 (%)		
	M0	M1	M2		M0/GDP	M1/GDP	M2/GDP
1978	212.0	-	1,512.5	3,645.2	5.82	-	41.49
1979	267.7	754.6	1,822.7	4,062.6	6.59	18.57	44.87
1980	346.2	921.0	2,279.7	4,545.6	7.62	20.26	50.15
1981	396.3	1,062.9	2,786.1	4,891.6	8.10	21.73	56.96
1982	439.1	1,221.6	3,198.9	5,323.4	8.25	22.95	60.09
1983	529.8	1,391.3	3,805.8	5,962.7	8.89	23.33	63.83
1984	792.1	1,578.0	5,000.9	7,208.1	10.99	21.89	69.38
1985	987.8	3,340.9	5,198.9	9,016.0	10.96	37.06	57.60
1986	1,218.4	4,232.2	6,720.9	10,275.2	11.86	41.19	65.41
1987	1,454.5	4,948.6	8,349.7	12,058.6	12.06	41.04	69.24
1988	2,134.0	5,985.9	10,099.8	15,042.5	14.19	39.79	67.14
1989	2,344.0	6,382.2	11,949.6	16,992.3	13.79	37.56	70.32
1990	2,644.4	7,608.9	15,293.4	18,667.8	14.17	40.76	81.92
1991	3,177.8	8,633.3	19,349.9	21,781.5	14.59	39.64	88.84
1992	4,336.0	11,731.5	25,402.2	26,923.5	16.10	43.57	94.35
1993	5,864.7	16,280.4	34,879.8	35,333.9	16.60	46.00	98.71
1994	7,288.6	20,540.7	46,923.5	48,197.9	15.12	42.62	97.36
1995	7,885.3	23,987.1	60,750.5	60,794.7	12.97	39.46	99.93
1996	8,802.0	28,514.8	76,094.9	71,176.6	12.37	40.06	106.91
1997	10,177.6	34,862.3	90,995.3	78,973.0	12.89	44.14	115.22
1998	11,204.2	38,953.7	104,498.3	84,402.3	13.27	46.15	123.81
1999	13,455.5	45,837.2	119,897.9	89,677.1	15.00	51.11	133.70
2000	14,652.7	53,147.2	134,610.3	99,214.6	14.77	53.57	135.68
2001	15,688.8	59,871.6	158,301.9	109,655.2	14.31	54.60	144.36
2002	17,278.0	70,881.8	185,007.0	120,332.7	14.36	58.90	153.75
2003	19,746.0	84,118.6	221,222.8	135,822.8	14.54	61.93	162.88
2004	22,095.8	94,044.6	253,521.3	159,878.3	13.82	58.82	158.57
2005	24,000.0	107,000.0	299,000.0	182,320.6	13.16	58.69	164.00

註: M0 是指流通中通貨, M1 是指 M0 加上活期存款, M2 是指 M1 加上定期存款、儲蓄存款、及其他存款所構成的準貨幣。

資料來源: 國家統計局 (2006), 《中國統計摘要》。

就結構測度而言, 可依據各結構部門之構成要素的比率來刻劃金融發展的進度。例如, 證券市場在外流通證券市值對廣義貨幣的比率, 可衡量一國從以銀行中介為基礎的間接金融過渡到以證券媒介為基礎的直接金融的程度。事實上, 中國的股票市場發展迅速, 若再加總香港股票市場, 將可晉升於全世界僅次美國、日本、英國、及法國的名次。儘管如此, 中國股票市場中仍存在諸多如上市公司有絕大比重的不可交易股份及股份所有權大都掌握於政府手中等問題需要進一步地解決。

根據表 4-10，中國並無明顯呈現直接金融的融資比重伴隨著金融體系發展日趨成熟而增加的趨勢，反而顯示直、間接金融差距懸殊（1993 年的 4.73% 對 95.27% 至 2004 年的 4.49% 對 95.51%，直接金融比例也僅曾於 2000 年突破個位數達到 10.35%），隱含國家銀行依然是中央信貸配置所屬意的中介機制，但已至少呈現出國家銀行放款占間接金融的融資比重顯著下滑的走勢（自 1993 年的 73.29% 下降至 2004 年的 53.87%，最低曾於 2001 年時達到 52.46%）。中國政府勢必得持續強化直接金融市場的發展，才能使經濟主體透過發行股票、債券等有價證券，調整自身財務狀態至較佳的融資結構，在兼顧流動、安全與營利性的考量下，降低違約風險與資金使用效益低落發生的機率。

表 4-10: 中國境內股票籌資和銀行放款增加額

年別	境內 股票 籌資額 (億元人民幣) (1)	銀行 放款 增額 (億元人民幣) (2)	國家銀行 放款 增額 (億元人民幣) (3)	直接 金融 比例 (%) (1)/[(1)+(2)]	間接 金融 比例 (%) (2)/[(1)+(2)]	國家銀行 占間接 金融比例 (%) (3)/(2)
1993	314.54	6,335.40	4,845.61	4.73	95.27	73.29
1994	138.25	7,216.62	5,161.00	1.88	98.12	70.54
1995	118.86	9,339.82	6,915.45	1.26	98.74	73.37
1996	341.52	10,383.33	7,937.75	3.18	96.82	74.34
1997	733.82	10,712.47	8,149.96	6.41	93.59	70.45
1998	803.57	11,490.94	9,100.39	6.53	93.47	74.17
1999	897.39	10,846.36	8,742.71	7.64	92.36	74.45
2000	1,541.02	13,346.61	10,074.02	10.35	89.65	67.67
2001	1,182.13	12,439.41	7,145.75	8.68	91.32	52.46
2002	779.75	18,475.01	10,476.60	4.05	95.95	54.41
2003	823.10	27,702.30	15,263.30	2.89	97.11	55.10
2004	862.67	18,367.26	9,894.99	4.49	95.51	53.87

資料來源：中國金融學會（2005），《中國金融年鑑》。

最後，衍生性金融商品的交易額對其所附著之工具的交易額的比率，可以表現出不包括在資產負債表內的風險管理產品相對於表內產品交易的重要性。由於衍生性金融商品的開發需要其所附著工具的市場穩定且具備相當的效率程度下才得以成形，故可預期此比率應與金融發展具有正相關。

在計畫經濟中貨幣能扮演的角色有限，因其作為市場經濟交易媒介的功能被政府一系列票據和實物等工具所取代，但經由不斷的制度改革與市場化後，中國

經濟體系的貨幣化程度正持續地增高。M0/GDP的逐漸增高，可以反映著中國人民開始普遍於日常生活使用通貨，M2/GDP增長的速度較快，也意謂整個社會有更多金融資產與服務的金融中介化 (financial intermediation) 現象。¹³

此外，根據表 4-11「中國人民願意供給資金給金融機構程度」的存款比率、「信貸機構對經濟體系提供資金導體程度」的放款比率、及「金融機構所持有的資產總值對國內生產毛額比率」的金融相關比率 (financial interrelations ratio)，可以呈現中國經濟發展倚重金融機構為融資工具的程度，並顯示中國資金流向與分配的概況。¹⁴ 中國自改革開放以來，藉由金融機構來中介資金借貸的重要性愈顯明朗。中國的存、放款比率及金融相關比率，在 1985 年時，分別為 48%、66%、及 71% (相較於 1978 年，存、放款比率皆有 15 個百分點以上的增長)，在 2005 年時則分別來到 158%、107%、及 166% (相較於 1985 年，三者分別皆已增長 110、41、及 95 個百分點)。

金融相關比率僅能反映金融資產總額與國內生產毛額之間的時序動態關係，並無法有效表達金融體系內的結構變遷與資產組合調整，故未能充分展現中國金融發展的全面風貌。中國在金融相關比率上長足的進展，可視為一種因不合理的制度安排所誘發的金融資產增加。根據流動性限制理論 (liquidity constraints theory)，因消費信貸市場不完善而提高的非自發意願儲蓄以致所增加的金融資產，雖是一種金融深化，但卻是一種降低人民恆常生命週期總預期效用水平的金融壓抑。在原先的計畫經濟體制下，醫療、養老補貼、及實物配給等福利替代金融體系平滑了人民生命週期的收入，但在經濟轉軌的過程中，構成人民收入中的金融貨幣比重逐漸上升，醫療、養老補貼、及實物配給等福利比重則逐漸下降，因而造成人民必須不斷地提早儲蓄來因應未來潛在的福利支出，凸顯制度誘發金

¹³ Lowe (1993) 認為銀行中介的功能有：(1)資金移轉，即把資金從延遲消費者手中移轉至提早消費或投資者，讓投資者除了自籌資金外尚有其他外部融資的管道；及(2)中介服務，減少資金移轉時所需的交易費用，促進資訊的流通與降低風險，並能選擇性的資金貸放，增加資源流向生產力較高的部門。

¹⁴ 金融機構包括人民銀行、國有獨資商業銀行、政策性銀行、其他商業銀行、城市合作銀行、鄉村信用合作社、郵政儲蓄機構、金融信託投資公司、財務公司、及融資租賃公司等。

融資產積累的功能。是故，金融深化的過程除須考慮貨幣總數的增加外，尚須考量到金融是否已發揮對消費平滑化的功能，以及經濟的持續增長也需仰賴資本與消費平衡增長的條件成立，任何偏執一方的發展策略將是偏頗的。

表 4-11: 中國金融中介體化的趨勢

年 別	金融機構 (10 億元人民幣)			國內 生產毛額	存款比率 (%)	放款比率 (%)	金融 相關比率 (%)
	總存款	總放款	總資產				
	(1)	(2)	(3)				
1978	113.5	185.0	-	364.5	31	51	-
1979	133.9	204.0	-	406.3	33	51	-
1980	166.1	241.4	-	454.6	37	53	-
1981	202.7	286.0	-	489.2	42	59	-
1982	237.0	318.1	-	532.3	45	60	-
1983	278.9	359.0	-	596.3	47	60	-
1984	358.4	476.6	-	720.8	50	66	-
1985	426.5	590.6	643.1	901.6	48	66	71
1986	535.5	759.1	820.6	1,027.5	52	74	80
1987	651.7	903.3	997.6	1,205.8	54	76	83
1988	742.6	1,055.1	1,154.1	1,504.2	50	71	77
1989	1,078.6	1,436.0	1,361.8	1,699.2	64	85	80
1990	1,401.3	1,768.1	1,683.8	1,866.7	76	95	90
1991	1,807.9	2,133.8	2,061.4	2,178.2	84	99	95
1992	2,346.8	2,632.3	2,426.9	2,692.3	88	99	90
1993	2,962.7	3,294.3	3,419.5	3,533.4	86	95	97
1994	4,047.3	4,081.0	4,955.8	4,819.8	87	87	103
1995	5,386.2	5,053.8	6,422.2	6,079.4	92	86	106
1996	6,857.1	6,115.3	7,903.4	7,117.7	101	90	111
1997	8,239.0	7,491.4	9,500.8	7,897.3	111	101	120
1998	9,569.8	8,652.4	11,042.1	8,440.2	122	110	131
1999	10,877.9	9,373.4	12,323.1	8,967.7	133	114	137
2000	12,380.4	9,937.1	13,548.4	9,921.5	138	111	137
2001	14,361.7	11,231.4	15,487.6	10,965.5	148	115	141
2002	17,091.7	13,129.3	18,402.5	12,033.3	163	125	153
2003	20,805.6	15,899.6	22,531.3	13,582.3	177	135	166
2004	24,142.4	17,819.8	26,274.0	15,987.8	176	130	164
2005	28,717.0	19,469.0	30,204.3	18,232.1	158	107	166

資料來源: 中國金融學會 (2005), 《中國金融年鑑》; 國家統計局 (2006), 《中國統計摘要》。

表 4-12 呈現出在改革的過程中，金融機構從家計單位所吸納資金占經濟全體儲蓄的比重明顯增加，除了意謂以往計畫經濟下由信貸預算配置資源的角色，逐漸由透過銀行吸收資金再轉貸資金予需求者的模式取代外，也隱含主要的存款資金來源從政府組織轉移至家計單位。家計單位總存款對國內生產毛額的比率由

1978 年的不到 6% 揚升至 2005 年的近 77%，其中城市家計單位存款更從 1978 年的 154.9 億元人民幣劇升至 2004 年的 9 兆 8,789.2 億元人民幣，占銀行存款的絕大比例。儘管絕大部分的銀行資金仍因政策因素流向沒有效率的國有企業而累積龐大的不良債權，但市場機制配置資源所帶來的正面效果也隨著時間的經過而陸續浮現。此外，私有及非國有經濟的擴張迅速，消費者市場物資充沛，均可反映出家計單位所持有的儲蓄或許並非是一種強迫性儲蓄 (forced savings)，而是屬於自願性儲蓄 (voluntary savings)，但仍未能因此排除乃因中國金融體系內有缺乏多樣投資組合的可能，以致此所謂的自願性儲蓄依然充斥著半強迫的氣息。

表 4-12: 來自家計單位的銀行存款分類

年 別	城市家計存款 (10 億元人民幣) (1)	鄉村家計存款 (10 億元人民幣) (2)	家計單位總存款 (10 億元人民幣) (3)=(1)+(2)	家計單位總存款 /國內生產毛額 (%)
1978	15.49	5.57	21.06	5.78
1979	20.26	7.84	28.10	6.92
1980	28.25	11.70	39.95	8.79
1981	35.41	16.96	52.37	10.71
1982	44.73	22.81	67.54	12.69
1983	57.26	31.99	89.25	14.97
1984	77.66	43.81	121.47	16.85
1985	105.78	56.48	162.26	18.00
1986	147.15	76.61	223.76	21.78
1987	207.57	100.57	308.14	25.55
1988	267.99	114.23	382.22	25.41
1989	378.43	141.21	519.64	30.58
1990	527.82	184.16	711.98	38.14
1991	672.49	231.67	924.16	42.43
1992	889.21	286.73	1,170.59	43.48
1993	1,162.73	357.62	1,520.35	43.03
1994	1,670.28	481.60	2,151.88	44.65
1995	2,346.67	619.56	2,966.23	48.79
1996	3,085.02	767.06	3,552.08	49.90
1997	3,714.76	913.22	4,627.98	58.60
1998	4,296.64	1,044.10	5,340.75	63.28
1999	4,840.46	1,121.73	5,962.18	66.49
2000	5,197.71	1,235.53	6,433.24	64.84
2001	5,994.11	1,382.14	7,376.24	67.27
2002	7,150.48	1,540.58	8,691.07	72.23
2003	8,543.96	1,817.77	10,361.73	76.29
2004	9,878.92	2,076.62	11,955.54	74.78
2005	-	-	14,105.10	77.36

資料來源：中國統計年鑑編輯委員會 (2005)，《中國統計年鑑》；2005 年為本研究整理。

二、交易費用上的測度

在傳統經濟學分析架構下，因假設一個擁有完全資訊且不存在交易費用的虛擬世界，而易流於忽略金融體系內的企業如銀行等中介者角色的重要性。¹⁵ 一般而言，交易效率的低落將造成市場零落地分散在各地及產生龐大的交易費用，金融部門的出現即扮演著將資訊整合與資源配置的角色。換言之，金融部門將伴隨著交易費用的降低及縮減資訊不對稱的動態過程而演進，金融部門的發展將會使分散的市場一體化，利用更完整的資訊來提供準確且一致的價格水平以呈現資源的稀缺程度。

在開發中國家中，零散的市場將會降低價格機制傳遞正確資訊的功能性，因而誘使許多實質上價值破壞 (value-destroying) 的投資計畫被不完整、甚至錯誤的資訊所蒙蔽而反被採行，以致造成許多無謂的浪費與損失。是故，確保一個正的實質利率，除了可吸引民間游資充作可貸資金的來源，並增加整個經濟體貨幣化的程度外，亦可使資金需求者因為正的資金實質成本的壓力存在，而謹慎地尋求一個價值更高的投資計畫。

綜言之，借貸市場中高昂的交易費用、不對稱的資訊擁有、以及價格的分歧 (即在眾多且分散的市場，因高昂的交易費用而難以呈現一致的價格水平，而呈現出同種財貨存有不同價格的可能) 等諸多待開發的層次，將會伴隨著金融體系的發展而有所降低。金融體系的經營，必須持續地降低交易費用或信用中介費用，以刺激金融深化、及減少金融部門吸納稀缺金融資源所需耗費的資源成本。是故，金融部門發展中最重要目標是極小化募集存款者的資金並轉貸予企業所

¹⁵ 以一般均衡理論出發的Arrow-Debreu-Mackenzie模型認為，如果在未考慮交易費用、資訊不對稱的完全競爭的假設下，金融中介便沒有存在的必要。金融中介可視為一家企業，而企業存在的重要性長久以來便矇蔽於古典經濟模型的假設下，遲至Coase (1937) 認為市場與企業是兩種不同競爭的交易契約模式，企業始有一新的風貌。由於使用市場中的價格機制來配置資源將會有交易費用的產生，而某些如原料供給者搜尋、議價、契約簽定等情況下，以致某些財貨的生產交由企業來執行可能有較少的交易費用產生，因而造就企業藉由節約且內部化市場的交易費用而出現，類似一組企業契約形式在某種程度上取代或互補一組市場契約形式。Cheung (1983) 更將企業清晰地詮釋為，企業透過中間要素市場的契約簽訂，因此避免使用市場價格機制所產生的高昂交易費用。由於中間要素市場各個要素主體的報酬分配，可在較低的費用下經由契約所事先規範，因而用交易費用較少的中間要素市場契約，取代交易費用較高的財貨市場契約。

產生的成本。銀行的存放利差，除考量市場競爭程度，也應將營業等所衍生的信用中介費用考慮進去，故其可做為一種交易費用的衡量指標，以評斷一國金融發展的層次。傳統上，商業銀行主要的收入來源為藉由提供吸納存款及提供放款的中介服務，賺取利率差，因而存放利率的走勢將決定銀行的獲利程度。

表 4-13 顯示中國歷年 1 年期儲蓄與流動資金的存放利差發展。在 1993 年時，1 年期的儲蓄存款與流動資金放款利率差為 0%，後來便開始逐年上升，最高為 1999 年的 3.60%，在 2004 年時達到 3.33%。利差呈現逐年攀升的趨勢，除意謂在銀行中介擁有利率訂價權時，經營效率低落與市場競爭程度不足的可能性外，更暗示政府代銀行中介操縱利率走勢，以利進行其體內不良債權的轉嫁過程，由存款者為不良債權買單的疑慮。

表 4-13: 中國歷年存放利差的發展

單位: %

年 別	1 年期 儲蓄存款利率	1 年期 流動資金放款利率	存放利差
1993	10.98	10.98	0.00
1995	10.98	12.06	1.08
1996	9.18	10.98	1.70
1997	5.67	8.64	2.97
1998	5.22	7.92	2.70
1999	2.25	5.85	3.60
2002	1.98	5.31	3.33
2004	2.25	5.58	3.33

資料來源：中國金融學會（2005），《中國金融年鑑》。

McKinnon (1994) 與 Shaw (1973) 指出，一個無效率的金融體系將會箝制經濟的發展，而且強調開發中國家皆可從金融的自由化中獲益。然而，金融部門的自由化只是一國改革中眾多面向之一，畢竟一國經濟發展遲緩不會僅與金融部門的無效率有關。是故，重點應放在金融部門分配資源的功能是如何被一個集權決策的組織區裂及其可行的解決之道。基本上，金融體系在政府力量介入下將會造成價格的分歧與不一致，且受金融壓抑後所帶來的不確定感，將造成企業財務槓桿能力的喪失及因資金迂迴時間的縮短而未能發揮最大效益，而所增加龐大的交

易費用更會連帶影響儲蓄與投資意願而肇致經濟的衰退，所以政府不可等閒視之。

三、投資工具多元性的測度

由於人們的消費具有多樣性與邊際效用遞減性，而金融中介者的存在可讓經濟個體在時間偏好上進行跨期決策，以提升跨期總效用的現值。一般而言，金融體系中的銀行中介在經濟發展過程中的初期會自然地成為資金配置的主體，但隨著其他融資管道如股票、債券、商業本票等直接金融的出現，其獨要性的程度便會逐漸地降低。¹⁶ 儘管如此，融資管道多元化的發展過程，可使不同特徵的資金需求者有機會在不同的投資決策中選擇對己身最有利的融資方式，以利尋求最高的資金使用效益。

中國融資管道的多元性，可以從固定資產投資的資金來源結構發現（表 4-14）。在 1981 年時，國家預算內資金所占的比例為 28.1%，至 1996 時僅剩 2.7%，後至 2002 年時即便為振興經濟景氣而採取擴張政策也只提升至 7.0% 的水準。之所以如此，乃因原先中國計畫經濟下的國有企業皆仰賴國家預算的投資，但在改革開放下其供給來源的財政收入增加緩慢，因而國家預算資金的重要性便逐漸地降低，資金的缺口則由國內貸款、自籌、及其他如公司債與股票上市集資等所填補，因而呈現出資金來源多元化的金融深化特徵，亦即反映在金融商品的服務範疇與種類多樣化上。國內貸款逐漸成為一種主要的融資渠道，其在固定資產投資資金來源的比重由 1981 年的 12.7% 上升到 2005 年的 20.4%，但自籌與其他形式（如利潤再投資等）的融資渠道仍然為國內固定資產投資資金來源的主力，在 2005 年時仍佔有高達 69.5% 的比重，意謂當局仍需致力於拓展企業融資渠道的多元化過程。

¹⁶ 此種現象便稱所謂的「金融解中介（或脫媒）化」（financial de-intermediation）。因為隨著資訊科技的發展與進步及新的交易技術與資訊使用，逐漸改善市場運作的不完善且促使直接取資於市場的可行性大增，以致壓縮到銀行作為資金中介的角色地位。

表 4-14: 中國固定資產投資資金來源結構

單位: %

年 別	國家 預算內資金	國內貸款	利用外資	自籌與其他
1981	28.1	12.7	3.8	55.4
1982	22.7	14.3	4.9	58.1
1983	23.8	12.3	4.7	59.2
1984	23.0	14.1	3.9	59.0
1985	16.0	20.1	3.6	60.3
1986	14.6	21.1	4.4	59.9
1987	13.1	23.0	4.8	59.1
1988	9.3	21.0	5.9	63.8
1989	8.3	17.3	6.6	67.8
1990	8.7	19.6	6.3	65.4
1991	6.8	23.5	5.7	64.0
1992	4.3	27.4	5.8	62.5
1993	3.7	23.5	7.3	65.5
1994	3.0	22.4	9.9	64.7
1995	3.0	20.5	11.2	65.3
1996	2.7	19.6	11.8	66.0
1997	2.8	18.9	10.6	67.7
1998	4.2	19.3	9.1	67.4
1999	6.2	19.2	6.7	67.8
2000	6.4	20.3	5.1	68.2
2001	6.7	19.1	4.6	69.6
2002	7.0	19.7	4.6	68.7
2003	4.6	20.0	4.4	70.5
2004	5.7	18.5	5.3	70.5
2005	5.1	20.4	5.0	69.5

資料來源: 國家統計局 (2006), 《中國統計年鑑》。

金融商品的精密程度,通常隨著金融體系發展與市場一體化程度的增加而上升。¹⁷ 若金融體系存在較多的商品選擇,市場的參與者將可藉由不同的金融商品來面對各種不同的投資環境,以降低金融風險與資訊不對稱的機率。通常市場胃納大小會決定勞動分工與專業化的程度,分工與專業化會因節約交易費用而再刺激市場的擴充,並體現在商品多樣化上,演化至一組效率的市場體制與契約安排。準此,一國金融商品的多樣化程度,提供一個檢視價格機制是否符合降低各市場中價格背離程度的衡量指標。倘若各個離散的市場出現價格背離的情況,將

¹⁷ 金融商品包括業務融資產品、投資產品、外匯和風險管理產品等,其中業務融資產品包括基本的銀行貸款、直接市場融資、外國資金等。企業會根據價格成本、到期日、市場性等來選擇最有利的融資方式,企業的融資活動會因散發己身的資訊至市場中,不但誘發新金融商品的產生,亦使分歧的價格更趨於一致,增加市場一體化的層次。

會出現套利的機會。金融體系內的資金價格—利率，能否充當調節資金供需達到均衡的叫價者及利率的波動程度，將成為測度中國金融深化的另一個指標。

四、市場利率上的測度

有關金融體系內的價格機制—利率，有兩個值得觀察的地方。首先，一國應維持一個正的實質利率以表現出人們正的時間偏好。因為利率要能夠反映出人們的預期，讓名目利率與物價膨脹率能作相對應的調整以維持實質利率的穩定。其次，借款利率通常高過於存款利率的，此除了反映著銀行的經營費用外，更象徵著資金市場的競爭程度。

倘若政府對名目利率進行管制，在動態的物價波動趨勢下，將以不穩定的實質利率作為代價。由於實質利率為名目利率減去物價膨脹率，所以實質利率的波動程度將由名目利率與物價膨脹率的波動程度所決定。是故，在市場導向的金融體系相較於管制經濟體系將呈現較高的名目利率波動但較低的實質利率波動（因為名目利率的波動在管制經濟體系下幾近為零，因而物價膨脹率的波動將由實質利率的波動全盤吸納）。過大的實質利率波動將增加投資計畫的風險，並降低投資計畫的淨現值。因此，當金融定價效率因市場化的改革過程而有所提升時，將可預見名目利率的波動程度會超過實質的利率波動程度。

表 4-15 顯示，企業活期存款利率在 1980 年代一直保持在 1.8% 的水平，同時期的人民儲蓄存款利率則維持在相對高檔的 2.88% 至 6.48% 之間。這種現象可能的原因在於，此階段中國的金融市場仍未臻成熟又欠缺足夠的投資工具，加上當時物價膨脹嚴重，財政部授意國有銀行調高利率吸引大量的存款以利「撥改貸」政策的執行。

表 4-16 列舉 1980 年代（1980 至 1989 年）中國的消費者物價與企業活期存款率走勢得知，企業活期存款名目利率從 1980 至 1987 年維持 8 年的 1.80%，僅於 1988 與 1989 年調升至 2.88%，然同時段的消費者物價膨脹率卻呈現極為不穩定的波動（最高曾至 1988 年的 18.8%，最低曾至 1982 與 1983 兩年的 2.0%），以

致除了出現負的實質利率外，其走勢亦呈現高度不穩定狀態（最高曾至 1988 年的-15.92%，最低曾至 1982 與 1983 兩年的-0.20%）。

表 4-15: 中國歷年銀行存款年利率

單位: %

年 別	存款利率			
	活期儲蓄存款	1 年期儲蓄存款	企業活期存款	企業 1 年期存款
1979	2.16-3.60	3.96	1.80	n/a
1980	2.88-4.32	3.96-5.76	1.80	n/a
1981	2.88-4.32	4.32-6.48	1.80	n/a
1982	2.88-4.32	4.32-6.48	1.80	3.60
1983	2.88-4.32	4.32-6.48	1.80	3.60
1984	2.88-4.32	4.32-6.48	1.80	3.60
1985	2.88-6.12	5.40-7.20	1.80	4.32
1986	2.88-6.12	6.12-8.28	1.80	4.32
1987	2.88-6.12	6.12-8.28	1.80	5.04
1988	2.88-6.48	7.20-9.72	2.88	8.64
1989	2.88-6.48	7.20-9.72	2.88	8.64-11.34
1990	2.16-2.88	7.2-13.14	2.16-2.88	8.64-11.34
1991	1.80-2.16	6.12-10.08	1.80-2.16	7.56-8.64
1992	1.80	6.12-8.82	1.80	7.56
1993	1.80-3.15	6.11-12.24	1.80-3.15	7.56-10.98
1994	3.15	10.98-12.24	3.15	10.98
1995	3.15	10.98-12.24	3.15	10.98
1996	1.98-3.15	10.98-7.47	1.98-3.15	7.47-10.98
1998	1.44-1.71	3.78-5.22	1.44-1.71	3.78-5.22
1999	0.99	2.25	0.99	2.25
2002	0.72	1.98	0.72	1.98
2004	0.72	2.25	0.72	2.25

資料來源：中國金融學會（2005），《中國金融年鑑》。

表 4-16: 中國 1980 年代企業活期存款實質利率的變化

單位: %

年 別	企業活期存款	消費者物價	企業活期存款
	名目利率	膨脹率	實質利率
	(1)	(2)	(3)=(1)-(2)
1980	1.80	7.5	-5.70
1981	1.80	2.5	-0.70
1982	1.80	2.0	-0.20
1983	1.80	2.0	-0.20
1984	1.80	2.7	-0.90
1985	1.80	9.3	-7.50
1986	1.80	6.5	-4.70
1987	1.80	7.3	-5.50
1988	2.88	18.8	-15.92
1989	2.88	18.0	-15.12

資料來源：同表 4-15。

再根據表 4-15 與表 4-17 顯示，1980 年代的活期儲蓄存款利率 (2.88% 至 6.48%) 及 1 年期儲蓄存款利率 (3.96% 至 9.72%) 竟出現追平，甚至超過同時期工、商業流動資金放款利率 (3.6% 至 7.92%) 的奇怪現象，除代表財政減少對銀行的借款以致銀行以高息吸引人民儲蓄存款外，更意謂國有銀行必須配合政府政策提供企業低息放款，而嚴重壓縮銀行主要收入來源的經營能力。

表 4-17: 中國歷年銀行放款年利率

單位: %

年 別	放款利率			
	工業流動資金放款	商業流動資金放款	農業生產放款	固定資產放款
1979	5.04	5.04	2.16-4.32	2.16-4.32
1980	5.04	5.04	2.16-4.32	2.16-4.32
1981	5.52-5.04	2.52-5.04	2.16-4.32	4.32-7.20
1982	3.60-7.20	3.60-7.20	4.32-7.20	4.32-5.76
1983	3.60-7.20	3.60-7.20	4.32-7.20	4.32-5.76
1984	3.60-7.20	3.60-7.20	5.76-7.92	7.20-7.92
1985	3.60-7.92	3.60-7.92	5.76-10.8	7.92-10.8
1986	7.92	3.96-7.92	7.20-10.8	7.92-10.8
1987	7.92	3.96-7.92	3.96-10.8	7.92-10.8
1988	9.00	9.00	7.92-10.8	7.92-10.8
1989	9.00	9.00	7.92-10.8	7.92-10.8
1990	7.92-11.34	7.92-11.34	7.92-11.34	3.60-12
1991	8.64-9.36	8.64-9.36	8.64-9.36	8.46-11.16
1992	8.10-8.64	8.10-8.64	8.64	8.46-9.72
1993	8.10-10.98	8.10-10.98	8.64-10.98	8.46-14.04
1994	9.00-10.95	9.00-10.98	10.98	10.98-14.0
1995	9.00-12.06	9.00-12.06	10.92-12.06	11.70-15.3
1996	9.18-12.06	9.18-12.06	10.08-12.06	10.08-15.3
1998	6.12-7.92	6.12-7.92	6.66-9.72	7.56-10.35
1999	5.58-5.85	5.58-5.85	5.94-6.03	6.21
2002	5.04-5.31	5.04-5.31	5.49-5.58	5.76
2004	5.22-5.58	5.22-5.58	5.58-5.76	6.12

資料來源: 中國金融學會 (2005), 《中國金融年鑑》。

以放款業務利息收入與存款業務利息支出之間的差額為主要收入來源的銀行中介，因利率由中央銀行貨幣政策委員會、國家計畫委員會、及財政部等國務院部門在政策性考量下決定，故而銀行在不具有釐定存放款利率的權力下，形成低放款利率 (貸放國有企業) 與高存款利率 (吸納人民儲蓄) 的狀態，因而造成銀行利潤的下降。是故，增加自行訂定利率的權力、實行「混業經營」(mixed management)、發展「中間業務」等方式以增加非利息收入，再加上提高經營效

率以有效地限制經營成本、逐步減少壞帳撥備以減少利潤的損耗等措施，始能逐步地改善中國的銀行財務狀況。¹⁸

中國在 1980 年代末期與 1990 年代中葉時曾有兩次嚴重的物價膨脹，當時政府透過調高利率讓存款者能擁有正的實質利率，以避免負實質利率所造成的儲蓄急降或擠兌，但部分存款的流失卻直接地壓縮到銀行部門對國企放款的能力，同時存款利率的調升也加重銀行利息支出，一方面因為支出成長較收入成長快，以致於利差收入逐漸地縮減；二方面銀行的存、放款結構也發生轉變，出現大量存款由活期轉向定期及固定資產放款轉為流動性放款的窘狀，形成將高成本的長期資金用於低收益的短期資金用途，因而大大地削減銀行獲利能力，肇致物價膨脹時期銀行利息支出占利息收入比重大幅躍升。

第三節 中國的金融壓抑

Merton (1995) 歸類一個正常的金融體系所應具備的六種功能如下：(1)財貨與勞務交易的支付系統，(2)大規模且不可分割投資項目的資金匯集渠道，(3)經濟資源在時間與空間上的移轉管道，(4)作為控制風險和無法預測事件的工具，(5)經濟體系內各決策部門的價格資訊，及(6)資訊不對稱的解決工具。除傳統貨幣的中介功能外，金融體系的健全與發展將會衍生新的金融市場功能，呈現出金融市場與中介的互補關係，且共同提供融資管道的金融深化表徵。

然而，中國早期執行計畫經濟模式，以致改革開放後於整體經濟所殘留的遺毒，在金融體系上反映著一系列的金融壓抑 (financial repression)，更遑論中國能實現上述金融體系所應具備的功能。¹⁹ 當市場利率因人為干預而無法自由調節

¹⁸ 中國的銀行除在財政借款協助減少之際，為吸收民間儲蓄而負擔高昂的利息成本之外，還因為政府終止對國有企業的直接財政撥款，進而使得國有銀行成為向國有企業提供低利放款政策的執行工具，以致銀行中介在利息收入上處處受限。是故，銀行存放利率定價權力的釋放，也將是中國金融改革的重心之一。

¹⁹ 政府透過金融壓抑控管經濟的慣用手段有下列形式：(1)利率上限，(2)高存款準備，(3)銀行信用管制，(4)銀行微觀控管，(5)金融體系的進入障礙，或(6)資本移動的限制等。

資金供需時，易因執行計畫經濟所引起的物價膨脹進而造成負的實質利率出現，乃至引發借款者與貸款者之間的供需失調，更導致存款總額對國內生產毛額比率的下降。是故，金融部門的發展與成長通常被視為一種增進資源配置效率的方法。

古典經濟學家D. Ricardo將土地和資本視為一種侷限經濟發展的實質限制因素，並未考慮到金融部門的角色，隨後才由J. Schumpeter闡述金融中介服務在創新與經濟成長上的重要性，而金融部門效率與經濟發展之間密切的關係在McKinnon (1973) 和Shaw (1973) 的研究中才有所勾勒出。²⁰ 對於現階段為金融壓抑所苦，但又想以金融自由化來帶動經濟發展的中國，McKinnon (1991) 的建議如下：

1. 平衡政府的財政收支

首先，中國政府當局必須把財政收支控制在國內生產毛額總值的一個合理比例之內，並同時建立良好的賦稅制度，降低對個人與企業的稅收以減少政府對經濟活動的干預。其次，在確定擁有向私有部門收取稅收的能力前，中國政府必須盡量維持國有企業稅收的穩定，始能再繼續進行國有企業的私有化。最後，在改革的過程中，預算外的開支可能會無法如預期般的增加，政府必須盡可能地限制開支以免政府赤字帶來經濟的不穩定。此步驟的重點在於，開發中國家的資源相對匱乏，因而是否具備健全的財政收支系統，將決定政府能否擁有繼續推動經濟改革與穩定經濟的力量。

2. 銀行準備與利率管制的鬆綁及資本市場的建立

當政府具備足夠的財政力量及穩定宏觀經濟中物價、利率、及匯率的能力後，第二步驟便開始「放寬對銀行準備與利率的管制，並逐步建立資本市場」。因為改革時期中的國有銀行可能會累積許多不良債權 (non-performing loans，

²⁰ 金融體系的形成與健全化是有益於經濟的發展，因而金融深化勢必伴隨著金融部門、結構、及體制的健全而生 (Shaw, 1973)。Stiglitz (1997) 提出的金融約束論 (financial restraint hypothesis) 認為，假若不具備實行金融自由化的初始條件，則適當的政府干預反有助於金融深化與經濟發展。例如，以保證實質利率控制利率及限制資本市場的競爭，增加金融部門的經濟租，以利於資本的積累。是故，中國政府對國有金融的控制，在財政性融資退出之際，仍能給予體制內機構的經營足夠的金融補貼，並保有變遷中的經濟成長。

NPLs)，以致需要進行「資產重組」來優化其結構且減少銀行風險，同時鬆綁對市場的管制以維持一正的實質利率水平來保持經濟發展的穩定。此階段的重點在於必須建立起市場機制，汰換以往非市場因素決定資源配置所產生的低效率。

3. 先經常帳後金融帳的對外改革

最後一個步驟始能考量對外部門。國際收支平衡必須秉持「先經常帳，後金融帳」的順序進行對外的經濟與貿易改革。²¹ 匯率逐步的市場化、國內外財貨與勞務價格的併軌、貿易障礙或補貼的減少、成立經濟特區、及允許更多外資企業與外國銀行在國內經營業務。此步驟的重點在於，對外開放程度必須建立在國內經濟穩定的基礎上。

除論及有關金融自由化的最適步驟之外，McKinnon (1991) 同時建議中國政府應力保正的實質利率來吸引人民的存款，作為企業經營資金與彌補政府預算不足的資金來源，避免政府透過物價膨脹稅來減少支出負擔，而造成經濟的不穩定。經濟發展與金融資產累積之間的正相關亦仰賴於金融相關改革來提高資源的配置效率，中國的銀行中介在改革過程中累積大量的金融資產，因而銀行產業的表現良窳將會影響中國經濟的發展好壞，故銀行體系的改革便成為金融改革的重心，而金融改革也將成為經濟體制改革和轉型成功與否的關鍵之一。Lardy (1998) 便認為，自改革開放以來，中國的急速經濟增長，可由高存款、高投資、及重新分配資源至高生產力產業來解釋，其中銀行中介體系更在國家發展中發揮為國家集中建設資金、調節社會資金的流動、及宏觀經濟的調控的作用。

以上的改革步驟可以總結成下列三個目標進程：

1. 放棄計畫經濟下的金融壓抑政策，轉向金融深化的市場改革；
2. 建立合乎市場原則的宏觀調控機制，平衡經濟的發展與穩定；及
3. 開放金融體系，且積極融入國際金融的體系。

²¹ 此外，根據著名的「不可能的三位一體」(impossible trinity) 開放金融理論，穩定的匯率、開放的金融帳、及獨立的貨幣政策，在開放的經濟體系下僅能選擇其中兩種。中國目前因為金融帳尚未開放，所以可以擁有自主性的貨幣政策及自由地選擇匯率體制(固定匯率)，但隨著日後入世後必需開放金融帳，以致勢必得放棄貨幣政策執行或匯率體制選擇的其中一種。

政府如能確實針對金融體系內的弊病對症下藥，有朝一日，中國的金融體系始能逐漸擺脫因計畫經濟的執行，對其經濟乃至金融所造成的傷害與衝擊。此外，盡快在宏觀經濟體系內建立央行基礎貨幣調控的有效性，以期日後進入國際金融體系下邁向更高層次、精緻分工與專業化。

第四節 結語

本章針對中國近代的金融發展脈絡作了詳細的介紹。中國的金融發展很早，許多貿易活動與金融創新皆執當時牛耳，惟近代一連串的錯誤政策與意識形態拘泥了中國金融體系持續發展的腳步，亦使經濟發展深陷五里霧中。經過計畫經濟下身為調配資源的丑角工具，以及雙軌體制下扮演轉軌時期持續扶持國有企業經營的幕後管道，包括銀行中介與直接金融等在內的現代金融體系，在政府悉心維護與大膽試驗下，於中國悄然而生。在種種刻畫金融深化指標優異的表現下，中國的金融體系仍存有許多內在待改進的缺點，昔日計畫經濟下的信貸分配等非市場機制的系統，更增添眾多如國有銀行龐大的不良債權等棘手問題，種種均考驗著當代中國高層的智慧。

