

委託研究報告

美中金融戰對中國大陸金融市場開放之影響及兩岸金融業之影響與因應

研究主持人：吳明澤



大陸委員會委託研究

中華民國 109 年 12 月

委託研究報告

美中金融戰對中國大陸金融市場開放之影響及兩岸金融業之影響與因應

受委託單位：中華經濟研究院

研究主持人：吳明澤

協同主持人：劉柏定

研究員：吳若瑋

研究助理：張詠真

研究期程：中華民國 109 年 5 月至 109 年 11 月

研究經費：新臺幣捌拾玖萬元

本報告純為學術研究，不代表委託單位立場



大陸委員會委託研究

中華民國 109 年 12 月

目 次

目 次	I
表 次	III
圖 次	V
摘 要	VII
Abstract	XI
第一章 緒論	1
第一節 研究緣起與主題	1
第二節 研究方法與架構	6
第三節 章節安排與預期效益	9
第四節 研究限制	10
第二章 美中金融戰現況與中國大陸之因應	11
第一節 金融戰之定義與範圍	11
第二節 美中金融戰之現況與發展	12
第三節 中國大陸對美國金融戰措施之因應	29
第四節 美中金融戰對中國大陸經濟金融之可能影響	37
第五節 美中金融戰對美國經濟金融之可能影響	47
第三章 中國大陸金融開放現況及未來趨勢	51
第一節 加入世貿組織前，中國大陸的金融開放歷程	51
第二節 加入世貿組織後，中國大陸的金融開放	54
第三節 美中貿易戰第一階段協議，中國大陸有關金融開放之承諾 與實現進度	69
第四節 人民幣國際化與數位人民幣之進程與展望	77

第五節	中國大陸金融開放之影響.....	90
第四章	國際重大事件對中國大陸金融情勢發展之影響	95
第一節	美國總統大選結果對美中關係之可能影響	95
第二節	新冠肺炎疫情對中國大陸經濟金融之可能影響	106
第三節	中國大陸金融風險變化	110
第五章	中國大陸金融情勢發展對我國經濟與金融之可能影響	119
第一節	美中金融戰對我國之經濟金融情勢可能影響.....	119
第二節	中國大陸金融開放對我國經濟金融之可能影響	124
第三節	美國大選後的美中關係變化對我國經濟金融情勢之可能 影響	128
第六章	結論與建議事項.....	129
第一節	結論	129
第二節	建議事項.....	137
參考文獻	R-1
附表 1	美方對中國大陸金融制裁措施與中國大陸之因應	A-1
附表 2	中國大陸加入 WTO 有關金融方面之承諾摘要	A-9
附表 3	WTO 金融承諾，中國大陸落實成果	A-13
附表 4	2018 年新一輪開放加速相關重要時程	A-17
附表 5	美中第一階段協有關金融開放措施，中國大陸落實成 果.....	A-19
附錄 1	中國大陸系統性金融風險指標	A-23
附錄 2	座談會摘要紀錄	A-45
附錄 3	專家訪談摘要紀錄	A-71
附錄 4	期末報告審查意見回覆表	A-81

表 次

表 3-4-1	各國貨幣佔全球外匯交易金額之比重.....	79
表 4-1-1	川普與拜登的經貿戰略思維與貿易政策異同對照表	103
表 A-1	中國大陸總體經濟風險指標與其資料來源.....	A-24
表 A-2	總體經濟風險相關矩陣之特徵值.....	A-27
表 A-3	總體經濟風險之主成分矩陣	A-27
表 A-4	中國大陸債務風險指標與其資料來源	A-28
表 A-5	債務風險相關矩陣之特徵值	A-30
表 A-6	債務機構風險之主成分矩陣	A-31
表 A-7	中國大陸金融機構風險指標與其資料來源.....	A-32
表 A-8	金融機構風險相關矩陣之特徵值.....	A-35
表 A-9	金融機構風險之主成分矩陣	A-35
表 A-10	中國大陸股票市場風險指標與其資料來源.....	A-36
表 A-12	股票市場風險之主成分矩陣	A-37
表 A-13	中國大陸金融機構風險指標與其資料來源.....	A-39
表 A-14	通貨風險相關矩陣之特徵值	A-39
表 A-15	通貨風險之主成分矩陣.....	A-39
表 A-16	中國大陸金融機構風險指標與其資料來源.....	A-40
表 A-17	房地產風險相關矩陣之特徵值	A-41
表 A-18	房地產風險之主成分矩陣.....	A-41
表 A-19	中國大陸綜合風險相關矩陣之特徵值	A-42
表 A-20	中國大陸綜合風險指標之主成分矩陣	A-42

圖 次

圖 1-2-1 本研究架構圖	8
圖 2-2-1 美國對中國大陸逆差與所占比重	25
圖 2-2-2 人民幣兌美元匯率月均價	27
圖 2-3-1 中國大陸外匯存底、外債與外人直接投資變化	31
圖 2-5-1 美國股市三大指數變化	48
圖 3-2-1 外資銀行資產與其比重	63
圖 3-2-2 外資銀行利潤占比	64
圖 3-4-1 ORI 與 CRI 指數變化	78
圖 3-4-2 數位人民幣 (DC/EP) 雙層運營架構示意圖	87
圖 4-2-1 中國大陸槓桿率累積變化	108
圖 4-3-1 中國大陸總體經濟風險變化	111
圖 4-3-2 中國大陸債務風險變化	112
圖 4-3-3 中國大陸金融機構風險變化	114
圖 4-3-4 中國大陸股票市場風險變化	115
圖 4-3-5 中國大陸通貨風險變化	116
圖 4-3-6 中國大陸房地產市場風險變化	117
圖 4-3-7 中國大陸系統性金融風險綜合指標變化	118
圖 5-1-1 我國對中國大陸投資與貿易總額變化	119
圖 5-1-2 我國國銀對中國大陸授信、投資與拆借總額與倍數變化	120
圖 A-1 中國大陸總體經濟風險指標變化圖	A-28

圖 A-2	中國大陸債務風險指標變化圖	A-32
圖 A-3	中國大陸金融機構風險指標變化圖	A-36
圖 A-4	中國大陸股票市場風險指標變化圖	A-38
圖 A-5	中國大陸通貨風險指標變化圖	A-40
圖 A-6	中國大陸房地產市場風險指標變化圖	A-41
圖 A-7	中國大陸系統性金融風險綜合指標變化圖	A-43

摘要

本研究主要討論美中金融戰與中國大陸金融市場開放對美、中、臺三方之可能影響與衝擊，另外亦討論人民幣國際化與數位人民幣發展趨勢與影響，同時由於美國總統大選之結果對於美、中、臺三方關係勢必造成嚴重的影響，因此本研究亦進行分析。

首先本研究為研究需要，針對金融戰進行以下定義：「對於利用貨幣或任何金融工具攻擊一國的總體經濟、經濟實體或個人的行動，造成該國受到損害或是使其總體競爭力的下降，即為廣義的金融戰」。然必須強調的是實際上美中科技與貿易戰，均是希望阻止中國大陸賺取美元，本身其實也是金融戰的一部分。

本文將美國對中國大陸主要的金融戰過程與使用的工具進行整理與歸納，並討論對中國大陸之可能影響，與中國大陸之應對政策。而後，針對中國大陸應對政策之一的加速金融開放進行深入分析，主要聚焦在 2018 年習近平於博鰲論壇宣示金融開放「宜快不宜慢、宜早不宜遲」後，中國大陸加速金融開放的主要措施與其可能之影響，並討論美中第一階段實質協議中，中國大陸對金融領域的相關承諾與履行情況。另外，人民幣國際化與數位人民幣亦是中國大陸積極推動之金融改革與開放的部分，故本研究亦加以分析。

此外，由於 2020 年發生許多重大事件，如本屆美國總統大選可說是史上最激烈的選舉之一，兩位候選人對中國大陸的政策成為選戰的重點。另外，新冠肺炎由中國大陸開始，並蔓延至全世界，造成全球上千萬人染疫，數十萬人因此失去性命，造成的經濟損失更是難以估計，也使得美中之間的衝突變得更為複雜與不確定，因此本研究亦針對上述事件對中國大陸經濟與金融之影響進行分析。

另外，本研究亦利用並更新陳思寬、吳明澤等人（2020）所建構的中國大陸系統性金融風險指標，用以討論中國大陸系統性金融風險之現況。最後，綜合以上所有分析，討論對我國經濟與金融之影響，

並據以提出相關政策建議。

本研究重要發現如下：

首先，美國對中國大陸所發動的金融戰主要目的是要壓制中國大陸的崛起，以免影響到美國國際經濟與金融之霸權地位，並維持美元體系的優勢。貿易戰進入金融戰的重要指標即是美國將中國大陸列入「匯率操縱國」。主要的工具包括將中國大陸納入匯率操縱國，以逼迫人民幣升值；利用貿易談判要求金融領域與市場的開放；限制中國大陸赴美融資、嚴格審查企業 IPO 並制裁中國大陸重要企業；要求美國民眾與資金不要投資中國大陸相關企業；取消香港特殊地位；凍結中國大陸人士在美國的資產並要求金融機構不要與中國大陸相關人士或企業交易和警告美中經濟與金融全面脫鉤等。

而中國大陸的回應亦包括加速金融開放，並與美國達成第一階段協議；鼓勵中資企業回到中國大陸上海、深圳或香港上市，或是在美國與香港雙掛牌；允許美國選擇其任意一家國有企業進行再次試點審計；建立「不可靠實體清單制度」和「出口管制法」進行反制與提出以內循環為主，帶動內外雙循環的「雙循環」發展格局。

美中金融戰對中國大陸之影響方面，包括未來人民幣匯率之改革可能動輒得咎；加速其金融領域的開放，除了機構准入限制的取消外，未來金融市場與資本帳的開放亦將會加速進行；中國大陸的債務風險將再次上升；香港國際金融中心地位將受到衝擊等。

事實上，中國大陸本就有金融開放的規劃，但美中金融戰確實加速其開放的進程。中國大陸陸續發布多項的金融開放政策，主要在於金融機構的准入與外資持股限制的取消，但對於金融市場與資本管制的開放（即開放資金可以自中國大陸移出）著墨較少。另外，在美中金融戰與新冠肺炎的影響下，人民幣國際化與數位人民幣的進展都有加速的趨勢。

美國大選與新冠肺炎是 2020 年最重要的大事，也是影響美中關係未來發展的關鍵因素。目前為止，拜登成為下任美國總統的機會較

大，短期而言對中國大陸可能是件好事，至少可以喘一口氣。但長期對中國大陸而言不一定是好事，因為美國對中國大陸的態度具有一致性，且拜登可能會聯合盟友共同對中國大陸施壓，中國大陸未來面對的不確定將會更大。另外，新冠肺炎也是造成美中關係惡化的重要因素之一，而且為了應對新冠肺炎，中國大陸重拾過去的擴大內需政策，大量增加政府支出與債務之下，可能重演過去產能過剩、債務風險加大的情況，而「國進民退」的疑慮亦會加深。

根據本研究將陳思寬、吳明澤等人（2020）所建構的中國大陸金融系統性風險指標更新之結果發現，中國大陸系統性金融風險綜合指標在 2020 年 2 月份（即新冠疫情高峰，封城最嚴重時期）達到歷史最高點，而後由於中國大陸疫情控制得當，經濟活動快速恢復，綜合金融風險指標有所回落，但 2020 年 11 月中國大陸系統性金融風險綜合指標仍在 0.758 的中高風險區。其中風險最高的仍是債務風險，處於高風險區，而房地產風險在中高風險區，通貨風險在中風險區，金融機構風險則落在中低風險區，總體經濟風險與股票市場仍在低風險區。

最後，本研究討論美中金融戰、中國大陸金融開放與美國大選對我國經濟、金融之可能影響，美中金融戰部分包括：我國金融業未來可能面對美國與中國大陸分別主導的兩大體系，並可能威脅到香港與中國大陸之臺資金融機構。中國大陸金融開放部分影響包括：增加我國金融機構到中國大陸投資的誘因、對我國已在中國大陸經營之臺資金融機構將會產生競爭壓力、人民幣國際化增加我國跨國交易之選擇，數位人民幣則可能將擾亂我國金融秩序，造成貨幣政策之影響與引發資訊安全疑慮。美國大選之影響部分，美中關係可能略為和緩，兩岸關係亦將因此而緩和，金融不確定性降低，臺、美關係應不會有太大的變化，有助我國金融市場穩定。

根據本研究之分析，提出下列的建議事項供政府制定大陸政策時的參考：

一、立即可行建議：

1. 與美國和中國大陸同時維持良好關係，避免過度依賴單一國家。
2. 因應中國大陸之開放，相應檢視與修改我國相關金融法規。
3. 提醒國內金融業赴中國大陸投資之相關風險。

二、中長期建議：

1. 強化我國金融業的經營實力，避免美中金融戰愈演愈烈下，成為兩強相爭下的受害者。
2. 準備好應對可能出現的兩套國際金融體系。
3. 密切關注數位人民幣之推動情況，並就可能之衝擊預作沙盤推演與因應方案。
4. 提高我國金融市場的多樣性與吸引力，推動投資與金融自由化，吸引國際資金來臺。

關鍵詞：美中金融戰、金融開放、美國大選、新冠肺炎

Abstract

The study aims at analyzing the impact on the United States of America, Mainland China and Taiwan in light of the the following events: the United States-China financial war, China's finance industry opening up , RMB internationalization, trend and effect of developing digital RMB as well as the effects of U.S. presidential election.

The definition of the financial war in this research is defined as “to use currency or other financial means to attack a country's macro economy, actions of economic entities or individuals and cause damage to economy or decrease its competitiveness”. It should be emphasized that the technology and financial wars are both preventing China from earning U.S. dollars which should be considered parts of the United States-China financial war.

This study will collect and induct the means used during United States-China financial war, and then discuss impacts and strategies. We will analyze the influences of the acceleration of financial opening after 2018 Boao Forum for Asia which declared “it should be fast but not slow, sooner rather than later” and consider about Chinese financial relative commitment and fulfillment in the first step agreement of United States-China financial war. In addition, the RMB internationalization and digital RMB financial reform and opening in China will also be covered.

In addition, many major events happened in 2020, e.g. during the U.S. presidential election, the two candidates' China policy became the focus of the election. And millions of people infected, even lost their live by wide-spreading COVID-19 from China to the whole world. It not only has made countless economic loss but also raised more complicated and uncertain conflicts between China and the U.S.. Therefore, we will analyze the influences of the above events on the Chinese economy and finance.

Furthermore, this study adopts and updates the systematic financial risk index of China developed by Chen and Wu (2020) and discusses the status quo of systematic financial risks in China. Eventually, we integrate all the above analyses and figure out the influences to Taiwan's economy and finance and propose relevant policies recommendations.

First of all, the purpose of the United States-China financial war is to oppress the rise of Mainland China and to avoid affecting the hegemony of the United States in the international economy and finance through using and maintaining the advantages of the dollar system. The primary tools include the following: to make China the candidate of currency manipulators and force the revaluation of RMB, to restrict financing between China and the U.S., strictly examine entrepreneur, IPOs and even impose sanctions on Chinese important enterprises by requesting financial sector and markets opening through trade negotiation, to request American citizens not funding Chinese enterprises, to cancel special status of Hong-Kong, and to freeze Chinese people assets in the U.S., request them not trade with Chinese people or enterprises and warn the separated situation on economy and finance between China and the U.S..

China responses as the following: accelerate financial opening and reach the first phase agreement with United States, encourage enterprises back to China markets in Shanghai, Shenzhen or Hong Kong double listed in America, allow state-owned business go through pilot re-audit, build up "export administration regulations" and "provisions on the unreliable entity list" to against and propose the "dual circulation" development.

The influences of the United States-China financial war are consisting of the followings. It would be more difficult to reform the RMB exchange rate in future. Not only cancel the restriction of the institutional access but also speed-up the opening of finance market and capital account in financial sector. The debt risks in China will rise again and the status of

Hong-Kong as an international financial center will be encounter the impact etc.

In fact, it has been planned on opening the financial markets and indeed the United States-China financial war has become the reason of acceleration. Based on the multiple financial sector opening policies, the more focuses on permission of financial institutions and canceling the restrictions on foreign ownership, but less attention on financial markets and liberalization of capital controls. Further, under the circumstances of United States-China financial war and COVID-19, the internationalization of RMB and digital RMB are both develop in the trend of acceleration.

United States President Election and COVID-19 are the major events in 2020 and it also has the key effect on relation between China and United States future development. So far, Joe Biden has a better chance of becoming the next president of the United States. In the short term, it might be beneficial to China, however it might be opposite in the long term. Because of the consistent attitude toward China, Joe Biden might join other allies to put pressure on China, which may cause great uncertainty in the future. On the other hand, COVID-19 might exacerbate the relationship between China and America. To cope with the situation of COVID-19, China restarts the policy of stimulating domestic demand to increase government spending and debts which might cause severely overcapacity, increased debt risks and even deepen the doubt on “country advances but people retreat”.

According to Chen and Wu (2020) the findings of the update of China's financial systematic risk indicators, it manifested the highest point in Feb. 2020, which is the outbreak of COVID-19. And then, due to appropriate control of the epidemic in China, the economic activities are quickly restored and comprehensive financial index falls back again. Nevertheless, the comprehensive index of systemic financial risk in China

is still in the medium-high risk area of 0.758 in November 2020. Among them, the debt risk and real estate risk are both belong to the high-risk zone, while currency risk and financial institution risk fall in the medium-risk zone, the macroeconomic risk is in the medium-low-risk zone, and the stock market is still in the low-risk zone.

In conclusion, the research conducted three parts of influences on economy and finance, which conclude United States-China financial war, opening up the finance industry and United States Presidential Election. With regard to the United States-China financial war, our financial industry may face two major systems dominated by the United States and China, and may threaten Taiwan-funded financial institutions in Hong Kong and China in the future. About influences on opening up the finance industry to our economy and finance consist of the followings. First of all, increasing incentives for financial institutions to invest in China will cause great competitive pressure to those Taiwan-funded financial institutions in China. Second, internationalization RMB will raise up the transactional space among countries but digital RMB might interfere original financial order; indeed, monetary policy might lead to information security concern. On the United States Presidential Election, relation between United States and China might ease slightly, so as to cross-strait relation. The uncertainty on finance will reduce and help stabilize finance market on account of unapparent changes between Taiwan and United States relation.

1. Immediately actionable recommendations:

1.1 We should establish good relationships with United States and the Mainland China, avoiding over-relying on one single country.

1.2 We should survey and revise our financial laws and assist local financial businesses to expand the market.

1.3 We should remind the domestic financial industry of the risks

associated with investing China

2. Medium and long term recommendations:

2.1 To enhance the strength of our financial industry and avoid turning into victim under the United States-China financial war.

2.2 We should be prepared for the scenario of two international financial systems.

2.3 Pay attention to the development of digital RMB and prepare for possible impacts in the future.

2.4 To improve diversity and promote investment and financial liberalization to attract international funding.

Keywords: United States - China Financial War, Financial Opening, United States Presidential Election, COVID-19.

第一章 緒論

第一節 研究緣起與主題

壹、研究緣起

自習近平於 2012 年 11 月 15 日，正式成為中國最高領導人之後，一改過去「改革開放」後，由鄧小平所確定之「韜光養晦，絕不當頭」的帶有謙抑性的基本國策。無論在經濟、外交、軍事，乃至於國內及國際政治，均採取更為積極而富有野心的政策，大力倡導其所謂「大國崛起」的政治敘事，主導並建構其所謂「中國夢」的政治主張，對周邊乃至世界各國均造成高度的威脅與緊張。

中國大陸近期的經濟發展崛起模式，對其他國家與國際經貿領域具有侵略性，近年來逐漸引起其他國家的矚目與關注。究其實質，其模式實際上就是一種透過政府主導的經濟發展模式。而在這個模式之中，中國大陸政府對經濟不但積極介入，也處於支配性的地位。舉例來說，近年來中國大陸政府大力推動的「中國製造 2025」即被美國視為中國大陸政府所主導的一系列包括技術竊取以及利用過度補貼等策略或措施所進行的經濟侵略作為與計畫。除了「中國製造 2025」之外，中國大陸另一引人關注的經濟擴張策略即是其這些年來大力推動的「一帶一路」經濟戰略。雖然中國大陸希望外界將這一計畫視為旨在促進共同發展的區域經濟倡議，但這項計劃實際上是中國大陸的一個大戰略，其最終目的是實現中國大陸的「偉大復興」，打造以中國大陸為中心的區域秩序。

一帶一路戰略在金融層面上，中國大陸成立亞洲基礎設施投資銀行、和金磚國家主導成立金磚銀行，並推動人民幣納入國際貨幣基金會的特別提款權等，均是要爭取世界金融的話語權。於是，美國逐漸感受到中國大陸無論在政治、經濟、外交或軍事上，都對美國產生了極大的威脅。

此外，美國對於長期以來的國際貿易逆差問題，主要認為係因為在當前的國際貿易下，美國正處於一種不公平貿易的格局。而其中因為不公平貿易獲益最多的正是中國大陸。美國認為中國大陸政府迄今持續以補貼及政策協助下對外採取傾銷之手法搶占市場獲取利益，不但藉此獲利，也傷害美國的產業。美國認為中國大陸的智慧財產權侵害，不僅僅是個人或個別企業的單獨或偶發行爲，跡象表明，更多是系統性、有組織，且背後有國家力量庇護，甚至鼓勵扶助之作為。對此重大的威脅，美國遂祭出 301 條款發動對此經濟領域受侵害的反擊。

2018 年 3 月起美國總統川普宣布對中國大陸 600 億美元商品加徵關稅，而後中國大陸亦宣布向美國 128 種商品徵稅，貿易衝突爆發。美中兩國衝突由貿易戰為起點，逐漸演變成科技戰與金融戰等。雖然對於「金融戰」學界並沒有一個統一的定義，但整體而言若一個經濟體利用金融手段（包括如匯率攻擊等貨幣手段、限制融資管道等融資手段或是制裁特定金融與非金融機構等制裁手段）等，以獲取該經濟體利益，本研究認為均可稱之為金融戰。

如前所述，美中金融戰是延續著美中貿易衝突而來，包括科技戰、金融戰均可以說是美中貿易衝突的一部分。而自貿易戰轉向金融戰的重要代表性事件即為 2019 年 8 月 5 日人民幣兌美元匯率貶破 7 元大關，美國隨即將中國大陸列入匯率操縱國，即是利用金融制裁手段逼迫中國大陸在貿易談判中讓步。雖然中國大陸一直聲稱不會以貨幣貶值應付美中貿易戰，但在 2019 年 8 月仍然放手讓人民幣兌美元匯率一舉貶破 7 元大關，故美國總統川普首度將中國大陸列為「匯率操縱國」名單（儘管中國大陸仍不完全滿足《貿易便利化和貿易執行法》三項指標）。

隨著美中兩國的相互釋放善意，2019 年 10 月美中第十三輪談判，雙方達成「實質性第一階段協議」，美國除了暫停部分關稅調高案之外，亦在 2020 年 1 月 15 日正式公布第一階段協議的前兩天（13 日）先宣布取消對中國大陸「匯率操縱國」的認定。在第一階段協議中的主要

重點除了包括中國大陸增加美國商品與服務的採購、不強制技術轉移、智財權保護外，也包括了要求中國大陸對美國開放金融市場與保證避免競爭性的貨幣貶值，同意定時公布外匯存底、國際收支等數據，提高宏觀經濟與匯率政策之透明度等。

在美中第一階段協議中，中國大陸在銀行、信用評等、電子支付、金融資產管理、保險服務與證券、基金管理和期貨領域等，對美國均有相當程度的開放承諾。另外，在比特幣所引發的數位貨幣浪潮下，世界各國不約而同的提出數位貨幣的規劃，甚至臉書創辦人佐克伯（Mark Zuckerberg）亦宣布推動「天秤幣」（Libra）。中國大陸在數位貨幣/電子支付上亦走在世界的前端，很可能是全球首個推出數位貨幣（Digital Currency/Electronic Payment, DC/EP）的國家。而若 DC/EP 真的推出，對於人民幣國際影響力可能產生重大的推進效果，是否有助於人民幣國際化，或將對於美元霸權產生影響，也是值得關注的議題。

事實上在美中貿易戰持續的過程中，中國大陸不只一次宣示金融開放，2018 年 4 月中國大陸國家主席在博鰲論壇年會上宣告金融開放「宜快不宜慢、宜早不宜遲」的原則，隨後中國人民銀行行長易綱即在「貨幣政策的正常化」分論壇中公布 12 項金融開放措施。

之後，2018 年 4 月中國大陸銀保監會發布 12 條金融開放措施，以落實習近平的原則與易綱的開放承諾。2019 年 7 月中國人民銀行與中國銀保監會再加碼推出 11 條金融業對外開放舉措，10 月份中國大陸外匯管理局宣布取消合格境外機構投資人（Qualified Foreign Institutional Investors, QFII）與人民幣合格境外機構投資人（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors, RQFII）的額度限制，2019 年 10 月中國證監會宣布自 2020 年 4 月 1 日起取消基金管理公司與證券公司外資持股限制，2020 年 3 月 30 日中共中央與國務院聯合發布《關於構建更加完善的要素市場化配置體制機制的意見》等，可以發現中國大陸金融對外開放確實有加速的情況。

另外，近年來中國大陸企業及銀行多利用在美國、香港及倫敦籌

資，大規模在海外擴併。其中，一帶一路投資計畫九成以上都使用外幣，近年來中國大陸外匯存底減少，亦表示中國大陸缺少美元，加上人民幣貶值，企業出走。因此，中國大陸近期積極開放金融市場，亦有吸引外資投資其股債市，協助其重整金融業的用意。

就在美中簽署實質性第一階段協議，貿易戰暫時趨緩的同時，中國大陸卻爆發「新型冠狀病毒肺炎」(以下簡稱「新冠肺炎」)疫情，除了重創中國大陸經濟與金融外，亦蔓延至全世界。新冠肺炎疫情愈來愈難以控制，除了對中國大陸本身的經濟、金融造成嚴重影響外，疫情的全球大爆發，亦將重創全球經濟，影響對中國大陸產品之需求，對經濟的不利影響將會再反饋回中國大陸。

新冠肺炎爆發初期，美國、歐洲等國對此病毒輕忽，造成在 2020 年 3 月後全世界的大爆發，美國成為在中國大陸本土以外確診病例最多的國家，死亡人數亦達全球之最。美國總統川普對於中國大陸隱匿疫情相當不滿，對其進行嚴厲的批評。甚至不理會世界衛生組織(World Health Organization; WHO)對新冠病毒的命名，直接怒批「中國病毒」(Chinese Virus)。而中國大陸亦不干示弱，回嗆病毒有可能是由美國傳播至中國大陸，雙方關係又再次的緊張起來。

因疫情的快速蔓延，美股與歐股大幅下跌，使得許多基金因應贖回壓力或是追加保證金，或是因為恐慌而造成大規模美元債務償還的壓力，造成短期美元需求大幅上升，美元呈強力的升值走勢。美元指數由 2020 年 3 月 9 日的 96.87 飆升至 3 月 19 日新高的 103.605，而同時人民幣兌美元匯率卻大幅貶值，由 2020 年 3 月 4 日的 6.9262 貶值至 7.1083。美國為挽救因新冠肺炎重創的經濟，實施兩波大規模的量化寬鬆，甚至承諾無限量購進債券的「無限 QE 政策」，美元指數才又下降至 4 月 9 日的 99.53。

此外，中國大陸金融體系持續存在金融資產泡沫嚴重、金融監管成效不彰、銀行不良資產過高與影子銀行等問題，2019 年以來已陸續有包括包商銀行、錦州銀行、恆豐銀行等被接管或是出現問題，系統

性金融風險已然是中國大陸政府特別關注的問題。另外，包括地方債規模持續擴大、企業債違約問題嚴重、家庭債增速過快等問題，也是影響中國大陸金融體系穩定的不定時炸彈。未來中國大陸金融開放程度提高，其金融體系融入世界金融體系程度將會愈來愈深，其爆發金融風險時，對世界經濟與金融之影響亦勢必愈來愈嚴重，必須持續加以關注。

2009年兩岸兩會簽署「海峽兩岸金融合作協議」，2010年兩岸再簽署「海峽兩岸經濟合作架構協議」(ECFA)，臺灣金融業者陸續前往中國大陸進行佈局。原先在ECFA下的服務貿易協議對我國金融業赴中國大陸投資有特別之安排，但因服貿協議受阻，2015年後我國金融業對中國大陸的投資相對變緩。另外，銀行業對中國大陸的曝險金額在2018年第三季達到最高點的1.82兆元，逐漸下降至2020年第三季的1.55兆元，占決算後淨值比亦降至0.41倍的歷史新低。儘管如此，國銀對中國大陸之曝險仍是僅次於美國的第二高。因此中國大陸金融開放、其金融發展與風險均將對我國金融業者造成相當大的影響，而其中最大的變數之一即為美中金融戰的未來發展。故有必要對美中金融戰、中國大陸金融市場開放與新冠肺炎疫情等對兩岸金融業之影響進行深入研析。

貳、研究主題

基於上述的研究緣起，本計畫提出之研究主題如下：

一、掌握中國大陸近期相關重要金融政策(如放寬金融市場准入門檻與條件、推行數位貨幣等)內容、執行概況。

二、美中金融戰之現況及未來可能發展(包括美國為何發動金融戰?美國的目的為何?我國在其中的角色與可能之因應措施等)

三、中國大陸金融開放現況及未來可能發展(包括：銀行、匯率、證券、期貨、數位貨幣、保險與電子支付等)

四、中國大陸金融開放對其金融發展與兩岸金融業互動之影響，

並掌握國內外金融產業對中國大陸金融市場之看法與佈局

五、美中金融戰、中國大陸金融開放、新冠病毒肺炎疫情與美國總統大選等國際重大事件對中國大陸金融市場發展與風險之影響

六、中國大陸金融未來發展趨勢與風險下，對我國金融業與兩岸金融發展之影響

本研究將整合研究成果，提出對我國政府之相關政策建議。

第二節 研究方法與架構

壹、研究方法

本研究旨在分析美中金融戰、新冠肺炎與中國大陸金融開放對其金融發展與兩岸經濟與金融之影響與因應，期能提出相關政策建議，以供委託單位制定兩岸經貿與金融政策之參考。是以本計畫的研究方法包括：現況與文獻分析、數據分析、參與相關研討會或論壇、舉辦專家座談會與深入訪談等。

一、現況與文獻分析。本研究收集與整理美中貿易戰、金融戰、中國大陸金融開放之即時發展與未來趨勢，包括國內外中英文報章雜誌、研究報告、國內相關學位論文、政府公報與政策宣告、網路資料等。透過掌握新聞動態等方式，分析美中金融戰、中國大陸金融開放與新冠肺炎等情勢變化。除整理既有政策內容與影響評論之外，也追蹤中國大陸相關政策與會議，例如全國人大與政協兩會開會延遲之時間與其政府工作報告、金融穩定發展委員會、全面深化改革領導小組、國務院常務會議、一行三會發布之決議、報告與政策等，藉以分析、瞭解政策方向，以便掌握隨時發布之對美中金融戰之回應與金融開放相關措施作法與動向。

二、數據量化分析。本研究收集有關美中金融戰、中國大陸經濟與金融有關數據，進行整合性分析，瞭解其中之相關性與經濟意涵。另外，利用本研究團隊已建構之中國大陸金融風險監測指標體系，即

時更新數據，對中國大陸經濟與金融風險進行監測與分析情勢變化，供委辦單位判斷中國大陸金融風險之參考。

三、參與相關的研討會或論壇。本團隊人員適時參加與本研究議題相關之研討會或論壇。透過參與相關活動，力求緊密掌握產官學各界對美中金融戰、金融開放與相關政策措施的看法與評論，及其對兩岸經貿金融往來及臺商經營的可能影響，以豐富本研究的素材與完備即時資訊的追蹤。

四、舉辦座談會、進行專家訪談。針對美中金融戰、新冠肺炎與中國大陸金融開放對於其經濟與金融之衝擊影響，透過座談或訪談的方式來取得第一手的訊息，以補充前述自行研究與參加外界研討會之不足。

本研究舉辦三場座談會及進行深度訪談。深入訪談可以有足夠時間讓受訪者針對受訪議題提出本身實際想法，並透過互動引導受訪者針對受訪議題提出內心真正的感受。而座談會則是可以透過意見交流、腦力激盪出對於本議題有用之真實建議。故深入訪談與座談會兩者相互補充，互補長短。本研究針對研究議題舉辦三場座談會，討論議題分別為「美中金融戰發展趨勢與對兩岸金融之影響」、「美國總統選舉後，美中金融戰之發展趨勢」與「數位人民幣之發展現況與未來影響」，場地在中華經濟研究院，座談會分別邀請 3-4 位相關專家、學者或金融機構主管。邀請對象包括相關智庫專家、大學教授、金融業者等，座談會參與人員包括本團隊所有成員。此外，本計畫針對 6 位專家與業者進行深入訪談，以瞭解其實際對中國大陸金融開放與風險之看法，與對中國大陸投資之實際規劃。

五、此外，本院與中國大陸的學界與智庫交流密切，雙方經常互訪並舉行研討會，本研究團隊也利用機會與中國大陸學者就相關議題進行互動，並召開工作小組會議，俾利掌握研究進度。

貳、研究架構

本計畫之研究架構圖如圖 1-2-1：

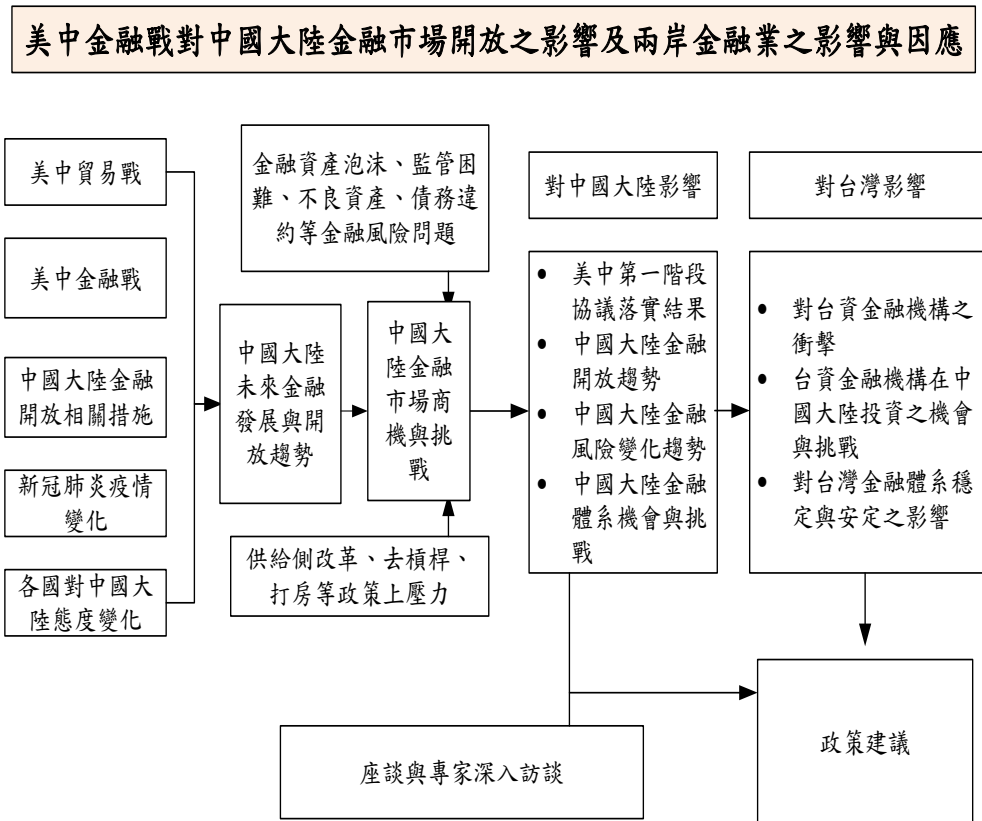


圖 1-2-1 本研究架構圖

在有關美中金融戰部分，將先定義金融戰之內涵，分析美國可能採取之金融戰的相關手段，對中國大陸之影響，據以討論對我國之影響與因應之道。

第三節 章節安排與預期效益

壹、章節安排

本研究之章節安排如下：

第一章 緒論

第二章 美中金融戰現況與中國大陸之因應

第三章 中國大陸金融開放現況及未來趨勢

第四章 國際重大事件對中國大陸金融情勢發展之影響

第五章 中國大陸金融情勢發展對我國經濟與金融之可能影響

第六章 結論與建議

貳、預期效益

本研究隨時掌握美中金融戰之發展與未來趨勢，討論美國與中國大陸在金融領域上的攻防，並針對美中第 13 輪談判所達成的第一階段實質協議有關金融開放的部分進行深入分析，以瞭解若中國大陸是否遵守該協議。

其次，本研究歸納與整理中國大陸近期相關金融政策執行概況，以便掌握中國大陸金融之未來發展趨勢。並就上述對美中金融戰之趨勢、協議與中國大陸相關政策措施進行歸納，以討論對中國大陸金融市場的影響。

另外，本研究亦針對新冠肺炎疫情隨時更新，並討論全球疫情與輿論對中國大陸之可能影響，分析對中國大陸金融與風險情勢之可能衝擊，並以本研究團隊開發之中國大陸金融風險監測指標體系，監控中國大陸金融風險程度。

最後，本研究舉辦座談會與深入訪談，邀請智庫專家、大專院校專精於中國大陸金融研究之學者與金融相關業者參加座談會或實地拜

訪，實際掌握該些先進對中國大陸金融市場發展之看法。

本研究整合上述之研究成果，針對美中金融戰、中國大陸金融市場開放、新冠肺炎疫情對我國金融與金融相關產業之影響，提出政策建議，供政府制定大陸政策之參考。

第四節 研究限制

本研究計畫之期程自 2020 年 5 月至 11 月，為期 6 個月。然由於本研究之主題 - 美中金融戰與中國大陸金融開放，均為現在進行式，情況隨時都在變化。而美國總統大選雖然在 2020 年 11 月 3 日已經結束，但選舉結果至今仍無法完全確認，因為雖然拜登已贏得多數的選舉人票，但川普一直認為本次選舉有舞弊的事件，不願承認敗選並承諾移交政權。另外，新冠肺炎在國際間已經造成數波大流行，數千萬人染疫、上百萬人死亡，至今仍未控制。種種變數均在同時變化中，對美中金融戰與中國大陸金融開放勢必都會造成影響。但由於本計畫研究期程之限制，雖盡力將資料更新至最近日期，但仍無法完全更新，此為本研究之限制。

另外，因為拜登雖然贏得美國總統大選，但因尚未就職，故對其施政預測僅能就拜登與其競選團隊之過去相關言論與政見進行預測，此為研究之限制。

其次，計畫團隊原本希望赴中國大陸相關智庫單位與臺資金融機構進行實地訪查，但因為 COVID-19 疫情方興未艾，因此無法成行。對此本研究團隊增加多場座談會與專家訪談，以期彌補此缺憾。

第二章 美中金融戰現況與中國大陸之因應

美中貿易衝突已由原本的互課並提高關稅稅率的關稅戰，延伸到對於相互之經濟實體進行制裁與對高新科技技術和產品的科技戰，再擴大至金融領域攻防的金融戰。美國與中國大陸為全球前兩大經濟體，美國的金融實力自然無需懷疑，然中國大陸近年來經濟與金融發展速度非常快，其金融實力也不可小覷。若美中金融戰持續加劇，不僅僅對美國或中國大陸造成嚴重衝擊，亦將產生外溢效果，對全球金融業均會造成不良影響。

本章將討論美中金融戰之現況與未來可能發展，並分析對中國大陸與美國經濟與金融可能造成之衝擊。

第一節 金融戰之定義與範圍

事實上，目前為止學術上並未有任何對於「金融戰」(Financial War)或是「金融制裁」(Financial Sanctions)正式的定義，但該些名詞已被大量的使用在美中的經濟衝突上。例如美國將中國大陸列為匯率操縱國要求人民幣升值、要求中國大陸開放金融市場、限制企業融資甚或是凍結相關企業與人士的金融資產等，均被視為是美國對中國大陸發動的金融戰。雖然金融戰本身未有明確的定義，然為探討本次美中衝突中有關金融領域的攻擊或手段，本研究整理相關的美中相關金融制裁行為，歸納出本研究對「金融戰」的定義，以明確研究範圍。本研究將對於利用貨幣或任何金融工具攻擊一國的總體經濟、經濟實體或個人的行動，造成該國受到損害或是使其總體競爭力的下降，定義為廣義的金融戰。

廣義的金融戰中，包括使用貨幣或匯率做為攻擊手段的貨幣戰，如要求人民幣升值或是大量發行美元而使美元貶值，降低外國的出口競爭力，並獲得國際鑄幣稅。或是要求快速開放其國內金融市場或金融領域、切斷或阻撓美元與該國貨幣兌換、切斷該國經濟實體貸款管

道與金融往來等，在本研究中均視為金融戰的一部分。

事實上，美國總統川普發動的美中貿易戰，表面上是希望製造業從中國大陸回流美國，增加就業機會，但背後是以貿易戰阻止中國大陸繼續大賺美元，其實本身也是金融戰的手段之一。因為中國大陸一些對外開放戰略包括一帶一路、海外併購取得技術等都需要大量美元，若貿易戰能減少中國大陸的外匯存底規模，則中國大陸對外擴張經濟的力量將大幅減弱。

貿易戰如果延續下去，不但會影響中國大陸賺取外匯的能力，而且未來外(臺)商製造業不但減少流入大陸，原來在大陸的產業鏈也將會重組，不少製造業外(臺)商會移到東南亞。外(臺)商的出走會使得過去累積的外匯存底進一步減少，而因為外(臺)商出走可能將會把人民幣換匯成美元後移出，造成美元需求增加，可能加劇人民幣之貶值，人民幣就更難以國際化，這樣的發展合乎美國的國家利益，因為人民幣的國際化將會衝擊到美元作為主流國際貨幣的地位。

因此，可以想像美國對中國大陸所發動的一連串攻擊，其背後的原因均與金融有關，其最重要的戰略意義是要壓制中國大陸的崛起，避免其在經濟、金融上威脅到美國的霸權。

第二節 美中金融戰之現況與發展

2019年10月10日至11日美中的第13輪談判，雙方達成「第一階段實質協議」，並在2020年1月15日正式公布，看似美中貿易戰有緩和的跡象。然而，美中之間的科技戰與金融戰仍然打得如火如荼，尤其是金融戰若愈演愈烈，其對美、中兩國甚至是全世界均會造成嚴重衝擊，其影響不亞於貿易戰。

根據過去的經驗，中國大陸恒大研究院首席經濟學家任澤平歸納美國對其他國家進行金融戰方式包括攻擊金融制度、制裁金融主體與攻擊金融工具(資產)等三大層次，九大手段。在攻擊金融制度方面，

美國會 1. 逼迫他國過快、過急、全面開放金融市場；在攻擊金融主體方面，會 2. 利用環球同業銀行金融電訊協會（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications, SWIFT）、紐約清算所銀行同業支付系統（Clearing House Interbank Payment System, CHIPS）與美國聯邦儲備理事會轉移大額付款系統（Federal Reserve Wire Network, Fedwire）等系統發起金融制裁，切斷其清算、結算與支付管道，凍結在美資產，逼迫繳納巨額罰款；3. 阻止被制裁國赴美融資，制裁目標國重點發展戰略或經濟命脈等；4. 利用信評公司之全球影響力大幅下調目標國主權與企業信用評級等。在攻擊金融工具部分，5. 以認定「匯率操縱國」要求目標國大幅升值匯率；6. 迫使目標國貨幣大幅升值，引發「升值蕭條」；7. 利用資本做空並促使非美貨幣大幅貶值，資金恐慌外逃；8. 惡意做空目標國的股票和債券市場與 9. 利用其美元國際貨幣地位超發貨幣、輸出通膨，使新興市場外債增加後再收緊刺破金融泡沫（任澤平，2019）。然而，其中部分項目嚴格來說並非是一場「戰爭」，亦有可能是基於「自由貿易」的精神，在對手國違反此精神時，要求對手國進行市場開放，以維護國際貿易與金融的公平競爭。

以美國對其他國家所實施的金融戰為例，美國在 1980 年代推動日本金融自由化，包括利率自由化、資本自由兌換與放鬆市場准入，使資金大舉進入日本，造成日元大幅升值，而後日本實施低利率造成貨幣寬鬆，因而導致經濟泡沫。為了抑制泡沫日本開始升息，實行緊縮貨幣政策，1989 年底日本股市開始大跌，泡沫破滅，也造成了日本「失落的 20 年」。

另外，美國實質掌握了全球美元清算結算系統，即 SWIFT、CHIPS 與 Fedwire。雖然中國大陸已經建構了其現代化支付系統（China National Automatic Payment System, CNAPS）與人民幣跨境支付系統（Cross-border Interbank Payment System, CIPS），然而中國大陸交易系統仍然依賴 SWIFT 進行報文（message）轉換，跨境美元支付仍需透過 CHIPS，因此如果美國切斷 SWIFT 之報文管道，或是切斷中國大陸金融機構之 CHIPS 支付管道，則中國大陸金融機構便難以進行美元跨

境清算，甚至連人民幣跨境清算亦會出現問題。2001年911事件發生時，美國財政部被指使用 SWIFT 系統內資料調查恐怖份子的資金交易。2005年澳門匯業銀行被美國財政部指稱協助北韓客戶洗錢而建議 SWIFT 斷絕與該銀行聯繫，使該銀行發生擠兌現象。2012年美國亦曾切斷 SWIFT 與伊朗金融系統之報文管道以對伊朗進行制裁，同年中國大陸崑崙銀行亦因涉及伊朗部分被制裁銀行交易而被美方制裁，其外匯業務、匯款業務、融資業務均無法正常營運，甚至大額交易和頻繁支付也無法進行。可以發現美國利用 SWIFT 對個別金融機構進行制裁的案例並非少見。

由任澤平歸納之金融戰的類型，可以發現美國對中國大陸已然進行了若干的金融戰攻擊，包括要求人民幣升值、金融領域或市場開放等，而且由美中貿易戰之後續發展來看，美國政府對中國大陸的金融戰尚不止上述的手段，還包括凍結中國大陸人士在美國的資產、要求金融機構不得與特定中國大陸企業或個人往來等。本節將整理美國政府近來對中國大陸所進行的金融戰相關現況，並嘗試利用任澤平所歸納之金融戰三大層次進行分類說明（本研究另將依時序與中國大陸之因應列表於附表1）：

壹、攻擊金融制度：要求中國大陸金融領域與市場之加速開放

相對於商品貿易與投資領域，中國大陸在金融領域的開放相對較慢，無論是市場准入或是經營業務均有非常大的限制。雖然在2001年加入世界貿易組織（WTO）前，中國大陸已存在外資金融機構，但大多數是在經濟特區的範圍內，具有試點的意義，或是利用外資金融機構引入國外資金與管理經驗，數量相當少。改革開放後，1979年日本輸出入銀行被批准在北京設立代表機構，是第一家進入中國大陸的外資銀行機構，1992年美國友邦保險公司上海分公司為第一家進入的保險公司，而證券公司則是非常緩慢，直到2003年才出現第一家中外合資證券商，為中國大陸與法國合資的華歐國際證券公司（後更名為財

富里昂證券)。由此可見，過去中國大陸金融開放進程是相當緩慢的。

2001 年為了加入 WTO，中國大陸承諾了許多金融開放措施，且爭取了 5 年的緩衝期，其金融開放速度略有加快。以銀行為例，2002 年開始施行《外資金融機構管理條例》與《外資金融機構管理條例實施細則》，以履行加入 WTO 之承諾，2003 年發布《境外金融機構投資入股中資金融機構管理辦法》，將單一外資金融機構的入股比例從 15% 放寬至 20%，全體外資金融機構的入股比例從 20% 放寬至 25%，並開放外資銀行辦理外匯業務的地域與客戶限制。

在保險業部分，加入 WTO 之前亦有多家外資保險公司已進入中國大陸市場，但在可從事的保險業務、經營區域範圍等均有相當多的限制。2001 年中國大陸國務院發布《外資保險公司管理條例》，並於 2004 年開放外資壽險公司提供健康險、團體險與養老金/年金保險業務，取消對設立外資保險機構的地域限制，放寬合資保險經紀公司的外資股比，加入 WTO 的 5 年內壽險外的保險公司外資持股可達 50%。

證券業部分是中國大陸開放最為謹慎，開放速度也最慢的，加入 WTO 之前最主要的開放措施是開放外資可以投資中國大陸的 B 股市場。¹加入 WTO 後開放速度略有加快，2002 年初中國大陸證監會與中國人民銀行宣布實施合格境外機構投資者（QFII）制度，允許外國服務提供者設立合資證券與基金公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資持股最多可達 33%；加入 WTO 後 3 年內，外資持股比例最高增至 49%。

2006 年是中國大陸承諾全面開放過渡期的最後一年，中國大陸公布《外資銀行管理條例》與其細則以取代之前的《外資金融機構管理條例》與其細則，向外資銀行開放人民幣零售業務，並且利用差別待遇的方式鼓勵外資銀行將原在中國大陸境內的分行改制為法人銀行（即子行），僅 2006 年中國大陸銀監會即已批准包括渣打銀行、匯豐

¹ B 股為在中國大陸註冊、上市的特種股票，以人民幣標明面值，但只能以外幣認購與交易，上海 B 股以美元結算，深圳 B 股以港元結算。

銀行等 9 家外資銀行將其在地內之分行改制為法人銀行。

雖然加入 WTO 後，中國大陸金融業開放速度有所加快，但對於許多金融業務仍有非常多的限制，以致於外資金融機構難以與其內資競爭。例如雖然已開放外資銀行可以經營人民幣零售業務，但規定外國銀行分行吸引中國大陸境內公民定期存款之數額每筆不少於 100 萬元（2019 年已下修為 50 萬人民幣），與內資銀行仍有所不同。而外資金融機構亦不能獲得銀行間債券市場 A 類主承銷牌照。另外，外資金融機構持股比例一直受到嚴格的限制，如人壽保險公司一直到 2019 年才放寬外資持股比例達 51%，境內保險公司合計持有保險資產管理公司股份不低於 75%，即境外投資者不得持有超過 25%。證券、期貨與基金管理公司等亦有外資持股比例上限管制等。

2006 年起美國即持續要求中國大陸在加入 WTO 的承諾上進一步的開放市場，但顯然進展不如美國的預期。在美中於 2020 年 1 月 15 日所公布的《第一階段實質協議》中，金融服務是相當重要的一部分，其美國所使用的字眼相當的強硬，例如要求中國大陸「應允許」美國銀行分行可以提供證券投資基金託管服務，「應及時審核和批准」美國金融機構提出的證券投資基金託管牌照的合格申請，「應審核和批准美國服務提供者已提交尚未批准的任何信用評級服務牌照申請」等。

另外，許多針對中國大陸金融開放之要求都給予明確的時限，如「不遲於 2020 年 4 月 1 日應取消壽險、養老保險和健康保險領域的外資股比限制，並且允許美國獨資保險公司進入上述領域」，「不遲於 2020 年 4 月 1 日，應取消外資股比限制並允許美國獨資的服務提供者進入證券、基金管理和期貨服務領域」，「從 2019 年 7 月 5 日起大幅降低對證券服務提供者控股股東的高額資產淨值要求」等，明顯是要求中國大陸限期內開放相關金融市場或領域。

貳、攻擊金融主體

一、阻止中國大陸赴美融資、制裁中國大陸重要重點發展戰略或經濟命脈

美國參議院與眾議院分別於 2020 年 5 月 20 日與 12 月 3 日通過《外國公司問責法案》(Holding Foreign Companies Accountable Act)，要求在美國上市的外國公司若未能提交報告證明不受外國政府控制或持有股權，或該企業連續 3 年未能通過美國「上市公司會計監督委員會」(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB) 的審計，則將被禁止在美國任何證券交易所上市，已上市的企業將會退市，此法案將送往白宮給美國總統川普簽署生效。據悉，這項法案主要鎖定中國大陸企業。

美國參眾兩院本次的立法主要原因之一是在美國上市的中國大陸公司—瑞幸咖啡所爆發的假帳醜聞。2020 年 4 月 2 日瑞幸咖啡承認 2019 年第二季至第四季財務報表虛增 22 億人民幣交易額的財務造假行為，而於 6 月 29 日自美國納斯達克下市。

同時，2020 年 6 月 4 日美國總統川普簽署備忘錄，要求加強審查在美國上市的中國大陸企業，並要求總統金融市場工作小組 60 天內提交評估與建議報告，確保美國投資人的投資安全。雖然美國參眾兩院的提案並非僅針對中國大陸，但因瑞幸咖啡、美中貿易戰、新冠肺炎、香港國安法等美中衝突不斷，該些立法與宣告行為外界仍認為主要是針對中國大陸。

根據統計截至 2020 年 8 月為止，有 558 家中國大陸企業在美國上市，其中不乏非常知名的公司，如百度、新浪、中國電信、東方航空等，而該些企業亦有許多為中國大陸的國有企業，使得該些公司在美國的籌資充滿不確定性。在美國一連串的動作後，許多中國大陸企業（如百度）已開始思考從美國下市。²

² 香港萬里富 (The Motley Fool) 投資顧問公司，2020/6/3

除了對中國大陸企業之財報嚴格審查之外，2019年10月彭博資訊(Bloomberg)曾引述所謂知情人士指出美國政府要求退休金基金不要投資中國大陸企業。但當時可能是因為美中正在進行第13輪貿易談判，為避免節外生枝，故後來被美國否認。然2020年5月12日美國總統川普突然下令要求撤回聯邦退休基金在中國大陸的投資，隔兩天美國聯邦退休儲蓄投資委員會即發表聲明，將「無限期」推遲投資中國大陸企業資產。在6月30日中國人民代表大會正式通過《中華人民共和國香港特別行政區維護國家安全法》(簡稱「港版國安法」)後，美中關係更為緊張，在7月8日兩名美國白宮官員(國安顧問歐布萊恩(Robert C. O'Brien)與經濟首席顧問庫德洛(Lawrence Kudlow))致函聯邦鐵路職工退休基金委員會(U.S. Railroad Retirement Board)，要求不要投資中國公司，因為華府未來可能會祭出更多制裁措施，以懲罰中國大陸造成新冠肺炎和鎮壓香港民主運動。

對中國大陸重要企業的制裁而言，2016年開始美國即以中國大陸中興通訊及三家關聯公司違反美國相關禁令為由，將中國大陸列入《出口限制規則》中的限制出口名單，限制美國供應商向中興通訊出口包括晶片在內的美國產品，而後於2017年3月達成和解。然僅1年的時間，美國商務部於2018年4月宣布由於中興通訊公司違反與美國政府的和解協議，將對該公司執行為期7年的出口禁令。由於中興通訊最重要的零件(晶片)幾乎都要向美國採購，因為此舉無疑是使中興通訊完全陷入停擺，於是積極與美國協商，後來在原有董事全數辭職、繳交14億美元的罰款與保證金後，7月13日美國商務部才解除對該公司的出口禁令，事件告一段落。此事對中興通訊影響巨大，根據其財報顯示，實際上僅短短制裁約3個月，2018年中興通訊即虧損69.83億元人民幣，相較2017年同期的45.68億元的利潤，相差超過100億人民幣。

<https://www.fool.hk/2020/06/03/%E7%BE%8E%E5%9C%8B%E4%B8%8A%E5%B8%82%E7%9A%84%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E8%82%A1%E7%A5%A8%E5%8F%AF%E8%83%BD%E6%8E%92%E9%9A%8A%E9%80%80%E5%B8%82%EF%BC%8C%E6%8A%95%E8%B3%87%E8%80%85%E6%9C%89%E4%BD%95%E5%95%9F/>

在中興通訊事件後，美國將目光轉向了另一家中國大陸的知名電子企業－華為。華為為目前世界 5G 技術的領導者之一，但其所使用的 5G 晶片仍無法自行生產，必須要委由國外代工或是進口。2018 年 1 月美國根據《政府通信保護法》草案，要求聯邦通信委員會調查華為，同年 4 月美國司法部、財政部與商務部聯合調查結果認定華為違反對於伊朗等國的經濟制裁行為，美國聯邦通信委員會亦表決通過禁止使用聯邦資金從被認定對美國國家安全構成威脅的公司中購買網路設備，雖未點名，但外界普遍認為是劍指華為與中興通訊。

2019 年 5 月美國總統川普宣布進入國家科技緊急狀態，將華為列入出口管制的實體清單，若無美國政府批准，華為將無法向美國企業購買原部件，包括 Google、Intel、Qualcomm 等重要的資訊軟硬體供應商均宣布不再與華為進行業務往來。如 Google 宣布撤銷華為 Android 許可證，表示未來華為手機無法預裝 Google 應用程式與 Google Pay 服務（但現有手機仍可使用），雖然華為聲稱自行研發的「鴻蒙」（HarmonyOS）系統可以取代 Google 的 Android 作業系統，但目前仍尚未成熟，並未用於智慧型手機上。而 Facebook 亦宣布不再允許華為發布之新手機預裝 Facebook、WhatsApp 與 Instrgram。另外，美國亦規定若產品包括的美國技術含量比重超過 25%，必須經過批准才能出貨，而首當其衝的便是美國的高通。

事實上，因為與華為有業務往來的美國公司眾多，如此的禁令冒然實施亦會對美國本土企業造成嚴重衝擊，也為了順利達成美中貿易談判。因此美國先是向華為發出 90 天的臨時許可，讓華為及其合作夥伴有時間來維護當前正在運營的網路和設備，並在 8 月、11 月與 2020 年 3 月、5 月宣布延後對華為的制裁寬限期。

但 2020 年 5 月 15 日美國發布新的出口限制令，禁止使用美國軟體及相關技術的晶片供應商在未事先取得美國政府核可的情況下，將產品出貨給華為。此禁令事實上擴大了限制與華為交易的對象，其中影響最大的企業之一即為我國的臺灣積體電路公司（簡稱臺積電），原先臺積電在 2019 年第一波制裁下因其技術含量未超過美國所設定的

臨界值而未納入規範名單內，但本次將資格限制得更為嚴格後，臺積電亦包括在限制名單之中。而臺積電在 2020 年 5 月 15 日後即不再接受華為訂單，在 120 日寬限截止日到期後，9 月 14 日也不會再出貨給華為。而臺灣另一家晶片大廠聯發科因為其所提供給華為的晶片非客製化，而是標準化的晶片，且其主要的研發大多在臺灣，因此原以為避過了美國的禁令，但在本次禁令中華為無論是作為「採購者、中間收貨人、最終收貨人或是終端使用者」，均需要經過美國的同意，因此聯發科亦難以躲過本次禁令。雖然高通與臺積電均似乎有向美國政府提出希望未來繼續供貨的申請，但在美中現在的關係下應該是不容易。

2020 年 8 月 17 日美國商務部再次宣布進一步緊縮華為獲取美國技術的限制，將華為旗下遍佈在 21 國共 38 家附屬公司也列入制裁的實體清單，以阻止華為透過旗下子公司交易，規避美國技術出口禁令。而美國此舉主要是透過出口管制以阻斷華為本身或是透過子公司向全球採購晶片。如此，等於是將華為從國際間取得晶片的道路全數堵死。臺灣的華為手機零組件供應廠即已收到華為通知停止供貨。

雖然，美國並非完全禁止該些廠商將晶片售予華為，而是要經由美國政府同意，亦即保留了一個管道作為向中國大陸施壓與談判的籌碼，未來視中國大陸與美國的關係仍有可能起死回生，但短期內似乎不太有機會。華為也只能冀望中國大陸本身晶圓代工廠中芯國際，但其先進製程有限，應也難以應付華為的需求。

除了供給面外，華為 5G 設備之需求也將受到非常大的衝擊。以美國為首，成員包括英國、加拿大、澳洲和紐西蘭的五眼聯盟（Five Eyes, FVEY）均已決定將華為排除在該國之 5G 佈建之外，而英國並計畫在 2027 年前全面汰換現存的華為設備。印度最大電信商「巴帝電信」（Bharti Airtel）已經確定與諾基亞、愛立信合作，華為亦被排除在外。東南亞國家中，新加坡與越南主要電信商亦已不再採用華為的 5G 設備。因此，無論未來如何演變，華為應無可避免如中興通訊般造成嚴重的損失。

事實上，美國對中國大陸的制裁，原本許多國家並未支持或跟進，但在中國全國人民代表大會（簡稱全國人大）強行通過港版國安法後，似乎愈來愈多國家跟進美國的制裁行動。以英國為例，原本對中國大陸的態度相對和善，甚至在中國大陸提出一帶一路倡議時，是率先宣布參與的國家之一。在 2020 年 1 月英國不顧美國對於華為的制裁與警告，決定將華為加入政府認為屬於 5G 通訊網路中的非敏感部分，僅將參與程度限縮在 35% 以下。然而就在港版國安法通過後，英國首相強生（Boris Johnson）即表明該法違反倫敦與北京在 1984 年達成的《中英聯合聲明》，並宣布將給予持有「英國護照」（British National (Overseas), BNO）者，除了目前免簽居留六個月外，進一步授予移民權利。對於華為的態度也是 180 度大轉變，將華為視為「潛在敵對國家的供應商」，並召開國家安全委員會，決議禁止華為參與英國的 5G 網路建設，2020 年 12 月 31 日起禁止再向華為購買 5G 設備，電信營運商在 2027 年須全數撤換已安裝的華為設備。

另外澳洲也因為新冠肺炎的疫情對中國大陸產生不滿，而多次呼籲國際調查新冠病毒的起源，而遭到中國大陸以對澳洲的大麥課徵關稅報復。在港版國安法通過後，澳洲總理莫里森（Scott Morrison）宣布港人簽證效期由 2 年延長至 5 年，期滿後還可以申請永久居留權，也宣布暫停與香港的引渡協議。不只澳洲，同屬五眼聯盟國家的紐西蘭與加拿大均也宣布停止與香港的引渡協定與暫停敏感軍品出口，即五眼聯盟的國家均因中國大陸強行通過港版國安法有制裁的動作。但儘管如此，亦有為數不少的國家擔心對中國大陸制裁將會損其自身經濟，故並未採取激烈的手段，如日本與德國。

就在美國大選後，川普一方面不承認自己敗選，希望藉由法律戰扭轉情勢，一方面再對中國大陸開鋤，於 2020 年 11 月 12 日簽署行政命令，禁止美國境內企業與個人投資與中國大陸軍方有關聯的，包括中國電信、中國移動、中國鐵道建築集團與海康威視等 31 家中國大陸企業，並將於 2021 年 1 月 11 日生效。

最後，川普對中國大陸半導體產業最致命的一擊是制裁其半導體

龍頭企業—中芯國際。2020年9月27日，美國商務部要求向將中芯國際提供設備的供應商，現在必須先申請出口許可，而美國國防部亦考慮將中芯國際列入黑名單，原因是對中芯國際的出口商品可能最終被轉用於「軍事用途」，帶來「不可接受的風險」。而後美國商務部工業與安全局（Bureau of Industry and Security, BIS）已依據美國出口管制條例致函部分供應商，表明部分向中芯國際出口的美國設備、配件及原物料，將遭受進一步限制，須事先申請出口許可證後，才可供貨給中芯國際。而後，12月18日美國商務部再次宣布將中芯國際等60家中國大陸企業與機構列出口管制的「實體清單」。中芯國際面對此制裁，將嚴重打擊其產能的擴充，對中國大陸半導體產業的發展也會造成嚴重衝擊。

二、凍結中國大陸人士在美國的資產，並禁止銀行與中國大陸相關人士或企業交易

2020年7月9日美國以中國大陸政府迫害新疆維吾爾族為由，對四名中國大陸官員進行制裁，是有史以來美國制裁官員最高階的紀錄。該四名官員分別是新疆黨委書記陳全國、前新疆政法委書記朱海倫、新疆公安廳廳長王明山及前新疆公安廳黨委書記霍留軍，將該四人列入凍結資產制裁名單。此外，亦將中國大陸新疆地區公安廳列入。美國此舉是根據《全球馬格尼茨基人權問責法》（The Global Magnitsky Human Rights Accountability Act），該法授權美國政府對違反人權及國外顯著腐敗人士實施制裁，例如禁止入境、凍結並禁止官員在美國的財產交易。

港版國安法通過後，中國大陸開始在香港進行一連串的逮補行動，僅在7月1日生效當天就拘捕370人以上，其中10人涉嫌違反港版國安法。而後包括前「香港眾志」前常委周庭、蘋果日報創辦人黎智英與其兩個兒子亦遭拘捕，雖然後來都有被釋放，但亦表示中國大陸貫徹港版國安法的決心。

事實上，2019年香港爆發反送中事件後，於2014年提出但未被

審議的《香港人權與民主法案》再次被推動，2019年11月27日川普簽署《香港人權與民主法案》與《保護香港法案》，正式成為美國法律。《香港人權與民主法案》要求美國國務卿每年向國會提交報告，審視香港是否仍然有足夠的自治權享受美國給予的特殊待遇，並要求美國總統向國會相關委員會提交一份制裁人員名單，這些人被指打壓香港基本自由，有可能被凍結在美國的資產或拒絕入境。而後，2020開始中國大陸推動港版國安法的立法，引發各國對於香港民主與未來的關切，如美國參眾兩院快速在5月通過《香港自治法》，此法可說是《香港人權與民主法案》的加強版，具有更強效力與範圍更廣，但最重要的是其制裁將金融機構包含在內。在《香港自治法案》要求美國國務院每年提交報告，列舉「實際上協助中國違背責任」(materially contribute to the contravention of China's obligations)人士和機構，且賦予美國總統凍結列名官員與機構資產與禁止入境等權力。而若與列名官員和機構有「顯著交易」(significant transactions)之銀行亦會受到制裁，形式可能包括限制與美國交易、使用美元結算、高層不能入境美國等。不過，最後版本對於金融機構的制裁略有放鬆，規定只在中方官員或機構已經受到制裁後，銀行再於知情下與相關官員或機構交易，才會連帶制裁銀行，並且給予銀行1年寬限期。

在《香港自治法》通過後，美國在8月7日以總統行政命令輔以《香港自治法》的授權，宣布制裁包括香港特首林鄭月娥、港區國安委秘書長陳國基和國安公署署長鄭雁雄等11名中港現任及前任官員，凍結他們在美國的財產，禁止交易，因為他們破壞香港自治，限制港人言論和集會自由。

在金融機構方面，雖然目前尚未有制裁的動作，且有一年的緩衝期，但香港許多銀行已開始收緊與相關人士之交易，甚至不乏有中國大陸國有銀行。根據國內媒體「上報」引述Bloomberg之報導，指出在美國、香港都有業務的中國銀行、中國建設銀行、招商銀行等，已開始為美國制裁作出調整，在11名受制裁官員開戶上持謹慎態度，此外，部份銀行已禁止經過美國的交易，而原先可立即處理的交易，現

在必須額外通過審批。³中國廣播公司亦報導由於香港前後兩任警務處長，都被美國列入違反香港自治的制裁名單中，因此，擁有 15 億美元資產、負責為香港員警提供存貸服務的「警察儲蓄互助社」，在憂心資產會突然遭到美方凍結的情況下，開始陸續轉移到中資銀行。⁴

另外值得一提的是，由於中國大陸強力推動港版國安法，也使得國際社會對於香港未來是否維持「一國兩制」，尊重香港自治架構，成為與中國大陸不同的市場有所疑慮。因此美國在港版國安法通過之前，於 2020 年 5 月 29 日搶先宣布終止 1992 年所制定的《美國—香港政策法》所給予香港在金融交易、移民與貿易方面不同於中國大陸的特殊待遇。在原來的特殊待遇地位下，美元可以與港幣自由兌換、香港與中國大陸視為不同關稅領域、美國與香港享受旅行免簽等優惠均可能消失。美國對中國大陸買家施加的敏感技術出口管制，也將適用於香港。華府可以限制部份企業來港或在港設總部，並加緊調查各類來港資金，亦即香港資金進出均可能受到美國監管等。其中與金融相關且對香港與中國大陸衝擊較大者為美元與港幣自由兌換，如果美國限制或是禁止港幣自由兌換成為美元，則對香港甚或是中國大陸金融體系的穩定與開放均是一大衝擊。

參、攻擊金融工具：要求人民幣升值並將中國大陸列入匯率操縱國（後已取消）

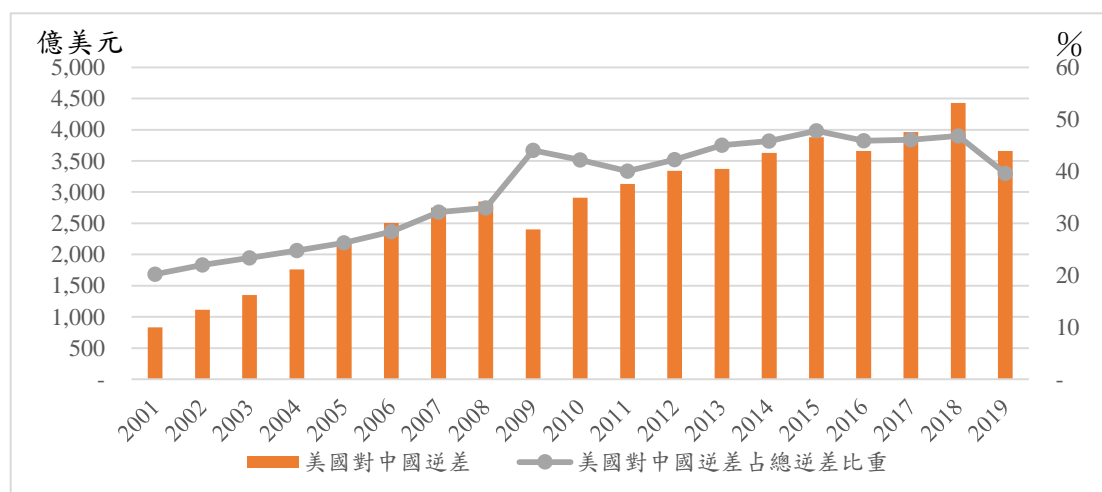
首先是要求中國大陸人民幣升值部分。自 2001 年底中國大陸加入世界貿易組織（World Trade Organization, WTO）以來，美國對中國大陸的貿易逆差持續增加，由 2001 年的 830.85 億美元增加至 2018 年的最高點 4,430.86 億美元，其中只有在 2009 年因為全球金融海嘯而下降。而對中國大陸的逆差占美國總逆差之比重亦由 2001 年的 20.18% 持續上升至 2018 年的 46.82%，亦即美國的貿易逆差幾乎一半是中

³ 中資銀行憂美制裁收緊開戶及交易政策 「香港警察儲蓄互助社」急撤外銀資產，上報，2020/8/14 日，https://www.upmedia.mg/news_info.php?SerialNo=93824

⁴ 憂老本遭美國凍結 香港警察儲蓄互助社轉移資產，中國廣播公司，2020/8/13，<http://www.bcc.com.tw/newsView.4383522>

國大陸造成。

中國大陸在 1994 年進行人民幣匯率改革，將原來官定匯率與市場調劑匯率「併軌」後，「實行以市場供求為基礎的、單一的、有管理的浮動匯率制度」，將人民幣與美元之兌換比率訂為 1 美元兌 8.7 元人民幣，之後 2-3 年時間有略為波動升值的情況。但 1997 年亞洲金融風暴發生後，人民幣幾乎被固定在 1 美元兌 8.28 元人民幣。2001 年中國大陸加入 WTO 之後，貿易順差大幅累積，尤其是在 2002 年一舉衝破 1,000 億美元、2005 年之後衝破 2,000 億美元（請見圖 2-1-1）。美國與中國大陸貿易失衡情況愈來愈嚴重，也使得美國國會與智庫強烈主張人民幣應升值。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 2-2-1 美國對中國大陸逆差與所占比重

事實上，中國大陸在 2005 年時曾進行外匯管理體制的改革，人民幣匯率不再盯住單一美元，而是由中國人民銀行每日公布人民幣匯率收盤價，作為下一工作日的中間價格，並在 2005 年 7 月 21 日將人民幣兌美元價格調整為 8.11 元人民幣兌 1 美元，做為次日人民幣匯率的中間價，且每日交易價格可在中間價上下 0.3% 的幅度內浮動，以回應世界各國對人民幣升值的要求，並提高人民幣匯率市場化。隨後人民幣的匯率就持續的朝升值的方向緩慢前進。

然而此升值的速度顯然並不符合美國的期待。為了持續的推動中美兩國經貿合作，於是在美國提出、中國大陸同意下，2006 年 12 月

美、中兩國開始進行「美中戰略經濟對話」(U.S.-China Strategic Economic Dialogue, SED)，對話每年兩次，輪流在北京與華盛頓舉行，成為美、中兩國經濟談判的重要場合。2006年的首次戰略經濟對話之議題非常廣大，包括全球經濟失衡、中美貿易差額、人民幣匯率、金融服務業市場准入等，可見中美戰略經濟對話是美國要求中國大陸人民幣升值與金融市場開放的重要場域，但並無重大突破。

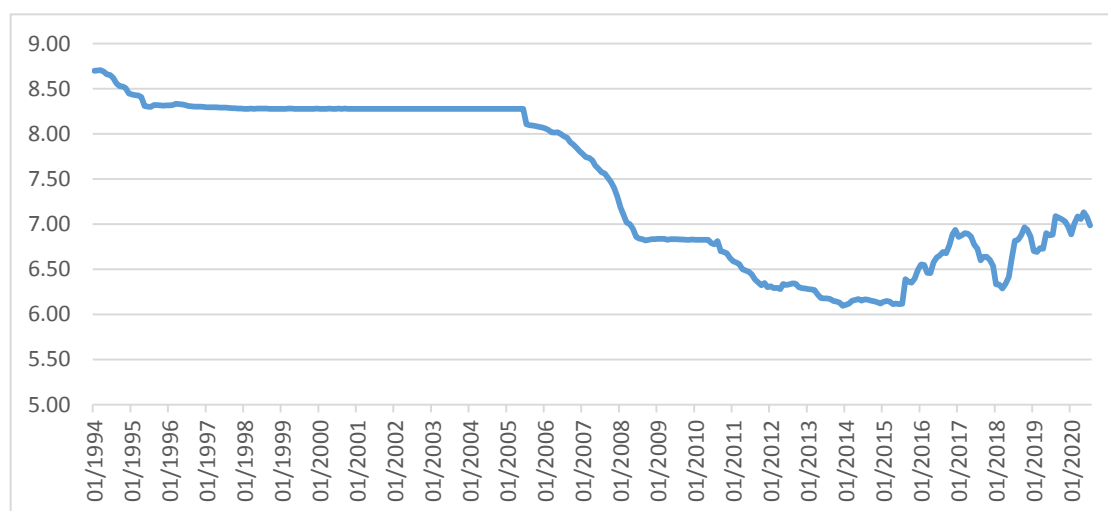
第二次對話是在首次對話議題上再加上中國大陸金融市場、商業航空與電信市場的開放。在第二次對話中，中國大陸承諾2007年下半年將重新開始批准新的中外合資證券公司，並擴大合資證券公司的業務範圍至經紀、物業交易與基金管理，並將合格境外機構投資者(QFII)投資限額由100億美元增加至300億美元。第三次對話中，中國大陸承諾符合條件的外商投資公司包括銀行可以發行人民幣計價股票，符合資格的上市公司發行人民幣計價的公司債與符合條件的外資法人發行人民幣計價金融債券。

在此二輪談判中，美國即積極要求人民幣匯率升值，以改善美中貿易差額，但中國大陸的態度亦非常堅持，時任中國大陸國務院副總理的吳儀指稱「人民幣匯率不是造成美國巨額貿易逆差的主要原因，任何試圖通過施壓使人民幣大幅度升值的作法，不但於事無補，還有可能損害中美兩國以及民眾的利益」。之後至2008年12月共進行了5次對話，美國仍持續不斷的要求中國大陸人民幣升值與開放金融市場。

而後，2009年美國歐巴馬總統與中國大陸國家主席胡錦濤同意將兩國間定期高層包括雙邊、地區和全球安全與經濟議題的對話機制進行整合，建立美中戰略與經濟對話(US-China Strategic and Economic Dialogue, S&ED)，原來的SED因此被取代。自2009年起至2016年歐巴馬總統卸任時，美中兩國進行了8次對話，而幾乎每次對話，人民幣議題均是對話的重點，然而均無法達成協議。

事實上，在2005年人民幣匯率中間價改革後，中國大陸人民幣兌美元已有大幅之升值，2006年7月人民幣兌美元平均匯率已升破8元

大關，來到 7.97 元人民幣兌 1 美元，2008 年 5 月更破 7 元大關，均價為 6.95 元，2013 年 12 月更到達 6.1 元的均價，累計已升值了 35.68 %，但中國大陸對美國的貿易順差不減反增，由 2005 年的 1,020 億美元增加至 2013 年的 2,590 億美元。另外，人民幣匯率中間價的浮動區間亦逐漸由 2005 年的 0.3% 提高到 2014 年的 2%。2015 年 8 月 11 日中國人民銀行再宣布進一步完善人民幣匯率中間價報價，由造市商在每日銀行間外匯市場開盤前，參考上日銀行間外匯市場收盤匯率，綜合考慮外匯供求情況及國際主要貨幣匯率變化向中國大陸外匯交易中心提供中間價報價。然而，自 2013 年 12 月人民幣升值到最高峰後，對美元匯率反而有逐漸貶值之趨勢（請見圖 2-1-2）。



資料來源：CEIC 資料庫

圖 2-2-2 人民幣兌美元匯率月均價

2014 年人民幣匯率開始貶值後，對美國的貿易順差更快速擴大，2015 年甚至達到 5,939.04 億美元的高峰，因此人民幣匯率又再次成為美國的箭靶，美國內部對中國大陸不滿的聲浪愈來愈大。美國總統川普上任後，美中戰略與經濟對話便已停止。

2018 年開始，美中貿易戰開打，除了互相加徵關稅外，美國亦持續要求人民幣升值，川普在 2016 年競選時，甚至威脅要將中國大陸列為「匯率操縱國」，以解決雙方貿易不平衡的問題。匯率操縱國是源自於美國《1988 年綜合貿易暨競爭力法》（Omnibus Trade and

Competitiveness Act of 1988)與《貿易便捷暨執行法》(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)，每年4月及10月美國財政部國際事務委員會向國會提交《美國主要貿易夥伴外匯政策報告》(Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States)，以觀察主要貿易夥伴是否藉由匯率政策對美國進行不公平貿易。而被列為匯率操縱國的要件有三，分別是 1. 貿易夥伴國對美國貿易順差超過200億美元、2. 貿易夥伴國擁有巨額經常帳順差，且順差金額高於其GDP的2%與 3. 貿易夥伴國持續性進行單邊外匯市場干預，且年度內重複進行淨外匯購買金額超過GDP的2%。若被美國列為匯率操縱國名單，則美國將會就其進行加強分析與展開諮商，若經一年諮商仍被美國財政部認為未改採合宜政策時，即會建請美國總統採取救濟措施，包括拒絕該國取得海外私人投資公司融資管道、拒絕該國參與美國政府採購標案、要求IMF加強監督、納入美國貿易代表署(USTR)是否與其洽簽貿易協定考量等。

2019年8月5日，人民幣匯率貶破7元大關，美國隨即將中國大陸列入匯率操縱國，是美國首次將中國大陸列入名單中，目的是逼迫中國大陸在貿易談判中讓步。而後因美中在第13輪談判中達成「第一階段實質協議」，因而在2020年1月13日美國宣布取消中國大陸匯率操縱國的認定。

肆、其他：全面脫鉤

除了任澤平的歸納的三大層次外，美國總統川普提出與中國大陸經濟與金融全面脫鉤的想法。2020年6月17日美國國務卿龐佩奧(Mike Pompeo)與中國大陸外事辦主任楊潔篪在夏威夷進行閉門會談，是疫情發生以來美中高層的首次會談。會談內容除了美中第一階段協議之執行內容外，尚包括了新冠疫情與港版國安法等。但會後負責東亞和太平洋事務的助理國務卿史迪威(David Stilwell)透露儘管中方在會上清晰表示會履行美中貿易協議的承諾，但其他的議題上，中國大陸的態度「並不情願(not forthcoming)」。而且在會議結束後，

中國大陸即宣布港版國安法將排入人大審議，顯示美中會議似乎不歡而散。

隔日，美國總統川普即在 Twitter 上發文，指出美國保留了與中國大陸完全脫鉤（decoupling）的政策選項。龐佩奧甚至提醒印度與歐洲國家，減少對中國大陸的依賴。8月23日川普接受福斯新聞訪談時再次提出美國不一定要與中國大陸有生意往來，暗示可能會與中國大陸經濟脫鉤。

當然，以目前的美中貿易情勢來看，美國與中國大陸經濟與金融完全脫鉤可能性仍然不高，脫鉤仍是美國對中國大陸施壓的威脅。

第三節 中國大陸對美國金融戰措施之因應

面對美國步步進逼的金融制裁威脅，中國大陸一方面提出譴責，且提出許多相應的措施，但另一方面也釋放許多善意。

壹、擴大金融開放，與美國達成第一階段實質協議

2019年8月5日美國將中國大陸納入匯率操縱國名單，揭示美中貿易衝突正式進入金融戰。對於被美國納入「匯率操縱國」，中國大陸並沒有太大的反應，只有人民銀行在隔日發表聲明，否認美國對其匯率操縱的指控，認為匯率「破7」是市場對貿易戰升級的正常反應。事實上，自從貿易衝突開始後，中國大陸官方曾試圖力阻人民幣匯率「破7」，因為貶值是一把雙面刃，雖然可以提高出口價格競爭力，刺激出口、減少進口，但亦會造成資本外流的結果，此在2015年「811匯改」時已經發生。因此中國大陸許多學者與官員認為7元大關是一個重要的心理關卡，如果貶破7元大關，恐會造成貶值預期心理，而重演2015年資本外逃的結果。⁵然而，2019年6月份時，人民銀行易綱便指出

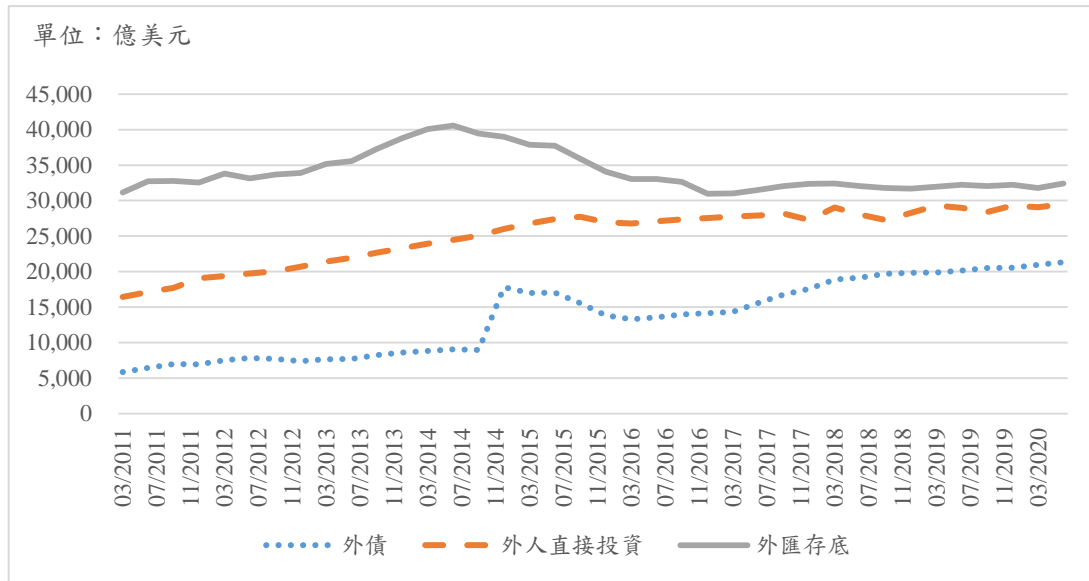
⁵ 2019年底中國大陸人民銀行調查統計司原司長盛松成曾撰文稱人民幣匯率「7」是重要的心理關口，「破7」對人們心理預期的衝擊非常大。

「中國有能力應對中美貿易戰惡化對匯率的挑戰，人民幣匯率的某個具體數字並不一定特別重要」，被認為是人民銀行已不一定把「保 7」視為是政策底線。8 月 5 日人民幣貶破 7 元，表示中國大陸已經放棄「保 7」。

同時間，中國大陸與美國的談判仍持續進行，2019 年 9 月初中國大陸國務院副總理劉鶴與美國貿易代表與財政部長敲定於 2019 年 10 月初在華盛頓舉行第十三輪中美經貿高級別磋商，雙方並持續釋放出善意。2019 年 10 月的第十三輪中美經貿高級磋商，終於達成「第一階段實質協議」，12 月 13 日中美兩國就第一階段協議文本達成一致，於 2020 年 1 月 15 日在美國白宮簽署。美國亦在 2020 年 1 月 13 日先釋放出善意，取消對中國大陸匯率操縱國的認定。

在第一階段協議中，中國大陸承諾大幅增加對美國的採購，在 2017 年的基礎上，增加自美國進口超過 2,000 億美元，並且在金融領域上對美國有大幅的開放承諾。

另外，中國大陸加速金融開放亦可應對美國阻止美元流入中國大陸的意圖，也有獲得外資以彌補其外來資金的缺口之用意。雖然中國大陸擁有全球規模最大的外匯存底，2020 年第二季外匯存底金額約 3.24 兆美元左右，且有 2/3 是美元計價資產。但事實上截至 2020 年第二季中國大陸有 2.13 兆美元的外債，占了外匯存底的 65.74%，實際的淨外匯僅約 1 兆美元上下。另外，累積至 2020 年 6 月為止，中國大陸所吸收的外人直接投資達 2.95 兆美元，雖然外人直接投資不會一次全部離開，但美中金融戰愈打愈烈，且中國大陸經濟環境已不若以往，再加上金融風險升高，若外資大量離開中國大陸，其對美元需求的壓力將會大幅提高。因此中國大陸可動用的外匯存底金額並沒有想像的充足。即使外資均不離開，中國大陸 2019 年商品進口之金額即為 2.07 兆美元，扣除外債後之外匯存底可能僅為其進口值的一半左右，可見中國大陸外匯存底其實並不充足（請見圖 2-3-1）。



資料來源：中國大陸財政部、商務部、中國人民銀行

圖 2-3-1 中國大陸外匯存底、外債與外人直接投資變化

2019 年底中國大陸宣布開放 45 兆美元的金融服務業市場，並自 2020 年 4 月 1 日起，取消外資在保險、證券、基金管理、期貨之股權比例限制，國際投資銀行可以全資子公司型態在中國大陸營運，比原先預定實施時間提早 8 個月。全球著名的投資銀行如高盛、摩根大通、摩根史坦利、野村、瑞銀等紛紛加碼前進中國大陸。同時也加速開放股市和債市，除了 2019 年 7 月設立上海證券交易所科創板之外，也鼓勵外國投資法人增持中國大陸債券。當全球（尤其是美國）知名金融機構赴中國大陸投資，將會增加中國大陸與美國的黏著度，以透過華爾街影響美國政治人物，以降低美國對中國大陸加大攻擊力道的風險

貳、中國大陸企業到香港與中國大陸上市或雙掛牌

雖然《外國公司問責法案》名義上對在美國上市外國公司財務公開之要求並不只適用於中國大陸企業，但實際上包括瑞幸咖啡造假案後，川普要求嚴加審查中國大陸上市企業、要求退休基金不要投資中國大陸企業等動作，均表示美國的所作所為就是針對中國大陸。因此，許多中國大陸企業已經開始有所準備，回中國大陸或香港上市或雙掛牌，甚至可能思考從美國下市。

阿里巴巴集團於 2014 年在紐約證券交易所正式掛牌上市，成為全球規模最大的公開發行。2019 年 11 月 26 日在美中貿易衝突中，為避免在美國「被下市」的風險，阿里巴巴在香港證券交易所掛牌上市，成為首家在美國與香港同時上市的中國大陸互聯網企業。自阿里巴巴後，愈來愈多的中國大陸企業選擇回到香港或中國大陸二次上市。

網易（NetEase）是中國大陸一家網路科技公司，主要經營網路遊戲、入口網站、電子郵件與電子商務等業務。在 2000 年於美國那斯達克（Nasdaq）上市，是第一批前往美國上市的「中概股」。2001 至 2002 年之間曾因涉嫌財務詐欺而遭停止交易。2020 年 6 月 11 日於香港上市，成為美國與香港雙上市。繼網易之後，京東亦於 2020 年 6 月 18 日在香港證券交易所二次掛牌上市。

另外，中國大陸官方亦開始鼓勵在美國上市企業回歸，2020 年 4 月 30 日中國大陸證券監督管理委員會（簡稱證監會）發布《關於創新試點紅籌企業在境內上市相關安排的公告》，為有意願在境內主板、中小板、創業板和科創板上市的紅籌企業提供更為便捷的路徑。已在境外上市的紅籌企業只要滿足 1. 市值不低於 2,000 億元人民幣或 2. 市值在 200 億元人民幣以上，且擁有自主研發、國際領先技術，科技創新能力較強，在同業競爭中處於優勢地位等兩條件之一者，即可申請在境內發行股票或存託憑證。

同時，北京市地方監管局亦宣布將對赴美中概股進行梳理，對符合回歸條件的，支持其回歸 A 股或回歸港股發展。同時，北京也將加強與證監會等監管部門的溝通，爭取公布相關支持政策，在新三板或其他板塊進行試點，引導中概股回歸。

在美國方面的推力與香港方面的拉力下，愈來愈多中國大陸企業可能會在香港第二上市，以避免未來可能在美國下市造成的衝擊。包括百勝中國於 2020 年 9 月 10 日掛牌、新東方、愛奇藝、攜程、新浪、百度等均傳出可能在香港第二上市。

另外，還有一些中國大陸企業是直接從美國市場下市，回到中國

大陸上市掛牌。如 2019 年 5 月 24 日，中國大陸最大的半導體代工廠——中芯國際宣布自紐約證券交易所自願下市，並註銷這些美國存託股票（American Depositary Share, ADS）和相關普通股的註冊。官方對於自願下市的原因解釋為「與全球交易量相比，中芯國際 ADS 交易量相對有限」；以及「維持 ADS 在紐約證券交易所上市將帶來較重的行政負擔和較高的成本」等。中芯國際在 2004 年時在香港聯合交易所及紐約證交所同步上市，自美國下市後，中芯國際於 2020 年 7 月 16 日在上海 A 股科創版掛牌上市。且中國大陸證監會對於中芯國際的上市掛牌展現無比之效率，從申請到正式審核通過獲准上市僅花了 18 天。

雖然中芯國際聲稱自美國下市與貿易戰無關，但仍引起許多不同的猜測。首先由於中芯國際的主要股東均為中國大陸國企（包括大唐電信科技股份有限公司、中國投資有限責任公司、上海實業集團有限公司），故當美國制裁中興通訊、華為後，下一個可能的對象就是中芯，有可能因此而先行離開美國金融市場。另外，因為其時機敏感，正是美國持續對華為施壓，並禁止對華為出貨的時刻，因此認為未來美國若真的對華為實施「斷貨」的處置，則至少仍有一家完全不受美國金融控制的晶圓代工廠可以繼續替華為代工。

然而，中國大陸最擔心的事情終究還是發生了，如前所述，美國將中芯國際列入出口黑名單。根據中芯國際最近公布的 2020 年第三季財務報表來看，若不包括來自中國大陸政府的 1.38 億美元資金補助，中芯國際在第三季的獲利僅為 1.18 億美元，較第二季的 1.38 億美元為低，處於衰退的狀態。

參、允許美國對中國大陸國有企業再次試點審計

雖然中國大陸官方釋出鼓勵中概股回香港或中國大陸二次上市等相關措施，但對美國亦相對應釋出善意。2020 年 6 月 17 日中國大陸證監會向美國上市公司會計監督委員會(PCAOB)發送了新的方案建議，擬允許美國選擇其任意一家國有企業進行再次試點審計。相對而言，中國大陸在面對 PCAOB 的態度有大幅軟化的跡象。

2009年1月22日，中國大陸證監會曾回覆美國 PCAOB，強硬指出根據中國大陸法律與規定，不允許 PCAOB 在中國大陸領土上行使任何形式的獨立或聯合現場檢查。而後，美國與中國大陸持續協商，2013年達成了《執法合作諒解備忘錄》，建立了一個合作機制，PCAOB 可以要求中國大陸監管部門蒐集中國大陸審計公司的審計記錄。

因為瑞幸咖啡事件與美中貿易衝突愈演愈烈，再加上港版國安法的強行立法，美國對中國大陸在美上市企業態度轉趨強硬，使得中國大陸官方終於讓步，同意美國監管機構可以在中國大陸領土上與其進行聯合檢查。

肆、宣布建立不可靠實體清單制度與出口管制法，但並未實際執行

2018年8月美國即首次以國家安全和外交利益為由，將44家中國大陸企業列入其出口管制條例（Export Administration Regulations）的實體清單（entity list）中，2019年5月又將華為及其68家非美國關聯企業列入，8月再升級對華為及其在實體清單上的非美國分支機構使用美國技術和軟體在國內外生產的產品的限制。截至2020年8月底，已陸續公布10批共301家中國大陸企業、關聯企業或政府機關，當中以華為相關企業最多。

為反制美國，中國大陸商務部於是在2019年5月31日，宣布將建立「不可靠實體清單制度」（non-reliable entity list），將基於非商業目的對中國大陸實體實施封鎖、切斷供貨或其他實行措施，對中國大陸企業或相關產業造成實質損害，對中國大陸國家安全構成威脅或潛在威脅的外國法人組織或個人列入其中。但截至今日為止，中國大陸一直未公布企業名單與具體措施。另外，為應對美國的出口管制，中國大陸於2020年10月亦推出陸版的出口管制法，並將於12月開始實施，然目前亦未提出具體的出口管制項目。

伍、對美國國會與官員進行對等制裁，並對被美國制裁之人員與機構提供金融支持

美國以迫害新疆維吾爾族與打壓香港基本自由為由，陸續在 2020 年 7 月 9 日與 8 月 7 日分別對新疆與香港共 15 位官員進行制裁，除了凍結被制裁者在美國的資產與禁止其入境外，亦將制裁與該些官員往來的金融機構。禁令實施後，無論是外資或是中資銀行，均明顯緊縮與中國大陸和香港相關官員的交往。

中國大陸為了報復美國的制裁，於 7 月 13 日與 8 月 10 日也對應的針對美國共 14 名人員和美國實施制裁，包括美國聯邦參議員克魯茲 (Ted Cruz)、盧比歐 (Marco Rubio)、霍利 (Josh Hawley)、科頓 (Tom Cotton)、圖米 (Pat Toomey)、宗教自由大使山姆·布朗巴克 (Sam Brownback)、美國聯邦眾議員史密斯 (Chris Smith)、美國國家民主基金會總裁格什曼 (Carl Gershman)、美國國際事務民主協會總裁米德偉 (Derek Mitchell)、美國國際共和研究所總裁特溫寧 (Daniel Twining)、人權觀察執行主席羅斯 (Kenneth Roth)，以及自由之家總裁阿布拉莫維茲 (Michael Abramowitz)，與一個組織，即美國國會及行政當局中國委員會 (CECC)。然而，中國大陸並未進一步提及制裁的手段，而且包括克魯茲、盧比歐與史密斯重覆的出現在兩份制裁名單中。

陸、提出雙循環發展格局

面對美國提出美中經濟脫鉤的說法，雖然仍有態度強硬的中國大陸官媒「環球網」回擊指出美國企業無法離開中國大陸 14 億人口的巨大市場和相對完善的產業鏈。但相對而言，中國大陸仍有許多學者主張不能與美國脫鉤，如北京大學國際戰略研究院院長王緝思主張中國大陸的戰略是反對脫鉤、不要脫鉤的，因為這不利於中國大陸。中國大陸別無選擇必須與美國互動合作、打交道，需要讓雙方的貿易額保持在一定的水平，需要更多的工業製成品，這樣才能滿足中國大陸的需求。他特別強調對處理美中關係要堅守三條底線：1. 無論兩國分歧有多麼嚴重，都必須通過和平的方式去處理，不能訴諸戰爭；2. 保持

一定規模的經貿合作，維護金融穩定與 3. 堅決維護中美人文交流和社會交往⁶。而中國大陸外交部發言人趙立堅之回應亦相對和緩，表示「當前是全球化時代，各國利益深度交融，全球產業鏈供應鏈的形成和發展，是市場規律和企業共同作用的結果。試圖人為切斷全球產業鏈供應鏈，靠政治力量改變經濟規律，既不現實也不明智，無法解決美國自身面臨的問題，只會讓美國普通民眾面臨更多的傷害」。⁷

美國一再明示與暗示美中經濟脫鉤是選項之一，中國大陸官方也意識到若美中經濟與金融真的脫鉤，則中國大陸世界工廠的角色勢必受到嚴重打擊。另外，在新冠疫情與港版國安法下，西方許多主要國家未來可能逐漸疏離中國大陸，如此中國大陸自 2000 年以來以國際市場為主的外向型經濟發展策略勢必將無以為繼。因此，2020 年 5 月 23 日人大政協兩會期間，中國大陸國家主席習近平即強調要「逐步形成以國內大循環為主體，國內國際雙循環相互促進的新發展格局」。之後中國大陸國務院副總理劉鶴亦在陸家嘴論壇開幕式上提及「一個以國內循環為主、國際國內互促的雙循環發展的新格局正在形成」，「雙循環」開始成為中國大陸政界與學界討論的重要名詞，更成為中國大陸第十四個五年規劃中重要的發展戰略。

不可否認的是，提出「雙循環」的大背景是中國大陸幾乎跌入冰點的地緣政治環境。中國大陸過去以來的發展模式，是一種「兩頭在外」的模式，從國外進口關鍵零組件，在中國大陸加工或代工後出口。如此，關鍵原物料、品牌、銷售等均掌握在國外，無論在供給端與需求端對國際之依賴均相當深。在面對疫情下的新國際經濟情勢與美國對關鍵原物料的封鎖制裁下，中國大陸等同兩端都受到非常大的威脅。於是內循環變成中國大陸未來產業與經濟發展情勢下不得不的選擇。

有關美國對中國大陸之金融制裁與中國大陸之相關因應，依照發

⁶ 陸國關學者：堅守陸美關係的三條底線，中國時報，2020/6/2，

<https://www.chinatimes.com/realtimenews/20200602002555-260409?chdtv>

⁷ 對於特朗普威脅或與中國切斷關係 中國外交部稱人為切斷全球產業鏈既不現實也不明智，路透北京，2020/6/19，<https://www.reuters.com/article/china-mofa-trump-industry-chain-0619-idCNKBS23Q1GM>

生時序整理於附表 1。

第四節 美中金融戰對中國大陸經濟金融之可能影響

美中貿易戰已然從原來的關稅戰升級到科技與金融戰，甚至是交互使用，對於中國大陸的傷害更是愈來愈大。本節討論美國對中國大陸實施與金融領域相關的制裁，對中國大陸可能之影響。

壹、人民幣匯率改革動輒得咎

如前所述，美國的貿易逆差幾乎一半是中國大陸造成，也是本次美中貿易戰的導火線之一。美國一再認定中國大陸人民幣價值的低估是造成美中貿易不平衡的主因。而事實上中國大陸自 2005 年以來亦已經緩慢的進行人民幣匯率形成機制的改革，並逐漸升值，但還是達不到美國的要求，美國持續使用「匯率操縱國」對中國大陸施壓。

事實上人民幣是否被低估？或是人民幣升值是否就能解決美國對中國大陸的貿易逆差？一直都是國際間爭論的重點。

近年來中國大陸人民幣匯率形成機制曾有三次重要的改革，分別是 2005 年的 721 匯改、2015 年的 811 匯改與 2017 年的 526 匯改，人民幣匯率之市場化程度已有大幅的提升。2005 年的 7 月 21 日中國大陸所進行的匯率改革主要是取消盯住單一美元，而改為若干主要貨幣組成的一籃貨幣，並參考該一籃貨幣計算人民幣多邊匯率指數的變化，實行以「市場供求為基礎的管理浮動匯率制度」，並容許匯率在中間價的 0.3% 幅度下波動。而後在 2007 年 5 月 21 日、2012 年 4 月 16 日與 2014 年 3 月 17 日分別將交易價浮動區間擴大為上下 0.5%、1% 與 2%。而如前圖 2-2-2 可以發現，2005 年的匯率改革後，人民幣兌美元即呈現持續的升值趨勢。人民幣兌美元匯率月均價自 2005 年 7 月的 8.11 大幅升值到 2015 年 7 月的 6.12，人民幣升值達 32.52%，但中國大陸對美國的貿易順差卻從 1,020.01 億美元大幅上升到 2015 年的 5,939.04 億美元的歷史高點。

第二次匯改是在 2015 年的 8 月 11 日，中國人民銀行宣布人民幣中間價之制定由原本向銀行間外匯市場造市商詢價而加權平均得出中間價的方式，改為綜合考慮外匯供需及國際主要貨幣匯率變化，參考銀行間外匯市場前日收盤匯率再訂出人民幣匯率中間價。而在 8 月 11 日當天人民幣中間價為 6.2298，大幅貶值 1.82%，下調逾 1,000 點，創歷史最大跌幅，3 天貶值幅度達 4.4%，結束了 10 年人民幣的升值循環。與此同時對人民幣貶值的預期大幅升溫，資本快速的離開中國大陸，外匯儲備大幅流失，由 2015 年第二季的 3.69 兆美元大幅減少至 2016 年底的 3.01 兆，減少 18.43%。此後人民幣匯率持續下跌，2016 年 12 月均價達 6.94，國內外持續關注人民幣匯率是否會破 7 元，但後來中國大陸均守住 7 元大關不破，甚至動用收緊資本管制的方式，阻止人民幣進一步貶值。

隨著 2017 年全球景氣回溫，人民幣匯率亦開始回升，而為了避免前兩次匯率改革造成人民幣對美元匯率呈單邊走升或走貶的趨勢，與反應市場訊息之雙向波動不吻合。故中國人民銀行在 2017 年 5 月 26 日再次進行人民幣中間價形成機制改革，在模型中加入「逆周期因子」，以抵消市場情緒而放大的單邊市場預期。然而，此次的改革仍造成人民幣單邊升值。2015 年至 2016 年底，人民幣進入貶值循環，美國對中國大陸的貿易逆差不但沒有惡化，反而改善到 2017 年時僅 4,195.5 億美元，較最高時減少了近 1,800 億美元。由此可見，至少以美中的貿易數字來看，人民幣匯率並非造成美中貿易失衡的罪魁禍首。

然而，在美中貿易戰爆發後，由於不安的情緒造成中國大陸人民幣再次貶值，中國大陸亦試圖不使人民幣過速的貶值，以免重演 2015 年資本外逃的狀況。另外，中國大陸相關官員也一再聲稱不會使用匯率當作貿易戰的工具。然而，當人民幣匯率貶破 7 元大關後，美國仍然使用「匯率操縱國」對付中國大陸，後來美中達成第一階段協議後，美國已取消中國大陸「匯率操縱國」的名單。

事實上，中國大陸在人民幣匯率中間價的形成機制雖然已有很大的進步，但市場化的程度仍然有改善空間。最主要的原因是其人民幣

中間價的決定仍非完全市場化，而是由中國人民銀行「參考」外匯供需與國際主要貨幣匯率變化決定，而如何「參考」外界無法得知。另外，其逆周期因子亦是中國人民銀行干預匯率的一個手段，雖然該因子主要是希望避免因為匯率波動造成「羊群效應」而使匯率波動幅度更大，有穩定匯率的功能。但此逆周期因子是如何被決定，中國人民銀行亦未說明，故外界亦無法得知。甚至，此逆周期因子是否間接證明了中國大陸就是在進行匯率操縱，坐實了「匯率操縱國」的指控。

中國大陸未來的人民幣匯率改革如果再次使人民幣貶值，則美國即很可能再度將中國大陸列入「匯率操縱國」名單，而若使人民幣升值，在美中貿易戰愈演愈烈，且世界各國均因疫情降低需求之際，對中國大陸經濟之成長與復甦將造成不良之影響。

貳、中國大陸金融市場將會更快速開放，其國內金融業競爭將會加劇，金融風險亦可能再次提升

中國大陸的金融領域相對於其他領域而言，開放速度較為緩慢。如前所述，美中兩國在 2006 年開始已展開「美中戰略經濟對話」，並在 2009 年擴大為「美中戰略與經濟對話」，其中一大重點即是要求中國大陸開放其金融領域。除了金融市場的開放外，亦要求金融機構准入的開放。2017 年美國川普總統上任後，該對話第二次改名為「美中全面經濟對話」(US-China Comprehensive Economic Dialogue, CED)，並於 2017 年 7 月在華盛頓舉行，但卻沒有任何具體成果，因此川普宣布不再舉行。在 2020 年 1 月美中簽署第一階段協議後，雙方同意重啟，並在每半年舉行一次會議，雙方對話代表人在 2020 年 5 月 8 日進行電話會談，但確切的成果有待觀察。

2018 年 4 月，正值美中貿易戰引信點燃之時，中國大陸國家主席習近平在博鰲論壇上大力宣揚中國大陸改革開放成果，面臨美國蠢蠢欲動的關稅威脅，習近平在演說時暗諷美國的保護主義，認為開放才是促進共同繁榮的必然選擇。其並當場宣告擴大開放的四大舉措，第一項就是大幅放寬市場准入，尤其是服務業中的金融業。習近平提出

金融開放「宜早不宜遲，宜快不宜慢」，宣布金融開放的腳步將會有所加快。而後，中國人民銀行行長即在分論壇中宣布 12 項開放措施。外界解讀中國大陸本次的金融開放有向美國示好的意思。

雖然在同年 7 月美中貿易關稅戰仍然開打，但中國大陸在金融開放的進程似乎並不受到影響，甚至有更為加快的趨勢。2019 年 5 月中中國大陸銀保監會發布 12 項開放措施，同年 7 月人民銀行再加碼 11 項開放，甚至宣布將原定於 2021 年取消證券公司、基金管理公司和期貨公司外資股比限制的時點提前到 2020 年。10 月份中國大陸外匯管理局再宣布取消 QFII 與 RQFII 的額度限制。由此可以發現中國大陸近兩年在金融開放上的加速，較過去幾年的速度為快。

觀察上述的金融開放措施，主要集中在放寬外資持股、經營業務與金融市場投資的限制，例如對證券公司、基金管理公司、期貨公司、人身險公司的外資持股比例上限放寬，甚至將 100% 外資持股的時程由 2021 年提早至 2020 年。其次，對商業銀行發起設立的金融資產投資公司和理財公司的外資持股比例不設上限，取消外國保險經紀公司在中國大陸經營保險經紀業務需滿足 30 年經營年限、總資產不少於 2 億美元的要求等。

在經營業務部分，取消外資銀行開辦人民幣業務審批，允許外資銀行開業時即可經營人民幣業務；允許外資銀行經營「代理收付款項」業務；開放外資機構可對銀行間與交易所債券所有種類債券評級；允許外資機構獲得銀行間債券市場 A 類主承銷牌照等。最後，在金融市場的投資部分，擴大滬股通與港股通的額度，並在 2019 年 10 月宣布取消 QFII 與 RQFII 投資額度限制。由此可以發現，中國大陸金融開放雖然是其既定的政策方向，但在美中貿易衝突下，開放速度確實有所加快。

然而，在加速對外開放之下，過去被政府保護或是限制外資經營的業務逐漸開放，中國大陸國內包括銀行、保險與證券公司等金融機構勢必也會遭到相當程度的競爭壓力。在經濟新常態下，中國大陸經

濟成長速度已不若過去亮眼，且在美中貿易戰與新冠疫情雙重打擊下，中國大陸本土的金融機構經營已經出現壓力。以銀行為例，根據中國大陸銀保監會的資料，銀行業的資產利潤率（ROA）已由 2018 年第一季的 1.05% 逐漸下降至 2020 年 6 月的 0.83%，資本利潤率（ROE）亦由 14% 大幅下降至 10.35%，不良貸款率亦持續上升，2020 年 9 月已達 1.96%，是 2009 年 3 月以來的最高點。而以保險業而言，其淨利占營業收入之比重也由 2015 年的 6.45% 下降至 3.54%。相對而言，證券商之利潤率相對較高，受股市交易熱絡與否也較有關係，但整體亦是呈下降趨勢，自 2015 年的 42.56% 降至 2018 年的 23.72%，而收入主要來源的佣金淨收入比重亦由 62.9% 降至 52.28%。因此，中國大陸金融市場的經營環境已不若以往。

參、美國對香港進行制裁，弱化香港國際金融中心地位

由於中國大陸強行通過港版國安法，使美國對香港進行制裁，取消香港特殊待遇地位，甚至未來可能對香港金融機構進行制裁。此外，中國大陸積極推動粵港澳大灣區的建設，並積極提升深圳在粵港澳大灣區的地位，未來有以深圳取代香港之勢，甚至上海在國際金融中心的規劃上也展現相當的企圖心，即使上海與深圳在中國大陸的法治環境下，成為國際金融中心的條件尚不具備，但種種變化下，香港國際金融中心之地位勢必有所弱化。

根據 2020 年 9 月 25 日英國智庫 Z/Yen 集團與中國（深圳）綜合開發研究院所發布的「全球金融中心指數，GFCI」排名，全球前十大金融中心排名依次為：紐約、倫敦、上海、東京、香港、新加坡、北京、舊金山、深圳、蘇黎世。上海與深圳在 GFCI 的排名均有快速向前擠的趨勢，而香港在 2019 年 9 月時排名僅次於紐約及倫敦，位居第 3，2020 年 3 月排名卻降到第 6 名，雖然 9 月的最新排名回到第 5 名，但與 2019 年 9 月相比已經落後了上海與東京。港版國安法通過再加上美國對香港之制裁力道若愈來愈強，香港之排名恐怕會再次退步。

肆、影響中國大陸 5G 之發展速度與進程，影響新基建成效與中國大陸先進技術的發展

美國針對華為、中興通訊與中芯國際等中國大陸資訊大廠的制裁，已對中國大陸推動 5G 等相關產業與技術之發展造成相當衝擊，如此可能影響中國大陸 2020 年新推動的新基建之成效。

美國限制晶片出口，已使得中國大陸 5G 基地臺出貨受到阻礙。由於華為 5G 基地臺設備在中國大陸市場占比超過 50% 以上，而所使用的晶片是由海思設計、臺積電代工，因此美國對華為的制裁使得臺積電無法再替華為代工。雖然在禁令前華為已有相當程度的備料，但一旦庫存用盡，基地臺生產將會中斷。據媒體報導，中興通訊與華為的零組件供應商之供貨放緩或全面暫停，使得中國大陸佈建 5G 相關基礎建設的時程大幅的延宕。

中國大陸在 2020 年 4 月開始大力推動「新型基礎設施建設」（簡稱新基建），希望以基礎建設投資挽救因疫情造成的經濟衰退。為避免重蹈 2009 年四萬億擴大內需的覆轍，因此特別強調包括資訊基礎建設、大數據、AI 等的新基建。2020 年 4 月 20 日中國大陸國家發展委在例行新聞發布會上首次針對「新基建」給予明確界定。強調新基建以技術創新為驅動，以信息網絡為基礎，主要包括信息基礎設施、融合基礎設施和創新基礎設施等三方面。信息基礎設施，主要是指基於新一代信息技術演化生成的基礎設施。例如，以 5G、物聯網、工業網際網路、衛星網際網路為代表的通信網絡基礎設施，以人工智慧、雲計算、區塊鏈等為代表的新技術基礎設施，以數據中心、智能計算中心為代表的算力基礎設施等。融合基礎設施，主要是指深度應用網際網路、大數據、人工智慧等技術，支撐傳統基礎設施轉型升級，進而形成的融合基礎設施。例如，智能交通基礎設施、智慧能源基礎設施等。創新基礎設施，主要是指支撐科學研究、技術開發、產品研製等具有公益屬性的基礎設施。例如，重大科技基礎設施、科教基礎設施、產業技術創新基礎設施等。

根據萬德資料庫（Wind）與中國大陸中泰證券公司之估計，以新基建中最具代表性的 5G 基礎建設為例，未來 8 年中國大陸 5G 之投資總額將約 1.5 兆元人民幣。雖然占總規模近 50 兆人民幣之新基建比重僅 3%，但卻是新基建中最具有未來性與代表性的基礎建設⁸。然而，在 5G 基礎建設中華為與中興通訊均占非常重要的地位，美國對該些廠商的制裁，亦無可避免的影響中國大陸新基建的效果。

至於對中國大陸先進技術的發展而言，美國的制裁在短期可能使其進展放緩，然而在長期可能會迫使中國大陸加強關鍵技術的本土化與去美化，而使中國大陸先進與關鍵技術的發展加速。就在美國商務部再次宣布進一步擴大對華為的禁令前夕，中國大陸國務院於 8 月 4 日發布《新時期促進集成電路產業和軟件產業高質量發展若干政策》，將從財稅、投融資、研究開發、進出口、人才、知識產權、市場應用、國際合作等 8 方面政策措施，鼓勵集成電路產業和軟體產業發展，大力培育集成電路領域和軟體領域企業。其中針對不同技術層次的集成電路（我國稱積體電路，IC）給予不同程度的財稅優惠，如 28 奈米以下、15 年經營期以上的企業或項目，第 1-10 年免徵企業所得稅，65 奈米以下、經營期 15 年以上 IC 企業或項目第 1-5 年免稅，6-10 年減半徵收等財稅政策。另外，包括 IC 設計、裝備、材料、封裝、測試與軟體企業等，亦有 2 年免稅，3 年減半的鼓勵。

美國商務部宣布華為禁令後，中國大陸晶圓代工廠—中芯國際即公告獲得中國大陸政府支持的基金注資 22.5 億美元，用於資本開支。若臺積電等半導體大廠無法再供貨給華為時，華為即可能轉單至中芯國際。另外，中國大陸地方政府亦加快腳步成立各種產業聯合會，增加對華為伺服器晶片之採用。

因此，若美國持續對中國大陸進行技術圍堵，中國大陸將不得不動用政府力量，強力扶持本國產業供應鏈與高科技關鍵技術和標準。

⁸ 雖然新基建號稱總規模近 50 兆人民幣，但事實上以各地方政府發布的投資計畫來看，傳統的鐵（路）公（路）機（場），或是農村基礎建設與民生改善項目（如政策性住房）等仍然佔了非常大的一部分。

如同鴻海董事長郭臺銘的「G2」說法，即未來可能出現「一個世界，兩套系統」的結果，一個是以美國為主的系統，而另一個則是以中國大陸為主的系統。

伍、利用 SWIFT 發起金融制裁，切斷其清算、結算與支付管道

雖然美中兩國金融戰持續的深入，但截至目前為止，被視為是美國對中國大陸金融戰的「核武器」，即切斷中國大陸美元之兌換管道或是凍結中國大陸持有的美國公債等，尚未出現。然而，在美中金融戰愈來愈激烈與強行通過港版國安法的情況下，中國大陸官方與學者已經開始大量進行討論。

中國大陸社會科學院(簡稱中國社科院)學部委員余永定即擔心，中國大陸可能被美國排除在美元結算體系外，如同過去對與伊朗有石油交易的崑崙銀行之制裁相同。⁹中國社科院世界經濟與政治研究所研究員徐奇淵亦詳細說明美國如何利用先禁止其使用 CHIPS 進行美元交易結算，再禁止其使用 SWIFT 報文系統以對伊朗進行金融制裁。他指出「香港與中國大陸被踢出 SWIFT 的可能性極小，除非美國政府嚴重『發瘋』，但現在美國政府也基本接近瘋狂，所以要對最糟糕的情況有所準備，要有理論研究和金融政策上的準備」。¹⁰

中國銀行旗下的中銀國際證券於 2020 年 7 月 28 日發布之研究報告指出，不排除美國做出非理性的事情，尤其是對中資銀行個體實施金融制裁，呼籲中國大陸官方與銀行必須做好準備。¹¹最後，中國大陸

⁹ 崑崙銀行目前仍持續與伊朗進行石油交易，亦是使用美元計價，但實際上並不以美元進行實際的支付，而是一種「以物易物」的方式進行交易。而據中國大陸商務部駐伊朗經濟參處引用伊朗《金融論壇報》之報導，中國大陸崑崙銀行在 2018 年式時曾暫停一個月中伊金融結算業務，而後恢復，但對象只包括不受美國財政部二級制裁的伊朗銀行，顯示美國的制裁對其仍有相當的威嚇性。

¹⁰ 中經濟專家：「除非美發瘋」中被踢出 SWIFT 可能性極小，自由財經，2020/7/22，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/3236080>。

¹¹ 【中美角力】中銀國際：中國需為美國金融制裁做準備 可頒佈「阻斷法」 金管局：港有應對方案，2020/7/29，蘋果新聞，<https://hk.appledaily.com/finance/20200729/BYI4OGWDTHSLRV2BOAE3OBBAJE/>。

證監會副主席也提出中國大陸多數金融機構和實體企業開展國際業務，主要是依賴美元支付體系，但這套支付途徑是否安全，值得擔憂。「這樣的事情已經發生在俄羅斯的很多企業和金融機構的身上，我們也不得不及早地預防，做好真正的應對準備，而不僅僅是精神上的應對準備」。¹²

此外，由於港版國安法的強行立法，美國已然取消香港特殊地位待遇，也一度傳出美國川普政府的顧問考慮以限制香港銀行購買美元的方式，削弱香港聯繫匯率制度，以做為懲罰中國大陸的方式。聯繫匯率制度是香港金融與經濟穩定重要的基礎，若聯繫匯率崩潰，將使得大量資金由香港移出，而造成香港金融大動盪。然此攻擊的可能性亦相對較低，因為根據香港政府統計處的資料，2020年8月底香港的外匯存底有4,500億美元，以1美元兌7.8港元計算，仍有3.51兆港元，而同期香港基礎貨幣數量為1.82兆港元，即外匯存底為基礎貨幣的1.93倍，故香港財政司司長認為有足夠實力支撐聯繫匯率制度。¹³

另外，若美國真的針對香港切斷美元兌換管道，中國大陸亦不會袖手旁觀。中國大陸可能使用的因應方式，在短期應該會透過香港與中國人民銀行的貨幣互換協議，提供美元支持（但中國大陸雖然有龐大的美元儲備，但扣除外債與可能撤退的外商投資與2個月的進口安全量，可動用的美元儲備僅不到1,500億美元）¹⁴。長期可能會推動港幣與人民幣掛鉤，取代現行的聯繫匯率制度。譚薇、藍裕平（2019）即認為香港作為一個自由港、國際貿易中心與國際金融中心，國際化程度非常高，繼續維持聯繫匯率有其必要。且隨著香港與中國大陸經貿關係與和資本市場等金融活動越來越密切，與中國大陸的經濟周期同步性越來越高。港幣如果改與人民幣掛鉤，更有利於香港經濟的穩

¹²陸官員憂美元遭斷、以俄為鑑！國企四處併吞海外金礦商，台視財經，2020/6/23，
<https://www.tv.com.tw/finance/view/06202023135153D8088C5439465D92CF3F3EE098D53436DA/588>。

¹³香港財政司司長陳茂波：對聯繫匯率制度有信心，香港不會實施外匯管制，新浪新聞，2020/6/3，
<https://news.sina.com.tw/article/20200603/35357602.html>。

¹⁴美中爆發金融戰 新冷戰正式開打 透視川普與習近平的戰略底牌，工商時報，2020/7/25，
<https://ctee.com.tw/wealth/tutor/304459.html>

定發展。

而且，由於香港過去為全球金融重鎮，許多跨國企業均在香港投資或設立總部，其中不乏美國企業，如果美國切斷香港的美元兌換，對美國企業亦會造成嚴重的損失。因此，全面切斷港幣與美元的兌換恐怕也不符合美國利益。其次，若美國真的切斷港元與美元的兌換，使港幣無法與美元聯繫，長期可能將香港金融體系更推向中國大陸，而港幣亦可能被迫與人民幣掛鉤，對於人民幣國際化的程度反而可能有些許助益，但這應不會是美國政府樂意見到的。

因此，本研究認為美國全面切斷中國大陸 SWIFT 之連繫可能性不高，至少在短期內美國應不致於在金融上與中國大陸全面脫鉤。最主要的原因是如此不僅使中國大陸經濟與金融受創，美國的企業也會遭受極大的損失，因為目前為止美國仍然有大量的企業與中國大陸企業進行往來，必須要有資金交易的管道，若驟然切斷與中國大陸全面的美元交易往來，美國企業將陷入無法與中國大陸交易的窘境。然而，針對中國大陸個別特定的金融機構制裁仍有可能。

對中國大陸而言，對美國最有力的威脅應屬其所持有的美國公債了。根據中國大陸官方統計，2020 年 6 月底持有的美國公債金額約為 1.074 兆美元，略低於 5 月的 1.083 兆美元，是全世界持有美國公債第二高的國家，僅次於日本。中國大陸上海財經大學教授奚君羊指出，鑒於北京和華盛頓之間的緊張關係不斷加劇，中國可能拋售美國公債，「在正常情況下，中國將逐步將其持有的美國公債降至 8,000 億美元左右」、「但是，當然，在極端情況下，比如發生軍事衝突，中國可能會出售其全部美國債券」。然而，此舉是否真能對美國造成影響？DoubleLine Capital 執行長岡拉克(Jeffrey Gundlach)在 Twitter 中表示美國財政部光 2020 年 4 月份就「出售」大約這個數目的公債 (the U.S. Treasury “sold” about that amount in April alone)。¹⁵

¹⁵ <https://twitter.com/truthgundlach/status/1261822074902831104>

第五節 美中金融戰對美國經濟金融之可能影響

由於美國金融與科技實力遠高於中國大陸，因此美中金融戰對美國經濟與金融之衝擊相對中國大陸為小，但仍存在一些影響，包括：

壹、阻止中國大陸赴美融資，降低美股多元性，減少投資人投資中國大陸企業之機會

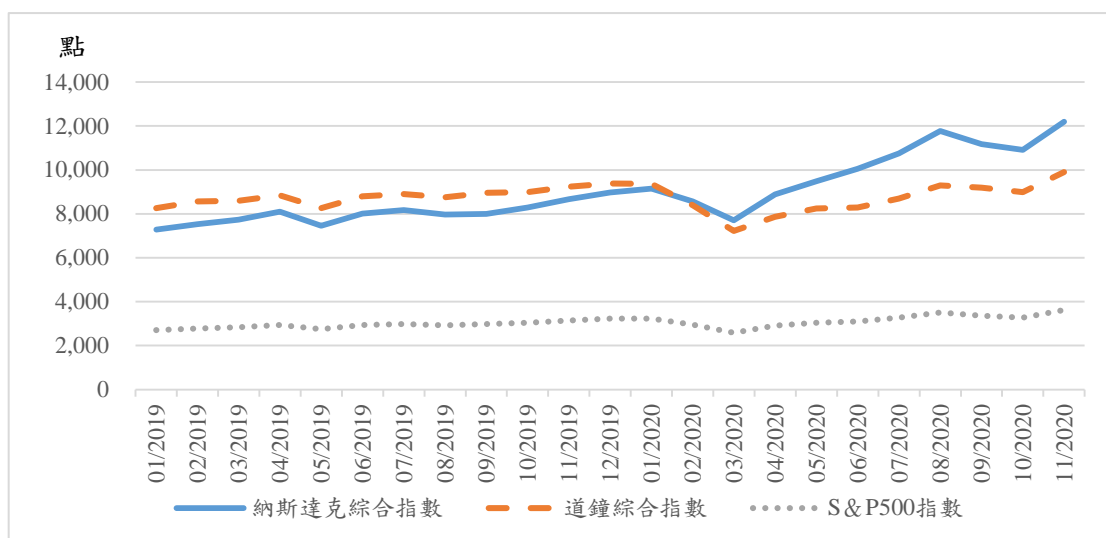
美國國民未來可能難以購買中國大陸的企業股票，因為《外國公司問責法案》，主要即是針對中國大陸在美國上市的企業，因此，未來將會有許多中國大陸企業會美國下市，如此美國投資人可以買賣中國大陸企業股票的種類將會大幅減少，而使美國股市上市企業的多元性降低。而美國股市之成交值是否將會受到影響，值得關注。

然目前為止，由於並未開始實施，因此美股在短期間似乎沒有太大的影響，反而因為美中金融戰大勢底定，且川普與拜登均提出許多振興美國經濟之方案，投資人亦看好美國國會兩黨將加速通過新一輪紓困措施，美國股市持續的大漲，美國三大指數自 2020 年 3 月份以來持續呈上升的趨勢（請見圖 2-5-1）。

貳、降低投資人投資在美上市中國大陸企業之風險

由於在美國上市之中國大陸企業財務透明度普遍不高，因此爆發瑞幸咖啡所爆發的假帳醜聞，故強化在美國上市外國公司之審計要求，亦可能降低美國股市之風險。據自由時報引述美國紀錄片《中國喧囂》（The China Hustle），指 2006-2012 年間美國上市的中國大陸企業有 400 家，但其中 80% 為空殼公司。¹⁶ 本次的清理亦可降低美國股市地雷股之風險。

¹⁶ 400 家在美國上市的中國企業 竟有 80% 是空殼公司，自由時報，2018 年 4 月 12 日，
<https://news.ltn.com.tw/news/world/breakingnews/2393634>



資料來源：CEIC 資料庫

圖 2-5-1 美國股市三大指數變化

參、中國大陸金融開放可能使美國阻止中國大陸取得美元之成果大打折扣

由於對中國大陸上市審查的嚴格，也使得未來中國大陸企業赴美上市之意願下降，此將使美國投資銀行的業務減少。也因此華爾街財經界人士對此不以為然，且仍持續擴大對中國大陸市場的投資。

中國大陸自 2018 年以來在金融領域上快速的開放，亦增加美國金融機構赴中國大陸投資的機會，可能大量吸引美國的資金、管理技術與人才，如包括花旗銀行、美國三大信評公司、PayPal、美國運通、萬事達卡、橡樹資本等在這兩年紛紛赴中國大陸投資，資金也大量進入。如此，美國阻止中國大陸取得美元的成果將會大打折扣。

肆、美國對中國大陸發展戰略或經濟命脈制裁，可維持美國在技術領域上之領先地位，但也可能迫使中國大陸加速其基礎技術領域之研發

美國對中國大陸之中興通訊、華為與中芯國際等重要戰略企業進行制裁，證明美國技術水準仍大幅領先中國大陸，使中國大陸的戰略產業發展受到非常大的打擊。因此中國大陸在十四五規劃中特別強調

「雙循環」發展策略，並要求強化國家戰略科技力量，瞄準人工智能、量子信息、集成電路、生命健康、腦科學、生物育種、空天科技、深地深海等前沿領域，實施一批具有前瞻性、戰略性的國家重大科技項目。並且要強化企業創新主體地位，推進產學研深度融合，承擔國家重大科技項目，鼓勵企業加大研發投入，加強共性技術平臺建設，推動產業鏈上中下遊、大中小企業融通創新等。

以半導體產業為例，中國大陸推出「國家積體電路產業投資基金」（簡稱國家大基金），至今已推出兩期，大規模投資中國大陸半導體龍頭企業，可能提高中國大陸技術自給率，甚至在科技技術上出現分別以美國與中國大陸主導的體系，如此對美國之威脅勢必大增。

伍、弱勢美元可能仍會維持一段期間，引發非理性繁榮，造成泡沫

雖然拜登對於匯率之重視程度相對不若川普，但是在美國現今疫情尚未穩定且政策有所持續的情況下，美國量化寬鬆的政策短期內應不會有所改變，如此美元匯率恐將維持一段長期間的弱勢。雖然美元的地位至今尚無其他貨幣可以取代，甚至對美元體系造成威脅短期內都很困難。但如果美元持續維持在弱勢的情況下，美元作為全球主要儲備貨幣的地位，也可能會面臨重大挑戰。

而弱勢的美元雖然提高了美國商品出口的競爭力，但同時亦可能提高本國之物價，且在大量流動性的情況下，可能隨之而來的金融資產與債務這兩大泡沫。在實體經濟表現依舊疲軟下，資金只會更加湧入金融資產，賺取相對較高的資本利得。就如同諾貝爾經濟學獎得主 Robert Shiller 在《非理性繁榮》一書中所說的，當市場籠罩在某種非理性氛圍之下，投機泡沫自然而然就產生了。¹⁷而歷史以來重大的金融危機大多發生在泡沫之後，未來的風險值得特別關注。

¹⁷吳孟道：潛藏在弱勢美元下的風險與不確定性？
<https://findit.org.tw/researchPageV2.aspx?pageId=1540>

第三章 中國大陸金融開放現況及未來趨勢

本章將簡要討論中國大陸的金融開放歷程，包括在加入世貿組織（WTO）前中國大陸的金融開放與加入世貿組織之承諾與具體作為，之後討論 2018 年美中貿易戰後的金融加速開放。另外，人民幣國際化與數位人民幣亦是其金融改革與開放中重要的一環，故本章亦將以專節討論近來人民幣國際化與數位人民幣之變化，最後分析對中國大陸之影響。

第一節 加入世貿組織前，中國大陸的金融開放歷程

壹、銀行業開放歷程

1949 年中華人民共和國建立後，外資銀行被取消特權，並由官方指定中國銀行為外資銀行的專職管理機構，因特權造成的超額利潤因而消失，使外資銀行紛紛歇業退出中國大陸，最後只剩下英國匯豐銀行、英國渣打銀行、香港東亞銀行與新加坡華僑銀行（俗稱「老四家」）（劉明康等人，2009）。1979 年改革開放後，中國大陸銀行業的開放進程大致為（1）從開放非營業性機構到開放營業性機構、（2）由開放經濟特區到主要沿海城市，再到全國所有城市（李佳貞，2003）。中國人民銀行核准日本輸出入銀行進入北京設立代表處，是改革開放後第一家進入中國大陸的銀行，而後陸續有外資銀行進入中國大陸市場，然而開始時只能成立常駐代表機構，並不能設立營業機構。

1980 年中國大陸推動經濟特區，以進行開放試點，在此背景下 1981 年中國人民銀行核准外資銀行在四個經濟特區設立營業性機構的試點，允許從事外匯金融業務。首家獲准設立營業性分支機構的是香港南洋商業銀行。1985 年中國大陸開始允許在經濟特區設立外資銀行與中外合資銀行，甚至一些經濟特區與地方政府為吸引外資，而給予外資金融機構與中外合資機構「超國民待遇」，例如租稅的減免。於是中資銀行也積極的引入外資成立中外合資銀行，以獲取「超國民特

遇」。

1986 年底在中國大陸所設立的外資銀行分支機構、中外合資銀行與中外合資財務公司達 25 家，1989 年增加至 34 家。1990 年後，中國大陸擴大外資金融機構常駐代表處的區域範圍，由經濟特區擴大至沿海重要經濟城市，但營業機構仍只能在經濟特區加上海，並允許 1949 年遺留的「老四家」重新登記，擴大業務範圍。至 1991 年底，共有 120 家外資銀行在經濟特區與沿海開放城市設立 217 家代表機構，外資銀行分行、中外合資銀行與財務公司增加至 45 家。

1992 年鄧小平南巡後，中國大陸擴大對於外資銀行與資本市場的開放，開放若干沿海城市可以設立營業性外資金融機構。1994 年頒布《外資金融機構管理條例》，開始允許外資金融機構在內地城市設立營業據點。1995 年在《中國人民銀行法》與《商業銀行法》制定後，其金融體系正式進入法治時期。1996 年取消外資銀行經營的地域限制，並允許外資銀行在上海試點經營人民幣業務。至此，中國大陸的外資和中外合資金融機構主要集中在經濟特區與上海市，而業務經營範圍亦受限，只能向外資企業和外國居民經營外匯業務，包括外匯存放款、匯款與擔保等業務。

1999 年中國大陸再次放寬外資銀行設立區域限制，在中國大陸所有中心城市可設立營業性分支機構。2001 年底止，中國大陸共有 190 家外資銀行營業性機構，總資產為 3,750 億元人民幣，占中國大陸金融機構總資產總額的 2%¹⁸。

貳、證券業開放歷程

相較之下，中國大陸的證券業開放又較銀行業與保險業為慢且謹慎。1993 年時任世界銀行駐中國大陸首席代表林重庚向中共高層提出報告，說明成立一家中外合資投資機構的迫切性，於是中國人民銀行頒布《中外合資投資銀行類機構管理辦法》，1995 年由中國建設銀行

¹⁸ 引自李佳貞 (2003)

與摩根史坦利及其他股東發起設立的中國國際金融有限責任公司（簡稱「中金公司」）是中國大陸第一家中外合資證券商。光大證券則是第二家中外合資證券公司，主要外資股東為中國光大控股有限公司，因光大控股為在香港創辦的中國大陸國有企業，雖被視為外資，但其實具有中資背景，為全牌照證券商。在加入世貿組織前，中國大陸僅此兩家中外合資證券公司，但其實均是內資控股。

在資本市場部分，中國大陸上市企業股票市場可分為 A 股、B 股、H 股、N 股與 S 股等，A 股為人民幣普通股票，是在上海與深圳交易所人民幣計價，主要是中國大陸境內機構與人民投資的股票。1991 年為了吸引國際資本，中國大陸推出人民幣特種股票（簡稱 B 股）的試點，是以人民幣標明面值，以美元或港幣認購及交易，專門給境外法人或自然人投資的股票市場。H 股、N 股、S 股等則分別是在香港、紐約和新加坡等地上市的中國大陸企業股票。而由於境外投資者投資中國大陸 B 股相當不方便，故當 H、N、S 股等出現後，B 股之交易便大幅減少，2001 年 2 月開放中國大陸境內居民可以合法外匯帳戶投資 B 股，才使 B 股交易再次活絡，但 2003 年隨著合格境外機構投資者制度(QFII)制度出現，B 股已近 20 年沒有新股票上市。

參、保險業開放歷程

剛開始保險業在中國大陸的發展與開放相對較銀行業為慢，但後來開放速度有所加快。1979 年中國大陸唯一的一家保險公司為國營的中國人民保險公司（簡稱「中國人保」），1986 年才出現第二家保險公司—新疆生產建設兵團農牧業生產保險公司（1992 年更名為新疆兵團保險公司），1988 年成立的平安保險公司則是第一家股份制保險公司。在外資保險機構的部分，自 80 年代起國外保險機構已紛紛進入中國大陸設立代表處，而 1992 年中國大陸國務院選擇上海做為開放保險業的試點城市，允許友邦人壽在上海設立分公司，是改革開放後第一家取得牌照的外資壽險公司，並將保險代理人制度引進中國大陸。後來許多外國保險公司開始獲准進入中國大陸保險市場。雖然開放外資

保險機構的設立，但其經營項目是相當受限的，外資人壽保險公司僅能經營個人繳費的人身保險業務，而外資財產保險公司服務對象僅止於外國人與三資企業（即中外合資、中國合營與外資企業）。

1995 年中國大陸通過《中華人民共和國保險法》，使其保險業體制法制化，1996 年加拿大宏利保險公司與原對外經濟貿易信託投資公司合資設立中國大陸第一家合資壽險公司-中宏人壽保險有限公司。而至 2001 年底中國大陸共有外資保險公司 29 家，其中包括中外合資保險公司 16 家，外國保險公司分公司 13 家。

第二節 加入世貿組織後，中國大陸的金融開放

壹、中國大陸加入世貿組織有關金融業開放之承諾

2001 年中國大陸正式加入世貿組織（WTO），並承諾在 5 年內逐步開放外資金融機構在其國內經營的地區範圍與業務項目，並逐步解除其客戶對象的限制。本小節將先簡述中國大陸在加入 WTO 之金融開放承諾（其整理亦可見附表 2），再討論中國大陸是否已完成其承諾。

一、銀行與其他金融業（除保險與證券）對外開放承諾

中國大陸在對銀行業的開放承諾部分，可以包括以下幾點：

（一）對外資銀行營業許可方面的承諾：

1. 擴大外資銀行外匯業務範圍

(1) 正式加入時，取消外資銀行辦理外匯業務在客戶方面的限制。

外資銀行可以立即向中資企業和中國大陸居民全面提供外匯服務，且不需要進行個案審批。

(2) 正式加入時，立即允許外資銀行在現有業務範圍基礎上增加外幣兌換、同業拆借、外匯信用卡的發行、代理國外信用卡的發行等業務。

2. 逐步擴大外資銀行人民幣業務範圍

根據承諾，加入 WTO 後，將從多方面擴大外資銀行經營人民幣業務的範圍。

- 允許外資銀行在現有業務範圍基礎上增加票據貼現、代理收付款項、提供保管箱業務。
- 逐步取消外資銀行經營人民幣業務的地域限制。
- 加入時，開放深圳、上海、天津、大連；
- 加入後 1 年內，開放廣州、珠海、青島、南京、武漢；
- 加入後 2 年內，開放濟南、福州、成都、重慶；
- 加入後 3 年內，開放昆明、北京、廈門；
- 加入後 4 年內，開放汕頭、寧波、瀋陽、西安；
- 加入後 5 年內，取消所有地域限制。

3. 放寬對異地業務的限制。允許在一個城市獲准經營人民幣業務的外資銀行向其他開放人民幣業務城市的客戶提供服務。

4. 逐步取消人民幣業務客戶限制。

- 加入後 2 年內，允許外資銀行向中國大陸企業辦理人民幣業務；
- 加入後 5 年內，允許外資銀行向所有中國大陸客戶提供服務。這意味著加入後 5 年內外資銀行將享受國民待遇。

5. 同城營業網點的審批問題

- 允許外資銀行設立同城營業網點，審批條件與中資銀行相同。
- 堅持審慎原則發放營業許可

加入後 5 年內，取消所有現存的對外資銀行所有權、經營和設立形式，包括對分支機構和許可證發放進行限制的非審慎性措施。

（二） 關於開放汽車消費信貸服務之承諾

加入時，即允許外資非銀行金融機構進入中國大陸汽車消費信貸市場開展業務，而且在市場准入和國民待遇方面沒有限制。外資非銀行金融機構在汽車消費信貸領域可以立即經營對居民的人民幣業務。同時，外資銀行在獲准經營中國大陸居民人民幣業務後，也可開展汽車消費信貸業務。

（三） 關於開放金融租賃業務之承諾

加入時，經審批，即允許外資金融租賃公司按照與中資金融租賃公司相同的條件，提供金融租賃服務。

二、證券業對外開放的承諾

根據 WTO 有關協定，證券業的開放包括以下四項內容：

- （一） 外國證券機構可以不通過中方仲介，直接從事 B 股交易。
- （二） 外國證券機構駐中國大陸代表處，可以成為中國大陸所有證券交易所的特別會員。
- （三） 允許設立中外合資的基金管理公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資比例在加入時不超過 33%，加入後 3 年內不超過 49%。
- （四） 加入後 3 年內，允許設立中外合資證券公司，從事 A 股承銷、B 股和 H 股以及政府和公司債券的承銷和交易，外資比例不超過 1/3。

三、保險業對外開放的承諾

根據 WTO 有關協定，中國大陸正式加入 WTO 後，對外資保險公司開放的承諾包括以下方面：

（一） 企業形式

1. 加入時，允許外國非壽險公司在中國大陸設立分公司或合資公司，

合資公司外資比例可以達到 51%。加入後 2 年內，允許外國非壽險公司設立獨資子公司，即沒有企業設立形式限制。

2. 加入時，允許外國壽險公司在中國大陸設立合資公司，外資比例不超過 50%，外方可以自由選擇合資夥伴。
3. 允許所有保險公司按地域限制放開的時間表，設立國內分支機構。

（二）開放地域

1. 加入時，允許外國壽險公司和非壽險公司在上海、廣州、大連、深圳、佛山提供服務。
2. 加入後 2 年內，允許外國壽險和非壽險公司在北京、成都、重慶、福州、蘇州、廈門、寧波、瀋陽、武漢和天津提供服務。
3. 加入後 3 年內，取消地域限制。

（三）業務範圍

1. 加入時，允許外國非壽險公司向在中國大陸外商投資企業提供財產險以及與之相關的責任險和信用險服務；加入後 2 年內，允許外國非壽險公司向外國和中國大陸客戶提供所有商業和個人非壽險服務。
2. 加入時，允許外國保險公司向外國公民和中國大陸公民提供個人（非團體）壽險服務。加入後 3 年內，允許外國保險公司向外國公民和中國大陸公民提供健康險、團體險和養老金/年金險服務。

貳、加入世貿組織後，中國大陸之金融業開放

一、銀行業

嚴格來說，中國大陸對於在 WTO 之金融開放承諾，大部分均已兌現。在銀行業的部分，在加入 WTO 之前，外資銀行只能辦理外商投資企業的結匯、售匯與付匯業務，在加入 WTO 後已經取消外匯業務的服務對象限制，可以對中資企業與居民提供服務。2003 年外資金融機構經營外匯業務已沒有地域與客戶限制，也逐漸放鬆外資銀行在

中國大陸經營限制，取消外資銀行人民幣負債不得超過外匯負債 50% 之規定，對於外資銀行經營人民幣業務範圍的擴大亦均按承諾一一放開。2006 年底中國大陸基本上已完成加入 WTO 對於銀行業之開放承諾（整理歸納於附表 3）。

然而，儘管如此，外資銀行與中國大陸內資銀行仍存在不公平的競爭。例如雖然 2006 年中國大陸公布《外資銀行管理條例》，對外資銀行的設立、營運等有了法律上的依據，但因為金融業仍為特許產業，外資銀行無論是在中國大陸設立分行或是經營業務，仍需要中國大陸金融監管當局的許可，而取得許可的過程相對不夠透明，而造成了隱性的進入障礙。其次，在經營業務上外資銀行亦難與內資銀行處在相同的競爭地位，如中國大陸金融監管當局規定外資銀行吸收人民幣定期存款單筆不得少於 100 萬人民幣，但對於內資銀行卻無相同的限制。

另外，中國大陸對於外資銀行對合資銀行的持股比例有一定的上限，造成外資銀行對其所投資的合資銀行經營上難有控制力，而要在中國大陸設立獨資銀行的門檻又非常高，因此外資銀行仍難以在中國大陸與其內資銀行競爭。

但即使如此，外資銀行進入中國大陸投資的情況仍然大幅增加，根據監管部門之統計，截至 2006 年底，共有 22 個國家與地區的 74 家外資銀行在中國大陸 25 個城市設立 200 家分行與 14 家法人機構，41 個國家與地區的 186 家外資銀行在中國大陸 24 個城市設立 242 家代表處。另外，中國大陸規模較大且發展人民幣零售業務的外資銀行分行轉制為中國大陸註冊的法人銀行，在註冊資本、設立分支機構、營運資金要求及監管標準方面與中資銀行相同，至 2006 年底有 9 家外資銀行（包括渣打、東亞、匯豐、恒生、日本瑞穗實業、日本三菱東京日聯、新加坡星展、花旗與荷蘭銀行等）在上海註冊轉制為法人銀行。

為了因應加入 WTO 銀行業開放的衝擊，中國大陸對本土的銀行業也進行了大規模的改革。2002 年中國大陸召開第二次全國金融工作

會議，推動國有商業銀行的改革，組建中央匯金投資公司，以注入資金的方式進行銀行業的股份制改革（以下簡稱股改）並推動上市。中國銀行、交通銀行與中國建設銀行在 2004 年完成股改，並陸續在香港上市，中國工商銀行與中國農業銀行則分別在 2006 年 2010 年完成股改，也在上海與香港同時上市。

在銀行改革過程中，為了改善國有銀行經營體質，並引入外資成為戰略合作夥伴，上述銀行亦與外資簽署合作協議，中國建設銀行與美國美洲銀行、中國銀行與蘇格蘭皇家銀行簽署合作協議，中國工商銀行則有來自高盛、安聯與美國運通的資金。

另外，在監管方面，2003 年成立中國銀行業監督管理委員會（簡稱中國銀監會），取代原來由中國人民銀行對銀行、金融管理、信託公司等機構之監管。

二、證券業

2002 年 6 月中國大陸發布《外資參股證券公司設立規則》，2003 年 7 月開始施行《外資參股基金管理公司設立規則》，加入 WTO 後的首家中外合資證券公司—華歐國際證券亦在 2003 年成立，¹⁹與此同時，第一家中外合資的基金管理公司—招商基金管理有限公司成立，其中招商銀行股份有限公司持股 33.4%，招商證券股份有限公司持股 33.3%，荷蘭投資（ING Investment Management B.V.）持股 33.3%。

在加入 WTO 後，中國大陸中外合資證券公司開始增加，包括長江巴黎百富勤證券、海際大和證券、高盛高華證券、瑞銀證券、瑞信方正、中德證券、華英證券、第一創業摩根大通、摩根史坦利華鑫證券與東方花旗證券等。截至 2003 年 11 月已先後批准設立 12 家中外合資證券公司、34 家合資基金管理公司、允許 4 家境外證券機構的駐華代表處成為滬、深證券交易所特別會員，並分別許可 41 家和 19

¹⁹ 華歐國際是湘財證券（持股 66.67%）與法國里昂證券（持股 33.33%）合資，而 2006 年內資將股權售予財富證券，更名為財富里昂證券，2014 年售予上海華信國際集團，更名為上海華信證券，已變為中資證券商。

家境外證券經營機構在滬、深證券交易所直接從事 B 股交易。整體而言在加入 WTO 有關證券業的承諾已基本實現。2006 年底外資參股的證券公司有 7 家，外資參股與中外合資（中方控股）有 26 家。

在金融市場的開放上，因涉及資本項目的開放，中國大陸步伐相對較為緩慢。如前所述，中國大陸為了吸引外資，在 1991 年創設 B 股，專供境外機構與自然人投資中國大陸企業股票，但投資手續相當複雜，因而使得 B 股市場難以活絡。2002 年 11 月中國證監會與中國人民銀行聯合發布《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》，實施合格境外機構投資者制度(QFII)，以投資中國大陸 A 股股票，雖然相對而言，境外機構投資者投資中國大陸股票變得容易，且也有較多股票選擇，但資格與額度也是被中國大陸監管當局所限制。2006 年底共有合格境外投資者 68 家，獲批金額累計為 90.95 億美元。另外，2006 年中國大陸開始實施合格境內機構投資者制度(Qualified Domestic Institutional Investors, QDII)，2006 年底亦有 15 家商業銀行獲批 134 億美元的 QDII 額度。

三、保險業

保險業的開放進程相對於銀行與證券業，是較為快速的。2001 年 12 月中中國大陸發布《中華人民共和國外資保險公司管理條例》，在中國保險監督管理委員會（簡稱中國保監會）批准下，允許外資保險公司在中國大陸設立，其中規定外資保險公司與中國大陸合資設立之人身保險業務公司，外資比例不得超過 50%。申請設立合資保險公司、獨資保險公司的註冊資本最低限額為 2 億人民幣，且必須為實繳貨幣資本，外國保險公司分公司則應由其總公司撥給不少於 2 億元人民幣的營運資金。

2003 年底開始，除有關法定保險業務外，向外資非壽險公司開放所有業務限制。此外，外國非壽險公司在中國大陸設立營業機構的形式，在原有的分公司和合資公司基礎上，增加了獨資子公司，外國非壽險公司在中國大陸設立形式從此無限制。2004 年 5 月，中國保監會

發布通知，允許此前已經設立的外國財產保險分公司在符合一定條件的前提下，改建為獨資保險公司。2004 年底開始，對外資保險公司取消地域限制，外資保險公司可在任何城市申請設立機構，經營保險業務，同時除有關法定保險業務外，向外資壽險公司放開所有業務限制（朱浩民，2007）。

截至 2006 年 11 月，共有 15 個國家和地區的 47 家外資保險機構在大陸設立了 121 個營業性機構，135 家外資保險機構設立了近 200 家代表處。設立外資保險機構較多的城市主要有為上海(26 個)、北京(26 個)、廣州(12 個)、蘇州(7 個)、杭州(6 個)、成都(6 個)。外資保險公司保費收入從 2001 年底的 33.29 億元人民幣，成長到 2005 年底的 341.2 億元人民幣，與加入 WTO 前相比成長了約 9 倍（中國保監會，2006）。

然而，在中國大陸投資保險公司之條件非常嚴格，主要在於必須要經營保險業務 30 年以上、在中國大陸境內設立代表機構 2 年以上、提出設立申請前 1 年底總資產不少於 50 億美元（即俗稱的五三二條款），門檻極高，許多小型外資保險公司要進入中國大陸市場非常困難。

過去由於「五三二條款」的限制，我國單一壽險公司幾乎無法滿足。因此在兩岸經濟合作架構協議之早期收穫計畫中，我國金管會為國內保險業者爭取到臺灣保險公司經過整合或戰略合併組成的集團，可參照外資保險公司市場准入條件，因而使我國保險公司可以突破「五三二條款」。然而，中國大陸對於合資保險公司外資持股比例的限制卻使得我國保險業者卻步。

以我國保險業在中國大陸投資來看，2004 年國泰人壽首先在中國大陸利用合資成立陸家嘴國泰人壽，之後包括臺灣人壽合資的君龍人壽、新光人壽合資的新光海航人壽（後改名為鼎誠人壽）等，根據金管會保險局之資訊，我國目前共有 7 家保險公司與 2 家保經代公司參股中國大陸 7 家保險公司、1 家保險經紀人公司及 2 家保險代理人公司，另有 11 家保險公司在中國大陸設有 11 處辦事處。

目前我國保險業在中國大陸的經營狀況不如預期，大部分都在持續虧損中，最主要的原因是外資持股比例無法過半，而合資雙方往往在經營理念、策略不同而產生內訌與對立的情況，造成在重要的經營策略上不一致，而使業務推展難以順利。

以新光人壽與海航集團合資的新光海航人壽為例，新光人壽在2009年即與海航集團合資成立，各持股50%，但兩大股東同床異夢，加上海航集團遲遲不願意增資、中國大陸當時尚未開放外資可持股壽險公司超過50%，諸多艱困下，新光人壽2018年以每股人民幣3元、總出售金額人民幣3.75億元，賣出25%股權給兩家大陸的民營企業²⁰。2020年5月新光金控即公告，子公司新光人壽董事會通過將目前持有的中國大陸鼎誠人壽25%的股份出售，退出中國大陸保險市場。

除了臺資保險業者外，其他外資保險公司在中國大陸之經營亦不容易。美國友邦人壽是中國大陸首家外資獨資壽險公司，但經營數十年，市占率依然只有0.9%，同時中國大陸外資與中資的合資保險公司，新契約保費市占率也不到10%，裡面不乏全球大型知名保險集團。²¹

參、2008年-2018年金融開放速度放緩，本土金融企業競爭力加強

2008年底爆發的全球金融海嘯，使得中國大陸金融開放的腳步有所放緩，然於此同時，內資銀行卻快速的崛起。2000年前後時中國大陸的銀行業問題嚴重，時任美國華府的資深中國經濟問題專家拉迪（Nicholas Lardy）亦指出：「中國大陸的銀行系統已經嚴重破產，我要強調是『嚴重』二字」²²。因此，中國大陸為了因應加入WTO後對其本土銀行之衝擊，對於其銀行體系進行了大規模的重組，剝離不良貸款，並成立中央匯金投資公司對國有銀行進行股份制改革，推動上

²⁰ 新壽自陸撤退 台資壽險首例，聯合新聞網，2020/5/22，<https://udn.com/news/story/7239/4584047>

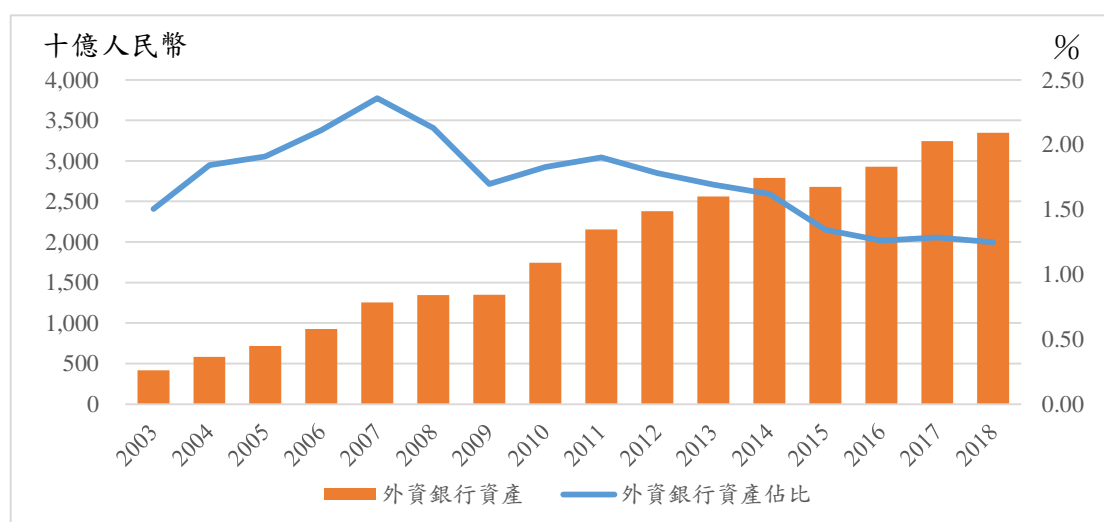
²¹ 赴陸拓市難！保險業：強龍難壓地頭蛇，工商時報，2019/10/16，

<https://www.chinatimes.com/newspapers/20191016000205-260202?chdtv>

²² <http://hk.epochtimes.com/archive/Issue91/zyzs-1.html>

市。而後，中國大陸本土銀行實力大幅提升，並在中國大陸利率未市場化的利差保證下，10年後中國大陸銀行成為「暴利」行業²³，但外資銀行在中國大陸的經營卻節節敗退。

根據中國大陸銀保監會的數據，中國大陸外資銀行機構數由2004年後快速增加，由14家增加到2010年的40家，再增加到2012年的42家，但之後略有下降，2018年為41家，而整體的銀行總數因為城市信用社改制與農村金融機構的整併，由2004年的33,862家大幅減少到2018年的4,571家。然由圖3-2-1可以發現，雖然外資銀行的資產持續增加，但其占整體中國大陸銀行總資產的比重，自2007年到達高點後即開始持續的下降，2018年底已降至1.25%。



資料來源：中國大陸銀保監會

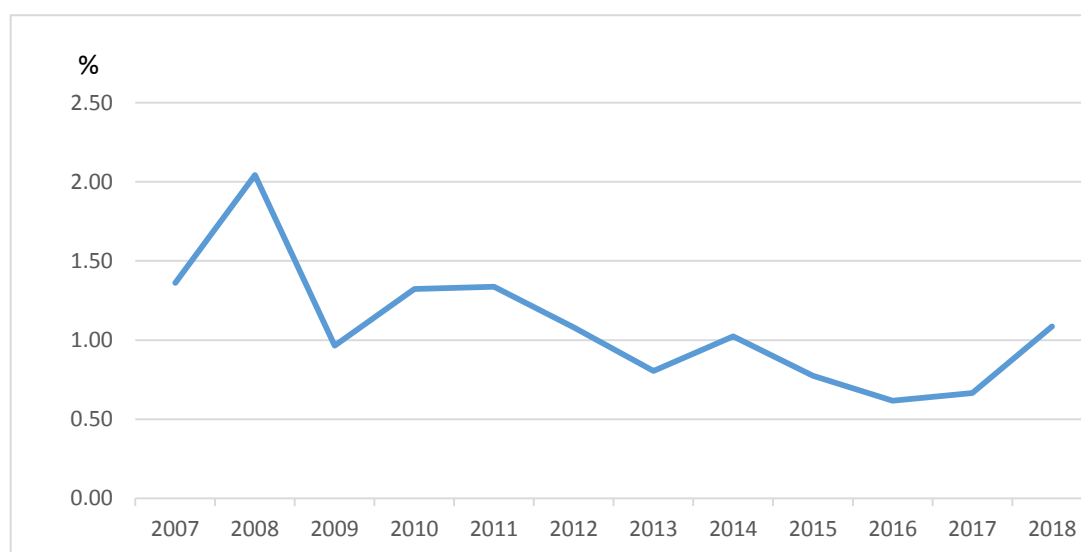
圖 3-2-1 外資銀行資產與其比重

另外，外資銀行之獲利能力表現亦不佳，2008年外資銀行獲利占比達到最高的2.04%，但之後便持續下降，2016年到達0.62%的低點，2018年略有回升到1.09%。

造成外資銀行在中國大陸經營不善的原因非常多，除了經營策略與中國大陸市場水土不服、對於市場掌握的靈敏度不及本土銀行與中

²³ 2011年底中國民生銀行行長在公開演講中表示，中國大陸銀行利潤太高，「都不好意思公布」，而後引發輿論對銀行業「暴利」的聲討浪潮

國大陸本土銀行的競爭外，經營據點無法如中國大陸本土銀行的散佈全中國大陸、中國大陸對於外資銀行申設分支機構、擴張業務範圍的審批過程漫長且不夠透明等，均是原因之一。亦即雖然中國大陸名義上對金融領域部分已按照 WTO 之承諾開放，但開放程度仍然有待加強，尤其是外資持股比例與經營業務的部分，中國大陸仍有非常嚴格的限制，以致於外資金融機構與其本土金融機構無法在同一個水平上競爭（請見圖 3-2-2）。



資料來源：中國大陸銀保監會

圖 3-2-2 外資銀行利潤占比

在證券業開放部分，2012 年東方花旗證券成立後，相當長的一段時間中國大陸並未再核准任何一家中外合資證券商。2015 年中國大陸允許外資金融機構在自貿試驗區內設立合資證券商，外資持股比例不超過 49%，內資股東不要求為證券商，擴大合資證券商業務範圍。而後申港證券與華菁證券在 2016 年獲批，但兩家的主要外資均為港資，並不是真正意義的中外合資。另外，在 2012 年以前的中外合資證券商，因為外資無法控股，中資與外資在經營上難免有爭論，包括華歐國際、長江巴黎百富勤證券、海際大和證券、第一創業摩根大通與華英證券等，均因為合資的內外資意見不合與業務牌照取得不易，因此外資股東紛紛退出。由此可見，雖然中國大陸依 WTO 之承諾開放中外合資證券商，但在持股比例與牌照取得的限制下，外資在中國

大陸證券業之競爭力普遍不如中國大陸內資證券公司。

在保險業的部分，中國大陸在 2008 年後亦未對保險業有較大幅度的開放作為，原先使中小保險業者難以進入的「五三二條款」之門檻仍在，而壽險公司外資持股比例亦有上限管制，甚至經營業務範圍仍遠不如中國大陸內資的保險公司。

為了推動經濟體制改革，中國大陸於 2013 年推動自由貿易試驗區（以下簡稱自貿區）的建設，首先設立的是上海自貿區，而在 2015 年時加入廣東、天津與福建自貿區，並將上海自貿區的範圍擴大。而在自貿區規劃中，除了強調商品貿易的便捷化與減少行政審批外，比較重要的「改革開放」其實在於金融領域。

2013 年上海自貿區有關金融開放創新的部分，主要是加快金融制度創新，探索投、融資及匯兌便利，擴大人民幣的跨境使用等。雖然在上海自貿區開始試驗負面清單加准入前國民待遇，但由於金融業為特許產業，通常都需要當地政府的同意方能進入該地市場投資，故大多都會列名在負面清單中。在中國大陸官方的宣傳下，金融開放似乎是自貿區中開放的重點領域之一。如中國大陸銀監會所發布之《關於中國（上海）自由貿易試驗區銀行業監管有關問題的通知》中提出要支持外資銀行入區經營，上海與福建自貿區均有規劃允許外資與臺資證券商赴中國大陸投資，雖然持股比例仍有 49% 與 51% 的上限管制。

然而，經過了數年的試驗，自貿區之效果有限，雖然中國大陸聲稱要在自貿區試行資本項目自由兌換，企業家們紛紛設立自貿區專用的自由貿易帳戶。然而，2015 年爆發的「811 匯改」造成人民幣大幅貶值，資本外逃，外匯存底大幅減少到 3 兆美元左右，使得中國大陸重拾嚴格的資本管制，自由貿易帳戶名存實亡。2019 年 9 月路透社報導，隨著美中貿易戰升溫、中國大陸經濟成長降至 30 年新低，許多企業都已經離開上海自貿區²⁴。

²⁴ 企業紛紛出走人去樓空，路透曝上海自貿區慘況，中央通訊社，2019/9/5，
<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/201909030313.aspx>

肆、新一輪金融開放加速

面對國內自 2015 年下半年以來的人民幣貶值以及外匯儲備減少，中國大陸不得不加速金融開放。2018 年 4 月中中國大陸國家主席習近平在博鰲論壇年會上，宣告金融開放「宜快不宜慢、宜早不宜遲」的原則，開始了中國大陸最新一輪金融開放的加速。習近平在博鰲論壇演講的時間，正是美中貿易衝突剛處於相互放話的階段，習近平博鰲論壇的講話除了有向美國總統川普叫陣的意味外，也相當程度回應美國要求開放中國大陸的市場，尤其是金融領域的部分（吳明澤，2018）。

在習近平博鰲論壇的講話後隔天，中國人民銀行行長易綱即在「貨幣政策的正常化」分論壇中，公布 12 項金融開放措施。2018 年 5 月，中國銀保監會發布 12 條金融開放措施，以落實習近平的原則與易綱的開放承諾。2019 年年 7 月，中國人民銀行與中國銀保監會再加碼推出 11 條金融業對外開放舉措。2019 年 10 月份，中國大陸外匯管理局宣布取消 QFII 與 RQFII 的額度限制。2019 年 6 月中證監會主席易會滿在上海陸家嘴論壇上宣布進一步擴大資本市場對外開放的 9 項措施，並於 10 月宣布自 2020 年 4 月 1 日與 12 月 1 起，分別取消基金管理公司與證券公司外資持股限制，2020 年 3 月 14 日再宣布將證券公外資持股限制取消日提前 2020 年 4 月 1 日。2020 年 3 月 30 日中共中央與國務院聯合發布《關於構建更加完善的要素市場化配置體制機制的意見》等，可以發現中國大陸金融對外開放確實有加速的情況，請見附表 4（吳明澤，2020）。

上述開放措施幾乎涵蓋所有金融相關領域，茲將中國大陸近來宣布之金融開放政策與措施，以銀行、證券、保險與其他金融領域分述如下：

一、銀行與信託部分

（一）中國人民銀行行長易綱在 2018 年博鰲論壇中宣布，將取消銀行外資持股比率限制，而後 2019 年 5 月，中國銀保監會宣布同時

取消單家中資銀行和單家外資銀行對中資商業銀行的持股比例上限。

(二) 取消外國金融機到中國大陸設立外資法人銀行的 100 億美元總資產要求和外國銀行到中國大陸設立分行的 200 億美元總資產要求。

(三) 允許外國銀行可以在中國大陸同時設立子行與分行，並規定設立子行與分行之條件。

(四) 取消境外金融機構投資入股信託公司的 10 億美元總資產要求。

(五) 放寬中外合資銀行中方股東限制，取消中方唯一或主要股東必須是金融機構的要求。

(六) 取消外資銀行開辦人民幣業務審批，允許外資銀行開業時即可經營人民幣業務，並允許外資銀行經營「代理收付款項」業務。

(七) 外國銀行分行吸收中國大陸境內公民人民幣定期存款由每筆不少於 100 萬元修改為每筆不少於 50 萬元。

二、證券、期貨與資產管理部分

(一) 2018 年博鰲論壇中宣布，證券、基金、期貨外資持投比率上限放寬到 51%，3 年後不再設限（原至 2021 年），而後提早為 2020 年。

(二) 不再要求合資證券公司境內股東至少有 1 家證券公司，不再對合資證券公司的業務範圍單獨設限，內外資一致。

(三) 放寬外資銀行在中國大陸從事證券投資基金託管業務的准入限制，放開外資私募證券投資基金管理人管理的私募產品參與港股通交易的限制。全面推動 H 股「全流通」改革。

(四) 允許外資機構獲得銀行間債券市場 A 類主承銷牌照，進一步便利境外機構投資者投資銀行間債券市場。

(五) 允許境外資產管理機構與中資銀行或保險公司的子公司

合資設立由外方控股的理財公司。

(六) 允許境外金融機構投資設立、參股養老金管理公司，支持外資全資設立或參股貨幣經紀公司。

(七) 擴大交易所債券市場對外開放，持續加大期貨市場開放力度，擴大特定品種範圍

三、保險部分

(一) 允許境外金融機構入股中國大陸外資保險公司，允許外國保險集團公司投資設立保險類機構。

(二) 壽險公司外資持股比率上限放寬到 51%，3 年後不再設限（原至 2021 年），而後提早到 2020 年。

(三) 取消外國保險經紀公司在中國大陸經營保險經紀業務需滿足 30 年經營年限、總資產不少於 2 億美元的要求。

(四) 全面取消外資保險公司設立前需開設 2 年代表處的要求，放寬外資保險公司准入條件，取消 30 年經營年限要求。

(五) 允許外資經營保險代理業務和保險公估業務，外資保險公司經營範圍與中資機構一致。

(六) 允許境內外資保險集團公司參照中資保險集團公司資質要求，發起設立保險類機構。

四、其他金融領域部分

(一) 放寬中資和外資金融機構投資設立消費金融公司方面的准入政策。

(二) 推動修訂合格境外機構投資者（QFII）與人民幣合格境外機構投資者（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, RQFII）制度規則，取消 QFII 與 RQFII 額度限制。

(三) 允許外資機構在中國大陸開展信用評級業務時，可以對銀

行間債券市場和交易所債券市場的所有種類債券評級。

由上述開放政策可以發現，中國大陸自 2018 年以來的金融開放範圍相當大，尤其是在證券與保險這些 2008 年後開放程度較低的領域。以證券業而言，中國大陸早已開放外國證券業者可以投資中國大陸，但對於持股比例非常堅持，外資至多不能超過 49%（即無法控股），且必須與中資證券公司合資，使得外國證券公司對其投資有相當大的遲疑。因為合資證券商持股不能超過 49%，有時若與合資對象有經營方向上的衝突，將會產生經營上的困難。而且過去合資對象必須為中資證券公司，有利用外資券商的管理與經營經驗帶領中資券商成長的意味。如今開放外資持股可達 100%（即獨資），外資即可完全掌握公司之經營方向與策略。

另外，過去在保險業的投資部分，受制於「五三二條款」（即資產規模必須超過 50 億美元，經營保險業務超過 30 年，並在中國大陸成立代表處超過 2 年）。如今「五三二條款」中的「三、二」均已取消，對於保險業赴中國大陸投資而言，受到的限制相對減少許多。更重要的是，對於壽險業外資持股比例限制，在 2020 年 1 月 1 日正式取消，亦即外資持有中國壽險公司的股權比例，理論上可達 100%。

第三節 美中貿易戰第一階段協議，中國大陸有關金融開放之承諾與實現進度

如前所述，中國大陸近年來金融開放腳步加快，相當程度亦是受到美中貿易衝突之影響。就在美國川普總統揚言對中國大陸進行關稅戰的同時，中國大陸國家主席習近平在博鰲論壇上不斷強調對外開放，並暗批川普「美國優先」的保護主義心態。在博鰲論壇中，習近平提出擴大開放的四大舉措，其中第一項即是大幅放寬市場准入，在服務業部分尤其強調金融業，並提出「宜早不宜遲、宜快不宜慢」。此後這句標語便成為中國大陸金融開放的指導原則。

美中貿易戰打打停停，美國甚至將貿易戰由關稅戰提升至科技戰，

甚至是金融戰，一度將中國大陸列為「匯率操縱國」，中國大陸為了與美國進行談判，事實上也利用金融開放向美國釋出相當善意，此亦加速中國大陸的金融開放。

2019年10月10日至11日，美中進行第十三輪談判，會後雙方宣布取得實質性進展；12月13日，美中兩國就第一階段實質協議文本達成一致；2020年1月15日，美中雙方終於簽署第一階段實質協議，使兩國近兩年來的貿易紛爭暫時劃下休止符。本節即說明美中第一階段協議中，中國大陸對美國之金融開放承諾與至今的落實情況。

壹、第一階段協議，中國大陸金融業開放之承諾

在第一階段協議中，中國大陸除在貿易方面做出許多讓步外，在金融領域亦提出相當多承諾，主要集中在協議的第四章「金融服務」與第五章「宏觀經濟政策、匯率問題與透明度」中。

在第四章「金融服務」中，中國大陸之承諾包括銀行、信用評級、電子支付、金融資產管理（不良債務）、保險和證券、基金管理與期貨服務領域。各領域中國大陸承諾之重點簡介如下：

一、銀行服務

(一) 中國大陸承諾在美國金融機構的合格子公司提供或尋求提供證券投資基金託管服務時，其母公司的海外資產情況應被納入考量以滿足相關資產要求。本協議生效後5個月內，中國大陸應允許美國金融機構的分行提供證券投資基金託管服務，並應將其母公司的海外資產情況納入考量以滿足相關資產要求。中國大陸應及時審核和批准美國金融機構提出的證券投資基金託管牌照的合格申請。

(二) 美國金融機構申請成為各類非金融企業債務融資工具 A 類主承銷商時，應根據修改後的發放非金融企業債務融資工具主承銷商牌照的評估規則接受評估，並相應獲得牌照。該規則將美國金融機構的國際資質納入評估考量，使該實體能夠以此來滿

足在中國大陸申請牌照的相關要求。

二、信用評級服務

- (一) 中國大陸確認已允許一家美國獨資信用評級服務提供者對出售給國內外投資者的國內債券進行評級，包括為銀行間債券市場進行評級。中國大陸承諾繼續允許美國服務提供者(包括美國獨資信用評級服務提供者)對向國內外投資者出售的所有種類之國內債券進行評級。本協議生效後 3 個月內，中國大陸應審核和批准美國服務提供者已提交的尚未批准的任何信用評級服務牌照申請。
- (二) 每一方應允許對方的信用評級服務提供者在該提供者現有合資企業中獲得多數股權。

三、電子支付服務

- (一) 中國大陸在美國電子支付服務提供者，包括尋求以外商獨資實體身份開展經營的提供者，提交籌建銀行卡清算機構的任何相關申請後 5 個工作日內應予以受理，並可在這 5 個工作日內，一次性提出修改或補充資訊的要求。在此情況下，中國大陸在申請人對此要求作出回應後 5 個工作日內應受理申請。中國大陸在受理後 90 個工作日內應就該申請做出決定，包括對不利決定給予解釋。
- (二) 中國大陸在美國服務提供者報告其已完成籌備工作後不遲於 1 個月內，應受理此服務提供者的牌照申請，包括萬事達 (MasterCard)、Visa 或美國運通 (American Express) 的任何牌照申請，並應就該申請做出決定，包括對不利決定給予解釋。

四、金融資產管理 (不良債務) 服務

中國大陸應允許美國金融服務提供者從省轄範圍牌照開始申請資產管理公司牌照，使其可直接從中資銀行收購不良貸款。中國大陸

在授予新增的全國範圍牌照時，對中美金融服務提供者一視同仁，包括對上述牌照的授予。

五、保險服務

- (一) 中國大陸不遲於 2020 年 4 月 1 日，應取消壽險、養老保險和健康保險領域的外資股比限制，並且允許美國獨資保險公司進入上述領域。中國大陸確認不對在中國大陸境內設立的美資保險公司全資擁有保險資產管理公司設置限制。
- (二) 中國大陸不遲於 2020 年 4 月 1 日，應取消對所有保險領域(包括保險仲介)的經營範圍限制、歧視性監管流程和要求，以及過於繁重的許可和經營要求，並應及時審核和批准美國金融服務提供者提交的任何保險服務牌照申請。根據上述承諾，中國大陸確認已取消關於新設立外資保險公司 30 年保險業務經營資歷的要求。

六、證券、基金管理和期貨服務

- (一) 中國大陸不遲於 2020 年 4 月 1 日，應取消外資股比限制並允許美國獨資的服務提供者進入證券、基金管理和期貨服務領域。
- (二) 中國大陸確認，從 2019 年 7 月 5 日起大幅降低對證券服務提供者控股股東的高額資產淨值要求。
- (三) 中國大陸確認，當現有美資參股的證券公司變為美資控制、美資控股或美資全資擁有時，允許其保留原持有牌照。
- (四) 中國大陸應確保不存在對美國私募基金管理人投資 H 股(即在港交所上市的中國大陸企業的股票)的限制，合格的美資控股私募基金管理人應可基於個案處理方式獲批提供投資諮詢服務。

由上述內容可以發現，中國大陸承諾之金融開放相關事項範圍甚廣，而且許多的承諾都被壓上了日期，且在承諾上已被要求應允許或應批准等字樣，如在信用評及服務中已承諾在協議生效 3 個月內，應

審核和批准美國服務提供者已提交的尚未批准的任何信用評級服務牌照申請。中國大陸對美國金融開放的部分項目，由主動批准變為被動批准。美國智庫彼得森國際經濟研究所（PIIE）高級研究員查德布朗（Chad Brown）也直言，協議文本中出現很多的「中國應該（China shall）」的字樣，除了金融開放承諾外，中國大陸亦承諾要在 2 年內增購不少於 2,000 億美元的美國商品與服務，但卻沒有換得美國取消關稅，因而被許多網友諷刺簽署協議的中國大陸國務院副總理劉鶴為「劉鴻章」，因為他簽了「喪權辱國」的條款。²⁵

其次，美中雙方亦承諾避免競爭性貶值與操縱匯率或國際貨幣體系以阻礙國際收支的有效調整或獲得不公平競爭優勢，並定時公開披露國際儲備、直接投資、證券投資等金融相關資訊，並建立雙邊評估與爭端解決機制等。

貳、第一階段協議落實成果

本研究依第一階段協議分項檢視，中國大陸之承諾落實之成果為何（亦整理於附表 5）。

一、銀行服務

中國大陸承諾在協議生效後 5 個月內要允許美國金融機構的分行提供證券投資基金託管服務，並應將其母公司的海外資產情況納入考量以滿足相關資產要求。此部分在 2019 年 6 月 13 日中國大陸證監會公布的進一步擴大資本市場對外開放的 9 項政策措施中已經納入，且在 2020 年 7 月 10 日中國證監會與銀保監會發布《證券投資基金託管業務管理辦法》，允許外國銀行在中國大陸分行淨資產等財務指標按照境外總行計算，並將基金託管人 20 億元淨資產和結算參與人 400 億元淨資產要求的基礎上，將託管和結算分開，將基金託管人淨資產要求調整為 200 億元。2020 年 9 月花旗銀行宣布已經獲得中國證監會批

²⁵美中簽署初步貿易協議 劉鶴“喪權辱國”，美國之音，2020/1/16，
<https://www.voacantonese.com/a/us-china-trade-deal-phase-1-who-is-the-winner-01152020/5248175.html>

准，在中國大陸提供基金託管服務，是第一家獲批的美資銀行，也是第二家獲得基金託管服務的外資銀行（第一家為英資渣打銀行，於2018年取得）。

在A類主承銷商部分，2019年7月20日中國大陸國務院金融穩定發展委員會辦公室宣布允許外資機構獲得銀行間債券市場A類主承銷商牌照，目前已有德意志銀行、法國巴黎銀行獲得A類主承銷商，但至今仍未有美國金融業者獲得中國大陸銀行間債券市場A類主承銷商的牌照。

二、信用評級服務

在信用評級的部分，2020年1月28日時中國人民銀行發布已給予美國標準普爾（Standard & Poor）的北京全資子公司一標普信用評級（中國）有限公司進行備案，同時中國銀行間市場交易協會亦公告接受其進入銀行間市場開展債券評級業務之註冊，但並未公布標準普爾是A類牌照還是B類牌照²⁶。3月4日中國人民銀行再次宣布給予美國惠譽評級公司（Fitch Ratings）在中國大陸境內設立的獨資子公司一惠譽博華信用評級有限公司備案，同時中國銀行間市場交易協會亦公告接受其進入銀行間市場開展債券評級業務之註冊，可以進行銀行間債券市場B類信用評級業務，範圍為銀行間債券市場金融機構債券與結構化產品的信用評級業務。

三、電子支付服務

2019年9月美國PayPal利用旗下美銀寶信息技術（上海）有限公司收購中國大陸線上支付平臺「國付寶」70%的股權獲中國人民銀行核准，正式進入中國大陸的電子支付市場。另外，2020年6月中國人民銀行核發銀行卡清算業務許可證給予由美國運通（American Express）與中國大陸連連數字科技有限公司合資成立連通（杭州）技

²⁶ A類信用評級牌照可以在銀行間債券市場針對全部類別債券的信用評級，但B類牌照僅能針對部分債券進行評級。

術服務有限公司，9 月正式開始商業營運，成為中國大陸第一家中外合資銀行卡清算機構，也是除了中國銀聯外第二家銀行卡清算機構。此外，萬事達卡（MasterCard）與中國大陸網聯科技合資的萬事網聯信息技術（北京）有限公司，亦已獲得中國人民銀行核准銀行卡清算機構申請，預計在 1 年的籌備期後在中國大陸申請開業。

四、金融資產管理（不良債務）服務

在金融資產管理服務部分，中國大陸目前擁有 4 家全國性的資產管理公司，分別為信達、華融、東方與長城。2020 年 3 月中國銀保監會同意建投中信資產管理有限責任公司轉型為金融資產管理公司（Asset Management Corporation, AMC），並更名為中國銀河資產管理有限責任公司，成為第 5 家全國性 AMC。另外，由於地方政府不良資產日益增加，處理需求日增，故中國大陸亦開始出現省級的 AMC，截至 2020 年 3 月為止，中國大陸地方 AMC 共有 57 家。最後，中國大陸五大銀行亦成立債轉股子公司以專門處理該行之不良資產業務。

在外資 AMC 部分，成立於洛杉磯的橡樹資本管理有限公司（Oaktree Capital Management），利用其在香港的子公司在北京投資的全資子公司—Oaktree（北京）投資管理有限公司，於 2020 年 2 月在北京完成工商註冊，成為第一家申請地方 AMC 牌照的外資 AMC。

五、保險服務

2019 年 10 月中國大陸國務院宣布取消外資保險業經營需達 30 年以上、設立代表處 2 年以上的限制，即取消原先「五三二條款」中的「三、二」條款，也明確公告允許外資保險公司集團公司在中國大陸境內設立保險公司，境外金融機構也可以入股外資保險公司。同年 12 月中國大陸銀保監會公布自 2020 年 1 月 1 日起，取消經營人身保險業務的合資保險公司外資比例限制，合資壽險公司的外資比例可達 100%。同時，取消境內保險公司合計持有保險資產管理公司的股份不得低於 75% 的規定，允許境外投資者持有股份超過 25%。

2018年11月中國銀保監會已核准德國安聯保險集團籌設安聯(中國)保險控股有限公司，並在2019年11月正式開業，也是第一家中國大陸外資獨資保險控股公司。2020年6月中國大陸銀保監會同意美國友邦保險有限公司上海分公司改建為獨資人身保險公司，並更名為友邦人壽保險有限公司，成為中國大陸首家外資獨資壽險公司。

六、證券、基金管理和期貨服務

2019年7月中國大陸國務院金融穩定發展委員會辦公室對外發布《關於進一步擴大金融業對外開放的有關舉措》，將原定於2021年取消證券公司、基金管理公司和期貨公司外資股比限制的時點提前到2020年。自2020年4月1日起，取消基金管理公司外資股比限制、自2020年12月1日起，取消證券公司外資股比限制。而後在2020年3月將證券公司外資股比限制提前與基金管理公司相同，在2020年4月1日起取消。

2020年3月24日中國大陸證監會批覆同意摩根士丹利華鑫證券變更控股股東，摩根士丹利持股增為51%，成為其控股股東。同時也核准高盛高華證券之控股股東變更為高盛集團，持股亦為51%。8月中國大陸證監會亦核准設立大和證券(中國)有限責任公司，大和證券集團總公司持股51%。而在此之前，中國大陸包括瑞信方正、瑞銀證券、摩根大通證券、野村東方國際證券均已是外資控股之證券商。而我國統一證券與廈門金圓證券合資成立的金圓統一證券在2020年2月已由中國證監會核准設立，而9月得到中國大陸證監會《經營證券期貨業務許可證》，可經營證券、期貨與基金等10項業務，相當於全牌照業務。同時，根據中國大陸證監會網站上的訊息，義大利聯合聖保羅銀行與青島國資聯手，申請設立青島意才證券有限公司之文件已獲接收，外資持股比例亦達51%。截至目前(9月30日)為止，中國大陸仍有18家證券商正申請設立，中外合資占了7家，但尚未有外資獨資的證券公司成立。

另外，摩根大通在2020年6月獲中國證監會核准變更股權結構，

將摩根大通期貨之內資持股轉讓給外資，J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 持股由 49% 增加為 100%，成為中國大陸首家外資獨資的期貨公司。目前中國大陸有 3 家中外合資期貨公司，包括銀河期貨（中國大陸第一家中外合資期貨公司）、摩根大通與瑞銀期貨（為瑞銀證券全資子公司，而瑞銀證券為中國大陸首家外資控股證券公司）。9 月 3 日中國銀保監會批准日本上田八目短資株式會社在北京籌建上田八目貨幣經紀（中國）有限公司，該公司是中國大陸首家外資全資控股的貨幣經紀公司。

整體而言，美中第一階段協議中，中國大陸在金融開放方面的承諾，雖然不一定遵照時程規劃，但絕大部分均已兌現。

第四節 人民幣國際化與數位人民幣之進程與展望

壹、人民幣國際化

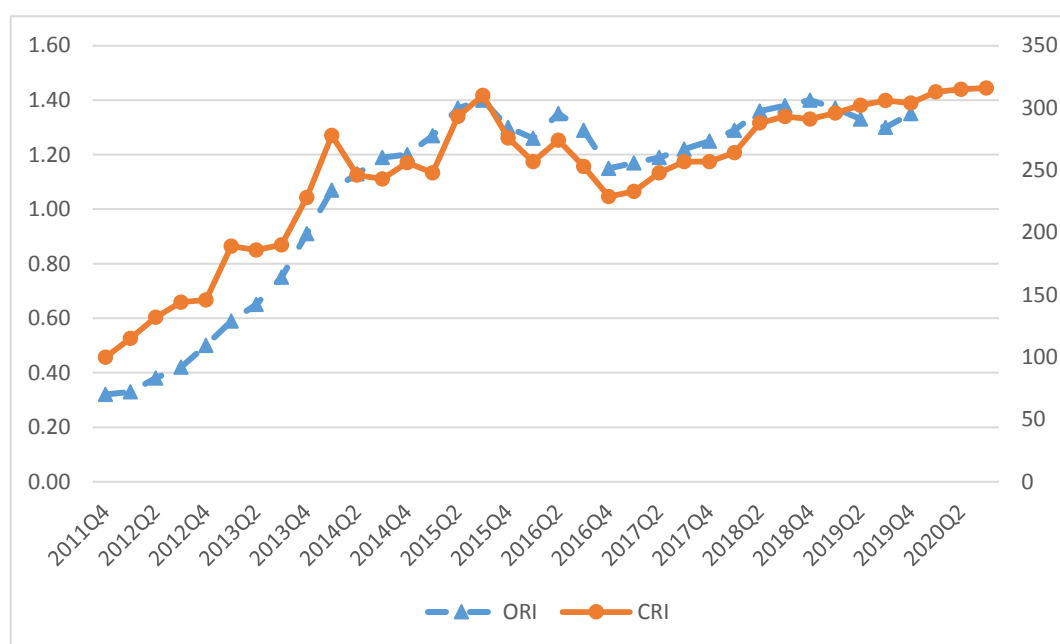
一、人民幣國際化進程

中國大陸金融改革開放中，一項重要的內容即是人民幣國際化。「人民幣國際化」是中國大陸推動非常久的議題，最早可以追溯到 2006 年，中國人民銀行即指出人民幣國際化可提高中國大陸的國際地位與競爭力，強化在國際經濟的影響力與話語權。2008 年金融海嘯後，美國、歐洲與日本相繼實施的量化寬鬆（Quantitative Easing；QE）政策使得美元、歐元與日元的價值大幅下降，中國大陸的外匯儲備遭受相當的損失與風險，因此更為積極的推動人民幣國際化。然而自 2015 年後人民幣國際化的進程有明顯變慢的趨勢。

由中國銀行的離岸人民幣指數（ORI）與跨境人民幣指數（CRI）來看，²⁷2015 年前上升速度較快，2015 年第 3 季 ORI 與 CRI 分別達

²⁷ 離岸人民幣指數（ORI）是中國銀行所編製，追蹤人民幣國際化之進程。其利用國際貨幣的價值儲藏（離岸人民幣存款在所有貨幣離岸存款中的比重）、融資（離岸人民幣貸款在所有貨幣離岸貸款中的比重）、投資（人民幣計價在國際債券和權益投資餘額在所有幣種占比）、儲備（全球外匯儲

1.40 與 310 的歷史高點，而後停滯或甚至有下滑趨勢(請見圖 3-4-1)。最主要的原因是 2015 年 8 月 11 日中國大陸進行匯率改革，中國人民銀行宣布調整人民幣對美元匯率中間價報價機制，做市商參考上日銀行間外匯市場收盤匯率，向中國外匯交易中心提供中間價報價。而當天人民幣中間價下調 1,000 個基點，一次貶值 2%，而終結人民幣一直以來升值的走勢，使人民幣開始持續貶值。而因預期人民幣貶值，因此大幅拋售人民幣結匯美元，匯出中國大陸，也加重了人民幣貶值的壓力，人民幣國際化的速度因此開始減緩。



資料來源：中國銀行

圖 3-4-1 ORI 與 CRI 指數變化

另外，由國際清算銀行 3 年一次的調查，人民幣占全球外匯交易金額的比重由 2004 年的 0.1%，快速上升至到 2016 年的 4.0%，但 2019 年則僅增加到 4.3%，全球利用美元結算的比重仍是最高，比重達 88.3% (請見表 3-4-1)。

原先中國大陸積極推動一帶一路倡議，並成立亞洲基礎設施投資

備中人民幣的占比)與交易貨幣(人民幣外匯交易量在所有幣種中占比)五大功能加權計算而得。而跨境人民幣指數(CRI)亦為中國銀行所編製，用以追蹤跨境流出、境外流轉和跨境回流的完整資金跨境循環過程中人民幣的使用水準。

銀行（簡稱亞投行），但一帶一路推行屢屢遭到挫敗。另外，中國大陸亦積極促使國際貨幣基金會（IMF）將人民幣納入特別提款權（SDR）的計價籃中，以藉此提高人民幣國際地位，加快人民幣國際化進程。根據環球銀行金融電信協會（SWIFT）最新數據顯示，2020年8月，在全球支付貨幣排名中，人民幣的全球支付占比達到1.91%，較7月份的1.86%有所上升，繼續保持全球第五大活躍貨幣的位置。資料還顯示，若以歐元區以外的國際支付作為統計口徑，人民幣位列第七，占比1.72%，7月該數據為1.22%，占比大幅上揚，顯示中國大陸現正開始積極推動人民幣國際化。

表 3-4-1 各國貨幣佔全球外匯交易金額之比重

單位：%

CURRENCY	2004		2007		2010		2013		2016		2019	
	Share	Rank	Share	Rank	Share	Rank	Share	Rank	Share	Rank	Share	Rank
USD	88.0	1	85.6	1	84.9	1	87.0	1	87.6	1	88.3	1
EUR	37.4	2	37.0	2	39.0	2	33.4	2	31.4	2	32.3	2
JPY	20.8	3	17.2	3	19.0	3	23.0	3	21.6	3	16.8	3
GBP	16.5	4	14.9	4	12.9	4	11.8	4	12.8	4	12.8	4
AUD	6.0	6	6.6	6	7.6	5	8.6	5	6.9	5	6.8	5
CAD	4.2	7	4.3	7	5.3	7	4.6	7	5.1	6	5.0	6
CHF	6.0	5	6.8	5	6.3	6	5.2	6	4.8	7	5.0	7
CNY	0.1	29	0.5	20	0.9	17	2.2	9	4.0	8	4.3	8
HKD	1.8	9	2.7	8	2.4	8	1.4	13	1.7	13	3.5	9
NZD	1.1	13	1.9	11	1.6	10	2.0	10	2.1	10	2.1	10
SEK	2.2	8	2.7	9	2.2	9	1.8	11	2.2	9	2.0	11
KRW	1.1	11	1.2	14	1.5	11	1.2	17	1.7	15	2.0	12
SGD	0.9	14	1.2	13	1.4	12	1.4	15	1.8	12	1.8	13
NOK	1.4	10	2.1	10	1.3	13	1.4	14	1.7	14	1.8	14
MXN	1.1	12	1.3	12	1.3	14	2.5	8	1.9	11	1.7	15
INR	0.3	20	0.7	19	0.9	15	1.0	20	1.1	18	1.7	16
RUB	0.6	17	0.7	18	0.9	16	1.6	12	1.1	17	1.1	17
ZAR	0.7	16	0.9	15	0.7	20	1.1	18	1.0	20	1.1	18
TRY	0.1	28	0.2	26	0.7	19	1.3	16	1.4	16	1.1	19
BRL	0.3	21	0.4	21	0.7	21	1.1	19	1.0	19	1.1	20
TWD	0.4	18	0.4	22	0.5	23	0.5	23	0.6	23	0.9	21
DKK	0.9	15	0.8	16	0.6	22	0.8	21	0.8	21	0.6	22
PLN	0.4	19	0.8	17	0.8	18	0.7	22	0.7	22	0.6	23
THB	0.2	22	0.2	25	0.2	26	0.3	27	0.4	24	0.5	24
IDR	0.1	27	0.1	29	0.2	30	0.2	30	0.2	31	0.4	25
HUF	0.2	23	0.3	23	0.4	24	0.4	24	0.3	27	0.4	26
CZK	0.2	24	0.2	24	0.2	27	0.4	26	0.3	28	0.4	27

ILS	0.1	26	0.2	27	0.2	31	0.2	29	0.3	29	0.3	28
CLP	0.1	25	0.1	30	0.2	29	0.3	28	0.2	30	0.3	29
PHP	0.0	32	0.1	31	0.2	28	0.1	31	0.1	33	0.3	30
AED	...	55	...	57	...	57	...	41	...	39	0.2	31
COP	0.0	34	0.1	34	0.1	32	0.1	33	0.2	32	0.2	32
SAR	0.0	33	0.1	33	0.1	33	0.1	34	0.3	26	0.2	33
MYR	0.1	30	0.1	28	0.3	25	0.4	25	0.4	25	0.1	34
RON	...	56	0.0	35	0.1	34	0.1	32	0.1	34	0.1	35
OTH	6.6		7.7		4.7		1.7		2.2		2.2	
TOTAL	200.0		200.0		200.0		200.0		200.0		200.0	

註：一筆外匯交易涉及兩種貨幣，故所有貨幣占外匯交易金額比重之合計為 200%
資料來源：國際清算銀行（BIS）

二、美中金融戰刺激人民幣國際化重新加速

就在美中貿易戰，開始轉向科技戰甚至是金融戰後，近來中國大陸愈來愈多官員重提人民幣國際化，以因應美國對中國大陸的金融制裁。首先是 2019 年 10 月 IMF 貨幣與金融委員會第 40 屆部長級會議在美國華盛頓召開，會中原要推動的各國份額改革，計畫將中國大陸在 IMF 的份額和投票權從第 3 名上升至第 2 名，但因美國的一票否決權而未獲通過。其次，今年美國一再對中國大陸進行金融的制裁，包括加強審查在美國上市的中國大陸企業、禁止退休基金投資中國大陸，並在通過《香港自治法》，賦予美國總統凍結列名官員與機構資產與禁止入境等。而若與列名官員和機構有顯著交易之銀行亦會受到制裁，形式可能包括限制與美國交易、使用美元結算、高層不能入境美國等。

許多專家因此擔心，美國未來可能會對中國大陸利用環球同業銀行金融電訊協會（SWIFT）發起金融制裁，切斷其清算、結算與支付管道，或是凍結中國大陸所持有的美國公債。如北京智庫中國社會科學院學部委員余永定即指出，中國可能被踢出 SWIFT 美元結算系統，若真是如此，對中國大陸金融將會「核彈級」的攻擊。

為了因應美國的金融制裁，人民幣國際化可能是不得不積極推動的選項。中國大陸證監會副主席方星海表示，中國大陸多數金融機構及企業國際業務主要依賴美元支付，這套體系是否安全值得擔憂，他表示中國大陸應做好應對準備，未來 10 年加速推進人民幣國際化。根據中國人民大學財政金融學院所公布的《人民幣國際化報告 2020》，

人民幣跨境貿易結算規模和占比，以及服務貿易、跨境人民幣業務、人民幣在全球外匯儲備中的占比等上升，但在對外直接投資與人民幣（ODI）境外直接投資、熊貓債發行量等卻在下降。事實上，在商品貿易領域人民幣國際化進程較為快速，但在資本市場的領域中，人民幣國際化速度卻相對慢許多，因此金融市場與金融領域的開放是未來中國大陸人民幣國際化重要的關鍵，尤其是解除資本管制。

2015 年 811 匯改造成人民幣大幅貶值，資本大量外逃，外匯存底大幅流失，由 2015 年第二季的 3.69 兆美元大幅減少至 2016 年底的 3.01 兆，減少 18.43%。中國大陸甚至不惜動用收緊資本管制的方式，阻止人民幣進一步貶值，而人民幣國際化程度亦是大約從那時開始停滯或下降。而後 2017 年因全世界景氣回升，中國大陸人民幣匯率亦開始回升，中國大陸資本管制略有放鬆，人民幣國際化程度才止跌返升，但速度已不若以往。

習近平上任後，持續推動一帶一路、中國製造 2025、人民幣國際化等諸多戰略，許多雖然名義上不說，但實際上則都是衝著美國而來，想要與美國平起平坐甚或超越美國成為世界霸主。而此亦是 2018 年美國對中國大陸發動貿易戰的內含原因之一。美中貿易戰後，中國大陸應付不暇，亦開始轉為低調，不再強調一帶一路或中國製造 2025。但隨著美國開始掐緊中國大陸金融的脖子後，中國大陸不得不重新積極推動人民幣國際化。渣打集團（Standard Chartered）大中華及北亞首席經濟學家丁爽表示：「人民幣國際化對北京而言，已經從渴望的目標轉變成必要的目標。」他指出在政治的不確定下中國大陸需要找到美元替代品，否則將面臨金融風險。²⁸

三、人民幣國際化未來可能發展與挑戰

目前為止，人民幣國際影響力仍然相當小，根據中國人民銀行

²⁸ 憂美元取得受限 中國重提人民幣國際化，蘋果新聞，2020/7/13，
<https://tw.appledaily.com/property/20200713/IHDKDQBD2E7PCBMH67VZ4UJ3PI/>。

《2020 年人民幣國際化報告》，人民幣目前為全球第五大支付貨幣，仍在美元、歐元、英鎊與日元之後，市場份額只有 1.76%，人民幣在國際貨幣基金組織成員國持有儲備資產的幣種構成中排名第五，市場份額為 1.95%。可以想見人民幣無論在支付或是儲存功能占世界比重仍相當低。

然而，若中國大陸持續積極推動人民幣國際化，甚至利用數位人民幣以繞過美元交換體系，以中國大陸在世界貿易之體量與地位，人民幣國際化程度將可能跳躍式的成長，對於美元主導的國際貨幣體系自然將會造成衝擊。而且中國大陸人民幣國際化後，將可以產生鑄幣稅之收益與好處，在世界上藉由人民幣的發行與回收影響世界經濟，甚至如美國的量化寬鬆般輸出通膨至其他國家。另外，人民幣國際化後，其他國家居民對人民幣與人民幣計價的金融資產需求增加，除了使得以人民幣計價之商品價值上升而改善貿易條件外，亦有利於中國大陸以有利的價格出售金融資產，並節省貨幣兌換成本。

最後，美國對中國大陸的金融制裁效果將會大幅的打折，因為中國大陸與世界各國進行貨幣清算時，即可以直接以人民幣為之，無需再換成美元，也無需經過 SWIFT 系統。甚至可以建立自己的跨境支付清算系統，並以此系統做為武器切斷其他國家貨幣與人民幣之跨境支付。其實過去 SWIFT 對伊朗、北韓與俄羅斯進行制裁時，英、法、德等國在 2019 年曾推出「貿易往來支持工具」INSTEX (Instrument for Supporting Trade Exchanges) 與伊朗交易，該機制結算不使用美元，而是通過「以物易物」模式，讓伊朗繼續進口石油等產品或服務。今年 3 月疫情下，INSTEX 完成首筆交易，將醫療物資從歐洲出口到伊朗，比利時、丹麥、芬蘭、荷蘭、挪威及瑞典 6 國亦將加入 INSTEX。

雖然中國大陸進一步推動人民幣跨境支付系統 (Cross-border Interbank Payment System, CIPS) 與中國現代化支付系統 (China National Automatic Payment System, CNAPS) 的發展，可以與國際間進行小規模零星的跨境交易，但絕大多數仍必須經過 SWIFT，因此目前若美國將中國大陸 (甚或只把香港) 排除在 SWIFT，均會對中國大

陸造成嚴重的核衝擊。但未來中國大陸建構自身的人民幣跨境支付系統，且人民幣國際化已達相當之程度時，美國如此的制裁對中國大陸之威嚇程度便會大幅下降。

當然，中國大陸現在推動人民幣國際化亦面對許多挑戰。首先，中國大陸雖然是世界第二大經濟體，但其經濟成長已開始出現疲態，其後續經濟成長是否仍能滿足人民幣國際化所需的資源與強度，值得觀察。另外，中國大陸金融領域仍未足夠開放，是否能提供足夠的誘因使世界各國願意持有人民幣與進行人民幣的交易與清算亦值得後續觀察。原先中國大陸希望使用一帶一路拓展人民幣的使用空間，但一帶一路持續的受挫，亦使其帶動人民幣國際化的能力受到質疑。

其次，中國大陸對於香港問題的處理引發國際爭議，在中國大陸內地亦尚無法取代香港金融中心地位時，港版國安法的強力推動亦造成世界各國對香港國際金融中心地位失去信心，也可能會有所制裁。雖然歐洲各國也希望減少對美元支付系統的依賴，而出現獨立於美國的新付款系統，強化歐洲的金融自主權，但歐洲國家亦不一定會加入中國大陸所設定的遊戲規則中。最後，身為世界貨幣龍頭地位的美國亦不願看到人民幣的地位威脅甚至取代美元，勢必會有相當的干擾行為，均是人民幣國際化能否成功的重要挑戰。

最後，如前所述，中國大陸雖然擁有規模龐大的外匯儲備，但有2/3是外債，可動用之外匯存底其實並不多。因此在2015年811匯改後，造成外匯大量流失，中國大陸再度實施嚴格的外匯管制，使得外匯市場的自由化大幅倒退，也阻礙了人民幣國際化的進程，亦是造成人民幣國際化程度停滯不前的主要原因。故資本流動自由化、解除資本管制是人民幣國際化的必要條件，此部分在短期內恐怕難以實現。

即使中國大陸跨境支付系統真的完備，人民幣國際化有相當的成效，預計應也不致於取代美元，而是可能出現一種以上的跨境支付體系，對於世界各國而言，存在多個系統亦不致產生毀滅性的影響，只是金融體系可能同時需具備多套系統作為因應。

貳、數位人民幣

一、數位人民幣至今之推動歷程

中國大陸在數位（法定）貨幣方面的政策重視程度與研發試驗進度，居於全球領先國家之列，最早自 2014 年初，中國人民銀行就已經組建專家團隊，展開數位人民幣之相關研究工作。2017 年 1 月，中國人民銀行成立數字貨幣研究所；2018 年 3 月，時任中國人民銀行行長的周小川，在全國人民代表大會上，首次提出「數位貨幣與電子支付」（Digital Currency and Electronic Payment, DC/EP）的概念，確立未來人民幣數位化發展的方向架構。2020 年 10 月，中共召開第十九屆五中全會，提出《十四五規劃和二〇三五年遠景目標的建議》，其在「建立現代財稅金融體制」方面，表示要「建設現代中央銀行制度，完善貨幣供應調控機制，穩妥推進數字貨幣研發」，顯示數位人民幣的推動已經進入未來規劃時程中，且為其「數字中國」戰略中在金融層面的重要環節。此外，新冠肺炎自 2020 年初引發全球蔓延，間接促成了進一步數位化與零接觸經濟概念的崛起，也因此加速了全球央行在數位法定貨幣方面的推動工作。²⁹

數位人民幣不只在政策層面上可以看到逐步完整的規劃，其在實際技術開發與落地試驗方面，也已經走到接近正式推出的階段。2020 年 4 月，中國人民銀行數字貨幣研究所表示，數位人民幣（DC/EP）的研發工作正在穩妥推進，第一階段先行在深圳、蘇州、雄安、成都及未來的冬奧場館進行內部封閉試點測試，以不斷優化和改善其功能。這方面的試驗，經媒體報導總結，在不同試點地區，分別著重不同側面，包括餐飲零售、境內國內國外企業、公務體系薪資與補貼、線上線下融合消費等。與此同時，也可以看到中國人民銀行所屬相關機構

²⁹ 近年來由於區塊鏈（或稱為分散式帳本技術）興起，帶動全球民間數位貨幣（通常一般稱為加密貨幣）之發展風潮，進而也帶動全球政府主導之法幣體系的因應。一般將國家官方貨幣的數位化概念稱為「央行數位貨幣」（Central Bank Digital Currency, CBDC），而中國大陸則是提出「數位貨幣與電子支付」（Digital Currency and Electronic Payment, DC/EP）此一名詞作為其實踐 CBDC 的形式名稱。本報告將主要以數位人民幣稱之。

至今已已經在北京、深圳、蘇州等地成立多家金融科技公司，推動人民幣數位化的動作十分積極，地點選擇也與其試點地區相符。據報導，後續人行也持續聯合中國工商銀行、中國農業銀行、中國銀行、中國建設銀行，以及中國移動、中國電信、中國聯通等電信商，共同參與數位人民幣的測試。2020年10月，中國國家主席習近平參加深圳經濟特區建立40週年慶祝大會，致詞表示支持深圳開展數位人民幣內部封閉試點測試，推動數位人民幣的研發應用和國際合作。就在此會舉辦前夕，深圳市羅湖區政府，將5萬個內含200元數位人民幣的「禮享羅湖數字人民幣紅包」透過民眾登記與抽籤發送出去，可在指定商戶進行消費。12月，第二次地區試驗選擇在江蘇蘇州市，蘇州市政府於「雙12」購物節期間，發放10萬個內含200元數位人民幣的消費紅包，總額共計2,000萬人民幣（約新臺幣8,800萬元），數量和金額是深圳的兩倍，並擴大測試離線錢包功能，試點銀行也比深圳多兩家，增至六大銀行。

中國人民銀行行長易綱今年11月初表示，數位人民幣的地區測試過程順暢，累計超過400萬筆交易，金額高達20億人民幣，數位人民幣之技術層面基礎建設已經大致就緒，但未來仍需要處理複雜的監管、法律以及貨幣與金融市場穩定性等問題。由此顯示，目前雖然尚未公布相關正式文件，但技術架構與實踐應該已經準備完成，接下來牽涉的體制面問題，需耗時多久才能正式上路，一時還難以預估。

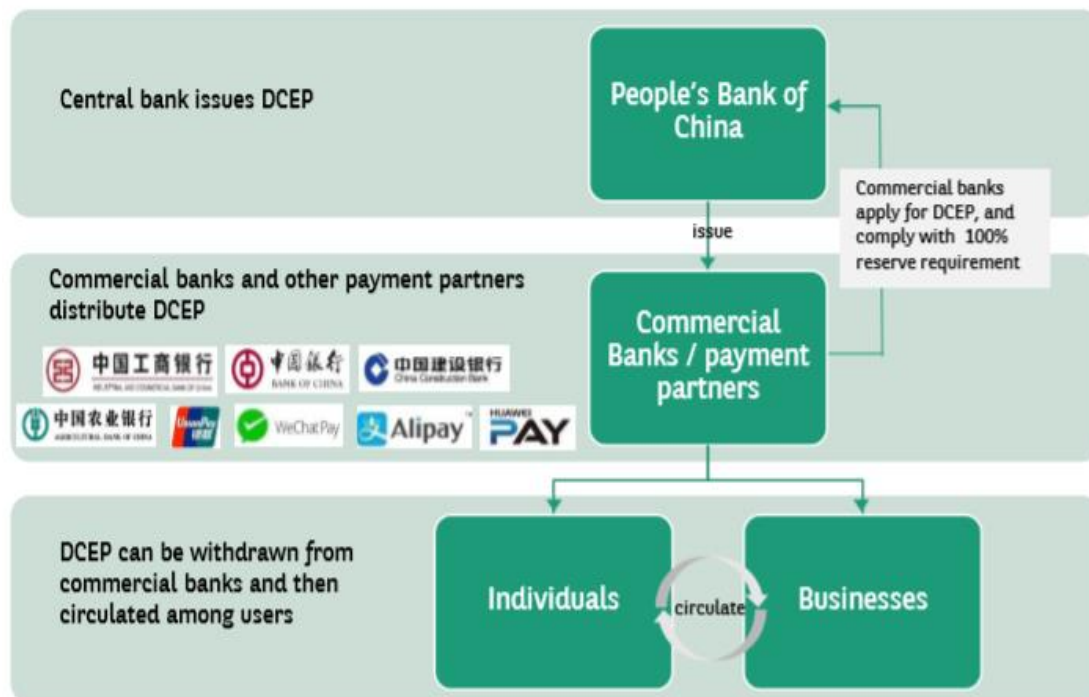
數位人民幣除了正式上路前的地區試驗之外，未來上路後很可能也會採用特區試驗的模式來做後續的調整修正。中國大陸國務院2020年9月發布《關於印發北京、湖南、安徽自由貿易試驗區總體方案及浙江自由貿易試驗區擴展區域方案的通知》，其中就提及北京自由貿易試驗區中規劃了北京數位經濟區，將支持中國人民銀行數字貨幣研究所，在此設立金融科技中心，建設法定數位貨幣試驗區，依託在中國人民銀行貿易金融區塊鏈平臺下，發展貿易金融區塊鏈標準體系，加強監管領域的數位創新等。由於數位法幣屬於中央權責，但在試點邏輯下，必須落地到地方才能試驗，因此，選擇北京就近試驗管控，符

合中共一貫的施政邏輯。未來在觀察相關中央層級政策發展時，也應一併關注北京試驗區的動態。

二、數位人民幣之可能運營模式與技術選擇

在數位人民幣的運營架構方面，根據目前中國人民銀行目前所提出的 DC/EP 方案營運投放架構，是採取與傳統紙鈔發行相類似的央行與商業銀行聯合運作的雙層結構，幾乎可以將數位人民幣視同紙鈔，屬於 M0 的組成部分。此一架構模式為，人行先把數位貨幣兌換給銀行或金融機構，再由這些機構兌換給民眾。相對於央行可以直接對公眾發行數位人民幣的單層運營體系（技術層面上沒有問題），目前的間接式架構具有改變較小、與既有架構類似而容易推動漸進式改革的優點。在雙層架構下，上層是中國人民銀行，由其對發行的數位人民幣做信用擔保，因此數位人民幣與傳統人民幣一樣具有無限法償的性質；下層由不同的商業銀行構成，負責面對一般公眾發行數位人民幣，同時需向央行繳納 100% 之全額準備金，以確保無貨幣超發問題（請見圖 3-4-2）。

此一架構除了可以穩定改革過程之外，尚且有諸多好處，例如；人行可以有效利用目前商業銀行體系之技術能力、人才、經驗與地方知識等，來協助其推動數位人民幣的普及化；金融體系當中也有中央與地方分工關係，此一架構與既有治理結構可以融合，降低中央集權風險；此外，直接發行可能導致所謂「金融脫媒」的情形，對商業銀行存款產生排擠效果，影響商業銀行的貸款投放能力。



資料來源：BNP Paribas, “The NEW Era of Currencies of China: Digital Currency Electronic Payment (DCEP)”, 引自 Duong, J. (2020)。

圖 3-4-2 數位人民幣 (DC/EP) 雙層運營架構示意圖

在技術選擇方面，人民銀行官員表示曾經考慮過採用區塊鏈架構，但是由於目前區塊鏈技術的處理效率無法應付零售端 M0 的高頻需求。因此後來的結論就是，採用純區塊鏈架構無法實現零售所要求的高性能，決定央行層面應保持技術中性，不預設技術路線。最開始由於這樣原因不採用區塊鏈技術方案，但是未來也不排除這樣的可能性，而是在保證中心化管理和貨幣主權的前提下，動態地採用綜合考量下表現最佳的方案。

就目前人民銀行所描述的操作情況是，民眾可在無網路的狀態，兩個手機靠近感應就能夠進行離線轉帳，有助於數位基礎建設不足造成網路涵蓋不穩定的偏遠地區人民使用。未來也將依據實名程度開放額度，認證度低的可進行小額交易，認證度高的可進行高額度交易，透過分級管理達到匿名及用戶隱私保障的功能。此即其所謂的「可控匿名」，在小範圍內可以匿名，但整體貨幣流通情況對於人行來說是更加可以掌控。

三、數位人民幣之推動目的與可能影響

綜合公開資訊與評論之資料蒐集、座談會專家意見以及研究團隊之判斷，我們認為中國大陸推動數位人民幣可能有以下幾點的目的考量與可能影響。

(一) 數位人民幣有助於矯正行動支付目前的一些問題，也能有助於降低民間數位貨幣如比特幣等對於國家貨幣主權的衝擊，讓國家提高對於金融支付與外匯管理領域秩序之掌控度。

未來數位人民幣在支付上可以脫離傳統銀行帳戶來進行，類似於現金使用，而目前行動支付則必須與銀行帳戶關聯，且也有個人交易隱私被支付巨頭掌握的疑慮。目前人民銀行對於數位人民幣之定位是作為現有貨幣的補充，並不會完全取代現金，兩者將長時間共存。其表示，行動支付比較像是「錢包」，而數位人民幣則是「錢包的內容」，兩者在概念上是完全不同的，不存在競爭關係。此外，在比特幣等加密貨幣的無國界特性衝擊下，儘管已有相關法規來規範，仍存在透過這些新興管道進行資本外逃的現象。推動數位人民幣後，配合更嚴格的法規管控，例如 2020 年 6 月發布《關於開展大額現金管理試點的通知》要加強管控 10 萬人民幣以上現金轉移等，都將能夠提高對於這部分監管治理的效率，同時也不至於過度傷害相關金融創新的發展。

(二) 數位人民幣有助於在官方可控之前提下，提高數位經濟與金融科技的整合性，帶動整體經濟與商業效率。

在中共中央對於十四五規劃建議文件中，高度重視「數字中國」的策略佈局，連結技術、金融、經濟與貨幣的宏觀圖象非常鮮明。中國人民銀行在 2019 年 8 月發布的《金融科技(FinTech)發展規劃(2019-2021 年)》文件中，由於時間較早，尚未直接言明要推動數位人民幣，但其 27 項主要任務當中，有多項關於發展金融科技的規劃重點任務，隱隱與後來明朗化的數位人民幣發展目的相呼應，顯示中國大陸的金融發展戰略具有通盤規劃，透過數位人民幣體系建立、金融科技深化運用、數位經濟持續發展，輔以強調以黨為核心強化監管、發展國內

大循環、加強民營經濟統戰工作等近來趨勢。中國大陸從最頂層開始，以科技為手段，建構一個貨幣、金融、經濟與社會運作整合的可控體系，是其當年施政路線的主要特點。附帶說明，中國大陸雖然尚未在數位人民幣上採用區塊鏈技術，但此一技術近年來是被定位為國家戰略性高端技術來推動的。上述之重點任務中，也包括強調要「加強分佈式數據庫研發應用」（即區塊鏈），由此可窺見其整體性佈局。

（三） 數位人民幣長遠來看有助於實踐普惠金融以及提高宏觀調控的成效。

如前所述，離線支付以及近似現金的特性，有助於中國大陸在其遼闊幅員中提供偏遠地區民眾更便利金融服務的目的，此舉亦有助於當前至關重要之脫貧政策，協助貧困民眾透過金融服務得到更多發展機會。此外，由於數位科技的特性，數位人民幣在技術上很可能可以低成本實踐指定用途、額度或地區之補貼或紓困，或是藉以施行負利率等，有助於提高央行宏觀調控的彈性與成效。

（四） 數位人民幣有助於人民幣國際化與降低美中對抗風險。

由於數位人民幣具有降低國界管控的「數位化」特性，但「人民幣」本身是受到中國大陸政府節制掌握的，結合兩者，自然數位人民幣就可以成為中國大陸向外擴大影響力或是降低國際（或美國）對其施加管制的的能力。因此，數位人民幣可以運用到其一帶一路國家戰略之沿線區域來提高人民幣的區域影響力，或是在美中對抗下，降低潛在之美國利用其主導之國際美元支付體系 SWIFT 來制裁中國大陸之風險，都是這方面可能的發展目的。兩岸之經貿關係亦是中國大陸對外經貿關係的一部分，因此數位人民幣未來的發展勢必也會對我國產生影響，甚至進一步從兩岸特殊的政治關係角度思考，數位人民幣甚至可能成為中國大陸擾亂我國金融秩序的可能工具手段，我國有必要提高風險意識與關注其發展，將於第五章第二節中進一步闡述。

第五節 中國大陸金融開放之影響

壹、金融開放可望使其加速健全國內市場制度，且提高金融競爭程度

從 2001 年中國大陸加入 WTO 到 2018 年美中貿易戰前夕，外資銀行在中國大陸的市占率還不到 2%，一方面固然與中國大陸開放態度有關，但另一方面中國大陸金融法規體系不如他國健全，卻也是不爭的事實。例如中國大陸迄今未有一套完整的退休存戶保障制度，金融消費者保護與爭端處理機制也付之闕如，遭遇金融紛爭只能直接訴諸法律或上街陳情。缺乏市場秩序恐難以讓外國投資者長期經營在地市場，但從另一個面向來思考，這或許也不啻為一轉機，迫使中國大陸金融主管機關在開放市場之餘，同時加速健全國內市場制度。

由於中國大陸金融領域長時間的保護，使得本土的金融機構獲得非常高的利潤，也培養了一批超大規模等金融企業。根據 2020 年《財富》雜誌所公布的全球 500 強企業，排名前 100 大的企業中就有 6 家是中國大陸的金融企業，包括了保險與銀行，如排名第 21 的中國平安保險、24 名的中國工商銀行、30 名的中國建設銀行、35 名的中國農業銀行、43 名的中國銀行與 45 名的中國人壽保險集團等。然而，其強大的競爭力是來自於政府的保護，而非本身實力所創造出來的。如前所述 2008 年至 2018 年的期間，中國大陸對外資金融機構的開放程度大幅萎縮，轉而對本土金融機構進行改革與整併，以提高其規模與競爭力。且外資金融機構在持股比重、業務範圍等遠不及其本土金融機構，相對的競爭條件日益惡化，造成外資金融機構的比重持續下降。

此時中國大陸才加速金融開放，相當程度也是因為中國大陸本土金融機構的規模已經大到某種程度，競爭力也已經大幅提升後，應對外資金融機構的競爭實力也已經大幅提升。然而，過去由於外資金融機構主要是以參股的方式進入中國大陸市場，並未有控股權，因此對於包括經營與管理決策等均沒有主導力量，也因此難以真正發揮外資金融機構的競爭優勢。如今中國大陸已經對所有金融機構外資持股開

放，可以全外資經營，加上外資進入中國大陸也有相當的時間，對於本土金融機構的經營與管理亦有所認識，相信外資會以其發揮其優勢拓展中國大陸市場，本土金融機構仍會面對相當的競爭壓力，中國大陸金融體系的競爭程度應會有所提升。

貳、金融開放或可能提高金融行業風險程度

中國大陸的金融風險一直以來是各界關心的重點，包括地方債務、影子銀行、房地產泡沫、銀行不良貸款率飆升、債務占 GDP 比重成長過速等，加上美中貿易戰自 2018 年開打後，美國對中國大陸的制裁不斷升級，由關稅戰、科技戰到金融戰，中國大陸的金融風險也持續升溫。2020 年新冠肺炎疫情亦造成中國大陸經濟大幅衰退，雖然在第二季中國大陸已經控制疫情並逐漸恢復經濟活動，但因世界疫情仍然嚴重，且各國對中國大陸疫情的處理和強行通過港版國安法不滿而對其制裁，亦可能會使其金融風險惡化。

近年來，中國大陸金融機構出現問題的情況愈來愈多。首先是雖然近年來間接金融比重有持續下降趨勢，但以人民幣貸款與外幣貸款合計占社會融資總量來衡量的中國大陸間接金融比重仍高達 61%。而且銀行業集中度過高，5 家大型商業銀行資產佔中國大陸銀行總資產比重達四成以上（以 2020 年第二季計算為 40.72%），而近 4000 家農村金融機構（包括農村商業銀行、農村信用社和村鎮銀行）與 134 家城市商業銀行則分別只有 12.89% 與 12.79%，規模差距非常懸殊。銀行的不良貸款率也屢創新高，2020 年第二季已上升到 1.94%，是 2009 年第一季以來的新高，而農村商業銀行之不良貸款率更是高達 4.22%。中國人民銀行亦指出 2019 年至少有 586 家中小型金融機構，相當於 13.5% 的中小型金融機構具有「高風險」。

2019 年金融機構爆發的問題不斷，從包商銀行、錦州銀行到恆豐銀行均因為經營不善而出現被接管或重組的情況，而 2020 年以來至少包括河北省衡水銀行、甘肅銀行、山西陽泉市商業銀行、河北省保定望都縣保定銀行、遼寧省葫蘆島銀行等遭擠兌的情況發生，顯示中

國大陸中小銀行的營運狀況堪憂。

除了銀行之外，保險與證券業亦不容樂觀。中國人民銀行公布的《中國金融金融穩定報告(2019)》中指出中國大陸保險業的投資收益下降、財險公司經營利潤下降，而人身險公司保費增速大幅下滑，流動性管理難度加大，且市場集中度上升，中小保險公司盈利能力較弱等。在證券公司部分，2015年中國大陸證券公司總利潤到達最高的利潤也大幅減少，股票質押 2,447.62 億人民幣後，即開始大幅衰退，2018年時只有 623.90 億元，2019 年略有回升到 1,137.12 億元。

因此，中國大陸加速金融開放，外資金融機構若大量投資中國大陸，使本土金融機構的競爭壓力提升，可能使本土金融業的經營更為困難，而加速中小金融業的虧損，使金融行業風險提升。

參、金融開放加速中國大陸金融改革

中國大陸的經濟改革模式之一即以開放倒逼改革。2002 年加入 WTO，中國大陸進入世界經貿體系。加入 WTO 除了使中國大陸擴大其市場範圍到全世界外，其制度與國際接軌對中國大陸而言更為重要。因為雖然 1978 年已改革開放，但直到加入 WTO 之前中國大陸仍然維持非常強烈的計畫經濟思維，包括法令、制度、行政程序上均與世界市場經濟國家有非常大的差距。而 WTO 實質上是以市場經濟運行的場域，其規則是市場經濟運行的規則，中國大陸加入 WTO 就必須要修改其規則以對接 WTO，因此中國大陸修改了 3,000 多條法律法規，而帶動許多實際性的改革措施，經濟、政治、文化、社會等領域有不小變化。

2013 年開始，中國大陸開始推動自由貿易試驗區的改革，與 1979 年改革開放時的經濟特區相同，利用一個特區進行先行先試，並進行制度的改革。在當時自貿區的改革中，最重要的規劃之一即為金融改革。例如上海自貿區在 2013 年成立時，在其總體方案中即規劃要在試驗區內對人民幣資本項目可兌換、金融市場利率市場化、人民幣跨境使用等方面創造條件進行先行先試、實現跨境融資自由化、推動金融

服務業對符合條件的民營資本和外資金融機構全面開放、支持在試驗區內設立外資銀行和中外合資銀行等。而之後 2015 年上海自貿區的擴區、福建、廣東與天津自貿區掛牌，金融改革都是其重心。

然而，數年過去後，自貿區的金融開放幅度不如預期，而其所造成的金融改革成績亦相當有限，資本帳至今亦未放開。人民幣匯率市場決定的程度雖有所提升，但 2015 年「811 匯改」後，資本外逃造成資本管制趨緊，亦使得人民幣國際化程度倒退。

2019 年 4 月習近平主持召開中央財經委員會第四次會議，提出「用高水平開放來倒逼深化改革」，配合其 2018 年在博鰲論壇要求金融加速開放的基調，顯示中國大陸確有利用金融的擴大開放倒逼其內部改革的意圖。

肆、金融開放吸引外人資金，並相當程度降低國際對中國大陸制裁的風險

中國大陸在美中貿易衝突愈演愈烈的當下，宣布對外開放，除了向全世界宣示中國大陸不會像美國般實施保護主義外，也有大力吸引國外投資，以降低對中國大陸實體經濟衝擊的用意。因為在美中貿易衝突下，高度的不確定性可能影響對中國大陸投資的意願，也可能使得原先在中國大陸投資的企業離開或是減少投資規模，甚至傳出部分國家出「搬家費」要該國企業離開中國大陸。因此，中國大陸利用加大開放市場力度，以期抵銷這股資金外移的壓力。

最後，金融開放引入國外資金與企業，相當程度也降低了包括美國在內其他國家對其進行經濟制裁或金融制裁的風險，因為中國大陸是順應世界潮流進行開放，世界各國沒有制裁的理由，且各國對中國大陸投資日益增加，對中國大陸的制裁勢必將造成該國在中國大陸投資的企業損失，進而提高國際制裁成本。

第四章 國際重大事件對中國大陸金融情勢發展之影響

第一節 美國總統大選結果對美中關係之可能影響

2020年11月3日，美國舉行第59屆總統選舉，民主黨候選人拜登與現任總統共和黨的川普選前競爭激烈，雖然選舉結果拜登已獲得過半數的選舉人票，並已宣布當選。然而，川普並不接受本次選舉的結果，認為本次選舉有嚴重的舞弊，並提起法律戰，希望有反轉的機會。由於下屆美國總統尚未確實出現，在2021年1月20日正式就職前均有變數，因此本文仍將分別對川普與拜登當選對美中關係之可能影響進行分析。

壹、川普的經貿戰略思維與對中國大陸之政策

一、在對美不公平貿易中，中國大陸是最大的貿易欺詐者

本次美中貿易戰的發生與後續延伸至科技戰、金融戰的發展，基本上是依循美國總統川普在競選前的主張。在2016年美國總統大選時，川普競選的經濟政策有四大主軸，減稅、減少聯邦政府管制措施、以及消除貿易赤字。前面三項主張係延續1980年代雷根總統時期的政策理念，至於貿易政策則轉而強調公平貿易而非自由貿易。

川普認為不當的貿易談判與政策執行的失靈是造成美國經濟低度成長的主因。川普認為當前國際貿易秩序中，實際上充滿貿易欺詐者，而中國大陸則是最大的貿易欺詐者。美國長期以來的國際貿易逆差問題，主要來自於當前國際貿易秩序下，美國處於一種不公平貿易格局，而此不公平貿易獲益最多的正是中國大陸。川普認為中國大陸政府迄今持續以補貼及政策協助，對外採取傾銷之手法搶占市場獲取利益，同時也傷害美國的產業。中國大陸於2001年進入世貿組織後，非法補貼產品大量湧入美國，導致美國鉅額貿易逆差。影響所及，不但讓美國廠商開始委外生產，造成國內投資比率降低，也導致1999年至2008

年期間，美國廠商至中國大陸直接投資大量增加。這些現象造成美國失業率上升，勞動參與率停滯，以及製造業勞工薪資所得下降。川普指出，中國大陸的不公平貿易手段包括：非法出口補貼、竊取智慧財產、匯率操控、脅迫式技術移轉、廣泛依賴血汗勞工以及大量傾銷。

因此，自川普贏得美國總統選舉後，對中國大陸的貿易制裁開始升溫。2017年1月川普就任後即要求商務部調查所有美國貿易逆差來源及其是否涉及對美不公平貿易的情況。2017年8月美國針對中國大陸強迫智慧財產權轉讓展開301調查，同時對進口鋼鐵及鋁材對美國國家安全的影響進行調查（232調查）等。2018年初開始陸續對大型洗衣機、鑄鐵污水管道配件、鋼鐵和鋁等課徵關稅。2018年3月美國正式宣布將對中國大陸600億美元（後來實際金額為500億美元）進口商品課徵關稅，而同時中國大陸亦宣布對美國進口商品中止減讓關稅，貿易戰一發不可收拾。

二、美國優先與保護貿易的戰略思維

川普的經濟政策目標在於美國優先，使美國再次強大（Making America Great Again），甚至在2016年選舉時將其印在競選時的海報、所戴的帽子上等。2020年10月3日即使感染新冠肺炎而在馬里蘭州沃爾特里德國家軍事醫療中心養病時，亦透過視訊再次表示，他將會回來，「繼續為令美國再次偉大而戰」。而中國大陸在習近平上任後，高唱中華民族偉大復興與中國夢，充滿強國思想，並提出「一帶一路」倡議、「中國製造2025」等，挑戰美國世界經貿領導地位的威脅下，中國大陸自然成為川普首要針對的對象。

川普持保護貿易的思維，認為美國貿易逆差問題，是因為不公平的貿易條件，包括不公平的匯率與出口國政府的支持與補貼。主張美元應貶值，以利美國商品的出口競爭力。因此對多數國家施以「匯率操縱國」的調查，提高關稅、限制使用美國技術的產品與設備銷往對手國與利用人權為理由凍結對手國相關人事與機構的金融往來，以此逼迫貿易對手國就範，尤其關稅更是川普特別鍾愛的貿易制裁工具。

此外，其保護主義還表現在強化對美國製造產品的採購上。美國於 1933 年即有《購買美國國貨法》(Buy American Act, BAA)，2017 年 4 月川普簽署行政命令，以「買美國貨，雇用美國人」(buy American, hire American) 為重點，要求各級行政機關在進行政府採購時盡可能使用美國製造的產品，並且對向外籍專業技術人員發放勞工簽證 (H-1B) 中存在的違規現象予以遏制。雖然此行政命令無法改變既有的法規，但行政部門要針對其行政作業進行重新檢視和檢討。2019 年 1 月 31 日美國總統川普又簽署了一項行政命令，旨在落實「買美國貨，雇用美國人」的倡議，並號召各機構將此類要求應用於新的政府採購中。在該行政命令中，鼓勵各部門和各部門負責人對聯邦財政援助的接受者適用「購買美國貨」的要求，而聯邦財政援助的內容包涵極廣，包括貸款、貸款擔保、贈款、合作協議。川普指出希望美國的公路、橋樑和鐵路以及其他所有東西都由美國的鐵、美國的鋼、美國的混凝土和美國人的雙手來建造。同年 7 月川普再次簽署行政命令，要將 BAA 規定由美國本地生產零組件比例由 50% 提高到 75%，其中鋼鐵部分甚至要提高到 95%。

三、對經濟之關注重於人權

在人權問題上，川普似乎不是那麼重視，2017 年川習會時未討論人權問題，曾被國際間批評。美中第一階段協議達成之際，川普針對香港抗爭事件表示香港抗爭活動正在逐漸緩和，香港問題將會「自行解決」(take care of itself)。而後在疫情爆發與港版國安法事件後，人權問題才成為川普利用金融手段制裁的施力點。

四、喜好單邊或雙邊談判取代多邊體系

雖然川普首要目標是中國大陸，但事實上對於其他國家，只要川普認為對美國不公平，關稅制裁手段便會指向該國，即使雙方是長久以來的夥伴。例如 2018 年 6 月在對中國大陸的加徵關稅尚未正式課徵時，川普政府即宣布對加拿大、墨西哥與歐盟進口的鋼鋁產品加徵

關稅。另外，2019 年 10 月川普政府亦對價值 75 億美元歐洲商品加徵關稅，其中對法國空中巴士（由德、法、英與西班牙共同創立）加徵 10% 的關稅，而該些國家一直以來均為美國的盟友。

川普認為近年來的全球化對美國工人與企業造成不利的影響，嚴重損及美國整體國家利益，並認為過去在 WTO 等多邊貿易談判下的結果，對美國不公平。因此要重新替美國談判並爭取有利的國際貿易協定，並且以單邊或雙邊談判取代原本的多邊體系，且除關稅外，亦利用科技與金融實力壓迫對手就範，以追求美國最大利益。

因此川普陸續退出許多多邊國際協定，例如跨太平洋合作夥伴（The Trans-Pacific Partnership, TPP）、聯合國巴黎氣候協定、否決 WTO 上訴機構的新任法官任命等。2020 年 7 月因認為世界衛生組織（WHO）已被中國大陸所把持而退出，顯示川普認為過去美國所參與的這些多邊組織無法增加美國的福祉，未來可能會要求對美國更有利的條件後才會重新參與，或是另創新的組織或協定取代。

例如川普即與加拿大、墨西哥二國重新進行談判，於 2018 年 11 月簽署美、加、墨協定（United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA）以取代自 1994 年即生效的北美自由貿易協定（NAFTA），於 2020 年 7 月生效。此外，川普與韓國、日本等國亦重新進行貿易談判並簽署雙邊自由貿易協定。因此，預計未來對川普當選，會繼續依此模式，利用與各國重新談判或以雙邊取代多邊談判的方式，與各國重新簽署相關協定。

五、確保美國在軍事與科技上的霸權地位

就科技與技術保護上，川普對於科技與技術領域維持其一貫保護主義的思維，要維持美國國家優勢，確保美國在軍事及科技技術上的霸權。為確保美國在未來行業中的領導地位，2019 年 2 月川普宣布「美國人工智慧倡議」，並對重要基礎設施投資立法，強化研究機構與民間企業研發合作，包括：太空、人工智能（AI）、量子資訊科學、5G 通信以及其他關鍵領域，將影響經濟和國家安全的關鍵新興技術。川普

政府要求美國在 5G 技術上必須站穩領導地位，要求美國聯邦通信委員會（FCC）為 5G 釋放中頻頻譜（mid-band spectrum），並重新分配軍方用於商業 5G 服務的大量中頻頻譜。川普也專注於鞏固美國超越中國大陸的技術領導地位，並努力提振 Ericsson 和 Nokia 等非中國大陸基礎建設設備商。另外，川普政府邀請臺積電帶頭赴美設先進晶圓廠，重振半導體競爭力又可拖慢中國全力發展半導體的速度。

另外，在美國《出口管制改革法案》（Export Control Reform Act, ECRA）中強化對關鍵技術的出口管制，且對於中國大陸華為、中芯與中興通訊的制裁，均顯示美國積極防堵美國高科技技術輸出中國大陸。

六、主張與中國大陸脫鉤

近來川普持續提出美中經濟「脫鉤」（decoupling）的想法，認為美國不需要再依賴中國大陸。且為了促使全球供應鏈「去中國化」，傳出川普正在推動設立多邊性質的「信任夥伴」（trusted partners）聯盟，似乎與川普喜好的雙邊談判有所不同。然而預期即使是以多邊談判性質的夥伴關係，川普仍會以美國優先的角度進行談判，因為短期要將全部供應鏈移回美國事實上並不現實，且會使得生產成本過高而失去貿易競爭力。但如果可以將中國大陸的供應鏈先移往與美國較為友善的國家，除了降低美國對中國大陸的依賴，打擊主要敵人—中國大陸之外，供應鏈移往對美國相對友善的國家，亦較有能力談判出對美國較為有利之條件。

川普長期目標明確，但短期可以為了獲取更多美國利益而「髮夾彎」，手段富有彈性，能屈能伸，也因此讓外界難以捉摸。但也因此單邊施壓、雙邊協商或多邊談判均是未來川普之可能手段，觀乎如何可以獲得川普所希望得到的結果。

貳、拜登的經貿戰略思維與對中國大陸之政策

一、同樣強調公平貿易，但認為中國大陸是競爭對手，選戰後期對中國大陸態度轉趨強硬

拜登與川普相同，也認為國際貿易規則不公平。拜登相信公平貿易，要確保國際經貿規則不會針對美國，因為在公平競爭的國際貿易環境中，拜登認為美國企業會獲勝。拜登宣稱要開發在美國以外的 95% 人口之市場，他相信美國能生產很好的商品與服務並將它們銷售到國際市場，此意味要消除對美國的懲罰性貿易壁壘，並抵制全球走向保護貿易的危機。美國要領導世界簽署可以保障勞工、環境、透明度與中產階級勞工收入的貿易協議，而非由中國大陸領導。

另外，對於中國大陸的態度有逐漸轉硬的趨勢。相對於川普而言，拜登對中國大陸的態度相對和緩，且過去一直被認為是「親中」的人物。在擔任前美國總統歐巴馬的副總統任內，多次強調美中兩大強權基於共同利益必須建立穩定、永續的合作關係。2011 年首次以副總統身份訪問中國大陸時，甚至主動透露自己的外甥女與孫女都在學中文，是為加強美中關係做出貢獻³⁰。

然而，當新冠肺炎疫情造成美國成為世界重災區，加上中國大陸強行通過港版國安法後，美國民眾對中國大陸反感程度加劇。美國民調機構皮尤研究中心（Pew Research Center）2020 年 7 月 30 日的民調指出美國人對中國大陸的厭惡感已經上升至 73%，創歷史新高，而此厭惡感不分民主黨或共和黨。因此，拜登對中國大陸的態度轉趨強硬，除了在辯論時明確表示不會允許中國大陸企業興建美國關鍵基礎設施外，並批評中國大陸領導人是「惡棍」（thug）。在港版國安法通過後，拜登甚至發布聲明指將禁止美國企業參與中國大陸在當地監控及侵害人權的行為，若北京對在香港美國人適用港版國安法，當選總統後會

³⁰拜登孫女、外甥女也學中文，旺報，2011/8/18，
<https://www.chinatimes.com/newspapers/20110818000894-260301?chdtv>

對中國大陸實施新一輪經濟制裁。

另外一方面，在選戰開打以來，拜登的民調支持度持續領先川普，然而在美國一片對中國大陸不滿的情緒下，拜登過去「友中」的立場成為被攻擊的重點。川普在8月7日晚間在紐澤西的鄉村俱樂部舉行記者會時即說「若拜登當總統，中國大陸將擁有我們這個國家」³¹，拜登的民調支持度亦逐漸與川普的距離拉近，因此拜登不得不展現對中國大陸的強硬態度，期望扭轉選民對其傾中態度的印象。更有甚者，美國民主黨在8月全國代表大會上通過黨綱修正，刪除了「一中字眼」，僅保留「恪守臺灣關係法」，意味在美國一片反中的聲浪下，民主黨對中國大陸的態度漸趨強硬。

因此，在新冠肺炎疫情與對中國大陸反感的民意，加上經濟上中國大陸愈來愈強大而威脅美國地位的情況下，無論是川普連任或是拜登當選，短期間對中國大陸制裁的態度恐怕難以有反轉的情況。

二、以多邊協議取代單獨對中國大陸施壓

即使如此，川普與拜登對中國大陸的制裁政策可能將有些許不同。首先，若川普當選，則可能將維持現有的制裁措施，並進一步對中國大陸施加壓力，重新組建一套新的國際經貿合作規則，而此規則可能將中國大陸完全排除在外，甚至可能相當程度的與中國大陸脫鉤。若拜登勝選，在短期間美國對中國的態度亦不太可能馬上反轉。

在美國對中國大陸不滿的氛圍下，拜登對中國大陸仍然將維持強硬的態度。但依照現有的資訊判斷，拜登的作法可能與川普不同。拜登於2020年7月9日公布其經濟計畫，其中對於中國大陸的貿易戰略有所著墨。拜登認為中國大陸採取了不公平的貿易行為，其中包括操縱匯率、反競爭性傾銷、國有企業濫權、不公平的補貼、產能過剩、盜取知識產權、政府支持的網絡間諜活動等，因而對美國經濟造成嚴

³¹ 川普：拜登若勝選「中國將擁有我們這個國家」，2020/8/8，聯合新聞網，<https://udn.com/news/story/6813/4765385>

重傷害。此番論調與川普不謀而合，顯示兩人對中國大陸的不公平貿易行為看法一致。但不同的是，拜登要將關鍵供應鏈帶回美國的策略，是要加強國際合作，與盟國合作，減少它們對中國大陸等競爭對手的依賴，同時更新國際貿易規則，確保美國及其盟國的供應鏈。他批評川普上任後退出《跨太平洋夥伴關係協定》(TPP)等，是傷害美國盟友之間的關係，不利於對中國大陸國際壓力的形成。拜登還認為川普總統動用關稅發動美中貿易戰是「單邊主義行為」，讓美國承擔了過大的損失。拜登首席外交顧問、前美國副國務卿布林肯(Antony Blinken)也認為川普政府的「關稅戰」對美國農民、製造業及消費者造成巨大傷害，換來的第一階段貿易協議也未解決任何問題。因此，預計若拜登當選，並不會同時對許多國家點燃戰火，而是可能依從現有的國際經貿組織規範，協同其他國家共同向中國大陸施壓。至於對中國大陸的關稅部分，媒體雖一度解讀拜登在當選後將取消對中國大陸的關稅，但隨後即被其幕僚否認，指稱拜登只是會重新評估，而非取消。

另外，與川普不同的是拜登並沒有提出與中國大陸脫鉤的想法，布林肯也認為美中不應脫鉤，因為此想法不切實際，最後也只會帶來反效果。

三、對於智財權與人權等問題上，較川普為強硬

拜登對智慧財產權與人權等問題上，會表現得比川普更為強硬。拜登在乎美國產業受到的威脅勝過於帳面上的貿易赤字，他批評中國大陸正在擴大全球影響力，推廣自己的政治模式以及對未來技術進行投資來發揮長久的作用。如果中國大陸有辦法，它將繼續搶奪美國和美國公司的技術和知識產權。它還將繼續使用補貼給國有企業帶來不公平的優勢，並在支配未來的技術和產業方面有所作為。因此，美國確實需要對中國大陸採取強硬態度。雖然拜登尚未提出具體的措施，但可以預料即使拜登當選，過去川普對中國大陸的制裁應不會全然取消，但有可能會有所調整，且未來的美中談判會更涉及如智財權保障、禁止強迫技術移轉、取消政府補貼與消除不公平待遇等。

在人權問題上，拜登會較川普更為強勢。在 2020 年 7 月拜登向路透社聲明表示「北京秘密且迅速實施國安法，讓香港得以跟中國大陸其他地方不同的自由與自治受到致命一擊」。若當選美國總統，他會阻止美國企業支持中共的大規模監控行動，而假使中國大陸「試圖壓制美國公民、企業與機構，不讓他們行使美國憲法第一條修正案中允許的權利」，他會「立刻實施經濟制裁」。

茲將川普與拜登之經貿思維與策略比較如下表：

表 4-1-1 川普與拜登的經貿戰略思維與貿易政策異同對照表

項目	川普	拜登
相同點	<ul style="list-style-type: none"> • 美國優先。 • 追求公平貿易。 • 視中國大陸為不公平貿易競爭國家。 	
相異點	<ul style="list-style-type: none"> • 採保守保護貿易主張。 	<ul style="list-style-type: none"> • 比較利益、自由貿易。
	<ul style="list-style-type: none"> • 緊盯匯率變動，利用美元貶值提高美國出口競爭力。 	<ul style="list-style-type: none"> • 對於匯率之決定尊重市場機制，不緊盯對手國匯率。
	<ul style="list-style-type: none"> • 關稅是最基本也重要的手段，但手段富有彈性，能屈能伸，長期目標不變，但短期可以調整。 	<ul style="list-style-type: none"> • 不希望使用關稅為武器，認為將損害美國企業。
	<ul style="list-style-type: none"> • 主張與中國大陸脫鉤，自給自足。 	<ul style="list-style-type: none"> • 主張不應與中國大陸脫鉤，美中有競爭也有合作空間。
	<ul style="list-style-type: none"> • 單邊或雙邊主義，與各國各自簽署自由貿易協議或利用美國科技與金融實力，逼迫對手讓步。 	<ul style="list-style-type: none"> • 多邊主義，希望改善現有的多邊機制解決爭議，除非美國企業已具備競爭實力，不然不會達成任何新貿易協定。
	<ul style="list-style-type: none"> • 美國優先，各國只要與美國有過大的貿易逆差，無差別會利用關稅攻擊。 	<ul style="list-style-type: none"> • 強調盟友的重要性，增加朋友，減少對手，希望結合民主國家共同對抗集權主義國家。

資料來源：本研究自行整理

參、拜登上任對美中關係之預判

由以上的分析可以發現，川普未來若得以連任，美中關係恐將持續惡化，尤其在因為新冠肺炎疫情下，川普因無法良好控制疫情而造成 1,828 萬人染疫、32 萬多人死亡（截至 2020 年 12 月 23 日），川普本人也確診，也使川普在本次選戰打得異常辛苦。因此，若最後川普贏得本次選戰，對中國大陸的態度勢必更為強勢，且將要求中國大陸為疫情造成的損失負責。因此，川普可能對中國大陸提高緊張關係、對更多企業進行制裁與針對部分中國大陸金融機構進行制裁，加速產業去中國化，嚴格檢視第一階段協議之成效，甚至可能撕毀第一階段協議，重新要求談判。中國大陸在短期面臨的壓力將會快速上升。

然而，以目前情勢之發展，拜登成為下任美國總統幾乎成為定局。因此，美中關係在短期可能會稍為和緩。拜登勝選後首先要處理的應是川普任內所留下的內政問題，包括疫情的管控、種族的對立與修補和西方盟國的關係，對中國大陸處理將不是拜登的首要之務。如前所述，美國有上千萬人染疫、30 多萬人死於新冠肺炎，拜登勢必將先加強防疫，以避免美國疫情再次大流行。

即使拜登成為下一屆美國總統，美中關係都已回不去歐巴馬時期，理由如下：

1. 雖然拜登對中國大陸相對較為友善，但在新冠肺炎與港版國安法事件後，美國國內對於中國大陸的反感持續升高，拜登在選戰後期對中國大陸的態度也愈來愈強硬。因此無論誰當選，美國對中國大陸的政策不會有太大的變化。
2. 美國過去對中國大陸的策略是先扶持，使中國大陸先富起來，由經濟帶動政治改革，並進行政治上的開放。然而，自習近平上任後，美國發現中國大陸在政治上愈來愈集權，經濟的發展難以帶動中國大陸政治改革。此外，習近平上升後推動的一連串戰略如「中國製造 2025」、「一帶一路」等，均突顯中國大陸想要成為世界經濟霸權的意圖。身為現在世界經濟霸權的美國，自然要防止中國大陸超越

自己，因此會利用一切方法壓制。目前為止，美中之間仍不太可能會落入「修昔底德陷阱」(Thucydides's Trap)，即兩強開戰。但為了美國自身利益，無論是川普還是拜登，均不會放任中國大陸崛起而超越美國。

3. 在新疆再教育營、內蒙古強行要求普通話教學與港版國安法後，中國大陸人權問題再次被提出來討論，而拜登一直以來對於人權議題相當的重視，因此即使拜登當選，亦會利用人權問題對中國大陸施壓。
4. 最後是知識產權的問題，雖然拜登對產業與科技政策較少著墨，但他對於智財權非常關注，對於資訊安全也非常重視，因此在這些議題上，預料拜登亦不會與中國大陸妥協。

儘管如此，拜登與川普對中國大陸所採取的政策還是會有些許不同。如前所述，川普偏好單邊或雙邊談判，會利用美國自身的力量逼迫對手國讓步。在其任內除了對中國大陸外，亦對許多原本為美國之盟友的國家進行制裁，如對墨西哥、印度、加拿大與歐盟等國加徵關稅。然而，川普可以為了達成某一個長期的目標，放棄或降低短期的目標進行妥協。然而拜登偏好在既有的多邊體系架構下處理，他曾提到當選後會重新加入 WHO、巴黎氣候協議，甚至是 CPTPP 等多邊組織。因此，預期拜登上任將會重新回到該些多邊組織，並盡力修補與盟國的關係，並與盟國合力對中國大陸施壓。

拜登上任可能使得中國大陸更難以在世界上占有霸主的地位。因為川普的單邊主義，除了得罪不少盟國外，也使美國逐漸失去世界領導國的地位，因為在許多重要的國際組織上美國均不再積極主導，如此可能反而給中國大陸機會，可以合縱連橫各國取代美國的主導地位。反之，若是拜登上任，若可以順利重回國際經織組織並修復與盟國關係，其主導地位有所強化，亦可阻卻中國大陸想稱霸世界的野心。

拜登上任對於中國大陸已經課徵的關稅與相關企業的懲罰，短期內可能都不會有所改變，且限制美國對陸企投資或禁止陸企在美上市

之措施亦不會馬上取消，因為這些措施將會成為拜登與中國大陸談判之籌碼。但長期而言對於中國大陸的關稅與企業制裁長期可能會減少或是取消，但前提是中國大陸必須做出其他的一些讓步。即拜登可能將關稅與相關既有的制裁當成與中國大陸談判人權與侵害智財權的籌碼。拜登對於人權與智財權之問題非常重視，新疆維吾爾族與西藏人權、香港民主問題、內蒙強行華語教學等，均可能成為拜登要求中國大陸改善的問題，而若中國大陸未能改善可能面臨美國協同其盟國對中國大陸進行聯合制裁，中國大陸的壓力並不一定較小。

在匯率問題上，拜登較主張由市場決定，故不會針對匯率進行監控，要求人民幣升值，但可能仍要求人民幣匯率的決定要更為公開透明與市場化。

第二節 新冠肺炎疫情對中國大陸經濟金融之可能影響

壹、新冠肺炎疫情加速國進民退，亦將提高債務風險

新冠肺炎席捲全球，中國大陸雖然在第二季開始已逐漸復工，但許多中小企業已經難以支撐而倒閉。據香港《南華早報》之報導，其利用中國大陸網站「天眼查」的公司資料庫收集之資訊，2020年第一季有中國大陸有46萬家企業倒閉，其中包括2.6萬家從事出口的企業，而新註冊企業數量也大幅下跌，第一季有320萬家新註冊公司成立，較去年同期減少29%，倒閉的企業大部分均為民營企業³²。

雖然2020年以來，國企違約情況亦開始逐漸增加，至少10家國企已爆發違約的情況，然而相對而言，民營企業違約倒閉的數量仍高於國企。

另外，新冠肺炎爆發後，中國大陸經濟急速下滑，為了拯救經濟，中國大陸推出大規模的財政與貨幣政策，其中包括總規模近50兆人

³² 疫情肆虐 中國首季46萬家公司倒閉，聯合新聞網，2020/4/6，<https://udn.com/news/story/7333/4471613>。

民幣的「新型基礎設施建設」(簡稱「新基建」)，2020年計畫總投資規模即達7.6兆人民幣，近兩倍於2008年的「四萬億」擴大內需投入金額。然而，根據2008年四萬億的經驗，可以取得政府支持的企業大多是大型企業，且多為國有企業，民營企業與中小型企業很難分到一杯羹。另外，習近平主政後大力推動「混合所有制」，國企的手大量伸進民營企業，並推動國企合併，使得大者恆大，中小企業經營愈來愈困難。最後是如中國大陸積極推動數位人民幣，尤其是在疫情過後更為快速，而數位人民幣相當程度恐將排擠現有的電子支付體系，均是「國進民退」的前兆。

最後，由於疫情造成許多企業經營出現問題，而造成銀行不良貸款，而新基建又需龐大的經費，大部分也需借貸而得，將會使得中國大陸債務規模再次擴大。根據中國社科院國家資產負債研究中心之調查，2020年初爆發新冠肺炎疫情後，中國大陸實體經濟部門槓桿率由2019年底的245.4%大幅上升到2020年第三季的270.1%，上升了24.7個百分點，其成長速度僅次於2008年金融海嘯後，由2008年底的141.2%上升到隔年第二季的166.6% (上升25.4個百分點)。而槓桿率成長速度最快的是非金融企業部分，由151.3%上升到164.0%，上升12.7個百分點，而政府部分上升6.4個百分點，由38.3%上升至44.7% (其中地方政府上升4.1個百分點，中央政府增加2.3個百分點)，居民部門槓桿率則是由55.8%上升至61.4%，上升5.6個百分點 (請見圖4-2-1)。

由此可見，在新冠肺炎疫情下，中國大陸企業大幅舉債但經營狀況不佳，政府為刺激經濟亦大幅舉債，尤其是地方政府，使得原本已經略有下降的債務成長速度再次加快，因而提升了中國大陸的債務風險。

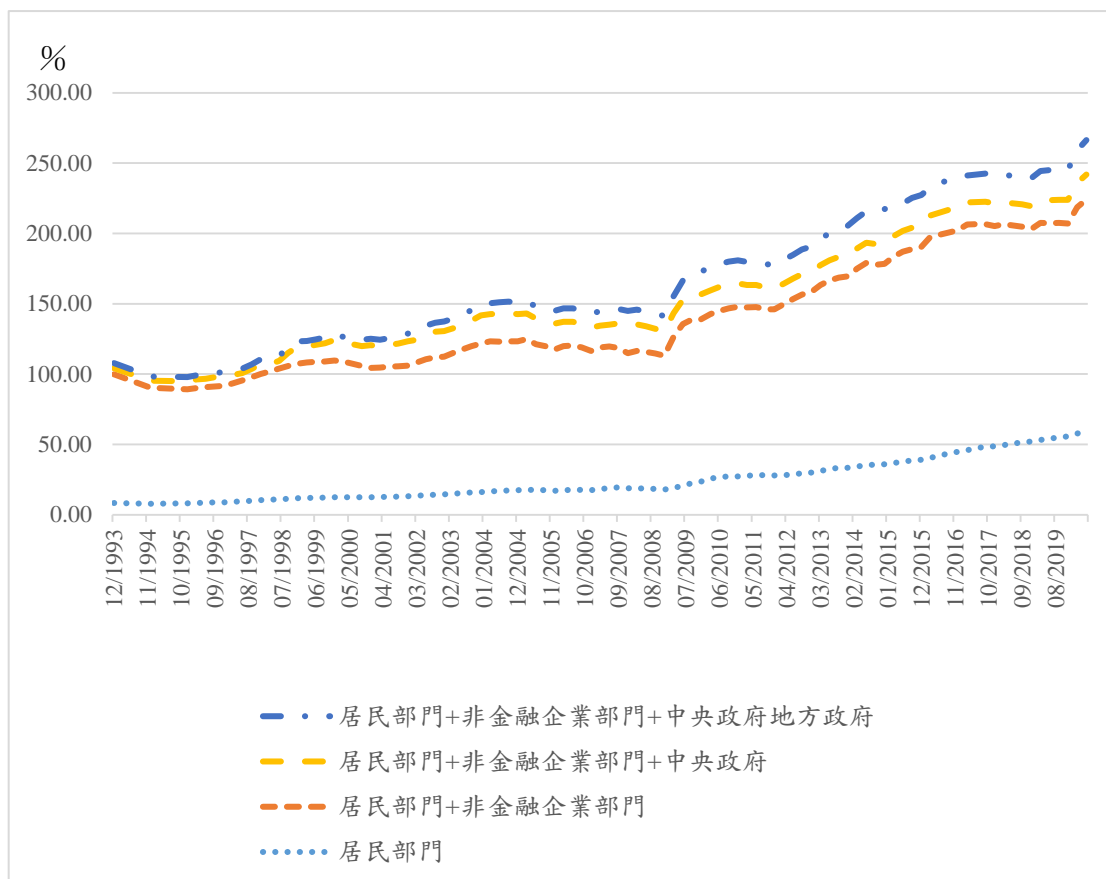


圖 4-2-1 中國大陸槓桿率累積變化

貳、新冠肺炎疫情與美中貿易戰加速製造業供應鏈重組

美中貿易戰已經延伸至科技戰與金融戰，再加上新冠肺炎的疫情，使各國意識到供應鏈過度集中在單一國家的風險，也使跨國企業體認到全球供應鏈的佈局不應只以成本與市場因素，還需要考量地緣政治與當地國政府危機處理的能力。過去中國大陸因為成本與市場的優勢，使各國企業不約而同的前往中國大陸投資，使得中國大陸在全球供應鏈中扮演著愈來愈重要的角色，也使得中國大陸信心大增，誓言要成為製造強國。然而在中國大陸強勢崛起後，對美國的威脅日增，對中國大陸發動貿易戰表面原因是要平衡兩國的貿易逆差，但實質上是美國希望利用貿易戰削弱中國大陸的技術實力，壓制其製造業（尤其是高科技業）的成長，避免其超越美國。

另外，中國大陸近年來經濟成長趨緩、勞動成本大幅提升，許多

勞力密集產業已經陸續移出中國大陸，加上貿易戰與疫情的催化，外移情況愈來愈嚴重。在高科技產業部分，美國不斷說服其他國家要注意中國大陸科技產品的資安問題，但為了維持與中國大陸的關係，許多國家還是躊躇不前。然而因為中國大陸一開始隱瞞疫情造成全球大爆發，且在其強行通過港版國安法後，各國對中國大陸的態度有明顯的轉變。因此，開始設法降低對中國大陸科技與產品的依賴，如英國、澳洲、加拿大、日本、比利時與瑞典等國均已表明不會與中國大陸華為或中興通訊合作 5G 系統，同時各國亦可能在疫情結束後，建立多元的產業鏈供應體系，進而降低對中國大陸的依賴。

於是，美國推動製造業與供應鏈自中國大陸撤出，移往較為友好的國家，並推動設立多邊性質的「信任夥伴」(trusted partners) 聯盟，雖然此與川普喜好的雙邊與單邊模式有所不同。

事實上，2018 年美中貿易戰開打之時，許多在中國大陸投資的電子廠商已陸續外移至印度、越南、菲律賓等國，而川普的「美國製造」也使部分製造業回美國發展，甚至傳出美、日出錢鼓勵或補助遷移出中國大陸。另外，我國臺商回臺投資設廠的情況亦相當踴躍，根據經濟部在 2020 年 10 月 15 日於行政院院會中的報告，2019 年已有 682 家企業通過審核回臺投資，投資金額達 1.1235 兆元新臺幣(以下同)，而 2019-2021 年目標值為 1.35 兆元目標，達成率達 83.2%。另外，2019 年 8 月實施的境外資金匯回專法，實際匯回的資金已達 2,100 億元，較預期目標的 1,300 億元多出近 800 億元。因此，美中貿易戰與新冠肺炎疫情將會加速全球供應鏈的重組，去中國化的情況會愈來愈明顯。

然而，值得注意的是雖然許多廠商已經逐漸從中國大陸移出，或是縮小在中國大陸的規模，但由於中國大陸相對全世界較早控制住其國內疫情的蔓延，且近來推動許多開放與便利投資的措施，仍使中國大陸的外人直接投資有所支撐。根據聯合國貿易與發展委員會於 2020 年 10 月 27 日所公布的報告，2020 年前半年全球的外人直接投資(FDI)相對於 2019 年減少 49%，而已開發國家減少 980 億美元，較去年減少 75%，但開發中國家僅減少 16%，低於預期。而中國大陸在 2020

年上半年吸收之 FDI 僅較去年同期減少 4%(UNCTAD, Investment and Enterprise Division, 2020)。

第三節 中國大陸金融風險變化

由以上的說明，可以發現中國大陸經濟與金融體系在近來受到許多外在環境衝擊(如美中貿易、科技乃至金融戰和 2020 年新冠肺炎，再加上港版國安法造成世界許多國家對其制裁)，而且在內部積極進行金融領域的開放(包括金融機構的准入和金融市場開放)、擴大內需(如總規模近 50 兆人民幣的新基建)等，對於中國大陸金融的風險均有相當程度之影響。為了解中國大陸近來金融風險之變化，本研究利用陳思寬、吳明澤等人(2020)所建構之中國大陸系統性金融風險指標體系加以更新，以期掌握中國大陸金融風險之變化，供政府政策擬定與民眾參考。³³

陳思寬、吳明澤等人(2020)建構之中國大陸系統性金融風險指標中包括總體經濟風險、債務風險、金融機構風險、股票市場風險、通貨風險與房地產市場風險等六大構面，並將其標準化後形成一中國大陸系統性金融風險綜合指標，本節將分別就此已標準化之六大構面與綜合風險指標，討論近期中國大陸系統性金融風險之變化。

壹、總體經濟風險

圖 4-3-1 為中國大陸總體經濟風險之變化，可以發現在 2020 年 2 月中大陸新冠肺炎疫情開始大爆發，而使中國大陸全境大範圍的進行封城，經濟活動猶如被按下暫停鍵，戛然而止，使得中國大陸經濟成長大幅衰退。對於經濟前景預期史無前例的悲觀，無論是 PMI、NMI 指數，或是 OECD 的領先指標、工業增加值、進出口成長率均大幅下降，造成總體經濟風險大幅上升，甚至超越 2008 年全球金融海嘯。

³³ 陳思寬、吳明澤(2020)之中國大陸系統性金融風險指標體系簡介於附錄 1。

然而，由於中國大陸快速的控制疫情，並在 2 月底後開始陸續復工，雖然仍有許多城市採取封閉式管理，但大部分的城市在 3 月份後即逐漸復工，產能開始慢慢恢復。加上中國大陸開始推動大規模的財政政策（如新基建）與貨幣政策，對於經濟的信心開始恢復，PMI、NMI、OECD 領先指標等回到原先水準，雖然工業增加值仍在負成長，但幅度已經縮小，至 8 月後已回到正成長，故總體經濟風險有大幅回落的情況。2020 年 11 月總體經濟風險指標為 0.183，已降至低風險區域。



資料來源：本研究自行計算。

圖 4-3-1 中國大陸總體經濟風險變化

貳、債務風險

在債務風險部分，2015 年 1 月份以來大部分時間均處在中高風險至高風險區域中，2016 年 3 月份達到最高點，之後債務風險略有下滑。隨後因為全球景氣回溫，中國大陸企業違約情況好轉，因而使債務風險略有下降。但 2018 年美中貿易戰後，中國大陸企業違約情況轉趨嚴重，僅 2018 年即有 1,577.98 億元人民幣的違約涉及金額，債務風險再次上升。2020 年初因為新冠肺炎的衝擊，使得中國大陸大量發行地方專項債，使得 2020 年第一季債務規模再次大幅攀升，再加上中國大陸信用違約交換（CDS）價格上升與財政赤字占 GDP 擴大、企業債券違約金額上升、長短期國債收益率差有縮小，而造成債務風險的上升，

2020年11月中國大陸債務風險指標為1.0000，達到歷史新高點為高風險區（請見圖4-3-2）。



資料來源：本研究自行計算。

圖 4-3-2 中國大陸債務風險變化

中國大陸近年屢屢發生重大企業違約的情況，顯示中國大陸企業債的風險已經非常嚴重。2020年3月初起，新華聯無力兌付10億人民幣中期票據開始，中國大陸債券市場風聲鶴唳，民企與國企陸續出現流動性風險，無力償債。9月8日，坐擁2,000億人民幣資產的天房集團資金告急。根據中國大陸媒體報導，2020年截至12月18日止，已有164檔債券發生實質性違約，債券違約金額超過1,600億人民幣，其中，國企債券違約餘額達518.97億人民幣，創下歷史新高，還比去年增加三倍。2020年1月以來包括清青海鹽湖、青海省投資集團、北大方正、北大科技園、瀋陽機床、天津房地產信託等國企均爆發違約情況，僅11月10日至18日短短8天之前即有河南省國企永煤集團、華晨汽車控股與清華控股之子公司紫光集團三家國企發生違約，「國企信仰」已然崩潰。³⁴

除了企業債之外，地方債更是中國大陸債務風險的一顆強大的不

³⁴ 「國企信仰」是指國有企業的所有權歸屬中央或地方政府，即便企業的經營狀況不佳，但政府最終會出手，籌措資金，幫助國企還債。事實證明，過去政府在國企出現償付危機時的確多次出手相救。這被輿論成為「國企信仰」。

定時炸彈。據英國經濟研究機構 Enodo Economics 首席經濟學家 Diana Choyleva 指出，中國地方政府債務已成為最大隱憂。地方融資平臺（LGFVs）債務已占中國大陸 GDP 的 10%，而且其中近四分之一或約 2.5 兆人民幣，將在 2021 年到期。而 2020 年由於美中貿易戰與疫情的影響，中國大陸推出總額近 50 兆元人民幣的新基建，地方政府必須大量進行投資，但財政收入有限的情況下，勢必大量進行債務融資，預期未來的 5 年內，中國大陸地方政府債務負擔的情況將會更為嚴重，爆發債務危機的可能性大幅提升。

更為危險的是，中國大陸的債信評等機構之信用評級並不可信，例如中國大陸目前違約的國企，信評絕大部分仍在 AA 級以上，信評結果無法達到預警效果。因為中國大陸的信評是由債券發行人付費的信用評等收費模式容易產生評等不實的問題，同時，主管機關對於金融機構投資不同信用等級的債券有不同的風險權重要求，一些金融機構自身也對所投資的債券的信用等級有門檻要求，導致如果發行人信用評等過低，將極大增加發行難度，因此引發信評造假的情況屢見不鮮。中國大陸證監會即在 12 月 15 日暫時取消東方金誠國際信用評估公司營運執照，禁止承接新業務三個月，因該公司一名主管被控收取大量賄款。

因此，中國大陸未來在美中金融戰愈打愈烈，且其國內加速金融開放，大量舉債進行新基建投資與國進民退的趨勢下，中國大陸的債務勢必持續擴張，且違約的情況亦將愈來愈嚴重，應要特別關注其債務風險之發展。

參、金融機構風險

在金融機構風險部分，2020 年 1-3 月中國大陸金融機構風險大幅上升，提升到中高風險區以上，最主要的原因在為因應新冠肺炎疫情，中國大陸在 1-3 月大幅增加貨幣供給，使得 M2 占 GDP 的比重與短期貸款占 GDP 比例大幅上升，貸款占存款比率上升至歷史高點。而後在疫情有所控制後，M2 的增速放緩，短期貸款占 GDP 比例亦有下降，

金融機構風險指標回跌至中低風險區域，2020年11月為0.214（請見圖4-3-3）。



資料來源：本研究自行計算。

圖 4-3-3 中國大陸金融機構風險變化

然而，值得特別注意的是，中國大陸銀行業的不良貸款率持續上升，且已有多家銀行開始出現經營困難或被擠兌的情況，例如包商銀行、錦州銀行、陝西榆林榆陽農商行、橫山農商行、甘肅銀行、山西陽泉市商業銀行、河北省保定望都縣保定銀行、河北省衡水銀行、遼寧省葫蘆島銀行與恒豐銀行等。其中，包商銀行被接管後，仍然無法挽救，因為嚴重資不抵債已進入破產程序。另外，陝西榆林榆陽農商行和橫山農商行上半年先後被重組。

上述銀行大多是小型地方性金融機構，但亦有如恒豐銀行的全國性股份制商銀，雖然目前出問題的銀行規模占中國大陸銀行總規模相對非常小，但若銀行破產倒閉造成連鎖效應，難保不會引發系統性的金融風險，值得關注。

肆、股票市場風險

雖然美中貿易戰打得如火如荼，新冠肺炎亦造成包括中國大陸在內全世界經濟與金融的重創，但對於中國大陸的股票市場而言，似乎影響程度並沒有那麼大。中國大陸上證股市僅在疫情開始時，3月份從3,000點左右下降至2,660點，然隨後即緩步上升，在2020年7月

甚至大幅上升至 3,400 點以上，之後便在 3,300-3,400 之間波動。另外，股票平均市盈率、股市成交值與股票市值亦均有所成長，故使得中國大陸股票市場的風險降低。再加上世界各國進行量化寬鬆，市場資金充沛，而中國大陸疫情相對歐美國家穩定，故資金行情也推升了中國大陸股市。2020 年 11 月中國大陸股票市場風險指標值為 0.165，屬於低風險區（請見圖 4-3-4）。



資料來源：本研究自行計算。

圖 4-3-4 中國大陸股票市場風險變化

伍、通貨風險

雖然美中貿易戰曾造成人民幣的重貶，新冠肺炎亦造成中國大陸外貿遭受衝擊，但相對而言，中國大陸人民幣匯率在 2019 下半年後開始逐漸回穩，2020 年 3 月雖然一度再貶破 7 元，但後波動幅度亦有所縮小，而在 2020 年 8 月份開始，人民幣展開一路升值的趨勢，至 2020 年 11 月 16 日人民幣已升值到 6.58 元人民幣兌 1 美元，較 3 月的最低點 7.12 元已升值了 7.58%。另外，外匯存底雖有波動，但自 2020 年 7-9 月外匯存底較上期均有成長，2020 年 11 月中國大陸外匯儲備金額達 31,784.9 億美元，實質有效匯率亦呈升值的走勢，通貨風險相對降低。2020 年 11 月中國大陸通貨風險指標為 0.508，處於中風險區（請見圖 4-3-5）。



資料來源：本研究自行計算。

圖 4-3-5 中國大陸通貨風險變化

然而，在人民幣近期強勢升值下，卻隱藏了其通縮之風險。根據中國大陸國家統計局資料，中國大陸自 2020 年 1 月以來，消費者物價指數 (CPI) 年增率呈下降趨勢，11 月時 CPI 甚至負成長，成長率為 -0.05%，同時間中國大陸的工業生產者出廠價格指數 (PPI) 亦持續負成長，自 2 月以來至 11 月 PPI 連續 10 個月負成長。因為通縮造成中國大陸商品相對其他國家便宜，而使其出口成長，但累積至 2020 年 11 月中中國大陸出口不僅未因升值而減少，反而成長 21.1%。然此通縮亦表示中國大陸國內需求可能受到影響，經濟衰退的疑慮未減。

陸、房地產市場風險

房地產市場是中國大陸相對風險較高的市場，自 2019 年 4 月中中國大陸開始加大在房地產的調控力道，其風險即開始上升，2020 年初爆發新冠肺炎後，更是使已奄奄一息的房地產業再遭受一次重擊，在大規模封城之下，房地產銷售急凍，即使沒有封城的地方也因為疫情而害怕看屋，中國大陸房屋業者只能以線上看房等方式，2020 年 2 月中中國大陸房地產市場風險指標達到最高點。然而在中國大陸控制新冠肺炎後，中國大陸的房地產市場開始有所回溫，無論是國房景氣指數、銷售單價與開發累計較去年同期均有成長，使得房地產風險指標略有回落，2020 年 11 月風險指標為 0.696，仍位在中高風險區 (請見圖 4-

3-6)。

儘管如此，因為中國大陸房地產有關之貸款占了整體銀行業貸款的 39%，當不包括在直接融資市場中的大量債券、股票與信託等資金進入房地產產業，一旦房地產市場崩潰，中國大陸金融體系將會遭受嚴重衝擊。故中國大陸人行行長易綱與銀保監會主席郭樹清不約而同的指出房地產是現階段中國大陸金融風險方面最大的「灰犀牛」。



資料來源：本研究自行計算。

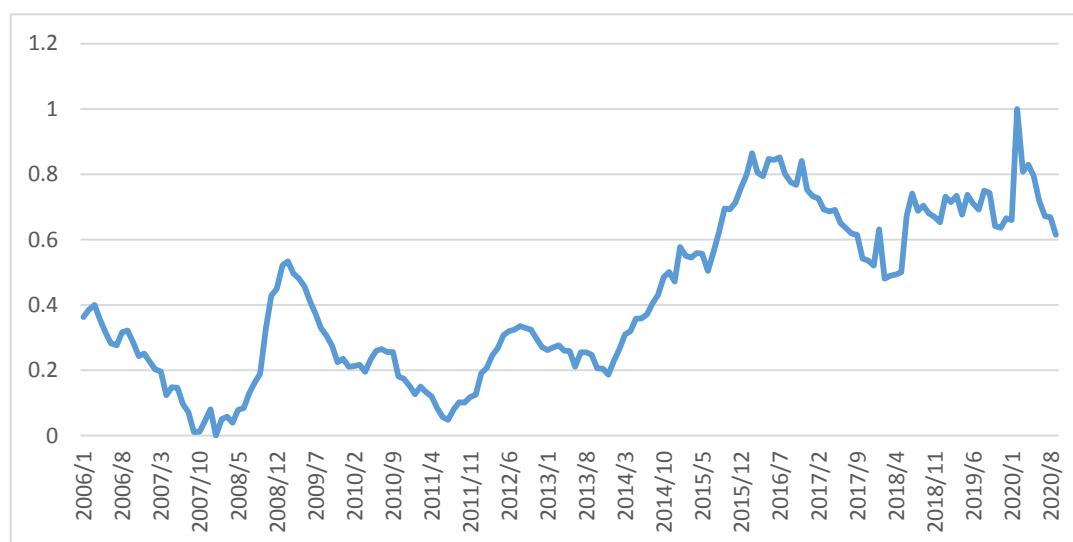
圖 4-3-6 中國大陸房地產市場風險變化

柒、中國大陸系統性金融風險綜合指標

整體而言，中國大陸系統性金融風險是呈現上升的趨勢，2020 年 2 月新冠肺炎最嚴重的時候，中國大陸綜合金融風險指標達到歷史最高值，而後隨著疫情受到控制，經濟活動開始恢復，且快速成長，整體金融風險有下降的趨勢，然而直到 2020 年 11 月，綜合金融風險指標仍處在中高風險區的 0.758，風險相對過去仍高。2020 年 11 月中國大陸的分項金融風險中，以債務風險最為嚴重，且到達歷史最高點，風險指標為 1，主要是因為債務違約情況嚴重、10 年與 1 年期公債利差大幅下降、財政赤字與社會融資總量占 GDP 比重上升所致。風險次高的是房地產市場風險，為中高風險的 0.696，通貨風險則落在中風險區的 0.568，金融機構風險處於中低風險區的 0.214，而總體經濟風險

和股票市場風險則是在低風險區，風險指標分別為 0.183 與 0.165。由此可見，債務與房地產市場仍是中國大陸金融風險最嚴重的問題（請見圖 4-3-7）。

然而，金融風險是相互影響與傳染的，雖然金融機構風險暫時處於中風險區，但中國大陸銀行持有大量的企業債務，而且房地產市場的貸款主要大多來自銀行體系，且不良貸款率持續上升，一旦債務與房地產市場風險爆發，將會連帶造成金融機構風險的提升，而金融機構爆發危機，將會造成金融緊縮而影響企業的資金鏈，甚至造成企業倒閉的連鎖效應，而引發整體系統性金融風險，不可不慎。



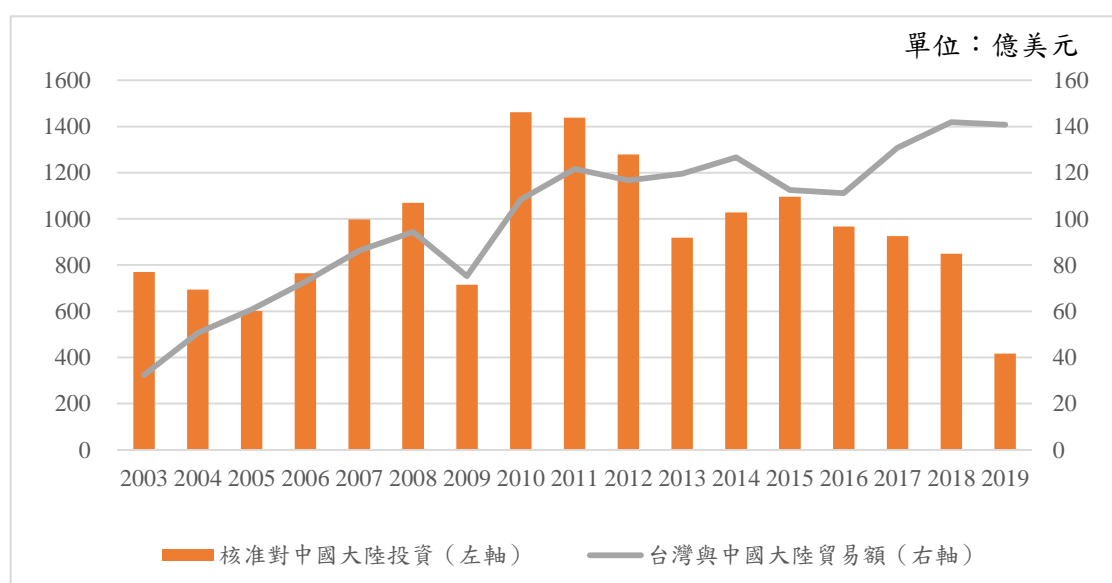
資料來源：本研究自行計算。

圖 4-3-7 中國大陸系統性金融風險綜合指標變化

第五章 中國大陸金融情勢發展對我國經濟與金融之可能影響

第一節 美中金融戰對我國之經濟金融情勢可能影響

在兩岸關係與我國新南向政策下，我國與中國大陸的投資來已逐漸減少。根據投審會資料顯示，我國對中國大陸之投資在 2010 年達到高峰的 146.18 億美元後開始逐漸下降，2019 年僅剩 41.73 億美元，2020 年至 7 月為止為 35.40 億美元。然而，我國對中國大陸的貿易額（不含復出口與復進口，亦不含香港與澳門）卻仍在持續上升，由 2003 年的 323.78 億美元上升到 2018 年的 1,418.29 億美元，2019 年略為下降為 1,408.18 億美元，但中國大陸仍是我國最大的貿易夥伴，2019 年對中國大陸出口占總出口比例達 27.39%，進口則占 20.15%，占貿易總額的 23.89%（請見圖 5-1-1）。

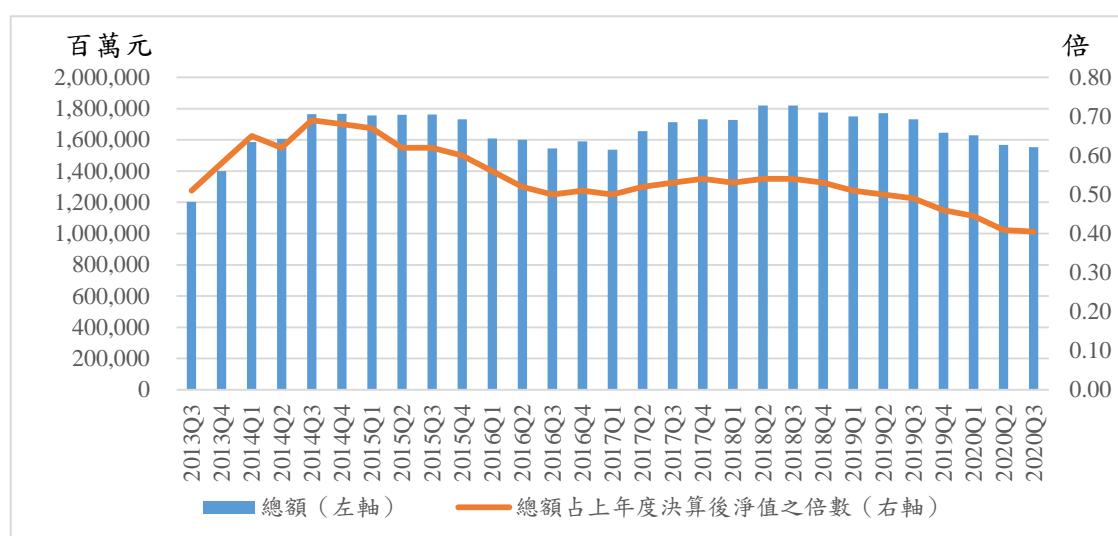


資料來源：本研究自行計算。

圖 5-1-1 我國對中國大陸投資與貿易總額變化

另外，雖然各單位之統計結果不一，但根據主計處利用勞健保、戶籍與移民署出入境資料等大數據進行之調查，我國大約有 40 多萬人在中國大陸工作或投資，是我國在外國工作人口最多的國家。最後，

根據金管會之統計，我國銀行業對中國大陸之授信、投資及資金拆存總額在 2018 年第三季時達到最高的 18,201 億元新臺幣，占上年度決算後淨值的 0.54 倍。而後由於美中貿易戰越打愈烈，國銀為了避免風險，對中國大陸之曝險金額開始減少，2020 年第三季時已降至 15,541 億元新臺幣，倍數亦降至 0.41 倍。然而，中國大陸仍是我國海外曝險第二高的國家，而第一高的國家為美國，兩者恰為美中金融戰之主角。因此，美中金融戰對我國之影響將非常大。



資料來源：本研究自行計算。

圖 5-1-2 我國國銀對中國大陸授信、投資與拆借總額與倍數變化

以下將簡述美中金融戰對我國經濟與金融之影響。

壹、整體而言，美中金融戰對我國金融市場之影響有限

美國對中國大陸採取的金融戰手段，主要是將中國大陸列入匯率操縱國、要求金融領域更加開放、阻止中國大陸企業在美融資、凍結相關人士在美資產等，最嚴重的是利用 SWIFT 將中國大陸逐出美元體系與美中經濟和金融全面脫鉤，雖然目前仍未真的發生，且預期未來真正發生的機率亦不高。

美國要求如美國聯邦退休基金等不要投資中國大陸企業、嚴格審查中概股在美國上市與禁止投資中國大陸與軍方有關聯之企業，使得中國大陸企業赴美國上市的難度提高，將迫使中國大陸企業回中國大

陸上海、深圳或是香港上市，但不至於在臺灣上市。因此，整體而言對我國的金融市場並不會造成很大的影響。

另外，美國對上市企業的嚴格審查雖然是對所有國家廠商一體適用，但實際上明顯是針對中國大陸企業，而且若中國大陸企業在財務與公司治理方面合規且透明的話，影響不大。受到最大影響的是中國大陸的國有企業與其政府支持的民營企業，如百度、阿里巴巴等。對我國欲赴美國上市的企業應不致有太大的影響，而且我國企業相對在財務與公司治理上的透明度遠高於中國大陸。

雖然對整體金融市場影響有限，但對個別企業的股價將會造成影響。由於美國對於包括華為、中芯國際等企業進行制裁，將使得該些企業經營困難，而產生轉單效應。例如美國將中芯國際列為出口管制清單中後，造成中芯國際產能受限，而使其客戶轉單至聯電、臺積電等我國半導體製造商，造成聯電、臺積電近期股價大漲，屢創新高。當然，美國對中國大陸華為等廠商進行制裁，亦將對我國之供應商如臺積電造成不利的影響，但因臺積電之技術層次領先，加上轉單效應，整體影響應該不會太大。

最後，美中貿易、科技與金融戰下，可能會加速中國大陸資金回流臺灣，對臺灣資金動能可能有所幫助，將使得新臺幣升值的趨勢變強，也影響臺灣股匯市，但相對於我國股匯市的交易規模，影響幅度應不致於太大。

貳、美中金融戰若持續深化，我國可能必須同時面對美國與中國大陸分別主導的兩大體系

美國總統川普提出美中之經濟與金融關係，不排除全面脫鉤，雖然研判不會真的走到這一步。但無論川普與拜登誰贏得大選，美國與中國大陸的關係，普遍被認為是無法回到歐巴馬時期以前，美國仍會對中國大陸的崛起進行壓制，如此可能迫使中國大陸走另外一條路。無論是在經濟、貿易或是金融體系上。例如中國大陸所推動的「一帶一路」和亞投行、主導成立的區域全面經濟夥伴協定（RCEP）與推動

人民幣國際化，並納入 IMF 的 SDR 中，均可以發現中國大陸希望在美、日、歐所主導的國際經貿、金融體系外，自行建立一套運作體系。

以目前的發展來看，美國對中國大陸的科技進行封鎖，禁止供應中國大陸高端技術與設備，中國大陸即著力發展其自主的科技；美國要使美中供應鏈脫鉤，中國大陸即計畫培養本土的供應鏈；美國要將中國大陸逐出美元貨幣體系，中國大陸便積極推動人民幣國際化。雖然中國大陸的努力不一定可能成功，但在美國持續封鎖的情況下，世界上出現一為美國主導、一為中國大陸主導的兩套技術、經貿與金融體系是可能發生的。

鴻海創辦人郭臺銘曾在其臉書中提及「未來世界的科技發展架構不再有 G20，只有 G2」，科技戰角力沒有停歇，世界將是「One world, Two systems」（一個世界、兩套系統）。另外，中國大陸學者鄭永年也指出世界正朝著「一個世界、兩個體系、兩個市場」轉型。³⁵而在這兩套體系中，臺商應如何選擇靠哪一個體系呢？事實上，本研究認為對於臺灣而言，美國與中國大陸均是最重要的市場，也是我國第一、二大貿易夥伴，因此臺商沒有能力選擇，也不需要選擇，應該設法同時經營兩大市場。

參、美中金融戰若持續深化，恐威脅到香港與中國大陸之臺資金融機構

美中金融戰、新冠肺炎與港版國安法，再再衝擊香港。如前所述香港國際金融中心地位已經相當程度被弱化，而此亦造成我國在香港投資之金融機構的衝擊。在我國銀行的海外投資中，香港地區一直以來是最重要的地區，也是獲利最高的地區。但據金管會統計，我國國銀在香港有 19 家分行，2020 年前三季國銀在香港之獲利為 202.9 億，雖仍是海外獲利最高的地區，但相對於去年同期的 308.2 億元，大幅

³⁵ 鄭永年：美國「退群」，國際秩序倒坍了，聯合早報，2020/6/2，
http://www.uzaobao.com/mon/keji/20200602/72197_2.html

衰退超過 30%。而截至今年 6 月為止，香港分行存款餘額降至 11,169 億元，較去年同期減少 1,200 億元，減幅達 9.7%。顯示美國因港版國安法對中國大陸的制裁，已經影響到我國國銀在香港的經營。

另外，國內部分金融業者亦傳出要將在香港的部分業務撤出，如合作金庫控股計畫將旗下合作金庫商業銀行香港分行的財富管理業務撤出，並將人員調回臺灣。而元大金融控股亦在 2020 年 6 月透露，正評估將旗下元大證券及期貨業務轉至新加坡。³⁶

其次，美國若持續對中國大陸企業與個人進行金融制裁，並延伸對與被制裁人士往來之金融機構，對我國在香港與中國大陸投資的金融機構亦將帶來風險。相對而言，在中國大陸的臺資金融機構主要的客戶對象為臺商，且企業金融業務比重高於消費金融業務，所受之影響較小。但臺資金融機構為拓展其業務範圍，客戶對象已朝中國大陸本土企業延伸，或是參與其他銀行之聯貸，此部份仍應特別注意，以免誤踩雷區。

最後，預料即使是拜登總統上任，對於中國大陸的壓制態度基本上不會有所改變，中國大陸金融環境可能會持續惡化，此外如前所述中國大陸金融綜合風險已達到中高風險區域，其中債務與房地產風險更是中國大陸兩個最嚴重的金融風險，且若債務或房地產風險爆發，恐將造成傳染效應而將風險擴散到如金融機構、股票市場甚至是總體經濟的風險，而造成系統性金融危機。對於我國在中國大陸投資的金融機構均將造成嚴重的衝擊，因此應強化我國在中國大陸投資之金融機構的風險意識，優化其放款資產品質以降低曝險的風險。

³⁶台資銀行研撤港財管業務，東方日報，2020/9/12，
https://orientaldaily.on.cc/cnt/finance/20200912/mobile/odn-20200912-0912_00202_010.html

第二節 中國大陸金融開放對我國經濟金融之可能影響

壹、增加我國金融機構到中國大陸投資的誘因

如前所述，中國大陸本次對金融業的開放，最大的突破是取消外資金融機構的持股比例限制，即理論上外資金融機構到中國大陸投資，可以 100% 持有被投資公司的股份。

過去由於在證券業與保險業上，中國大陸均設有外資持股比例的限制，因而外資無法對所投資的證券公司與保險公司有控股權，在經營上將會產生因經營策略與方針不同而造成的困難，使得我國的證券業與保險業對投資中國大陸產生疑慮。如今，中國大陸已將證券、期貨與保險業外資持股比例的限制取消，而中國大陸證券、期貨、財富管理與保險市場龐大，除了外資躍躍欲試外，我國證券業與保險業亦對中國大陸投資有非常大的興趣。

據本研究團隊實際赴證券公司與保險公司的訪談得知，他們覺得中國大陸雖然有其風險，但亦有非常大的商機，若有機會不應放棄如此龐大的市場。然而，在兩岸關係處於相對緊張的情況下，即使有意願也不能過於高調，但確實都在規劃增加對中國大陸的投資。

另外，即使是銀行業，在中國大陸投資已相對較證券與保險為多，亦表達擴大對中國大陸投資的意願。整體而言，民營金融機構赴中國大陸的意向較高，而公股行庫則是相對保守。

最後，以銀行業而言，中國大陸雖然開放外資，但對於經營項目多有限制，使臺資銀行業大多以企業金融業務為主，且客戶多為臺商企業，消費者金融業務較少。而如今中國大陸開放金融機構設立消費金融公司，對於我國銀行業拓展消費者金融業務具有相當大的意義。

貳、雖然金融加速開放，但金融業為特許行業，我國金融業是否得以進入還需視兩岸關係之變化而定

過去中國大陸無論是基於統戰或其他目的，對於臺商的開放幅度通常大於其所定義的外資，而在 2010 年兩岸簽署的經濟合作架構協議（ECFA）與後續的服貿協議中，對我國金融業赴中國大陸投資均有相對優惠的安排。然而，由於服貿協議卡關，兩岸關係亦逐漸惡化，我國金融業者赴中國大陸投資的速度大幅減緩。

如前所述，由於中國大陸市場規模龐大，且所得持續成長，其加速金融開放的進程，對於我國欲赴中國大陸投資的金融業者具有非常大的吸引力。雖然名義上其金融開放並未排除臺資機構適用，理論上有助於國內金融業在中國大陸市場的佈局，然而金融業畢竟是特許產業，任何跨境投資決策均須要雙邊金融主管機關核准。例如過去統一證券與廈門金圓集團的合資案，在兩岸金融監理單位之間都要同時獲得核准，便使其投資案延宕了許多時日。

因此，在目前兩岸關係緊張的情況下，臺資金融機構是否得以順利進入中國大陸投資，擴展其業務，恐仍有許多不確定性。

另外，中國大陸已經取消證券、期貨與保險等行業，外資持股比例之上限管制，理論上我國業者可在中國大陸獨資或在合資機構中持有超過 51% 的股權，實質控股合資企業。但我國部分法令上尚未修正，亦將阻礙臺資金融機構對中國大陸的投資。舉例而言，在證券業部分，自 2020 年 4 月 1 日中國大陸已經取消證券公司外資持股限制，然我國的「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」中，臺灣證券商僅能參股投資大陸證券公司，而參股投資是指持有被投資者已發行有表決權股份總數或資本總額未超過 50%，且對被投資者無控制能力之情形。然尚未開放投資具控制力之證券公司子公司。因此，有必要針對上述法令進行修改。

參、對我國已在中國大陸經營之臺資金融機構產生競爭壓力

根據金管會統計，截至 2020 年 9 月我國已有 16 家國內銀行赴中國大陸設立 24 家分行、8 家支行與 5 家子行，另設有 4 家辦事處。在證券期貨業部分，有 1 家證券商赴大陸地區參股設立證券公司，4 家投信事業赴大陸地區參股設立基金管理公司並已營業，另有 1 家投信事業於大陸地區設立辦事處、8 家證券商赴大陸設立 11 處辦事處。在保險業部分，有 7 家保險公司及 2 家保經代公司已分別參股投資大陸地區 7 家保險公司、1 家保險經紀人公司及 2 家保險代理人公司，計有 11 家保險公司於大陸地區設有 11 處辦事處。

過去中國大陸的開放具有針對性，我國業者待遇相對優於其他國家，然而本次中國大陸的金融開放是面向全世界，不再獨厚我國，因此未來我國在中國大陸的金融業者要面臨的是與國際上知名跨國金融集團的競爭。

我國於對岸設點的臺資金融機構，除屈指可數的幾家民營業者之外，多數仍多以分行為主，先天就存在著規模小、業務有限的缺陷。因此即便中國大陸政府開放市場，以目前開放方向來看多屬消金、理財、投行等業務，臺資金融業能否獲取實質利益仍在未定之天，甚至可能因為其他外資金融機構進入市場，面臨更激烈的競爭，未蒙其利反而先受其害。

另外，2008 年後中國大陸曾有一段時間對於金融開放的速度減緩，轉而以提高其本土金融企業的效率與擴大其規模，並推動金融企業上市。中國大陸的金融企業在政府的扶持下，許多已經成為規模龐大、經營觸角延伸到各金融領域的金融集團，因此臺資金融機構亦要面臨中國大陸本土金融業者競爭，其競爭壓力相當巨大。

肆、人民幣國際化增加我國跨國交易之選擇空間

人民幣國際化是中國大陸金融改革與開放重要的一環。對於我國而言，因為我國是以貿易為導向的小型開放經濟體系，而新臺幣作為國際支付的比重非常低，以 BIS 之資料僅占 0.9%。我國的進出口貿易主要仍以美元結算為主，人民幣所占的比重不高，故人民幣國際化對我國貨幣之價值變化影響不大。然而人民幣國際化對我國而言將是多了一項交易與結算的貨幣選擇，其實對我國而言不一定是壞事。中國大陸與美國為我國前兩大貿易夥伴，且有為數不少的臺商在中國大陸投資，多了一個結算貨幣可以使我國廠商選擇相對優惠的貨幣進行結算，也擴大我國龐大人民幣存款的應用機會。

然而必須注意的是，中國大陸是否會如美國一樣，將臺灣排除在其跨境支付體系之內（雖然可能性不高），如此可能降低我國金融市場對其他國家而言的吸引力。另外，當人民幣國際化程度愈來愈高，連帶其金融市場愈來愈開放，世界各國資金進入中國大陸金融市場後，亦可能對我國金融市場造成排擠效應。

最後，值得我們注意的未來潛在影響在於中國大陸積極推動數位人民幣，並做為推動人民幣國際化的推進力，而數位人民幣具有虛擬、無國界的特性，只要連網與下載手機錢包即可流通使用，對於我國之總體金融穩定可能會帶來潛在風險。舉例而言，中國大陸可以透過類似於在深圳、蘇州之空投數位人民幣的方式，免費贈與臺灣民眾一定金額之數位人民幣（如果需要實名制也可以從在中國大陸有開戶之臺商、臺幹或臺生為主要目標），在技術上高度可行，且很難圍堵防止。若是金額夠大，數位人民幣在臺流通、交易產生規模，地下數位人民幣經濟可能就會產生一定的影響與風險，影響我國經濟與金融秩序，侵蝕新臺幣的地位，甚至可能影響我國貨幣與匯率政策之施行。雖然目前考慮這樣的潛在威脅為時尚早，但由於影響面廣，宜盡早思考因應之道。

第三節 美國大選後的美中關係變化對我國經濟金融情勢之可能影響

壹、美中關係可能略為和緩，兩岸關係亦將因此而緩和，金融不確定性降低

雖然民主黨拜登已獲得過半數選舉人票，但由於川普仍未認輸，還希望重新驗票與訴諸法律戰以求翻盤，故美國大選結果尚未塵埃落定。但若無太大的意外，拜登成為未來四年美國總統的機率非常大。如前所述，拜登當選後雖然對中國大陸的政策不至於有太大的變化，但美中關係可能稍為和緩，且拜登較不會單獨與中國大陸製造衝突，也較不會將我國視為美中關係談判之籌碼。因此，相對而言，兩岸之間的關係不會因為美國對中國大陸的頻頻挑釁而更加惡化。兩岸關係即使無法回到過去的緊密合作，但也應不至於再持續惡化。如此，對於兩岸之間的經濟、產業與金融的往來而言，將大幅降低其不確定性，也可能使金融市場較為穩定。

貳、臺美關係應不會有太大的變化，有助我國金融市場穩定

川普執政時期，可說是臺、美關係最好的時期之一，其中原因除了是川普以我國做為與中國大陸談判的籌碼之一外，也因為中國大陸在新冠肺炎疫情、強行通過港版國安法與人權壓逼的紀錄不良，使美國朝野上下對中國大陸產生不滿情緒。美國國會中不分黨派，均對我國表達支持的態度。例如美國參、眾兩院在 2020 年提出包括「臺灣保證法案」(Taiwan Assurance Act)、支持恢復臺灣 WHO 觀察員身分的法案、「臺灣主權象徵法案」(Taiwan Symbols of Sovereignty Act) 等多項法案，顯示無分民主與共和黨議員，對我國均維持相當友好的立場。

因此，無論總統是民主黨的拜登或是共和黨的川普，對臺、美的關係應不至於有太大的影響。而因為拜登行事風格不若川普難以掌握，因此對全世界經濟與金融的衝擊不致於太大，也相當程度降低全球金融市場的波動，對我國金融市場的穩定亦有所幫助。

第六章 結論與建議事項

第一節 結論

壹、金融戰定義與美國發動金融戰的目的

本研究主要討論美中金融戰與中國大陸金融市場開放對美、中、臺三方之可能影響與衝擊，另外亦討論人民幣國際化與數位人民幣發展趨勢與影響，同時由於美國總統大選之結果對於美中臺三方關係勢必造成嚴重的影響，因此本研究亦進行分析。

目前為止學術上並未有任何對於「金融戰」(Financial War)或是金融制裁(Financial Sanctions)正式的定義，為探討本次美中衝突中有關金融領域的攻擊或手段，本研究整理相關的美中相關金融制裁行為，歸納出本研究對「金融戰」的定義，以明確研究範圍。本研究將對於利用貨幣或任何金融工具攻擊一國的總體經濟、經濟實體或個人的行動，造成該國受到損害或是使其總體競爭力的下降，定義為廣義的金融戰。

事實上，川普發動的美中貿易戰，表面上是希望製造業從大陸回流美國，增加就業機會，但背後是以貿易戰阻止中國大陸賺取美元，本身也是金融戰的一部分。

因此，可以想像美國對中國大陸所發動的一連串攻擊，其背後的原因均與金融有關，其最重要的戰略意義是要壓制中國大陸的崛起，避免其在經濟、金融上威脅到美國的霸權。

貳、美國對中國大陸發動之金融戰手段與中國大陸之回應

美國對中國大陸金融戰所使用的工具主要有將中國大陸納入匯率操縱國，以逼迫人民幣升值；利用貿易談判要求金融領域與市場的開放；限制中國大陸企業赴美融資、嚴格審查企業 IPO 並制裁中國大陸重要企業；要求美國民眾與資金不要投資中國大陸相關企業；取消香

港特殊地位；凍結中國大陸人士在美國的資產並要求金融機構不要與中國大陸相關人士或企業之交易和警告美中經濟與金融全面脫鉤等。

在中國大陸的回應部分，一開始中國大陸態度相當強硬，但後來發現其沒有對等與美國發起金融戰的實力，態度有所軟化。中國大陸持續與美國進行談判，並在 2020 年 1 月 15 日與美國達成第一階段實質協議，大幅度開放其金融領域的准入，並依承諾給予美國金融企業准入，同時對其他國家之金融業准入限制也逐漸取消。

為了避免美國對中國大陸赴美上市企業的制裁，中國大陸鼓勵中資企業回到中國大陸上海、深圳或香港上市，或是在美國與香港雙掛牌。面對美國要求審計中國大陸上市企業，中國大陸允許美國選擇其任意一家國有企業進行再次試點審計。

然而，對部分美國的制裁，中國大陸亦強硬的提出對應的制裁方案，如美國將中國大陸企業列入出口管制的實體清單，中國大陸即宣布建立「不可靠實體清單制度」和「出口管制法」進行反制，但目前為止並未有美國企業被列入該清單中。

最後，在港版國安法通過後，世界許多國家開始對中國大陸不滿，而陸續有國家對中國大陸進行制裁，再加上美國提出與中國大陸經濟全面脫鉤，在此全球經濟環境的大變局下，習近平提出以內循環為主，帶動內外雙循環的「雙循環」發展格局。

參、美中金融戰對中國大陸經濟金融之可能影響

本研究認為美中金融戰對中國大陸經濟與金融之可能影響包括未來人民幣匯率之改革可能動輒得咎，無論是升值或是貶值都會造成不利的影響，以使匯率之調整難以真正市場化。

另外，中國大陸在美中金融戰的壓力下，勢必持續加速其金融領域的開放，除了機構准入限制的取消外，金融市場與資本帳的開放亦將會加速進行。如此，中國大陸金融業雖可因外在壓力而改善其效率，但也會使其國內金融競爭程度加劇，進而提高其金融風險。

美中金融戰下，2020 年又爆發新冠肺炎，對中國大陸經濟造成嚴重衝擊，中國大陸再次提出巨額的擴大內需計畫—新型基礎建設計畫，已使得 2020 年中國大陸的債務再次大幅上升，而企業債違約的情況也愈來愈嚴重，違約企業規模也愈來愈大，甚至包括如紫光集團等知名大企業亦出現違約事件，可見未來中國大陸債務風險仍將處於危險期。

在中國人大常委會強行通過港版國安法後，香港突然成為美中金融戰的新戰場，美國取消香港特殊待遇，並對香港部分官員進行制裁，且未來若該些官員往來之金融機構都可能受到處罰。如此種種均使得香港國際金融中心的地位被弱化。甚至中國大陸擔心美國將會切斷香港和中國大陸之美元兌換，或利用 SWIFT 將中國大陸逐出美元兌換體系。雖然目前為止並未發生，且美國利用 SWIFT 將中國大陸全面趕出美元體系的可能性相當低，但許多學者與中國大陸的官員仍擔心，美國會針對個別金融機構進行制裁，而此也足以使中國大陸受到嚴重的衝擊。

肆、中國大陸金融開放現況與趨勢

事實上，在美中貿易戰開打之初，中國大陸即已宣示將大幅度開放其金融領域，但美中貿易戰確實使中國大陸金融開放的速度有所加快。中國大陸的金融領域相對於其他領域之開放為晚，直到 2002 年加入 WTO 後才有較快速的進展。但 2008 年美國引起的全球金融海嘯後，為保護其國內金融業，中國大陸金融開放的速度明顯變慢。2013 年開始推動的自由貿易試驗區政策，金融開放雖然是一項重點，但實際上開放速度仍然不如預期，金融開放過慢也一直是世界各國對中國大陸不滿的地方。

2018 年 4 月中國大陸國家主席在博鰲論壇上宣示金融開放「宜快不宜慢、宜早不宜遲」後，中國大陸的金融開放速度才明顯再次加快。其中較為重要的金融開放在於證券與保險業，除了放開准入的限制外，亦取消外資持股比例的限制，而此為外資金融機構投資中國大陸最在

意的部分之一。因為過去外資投資中國大陸金融機構，持股比例的限制使得外資無法取得控股權，以主導企業之經營。在合資的情況下，內資與外資在經營理念與策略的意見不合，是合資金融機構營運最為困難的地方。如今外資可以取得控股權，甚至可以獨資經營，對外資而言是一個好消息。

另外，美中第一階段協議中，中國大陸對美國的金融開放承諾，包括基金託管、債券承銷、信用評級、電子支付、金融資產管理與保險服務等，中國大陸多已經遵守協議內容進行開放。

然而，中國大陸在對其本土金融機構保護多年後，已經培養了許多規模龐大、經營範圍廣的金融集團企業，其競爭力已不可同日而語，此時外資金融機構要進入中國大陸市場與之競爭，相對於過去要困難許多。

伍、人民幣國際化與數位人民幣

在 2015 年人民幣匯率大幅貶值後，人民幣國際化程度已有放緩甚至下降的情況，但在美中金融戰下，為避免遭受美國利用美元體系制裁，人民幣國際化又再次被提起，並積極推動。但雖然人民幣已是世界第五大支付貨幣，但其份額仍然相當低，要發展到可以與美元相抗衡的國際貨幣，在可預期的期間內非常困難。但為了降低對美元體系的依賴，相信中國大陸仍會持續推動人民幣國際化。

數位人民幣部分，中國大陸進展較許多國家為快，已經開始進入實際試點的階段，但離真正上路可能仍需要一段時間。數位人民幣的技術選擇在初期並未使用區塊鏈技術，但不排除未來可能的使用情境。而其架構將使用雙層架構，即中國人民銀行將數位人民幣兌換給銀行與金融機構，再由這些機構兌換給民眾。如此，可以利用商銀體系協助數位人民幣普及化；目前中央與地方分工的金融體系亦有助於降低中央集權風險；間接發行對現有金融體系衝擊較小等。

數位人民幣之推動目的與可能影響則包括：有助於矯正行動支付

目前的一些問題，也能有助於降低民間數位貨幣如比特幣等對於國家貨幣主權的衝擊，讓國家提高對於金融支付與外匯管理領域秩序之掌控度；有助於在官方可控之前提下，提高數位經濟與金融科技的整合性，帶動整體經濟與商業效率；長遠來看有助於實踐普惠金融以及提高宏觀調控的成效與有助於人民幣國際化與降低美中對抗風險。

陸、金融開放對中國大陸經濟金融之影響

中國大陸金融體系過去多被保護，因此在許多制度上難與國際接軌，而本土金融機構亦無需擔心與其他國家競爭，效率難免較差。金融加速開放，在開放倒逼改革下，中國大陸金融制度可望持續健全，也加速與國際金融制度接軌。然而，面對國外知名金融企業的競爭，中國大陸金融體系的競爭程度恐怕也會愈來愈激烈。

另外，中國大陸由於金融體制不健全也不夠開放，也造成了許多金融機構在經營體質上不健全，尤其是中小金融機構，均有相當程度上經營的問題。中國大陸金融開放一旦加速，將使該些中小型金融機構受到強大的競爭壓力而發生經營風險，故而金融行業的風險程度可能升高，未來金融機構倒閉的情況恐會愈來愈嚴重。

最後，金融開放雖是中國大陸不得不進行的改革，而在美中金融戰的情況下，中國大陸加速金融開放，引入國際（尤其是美國）的資本與企業，也相當程度降低國際間對中國大陸的制裁，因為中國大陸是順應世界潮流進行開放，世界各國沒有制裁的理由，且各國對中國大陸投資日益增加，對中國大陸的制裁勢必將造成該國在中國大陸投資的企業損失，而提高國際制裁成本。

柒、美國大選對美中關係之可能影響

雖然美國大選之結果尚未完全塵埃落定，但拜登成為下屆美國總統的機率非常高。嚴格來說，川普與拜登兩人對於中國大陸整體態度一致，均認為中國大陸是一個不公平貿易者，而中國大陸崛起對美國之威脅亦日益提高，因此兩人均不會放任中國大陸崛起，但具體的策

略可能有所不同。川普偏好單邊或雙邊談判，以關稅或其他手段直接壓迫中國大陸妥協，因此中國大陸短期面臨極大的壓力。然拜登則會利用結合盟國的方式，以多邊形式共同對中國大陸施壓，因此中國大陸短期的壓力可能變小，但長期面對的環境不一定比較有利。尤其是拜登對人權與智財權的議題較川普為強硬，而此也是中國大陸表現最差，也最難以改進的。然而，若拜登上任，可見的未來美中關稅、匯率與貿易戰應不致於再惡化。

捌、新冠肺炎中國大陸之可能影響

在美中金融戰打得如火如荼，好不容易簽署第一階段實質協議，眼看美中關係可能和緩的情況下，又爆發了從中國大陸開始，並蔓延到全世界的新冠肺炎。甚至造成美國成為世界第一大災區，美國人對中國大陸之憤怒可想而知。而中國大陸本身也深受其害。中國大陸為了提振因新冠肺炎受創的經濟，大規模增加政府支出，並推動新基建，以過去的經驗得知能夠獲得政府支持與採購的大多是大型國有企業，中小型民營企業基本上很難得到好處。遭受新冠肺炎疫情重創而又難得到政府支持的民營經濟勢必如雪上加霜，「國進民退」的情況恐會加劇。

最後，疫情造成許多企業經營出現問題，而造成銀行不良貸款，而新基建又需龐大的經費，大部分也需借貸而得，將會使得中國大陸債務規模再次擴大，債務風險恐會再度大幅上升。

玖、中國大陸金融風險變化

根據本研究將陳思寬、吳明澤等人（2020）所建構的中國大陸金融系統性風險指標更新之結果發現，中國大陸系統性金融風險綜合指標在2020年2月份（即新冠疫情高峰，封城最嚴重時期）達到歷史最高點，無論是總體經濟、債務風險、金融機構風險、通貨風險與房地產風險均處在高危險區，只有股市風險落在低風險，而後由於中國大陸疫情控制得當，經濟活動快速恢復，綜合金融風險指標有所回落，

但 2020 年 11 月中國大陸系統性金融風險綜合指標仍布 0.758 的中高風險區。而其中風險最高的仍是債務風險與房地產風險，均在高風險區，而通貨風險與金融機構風險則落在中風險區，總體經濟風險在中低風險區，股票市場仍在低風險區。

然而，金融風險是相互影響與傳染的，雖然金融機構風險暫時處於中低風險區，但中國大陸銀行持有大量的企業債務，而且房地產市場的貸款主要大多來自銀行體系，且不良貸款率持續上升，一旦債務與房地產市場風險爆發，將會連帶造成金融機構風險的提升，而金融機構爆發危機，將會造成金融緊縮而影響企業的資金鏈，甚至造成企業倒閉的連鎖效應，而引發整體系統性金融風險，不可不慎。

拾、美中金融戰、中國大陸金融開放與美國大選對我國經濟、金融之可能影響

整體而言，美中金融戰對我國金融市場之影響有限，但若美中金融戰持續深化，我國可能必須同時面對美國與中國大陸分別主導的兩大體系，並可能威脅到香港與中國大陸之臺資金融機構。在中國大陸金融開放對我國之影響方面，包括：增加我國金融機構到中國大陸投資的誘因，但金融業為特許行業，我國金融業是否得以進入還需視兩岸關係之變化而定。然而，對我國已在中國大陸經營之臺資金融機構將會產生競爭壓力。人民幣國際化增加我國跨國交易之選擇空間，但數位人民幣亦可能將擾亂我國金融秩序，造成貨幣政策之影響與引發資訊安全疑慮。

在美國大陸之影響部分，美中關係可能略為和緩，兩岸關係亦將因此而緩和，金融不確定性降低，臺、美關係應不會有太大的變化，有助我國金融市場穩定。

拾壹、未來研究方向建議

由於本研究所討論的美中金融戰與中國大陸金融開放均為現在進行式，均在動態變化中。基於研究期程之限制，因此無法涵蓋美中金

融戰與中國大陸金融開放的所有面貌，此為本研究之限制，建議未來可以針對該兩項議題持續進行關注。另外，美國對中國大陸進行的包括貿易戰、科技戰與金融戰，其背後應有一套完整的戰略思維，而以目前的情勢發展看來，習近平很有可能將會繼續掌權至 2035 年，美中兩國無論在經濟、金融，甚至是軍事上均將持續競爭，而我國處在兩大強權之間，雙方之競爭勢必牽動我國政經情勢發展，未來發展均需要密切觀察。

另外，2021 年為中國大陸實施第十四個五年規劃的第一年，且為拜登上任的第一年，拜登上任後對中國大陸實際的金融制裁作為與十四五規劃中有關金融開放與雙循環發展格局將會如何落實，亦有待後續研究觀察。

最後，中國大陸人民幣國際化與數位人民幣之發展，本身即是一個非常大的議題，受限於研究資源與期程，在本研究中難以完整進行討論，因此建議可以做為未來研究方向。在人民幣國際化部分，自 2006 年中國大陸開始提出人民幣國際化，至今已有 15 年，但人民幣國際化之進程仍相對緩慢。其中最重要的是 2015 年 811 匯改造成人民幣大幅貶值而使對人民幣的信心大幅降低。此外，中國大陸的資本管制、靠貶值拉動出口，加上人才與高科技均不若美國，因此其經濟金融體制仍需要大力改革。然一國貨幣國際化本就非一蹴可幾，因此未來仍應持續對於人民幣國際化議題加以關注。在數位人民幣方面，中國大陸領先全球主要國家進入正式實施前的局部試驗階段，數位貨幣本身就是個時刻在變化的議題，加上中國大陸實施的背景與目的也與一般西方國家有所不同，宜盡早展開與其相關之影響評估追蹤研究，以利未來我國因應中國大陸甚至全球數位貨幣未來全面推動之影響。

第二節 建議事項

壹、立即可行建議

一、與美國和中國大陸同時維持良好關係，避免過度依賴單一國家

中國大陸與美國分別為我國前兩大貿易夥伴，也是我國金融業曝險金額最大的兩個國家，目前我國均沒有能力與這兩個國家進行脫鉤。而且，美國大選之結果，拜登極為可能成為下一屆美國總統，雖然美國對中國大陸進行壓制的趨勢不變，但預計兩國之關係短期將會有所和緩，兩國之裂痕也可能有所修補。過去四年川普在任時期，對我國確實相當友好，但也使我國在美中貿易與金融戰中成為雙方角力的籌碼，兩岸也呈現無比的緊張關係。因此，未來我國應在與美國持續維持友善的關係之外，也應和中國大陸適度修補關係，至少在經貿活動上應有一定的交流，以避免過度依賴單一國家的情況。而且，我國仍有數十萬臺商在中國大陸投資與生活，中國大陸的市場仍是我國業者非常希望參與開拓市場的地方，尤其是中國大陸正加速開放金融領域，是我國金融業者的一項機會。而金融業是否能真正赴中國大陸投資，亦取決於兩岸關係是否和緩。

未來的美國總統無論是拜登或是川普，其施政上仍會以美國優先為主，也會受制於美國人民的民意與國會議員之監督。美國國會參眾兩院，無論是民主黨或是共和黨，大多均與我國維持友善的關係，未來應持續深化與兩院兩黨議員之關係，若未來拜登有意重回 CPTPP 並主導的情況下，爭取協助我國參與 CPTPP 的機會。

在本次新冠肺炎上，我國防疫之成功全球有目共睹，『Taiwan can help!』已在世界上留下印象，因此我國亦應乘此機會與美國等其他西方民主國家建立良好的經貿合作關係，即使無法加入區域全面經濟合作夥伴（RCEP），也可化整為零與個別國家洽簽雙邊貿易協定。

二、因應中國大陸之開放，相應檢視與修改我國相關金融法規

中國大陸 2018 年以來的金融開放速度有明顯的加快，且主要在於金融機構的准入與外資持股限制。由於我國市場規模較小，我國金融機構一直以來都希望赴海外投資以拓展市場，並獲得規模經濟效果。雖然政府近年來大力推動新南向政策，也鼓勵金融機構打亞洲盃，然而中國大陸的市場對我國金融業者而言，仍是最佳的選擇之一，因為其市場規模大、語言與文化相近，拓展業務之困難度較低。然而，過去由於中國大陸對金融業的保護，使我國金融業者一直難以進入中國大陸。如今中國大陸加速金融領域的開放，我國金融業者勢必希望有機會可以前往中國大陸進行佈局。

以證券業為例，1997 年時就已經在中國大陸設立辦事處，但一直無法設立證券公司，也難以與中國大陸證券公司合資，只能做資料蒐集與研究。最主要的問題除了是中國大陸不願開放外，亦是卡在外資持股比例的限制，使我國證券商難以獲得控股權。再以保險公司為例，雖然 ECFA 中為臺資保險業者克服了「五三二條款」對於資產規模的限制，但在外資持股比例上一一直未獲進展，也使得我國在中國大陸投資的保險公司常因經營理念不同而造成經營困難，甚至至今尚難以獲利。本次中國大陸已經開放保險公司外資可以 100% 持股，對於我國保險業者而言，是再一次可以在中國大陸拓展市場的機會，且這次臺資金融機構可以擁有自主控制權，預計應有保險公司有意願赴陸投資。

然而，目前我國對於部分金融業赴中國大陸投資的法規並未隨之修改，恐使我國金融機構赴中國大陸投資產生困難。例如中國大陸已開放外資證券商可以持股達 51%，或是設立全資子公司。但我國的「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」中，僅同意臺灣證券商赴中國大陸設立代表人辦事處（第三章第一節）與參股投資（第三章第二節），即持股比例不超過 50%。因此，建議政府放寬上述管理辦法，納入臺灣證券商可赴中國大陸設立子公司之相關規定。

當然，中國大陸在金融領域上仍然存在許多風險，如債務規模成長快速與違約情況嚴重、房地產泡沫化、銀行不良貸款率上升等問題。因此，本項建議是因應中國大陸金融開放情勢，修改相關的法令，並非鼓勵我國金融機構前往中國大陸進行投資，金融機構在前往中國大陸投資仍需考量自身的經營優劣勢與中國大陸金融環境的變化。另外，政府亦可以檢討現行的臺灣金融業赴中國大陸曝險的相關規範，利用中國大陸金融風險設算一調整系數，當中國大陸金融風險提高時，降低該系數，以達到風險控管之目的。

最後，政府在針對金融業者赴中國大陸投資，可依對我國之衝擊影響大小與在中國大陸經營之風險考量，排列開放的優先順序。如我國銀行業在中國大陸已有相當多的分行與子行，在中國大陸經營已久，且銀行之曝險之風險較高，因此目前恐不宜再大量開放。但其他金融業如投信、投顧與證券業，其投資金額相對較小，且曝險風險較低，可以思考優先開放。

三、提醒國內金融業赴中國大陸投資之相關風險

如本研究所提之金融風險綜合指標顯示，在 2020 年 2 月新冠肺炎造成封城或封閉式管理最嚴重的時候，中國大陸金融風險升至最高點，之後雖然經濟活動快速恢復，但綜合金融風險指標仍在中高風險區的 0.758。其中，風險最高的是債務風險，其次是房地產風險、通貨風險、金融機構風險，而總體經濟風險與股票市場風險相對較低。然而，上述的分項風險會相互的影響，任一項金融領域爆發危機，均將會對中國大陸金融與經濟造成嚴重衝擊。

另外，美中金融戰方興未艾，雖然若無意外，拜登將會成為下一任美國總統的機率非常高，但據本研究分析，美國對於中國大陸的打壓仍將會持續，甚至可能聯合世界其他國家共同對中國大陸施壓，如此中國大陸所面臨的環境將會更為艱難。中國大陸在此時大幅開放金融領域，亦有借助他國資金強化其金融市場的競爭力並降低金融風險，且可以產生黏著效應，將外資金融機構與外商黏著在中國大陸內，如

此亦使各國對於中國大陸的制裁將投鼠忌器。最後，中國大陸已經預期未來世界各國恐將對其進行封鎖的態勢，提出「雙循環」的發展格局，其重點仍在內循環為主，然此內循環是否能支撐其龐大的就業壓力與未來之經濟成長，值得觀察。

最後，中國大陸仍不是一個自由的市場，政府干預的情況非常嚴重，且在習近平上任後，「國進民退」的情況愈來愈嚴重，因此外商在中國大陸投資除面臨包括其本土與國際大型金融業者之競爭外，還可能受到官方的行政干預，風險不可謂不小。更嚴重的是中國大陸在資本管制上仍然相當嚴格，資金進入中國大陸後，要離開仍然非常困難。而臺資金融機構赴中國大陸投資通常必須匯入非常龐大的資金，一旦中國大陸市場發生動盪或是金融風險時，臺商欲將資金匯回將可能非常困難，值得臺商特別注意。

因此，中國大陸雖然大幅開放其金融領域，但其本身的經濟與金融仍存在高度的風險。我國金融業者希望赴中國大陸投資時，大多著眼於其龐大的市場，但有時卻低估了在中國大陸經營的風險。建議政府必須持續監控中國大陸經濟與金融之風險變化，利用本研究所提出之中國大陸綜合金融風險指標，輔以對中國大陸相關政策變化的質化分析，定時更新中國大陸經濟與金融風險指標供我國欲赴中國大陸投資之金融業者參考。

貳、中長期建議

一、強化我國金融業的經營實力，避免美中金融戰愈演愈烈下，成為兩強相爭下的受害者

如同本研究前述，美國大選後無論是川普連任或是拜登當選，對中國大陸的基本戰略不會有太大的變化，均是對其進行壓制的戰略思維。若拜登上臺，川普對中國大陸目前進行的制裁應不會馬上取消，只是可能不會有再更多更嚴重的制裁方案出現，因此中國大陸可能在短期可以略鬆一口氣。但長期拜登可能會結合其他盟國對中國大陸持

續施壓，如此對中國大陸而言，將會面臨更大的壓力，而金融戰亦可能會是重點之一。

我國金融業者在美國、香港與中國大陸等地均有分支機構，且中國大陸未來在金融開放後，勢必有更多金融機構進入中國大陸投資。而且美國與中國大陸是我國銀行業海外曝險的前兩大地區，而香港也是我國銀行業海外獲利最高的地區，因此美中金融戰對我國金融機構將會有相當程度的衝擊。故政府應積極協助我國金融企業進行經營體質的改善，分散金融業的海外曝險，並強化金融業者的合規經營，良好的法遵意識，並避免涉入美中兩大強權之爭，對於敏感的企業與人物之金融往來必須更為小心，避免被美國與中國大陸制裁。另外，在香港的臺資金融機構亦可能受到美中金融戰，美國對香港制裁的影響，因此政府應協助我國在香港的金融機構因應美中金融戰之衝擊。

二、準備好應對可能出現的兩套國際金融體系

無論未來美中關係如何進展，在美國持續希望壓制中國大陸對其之威脅，而中國大陸又積極推動一帶一路以突破現行國際經貿組織對其壓抑下，未來的全球經貿體系可能發展成為以美國為主與中國大陸為主的兩大體系。在科技上，如半導體、5G系統是如此，金融體系亦可能有此發展趨勢。雖然目前為止人民幣國際化程度尚未足夠與美元抗衡，但中國大陸在一帶一路周邊國家持續推動人民幣國際化下，金融系統亦可能發展成為美元為主（日本與美、歐等西方國家）與人民幣為主（中國大陸、一帶一路部分國家）的兩套體系，許多國家可能同時存在兩套體系（如東南亞國家），因此除了相關產業與金融業者應持續關注其發展外，我國政府亦應做好準備，面對未來國際貨幣體系的變化。

事實上，目前國際性的經貿組織如世貿組織（WTO）、世界銀行（World Bank）、國際貨幣基金會（International Monetary Fund; IMF）、亞洲開發銀行（Asian Development Bank; ADB）等均是由美國、日本、歐盟等先進國家主導，在經貿談判上開發中國家往往居於劣勢。再以亞

洲開發銀行為例，中國大陸已經取代日本成為世界第二大經濟體，但中國大陸在亞洲開發銀行的發言權卻遠不如日本。

中國大陸在習近平上任後便積極的擴張中國大陸在世界經濟與金融的影響力，提高中國大陸在世界經濟與金融的話語權，甚至試圖建構一套中國大陸主導的經濟金融體系。「如果進入舊秩序的成本太高，那麼不妨建立新的國際規則」，³⁷中國大陸如果無法獲得與其經濟實力相符的對待，中國大陸的結論便是既然無法挑戰美國對美元貨幣體系之掌握，中國大陸何不走這些機構，與其他國家創建新的體系，因此一帶一路、金磚銀行或是亞投行即是在此背景下由中國大陸國家主席習近平提出。

如本研究所述，國際上存在兩套金融結算體系並非不可能，過去美國利用 SWIFT 對伊朗、北韓與俄羅斯進行制裁時，英、法、德等國亦曾推出 INSTEX 與伊朗交易，比利時、丹麥、芬蘭、荷蘭、挪威及瑞典 6 國亦將加入 INSTEX，該機制結算不使用美元。雖然規模仍是非常小，且亦不太可能取代美元體系（因為只是針對少數國家，且交易金額比重非常低），然而，中國大陸主導的人民幣國際化，以中國大陸的貿易體量與其和開發中國家之往來，並非不可能（當然在短期內仍然難以達成）。

如前所述，人民幣國際化若提高到可與美元相提並論，對我國企業而言是多了一個交易貨幣的選擇，嚴格來說並非是一件壞事。然而，以我國金融體系而言，不可能完全選邊站，只使用美元體系或只使用人民幣體系，兩套國際貨幣的交易與結算體系，對我國金融機構而言仍會造成交易成本的上升。因此，雖然此種狀況在短期內不太可能發生，但為了謹慎起見，政府應持續觀察未來國際金融體系的變化，若未來真的形成兩套金融體系，亦應提早協助業者建立與兩套體系接軌的軟硬體設備，以協助我國金融業者及早進行應對兩套不同金融交易結算體系之準備。

³⁷史可、楊為數（2015），「亞投行金融攻略」，<http://www.xzbu.com/3/view-6418944.htm>

例如，應該密切關注人民幣國際化的進程與動態，與數位人民幣之發展與應用場景的變化，並在我國的外匯存底中，應該動態調整美元、歐元、日元與人民幣的幣別的比重。若在一帶一路或中國大陸與其他國家研擬大規模進行人民幣跨境結算與交易時，要研究並熟悉其交易結算系統之運作。例如中國大陸在 2015 年已上線的跨境人民幣支付系統(CIPS)，而 2004 年亦已建立中國現代化支付系統(CNAPS)，給予中國大陸境內銀行如 SWIFT 之金融機構代碼，雖然其只適用在其國內銀行。雖然 CIPS 與 CNAPS 仍需依靠 SWIFT 之報文系統，但若美中關係持續惡化，當人民幣國際化到一定程度後，中國大陸另創一套類似 SWIFT 之報文系統亦並非不可能。

最後，數位人民幣之推動雖然目前仍在初級階段，其主要功能在於與紙幣（即 M0）互為補充。但未來發展成熟後，各國企業是否可以在中國大陸註冊安裝由中國大陸境內開發之數位人民幣錢包，而不透過 SWIFT 直接與中國大陸企業進行交易，亦可能繞過 SWIFT，而降低對 SWIFT 之依賴，均不無可能。

三、密切關注數位人民幣之推動情況，並就可能之衝擊預作沙盤推演與因應方案

根據本研究前述結論，認為數位人民幣的全面實施階段可能不會太快到來，頂多在局部試驗上持續進行，就算是全面實施也只會是非常有限的數量先行，以避免系統風險。然而，數位人民幣具有數位特性，且是由對我國有政治目的中國大陸政府所發行掌控，不能排除其利用數位人民幣對我國實施針對性的活動。例如前述將數位人民幣空投給我國民眾，暗中鼓勵其使用其在我國境內進行地下化的交易，進而造成我國金融穩定或貨幣管控的風險。對此議題不可過於輕忽，必須料敵從嚴。因此，對於數位人民幣日後的進程、技術細節、使用模式等，有必要進行長期追蹤，並從我國體制面與技術面，來研擬各種可能的衝擊與因應方案，確保我國國家安全在這個面向的風險極小化。

四、提高我國金融市場的多樣性與吸引力，推動投資與金融自由化，吸引國際資金來臺

在美中貿易、科技與金融戰愈打愈烈的情況下，一般預期對中國大陸之投資應會有所下降。但實際上，近來對中國大陸不論是直接投資或是證券投資，都有持續增加的趨勢，一方面當然是全球因疫情重創經濟而大量使用量化寬鬆政策，造成資金寬鬆，而中國大陸之利差仍優於其他國家。而另外一方面也顯示外商對中國大陸的經濟仍有信心。而此時中國大陸加速金融開放，將使國際資金進入中國大陸的情況愈發明顯。

另外，雖然港版國安法使香港喪失特殊待遇地位，也危及香港國際金融中心地位，但我國要取代香港國際金融中心在短期亦不太可能。雖然中國大陸加速金融開放對臺商而言將來在當地募資或貸款還是有幫助，但中國大陸不太可能完全開放金融市場，臺商未來還是依賴香港來調度財務。預估港版國安法下香港的金融地位不會完全消失，但結構會改變，將成為大陸化的金融中心。對臺商而言，陸港 CEPA 以及香港-東協 FTA 是香港作為中介地的優勢。

因此，在中國大陸加快金融開放速度，而香港金融中心的地位仍然相當程度的存在之下，我國金融市場之地位是否受到影響與是否會受到資金排擠效應值得關注。近年來，許多國際知名指數公司陸續調升中國大陸的投資權數，例如 MSCI 多次調升中國大陸在全球新興市場指數，但調降臺灣之權重。雖然權重的調整只會影響相關被動基金的投資配置，並不一定使臺股資金動能受到太大影響，但仍相當程度上會造成資金的排擠效果。

蔡英文總統於 2020 年 7 月 31 日出席「2020 臺灣資本市場論壇」時表示，政府規劃打造臺灣成為「亞洲企業資金調度中心」及「亞洲高階資產管理中心」兩項重要目標，盼吸引更多國際機構和資金來到臺灣，為臺灣資本市場注入新活力。因此，在我國在短期間不太可能取代香港的國際金融中心，而中國大陸加速開放金融市場在後追趕之

情況下，我國金融市場仍應加快改革與開放的速度，並提高我國金融市場產品的多樣性與吸引力，全面盤點我國資本市場的租稅制度是否與國際接軌，以吸引國際資金來臺，提升我國金融市場國際地位。

參考文獻

中文文獻

中國人民大學財政金融學院（2020），《人民幣國際化報告 2020》。

中國人民銀行（2020），《2020 年人民幣國際化報告》，

http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/xinwen/2020-08/14/content_5534896.htm。

中國人民銀行（2020），《中國金融穩定報告（2019）》，

<http://www.gov.cn/xinwen/2019-11/26/5455673/files/8d8e5b3e9ffd40cc934f585c1fc1de8a.pdf>。

中國人民銀行金融穩定分析小組（2019），《中國金融穩定報告 2019 》，中國人民銀行。

中國保險監督管理委員會（2006），「信守入世承諾開創我國保險業融入國際經濟新篇章」，

<http://bxjg.circ.gov.cn/web/site0/tab5207/info39410.htm>。

任澤平（2019），「中美金融戰正式開打：情景分析、工具手段及應對」，恒大研究院研究報告，

http://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP201908071342541525_1.pdf。

朱浩民（2007），「中國加入 WTO 後，保險市場建設與未來發展之剖析」，《保險經營與制度》，第 6 卷第 1 期，頁 1-19。

吳中書、吳明澤等（2014），《中國大陸經濟暨金融風險之評估》，行政院金融監督管理委員會委託研究計畫。

吳明澤（2018），「2018 年博鰲亞洲論壇觀察」，《經濟前瞻》，177 期，頁 46-50。

- 陳思寬、吳明澤等人（2020），「美中貿易戰下中國大陸金融風險情勢」，《經濟前瞻》，186期，頁27-32。
- 陳思寬、吳明澤等人（2020），「中國大陸金融開放加速對我國金融業之意義」，《經濟前瞻》，189期，頁74-77。
- 吳明澤、田君美、葉錦徽、吳若瑋等（2018），《中國大陸金融風險與政策措施對其經濟發展與臺灣經濟之影響與因應》，大陸委員會委託研究計畫。
- 吳明澤、田君美、葉錦徽、吳若瑋等（2018），《中國大陸金融風險與政策措施對其經濟發展與臺灣經濟之影響與因應》，大陸委員會委託研究計畫。
- 陳思寬、吳明澤、黃勢璋、田君美（2020），《中國大陸家庭債務等金融風險對兩岸經濟之影響與因應》，大陸委員會委託研究計畫。
- 李佳貞（2003），「大陸銀行體系現況及外資銀行在大陸之發展--兼論國內銀行赴大陸發展之機會」，《經濟研究》，頁191-211。
- 席玲慧、歐陽勝銀（2010），「金融風險評價指標體系的構建與分析」，《湖南行政學院學報雙月刊》，第4期，頁56-59。
- 徐奇淵（2020），「為什麼中國不可能被整體踢出SWIFT」，《財經》，<http://xuqiyuan.blog.caixin.com/archives/232005>。
- 陶玲、朱迎（2016），「系統性金融風險的監測和度量—基於中國金融體系的研究」，《金融研究》，第6期（總第432期），頁18-36。
- 黃志典（2008），《金融市場概論》，臺北：前程出版社。
- 劉明康等人（2009），《中國銀行業改革開放30年（1978-2008）》，北京：中國金融出版社。

鍾經樊、詹維玲（2008），「臺灣總體經濟與金融穩定之實證研究」，中央銀行季刊，第二期，頁 15-44。

譚薇、藍裕平（2019），「為什麼港幣應該與人民幣掛鉤？」，《國際融資》，2019 年第 5 期，頁 47-50。

英文文獻

Baker, Scott R., Nicholas Bloom, and Steven J. Davis. (2016). "Measuring Economic Policy Uncertainty." *Review of The Quarterly Journal of Economics* 131 (4):1593-636. doi: 10.1093/qje/qjw024.

Blanco, R., Brennan, S., & Marsh, I. W. (2005). "An empirical analysis of the dynamic relation between investment-grade bonds and credit default swaps". *The Journal of Finance*, 60(5), 2255-2281.

Duong, J. (2020). "Overview of Central Bank Digital Currency -State of Play." *SUERF Policy Note(158)*, 1-22.

Longstaff, F. A., Pan, J., Pedersen, L. H., & Singleton, K. J. (2011). "How Sovereign Is Sovereign Credit Risk?" *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 75-103. doi:10.1257/mac.3.2.75

UNCTAD, Investment and Enterprise Division (2020), "Investment Trends Monitor", Retrieved from https://unctad.org/system/files/official-document/diaeiainf2020d4_en.pdf

政策文件

中共中央與國務院（2020），《關於構建更加完善的要素市場化配置體制機制的意見》，http://www.gov.cn/zhengce/2020-04/09/content_5500622.htm。

中國人民銀行（2020），《關於開展大額現金管理試點的通知》，
<http://money.people.com.cn/BIG5/n1/2020/0612/c42877-31744889.html>。

中國共產黨第十九屆五中全會（2020），《十四五規劃和二〇三五年遠景目標的建議》，<http://www.tlxfzx.com/News/Content/df25a17f-70dd-4fab-9c95-752bce17090c>。

中國國務院（2020），《新時期促進集成電路產業和軟件產業高質量發展若干政策》，<http://www.ssia.org.cn/userlist/admin/newshow-10830.html>。

中國國務院金融穩定發展委員會（2019），《關於進一步擴大金融業對外開放的有關舉措》，http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/21/content_5412293.htm。

中國證監會（2020），《關於創新試點紅籌企業在境內上市相關安排的公告》，<http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-05/07/5509578/files/33110cafb296449cb647a16949140a89.pdf>。

統計資訊

CEIC 資料庫

上海證券交易所，網址：<http://www.sse.com.cn/>

中國人民銀行，網址：<http://www.pbc.gov.cn/>

中國社科院國家資產負債表研究中心，網址：
<http://www.nifd.cn/Activity/Future/145>

中國國家統計局，網址：<http://www.stats.gov.cn/tjsj/>

中國銀保監會，網址：<https://www.cbirc.gov.cn/>

中華人民共和國海關總署，網址：<http://www.customs.gov.cn/>

企業脆弱性指數，網址：<https://www.rmicri.org/zh-cn/cvi/>

政策不確定性指標，網址：<https://www.policyuncertainty.com/>

國際清算銀行，網址：<https://www.bis.org/>

彭博財經資料庫（Bloomberg）

萬得（Wind）資料庫

附表 1 美方對中國大陸金融制裁措施與中國大陸之因應

金融戰層次	日期	美方措施	中國大陸因應
攻擊金融制度	2020/1/15	第一階段實質協議，美國要求中國大陸限期內開放相關金融市場與領域，開放美國金融提供者進入中國大陸，並取得業務執照。	中國大陸已陸續開放多項金融領域，如證券、基金管理與期貨服務領域取消持股限制，具體之開放內容請見附表 4。
	2020/7/10		中國大陸證監會和銀保監會聯合修訂發布「證券投資基金託管業務管理辦法」，其中包括允許符合條件之外國銀行在華分行申請證券投資基金託管業務資格（屬美中第一階段經貿協議內容之一）。
攻擊金融主體	2020/5/11	美國白宮國家安全顧問奧布萊恩（Robert O'Brien）和經濟顧問庫德洛（Larry Kudlow）發	

	信致勞工部長斯卡利亞 (Eugene Scalia)，指白宮不希望聯邦政府雇員的「節儉儲蓄計畫」(Thrift Savings Plan) 投資中國大陸股市。	
2020/5/14	在白宮施壓下，美國聯邦退休基金委員會 (FRTIB) 在美東時間 5 月 13 日正式宣布，將無限期延遲投資中企。	
2020/5/15	發布出口限制令，禁止使用美國軟體及相關技術的晶片供應商在未事先取得美國政府核可的情況下，將產品出貨給華為。	
2020/5/20	參議院通過《外國公司問責法案》，外國公司赴美上市，不能再以母國法令為由，規避美國上市公司會計監督委員會 (PCAOB) 監督，同時須揭露公司是否受政府控制，否則必須下市。	中國大陸企業回香港或中國大陸上市或雙掛牌。 中國證監會向和美國公眾公司會計監督委員會 (PCAOB) 發送了新的方案建議，擬允許美國選擇其任意一家國有企業進行再次試點審計。
2020/5/29	美國宣布終止 1992 年所制定的《美國－香港政策法》所給予香港在金融交易、移民與貿易方	

		面不同於中國大陸的特殊待遇。	
2020/6/4		美國總統川普簽署備忘錄，要求加強審查在美國上市的中國大陸企業，並要求總統金融市場工作小組 60 天內提交評估與建議報告，確保美國投資人的投資安全。	許多中國大陸在美上市企業思考回中國大陸或香港第二上市，或是直接在美國下市，回中國大陸或香港上市。
2020/6/29		美國商務部長羅斯（Wilbur Ross）宣布撤銷香港特殊地位，如此港幣與美元自由兌換的基礎不再，也可能造成美國對香港公司投資進行更嚴格審查。	中國大陸外交部發言人趙立堅表示：中國決定對在牽涉香港問題上表現惡劣的美國人員實施簽證限制。
2020/7/8		兩名美國白宮官員（國安顧問歐布萊恩（Robert C. O'Brien）與經濟首席顧問庫德洛（Lawrence Kudlow））致函聯邦鐵路職工退休基金委員會（U.S. Railroad Retirement Board），指出由聯邦政府管理的一項鐵路職工退休基金投資計畫在中國的投資，使美國退休人員面臨「不必要經濟風險」，警告其不要投資中國公司。因為華府	

		未來可能會祭出更多制裁措施，以懲罰中國大陸造成新冠肺炎和鎮壓香港民主運動。	
2020/7/9		根據《全球馬格尼茨基人權問責法》(The Global Magnitsky Human Rights Accountability Act)，美國以中國大陸政府迫害新疆維吾爾族為由，對四名中國大陸官員進行制裁，凍結其資產與禁止入境。	
2020/7/14		《香港自治法案》(Hong Kong Autonomy Act) 生效，授權美國聯邦政府以金融制裁方式懲罰實施《香港版國安法》的中華人民共和國與香港特別行政區政府官員，對於與破壞香港自治與自由的中國和香港政府官員有業務往來的金融機構施加「二級制裁」。	中國大陸宣布，對美國國會及行政部門中國問題委員會(CECC)，以及美國國際宗教自由無任所大使布朗貝克(Sam Brownback)、共和黨籍參議員盧比歐、克魯茲(Ted Cruz)以眾議員史密斯(Chris Smith)祭出對等制裁。
2020/8/7		川普以總統行政命令輔以《香港自治法》的授權，宣布制裁包括香港特首林鄭月娥、港區國安委秘書長陳國基和國安公署署長鄭雁雄	

		等 11 名中港現任及前任官員，凍結他們在美國的財產，禁止交易，因為他們破壞香港自治，限制港人言論和集會自由。	
2020/8/14		下令北京字節跳動公司在 90 天內，從在美國的 TikTok 撤資。川普甚至表示 TikTok 如果不在 9 月 15 日之前出售在美國的業務，而且最好是出售給美國買家，那麼就會被趕出美國市場。	
2020//8/17		繼 2020/5/15 宣布對華為禁令後，美國商務部再次宣布進一步擴大限制範圍，緊縮華為獲取美國技術的限制，將華為旗下 38 家附屬公司也列入制裁的實體清單，以阻止華為透過旗下子公司交易，規避美國技術出口禁令。	無明顯反擊措施。中國大陸商務部 2019 年曾宣布將建立「不可靠實體清單制度」(non-reliable entity list)，列入出於非商業目的對中國企業切斷供貨的外國企業，但一直未公布企業名單與具體措施。
2020/8/23			中國大陸銀保監會保證「堅定支持中資金融機構依法合規開展業務，為包括香港公民和企業在內的所有客戶，提供良好的金融服務」。
2020/8/25			TikTok 對美國政府提出告訴，藉以拖延時間。

2020/8/28		中國大陸商務部與科技部調整發布「中國禁止出口限制出口技術目錄」，字節跳動公司出售 TikTok 美國業務，必須申請許可，亦即中國大陸可以禁止 TikTok 出售。
2020/12/3	眾議院通過《外國公司問責法案》。	中國證監會表示，該法案具有明顯的歧視性，「堅決反對這種將證券監管政治化的做法」；期待雙方監管機構本著相互尊重的原則，就具體方案開展磋商，通過對話解決分歧。
2020/12/3	限制中國共產黨黨員及其直系親屬赴美旅行，最長有效期限將由 10 年縮短至 1 個月。	
2020/12/7	美國財政部公布包括中國大陸全國人民代表大會常務委員會副委員長等 14 名人士新行制裁，這些人士與直系親屬未來禁止入境，在美資產也將被凍結。	中國大陸外交部批評美國「干涉中國內政、嚴重破壞中美關係」「蠻橫無理、性質惡劣」，中國「強烈憤慨、予以強烈譴責」。
2020/12/7	美國眾議院通過《香港人民自由與選擇法案》，給予持簽證，身在美國一旦返港可能面臨迫害	

		的港人提供臨時保護身份，並會加快處理逃避政治迫害的香港居民，提出的赴美難民申請，包括因參與示威活動而遭逮捕或起訴的人。	
	2020/12/18	美國商務部宣布，將中國半導體龍頭企業中芯國際等 60 家中企和機構列入出口管制的「實體清單」，以保護美國國家安全。美國商務部聲明，此行動源於「中國軍民融合主義，以及中芯國際和中國軍工集團相關實體之間存在的活動證據」。	中國外交部發言人汪文斌表示，美國措施將嚴重干擾中美及全球科技交流和貿易往來，促美方停止「無理」打壓，中方將續採必要措施，以維護中企正當權益。
攻擊金融工具	2019/8/5	美國將中國大陸列入匯率操縱國名單，是美國首次將中國大陸列入名單中。	中國大陸與美國達成第一階段實質協議，承諾避免競爭性貨幣貶值，確認接受國際貨幣基金組織 (IMF) 協定約束，避免操縱匯率或國際貨幣體系以阻礙國際收支的有效調整或獲得不公平的競爭優勢。2020/1/14 美國將中國大陸移出名單。
其他	2020/8/23	2020/6/19 川普在其 Twitter 上貼文指美中全面脫鉤仍是一個政策選項，2020/8/23 再次接受專	2020/6/8 中國大陸外交部長王毅在新華社訪談中強調避免中美對抗，拒絕中美脫鉤。

		<p>訪指出美國沒有義務與中國做生意，他可能會讓美中經濟脫鉤。</p>	<p>2020年6月中國大陸拋售93億美元國債，是拋售美債最多國家，有分析指可能是中國大陸向美方發出某種警告。</p> <p>2020/8/24 王毅再次強調美中「脫鉤」論調既不可行，也不合理，背離市場經濟規律和違背企業自主意願。「中美建交40多年的事實表明，要維護和增進兩國人民的福祉，應當優勢互補而不是脫鉤切割」。</p>
--	--	-------------------------------------	---

資料來源：本研究自行整理

附表 2 中國大陸加入 WTO 有關金融方面之承諾摘要

保險及相關服務（包括壽險、健康險、養老金/年金險、非壽險、再保險和保險附屬服務）	
1.	關於再保險（國際海運、空運和運輸保險）、大型商業經紀險、國際海運、空運和運輸保險經紀，及再保險經紀之服務可以跨境交付。
2.	加入 WTO 起，允許外國非壽險公司設立分公司或合資企業，外資可占 51%。加入 WTO 後 2 年內，允許外國非壽險公司設立外資獨資子公司，取消企業形式限制。
3.	加入 WTO 起，允許外國壽險公司設立合資公司，外資可占 50%，並可自行選擇合資夥伴。
4.	對於大型商業險經紀、再保險經紀、國際海運、空運、運輸保險和再保險經紀，自加入 WTO 時起，允許設立外資股比不超過 50% 的合資企業；加入 WTO 後 3 年內，外資股比增至 51%，加入 WTO 後 5 年內，允許設立外資獨資子公司。
5.	外國保險公司在中國開展業務的地域範圍限制。 自加入 WTO 時起，允許外國壽險和非壽險公司及保險經紀公司在上海、廣州、大連、深圳和佛山提供服務。 加入 WTO 後 2 年內，允許外國壽險、非壽險公司及保險經紀公司在下列城市提供服務：北京、成都、重慶、福州、蘇州、廈門、寧波、瀋陽、武漢和天津。 加入 WTO 後 3 年內，將取消地域限制。
6.	加入 WTO 時起，允許外國非壽險公司提供無地域限制的「主保單」（“master policy” insurance）/大型商業保險，向境外企業提供保險，並向在中國的外商投資企業提供財產險、相關責任險和信用險。 加入 WTO 後 2 年內，允許外國非壽險公司向外國和國內客戶提供全部非壽險服務。 自加入 WTO 時起，允許外國保險公司向外國人和中國公民提

	<p>供個人險服務；加入 WTO 後 3 年內，允許外國保險公司向外國人和中國人提供健康險、團體險和養老金/年金險。</p> <p>自加入 WTO 時起，允許外國保險公司以分公司、合資公司或外資獨資子公司的形式提供壽險和非壽險的再保險服務，無地域限制或發放營業許可的數量限制。</p>
7.	<p>自加入 WTO 時起，許可的發放將沒有經濟需求測試或數量限制。設立外資保險機構的資格條件如下：</p> <p>a)投資者應為在一 WTO 成員中有 30 年以上設立商業機構經驗的外國保險公司；</p> <p>b)應連續 2 年在中國設有代表處；</p> <p>c)在提出申請的前一年年末總資產應超過 50 億美元，但保險經紀公司除外。</p> <p>保險經紀公司的總資產應超過 5 億美元；加入 WTO 後 1 年內，其總資產應超過 4 億美元；加入 WTO 後 2 年內，其總資產應超過 3 億美元；加入 WTO 後 4 年內，其總資產應超過 2 億美元。</p>
8.	<p>自加入 WTO 時起，外國保險機構要就非壽險、個人事故和健康險的基本風險的所有業務向一家指定的中國再保險公司進行 20% 的分保；加入 WTO 後 1 年，分保比例為 15%；加入 WTO 後 2 年，分保比例為 10%；加入 WTO 後 3 年，分保比例為 5%；加入 WTO 後 4 年，不要求任何強制分保。</p>
銀行與其他金融機構	
1.	<p>下列服務可以跨境交付：提供和轉讓金融資訊、金融資料處理以及相關軟體；就協定所列各項銀行和其他金融服務專案提供諮詢、仲介和其他附屬金融服務，包括信用調查和分析、投資和證券組合的研究和諮詢、收購諮詢、公司重組和戰略制定的建議。</p>
2.	<p>外國金融機構在中國境內開展業務的地域限制</p> <p>外匯業務：加入 WTO 時取消限制。</p> <p>人民幣業務：</p> <p>加入 WTO 時，開放深圳、上海、大連、天津；</p>

	<p>加入 WTO 後 1 年內，開放廣州、珠海、青島、南京、武漢；</p> <p>加入 WTO 後 2 年內，開放濟南、福州、成都、重慶；</p> <p>加入 WTO 後 3 年內，開放昆明、北京、廈門；</p> <p>加入 WTO 後 4 年內，開放汕頭、寧波、瀋陽、西安；</p> <p>加入 WTO 後 5 年內，取消所有地域限制。</p>
3.	<p>外國金融機構在中國境內開展業務的客戶限制</p> <p>外匯業務，加入 WTO 時取消客戶限制。</p> <p>人民幣業務，加入 WTO 後 2 年內，允許外國金融機構對中國企業辦理人民幣業務；加入 WTO 後 5 年內，允許外國金融機構對所有中國客戶提供服務。允許外國金融機構辦理異地業務。</p>
4.	<p>在中國設立外資金融機構的許可條件</p> <p>加入 WTO 時，中國金融服務部門進行經營的批准標準僅為審慎性的(即不包括經濟需求測試或營業許可的數量限制)。加入 WTO 後 5 年內，取消現存的限制所有權、經營權、外國金融機構法律形式，包括內部分支機構和營業許可的任何非審慎性措施。</p>
5.	<p>總資產要求</p> <p>(A)外資金融機構在中國設立外國獨資銀行、外國獨資財務公司、中外合資銀行、中外合資財務公司需達到規定的總資產要求為：提出申請前一年末總資產超過 100 億美元。</p> <p>(B)外資金融機構在中國設立外國銀行的分行需達到規定的總資產要求為：提出申請前一年末總資產超過 200 億美元。</p> <p>外國金融機構從事本幣業務的資格：在中國營業 3 年，且申請前連續 2 年盈利。</p> <p>外國非銀行金融機構在中國設立企業或代表處從事汽車消費信貸沒有限制。</p>
6.	<p>國民待遇限制</p> <p>除關於本幣業務的地域限制和客戶限制外，外國金融機構可以同外商投資企業、非中國自然人、中國自然人和中國企業進行業務往來，無個案批准的限制或需要。</p>

其他金融服務（不包括證券和保險）	
1.	中國對外國機構在中國設立企業或機構沒有限制，中國金融服務部門進行經營的批准標準為審慎性的(即不含經濟需求測試或營業許可的數量限制)，並允許外國機構設立分支機構。
證券服務	
1.	<p>跨境交付</p> <p>外國證券機構可不通過中國仲介直接從事 B 股交易。</p>
2.	<p>自加入時起，外國證券機構在中國的代表處可成為所有中國證券交易所的會員。</p> <p>自加入 WTO 時起，允許外國服務提供者設立合資公司，從事國內證券投資基金管理業務，外資最多可達 33%;加入 WTO 後 3 年內，外資增至 49%。加入 WTO 後 3 年內，允許外國證券公司設立合資公司，外資最多可達 33%，合資公司可直接從事 A 股的承銷、B 股和 H 股及政府和公司債券的承銷和交易、基金的發起。</p> <p>中國金融服務部門對合資公司的批准標準為審慎性的(即不含經濟需求測試或營業許可的數量限制)。</p> <p>中國對於外國證券機構在中國設立其他形式的企業或機構不作承諾。</p>

附表 3 WTO 金融承諾，中國大陸落實成果

類別	開放結果	不公平競爭之處
銀行	<p>加入 WTO 後已經取消外匯業務的服務對象限制，可以對中資企業與居民提供服務。</p> <p>2003 年外資金融機構經營外匯業務已沒有地域與客戶限制，也逐漸放鬆外資銀行在中國大陸經營限制，取消外資銀行人民幣負債不得超過外匯負債 50% 之規定。</p> <p>2005 年 10 月底，已有 40 個國家和地區的 173 家銀行在中國大陸 23 個城市開設了 238 家代表處，有 20 個國家和地區的 71 家外國銀行在中國大陸 23 個城市設立了 238 家營業性機構，其中，外國銀行分行共 181 家，法人機構 14 家。</p>	<p>金融業仍為特許產業，外資銀行無論是在中國大陸設立分行或是經營業務，仍需要中國大陸金融監管當局的許可，而取得許可的過程相對不夠透明，而造成了隱性的進入障礙。</p> <p>中國大陸金融監管當局規定外資銀行吸收人民幣定期存款單筆不得少於 100 萬人民幣，但對於內資銀行卻無相同的限制。</p> <p>中國大陸對於外資銀行對中資銀行的持股比例有一定的上限，造成外資銀行對其所投資的中資銀行經營上難有控制力，而要在中國大陸設立獨資銀行的門檻又非常高，因此外資銀行仍難以在中國大陸與其內資銀行競爭。</p>
證券	<p>2002 年 6 月中國大陸發布《外資參股證券公司設立規則》，2003 年 7 月開始施行《外資參股基金管理公司設立規</p>	<p>中國大陸對於證券公司有嚴格的股權比例限制，即使到了 2015 年放寬合資證券商之外資持股，也只能最多達</p>

	<p>則》，加入 WTO 後的首家中外合資證券公司—華歐國際證券亦在 2003 年成立。與此同時，第一家中外合資的基金管理公司—招商基金管理有限公司成立。</p> <p>在加入 WTO 後，中國大陸中外合資證券公司開始增加，包括長江巴黎百富勤證券、海際大和證券、高盛高華證券、瑞銀證券、瑞信方正、中德證券、華英證券、第一創業、摩根大通、摩根史坦利華鑫證券與東方花旗證券等。</p> <p>整體而言在加入 WTO 有關證券業的承諾已基本實現。2006 年底外資參股的證券公司有 7 家，外資參股與中外合資（中方控股）有 26 家。</p> <p>在金融市場的開放上，因涉及資本項目的開放，中國大陸步伐相對較為緩慢。2006 年中國大陸開始實施合格境內機構投資者制度（Qualified Domestic Institutional Investors, QDII），2006 年底亦有 15 家商業銀行獲批 134 億美元的</p>	<p>49%，即無法控股。</p> <p>在合資證券商成立後並沒有對等取得業務牌照，而是必須一次次申請，且審核過程不夠透明。</p> <p>2012 年至 2015 年中國大陸均無再核准任何一家中外合資證券商。申港證券與華菁證券在 2016 年獲批，但兩家的主要外資均為港資，並不是真正意義的中外合資。</p> <p>2012 年以前的中外合資證券商，因為外資無法控股，中資與外資在經營上難免有爭論，包括華歐國際、長江巴黎百富勤證券、海際大和證券、第一創業、摩根大通與華英證券等，均因為合資的內外資意見不合與業務牌照取得不易，因此外資股東紛紛退出。</p>
--	---	--

	QDII 額度。	
保險	<p>2001 年 12 月允許外資保險公司在中國大陸設立，其中規定外資保險公司與中國大陸合資設立之人身保險業務公司，外資比例不得超過 50%。</p> <p>申請設立合資保險公司、獨資保險公司的註冊資本最低限額為 2 億人民幣，且必須為實繳貨幣資本，外國保險公司分公司則應由其總公司撥給不少於 2 億元人民幣的營運資金。</p> <p>2003 年底開始向外資非壽險公司開放所有業務限制。</p> <p>外國非壽險公司在中國大陸設立營業機構的形式，在原有的分公司和合資公司基礎上，增加了獨資子公司，外國非壽險公司在中國大陸設立形式從此無限制。</p> <p>2004 年 5 月，中國保監會發布通知，允許此前已經設立的外國財產保險分公司在符合一定條件的前提下，改建為獨資保險公司。</p> <p>2004 年底開始，對外資保險</p>	<p>在中國大陸投資保險公司之條件非常嚴格，主要在於必須要經營保險業務 30 年以上、在中國大陸境內設立代表機構 2 年以上、提出設立申請前 1 年底總資產不少於 50 億美元（即俗稱的五三二條款），門檻極高，許多小型外資保險公司要進入中國大陸市場非常困難。</p> <p>中國大陸對合資保險公司外資持股比例的限制亦使外商卻步。</p>

	<p>公司取消地域限制，外資保險公司可在任何城市申請設立機構，經營保險業務，同時除有關法定保險業務外，向外資壽險公司放開所有業務限制)。</p>	
--	--	--

附表 4 2018 年新一輪開放加速相關重要時程

2018 年 4 月 10 日	中國大陸國家主席習近平在博鰲論壇年會上，宣告金融開放「宜快不宜慢、宜早不宜遲」的原則。
2018 年 4 月 11 日	中國人民銀行行長易綱即在「貨幣政策的正常化」分論壇中，公布 12 項金融開放措施。
2018 年 5 月 1 日	中國銀保監會發布 12 條金融開放措施，以落實習近平的原則與易綱的開放承諾。
2019 年 6 月 14 日	中國證監會主席易會滿在上海陸家嘴論壇上宣布進一步擴大資本市場對外開放的 9 項措施。
2019 年 7 月 20 日	中國人民銀行與中國銀保監會再加碼推出 11 條金融業對外開放舉措。
2019 年 10 月 11 日	中國大陸外匯管理局宣布取消 QFII 與 RQFII 的額度限制。
2019 年 10 月 11 日	中國證監會公布自 2020 年 1 月 1 日起，取消期貨公司外資持股比例限制，符合條件的投資者可 100% 持股，基金管理公司和證券公司的外資持股限制，也將分別在 2020 年 4 月 1 日，和 2020 年 12 月 1 日起取消。
2020 年 3 月 14 日	中國證監會宣布自 2020 年 4 月 1 日起，取消基金管理公司與證券公司外資持股限制。
2020 年 3 月 30 日	中共中央與國務院聯合發布《關於構建更加完善的要素市場化配置體制機制的意見》。

附表 5 美中第一階段協有關金融開放措施，中國大陸落實成果

銀行服務	應允許美國金融機構的分行提供證券投資基金託管服務，並應將其母公司的海外資產情況納入考量以滿足相關資產要求。	<p>2019 年 6 月 13 日中國大陸證監會公布的進一步擴大資本市場對外開放的 9 項政策措施中已經納入。</p> <p>2020 年 7 月 10 日中國證監會與銀保監會發布《證券投資基金託管業務管理辦法》，允許外國銀行在中國大陸分行淨資產等財務指標按照境外總行計算，並將基金託管人 20 億元淨資產和結算參與人 400 億元淨資產要求的基礎上，將託管和結算分開，將基金託管人淨資產要求調整為 200 億元。</p>
	根據修改後的發放非金融企業債務融資工具主承銷商牌照的評估規則接受評估，並相應獲得 A 類主承銷商牌照。	2019 年 7 月 20 日中國大陸國務院金融穩定發展委員會辦公室宣布允許外資機構獲得銀行間債券市場 A 類主承銷商牌照。
信用評級服務	允許美國服務提供者對向國內外投資者出售的所有種類之國內債券進行評級，本協議生效後 3 個月內，中國大陸應審核和批准美國服務	2020 年 1 月 28 日時中國人民銀行發布已給予美國標準普爾（Standard & Poor）的北京全資子公司一標普信用評級（中國）有限公司進行備案，同時中國銀行間市場交易協會亦公

	<p>提供者已提交的尚未批准的任何信用評級服務牌照申請。</p>	<p>告接受其進入銀行間市場開展債券評級業務之註冊。</p> <p>2020年3月4日中國人民銀行再次宣布給予美國惠譽評級公司(Fitch Ratings)在中國大陸境內設立的獨資子公司—惠譽博華信用評級有限公司備案，同時中國銀行間市場交易協會亦公告接受其進入銀行間市場開展債券評級業務之註冊。</p>
電子支付服務	<p>中國大陸在美國服務提供者報告其已完成籌備工作後不遲於1個月內，應受理此服務提供者的牌照申請，包括萬事達(MasterCard)、Visa或美國運通(American Express)的任何牌照申請，並應就該申請做出決定，包括對不利決定給予解釋。</p>	<p>2020年6月中國人民銀行核發銀行卡清算業務許可證給予由美國運通(American Express)與中國大陸連連數字科技有限公司合資成立連通(杭州)技術服務有限公司，9月正式開始商業營運，成為中國大陸第一家中外合資銀行卡清算機構。</p> <p>萬事達卡(MasterCard)與中國大陸網聯科技合資的萬事網聯信息技術(北京)有限公司，亦已獲得中國人民銀行核准銀行卡清算機構申請，預計在1年的籌備期後在中國大陸申請開業。</p>
金融資產管理	<p>允許美國金融服務提供者從省轄範圍牌照開始申請資產管理公司牌照，使其可直接從中資銀行收購不良貸款。</p>	<p>成立於洛杉磯的橡樹資本管理有限公司(Oaktree Capital Management)，利用其在香港的子公司在北京投資的全資子公司-Oaktree(北京)投資管理有限公司，於2020年2月</p>

服務		在北京完成工商註冊，成為第一家申請地方 AMC 牌照的外資 AMC。
保險服務	不遲於 2020 年 4 月 1 日 ，應取消壽險、養老保險和健康保險領域的外資股比限制，並且允許美國獨資保險公司進入上述領域。	中國大陸銀保監會公布自 2020 年 1 月 1 日起，取消經營人身保險業務的合資保險公司外資比例限制，合資壽險公司的外資比例可達 100%。同時，取消境內保險公司合計持有保險資產管理公司的股份不得低於 75% 的規定，允許境外投資者持有股份超過 25%。
證券、基金管理和期貨服務	不遲於 2020 年 4 月 1 日 ，應取消外資股比限制並允許美國獨資的服務提供者進入證券、基金管理和期貨服務領域。	2019 年 7 月中國大陸國務院金融穩定發展委員會辦公室對外發布《關於進一步擴大金融業對外開放的有關舉措》，將原定於 2021 年取消證券公司、基金管理公司和期貨公司外資股比限制的時點提前到 2020 年。自 2020 年 4 月 1 日起，取消基金管理公司外資股比限制、自 2020 年 12 月 1 日起，取消證券公司外資股比限制。而後在 2020 年 3 月將證券公司外資股比限制提前與基金管理公司相同，在 2020 年 4 月 1 日起取消。

資料來源：本研究自行整理

附錄 1 中國大陸系統性金融風險指標

為了有效掌握中國大陸金融風險的變化，本研究利用陳思寬、吳明澤等人（2020）建構之中國大陸金融風險監測的指標體系，以便隨時監測中國大陸金融風險的狀況。以下將簡述陳思寬、吳明澤等人（2020）之中國大陸系統性金融風險指標體系。

吳明澤等人（2018）參考文獻上對中國大陸金融風險的指標選擇，包括席玲慧、歐陽勝銀（2010）、吳中書、吳明澤等（2014）與陶玲、朱迎（2016）等，與近年來因大數據而發展的指標，配合中國大陸經濟與金融市場的特性，重新建構中國大陸金融風險指標體系。然而，由於中國大陸 2018 年債務違約情況創歷史新高，在吳明澤等人（2018）的指標中因尚未取得有效足夠的資料而未加以納入，可能無法有效掌握債務風險概況，因此陳思寬、吳明澤等人（2020）將其指標體系加以補強與修正，使其更能反映中國大陸目前金融風險的態樣。在統計數據或交易數據可取得，且滿足一致性與連續的情況下，將中國大陸金融風險指標體系區分為六個構面，包括總體經濟風險、債務風險、金融機構風險、股票市場風險、通貨風險與房地產市場風險，最後再整合為一個綜合性指標。

壹、總體經濟風險構面

在總體經濟風險構面上，選取 OECD 領先指標、中國大陸製造業採購經理人指數（PMI）、服務業採購經理人指數（NMI）、工業增加值成長率、中國大陸政策不確定指數（EPU）、進出口總額成長率、貿易差額成長率、外人投資占 GDP 比率與經常帳占 GDP 比率等九項指標。

指標體系內資料來源如表 A-1 所示，而為了將 2008 年金融海嘯時期之前後納入風險指標的建構，本指標體系之資料樣本期間自 2006 年 1 月開始至今。

表 A-1 中國大陸總體經濟風險指標與其資料來源

指標	資料來源
OECD 領先指標	OECD 網站
製造業採購經理人指數(PMI)	中國大陸國家統計局
服務業採購經理人指數(NMI)	中國大陸國家統計局
工業增加值成長率	中國大陸國家統計局
進出口總額成長率	中國大陸海關總署
外人直接投資占 GDP	中國大陸商務部、中國大陸國家統計局
經常帳順差占 GDP	中國大陸海關總署、中國大陸國家統計局
貿易差額增速成長率	中國大陸海關總署
中國大陸 EPU 指數	Econommmic Policy Uncertainty 網站 https://www.policyuncertainty.com/

資料來源：陳思寬、吳明澤等人（2020）本研究自行整理。

在總體經濟風險的指標選取原則上，主要是考量總體經濟的實體因素與政策的不確定性。表現在工業增加值成長率、進出口總額成長率、經常帳占 GDP 比率與外人投資占 GDP 比率等四項。除了表示整體產值和生產力等供給面的變化外，亦表示貿易與外人投資對中國大陸經濟的貢獻。然而由於固定資本投資時常是中國大陸用以在短期刺激經濟成長的工具，且其對經濟成長之貢獻常會產生時間遲延，本研究不將之納入指標體系中。理論上而言，上述六項指標對經濟成長均有正面的貢獻，故這些指標上升，總體經濟風險應會愈小，故與總體經濟風險呈反向變動。

上述的指標雖是用來代表總體經濟表現的最佳指標，但基於統計上的原因，大多無法即時反應當時的經濟狀況。因此，為達到預警的效果，本研究納入 OECD 領先指標、中國大陸製造業經理人指數(PMI)與非製造業經理人指數(NMI)，用以模擬未來中國大陸總體經濟的表現。

最後，由於一國經濟政策的不確定性，會造成企業投資與民眾消

費的不確定，因而阻礙一國經濟之持續穩定發展。故本研究引入經濟政策不確定性指標(EPU)用以表達一國經濟政策的不確定性。EPU是由 Scott Baker、Nick Bloom 與 Steven Davis 在 2016 年時所建構用來表達經濟風險的指標。美國的 EPU 分為三個部分，第一部分是新聞指數(News Index)，是以 10 份美國大型報紙中找出同時包括 Economic、Economy 這兩個代表經濟的字詞，與 Uncertainty、Uncertain 代表不確定的字詞，同時並有如 Congress、deficit、Federal Reserve、Legislation 與 regulation 等經濟、政策、不確定性的文章出現比例，作為估算經濟風險的替代指標。第二部分是稅法法條失效指數(Tax Expiration Index)，統計每年失效的稅法法條數目衡量稅法變動的不確定性。第三部分是經濟預測差值指數(Economic Forecaster Disagreement Index)，衡量不同預測機構對重要經濟指標的預測差異(Baker, Bloom et al. 2016)。而此指標在 911 恐怖攻擊、2011 年債務上限危機與波斯灣戰爭等問題出現時，均明顯的上升，顯示此指數對反映經濟風險有一定的能力。

而後三位學者將政策不確定性指標研究的範圍擴大到包括澳洲、歐洲、日本、中國大陸與香港等國家與地區，因應不同國家的特性而有所調整。中國大陸的 EPU 僅為綜合指數的第一部分，即新聞指數，是以香港主要的英文報紙《南華早報》(SCMP)中構建與政策相關的經濟不確定性文章的數量，遵循作者對美國與其他國家 EPU 的建構方式建構。在報紙中至少包括(China、Chinese)、(economy、economic)、(uncertain、uncertainty)字集中的一項，且討論政策問題的字彙，包括{{policy 或 spending 或 budget 或 political 或 interest rates 或 reform} 與 {government 或 Beijing 或 authorities}} 或 tax 或 regulation 或 regulatory 或 central bank 或 People's Bank of China 或 PBOC 或 deficit 或 WTO 等。有鑑於中國大陸仍然具有非常明顯的計劃經濟特色，政府力量對其經濟有重大的影響力，故本研究將 EPU 納入總體經濟風險構面，以補捉政府的不確定性之風險。

為了補捉經濟變數對金融風險的影響程度並決定其權數，陳思寬、吳明澤等人(2020)利用主成分分析法(Principal Component Analysis,

PCA) 對總體經濟風險構面的諸多潛在變數進行降維，產生另一組維度變數因子，以排除多餘訊息，保留絕大部分重要訊息。主成分分析最早為 Karl Pearson 於 1901 年提出，其後由 Hotelling 將之擴展，利用主成分分析能將高維度的數據集加以分析、簡化，保持數據集中對變異數貢獻最大的特徵值。其作法是透過保留對數據集有較多貢獻值的低階主成分，忽略高階主成分，來達到將數據集維度簡化的統計方式，此分析方式在處理複雜的資訊時尤為有效。

在運用到總體經濟與金融穩定之實證研究上、鍾經樊、詹維玲 (2008) 利用主成份分析，由分屬於「總體經濟部門」、「不動產市場部門」、「企業部門」、「家庭部門」、「金融市場部門」五個非銀行部門，以及「銀行部門」的五個子部門「流動性」、「信用風險」、「獲利能力」、「資產品質」、「資本適足性」的五百多個變量中篩選出代表性變量，並分別導出各部門的兩個主成份變量，用以建構總體經濟與金融穩定關聯之實證分析。而中國人民銀行的陶玲、朱迎 (2016) 亦利用主成份分析法的方式建構了金融機構、股票市場、債券市場、貨幣市場、外匯市場、房地產市場和政府部門七個維度的系統性金融風險綜合指數 (CISFR)。

將總體經濟風險構面的九項指標進行主成分分析後，共有兩個主成分之特徵值大於 1，故本研究將選取前兩個主成分 (累積貢獻的變異數比例請見表 A-2)，相對應特徵向量所隱含的因子負載係數 (factor loadings) 請參閱表 A-3，其他五大構面的選取亦採相同方式進行。

為將上述兩個主成分進行整合，成為總體經濟風險之綜合指標，本研究以各主成分所解釋的特徵值所占比例除以所選取主成分的累計比例為權數。例如第一主成分解釋特徵值為 0.52，而本研究所選取兩個主成分累計比例為 0.68，故第一主成分之權數為 0.52 除以 0.68 為 0.76。加權後之中國大陸總體經濟風險指標變化如圖 A-1。

表 A-2 總體經濟風險相關矩陣之特徵值

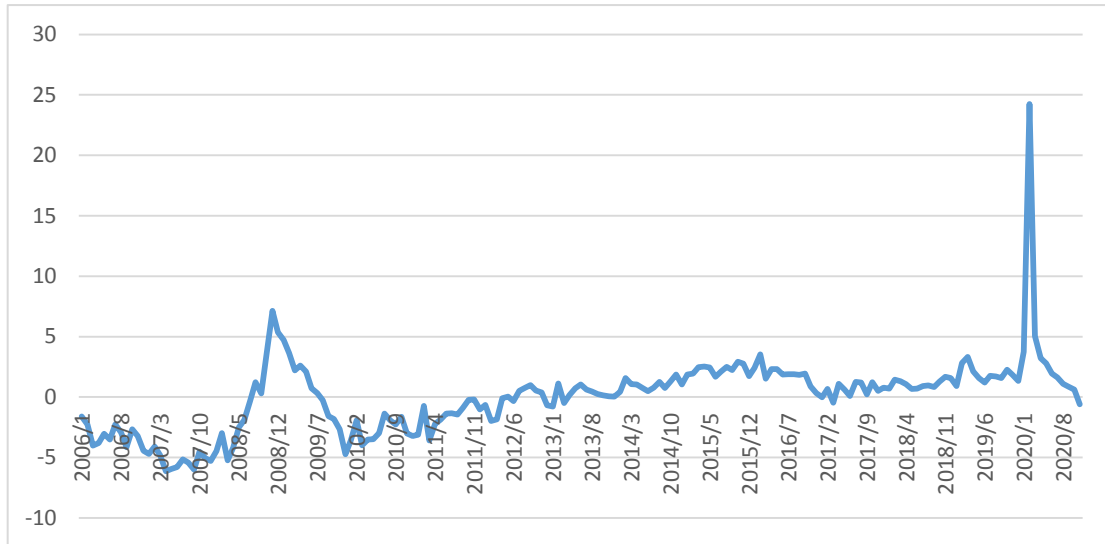
相關矩陣的特徵值：總計 = 9 平均值 = 1				
	特徵值	差異	比例	累積
1	4.66	3.18	0.52	0.52
2	1.48	0.65	0.16	0.68
3	0.83	0.16	0.09	0.77
4	0.66	0.20	0.07	0.85
5	0.47	0.13	0.05	0.90
6	0.34	0.07	0.04	0.94
7	0.27	0.06	0.03	0.97
8	0.21	0.12	0.02	0.99
9	0.08		0.01	1.00

資料來源：本研究自行計算。

表 A-3 總體經濟風險之主成分矩陣

因子模型	Factor1	Factor2
OECD 領先指標	0.69	0.49
PMI 指數	0.78	0.34
NMI 指數	0.92	0.26
工業增加值	0.87	-0.19
EPU	-0.63	0.38
進出口總額成長率	0.66	-0.11
貿易差額成長率	0.46	0.60
FDI/GDP	0.52	-0.57
經常帳/GDP	0.81	-0.41

資料來源：本研究自行計算。



資料來源：本研究自行計算。

圖 A-1 中國大陸總體經濟風險指標變化圖

貳、債務風險構面

在債務風險的構面中，陳思寬、吳明澤等人（2020）選擇信用違約交換（Credit Default Swap, CDS）、十年期與一個月期國債利差、社會融資總量占 GDP 成長率、財政赤字占 GDP 比重、短期外債占總外債比重、外債占 GDP 比重、國債與 AAA 級企業債利差、企業債務違約涉及金額比重與企業脆弱性指數（CVI）為債務風險構面指標。指標體系內資料來源如表 A-4 所示。

表 A-4 中國大陸債務風險指標與其資料來源

指標	資料來源
信用違約交換（CDS）	Bloomberg 資料庫
十年與一月期國債利差	中國大陸銀行間拆借中心
社會融資總量占 GDP	中國人民銀行、中國大陸國家統計局
財政赤字占 GDP	中國大陸財政部、中國大陸國家統計局
短期外債占總外債	中國大陸外匯管理局
外債占 GDP	中國大陸外匯管理局、中國大陸國家統計局
國債與 AAA 級企業債利差	中國大陸銀行間拆借中心

企業債違約涉及金額比重	Wind 資料庫、中國人民銀行
企業脆弱性指數 (CVI)	新加坡國立大學信用研究行動計畫

資料來源：本研究自行整理。

信用違約交換 (CDS) 為一種衍生性金融商品，CDS 之精神類似保險契約 (Longstaff, Pan, Pedersen, & Singleton, 2011)，CDS 的買方支付賣方費用，將債券違約的風險轉嫁給賣方，一旦發生違約事件，買方即有權要求賣方給付約定的金額。相對上，賣方雖固定獲得買方定期給付的收益，但也同時必須承擔當違約事件發生時，給付買方因市場波動所造成的損失。在 2008 年的美國金融海嘯與其後的希臘信貸危機中，信用評等機構以自身商業利益作出過於保守的評等現象遭受批評，而評等發布的時間亦較隨時反應市場資訊的 CDS 為慢，造成信用評等往往出現落後公債信用違約交換的現象。另外，許多新興市場經濟體資訊透明化程度不足，若單以主權評等來衡量主權信用的風險可能有失真的情況。而且，CDS 具備頻繁交易的特性，其價差可即時反應市場對於某國公債違約機率的看法，CDS 價差亦較債券殖利率更精準且快速的反應信用風險的變動 (Blanco, Brennan & Marsh, 2005)，因此公債信用違約在相當程度上可以表示一國債務風險的領先指標。

企業脆弱指數 (CVI) 反映企業的信用風險，透過上市公司公布的財務報表及可取得的公開資料，新加坡管理大學將這些資料整合成企業脆弱指數，當指數上升時，代表上市企業違約機率提高，風險因此提升。

十年期與一年期國債利差則是用來反應利率的期限結構，表示殖利率曲線斜率的指標。利率的期限結構是指信用風險與流動性風險等均相同的債券，因為到期期限不同而有不同利率的現象稱之。殖利率曲線呈現正斜率時，表示長天期公債殖利率高於短天期公債，代表市場資金寬鬆，經濟活動將會擴張，使得大家對未來的景氣較為樂觀；而當殖利率曲線呈現負斜率時，代表長天期公債殖利率低於短天期公債，意味市場對未來前景看弱，表示未來可能出現景氣衰退；而若殖利率曲線呈平坦走勢，表示長短天期公債殖利率差距不大，通常顯示

經濟情勢趨緩，市場不確定性高（黃志典，2008）。若殖利率曲線呈現負斜率（中國大陸稱之為利率倒掛），通常表示對未來的景氣有悲觀的預期。根據美國的經驗，美國公債殖利率曲線有 4 次呈負斜率走勢，通常之後都伴隨著經濟衰退（吳中書、吳明澤等，2014）。

國債與企業債利差是用以反應企業債之違約風險。由於國債可視為零風險債券，其收益率即為零風險利率，故企業債收益率高於相同期間國債之利差即為企業債的風險貼水，如果投資大眾預期企業債違約風險提高，故對企業債需求減少，使其價格下降，收益率上升，造成利差擴大。故國債與企業債利差愈大，表示企業債違約風險愈高。企業債違約涉及金額比重亦代表企業債違約風險，2014 年中國大陸企業債開始發生違約的情況，2018 年違約之企業債涉及本金達近 1,600 億元人民幣的歷史高峰，而且現今幾乎每個月均有企業發生違約的情況，故此比重上升代表當月的債務風險提升。

社會融資總量占 GDP 比重與財政赤字占 GDP 比重代表整體社會的槓桿率與財政的健全性，若該些比重過高則債務風險提升。外債占 GDP 比重則是用來代表外債的風險，此比重提高表示該國的外債負擔加重，最後是短期外債占總外債之比重，此比重愈高表示短期內要償付的外債比重愈高，償債的壓力較大。

將債務風險構面的九項指標進行主成分分析後，共有四個主成分之特徵值大於 1，故本研究將選取四個主成分（累積貢獻的變異數比例請見表 A-5），相對應特徵向量所隱含的因子負載係數請參閱表 A-6。

表 A-5 債務風險相關矩陣之特徵值

相關矩陣的特徵值：總計 = 9 平均值 = 1				
	特徵值	差異	比例	累積
1	2.48	0.65	0.28	0.28
2	1.83	0.56	0.20	0.48
3	1.27	0.23	0.14	0.62

4	1.04	0.22	0.12	0.74
5	0.82	0.23	0.09	0.83
6	0.59	0.06	0.07	0.89
7	0.53	0.20	0.06	0.95
8	0.32	0.21	0.04	0.99
9	0.11		0.01	1.00

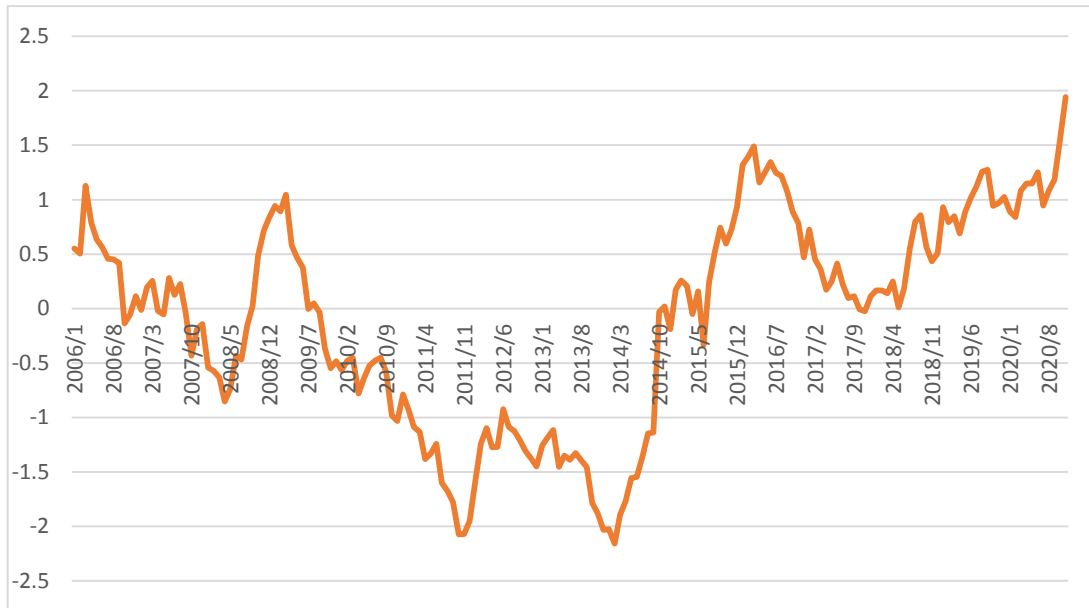
資料來源：本研究自行計算。

表 A-6 債務機構風險之主成分矩陣

因子模型	Factor1	Factor2	Factor3	Factor4
CDS	-0.20	0.36	0.76	0.34
CVI	0.74	0.30	0.45	-0.04
社會融資總量 / GDP	0.08	0.47	-0.06	0.68
財政赤字/GDP	-0.08	-0.13	0.60	-0.50
短期外債/總外債	-0.89	-0.10	-0.01	0.14
外債/GDP	0.23	-0.79	0.07	0.34
10年/1年國債收益率差	0.57	0.48	-0.32	-0.11
國債企業債利差	-0.75	0.19	0.04	-0.03
債務違約涉及金額比率	0.36	-0.68	0.15	0.23

資料來源：本研究自行計算。

為將上述四個主成分進行整合，成為債務風險之綜合指標，如同總體經濟風險指標，本研究以各主成分所解釋的特徵值所占比例除以所選取主成分的累計比例做為四個主成分之權數，分別為 0.37、0.28、0.19 與 0.16。債務風險指標如圖 A-2。



資料來源：本研究自行計算。

圖 A-2 中國大陸債務風險指標變化圖

參、金融機構風險構面

在金融機構風險構面中，本研究選取包括 M2/GDP 成長率、M1/M2 之成長率、存放款比率、總貸款占 GDP 比例、中長期貸款占總貸款比例、短期貸款占中長期貸款比例、短期貸款占 GDP 比例、銀行不良貸款率、債券質押回購利率（7 天期）、上海同業拆款市場利率（Shibor）一年與一周的利差與銀行的資產利潤率等 11 個變數建構中國大陸金融機構的風險指標。指標體系內資料來源如表 2-3-7 所示。

表 A-7 中國大陸金融機構風險指標與其資料來源

指標	資料來源
M2 占 GDP 成長率	中國人民銀行、中國大陸國家統計局
M1 占 M2 成長率	中國人民銀行
貸款占存款比率	中國人民銀行
總貸款占 GDP	中國人民銀行、中國大陸國家統計局
中長期貸款占總貸款	中國人民銀行
短期貸款占中長期貸款	中國人民銀行

短期貸款占 GDP	中國人民銀行、中國大陸國家統計局
不良貸款率	中國大陸銀行保險監督管理委員會
債券質押回購利率	中國大陸銀行間同業拆借中心
上海同業拆款市場一年與一周利差	上海銀行間同業拆放利率
銀行資產利潤率 (ROA)	中國大陸銀行保險監督管理委員會

資料來源：本研究自行整理。

首先，M2/GDP 成長率增速用來表達貨幣寬鬆的程度，根據國際經驗，若 M2 占 GDP 倍數成長過快，表示資金過於泛濫，恐將造成資產泡沫與通貨膨脹的風險。M2/GDP 的大幅上升亦表示貨幣政策對實體經濟產出的邊際貢獻愈來愈低，金融「脫實向虛」的情況可能愈來愈嚴重，故 M2/GDP 比重愈高，金融風險愈大。其次是 M1 占 M2 之成長率。中國大陸的 M1 包括銀行體系外各單位的庫存現金與居民手持現金之和 (M0) 加上各單位在銀行的活期存款，M2 則是 M1 加上各單位與個人的儲蓄存款。若 M1 成長速度高於 M2，表示民眾持有活期存款意願提高，企業持有貨幣等待投資的情況愈來愈多，表示中國大陸的實體經濟表現不佳。更嚴重的是可能造成民眾與企業將資金投入股市等金融市場，以獲取較實體經濟更高的報酬率，但卻使得實體經濟無法獲得資金支持，風險將會上升。

貸款占存款比率、總貸款占 GDP 比例、中長期貸款占總貸款比例、短期貸款占中長期貸款比例、短期貸款占 GDP 比例均與貸款有關，但所表達的涵意略有不同。貸款占存款比率是銀行貸款占存款的比重，若貸款占存款比率過高，可能表示銀行過度放款，使得其抵禦風險之能力降低，一旦景氣反轉或是存款戶信心危機，可能會因存款戶大量提領現金而造成銀行支付的危機。總貸款占 GDP 的比例上升，表示總貸款的成長速度高於 GDP，資金使用效率不佳，對 GDP 成長的邊際貢獻降低，可能使銀行貸款的品質下降，造成銀行的風險。中長期貸款占總貸款的比重則用來表示銀行貸款的流動性，若銀行大部分貸款均為中長期貸款，表示其貸款本金收回的時間較長，將使銀行

資產的流動性下降。相反的短期貸款占中長期貸款的比率若上升，則表示銀行資產流動性的改善，風險降低。最後，短期貸款占 GDP 比例上升，表示民眾短期資金需求的上升，代表社會對短期資金需求增加，金融風險提升。

銀行不良貸款率與資本適足率反映銀行資產負債表中，實際的資產品質。若銀行不良貸款率上升，表示銀行的貸款難以回收的比率提高，造成其貸款資產品質的降低，風險自然愈高。而資本適足率則是表達銀行的自有資本抵禦風險性資產的能力，當銀行爆發金融風險時，資本適足率愈高，表示該銀行愈有能力應付，倒閉或破產機率愈低，金融風險自然就比較低。

最後，債券質押回購利率（7 天期）與 Shibor 一年及一周利差則反映銀行資金取得的成本，表示銀行體系流動性的狀況。債券質押回購利率（7 天期）是反映貨幣市場流動性的重要指標，利率愈高表示貨幣市場流動性愈緊，可能發生流動性風險。而 Shibor 一年及一周利差表示長短期資金供需的差異，因為長期利率通常大於短期利率，故若利差加大，表示相對而言，短期資金需求下降，流動性風險較低。反之若利差縮小甚至變為負值（中國大陸稱為長短期利率「倒掛」），表示短期資金需求大幅上升，反映短期資金市場可能有「錢荒」的危機，金融風險上升。最後是銀行資產利潤率，利潤是銀行經營優劣的表現，若銀行利潤率持續下降表示其經營狀況不佳，風險將會提升。

將債務風險構面的十一項指標進行主成分分析後，共有三個主成分之特徵值大於 1，故本研究將選取三個主成分（累積貢獻的變異數比例請見表 A-8），相對應特徵向量所隱含的因子負載係數請參閱表 A-9。

同總體經濟風險指標之作法，本研究以各主成分所解釋的特徵值所占比例除以所選取主成分的累計比例作為三個主成分之權數，分別為 0.46、0.39 與 0.16。金融機構風險指標如圖 A-3。

表 A-8 金融機構風險相關矩陣之特徵值

相關矩陣的特徵值：總計 = 11 平均值 = 1				
	特徵值	差異	比例	累積
1	4.40	1.37	0.40	0.40
2	3.04	1.83	0.28	0.68
3	1.20	0.26	0.11	0.79
4	0.94	0.27	0.09	0.87
5	0.67	0.41	0.06	0.93
6	0.26	0.05	0.02	0.96
7	0.21	0.05	0.02	0.97
8	0.16	0.05	0.01	0.99
9	0.10	0.09	0.01	1.00
10	0.02	0.01	0.00	1.00
11	0.01		0.00	1.00

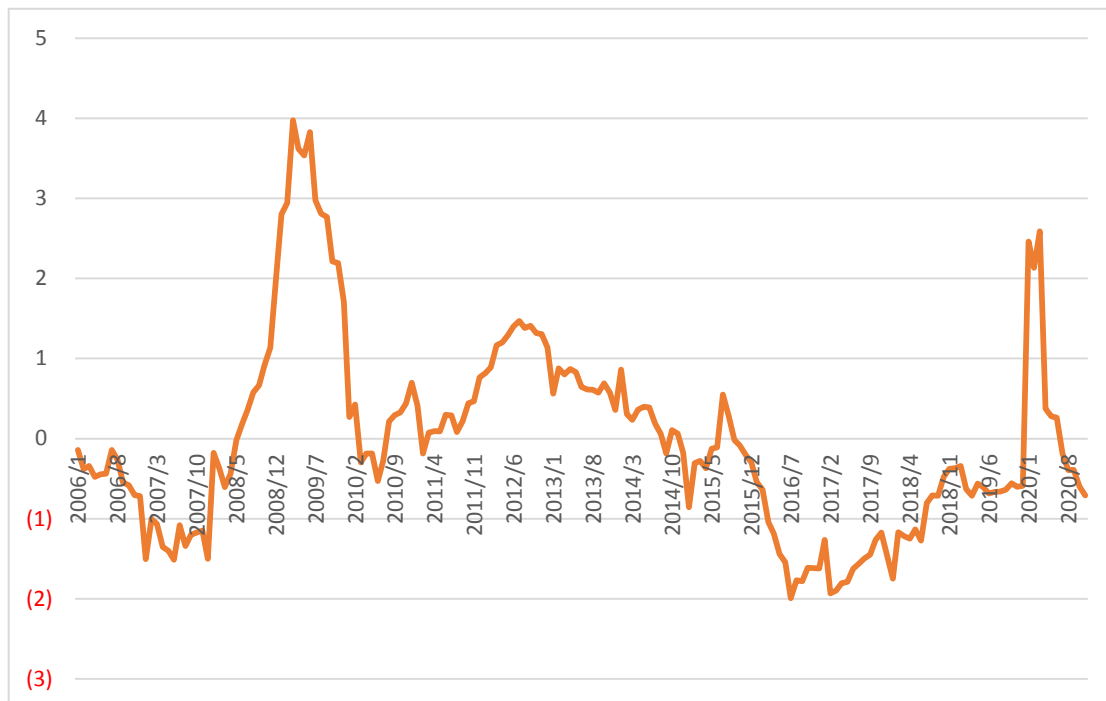
資料來源：本研究自行計算。

表 A-9 金融機構風險之主成分矩陣

因子模型	Factor1	Factor2	Factor3
M2/GDP 增速	0.82	-0.44	0.09
M1/M2	-0.58	-0.24	-0.58
貸款占存款比率	-0.71	0.20	0.45
貸款/GDP	0.40	-0.77	-0.13
短期貸款/中長期貸款	0.87	-0.25	0.05
短期貸款/GDP	0.75	0.48	0.15
中長期/總貸款	-0.76	0.50	-0.03
不良貸款率	-0.55	-0.68	0.22
債券質押回購利率 (7 天)	0.10	0.87	-0.10
SHIBOR1 年 1 周利差	-0.16	-0.18	0.75

資產利潤率	0.71	0.59	0.05
-------	------	------	------

資料來源：本研究自行計算。



資料來源：本研究自行計算。

圖 A-3 中國大陸金融機構風險指標變化圖

肆、股票市場風險構面

股票市場是一國經濟櫥窗，是一國經濟表現的領先指標，也是投資人對於企業經營績效之未來預期。另外，股票市場亦影響一國居民的財富水準，若股票市場崩盤，將造成投資人財富大幅縮水，進而影響消費與投資，內需不振，因而造成金融危機。

針對股票市場風險之構面，本研究選取了上市公司總市值成長率、股市成交額成長率、股市的本益比和上證股市實際波動率四項變數衡量。指標體系內資料來源如表 A-10 所示。

表 A-10 中國大陸股票市場風險指標與其資料來源

指標	資料來源
上市公司總市值成長率	上海證券交易所、深圳證券交易所

股市成交額成長率	上海證券交易所、深圳證券交易所
股市本益比	上海證券交易所、深圳證券交易所
上證股市實際波動率	上海證券交易所

資料來源：本研究自行整理。

上市公司總市值成長率反映股票市場成長的速度，若總市值成長愈快，表示該國股票市場愈繁榮。而股市成交額成長率愈高亦表示股票市場交易愈熱絡，資金在股票市場傾斜的程度較高，資金可能脫實向虛。股市的本益比則是表示股價的上漲程度，若本益比愈高，表示投資人對股票過於樂觀，最後股價的實際波動率愈大，表示股票市場的投機程度愈高，風險愈大。

將股票市場風險構面的四項指標進行主成分分析後，共有一個主成分之特徵值大於 1，故本研究將選取一個主成分（累積貢獻的變異數比例請見表 A-11），相對應特徵向量所隱含的因子負載係數請參閱表 A-12。中國大陸股票市場風險指標如圖 A-4。

表 A-11 股票市場風險相關矩陣之特徵值

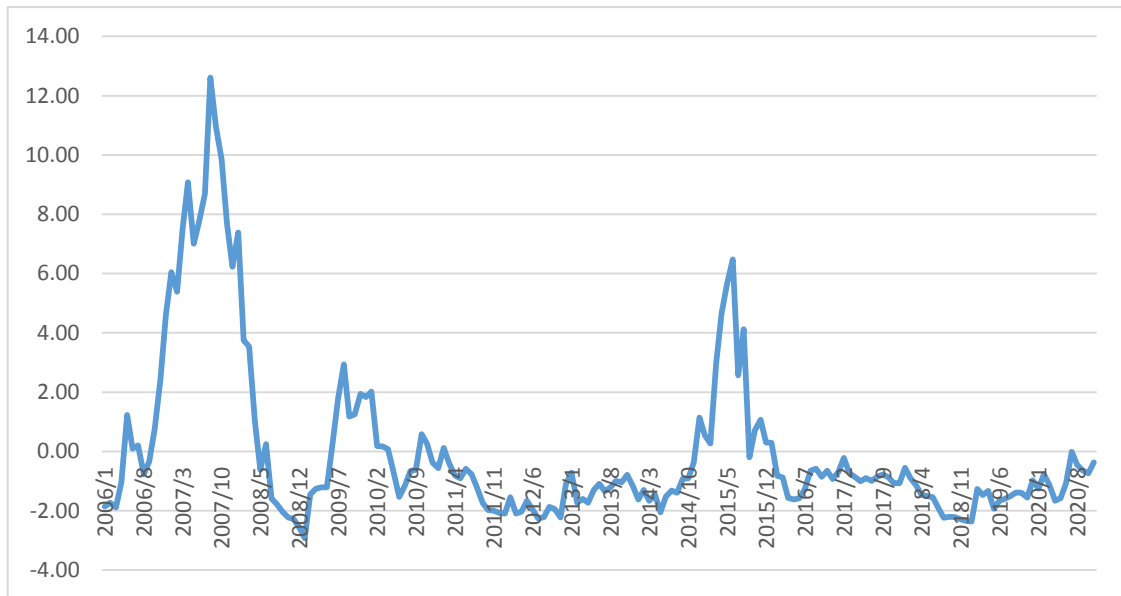
相關矩陣的特徵值：總計 = 4 平均值 = 1				
	特徵值	差異	比例	累積
1	2.61	1.82	0.65	0.65
2	0.79	0.26	0.20	0.85
3	0.53	0.46	0.13	0.98
4	0.07		0.02	1.00

資料來源：本研究自行計算。

表 A-12 股票市場風險之主成分矩陣

因子模型	Factor1
股市平均市盈率	0.88
股市成交金額成長率	0.80
上證指數波動率	0.59
市值成長率	0.93

資料來源：本研究自行計算。



資料來源：本研究自行計算。

圖 A-4 中國大陸股票市場風險指標變化圖

伍、通貨風險構面

通貨風險是指一國貨幣幣值大幅波動造成的風險，而即使匯率波動幅度不大，但匯率大幅貶值亦可稱之為通貨風險，因為當一國的貨幣大幅貶值，表示其資產價值大幅縮水，外債的負擔愈來愈大，而國內物價也會因其幣值的縮水而大幅上漲，甚至造成通貨膨脹。

本研究以有效匯率指數變動率、外匯儲備成長率、人民幣兌美元貶值率與人民幣兌美元匯率波動率來衡量。有效匯率表示一國貨幣對一籃子貨幣的相對匯率，若下降表示其貨幣相對於其他國家貶值，通貨風險提高。但由於中國大陸與美國分別為世界第一大的開發中國家和已開發國家，雙邊貿易往來非常密切，故其雙邊匯率變化對中國大陸的影響亦非常大，因此本研究亦將人民幣兌美元匯率納入指標中。而如前所述，人民幣兌美元匯率之波動幅度本身亦為通貨風險之一。最後，外匯儲備成長率表示國際對該國通貨的信心，若預期該國經濟表現不佳或貨幣貶值，則將會將資金由該國撤出，而造成其外匯儲備的減少。同時外匯儲備也具有抵禦金融風險的能力，外匯儲備愈高表示愈有能力抵禦外在的衝擊。指標體系內資料來源如表 A-13 所示。

表 A-13 中國大陸金融機構風險指標與其資料來源

指標	資料來源
有效匯率指數變動率	國際清算銀行
外匯儲備成長率	中國人民銀行
人民幣兌美元貶值率	中國大陸交易交易中心
人民幣兌美元匯率波動率	中國大陸交易交易中心

資料來源：本研究自行整理。

將通貨風險構面的四項指標進行主成分分析後，共有一個主成分之特徵值大於 1，故本研究將選取一個主成分（累積貢獻的變異數比例請見表 A-14，相對應特徵向量所隱含的因子負載係數請參閱表 A-15。中國大陸通貨風險指標如 A-5 所示。

表 A-14 通貨風險相關矩陣之特徵值

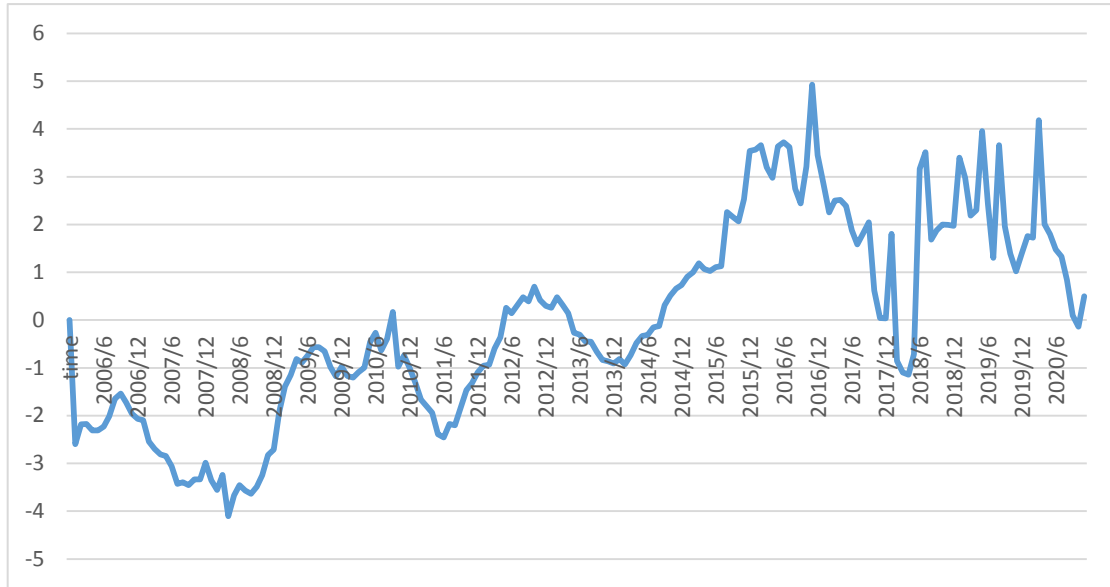
相關矩陣的特徵值：總計 = 4 平均值 = 1				
	特徵值	差異	比例	累積
1	2.04	1.08	0.51	0.51
2	0.96	0.12	0.24	0.75
3	0.84	0.69	0.21	0.96
4	0.16		0.04	1.00

資料來源：本研究自行計算。

表 A-15 通貨風險之主成分矩陣

因子模型	Factor1
匯率波動率	-0.32
外匯儲備	0.81
人民幣貶值率	-0.93
有效匯率指數	0.65

資料來源：本研究自行計算。



資料來源：本研究自行計算。

圖 A-5 中國大陸通貨風險指標變化圖

陸、房地產市場風險構面

中國大陸房地產泡沫已是眾所周知，因此若房市泡沫破滅，對中國大陸經濟與金融而言，可能造成致命的傷害。因此本研究利用房地產開發投資金額成長率、商品房銷售單價與國房景氣指數反映中國大陸房地產市場的風險狀況。一旦國房景氣衰退、房價大幅下降或是房地產開發投資金額大幅衰退，表示房地產市場供過於求的情況嚴重，可能造成房市泡沫的破滅，危及金融之穩定。因此，此三項指標與房地產市場風險將呈反向變動關係。指標體系內資料來源如表 A-16 所示。

表 A-16 中國大陸金融機構風險指標與其資料來源

指標	資料來源
房地產開發投資成長率	中國大陸國家統計
商品房銷售單價	中國大陸國家統計
國房景氣指數	中國大陸國家統計局

資料來源：本研究自行整理。

將房地產市場風險構面的三項指標進行主成分分析後，共有一個主成分之特徵值大於 1，故本研究將選取一個主成分（累積貢獻的變異數比例請見表 2-3-17），相對應特徵向量所隱含的因子負載係數請參閱表 A-18。中國大陸房地產市場風險指標如圖 2-3-6 所示：

表 A-17 房地產風險相關矩陣之特徵值

相關矩陣的特徵值：總計 = 3 平均值 = 1				
	特徵值	差異	比例	累積
1	1.97	1.01	0.66	0.66
2	0.95	0.87	0.32	0.97
3	0.08		0.03	1.00

資料來源：本研究自行計算。

表 A-18 房地產風險之主成分矩陣

因子模型	
	Factor1
國房景氣指數	0.98
商品房銷售單價	0.39
房地產開發累計成長率	0.93

資料來源：本研究自行計算。



資料來源：本研究自行計算。

圖 A-6 中國大陸房地產市場風險指標變化圖

柒、中國大陸系統性金融風險綜合指標

本節將所建構之包括總體經濟風險、金融機構風險、債務風險、股票市場風險、通貨風險與房地產市場風險，合併為一個綜合性指標，並利用此指標判斷中國大陸目前整體金融風險的概況，以此預判若美中貿易衝突持續加溫，對中國大陸發生系統性金融風險之可能的影響。

由於每個構面的風險子指標所表達的涵意皆不同，且指標的內容與波動性亦不相同，若直接加總或平均可能會有不一致的問題。因此本研究將六個構面所建構的風險子指標利用平均數與標準差進行標準化，並將之映射到 0-1 的範圍中，以利進行指標加總與平均。接下來將中國大陸六大構面金融風險子指標再進行一次主成分分析，以求取各構面金融風險指標的權數（請見表 A-19）與主成分矩陣（請見表 A-20），依此權數將六大構面金融風險子指標進行加權平均，再標準化到 0 至 1 的區間後，可得中國大陸金融風險綜合性指標，如圖 A-7 所示。

表 A-19 中國大陸綜合風險相關矩陣之特徵值

相關矩陣的特徵值：總計 = 3 平均值 = 1				
	特徵值	差異	比例	累積
1	2.95	1.61	0.49	0.49
2	1.34	0.62	0.22	0.72
3	0.72	0.19	0.12	0.84
4	0.53	0.20	0.09	0.92
5	0.33	0.20	0.06	0.98
6	0.13		0.02	1.00

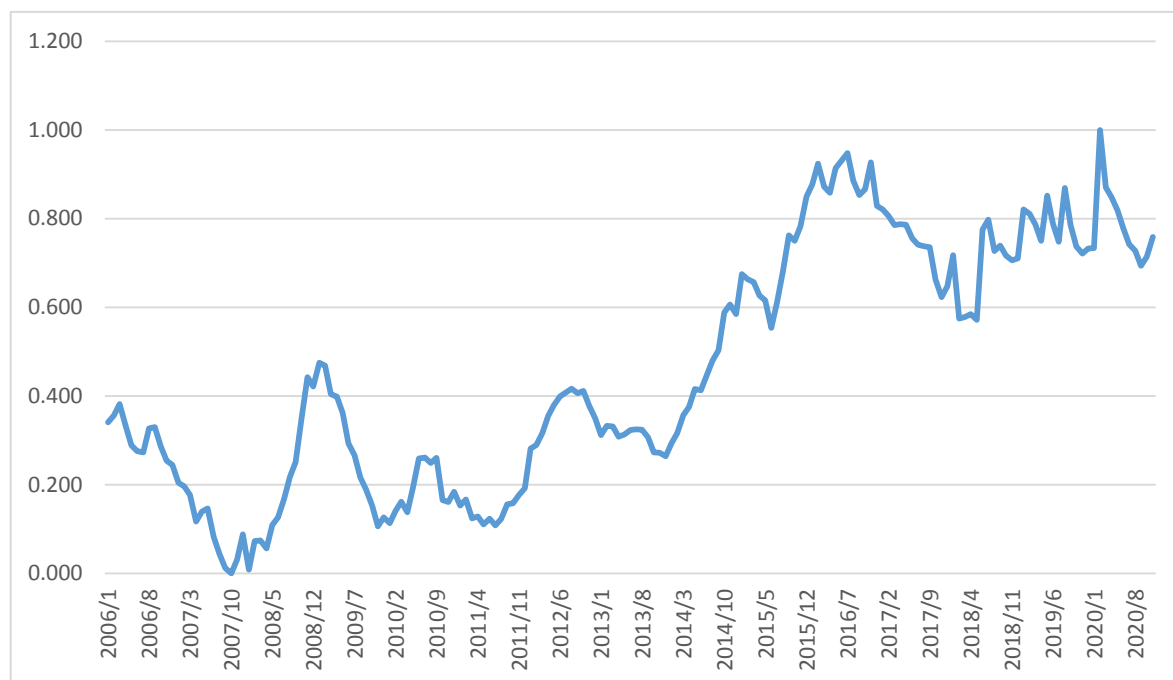
資料來源：本研究自行計算。

表 A-20 中國大陸綜合風險指標之主成分矩陣

因子模型	Factor1	Factor2
總體經濟風險	0.88	-0.21
債務風險	0.32	0.68

金融機構風險	-0.16	-0.91
股票市場風險	-0.66	0.45
通貨風險	0.84	0.18
房地產風險	0.90	-0.03

資料來源：本研究自行計算。



資料來源：本研究自行計算。

圖 A-7 中國大陸系統性金融風險綜合指標變化圖

附錄 2 座談會摘要紀錄

第一場專家座談會

會議主旨：美中金融戰發展趨勢與對兩岸金融之影響

指導單位：大陸委員會

主辦單位：中華經濟研究院

舉辦日期：109 年 10 月 19 日（星期一）上午 10：00 ~12：00

舉辦地點：中華經濟研究院 522 會議室（臺北市大安區長興街 75 號）

主持人：中華經濟研究院 吳明澤 副研究員

出席人員：（按姓氏筆畫排序）

李志強 所長（淡江大學中國大陸研究所）

李曉雲 研究員（商業發展研究院）

連勇智 教授（臺灣大學國際企業系主任）

謝順峰 副所長（金融研訓院）

列席人員：（按姓氏筆畫排序）

劉柏定 中華經濟研究院第一研究所助研究員

張詠真 助理

曾緯華 秘書

會議摘要：

一、主席致詞（略）

二、與談人意見發表（依發言序）

李曉雲研究員

1. 2020 年美國總統大選面臨的三大重要議題為：中國、經濟、疫情，每一個議題多少與中國相關，再加上近來智財權、COVID-19、港版國安法等事件，使得不論是共和黨或民主黨皆表態反中，因此不論是共和黨候選人川普（Donald Trump）或民主黨候選人拜登（Joe Biden）

當選，與中國的關係應該無法再像過往一樣友好，這二位候選人的差別只在對中國的態度誰夠強硬罷了。有趣的是根據英國民調機構 YouGov 針對 15 個國家民眾調查，對川普及拜登的支持度，最挺川普的是臺灣人，約 42% 支持川普、30% 支持拜登，主要是認為川普對臺灣產生的積極影響（45%）比消極影響（33%）更多，能改善臺美關係。

2. 美國方面，已於今年 5 月 11 日美國政府正式發函給聯邦養老基金，要求停止投資中國股票。匯豐銀行（HSBC）估計，美國所有退休基金持有的中國股票，價值高達 2,500 億美元。並於 5 月 20 日美國參議院全數通過「外國公司問責法案」，規定在美國上市的企業必須證明不受外國政府控制。此將導致在美上市的中國公司主動自美國申請下市，目前已傳出百度有意申請下市轉回中國掛牌。

3. 面對美國的攻擊，中國也不甘示弱，近 2 年中國企業已展開雙掛牌模式，也就是在紐約掛牌上市，同時亦在香港或中國上市，例如阿里巴巴在 2019 年底回香港證交所掛牌上市。此外，中國早已透過一帶一路，提高人民幣跨境貸款的金額，自 2016 年起人民幣跨境貸款金額平均年增率已達到 11%。今年中國則於 8 月宣布擴大「數位人民幣」試行計劃，從深圳、成都等 4 地拓展至北京、上海等 28 個大型城市及周邊地區，預計將有 29%，約 4 億人參與。至於中國會不會運用到最後一項武器，拋售 1.1 兆美元的美國公債，我認為機率很小，因為這是兩敗俱傷的方式，因為美債價格崩潰，殖利率激升，中國同時也傷到自己。

4. 至於我國，由於國際資金流入，在政府推動臺商回臺投資及境外資金回流下，台股及新臺幣匯率將走高。同時，香港反送中事件及港版國安法，動搖香港亞太金融中心地位，國際資金回流，可視為臺灣產業轉型升級的契機，可望推動經濟和就業成長。

5. 中國為避免環球銀行金融電信協會（SWIFT）配合美國經濟制裁中國，因此正努力提高人民幣的跨境流動性，希望加快人民幣國際

化，如近期推動的數位人民幣，即是為了加快人民幣國際化所作的準備。然而，人民幣國際支付市場占比 1.76%（美元為 44.1%），人民幣占全球準備貨幣比重 2%（美元為 61.99%），與美國相比，比重皆顯著偏低，人民幣未來想要取代美元成為國際主要支付工具，我認為近 10 年都不大可能見到。

6. 中國大陸 2019 年宣布 12 項金融開放具體措施，包括：取消銀行外資持股比率限制；證券公司、基金管理公司、期貨公司及壽險公司外資持股比率放寬到 51%，三年以後不再設限等。今年 10 月 16 日國務院常務會議中簽署命令，加速放寬外資銀行准入的進度，全面取消在華外資銀行、證券公司、基金管理公司的業務範圍限制。中國這些開放作為確實吸引外資加速佈局中國市場，截至 6 月為止，外人持有中國股票和債券的比例分別提高了 50% 和 28%。中國大陸正將自己從風險防範者轉為主動積極的造市者。建議臺灣金融機構可發起或參與設立小額貸款公司、融資租賃公司和融資擔保公司等新型金融組織，以掌握大陸金融市場開放的機會。

7. 人民幣加速數位化，透過中國認可的銀行，方便國際間轉移，人民幣將自成體系，不用再依賴美國控制的國際銀行結算體系，加快人民幣國際化的進程。數位人民幣機制為身份認證愈完整，可享有的服務愈多樣，能使用的額度愈高。四種層級：第一類強實名；第二類較強實名；第三類較弱實名；第四類日常使用、匿名。第四類完全匿名制的錢包，適合用於日常生活、零售使用。

李志強所長

1. 川普對大陸的經濟戰，之前的理由是美中雙方不對等的關稅及貿易開放環境，因而採取對大陸進口商品課徵高關稅及限制陸企在美投資或上市等措施，但今年以來美國對大陸的政治及外交角色已重新定位，尤其是國務卿及司法部長在 7 月份分別發表對華政策演講，顯示美方已開啟新冷戰。從民主黨總統候選人拜登對大陸的發言觀察，

即使是拜登當選美國總統，美國對大陸的政策也不會改變太大，可能只是手段較為細膩而已，主要是美國認為其霸權已受到大陸的威脅。去年大陸 GDP 達 14.1 兆美元，和美國 GDP21.4 兆美元的差距比 10 年前大幅縮小，若以購買力平價衡量則已經超越美國近 6 兆美元。儘管大陸多次強調無意挑戰美國在全球的霸權地位，但畢竟雙方意識型態與國家體制都處在對立的位置，讓美國很難放心大陸持續發展，即使其人均 GDP 才剛突破一萬美元，仍居發展中國家中低收入水準，但大陸強調集體主義，國家掌控絕大部分資源，美國認為獨裁的中共早晚會衝擊到美國各方面的利益，必須先下手為強強力阻止大陸的高速發展，才能保障美國在的全球領導地位，各種對大陸的制裁做法包括美中經濟脫鉤都是基於這樣的思維制訂出來的。

2. 川普發動的美中貿易戰，表面上是希望製造業從大陸回流美國，增加就業機會，但背後是以貿易戰阻止大陸賺取美元，因為大陸一些對外開放戰略包括一帶一路、海外併購取得技術等都需要大量美元，若貿易戰能減少大陸的外匯存底規模，則大陸對外擴張經濟的力量將大幅減弱。貿易戰如果延續下去，不但會影響到大陸賺取外匯的能力。而且未來外(臺)商製造業不但減少流入大陸，原來在大陸的產業鏈也將會重組，不少製造業外(臺)商會移到東南亞去。外(臺)商的出走會使得過去累積的外匯存底進一步減少，人民幣就更難以國際化，這樣的發展合乎美國的國家利益，因為人民幣的國際化多少會衝擊到美元作為主流國際貨幣的地位。因此今年以來，美國對大陸的金融戰手段與工具層出不窮：先是川普以國安問題為由，禁止數十件中資企業的併購申請；接著 5 月 11 日美國政府正式發函給聯邦養老基金，要求停止投資大陸股票。今年 5 月 20 日美國參議院全數通過「外國公司問責法案」，規定在美國上市的企業必須證明不受外國政府控制，且必須遵循美國相關法令，並由美國上市公司會計監督委員會（PCAOB）監督，這些做法都影響到大陸對外吸收美元資金的能力。。

3. 大陸的反擊方式，則是以加速開放人民幣金融市場為主，加速吸引外資流入。2019 年底宣布開放 45 兆美元的金融服務業市場，並

自 2020 年 4 月 1 日起，取消外資 在保險、證券、基金管理、期貨之股權比例限制，國際投資銀行可以全資子公司型態在大陸營運，比原先預定實施時間提早 8 個月。全球著名的投資銀行如高盛、摩根大通、摩根史坦利、野村、瑞銀等紛紛加碼前進大陸。同時也加速開放股市和債市，除了 2019 年 7 月設立上海證券交易所科創板之外，也鼓勵外國投資法人增持大陸債券。估計至 2020 年 5 月為止，已有約 7,000 億美元的外匯流入。

4. 大陸加速金融開放，可補充大陸外匯可能不足的情況，對臺商而言將來在當地募資或貸款還是比較正面，但大陸不可能完全開放金融市場，臺商未來還是依賴香港來調度財務。預估港版國安法下香港的金融地位不會消失，但結構會改變，將成為大陸化的金融中心。對臺商而言，陸港 CEPA 以及香港-東協 FTA 是香港作為中介地的優勢。當然，港版國安法下一定有部分資金外移，臺灣若要爭取這些流出香港的金融業務，則要進一步推動投資自由化和金融自由化。

連勇智教授

1. 金融戰是中美貿易戰的延續，是要平衡中美貿易赤字，並使製造業回美國投資。若中美貿易戰持續升溫，將使全球貿易體系分為兩大部分，以美國為主與以中國大陸為主的兩大體系。美國將會緊縮 Made in China，而中國大陸則是臺灣廠商一個非常大的市場。因此臺商在兩方面均不能得罪。因此臺灣廠商操作上必須有兩條金流，方能同時操作美國及中國大陸兩大市場。未來的避稅天堂可能會出現兩套體系，

2. 有日本為前車之鑑，中國大陸為避免美國的金融制裁，為求自保，應會加速推動人民幣為計價單位的金融體系，範圍應涵蓋東南亞為主的一帶一路的周邊國家，中國大陸應該還是有這個實力與可能。

3. 中國大陸留在美國的資金可能會受金融制裁的影響，可能中國大陸的資金會想儘快的脫離美國，而回到香港與中國大陸，因此可能

是造成流入香港與美國的資金，在美中貿易戰下反而增加的原因。另外，中國大陸對美國的投資應會受阻，中國大陸目前在美國的資金應會開始移向其他國家，而是否會移到臺灣值得關注。

4. 最後是臺灣在中國大陸的資金如何處理？因為在美中貿易、科技與金融戰越演越烈的情況下，中國大陸的經濟勢必受到一定程度的衝擊，而臺商在中國大陸的投資若是以歐美市場為主的，可能會移出中國大陸或是分散投資，而臺灣接單，大陸生產並出口美國的過去臺灣習慣的三角貿易模式可能會受影響，針對這種趨勢的發展，我國政府應有準備，以協助臺商進行分散風險的全球佈局，並改變以往三角貿易的模式。

謝順峰副所長

1. 中美回不去貿易戰前的狀況了，對中國的傾向競爭而非合作共識逐漸成形，改變以往季辛吉時代以來的戰略作法，只是民主與共和兩黨的作法有所不同。

2. 中美雙方與其說是金融戰，不如說是結合貿易戰、科技戰與金融戰在內的地緣政治競爭態勢，從來重點就是政治，關切重心在於美中經濟脫鉤（Decoupling）及此後投資、貿易行為的改變，進而影響金流。

3. 中國大陸原本就得加速開放，這也是不得不然，必須面對國內自己 2015 年下半年以來的人民幣貶值以及外匯儲備減少。美中貿易戰只是催化劑，所以才會有 2018 年 4 月博鰲論壇之後的 11+1 向金融開放措施，甚至原本說的 3 年放款外資持股比限制，提前到 2020 年便達成。

4. 另一關注重典在於直接金融、資本市場比重提高的戰略，可見國務院 10/9 印發《關於進一步提高上市公司品質的意見》，提出了六個方面 17 項重點舉措。

一是提高上市公司治理水準。完善公司治理制度規則，明確控股股東、實際控制人、董事、監事和高級管理人員的職責界限和法律責任，健全機構投資者參與公司治理的管道和方式，加快推行內控規範體系，強化上市公司治理底線要求，切實提高公司治理水準。完善分行業資訊披露標準，增強資訊披露針對性和有效性。

二是推動上市公司做優做強。全面推行、分步實施證券發行註冊制，支持優質企業上市。完善上市公司資產重組、收購和分拆上市等制度，允許更多符合條件的外國投資者對境內上市公司進行戰略投資。完善上市公司再融資發行條件。探索建立對機構投資者的長週期考核機制，吸引更多中長期資金入市。健全激勵約束機制。

三是健全上市公司退出機制。嚴格退市監管，完善退市標準，簡化退市程式，嚴厲打擊惡意規避退市行為，加大對違法違規主體的責任追究力度。暢通主動退市、並購重組、破產重整等上市公司多元化退出管道。

四是解決上市公司突出問題。積極穩妥化解上市公司股票質押風險，堅持控制增量、化解存量，強化場內外一致性監管，強化風險約束機制。對已形成的資金佔用、違規擔保問題，要限期予以清償或化解。強化應對重大突發事件政策支持。

五是提高上市公司及相關主體違法違規成本。加大對欺詐發行、資訊披露違法、操縱市場、內幕交易等違法違規行為的處罰力度。推動增加法制供給，加重財務造假、資金佔用等違法違規行為的行政、刑事法律責任，完善證券民事訴訟和賠償制度，支持投資者保護機構依法作為代表人參加訴訟。

六是形成提高上市公司品質的工作合力。持續提升監管效能，強化上市公司主體責任，壓實仲介機構責任，完善上市公司綜合監管體系，建立健全資訊共用機制，共同營造支持上市公司高品質發展的良好環境。原《意見》指出，要堅持市場化、法治化方向，按照深化金融供給側結構性改革要求，加強資本市場基礎制度建設，堅持存量與

增量並重、治標與治本結合，發揮各方合力，強化持續監管，優化上市公司結構和發展環境，使上市公司運作規範性明顯提升，資訊披露品質不斷改善，突出問題得到有效解決，可持續發展能力和整體品質顯著提高。

4. 2018 年以來，國務院金融穩定發展委員會和銀保監會等推出了一系列擴大金融開放措施，共批准外資銀行和保險公司設立近 100 家各類機構。一系列金融擴大開放政策也明確外資銀行「國民待遇+負面清單」的原則，進一步降低外資金融機構的准入門檻和業務限制。

截至 2020 年二季，14 家臺資銀行在大陸地區設立 5 家法人銀行（下設 24 家分行、22 家支行）、8 家設立母行直屬分行及代表處（下設 24 家分行、8 家支行和 2 家代表處）、1 家單獨設立代表處。富邦華一作為 14 家臺資銀行之一，是截至目前中國大陸第一家全牌照運營的臺資銀行，同時也是中國大陸規模最大、服務網點最多的臺資銀行。

整體而言，我國銀行業者在中國大陸投資授信佔淨值比減少，呈現雙元發展態勢，積極的更積極，例如富邦華一，公股行庫則偏向保守。經濟學人指出強化金融連結可能會產生正面效應。中國企業若有外國股東或承銷商，策略必定會改變，也得面對更強力的審視。若美國將中國排除在全球金融系統外，最終，中國必定會打造美元秩序的替代品，進一步加深兩國間的敵對。目前，雙方雖然在貿易和科技領域充滿敵意，中國還是相當歡迎外國投資者和企業。此事值得讚許，因為建立關係比切斷關係更有益。

5. 2020 年 5 月底中國人民銀行行長易綱表示，數字人民幣體系（DC/EP 即 Digital Currency and Electronic Payment）堅持雙層運營、現金（M0）替代、可控匿名的前提下，基本完成了頂層設計、標準制定、功能研發、聯調測試等工作。數位人民幣先行在幾個城市進行內部封閉試點測試，以檢驗理論可靠性、系統穩定性、功能可用性、流程便捷性、場景適用性和風險可控性。隨後，8 月 12 日商務部《全面深化服務貿易創新發展試點總體方案》正式公佈在京津冀、長三角、

粵港澳大灣區及中西部具備條件的試點地區，開展數位人民幣試點。10月8日，深圳市人民政府聯合中國人民銀行開展了數字人民幣紅包試點。由此可以預期，數位人民幣在中國的使用將逐步展開。

數字人民幣最開始是現金（M0）替代，但從最近幾年新興科技尤其是數位技術、互聯網、人工智慧等在金融領域的發展和應用來看，數字人民幣長遠可能有其效應，但是說到人民幣國際化，則是言之過早。

中國大陸對於人民幣國際化和貿易結算，有此一說：隨著其它國家央行數位貨幣也將逐漸推出，我國貨幣國際化改革或可以率先利用數位人民幣展開實驗，或者讓「一部分」數位人民幣實現全球自由兌換和流通（由於其可追蹤性優勢，技術層面可行）。國際貿易結算方面，因為我國是全球第一個推出數字貨幣的主要經濟體，可以利用先發優勢創立全新全球結算體系，或可逐漸擺脫對SWIFT支付系統的長期依賴。個人對此說法沒有那麼樂觀。

三、主席總結：

謝謝各位提供寶貴意見，把個人經驗、觀察與大家分享。再次感謝各位的參與，會議到此結束，謝謝。

四、散會

第二場專家座談會

會議主旨：美國總統選舉後，美中金融戰之發展趨勢

指導單位：大陸委員會

主辦單位：中華經濟研究院

舉辦日期：109年11月4日（星期三）下午2：00～4：00

舉辦地點：中華經濟研究院522會議室（臺北市大安區長興街75號）

主持人：中華經濟研究院第一研究所吳明澤副研究員

出席人員：（按姓氏筆畫排序）

王嘉緯 首席研究員（金融研訓院）

何澄輝 研究員（臺灣戰略模擬學會）

吳孟道 所長（臺灣經濟研究院）

傅中原 研究員（商業發展研究院）

列席人員：（按姓氏筆畫排序）

劉柏定 中華經濟研究院第一研究所助研究員

吳若瑋 中華經濟研究院第一研究所助研究員

張詠真 助理

會議摘要：

一、主席致詞（略）

二、與談人意見發表（依發言序）

傅中原研究員

1. 美國抗中已成為兩黨共識，未來在美國利益至上的前提下，不論誰當選都會維持既有的政策方針和立場，特別是在貨品貿易、高科技、智慧財產權等領域。雖說美國大選後對抗中立場態度不會動搖，但做法上應該會有些許差異。若由拜登當選，美國抗中的整體策略可能就會延續歐巴馬時代透過拉攏亞太地區的國家，採圍堵方式防止中國大陸崛起。亦可能重返 CPTPP 與盟友共同對抗中國大陸，類似金融戰這種高度對抗的方式，可能就不是拜登政府首要考量；但由川普當

選，美國獨立抗中的立場將會更加強烈，將可預期美國會祭出更多且手段激烈的貿易措施來對抗中國大陸，牽涉的層面就不限於貿易戰，金融戰、科技戰等都是川普團隊可能會思考制裁中國大陸的方式。

2. 金融戰最主要的影響者應是欲前往美國境內設立公司之陸資企業，由於對陸籍企業而言，赴美上市的交易成本變高，且困難度也同樣提高。另一方面，對於在陸經營的企業，若本身財務與公司治理等各方面相當透明的話，其實影響並不大，反而是對在中國境內擁有政府後援並取得不公平的市場競爭條件的「類國營」企業來說，影響程度甚大，而美國政府也是首要排除這類企業進入美國境內，以免過度影響美國經濟。此舉卻對臺資企業影響不大，原因在於當美中貿易戰開打以來，在陸臺資企業均紛紛轉換生產基地，不論是移往美國或我國，均未受相關措施所影響。

3. 從過去幾次中國大陸所公布的「鼓勵外商投資目錄」中，就已經針對金融業有逐步放寬的趨勢，特別的是在 2020 年版《外商投資准入特別管理措施(負面清單)》中已將金融相關產業移出負面保留清單內，可看出中國大陸已有完全開放國內金融市場的決心。

4. 由於中國大陸與我國國情差異甚大，且金融開放程度有別，以中國大陸目前金融開放方向來看，大多朝向市場進入方向開放，而這點雖說對外資友善，但實際落地經營是否真正友善仍屬未定之數。

5. 不論是金融戰或科技戰，在未來經濟發展上，數據都是重要的戰略要素，而中國大陸又以數據管制聞名，而美中兩國對於數據管理方面存在高度的落差，未來兩國在與數據相關的領域，想見將採高度對抗之姿。

何澄輝研究員

1. 自 2018 年 3 月 22 日川普總統簽屬總統行政命令進行 301 條款行政調查後，美中經貿衝突正式開打。而相關的經貿衝突，已不再限於過往單純的貿易逆差的削減與平衡問題。事實上，衝突與談判範

圍尚包括智慧財產權保護、不當補貼、非關稅壁壘，乃至包括政制甚至安全等諸多領域。換言之，不僅僅是爭議個別的經貿問題，而是全面涉及結構性的經濟問題而彼此論爭。相對的，美方所採取的制裁與談判威脅手段也從關稅到將特定企業與實體列入禁止交易服務之清單等更為嚴厲之手段。雙方幾經折衝，於 2020 年 1 月 15 日簽屬美中經貿談判第一階段協議，暫時讓雙方的爭議獲得一個基本的框架協議。

而 2020 年適逢美國的大選年，川普政府是否續任，可能接直接影響美方既有的協議框架、爭議處理方向，甚至從認識與面對美中之間的經貿問題的看法，都有可能因此產生丕變。亦即，若美方政權未獲更替，在美方認為衝突源於美中之間「不公平貿易」的認知下，所以不公平狀態應予改變，則既有的衝突格局與解決經貿方向與方式應會延續或持續升級；然若政權更替，民主黨政權上臺，考量該黨與執政者向來的立場與看法，採取更為接受與擁抱全球化經貿體系，認定「自由貿易」對雙方經貿往來至關重要，則應該會川普政府的認知與策略採取否定與變更之立場，包括全面懲罰性關稅在內，都有可能遭到改變。

此外，川普政府，重視「公平」，認為自由貿易也必須是公平貿易，全球化下的既有的多邊國際架構實際上對美國不利，傷害美國民生經濟。而各國對美國的經貿往來內容不同，雙方歧異各異，川普政府傾向與個別國家或區域分別簽定不同的雙邊協議，來逐步解決美國與各國的經貿問題。換言之，採取多個雙邊的機制來構建其對於國際經貿之間的利益平衡。相對的，若是民主黨政府上臺，無論總統或是其可能執政團隊，大抵皆更為肯定全球化體系對美國與世界的貢獻。並認為美國與世界各國的經貿折衝，需透過多邊機制或多邊協調的國際組織來加以解決。因此，預期民主黨政府會恢復對多邊機制的信心與參與，更加強調透過多邊協調的方式來緩解美國與各方的經貿爭執與衝突。且也更有可能重返例如 TPP、巴黎協定等多邊協議。

2. 隨著 2018 年美中經貿衝突開始，其中對美國經貿問題中的一項重要議題及為重振與重組製造業及其產業供應鏈。在這樣的背景下，

不論是促成製造業的返回美國，或避免產業供應鏈的過度依賴中國大陸，產業鏈移出中國大陸或稱為「產業鏈去中國化」的進程不但被提出、排上議程。事實上，隨著中國大陸的生產成本日益增高與中國大陸政府的產業自主化推進，都使得過往外商參與的國際分工產業鏈逐步的移出中國大陸，轉往生產要素更為低廉的東協、印度等國家。在這樣的背景下，金融的流動與需求將產生結構性的改變，也勢必對在中國大陸的臺商視其未來的經營策略與走向而產生影響。而中國大陸以對外貿易做為創匯與經濟驅動的經濟主體，美中經貿衝突凸顯中國大陸對於外匯的龐大需求與依賴，因此在這一背景下，美中之間的金融戰，勢必對中國大陸可持續增長與經濟前景產生重大的影響與風險。

3. 面對美中經貿的持續競爭與衝突的難以調和，中國大陸為了持續的增長與發展，對於金融的需求甚殷。作為對困境與挑戰的應對，預期中國大陸將持續甚至加速金融開放的作為，以謀求擴大滿足金融需求的可能。中國大陸在金融規管上或將有所緩解，並引進多種金融創新之措施來滿足持續擴大的金融需求。因此，包括對數位經濟與金融的允許與開放，甚至數位人民幣的發展，或更進一步的推動人民幣國際化的進程，或許都將是持續發生且值得關注的發展。

然而，中國大陸畢竟仍是一黨專政的專制國家，對於包括產業、金融、經濟統治與規範管理等「經濟制高點」仍無法期待會放手，甚至可能還會隨著數位科技的進步而進一步擴大深化規範管理的強度。從而，其金融市場與作為是否獲得國際資本的充分信任？規範與政治的穩定可靠性能否得到確保？值得商榷思考。

4. 面對美中之間的持續競爭關係與中國大陸經濟可持續性與發展性之需要，中國大陸採取更為積極的金融開放措施，無論在外匯與資金需求上，或是獲得進一步經濟發展與深化上，都有不得不然的趨勢。而中國大陸開始持續關注發展內需，甚至欲建立起以「內循環」為主體的經濟模式時，以外資與出口為經濟驅力之模式勢必產生改變。而中國大陸的金融服務市場也必然隨之調整改變。臺商在中國大陸的需求也必因生產與目標市場的調整，對於資金與金融服務的需求也當

然有所調整改易。這些變化都是當前中國大陸加速金融開放所可能對臺商乃至臺灣社會、經濟乃至政治上的衝擊，值得持續關注。

5. 預期美中之間的衝突與競爭格局，基本上已然確定，過去四十年間美中的蜜月期已經終結。美中將在經貿、經濟、政治、軍事乃至科技創新領域等多方面全領域展開競爭關係。不論是既有的川普政府或民主黨的未來執政團隊，在美中競爭態勢這方面的認知上已有共識，關鍵的差異將是手段與方法上的差異與施政意志力罐這的決心。

從手段來看，川普政府對於美中衝突，採取更為直接與強勢的方式為之。在經貿上，懲罰性關稅與雙邊談判是其主要的手段。另外，對於科技公司的禁止交易的實體清單列入與制裁實施，更對中國大陸在智慧財產侵犯與透過技術盜取、掠奪有嚇阻的效用。當然也對中國大陸的國家支持的產業發展與技術追趕計畫予以相當程度直接的打擊。而對於國際協調部分，採用「多個雙邊取代一個多邊」的政策取向，以美國為核心的扇形架構建構國際往來與合作模式也是其迥異於過去的做法。

相對於此，民主黨陣營對於全球化政治經濟體系採取更為肯定與親近的態度。對於懲罰性關稅也認為並非最佳策略，甚至認為有害美國的長期發展與競爭力。更對將關稅施加於盟友或在對中策略上單方行動而未能進行國際協調與合作的作為充滿批判與質疑。民主黨政權將更強調多邊協調的方式，透過集體或多邊國際組織施壓中國大陸以解決美中的衝突。但需要注意的是，雖然民主黨對川普政府多所批評，但仍承認美中之關係已經是競爭態勢，且認為對中國大陸的擴張性作為必須有所抑制。差別在於，民主黨認為必須透過國際合作，聯絡協調盟邦來共同施壓。且認為在多個領域上，美中還是有可以且必須合作的地方，例如：環保與公衛議題。但基於疫情的衝擊，民主黨也承認必須建構安全而不必依賴單一國家或他國的供應體系，因此，在特定領域一定程度的產業鏈從中國大陸轉移與分散，甚至重回美國重建，也仍有其必要性。

吳孟道所長

1.不管是川普或拜登當選，阻止中國崛起是美國民主黨與共和黨的共識。換句話說，美中之間的對抗是長期結構性問題，之後可能演變成常態化的結果。只是相較於川普的激烈手段，拜登可能會相對溫和。比如針對雙方有爭議之處，川普可能只會給中國半年到一年的時間因應，但拜登或許會給中國較長的時間(maybe 3-5 年)。

針對金融戰，或許還是要給個明確定義，因為這個說法太籠統。貨幣戰爭(匯率操縱國指控)? 金融制裁? 要求金融市場開放? 限制部分人員金融資產交易? 甚至將中國踢出 SWIFT 系統? 這些其實都屬於金融戰的一環。但有些顯然只是談判籌碼的工具，有些卻是已在執行，如果不先定義清楚，恐怕不好討論。

就以最近大家最熱烈討論的是否會把中國踢出 SWIFT 系統為例，這就是明顯的談判籌碼工具。因為這發生的機率微乎其微，原因很簡單，看看美國企業在中國的佈局，如果這真發生，企業成本將立即大增，衝擊很難想像。

結論，不管誰當選，美中對抗恐怕已是長期趨勢，金融戰更是無時無刻都在發生。短期而言，川普當選，對抗氛圍會加劇；拜登當選，則可能會緩和一點。

2.基本上，從比較利益與成本效益的觀點來看，這是標準損人不利己的舉動(單純考量經濟層面)，對美、中、臺基本上都是負面影響居多。以去年把中國列為匯率操縱國為例，造成人民幣狂貶，加速資金外逃，同時也造成新臺幣以及其他區域貨幣受到牽連，影響區域金融市場的穩定。

有人說，這可能會讓資金加速回流臺灣、甚至提升臺灣金融中心地位(取代香港)，臺灣其實可以從中得利。但這樣的說法顯然過於樂觀。以資金加速回流臺灣為例，即便 2019 年財政部實施境外資金匯回專法，透過減稅鼓勵境外資金回臺，但實際匯回規模也不過只是貼近

低推估(據財政部統計，截至 8/14(上路滿一年)，境外資金匯回專法申請 1022 件，金額達 2,166 億元，實際匯回 1,390 億元。)更不用說，資金大量匯回可能還有新臺幣升值對出口產業的副作用等等(雙面刃)。

再以取代香港成為國際金融中心為例，可以看看金管會自身說法，根本也無法苟同這樣的論點。

3. 有關美中金融戰對中國大陸金融加速開放之影響，這確實是一個倒逼改革的過程。從過往中國大陸的改革經驗或是社會主義的本質來看，中國基本上很少主動提改革，都是迫於內在或外在的壓力，不得不改革。1979 年的經濟改革、2001 年加入 WTO、2008 年金融海嘯衝擊、再到 2018 年美中貿易戰，都是鮮明的例證。

確實，在美中對抗的壓力下，近來金融市場開放成為中國高端份子的共識。例如，六月陸家嘴金融論壇，劉鶴、易綱、郭樹清、易會滿等國務院及一行二會的一把手談話內容，幾乎都圍繞在「金融開放」這四個字眼。不管是劉鶴的「深化改革開放、落實中美第一階段經貿協議」，或是易綱強調的「在人民幣可自由兌換和資本項目可兌換方面，上海可進一步先行先試」，再或是易會滿的「加速推動資本市場雙向開放、強化滬深港通機制與滬倫通業務」，都可感受到中國推動金融改革、開放市場、接軌國際的企圖心。更不用說，2018 年習近平“中國將擴大開放金融市場”、2019 年“深化金融供給側結構性改革的談話”等等，都可看到中國金融市場開放的步調在緩步徐行。不過，雖然喊出的口號都很大，但後續成效還是要看實際執行情況是否能夠真正落實而定。

4. 基本上中國大陸加速金融開放是好事。不過對兩岸來說，問題在於吃不吃得到。特別是現在兩岸關係的僵化，對金融這種高度管制的行業來說，恐怕這塊餅臺灣能分到的不多。有鑑於此，想要搶食中國金融開放的商機，兩岸關係改善恐怕還是得先突破的第一步。畢竟從外資在中國股市及債市持有的比重(目前都大概只有 3-4%)來看，未來這塊商機確實很大。

王嘉緯首席研究員

1. Covid-19 疫情與戰狼外交重創中國國際形象，如果 Trump 連任，毫無懸念地當然會延續目前美中對抗態勢，例如藍點計畫 (Blue Dot Network)、經濟繁榮網絡計畫 (Economic Prosperity Network, EPN) 等都會持續推動。然而，其實即便 Biden 當選，鑒於排中氣氛濃厚，與中國對抗格局也不會有太大變動，上述重點計畫不至於喊停。然而，相較於 Trump 單槍匹馬式、不計代價地發動貿易戰、科技資訊戰乃至於金融戰，試圖弱化美國對於中國的依賴，Biden 的決策邏輯或許較能被預測。

同樣是美中對抗，Biden 比較可能依循 Obama 的亞太戰略方向，強化與日本、韓國、澳洲、印度等傳統盟國的關係，爭端回歸全球經貿組織處理機制，以多邊協調方式尋求與中國當局的關係正常化。選後美中關係不可能立即好轉，但 Trump 政府所設下嚴格的對中禁令，在部分美國大型企業期盼 Biden 可以扭轉美中對抗傷害的壓力下，執行力道有沒有可能會相對和緩就可以觀察，像是「外國公司問責法案」(The Holding Foreign Companies Accountable Act)。當然，對此有較迫切渴望的，應該是以矽谷為首的該些科技巨頭，期盼 Biden 能夠移除美國科技業佈局海外市場的障礙。但華爾街金融巨擘其實也不遑多讓，尤其是在中國政府逐步開放金融市場之際，美國金融業對於中國市場並非毫無所圖，此從選前華爾街屢屢放話即可看見端倪。

2. 對美中臺三方的影響

(1) 美國

對美國而言，若說貿易戰是為了阻止中國繼續賺取美元，金融戰之目的則在於防堵美元持續流入中國，甚至將位於中國的美元撤出。正因如此，美國金融監理涉及中資企業部分將更趨嚴格，例如中資企業在美國掛牌上市，如果會計監督委員會 (PCAOB) 連續三年無法對上市公司在美國境外的審計機構進行審查，證券交易委員會 (SEC)

將會禁止該公司證券在美國的交易所進行交易。然而，依據 2020 年上半年 IPO 統計，赴美 IPO 的中國企業約 20 家，與去年同期相比成長約 17.6%，以科技、醫療為主。可見中國企業赴美籌資步伐，似乎未因美中金融戰鼓興起減緩，且在強監管的环境下，對美國而言不啻為一汰弱留強、整頓市場秩序的好時機。

平心而論，美國金融實力被譽為帝國並不誇張，不論從市場廣度、深度與創新能力，現階段的中國仍難以望其項背。即便短期間美元呈現弱勢格局，不因 Trump 或 Biden 何者能入主白宮而有所差異，其國際儲備貨幣地位尚非人民幣所能撼動，美元的可靠性與安全性還是深受各國信賴。是以即使疫情擴大美元與人民幣之間的利差，可能是美中金融戰的破口，但整體來看潛在衝擊應不致產生太大。

(2) 中國大陸

為應對金融戰火，中國勢必得儲備外匯銀彈，儘管名目上仍有達 3.1 兆美元的外匯存底，但受貿易戰、新冠肺炎疫情影響，中國吸收美元的能力已不若往昔，如今又有金融戰攪局，扣除到期與潛藏債務後的外匯存量恐不足以與美國相抗衡。

中國也深知自身貨幣籌碼、匯率議價能力皆遠不如美國，為縮短雙方差距，中國只能加速資本改革，強化資本市場的外資潛在胃納量，同時吸引新股 IPO。這也是為何中國致力於鞏固上海、香港的金融中心地位，乃至於試圖力推海南自由貿易港計畫，雖說短期內仍無法顯見成效。其目標即在於因應中資企業回歸中概股，尤其是除在上海掛牌之外，同時也在香港上市籌資，形同以雙掛牌買保險。這也反映在 2020 上半年上海證交所與港交所的 IPO 金額，分別為 165 億、113 億美元，僅次於美國 NASDAQ 的 174 億美元。惟日前突然殺出螞蟻金服滬港兩地上市喊停，凸顯出傳統金融監管與互聯網金融創新之間長期存在的矛盾，對於科技類中概股回歸的後續效應值得關注。

另一方面，香港在美中金融戰的地位也值得玩味，香港長期扮演中國與西方市場的重要節點，非上海、深圳乃至於海南所能輕易取代。

是以即便歷經港版國安法風波，倘若中資企業 ADR 無法在美國繼續交易，透過香港渠道仍可獲得美元資金挹注，是以香港仍是中國企業掛牌上市首選。像是阿里巴巴、京東皆選擇香港上市，而非上海、深圳，其動機不言可喻。然而，白宮新主人的態度將可能左右香港能否維持外資進入中國的關鍵位置，如為 Trump 當然會延續他在今年五月的宣示，取消香港的特別待遇，最糟狀況就是轉口貿易的美元順差難以為繼，長久以往可能缺乏充足美元供給，乃至於聯繫匯率無法維持；至於 Biden 雖未有具體宣示，但整體方向可能跟現行政策不會有太大的出入。

(3) 臺灣

不同於貿易戰可為臺灣帶來轉單效應，中概股回流中港上市，對臺灣資本市場並無實質效益可言，相反地甚至必須留意系統性風險波及臺灣金融市場的穩定。若真要探討金融戰之影響，臺灣金融業者在香港的據點或許可能首當其衝，尤其香港據點數量位居臺資銀行海外分行前茅，長期以來獲利貢獻度亦高，如今面臨香港地位轉變，應加速在港業務轉型，抑或思考引導資金回臺進行實體投資。

3. JPMorgan Chase 首席經濟學家 Bruce Kasman 認為，Biden 當選美中衝突不會降低，但聚焦面向會轉變，而金融領域則是美中「合作與進一步融合的綠洲」，中國將繼續開放金融市場，減少外國金融機構的經營限制，這番論點一方面傳達未來美中對抗格局的可能訊號，另一方面其實也反映美國金融業對於中國市場的期盼。

事實上，美中金融戰將迫使中國加速開放金融市場，已經開放的像是外資在金融業的持股上限，以及外資金融機構在中國市場可以承做的業務範圍，包含證券、保險、期貨、基金、財富管理；乃至於中國向來引以為傲的電子支付，也已經批准如 PayPal 等外資業者，以合資方式進入中國支付市場。這些片面性的局部開放，固然業已吸引若干外資金融機構提出申請甚至獲准，例如美國、瑞士的大型投行，但未來經營良窳仍取決於美中雙邊關係發展。

即便雙邊關係如市場預期，因為 Biden 當選有所緩和，金融監理力道也隨之放鬆，但中國自身金融市場與法規的健全性，仍是外資經營當地市場的重點考量。從 2001 年中國加入 WTO 到 2018 年美中貿易戰前夕，外資銀行在中國的市占率還不到 2%，一方面固然與中國開放態度有關，但另一方面中國金融法規體系不如他國健全，卻也是不爭的事實。例如中國迄今未有一套完整的退休存戶保障制度，金融消費者保護與爭端處理機制也付之闕如，遭遇金融紛爭只能直接訴諸法律或上街陳情。缺乏市場秩序恐難以讓外國投資者長期經營在地市場，但從另一個面向來思考，這或許也不啻為一轉機，迫使中國金融主管機關在開放市場之餘，同時加速健全國內市場制度。

4. 中國加速金融開放，外資金融機構是以摩拳擦掌，企圖在中國市場分取一杯羹，雖說過程中仍可能受到美國制裁手段影響，成為美中兩強的夾心餅乾，不過方向不至於有太大轉變。在此市場趨勢之下，對於臺資金融機構的影響，或許可以從兩個面向來觀察未來發展。首先，近期中國金融開放並未排除臺資機構適用，因此理論上有助於國內金融業在中國市場的佈局，業務層面或合作對象都有比較大的想像空間。只不過金融業屬於特許產業，任何跨境投資決策皆須雙邊金融主管機關核准，衡諸目前兩岸氛圍，臺資金融機構能否同時獲得雙邊首肯恐有不確定性。

再者，於對岸設點的臺資金融機構，除屈指可數的幾家民營業者之外，多數仍多以分行為主，先天就存在著規模小、業務有限的缺陷。因此即便中國政府開放市場，以目前開放方向來看多屬消金、理財、投行等業務，臺資金融業能否獲取實質利益仍在未定之天，甚至可能因為其他外資金融機構進入市場，面臨更激烈的競爭，未蒙其利反而先受其害也說不一定。

5. 早從 2010 年代開始，中國就嘗試推動人民幣國際化，但國際化過程中必須交易透明化、開放資本帳，中國可能不擔心匯率波動，但公開資訊卻是其痛點，故也因此國際化腳步已稍微有所放緩。有鑑於此，美中金融戰對於人民幣國際化的影響應該不大，即便美元未來

走勢趨弱，但人民幣短期內還無法挑戰美元的國際地位。以人民幣占 SWIFT 付款比率為例，美元占比仍達四成以上，人民幣在 2016 年 1 月時雖曾攀升至 2.45% 的高點，但近期占比已滑落至 2%，全球排名第五，仍在歐元、英鎊與日圓之後。

然而，美中金融戰倒讓數位人民幣的議題興起，中國政府背後的關鍵考量應在於如何讓交易與市場透明脫鉤，亦即企業不需要公開資訊即可完成交易。而中國正在嘗試的數位貨幣電子支付 (DECP)，就是朝這個方向突破。DECP 綁定在中國人民銀行所背書的數位平臺上 (例如微信支付 WeChat Pay)，海外機構也是透過這個平臺直接支付，換言之整個過程不需銀行體系介入，而是一種完全由人行中介的法定貨幣。此外，也可能因為 DECP，美國政府無法掌握詳細的交易資訊，藉以閃躲美國政府利用長臂管轄權 (Long-arm jurisdiction) 對於中國企業的制裁。

三、主席總結：

謝謝各位提供寶貴意見，把個人經驗、觀察與大家分享。再次感謝各位的參與，會議到此結束，謝謝。

四、散會

第三場專家座談會

會議主旨：數位人民幣之發展現況與未來影響

指導單位：大陸委員會

主辦單位：中華經濟研究院

舉辦日期：109年11月6日（星期五）下午2：00～4：00

舉辦地點：中華經濟研究院522會議室（臺北市大安區長興街75號）

主持人：中華經濟研究院第一研究所劉柏定助研究員

出席人員：（應出席人員要求隱去個資）

H 教授 （臺灣大學商學院）

C 技術長 （區塊鏈公司）

S 執行長 （新能源金融公司）

列席人員：（按姓氏筆畫排序）

吳明澤 中華經濟研究院第一研究所副研究員

吳若璋 中華經濟研究院第一研究所助研究員

張詠真 助理

會議摘要：

一、主席致詞（略）

二、與談人意見發表（依發言序）

H 教授

1. 其實太陽底下無新鮮事，這個數位貨幣，或者數位法幣，也可以叫 CBDC，其實就是法幣換成數位形式，沒有什麼太多新的東西。而法幣，稱為 FIAT，就是一種暴力貨幣，由國家法律強制大家必須接受這個做為付款的選項，就是「無限法償」的概念。現在這個法幣數位化的趨勢，在區塊鏈帶動的各種民間版數位「貨幣」包括臉書的 Libra 的刺激下，各國央行還是蠻主動研究甚至開發試驗的。根據國際清算銀行 BIS 的報告，許多國家央行都已經在積極關注。但是其實，目前許多第三方支付，甚至是銀行的支付，都早已經是電子數位形式，開

發 CBDC，數位新臺幣等，在消費者使用上，其實沒多少差異，差別是在於後端的結算方式不一樣而已。以臺灣目前這麼發達的支付選項，看不出有太急迫的需求要使用數位新臺幣。

2. 不過，上述的電子支付方式，基本上等同於一套記帳系統，要使用的人都要開戶，然後加加減減，金流一目了然，都有紀錄可以查。現金（鈔票與硬幣）則不一樣，它不是帳戶制，具有匿名性，非常方便，又具有無限法償，其實有很多優點。一但數位化之後，是否還能保有這些特性？這可能是有疑慮的。會不會數位新臺幣其實也是帳戶制，這樣的話，人民隱私就容易受到侵犯，因為都有紀錄可以查。這樣的使用現金的隱私需求不一定就是拿來做犯罪的事，人們總是會有些需求不想留下紀錄，這時，推動數位新臺幣就必須把這件事解決以及說清楚。

3. 至於加密貨幣，那就是社區型貨幣，你就是要能夠找到一群人跟你一起用，如此而已。不可能上升到威脅國家法幣，政府不會讓這件事情發生，避免影響總體經濟秩序。

4. 中國大陸推動數位人民幣，其實有他自身的原因。第一，他有資本外逃的問題，現在很多利用比特幣來轉移資金，那政府就開始打壓這部分，然後發展數位人民幣來跟你競爭，與其把這塊拱手讓全球或民間來主導，不如及早發展國家版本，方便掌控，也保障中央在貨幣這塊的權威與唯一性；第二，他很多偏僻地方的農民沒辦法使用傳統金融服務，所以數位人民幣或許可以加強這部分的不足，因為他們手機普及度極高，日後如果要扶貧，也可以用數位人民幣直接發到每個人手機裡去；第三，Swift 這套傳統的全球轉帳系統，其實是美國在背後主導的，中共很擔心美國日後施壓縮緊 Swift 對中國的服務，這樣就受制於人了，因此發展數位人民幣，可以讓國際上願意使用的國家與中國大陸交換資金，也有做為此一風險的因應預備的意味，綜合以上，其實中國大陸跑那麼快，是全球大國中的第一個快要開始使用的，並不代表他們比較先進，反而是凸顯出其上述的問題，需要有一個解決的辦法。

C 技術長

1. 老師以上分析的都很有道理，不過我要補充一點是，採用數位法幣還可能有一個原因就是便於實施負利率政策，如果央行有這種想法的話。

2. 關於數位貨幣是否能夠做到匿名性的問題，我想目前的技術上是可以做到的，就是所謂的零知識證明 (Zero-Knowledge Proof, ZKP) 的演算法，現在已經都有了，主要是透過混幣的方式，讓驗證者不需要知道交易裡面的正確金額就可以進行驗證，對於交易隱私的保護提供了一種技術可能性。但是，國家法幣不可能完全不需要知道交易金額，因為有外匯管理、洗錢防制等等國家金融管理需求，這樣可以透過某種設計，讓在某個範圍內的金額這樣的訊息是可以被知道的，但不知道具體數字，然後在有必要的情況下，例如司法偵查，可以透過設定好的第三方來打開特定交易的內容，在保護一般民眾交易隱私的同時，也可以達到國家特定管理需求。不過，要提醒的是，在數位貨幣情境下，隱私的出現就代表私鑰必須自己保管，這在目前對大部分民眾都是很高的要求，所以個人預期數位法幣的推展進度不會太快。

3. 數位人民幣如果進展很快，然後也假設中國大陸利用這個方式來擾亂臺灣總體金融秩序，例如鼓勵臺灣民眾使用數位人民幣來交易，是否我們有什麼可以因應的方式？目前想一想是感覺很難，至少是從技術面來思考的話，或許這也是未來政府可以考慮研究的方向。

4. 目前應用區塊鏈在國家法幣層面，所謂的批發型 CBDC 是已經開始使用了，就是央行跟商業銀行之間的清算結算，但這也可以說就是一種 netting；至於面對一般民眾的零售型 CBDC，應該都還在研究試驗階段。

5. 數位人民幣日前傳出偽造的新聞，雖然不知道細節，但是我們感覺這很可能代表中國大陸政府只是急於推出這個東西，來處理他民間利用加密貨幣來做資本外逃的問題，然後可能出於政府要完全掌控

的心態，沒有更深度利用目前的發展很快的最新區塊鏈技術打造，有可能是目前傳出偽造的問題深層次根源。

S 執行長

1. 我的公司是從事結合新能源太陽能發電的經營與區塊鏈技術及金融商業模式的業務，在業務層面，數位新臺幣對於未來我們的營運會有一些幫助，但以目前的體系模式來運作，也沒有太大的問題，所以也不會特別期待新臺幣的數位化。

2. 關於未來數位人民幣是否能夠限制它不影響臺灣金融秩序部分，我也同意技術長說的，目前確實從技術面看起來，不太容易有效防止這件事發生，猜測可能要從制度面結合技術面共同來探討因應。

附錄 3 專家訪談摘要紀錄

一、10月16日（五） 14：00

訪談對象：臺灣經濟研究院景氣預測中心邱副主任達生

中國大陸配合他過去十三五計畫，想要拉抬內需，但是成效有限，現在有提出所謂雙循環，以內循環為主，外循環輔助。要達到其成效，勢必要進行開放，尤其是金融的開放。第一階段協議尚未到深水區，中國大陸在觀望美國大選的情況，所以有點在應付川普。因為第一階段協議至今來看，中國大陸很難達成，因為對美國農產品之採購到第三季好像只到三成三左右。未來如果是川普當選那個壓力應該會更大，但中國大陸亦不一定希望拜登當選，因為過去2年已習慣川普的套路。且拜登和民主黨過去雖然似乎對中國大陸比較和善，但主要是當時美國希望與中國大陸交往，並引導中國大陸進行改革，且可以提振美國自己的經濟。但現在的狀況與過去不一定相同。

若川普當選，應該會延續其做法，即利用關稅、貿易、科技與金融制裁對中國大陸施加壓力，而拜登可能是利用國際主義，利用圍堵的方式，要取得區域經濟主導權。可能重回 TPP 等多邊主義對中國大陸施加壓力。

其實中國大陸並未有利用貶值來對抗美國的關稅戰，過去在美國 QE 的情況下，中國人民銀行反而是在賣匯阻貶，而非買匯阻升。中國大陸要擴內需，人民幣持續貶值亦不適當。整體而言，中國大陸是比較被動，尤其是金融戰，中國大陸仍無法與美國對抗。

金融戰是否會對臺灣的製造業產生有利的影響，目前為止看不出來。因為臺灣的產業結構和供應鏈的角色與中國大陸仍有不同，美國對中國大陸的投資不一定會移轉到臺灣。另外，臺灣的許多代工大廠，移到東南亞，是連陸幹都帶過去。大廠對中國大陸保護智財權的部分仍是沒有信心。有可能的情況是生產、代工的部分移到東南亞，而研發、設計回臺灣。

在金融面的影響，有可能會將資金由中國大陸移回臺灣，對臺灣的資金動能有所幫助，也使得新臺幣升值的趨勢變強，也影響臺灣股匯市。但仍另外，在中國大陸的臺商可能在美元的融資上會有不利的影響，因為如果金融戰持續深化，美國限制人民幣兌換美元，則臺商的美元融資可能產生困難。

若以過去三任美國總統在競選連任時，經濟成長率上升，失業率下降，且近年來都有重大的外生衝擊，如 dot com 危機、金融風暴，但現在的情況經濟成長率下降、失業率上升，及有 COVID-19，川普競選之路並不樂觀。

二、10月27日（二） 14：00

訪談對象：L 創投業者（應訪談對象要求隱去個資）

本人所做的是創投，輔導企業上市。去大陸經營是過去 10 年左右，中國大陸變化非常大。中國大陸的發展世界都看得到。中國大陸在推動經濟發展是用了非常多的政策，包括一帶一路、RCEP、中國製造 2025、大眾創業萬眾創新等，去做全世界的大外宣，力道非常強。不管你是形式上還是實際上但是至少他做了。中美大戰已經變成一個所謂的第三次或是新一代的世界的大戰，美中已經開打，只是不是在軍事上，而是在經濟上。川普主要是打反中或恐中牌，把病毒冠名為中國病毒。而拜登是老政治人，對中國大陸會較趨於緩和。

在中國大陸而言，以市井小民而言是與美國對立，但深入到經濟上感受沒那麼強。但在高新技術產業上影響非常大，因為是一個產業鏈的問題。雖然拜登不太會願意與中國大陸為敵，但整體美國對中國大陸的態度自歐巴馬以來，愈來愈強硬，即使拜登上臺，美中關係也不會有太大的改善。對外貿影響會很大，但內需仍然會非常大。以自己做創投的角度來看，中國大陸還是會放眼世界，雖然中美關係不好，但中國大陸仍是在世界上會占有一定的地位。

自己認識的臺商，留一半走一半。留的是在中國大陸落地生根，

而走的是近年來才進中國大陸，沒有在中國大陸落地生根，會退出中國大陸市場。而退回臺灣的部分，中小企業比重較高，但大型企業並不多，大型企業是移到東南亞國家。而臺灣是否能承接中小企業回到臺灣的能量，是一大問題與隱憂。

中國大陸近來的戰略是建立社會資本主義的一個進程，中國大陸必須要富起來，把貧困家庭升級為中產階級。有錢的習近平就打，如打貪禁奢。另外，不斷的基礎建設，擴大內需，積極振興內需經濟。短期中國大陸經濟面臨很大壓力，但中長期還是可以樂觀的。但值得觀察的，美中對抗是否會進入一個大規模的冷戰，對中國大陸未來會有很大的影響，且對臺灣而言是否會在兩強相爭下成為犧牲品，要特別注意。

中國大陸現在在擴大金融開放，就是希望吸引全世界金融機構與資金，世界各國的金融機構非常的積極進入中國大陸，本人公司所在的上海的陸家嘴，自然而然的成為一個金融聚落，可以一次滿足金融所有需求。但對於人才的吸引是我們要關心的，商業機會一定有，但威脅也有。尤其是對我國金融人才的流失，必須要特別留意。

美國有種族歧視的問題是長久以來大家都知道的，對黃種人與對白種人就是不同。但華裔的人流出來的不多，但大型公司的出走，或是將資產、know-how 等移出到第二、三國的愈來愈多。因為美國也在緊縮一些金融政策，如對上市公司的財報捉得很緊，雖然主要針對中國大陸企業，但也會波及臺灣，因為美國許多人難以分辨的出來。

中國大陸現在對臺灣有許多的惠臺政策，要吸引臺商、臺青與臺灣的創業團隊，它的「統戰」是統一戰線，而非統一戰爭。而我們無法使中國大陸弱化，會持續強大，臺灣要保持一個相對穩定的心態。臺灣的金融政策無法使人認為愈來愈開放，它甚至也抑制了新創產業的發展。故中國大陸愈來愈強，臺灣要如何站穩自己的腳步，是非常重要的。

臺灣必須要建立品牌，除了創新之外，還要設法品牌自主，我們

的許多品牌還在別人身上，自己研發、自己生產、自己銷售，產業的分工要加強。臺灣有許多的優勢產業與技術，競爭力也很強，但是否可以由政府組成「快打部隊」，哪裡有市場就要馬上帶廠商衝刺。以本次疫情為例，在送國際口罩的同時，國民外交時，是否可以同時把臺灣附屬的醫療產品賣出去。

兩岸不應再提政治性的議題，以經濟帶政治，而非用政治帶經濟。如「亞太大經濟，兩岸大合作」等，跳脫政治議題，應該可以帶動兩岸經濟的發展。

三、10月28日（三） 14：00

訪談對象：中山大學中國與亞太區域研究所翁教授嘉禧

美國大選有幾種可能，一是川普連任、一是拜登當選，這是比較明確的。第三個結果是雙方票數差距很小，而本次通訊投票的人非常多，所以可能在11月3日還無法開票完成，可能要拖個10天左右，會比較動盪。最後一個也是最麻煩的就是若有舞弊或是爭議，要由大法官裁決，情況會更為複雜，會拖更長的時間。

在短期，如果川普上臺，可能會縮一下，因為在選舉期間的議題操作，但選完後會回歸常態，要衡量自身實力與對手反應進行調整。但在長期會持續對抗，因為美國作為世界強權，要防止中國大陸超越美國，會將第二大國壓下去。過去的英國、蘇聯、德國、日本等都是如此，現在是中國大陸，所以勢必要把中美差距拉大。對中國大陸金融擴張，勢必會有所收斂。但有種說法是，川普連任對中國大陸是短空長多，而拜登上臺後會按步驟修理中國大陸，所以中國大陸反而希望川普當選。

美國對中國大陸是一個整體戰，從貿易、科技、金融，甚至可能發展到冷戰，最嚴重是到熱戰（軍事戰）。美國對中國大陸會有三步驟，包括第一步是打壓，對大企業打壓，如華為、中興通訊、中芯國際等。第二步是脫鉤，現在是進行式，可能造成中國大陸高科技斷鏈，衝擊

很大。第三步就是圍剿，利用印太戰略，把多個國家拉進來，共同圍剿中國大陸。如果中國大陸受不了，一定會妥協。中國大陸的雙循環自 1979 年以來其實一直都在運作中，但對中國大陸最有幫助的是外循環。尤其是加入 WTO 後，外循環是中國大陸經濟成長最重要的貢獻。美國過去原本希望利用中國大陸經濟之成長，帶動其國內政治的改革，使其更加民主化。但中國大陸採取經濟與政治分開，經濟開放，但政治更為集權，尤其是習近平上任後。因此，美國勢必會打壓其外循環。

因此，中國大陸開始要強調內循環，如房地產、基礎科技、應用科技，也希望擺脫美國的依賴。中國大陸半導體等基礎科技，與美國差距太大，要追上其實非常困難。但在非尖端的技術，或是 5G、AI、互聯網金融等應用科技的部分，中國大陸仍然會有其發展空間。

人民幣國際化的部分，未來 10 年可能都不可能挑戰美元，中國大陸也知道其進展有限，但數位人民幣的發展確實很快。因為中國大陸具有龐大的實驗場域，應用型技術要求不高，有其發展優勢。中國大陸現在傾全力發展數位人民幣，而且全世界許多國家其實對數位貨幣有興趣，可以對外輸出。且數位人民幣發展可以掌握全中國大陸的金流，交易資訊，此大數據對中國大陸而言非常有用，也可以達到打擊貪腐的作用，所以中國大陸應會持續全力推動。但數位人民幣與人民幣國際化的關係不大，因為這個是一個貨幣改革，與人民幣國際化應是兩個不同的議題。人民幣國際化雖有些成效，但在世界交易與貨幣儲備的比重仍很低，但如何繞過美元結算還不清楚，因此人民幣挑戰美元，短期不具可能性。

金融開放對其體系有競爭的幫助，但我國的金融體系實力不強，因此臺灣金融業應先整合，提升競爭力，打團體戰。單打獨鬥到中國大陸去其實不太能與中國大陸的金融機構競爭。此外，臺灣的金融業應要更為開放，雖然臺灣金融監管已有改善，但相對而言還是太封閉。能對臺灣開放當然最好，對臺商融資也有幫助，也代表兩岸關係改善。但如果沒有真的對臺灣金融業開放，只是口惠而不實，也沒有用。

對政府的建議是，疫情總會過去，對後疫情時代臺灣經濟與金融發展，必須要超前部署。且不應太過親美疏中，否則當中國大陸經濟回復時，對我國進行經濟報復時，會得不償失。

四、10月29日（四） 14：00

訪談對象：S 證券業專家（應訪談對象要求隱去個資）

2018年開始，中國大陸已開放外資證券公司持股可達51%，中美貿易戰也有一點關係。而中國大陸也在推自貿區，也有開放證券公司設立子公司。但因為ECFA後，兩岸關係有所改變，臺灣證券業去中國大陸投資的腳步也略有放慢，有些也就不了了之，且中國大陸要將臺灣證券公司鎖在自貿區，而且在對臺的部分希望在福建自貿區。有些外商如HSBC到中國大陸持股51%，是透過香港的CEPA過去的。統一金圓其實在2018年以前就開始在談，直到今年（2020年）才拿到開業許可。

臺灣的銀行與保險其實已經都可以到中國大陸成立子公司，但證券還沒有。因此過去中國大陸並未對我國開放證券公司控股（51%），因此我國的「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」中，臺灣證券商僅能參股投資大陸證券公司，而參股投資是指持有被投資者已發行有表決權股份總數或資本總額未超過50%，且對被投資者無控制能力之情形，但尚未開放投資具控力之證券公司子公司。

然而，中國大陸自2020年4月1日已開放外資投資證券公司可以持股100%，因此各國金融業者都可以在中國大陸成立證券子公司，所以我國的法規應要有所改變。而且中國大陸金融業幾乎已經完全開放，以2020年版的自由貿易試驗區外商投資准入特別管理措施（負面清單），在金融業部分已沒有限制。

中國大陸金融雖然仍有風險，但亦有相當大的機會。證券業雖然已經競爭激烈，但中國大陸證券業的開戶滲透率還是很低，且規模巨

大，仍有很大的發展空間。在經紀業上手續費因為競爭而變得非常低，但中國大陸證券業可以做的業務比臺灣多，除了經紀、投行業務，也可以做投信投顧業務，故可以做財富管理的業務，臺灣證券公司在此部分仍有其優勢。

根據中國證監會有關負責人就《證券公司股權管理規定》有關問答，即指出該規定明確將證券公司分為兩類，對於從事常規傳統證券業務（如證券經紀、證券投資諮詢、財務顧問、證券承銷與保薦、證券自營等）的證券公司，其業務活動外部性較低，僅要求其主要股東、控股股東具備基本條件（如淨資產不低於 2 億元人民幣）。而對於從事業務具有顯著槓桿性質且多項業務之間存在交叉風險的證券公司，除傳統證券業務外，還包括股票期權造市、場外衍生品、股票質押回購等複雜業務者，其資本消耗較高，與其他金融體系聯繫緊密，外部性顯著，要求其主要股東和控股股東需具備較高的管控水準和資本補充能力（如總資產不低於 500 億元人民幣，淨資產不低於 200 億）。臺灣的證券公司滿足的不多，但可以配合金控總公司進入投資，即可滿足要求。

中國大陸市場已經非常大，且其本身證券商的實力也相對提升，已經比較不擔心開放造成對其本土業者的衝擊，因此未來可能會更加開放。中國大陸雖然有風險，但商機也很龐大，企業赴大陸投資自己本身就應該衡量利弊得失與風險。

五、11 月 10 日（二） 16：00

訪談對象：C 保險業者（應訪談對象要求隱去個資）

本次中國大陸保險業開放最大的重點包括兩個，一為取消「五三二條款」中的三、二條款限制，二為取消保險業外資持股比例限制。我以前在美商喬治亞、後來是荷蘭商 ING 集團，ING 在中國大陸非常積極。但中國大陸對保險之開放非常謹慎，嘴巴說開放，但實質上非常保守，中國大陸對於銀行開放逼著本土銀行改善效率，但中國大陸

的保險業經營相對保護。過去是以股權卡住，要占到 50% 之股權非常難。

中國大陸保險業開始開放時，主要是要取得國外保險公司的 know-how，因此在股權比重上有所限制，只讓國外保險公司參股，但無法取得實際控制權。另外，在 2001 年時，中國大陸平安保險利用「龍騰計劃」，邀請臺灣 500 名保險人員西進，為中國大陸營銷人員進行訓練，後來更大舉挖角臺灣高階保險管理人員，最主要的即是要利用這些人幫他們建立制度、教育與訓練。而後中國大陸保險企業快速成長，規模愈來愈大，現在的保險業已接近臺灣 90 年代的水準，對臺灣的需求已經不高了。

中國大陸目前為止的保險滲透度仍然是相當低，未來市場潛力非常大，所以中國大陸政府不太願意放手，但也因此國際保險業者仍然非常希望介入。中國大陸雖然名義上開放保險，但因保險業亦為特許產業，且中國大陸保險業與國企關係深厚，在實質上仍會有潛規則，要開放國外保險業者仍然很困難。

因為中國大陸肇事率高，保費也高，財產保險亦有機會。因此產險公司是可以考慮的，中國大陸政府亦也放得較寬。

雖然中國大陸保險市場廣大，但國外保險公司要進入中國大陸市場仍然相當困難。首先，若持股比例無法超過 51% 以上，沒有辦法有精算權，在雙方對產品與訂價不同意見下，難以推展業務。而且，在人脈的經營上，外資保險公司也難和其本土的保險公司競爭。

現在公司的經營模式是暫時不設保險公司，而是利用銀行端銷售保險商品，因為公司在中國大陸已有子行，而銀行亦可以銷售保險商品，因此不需要再設保險公司和銷售機構。但若中國大陸已放開外資保險公司持股比例，則公司應還是會有興趣投資。

六、11月11日（三） 10：00

訪談對象：中興大學企管系林教授谷合

美國大選之結果，雖然尚未完全確定，但拜登成為下任美國總統應是無懸念了。以過去拜登和中國大陸的關係，雖然在選戰後期對習近平口出惡言，但相對而言拜登對中國大陸的態度應會較川普和緩，這也使得中國大陸可能可以鬆一口氣。然而，擔心對中國大陸而言是短多長空，因為川普著重單邊主義，對中國大陸直來直往，且對盟國之經營較不重視，因此給中國大陸拉攏美國原來盟友的機會。而拜登重視多邊主義，上任後應首先會重新拉攏盟國，並重新加入如世界衛生組織、巴黎氣候協議與 CPTPP 等國際組織，之後將會夥同盟友對中國大陸施加壓力，對中國大陸而言不一定是好事。

以美中貿易、科技與金融戰打到現在來看，我觀察到臺商撤出中國大陸的情況並不非常多，以本校在中國大陸開辦的臺商課程中，臺商的反饋來看，臺商多對中國大陸未來經濟發展仍有信心。也許有部分傳統產業臺商將會降低在中國大陸的投資甚至撤出，但高科技與服務業臺商則不一定，而且有些臺商開始尋求轉型升級的機會。未來拜登上臺後，美中關係和緩之下，在中國大陸投資的臺商應該可以稍喘口氣。

在金融業部分，已經投資的臺資金融機構要離開中國大陸相較於其他產業臺商而言，會更加困難。因為資本額龐大，要將資金匯出是一大困難，尤其是中國大陸資本帳仍有相當嚴格的管制。

另外，在中國大陸加速金融開放的情況下，臺資金融機構有機會亦有挑戰，機會是預期未來中國大陸在金融業務的開放會更多，臺資金融機構可以經營的業務種類可望增加，對於臺資金融機構的經營有幫助。但挑戰是除了面對中國大陸本土金融機構的競爭外，更要面臨世界知名金融機構的競爭，競爭壓力擴大。

尤其是臺資金融機構普遍規模較小，在拓展經營據點上相對困難，且目前大多仍是以臺商為主要服務對象，在據點不足、客戶多樣性不

足的情況下，經營績效亦難有提升。但小而美的特性也是臺資金融機構的優勢之一，未來應朝向客製化、精緻化經營，如此臺資金融機構乃是有其競爭的利基。

附錄 4 期末報告審查意見回覆表

審查委員意見摘要	中經院答覆
一、研究架構	
(一) 本報告研究架構清楚，章節層次分明；並且依委託單位需求，針對「美中金融戰對中國大陸金融市場開放之影響及兩岸金融業之影響與因應」進行詳盡剖析，報告內容相當豐富。	感謝評審委員肯定。
(二) 研究架構大致完整，對美中金融戰的定義及範圍有良好的掌握，可惜沒有解釋美國採取金融戰的目的究竟是只限於金融開放，還是企圖達到政治上之目的。習近平似將連任至 2035 並在此前武裝統一，未來 7 年是臺灣最危險時刻，陸方需加強的面向包含軍事、半導體與貨幣，金融戰、貨幣戰為重點。關於人民幣國際化、SDR 配置與其在 IMF 之影響力、BIS 人民幣定價、弱勢美元政策等關聯，建議宜將研究角度拉高放廣來看。	感謝評審委員的意見，在第二章第一節對美國實施金融戰的政治目的進行補充。然因本研究之研究主題與研究時程限制，因此將研究內容聚焦在美國近來對中國大陸進行之金融制裁，與中國大陸近年的金融開放，對我國經濟與金融之可能影響。而美國的戰略意圖與人民幣國際化均是相當大的議題，受限於研究期程之限制，故本研究將之列為未來研究建議方案，請見第六卓第一節之拾壹。
(三) 報告中引用任澤平金融戰架構三大層次九大手段，可以將架構引入使用。	感謝評審委員的意見，報告已將美國對中國大陸金融戰之手段依任澤平之金融戰架構進行歸納，請見第二章第二節。
(四) 本文研究架構尚稱清晰，且在定義「金融戰」後據以展開相關分析，研究範圍亦顯明確。惟「美中金融戰」，事實上主要為美國對中國大陸的金融制裁措施，且延續美中貿易衝突而來，因此於摘要、緒論中，建議清楚定義「貿易戰」與「金融戰」的分界，如特定事件或時間點，將有助於讀者更了解本文的主題。另本文分析「美中金融戰」，缺乏相關措施對美國金融市場之影響的分析，建議可適度補充。	感謝評審委員的意見，已在緒論與摘要中進行補充，2019 年 8 月 5 日人民幣貶破 7 元大關，被美國列入匯率操縱國，是貿易戰進入金融戰的重要代表事件。另外，美中金融戰對美國金融市場之影響分析，已增列為第二章第五節中。

<p>二、資料蒐集</p>	
<p>(一) 資料收集大致完整，但未說明數位人民幣與金融戰的真正關係何在？也就是與研究主題的相關性，重大性及實質性欠明確。對於未來拜登政府的一些預測，可能因為尚未就職，並不明朗，資料及說明相對有限。</p>	<p>感謝評審委員的意見，本研究除了金融戰之外，亦討論中國大陸金融開放與現況，而數位人民幣是其近來最重要的金融發展之一，故將其納入。</p> <p>因為拜登雖然贏得美國總統大選，但因尚未就職，故對其施政預測僅能就拜登與其競選團隊之過去相關言論與政見進行預測，此為研究之限制，已補充在第一章第四節研究限制中。</p>
<p>(二) 本研究報告資料來源廣泛，包括財經資料庫、相關文獻及論述；並舉辦多場專家學者座談及深入訪談、就資料蒐集來源而言，應是相當充分。可惜的是，因疫情關係，無大陸智庫專家學者參與座談討論，也無法實地訪查。</p>	<p>感謝評審委員的意見，因疫情關係無法實地赴中國大陸訪查，也無法邀請大陸智庫專家學者參與座談，亦為本研究之限制。</p>
<p>(三) 本文的參考資料多為報導、研究報告、網路資料、座談會訪談等，雖引用中國大陸官方的政策宣告，卻不對稱的缺乏美國官方的政策宣告，建議可適度補充，而相關補充亦可使論述美國對中國大陸採取金融制裁措施的相關分析更為精確。</p>	<p>感謝評審委員的意見，由於中國大陸與美國的政經體制不同，中國大陸雖然已由計畫經濟逐漸轉軌至市場經濟，但其經濟政策仍是由非常多的政府文件與政策宣告組成。但美國則以法律與行政命令為主，在本研究均已提出相關法律文件與行政命令。如《外國公司問責法案》、《出口限制規則》、《政府通信保護法》等。</p>
<p>(四) 簡報第 9 頁提到陸方建立「不可靠實體清單制度」作為對美金融戰之因應，請補強說明該措施與金融戰之關聯性。簡報第 10 頁將陸方提出「雙循環」、「十四五規劃」列為陸方作為對美金融戰之因應，請加以說明。</p>	<p>感謝評審委員的意見，中國大陸官方建立「不可靠實體清單制度」是因應美國制裁中國大陸重要重點發展戰略或經濟命脈，如中興通訊、華為與中芯國際等之因應。而中國大陸提出「雙循環」發展格局，並列入十四五規劃重點，是因應美國揚言與中國大陸全面脫鉤之因應。</p>
<p>三、資料分析</p>	
<p>(一) 資料分析大致合理，但談到中國金融開放的部分，較多為歷史陳述，分析</p>	<p>感謝評審委員的意見，陸方急需外資的討論在第二章第三節之壹已進行補充。</p>

<p>的部分相對比較少。陸方目前急需外來資金，開放金融是為了獲得外資，也是為了增加與美的黏著度，以透過華爾街影響政治人物，而我銀行業此時若前往發展，是否會增加風險?報告對中國金融開放，人民幣國際化一樣重要的資本流動自由化，也就是外匯管制的問題，分析較為有限。</p>	<p>而資本管制相關討論亦在第三章第四節之壹進行補充。最後，本研究亦在第六章第二節建議事項的立即可行建議中，提出應提醒國內金融業赴中國大陸投資之相關風險。人民幣國際化本身是一個非常重要且需要花費相當時間與精力長期追綜的的議題。然本研究主要內容在討論美中貿易戰與中國大陸金融開放相關議題，人民幣國際化僅是諸多金融開放之一環。故限於研究資源與時程，在本研究報告中難以深入討論，故列為未來研究之建議中。</p>
<p>(二)本研究報告資料分析方法包括：現況與文獻分析、數據分析、舉辦專家座談會與深度訪談等。分析方法說明大致詳細，研究方法也適切，能夠符合研究及分析需要。</p>	<p>感謝評審委員的肯定。</p>
<p>(三)本文多次論述美國對中國大陸發動貿易戰的動機主要著重於「阻止中國大陸繼續大賺美元」，相關說明建議具體闡述「繼續大賺美元」經濟意涵，是指減少美國對中國大陸的貿易逆差?或是減少中國大陸持有的美元資產?</p>	<p>感謝評審委員的意見，大賺美元為本研究座談會時專家學者所提出之觀點，其重點在於美國認為中國大陸利用不公平貿易手段，造成美國大量貿易逆差，造成美元大量流入中國大陸而累積其外匯存底，但卻排擠到美國之生產與就業。因此貿易戰的背後原因當然是希望減少美國對中國大陸的貿易逆差，也減少中國大陸持有的美元資產。</p>
<p>(四)第 10 頁第三段，「外(臺)商的出走會使得過去累積的外匯存底進一步減少，人民幣就更難以國際化」，此處因果關係尚不清楚，如果推論的經濟意涵包含人民幣的貶值現象，亦應具體呈現。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已修改為「外(臺)商的出走會使得過去累積的外匯存底進一步減少，而因為外(臺)商出走可能將會把人民幣換匯成美元後移出，造成美元需求增加，可能加劇人民幣之貶值，人民幣就更難以國際化」。</p>
<p>(五)第 69~70 頁，第四節「人民幣國際化與數位人民幣之進程與展望」之「一、人民幣國際化進程」第二段提及，由中國銀行的離岸人民幣指數(ORI)與中國</p>	<p>感謝評審委員的意見，已將不完整之 RII 指數移出，以較為完整的跨境人民幣指數(CRI)取代。</p>

<p>人民大學人民幣國際化指數(RII)來看，2014年前上升速度較快，而後停滯或甚至有下滑趨勢。惟對照圖 3-4-1，RII 連續性季資料僅限 2012Q1 至 2015Q4 (後出現 3 個單一斷點：2017Q1、2017Q4、2018Q4)。似宜解釋何以 RII 於 2016 年之後缺乏定期季資料？若因資料不足，難以觀察近年趨勢，似可不採 RII，逕以資料完整的 ORI 論述即可。</p>	
<p>(六)此外，從圖 3-4-1 觀察 ORI，高峰似落在 2015Q3 及 2018Q4，與報告所稱「2014年前上升速度較快，而後停滯或甚至有下滑趨勢」，略有出入，建議調整圖形縱座標最大值(如 1.5)，以清楚呈現 ORI 高低走勢，並修改文字說明，同時加以解釋 ORI 變化之背後因素。</p>	<p>感謝評審委員的意見，CRI 與 ORI 確實在 2015 年第三季達到最高點，在 2015 年 811 匯改後增速開始變緩，甚至下降。已在文章中進行修正。</p>
<p>四、研究發現或結論</p>	
<p>(一)本研究報告發現及結論在第六章，大致能與研究目的，資料蒐集及分析密切結合。</p>	<p>感謝評審委員的肯定。</p>
<p>(二)與前三項的資料與分析相對照，因果關係並不是特別清楚。而對於我國的影響如何，包括對我國在中國大陸的臺資銀行的影響，分析並未特別深入，而人民幣增加對我跨國交易之選擇，及數位人民幣是否可能對我國金融穩定造成之影響，這幾點結論需要更明確的論述，否則說服性較不足。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已在第五章第五節之參中強化對我國在中國大陸臺資金融機構之影響。另外本研究亦有分析中國大陸金融開放對我國金融機構（無論是欲赴中國大陸投資或已投資）之影響（請見第五章第二節之壹至參。另，數位人民幣未來對我金融穩定影響之相關建議亦已予以調整論述與加強說明。（請見第六章第二節之貳）。</p>
<p>(三)本文結論認為國際金融將產生美國與中國大陸體系，進而威脅到香港與中國大陸之臺資金融機構，此處此推論仍有待商榷。美中貿易衝突加速全球供應鏈重組，因而有美、中二元體系的現象，惟製造業與金融業思維不同，且由國際貨幣體系的演進來看，目前歐元尚難以</p>	<p>感謝評審委員的意見，雖然製造業與金融業不同，且目前歐元體系尚難與美元並駕齊驅，人民幣國際化亦是在初期發展階段。但並不表示美元不可能被取代，因為在布列頓森林協定後，美元亦已取代英鎊的地位。人民幣雖在美元的壓制下，短、中期仍難取代美元，但若中國</p>

<p>與美元並駕齊驅，更遑論人民幣的國際化進程尚處初期，因此相關論述建議適度修改或以具體數據呈現。</p>	<p>大陸經濟持續成長並超越美國，未來人民幣國際化程度的制度逐漸完善，本研究認為仍然需要關注可能出現的兩套不同的金融結算機制，已補充說明於中長期建議中。</p>
<p>(四) 第 80 頁，(四) 數位人民幣有助於人民幣國際化與降低美中對抗風險之末尾提到「由此邏輯推演，數位人民幣必然也可能成為中國大陸以此擾亂我國金融秩序之風險，有必要提高警覺與關注。」上述語意不甚明確，似宜加強闡述或具體說明數位人民幣與我國金融秩序穩定之連結性，以驗證此推論。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已在報告該段落加強說明數位人民幣未來對我金融秩序影響的可能管道與方式。</p>
<p>(五) 第 114 頁，第五段，提及「…中國大陸可能利用數位人民幣在臺流通、交易，進而影響我國經濟與金融秩序，亦可能將滲透我國金融支付方式，讓臺灣民眾使用數位人民幣進行交易，取代臺幣地位，亦可能影響我國貨幣與匯率政策之施行，不可不慎。」惟此一推論並無搭配更具體之說明，似宜加強闡述。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已在報告中加強說明數位人民幣未來對我金融秩序影響的可能管道與方式。</p>
<p>五、建議事項</p>	
<p>(一) 立即可行的建議大部分仍然屬概念性質，建議與先前討論的因果關係可以更清楚連結。這在中長期建議的部分也有類似情況。可以作為參考，但需要再加強說明力度才能談到是否具體可行。另我金融業配合臺商移動，目前供應鏈重整、調整投資佈局，在風險升高情形下，進一步開放金融業赴陸，意義為何？是否應對多年來我金融業赴陸之效益先行評估。</p>	<p>感謝評審委員的意見，在建議中本研究亦已提出具體可行之建議，例如建議修改「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」，增加子公司之相關規定，且列出開放的優先順序。另外，本研究並非建議鼓勵我國金融業者赴中國大陸投資，而是因應中國大陸之金融開放，對我國相應法規進行檢視與修正。在金融業申請赴中國大陸投資時，尚需經過金管會等主管機關之同意。中國大陸金融自然有許多風險，但風險與機會通常是並存的，因此業者在進行評估時均應同時考量，政府的立場應是提醒業者注意風險意識，並進行良好管</p>

	理，而非以法令進行一刀切式的限制。
(二) 有關建議協助金融業擴展市場部分，我國銀在陸業務以融資借貸為主，赴陸將承擔風險，以在陸美國金融業為例，美國僅 4 大基金與證券前往，以小博大，美銀行業則未前往。應提出建議前往之業別順序與理由。	感謝評審委員的意見，已在立即可行建議事項二中增補順序與理由。
(三) 中長期建議二準備好應對可能出現的兩套國際金融體系以及中長期建議三密切關注數位人民幣之推動情況，並就可能之衝擊預作沙盤推演與因應方案，主要與外匯有關，建議本會似宜改列協辦機關。	感謝評審委員的意見，已依主席意見，建議不列主協辦機關。
(四) 本文所提立即可行的建議，事實上為目前政府持續進行的政策，且與美中金融戰的關係不大，因此建議再強化相關論述。	感謝評審委員的意見，經查如立即可行之建議中，「臺灣地區與大陸地區證券期貨業務往來及投資許可管理辦法」尚未修正，另亦未有一系統化與常態更新的中國大陸金融風險指標供參，且本研究之主題除了金融戰外，尚包括中國大陸金融開放，故該些建議應無不當。
(五) 有關盤點我國資本市場租稅制度、吸引國際資金來臺建議，財政部已致力觀察國際趨勢與適時調整我賦稅制度，證券交易相關法規業修正，活絡金融市場，並於 108 年訂定「境外資金匯回管理運用及課稅條例」提供個人或事業境外資金匯回管道，未來仍將依國際趨勢與產業需要適時調整。	感謝評審委員的意見。
(六) 簡報第 25 頁多為商機面之建議，請增列金融面風險與政府強化管理之建議。關於未來兩套國際金融體系出現的準備，請問實質意涵？又目前可能性似低，請問政府可以預為準備之方向。有關報告建議事項所列主協辦機關，建議可以不列。	感謝評審委員的意見，已調整建議，提出利用本研究建構之系統性金融風險綜合指標，對國內欲赴中國大陸投資之金融業進行提醒。另因應兩套國際金融體系之實質意涵已在文中加以強化補充。
六、其他	

<p>(一)考慮到本主題具有動態發展性，掌握上恐較不容易，若時間允許，似乎可以針對當前環境，中國大陸十四五規劃的直接相關內容，及拜登團隊過去對此議題所談論的可能政策方向等議題再多做一些補充，將會更完整周全。</p>	<p>感謝評審委員的意見，然因研究時程限制，且十四五規劃目前為中共之建議，尚未有具體政策發布。另外，本研究已經拜登與其團隊在競選過程中所提之相關政策進行分析，列於第四章第一節中。拜登目前仍未上任，故並未有具體的政策發布，此部分亦有待未來的研究討論。故十四五規劃等內容與拜登之政策規劃對美中金融戰之影響，將列為未來研究方向建議。</p>
<p>(二)有關人民幣國際化，陸方目前外匯順差數千億美元，仍想依靠貶值拉動出口，在此情況下不易推動國際化。美國係因貿易逆差、財務赤字，且加上人才國際化、高科技推動，所以能推升美元強勢國際化。而中國大陸既然資金多，為何仍發債吸收外資？此係因中國大陸的稅制分配，陸方中央政府有資金，國企與地方政府卻缺乏資金，所以國企與地方大幅舉債，而中央政府無需發行公債，人民幣自然無法國際化。人民幣國際化問題在其匯率、利率的自由化，建議應更深入分析。</p>	<p>感謝評審委員的意見，如本研究所說目前中國大陸人民幣國際化程度仍然相當低，且目前仍不具備與美元競爭之條件，但當局已有加速之規劃。然而人民幣國際化本身是一個非常重要且需要花費相當時間與精力長期追綜的的議題。然本研究主要內容在討論美中貿易戰與中國大陸金融開放相關議題，人民幣國際化僅是諸多金融開放之一環。故限於研究資源與時程，在本研究報告中難以深入討論，故列為未來研究之建議中。</p>
<p>(三)現階段中國大陸其實缺乏美金，報告應計算中國大陸之外匯存底與其外債、外國人直接投資等數據，以數據分析判斷其金融風險。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已在第二章第三節之壹中，將外匯存底、外債與外人直接投資等數據補上，並加以分析。</p>
<p>(四)數字貨幣與比特幣不同，若遇停電如何處理為其風險，或可討論。</p>	<p>感謝評審委員的意見，數位貨幣的普及確實較傳統貨幣需要更多配合環境與條件，電力也是其中之一。這也是數位貨幣目前尚處於非常早期的試驗階段所要面對的問題。但以中國大陸的例子來說，目前其定位仍在於補充傳統貨幣之使用，且其交易設計甚至可以短期不需要連網，就短期的實施來說，這方面的風險較無疑慮（但偽造等其他風險仍存</p>

	在)。
(五)人民幣近期強勢之原因在於其有通縮風險，應從出口、消費者物價指數等應加以說明。	感謝評審委員的意見，已將其補充於第四章第三節之伍中。
(六)建議將陸方國企違約情形；陸方透過亞投行、金磚國家會議等爭取金融話語權情形，列入報告內容。	感謝評審委員的意見，本研究已將近年國企違約情形補充於第四章第三節之貳中。而爭取金融話語權部分，補充於第一章緒論的研究緣起中。
(七)建議第一章加入第四節：研究限制。	感謝評審委員的意見，已在第一章加入第四節研究限制。
(八)報告第一章第二節及第三節有關美中金融戰發展及陸方之因應，建議依時序列表對照。	感謝評審委員的意見，已將美中金融戰發展及陸方之因應依金融戰三大層次，依時序列表對照於附表 1。
(九)報告第三章第一節及第二節有關加入世貿組織前後，陸方之金融開放歷程、承諾、實現情形，可參附表 1，依類別(銀行、證券、保險等)及時序列表比較。	感謝評審委員的意見，已將中國大陸加入 WTO 之承諾落實情況依類別整理於附表 3。
(十)第四章第三節有關更新自行建構之中國大陸金融系統性風險指標後，發現中國大陸債務與房地產市場處於高風險區，問題嚴重，建議於報告中增述目前狀況及研析其可能發展與影響。	感謝評審委員的意見，本研究已在債務與房地產市場風險部分，增補目前狀況與其可能發展與影響，請見第四章第三節之貳與陸。
(十一) 第 VIII 頁，第五段，「…中國大陸陸續發布多項的金融開放政策，主要在於金融機構的准入與外資持股限制的取消，但對於金融市場與資本管制的開放著墨較少。」此處似出現不一致，因為外資持股限制的取消即是資本管制的開放。	感謝評審委員的意見，本研究所指資本管制為中國大陸境內資金移出中國大陸的管制。一直以來，中國大陸對資本流動是不對等的，其吸引外資進入中國大陸，但資金要移出中國大陸非常困難，已於內文補充說明。
(十二) 第 16 頁，第一段，「2. 貿易夥伴擁有巨額經常帳順差，且順差金額高於其 GDP 的 3%」，此處有誤，該門檻已由 GDP 的 3%降為 GDP 的 2%。	感謝評審委員的意見，已進行修正，請見第二章第二節之參。
(十三) 第 23 頁，建議補充：川普政府除了限制美企投資陸企外，美國聯邦眾議院於 12 月 2 日無異議通過「外國公	感謝評審委員的意見，已進行補充，請見第二章第二節，貳之一。

<p>司問責法案」(Holding Foreign Companies Accountable Act)，任何外國企業連續3年不遵守美國審計標準，或無法證明其不受外國政府控制，將禁止該企業的證券在美國證交所掛牌，已上市的陸企將退市，這項法案將送往白宮給美國總統川普簽署生效。據悉，這項法案主要鎖定中國大陸企業。</p>	
<p>(十四) 第37頁，有關「港版國安法」可能弱化香港國際金融中心地位的論述，建議加入數據佐證，如根據英國智庫 Z/Yen 集團與中國(深圳)綜合開發研究所發布的「全球金融中心指數，GFCI」，香港在2019年9月時的排名僅次於紐約及倫敦，位居第3；但今(2020)年3月的排名已掉至第6名，在紐約及倫敦、東京、上海及新加坡之後。「港版國安法」通過後，排名還可能繼續往下降。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已進行補充，請見第二章第四節之參，並已經更新至2020年9月公佈之排名。</p>
<p>(十五) 第70頁，人民幣國際化指數除了報告所提及的ORI與RII外，尚有中國銀行所發布的跨境人民幣指數(CRI)可供參酌，建議再加入此項指標。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已將資料缺損的RII移除，加入中國銀行跨境人民幣指數(CRI)。</p>
<p>(十六) 第70頁，建議更新為：環球銀行金融電信協會(SWIFT)最新數據顯示，2020年8月，在全球支付貨幣排名中，人民幣的全球支付占比達到1.91%，較7月份的1.86%有所上升，繼續保持全球第五大活躍貨幣的位置。資料還顯示，若以歐元區以外的國際支付作為統計口徑，人民幣位列第七，占比1.72%，7月該數據為1.22%，占比大幅上揚。</p>	<p>感謝評審委員的意見，請見第三章第四節之壹。</p>
<p>(十七) 第94頁，參、川普或拜登上任…應修正為「參、拜登上任對美中關係之預判」。另建議分析拜登上任後是否會延續川普政策，限制美企對陸企投資或禁</p>	<p>感謝評審委員的意見，已進行修改，請見第四章第一節之參，並將內文修改為以拜登為主論述。本研究認為拜登上任，短期間亦不會改變對於中國大陸已經課</p>

<p>陸企在美上市？</p>	<p>徵的關稅與相關企業的懲罰，因為這些措施將會成為拜登與中國大陸談判之籌碼。</p>																
<p>(十八) 第 96 頁，今年以來至少已有 10 家國企債務違約(如表 1)，對文中所提「國進民進」會有何影響？</p> <table border="1" data-bbox="256 499 847 969"> <thead> <tr> <th>時間</th> <th>違約國企</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2020 年 1 月</td> <td>青海鹽湖、青海省投資集團</td> </tr> <tr> <td>2020 年 2 月</td> <td>北大方正</td> </tr> <tr> <td>2020 年 3 月</td> <td>北大科技園</td> </tr> <tr> <td>2020 年 7 月</td> <td>瀋陽機床</td> </tr> <tr> <td>2020 年 8 月</td> <td>天津房地產信託</td> </tr> <tr> <td>2020 年 10 月</td> <td>華晨集團、瀋陽盛京能源</td> </tr> <tr> <td>2020 年 11 月</td> <td>河南永城煤電、清華紫光</td> </tr> </tbody> </table>	時間	違約國企	2020 年 1 月	青海鹽湖、青海省投資集團	2020 年 2 月	北大方正	2020 年 3 月	北大科技園	2020 年 7 月	瀋陽機床	2020 年 8 月	天津房地產信託	2020 年 10 月	華晨集團、瀋陽盛京能源	2020 年 11 月	河南永城煤電、清華紫光	<p>感謝評審委員的意見，雖然 2020 年以來，國企違約情況亦開始逐漸增加，至少 10 家國企已爆發違約的情況，然而相對而言，民營企業違約倒閉的數量仍高於國企。且新基建恐怕會如 2008 年擴大內需的「四萬億」政策一樣，國企比較容易取得，民企要獲得標案相對較難。且混合所有制改革正如火如荼，「國進民退」的趨勢恐怕是難以逆轉。</p>
時間	違約國企																
2020 年 1 月	青海鹽湖、青海省投資集團																
2020 年 2 月	北大方正																
2020 年 3 月	北大科技園																
2020 年 7 月	瀋陽機床																
2020 年 8 月	天津房地產信託																
2020 年 10 月	華晨集團、瀋陽盛京能源																
2020 年 11 月	河南永城煤電、清華紫光																
<p>(十九) 第 85 頁、第 115 頁、第 121-122 頁、第 124 頁有關美國總統大選結論文字應根據最新結果修正。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已經依可取得之最新結果修正。</p>																
<p>(二十) 第 97 頁，第二段，有關「中國大陸推出大規模的財政與貨幣政策…」等說明，據中國大陸財政部資料顯示，中國大陸 2020 年 1~10 月累計之全國一般公共預算支出 18.94 兆人民幣，年增率-0.6%，為負成長，與文中之大規模財政政策及新基建 7.6 兆人民幣計畫似有明顯落差。</p>	<p>感謝評審委員的意見，中國大陸目前財政統計上無法涵蓋所有財政支出資金，如政府性基金支出、預算外支出、社保基金支出等。而且許多政府舉債的部分（如地方融資平臺、特別國債等）亦不納入，因此一般公共預算支出無法顯示其真正支出的情況。根據中國大陸財政部資料，2020 年 1-11 月政府基金支出已達 9.56 兆元人民幣，成長率達 25.77%，更遑論中國大陸在 2020 年發行 1 兆元人民幣的特別國債，與地方融資平臺的融資。</p>																
<p>(二十一) 第 97 頁，第三段，實體經濟部門槓桿率係由非金融企業、政府及居民部門三個部門所加總，惟此三部門之 2020 年第三季的上升幅度之加總數字皆與實體經濟部門不符。例如實體經濟部門槓桿率上升 24.7 個百分點，非金融</p>	<p>感謝評審委員的意見，非金融企業部分第三季數次為 164.0%，誤植到第二季的 164.4%，已進行修正。</p>																

<p>企業、政府及居民部門之加總為 25.1 個百分點。</p>	
<p>(二十二) 第 98 頁，圖 4-2-1，圖例顯示有誤，非金融企業部門應改為非金融企業部門+居民部門，中央政府應改為中央政府+非金融企業部門+居民部門，地方政府應改為中央政府+非金融企業部門+居民部門+地方政府。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已進行修正。</p>
<p>(二十三) 文中部分中國大陸常用及專有名詞宜改為我國用法，如第 100 頁第三段第五行及第 103 頁第二段第七行之「同比」宜改成「年增率」，第 102 頁第四行之「貸存比」宜改為「存放比率」，第 109 頁第四段第二行及第 114 頁第五段第五行之「臺幣」宜改為「新臺幣」。</p>	<p>感謝評審委員的意見，已全部進行修正。</p>
<p>(二十四) 有關圖、表、內文格式及贅詞及錯別字等事項，請再全文檢視調整，如：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 第 34 頁第 1 段第 5 行提到「圖 2-1-3」，文內無該圖、圖目錄亦未列。 2. 第 46~49 頁，應按一、(一)、1、(1) 順序排列。 3. 第 70 頁圖 3-4-1，目前圖例無法辨別 ORI 與 RII 各指為何。 4. 第 77 頁，建議於內文適當位置提示文字：(如圖 3-4-2)。 5. 第 90 頁第 3 段第 3 行後段，日期似有缺漏。 6. 第 126 頁，109 年改為 2020 年。 7. 贅詞及錯別字，例如：第 85 頁第一段第六行刪除「可能」，第 87 頁第一段第六行刪除「所謂」，第 92 頁第一段第十行刪除多餘之「。」，第 92 頁第三段第三行刪除「利用」，第 94 頁第三段第二行「以」改成「已」，第 95 頁第四段第四行「籌」改成「等」，第 109 頁第二 	<p>感謝評審委員的意見，</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 此為誤植，已更正為圖 2-2-2。 2. 已依一、(一)、1、(1) 順序排列。 3. 已進行圖形修改。 4. 已於圖形上內文提示。 5. 已進行補正。 6. 已根據評審委員建議刪除該政策建議。 7. 已進行修正，並針對全文再次詳加檢視。

段「…而且若中國大陸企在財務與公司治理方面合規且透明的話，影響不大。…」似應為「…而且若中國大陸企業在財務與公司治理方面合規且透明的話，影響不大。…」，第 117 頁「壹、金融戰定義與美國發行金融戰的目的」似應為「壹、金融戰定義與美國發動金融戰的目的」，請全文再詳加檢視。