

東亞銀行經濟研究部編製

人民幣匯率制度的未來發展

綜覽

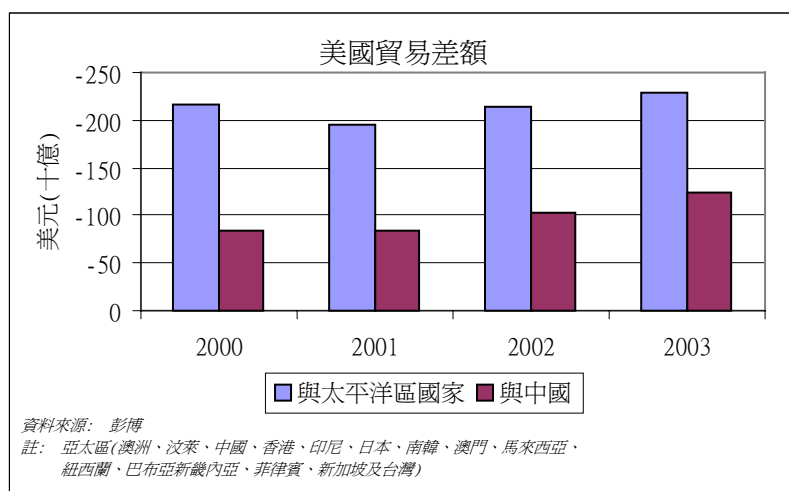
人民幣升值問題所引發的討論已經維持了一段時間。近月國家外匯儲備總額的攀升以及國際政治壓力更使此議題成為新聞焦點。但是，從國家政策利益的層面考慮，現時的首要任務是：(1)強化外匯管制系統以減慢熱錢的流入及(2)冷卻過度膨脹的資產市場。若現在對人民幣的匯率水平及制度進行改動，將削弱這方面政策的效果。

長遠而言，匯率制度存在改善的空間。人民幣與美元掛鈎令中國面對單一貨幣匯率波動的不利影響。而隨着中國外貿關係日趨成熟，足可以考慮將人民幣跟一籃子貨幣掛鈎。另外，鑑於中國內部經濟在未來將會持續增長，人民幣轉強為進口所帶來的好處將會影響國家未來的匯率政策。

於短期內變動的可能性不大

從人民幣遠期市場合約價格變動來看，要求人民幣升值的呼聲始於 2002 年上旬。隨着美國總統選舉的臨近，要求人民幣升值的呼聲將會日漸強烈，美國工會及紡織業亦會向總統候選人施加壓力為求向中國採取強硬的貿易政策。但是，兩方面的理據顯示，中國在年內應不會順應人民幣升值的預期。

首先，一般人誤解以中美之間的貿易逆差龐大作為人民幣應該升值的理據。於 2000 至 2003 年間，美國對中國的貿易赤字上升 48% 至 1,240 億美元，佔美國總貿易赤字 25.3%。這些數據令一般人以為中國出口是導致美國貿易赤字上升及職位流失的主因。

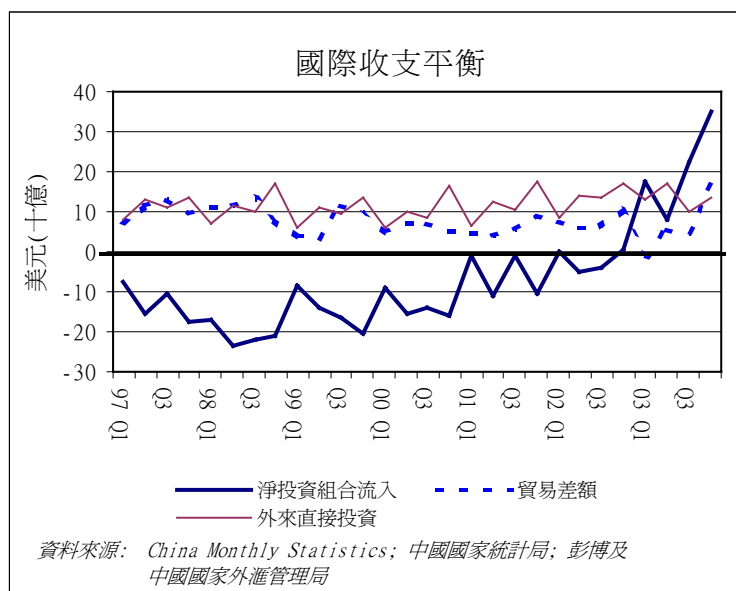


但是，研究結果指出亞太區內貿易模式結構性的轉變，才是引致中美貿易逆差擴張的主要原因。由於生產成本低廉，近年來許多生產商將低技術的生產工序遷往內地。在這轉變過程中，中國逐漸成為區內生產鏈中的最後一站。在新的貿易模式下，台灣、日本及南韓的生產商供應零件及半製成品運往中國作最後加工，而東南亞國家則提供原材料資源。因此，

單看中美貿易逆差未必能夠充份理解中國出口在美國貿易赤字的問題上所扮演的真正角色。事實上，自 2000 年起，美國與太平洋國家的貿易赤字也只是窄幅徘徊(見上圖)。

第二，中國致力解決過量資金流入的問題，而人民幣匯率上的改動將令這方面的努力事倍功半。儘管貿易盈餘及外來直接投資總額近年維持於一個穩定的水平，但中國的外匯儲備於過往兩年間倍增。此情況歸究於國際收支平衡中，其他項目上升的幅度及流向的轉變(統稱為「其他組合投資流入/流出」)，此類投資包括非法資金流向及內地公司於海外持有的資產。

自 1991 年起，國家在這個項目上每年錄得數目達 80 至 840 億美元的資金流出。但 2003 年卻錄得首次資金流入，而數目更達 830 億美元。這反映外間對人民幣資產的興趣日趨濃厚。環球息率持續低企及內地原材料和物業市場需求迅速上升，驅使內地公司將其持有的外幣資產轉為人民幣資產。美元轉弱及國際要求人民幣升值的呼聲也加快資金流入的速度。



大量其他組合投資湧入中國，對現時國家經濟弊多於利。過多資金的流入進一步刺激已經過熱的原材料及物業市場，增加通脹上升的危機。政府已經採取相應的措施去冷卻過熱的資產市場及強化外匯管制系統，以改善大量資金流入的情況。與此同時，政府亦放寬了公司及個人持有外幣的限制。現時任何匯率水平及制度上的變動只會加強市場對人民幣升值的預期，從而誘發更多資金的流入，削弱了政府在這方面的努力。

未來發展

儘管中國政府當前急務是如何減慢資金的流入，但長遠而言，政府卻須要處理兩項在匯率政策上的議題。首先，中國政府或許要考慮將現時人民幣與美元匯價掛鈎的安排轉向跟一籃子貨幣掛鈎。首先，現時與美元掛鈎的制度不能完全地反映中國對外貿易關係的實況。在 2003 年，美國佔中國的總貿易量 19.4%。即使將與美元掛鈎的經濟包括在內，總佔有率亦只是 37.6%。另一方面，歐元區及日本合共佔中國的總貿易量已有 32.7%。因此，與一籃子貨幣掛鈎會為中國的對外貿易關係帶來較大的穩定。

除此之外，與美元掛鈎會令中國面對單一貨幣波動的風險。以過往兩年美元匯價下滑為例，人民幣兌歐羅及日元分別貶值了 44% 及 22%。與美元掛鈎亦削弱美國藉着弱美元刺

激出口的能力，這也是引發外來政治壓力要求人民幣升值的因由，因此估計人民幣與一籃子貨幣掛鈎，這方面的問題將可避免。

在考慮轉向跟一籃子貨幣掛鈎的時間表上需要視乎多項因素。首先，大規模匯率體制的改革會加強人民幣短期升值的預期及加快資金流入。正如上述所提及，此會削弱政府減慢熱錢流入方面的努力，所以這方面的問題必須首先解決。第二，若果在現時美元偏弱的水平重新跟其他貨幣掛鈎，中國主要的貿易夥伴將不會接受。所以，美元回到較合理的水平時才進行改動將是一個較適當的時機。

另一個議題是人民幣匯率政策的反思。與其他國家一樣，中國亦希望採用一個有利長遠經濟發展的匯率制度。現時國家的首要任務是要營造一個有利環境去吸引外來直接投資。中國推行政治及經濟改革以及龐大的勞動人口成功地將中國發展成世界工廠，這令中國在過往幾年裏成為外來直接投資的首選。與熱錢流入不同，外來直接投資於中國的經濟發展扮演一個重要的角色。它們不但直接帶來就業崗位及資金，還引入管理及專門技術，幫助培訓內地勞動人口及將國際標準帶入市場。這為中國的內部經濟改革注入了重要元素，而一個強而有力的內部經濟是推動中國未來經濟及就業增長的主要來源。從這個角度可以清楚政府關注人民幣一旦升值，會減低中國價格的競爭力，削弱其現有對外來直接投資的吸引力。

然而，縱使我們相信在現時實行強人民幣政策是弊多於利，但隨着未來幾年改革陸續取得成果，情況將會有改變。中國於國際貿易舞台所擔當的角色日益重要，但發展一個強大與成熟的內部經濟才是國家的最終目標。中國擁有達 13 億人口，內部市場的經濟潛力是無可限量。雖然強勢貨幣會削弱價格上的競爭力，但同時亦能使其享受低廉的入口產品。中國每年輸入的鋼材及原油量分別達到其總消耗量的一半及三分之一。隨着內部經濟於未來趨向成熟，入口也會因而增加。因此，一個較強的人民幣幣值將來會獲得更多好處。

總結

縱然飽受「沙士」的肆虐，中國於 2003 年仍能維持達 9.1% 的經濟增長。但官方認為此增長速度已是過快及需要於 2004 年作出整固。冷卻過度投資及減慢熱錢流入是首要任務。於短期內任何匯率制度的改動都會加強貨幣升值的預期，加速熱錢流入，影響國家整體經濟政策的方向。因此，任何匯率政策的改動也需要待至 2004 年之後才可進行。

自 1994 年起，中國的匯率已維持不變。現時要求人民幣升值的呼聲是源於中國大量勞動人口的供應，但這也凸顯現時中國面對嚴重的失業問題。現時有高達 80% 的人口是居住於農村，而失業率平均高達 15%。因此，中國現時必須維持其價格競爭力以吸引外來直接投資及推動市場改革，這對解決失業問題是非常重要的，但未來發展進一步成熟時，內部經濟將會成為經濟增長的主要推動力。政策制訂者屆時會考慮到低廉的入口對內部經濟發展的幫助，出口的成本競爭與入口的價格之間兩方面利益的平衡將會左右匯率政策的未來發展。