

人民幣匯率改革及其影響

令人引頸以待的人民幣匯革終於來臨。現時市場的焦點集中在人民幣短期走勢及其對一眾亞洲貨幣的影響上，然而改革的重點在於人民幣不再與美元作單一貨幣掛鈎，以及逐步放寬資本賬管制。人民幣幣值重估相信只會帶來短暫的調整，可是，匯率制度的其他改革對內地及香港的經濟則影響深遠。

人民幣升值 2% 對內地經濟的衝擊有限

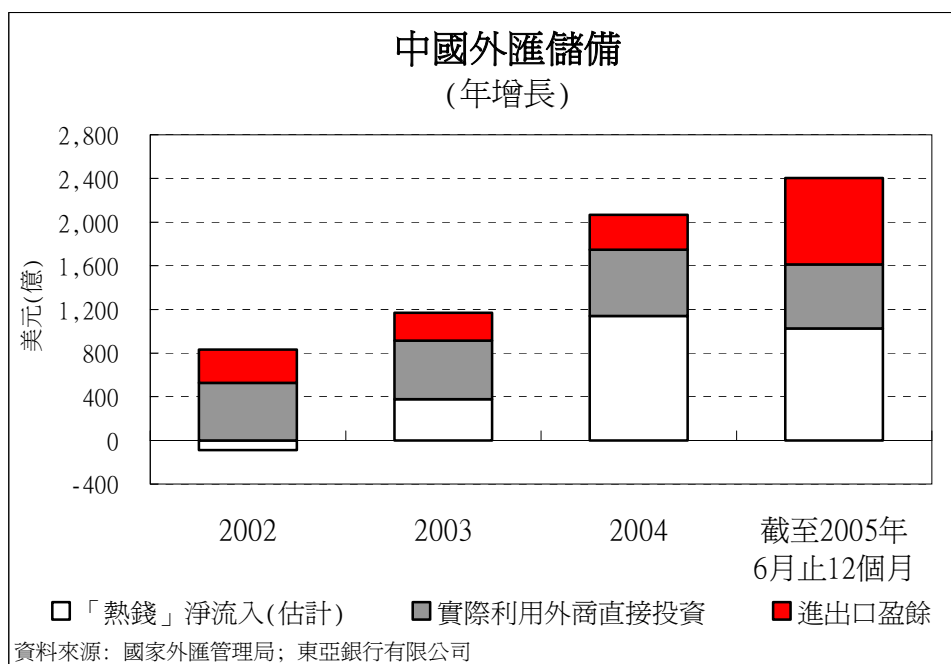
無庸置疑，調整人民幣匯率的隱憂在於損害內地成本低廉的優勢，但是對出口的實質負面影響，卻未如所想般大，因為人民幣升值已觸發新一輪亞洲貨幣升值潮。由於亞洲地區不但是內地重要的海外市場，也是其出口的競爭者，亞洲各國的幣值上升，有助抵銷內地出口競爭力下降所帶來的傷害。當內地宣佈調整人民幣匯率後，台幣、韓圓、日元、新加坡元及泰銖兌美元均上升約 2%，故此內地輸往此地區(約佔全國總出口 16%)的貿易活動所受的影響可謂極輕微。此外，內地沿海城市已發展成為全球其中一個最有效率的製造業群，憑藉效率方面的優勢，可以減輕成本上升所帶來的衝擊。

相對來說，人民幣升值對內地政府致力開發西部地區的影響更值得關注。為了達到較均衡的經濟發展，內地一直致力透過政策支援及興建基礎建設，引導經濟活動西移。由於這些地區的經濟效率遠不如沿岸城市，成本競爭力便顯得益發重要，故人民幣升值將會不利這些地方的開發工作。另外，貨幣升值亦會令進口農產品價格下降，減低本地農產品價格的競爭力，使農民收入下跌，對以農業為主的內部地區構成打擊。因此人民幣進一步上升，將損害中央政府改善西部地區人民生活水平所作的努力。

整體改革之關鍵

儘管現時市場的注意力集中在人民幣升值的走勢，把匯率轉為參考一籃子貨幣，以及放寬資本賬管制才是整體改革的關鍵所在。自 2002 年開始，由於美元兌歐羅及日元分別下跌 33% 及 18%，令人民幣飽受升值壓力。故此，人民幣匯率改為參考一籃子貨幣，能保內地不受單一貨幣的波動所影響。現時所關注的問題是當局會否按市場的情況對人民幣匯率不時作出適當的調整。這個較具彈性的做法，好處在於可以避免人民幣因累積升值壓力而逼使將來作出較大幅度的調整；缺點則會鼓勵短期的投機活動，特別是當前市場預期人民幣升值的幅度將大於 5%。由於國家的資本賬仍受嚴格管制，內地政府可先嘗試作出輕微的調整，直至找出一個國家能夠承擔的合理水平。

放寬資本賬管制是內地匯率改革的另一重點。現時，國外資金湧入，成為令國家感到頭痛的問題。國內的外匯儲備在 2004 年上升 2,000 億美元後，根據今年首 6 個月的勢頭，估計 2005 年將會再錄得超過 2,000 億美元的增長。即使扣除貿易盈餘後，流入的資金仍然龐大，令當局難以通過發行人民幣債券去消化過多的資金流入，結果就是經濟過熱，威脅內地經濟的健康。



我們相信人民幣升值並非解決此問題的良方，因為調整人民幣匯率只會加劇人民幣升值的憧憬，吸引資金湧入，進一步刺激本已快速增長的內地經濟；可是另一方面，人民銀行亦不願看見人民幣大幅升值而嚴重削弱內地出口的競爭力。

人民幣升值不能有效解決這問題，因為出口成本方面的優勢並不是吸引外資來華的唯一原因。內地的經常賬盈餘佔國內生產總值的 4.5%，跟其他亞洲地區的比率相若。而中國能夠成為亞洲區內吸引資金流入最多的地方，是因為擁有龐大的本土市場及迅速的經濟發展。內地居民收入上升及經濟增長強勁，刺激國民對投資海外的需求。可是到現時為止，內地公司及個人對外投資仍面對嚴格的限制，這些資金因而未能依循市場導向流出海外，抵銷從海外大量流入的資金。故此，放寬內地企業及個人對外地投資的限制，將會是根治資金大量流入的不二法門。

對香港經濟的啓示

香港的留用進口約有 10%來自內地，而 40%則由其他亞洲地區輸入。所以，人民幣升值 2%及亞洲貨幣升值，只會為香港帶來溫和的通脹壓力。由於香港是以服務業為主的經濟體系，租金及工資佔成本結構的比例遠較貨品為高，所以進口價格上升對香港經濟的影響有限。

反而人民幣升值對香港轉口貿易的衝擊較大。香港的轉口貿易有 6 成源自內地——2004 年總額高達 11,400 億港元。據保守估計，在扣除轉口利潤及進口零件和原材料部份後，真正由內地製造的出口總值約為 4,000 - 5,000 億港元。若轉口貿易商全數負起隨人民幣升值而來的上漲成本，數額約在 80 - 100 億港元。事實上，轉口商可將部份的上漲成本轉嫁至內地製造商及海外買家。至於分配的比例，則取決於海外買家轉向其他生產成本較低地區作採購的能力。因此，如內地的情況一樣，其他亞洲貨幣的走勢變得非常重要。由於各亞洲地區均是香港轉口貿易上的競爭對手，若其貨幣跟隨人民幣升值，則訂單流失相信有限。

另一方面，人民幣升值亦為本港經濟帶來好處。市場預期人民幣匯率進一步上調將吸引資金流入本港，推低港元利率，刺激本地資產價格。除此之外，香港有 3 成本地出口輸往內地，數額達 380 億，而大部份的服務輸出如旅遊業等亦主攻內地市場。人民幣升值可令本港的貨物及服務業出口價格更具競爭力，然而，最能從中受惠的還是那些在內地有投資及運作的行業，包括銀行、房地產投資及發展、酒店及零售等。截至 2004 年，本港在內地的實際投資累計達 18,840 億港元，佔全國總計的 43%。人民幣升值 2% 將令本港在內地資產的價值上升 370 億港元，同時企業在內地的收益亦會因此上漲。總的來說，人民幣升值對本港經濟的影響利多於弊。

除了着眼於匯率調整所帶來的影響外，我們亦應留意人民幣轉向參考一籃子貨幣的啓示。現時本港約有 43% 的貿易是用人民幣作交易，而 16% 則以美元計算。由於在改革前人民幣與美元掛鈎，令本港 59% 的對外貿易能在聯繫匯率下享有較穩定的匯率，但現時人民幣匯率已轉為參考一籃子貨幣，以上所談及的穩定匯率亦不復存在。本港的貿易行業、商界甚至整個經濟體系，便要適應人民幣匯率上的波動。

結語

中國晉身為經濟強國，國家有需要確立一個更具彈性及更精密的匯率制度，以及循序漸進地開放資本賬管制，否則外匯上的不平衡逐漸累積，長遠來說會有損內地經濟的健康。

對香港而言，一個以市場推動的人民幣匯率，對本港的影響好壞參半。本港對內地的投資和貿易將要因此而承受更大的匯率波動；但另一方面匯率改革卻可為本地金融市場提供更多匯率對沖的機會。隨着內地逐漸開放資本賬，這些影響將會更為明顯。當香港與內地經濟進一步融合，但其貨幣卻與美元掛鈎的情況下，人民幣貨幣改革，將為香港的經濟及金融市場帶來更大的挑戰。