

人民幣升值不能完全解決貿易失衡

近年來，人民幣的匯率制度一直是中國及其主要貿易伙伴間爭議的焦點。但自從 2005 年 7 月中央推行人民幣匯率制度改革，宣佈人民幣匯價由以往緊貼美元轉向參考一籃子貨幣後，人民幣兌美元匯價至今已經升值近 5%。經過一年多的討論，國際社會對人民幣升值的期望已轉趨溫和。美國財長鮑爾森在 9 月訪華後，中美雙方對人民幣匯率改革的分歧亦進一步收窄。

人民幣改革仍然面對壓力

然而，隨着美國經濟放緩，人民幣改革相信會再度引起激烈討論。當明年美國樓市進一步降溫，失業率將會上升，華府極有可能再次提出讓人民幣加快升值的要求。美國一直認為人民幣匯率被人為壓低以提高中國出口競爭力，令美國製造業職位大量流失，導致美國對中國的貿易赤字在 2005 年達到 2,020 億美元。因此，若美國經濟顯著放緩，他們對人民幣升值步伐緩慢的不滿將更難平息。

不過，為了配合國家整體的發展，中國政府相信不會因為國際間的壓力而改變人民幣循序漸進升值的策略。在國家「十一·五」規劃中，中央政府收緊對環境污染的限制，亦致力提升資源使用的效率。面對這一連串新的環保政策，加上高企的商品和能源價格，不少內地出口商已在艱苦經營。若在這段適應期期間，人民幣匯價顯著調升，將對企業盈利造成沉重的打擊，並推高失業率。所以，相信國家將會繼續讓人民幣匯價保持於一個穩定的上升軌道上，但此做法將會令中美間的貿易關係進一步緊張。

加快進口增長步伐才是箇中關鍵

撇除政治上的角力，中國對外貿易失衡其實主要是基於結構性的因素。除了讓人民幣兌美元匯價自去年 7 月升值近 5% 外，中央政府近年來亦致力控制出口增長，包括取消部分產品的出口補貼和出口退稅。然而，中國的貿易盈餘在今年首 9 個月期間已急升至 1,099 億美元，超過 2005 全年總和。

由於中國製造的產品在國際間具有較強的成本競爭力，所以即使人民幣升值也不會完全削弱這個優勢。若美國消費者仍然維持現有的消費模式，中美雙方的貿易失衡將難以顯著改善。再者，接近一半的中國出口貨品是由外資企業製造，繼續在這個範疇下爭論只會為雙方帶來雙輸的局面。

中國進一步開放市場和增加進口，才是減少貿易盈餘的治本方法。例如，由於美國在高科技產品方面具備相當的競爭力，他們應該盡量鼓勵這一類產品的出口。但目前美國對中國的出口卻有種種限制，超過 2,000 種高科技產品被禁制出口往中國，而且中國企業向美國政府申請進口牌照需時長並且手續繁複。故此，中國從美國進口的科技產品增長速度只及歐盟的一半，亦遠低於從日本進口的速度。另外，讓更多美國企業打入內地服務業市場亦是一個有效增加美國出口收益的方法。

以上提及的方法都着眼於進一步發揮中美雙方在貿易中的比較優勢，以解決貿易失衡的問題。儘管如此，要顯著增加美國對中國在這方面的出口收益，仍需一段時間。

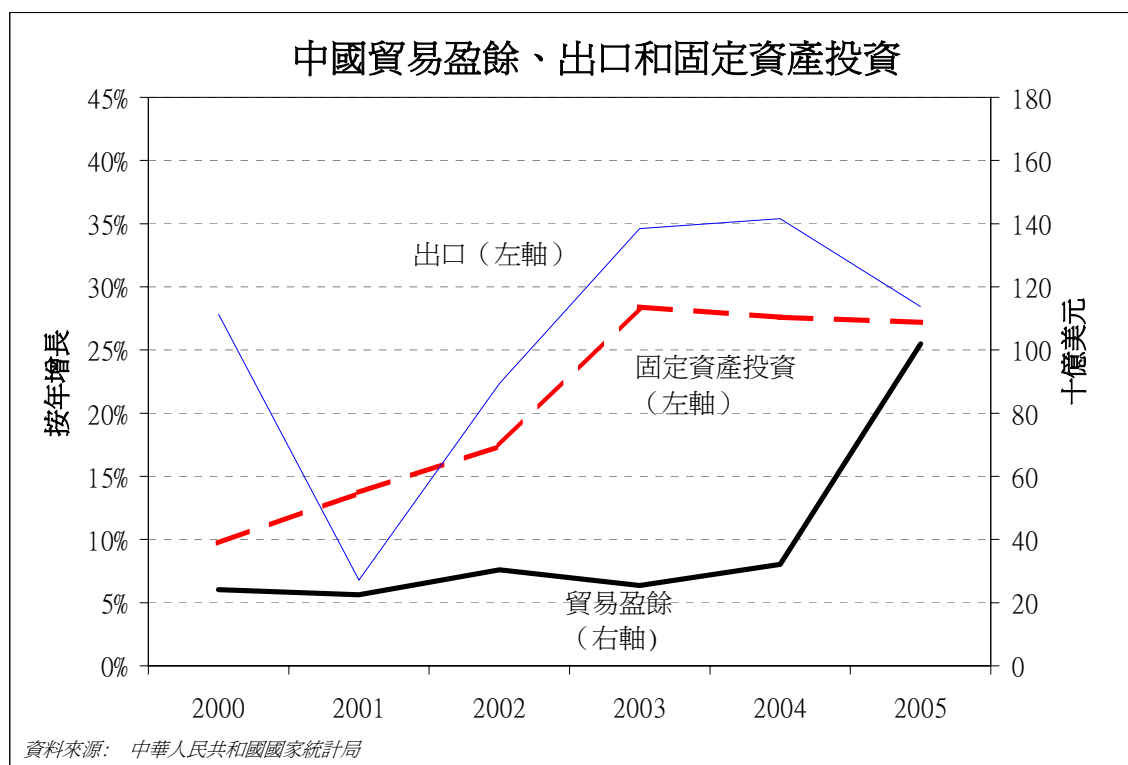
提升對外投資可縮減龐大的外匯儲備

大量的資金流入中國是導致近年國際收支失衡的另一個原因。國際間一般認為，中國貿易盈餘不斷上升，是一種儲蓄過度囤積的表現。事實上，中國自 2004 年以來外匯儲備每年增長超過 2,000 億美元，令中國今年成為擁有全球最大外匯儲備的國家。然而，我們相信中國資本賬改革的策略才是導致外匯儲備日漸龐大的一個重要因素。在國家資本賬逐步開放的過程中，為避免像亞洲金融風暴時國際資本突然大幅撤走的情況發生，政府所採取的策略是先放寬資金流入再放寬資金流出。由於資金流出方面目前仍有較多限制，資金入多出少，令外匯儲備不斷創出新高。

在過去數年，中國憑着低廉的成本和急速增長的製造業而成為世界工廠，加上內部消費市場潛力巨大，吸引大量資金流入。相對於其它發展中國家，中國目前是吸引外國直接投資最多的國家。而當地房地產市場的起飛，更進一步吸引外國資金流入。

大量資金的湧入亦可能令中國的商品貿易盈餘被誇大。雖然中國的出口貿易在 2003-2004 年的增長十分強勁，貿易盈餘卻仍然維持於 200-300 億美元的範圍內，原因是這段期間固定資產投資加快帶動進口增長，相應減少貿易盈餘。直至 2005 年，儘管出口增長步伐放緩，固定資產投資繼續以較快的速度增長，但貿易盈餘卻飆升至 1,020 億美元。由於此段期間中國的出口結構並沒有重大改變，所以經濟基本因素並不能解釋貿易盈餘急速上升的現象。

其中一個可能的原因就是大量的資金以貿易作幌子進入內地。由於從 2004 年開始，中國加強宏觀調控和限制資本流入以避免投資過熱，令部分機構和個人利用貿易公司以高估出口總值的方式將資金帶入內地。



為了解決資本賬失衡和減輕人民幣升值壓力，中國近年來已加快讓資金「走出去」，鼓勵內地企業在海外進行收購合併。中國的對外投資總額在 2005 年大幅上漲 123% 至 123 億美元，令總體投資額累積至 572 億美元。此外，「合資格境內機構投資者」(QDII) 機制在今年落實，內地銀行、保險機構以及其他金融機構可在某個限額內以人民幣購匯並投資境外金融市場。通過這些措施，個人投資海外的渠道亦相應擴闊。長遠而言，中國對外投資上升應有助縮減龐大的外匯儲備。

結語

去年 7 月推行的匯率改革，目的是為了建立一個以市場供求為基礎的人民幣匯率機制。在此過程中，中央政府建立市場威信並保持政策的連貫性，尤為重要。總理溫家寶在今年早前發出明確訊息，再不會有出其不意的升值行動，令坊間紛紛下調對人民幣升值幅度的預測。中央亦不斷重複人民幣升值步伐將會是循序漸進的。因此，即使明年初美國繼續向中國施加壓力要求加快人民幣升值，相信中央政府亦會堅持立場不變。預料人民幣兌美元每年將會溫和升值約 3-5%。

根據中國的「十一·五」規劃，中央政府將會更加重視提升出口結構的質量而不是數量。國家亦希望減慢資金流入和縮減龐大的外匯儲備，以有效控制貨幣供應的增長速度。由於解決貿易失衡的問題符合各方利益，因此國際社會應該從問題根源入手，在增加中國入口和放寬資本賬的限制方面努力。但這些措施並不會帶來即時的效果，若要真正解決貿易失衡的問題，仍需要各方不斷的努力和耐心的等候。

經濟分析所表達的論點，並不一定反映本銀行管理層的立場。各方如有轉載本報告的全部或部份內容，均須註明資料來源。如有任何查詢，請電：3608-5020，傳真：3608-6171，或郵寄香港郵政總局信箱 31 號經濟研究部。