

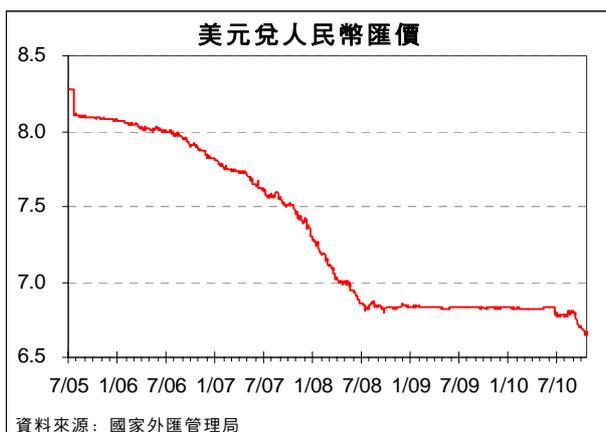


### 人民幣升值的前景

人民幣匯率近月的發展備受國際社會關注，更有輿論指人民幣匯價被刻意調低。人民幣兌美元匯價自 2008 年金融危機爆發後大致維持不變，直至今年 6 月才恢復較具彈性的浮動，至今已累積升值約 2.3%。惟正值美國中期選舉，美國政客對該升值幅度仍未滿意，最近多國政客對人民幣加快升值的要求亦漸見升溫。

#### 支持人民幣升值的因素

中國於 2006 年實行「十一五」規劃，經濟發展重點由過去促進出口轉為刺激內部消費，冀達至更平衡及可持續的發展模式。基於經濟策略的改變，中央政府不再通過降低生產要素價格以支持出口業，同時調整了一系列政策，包括收緊環保法例、放寬對能源價格的限制，以及大幅削減出口退稅率。此外，當局在 2005 年中實施匯率改革，在 2005 年 6 月至 2008 年 9 月期間，人民幣兌美元累計升值 21.4%，加上工資上升，均為中國出口帶來壓力。



儘管中國的生產成本上升，但近月有研究<sup>1</sup>指出，中國佔全球製造品出口比例仍保持增長，由 2006 年的 10.8% 升至 2008 年的 12.7%。中國貨物在歐美市場的份額未有受到來自越南、柬埔寨及孟加拉等低成本國家的威脅。即使在傳統消費品方面，中國在歐美市場的佔有率不跌反升。根據分析，中國在產品的質價比、基建支援、交付時間以及滿足不同特定訂單要求的靈活性等均擁有優勢，可彌補生產成本上漲所帶來的負面影響。

上述情況顯示，整體而言，中國出口商已逐漸適應成本上漲的環境。生產成本上升未有對中國出口商造成顯著的傷害，反而引導出口業向高增值產業方向邁進，這一發展將加強中國政府讓人民幣進一步升值的信心。

另一支持人民幣升值的因素乃人民幣國際化的發展。近年中國積極推動人民幣成為國際貨幣，第一步是鼓勵中國與其他國家的雙邊貿易以人民幣進行交易。但要在此取得突破性的發展，關鍵在於離岸人民幣資金的總量需要上升至一定的規模，才能有效地支援並提供多元化的人民幣金融服務，令以人民幣作交易的海外業務得以蓬勃發展。人民幣升值可以在這方面的發展提供優勢，因為投資者可以藉着人民幣升值賺取回報，對持有人民幣起着鼓勵的作用。此外，當離岸人民幣的經濟活動漸趨活躍，市場對離岸人民幣的需求自會加快上升，進一步帶動對人民幣的需求。

#### 人民幣將循漸進速度升值

儘管人民幣具有升值潛力，但短期內大幅升值則不太可能。其中一個支持人民幣匯率顯著上升的論點是中美貿易的嚴重失衡。兩國之間的貿易赤字不斷擴大，在 2009 年更佔美國整體貨物貿易赤字的 45.1%，創下歷史新高。

<sup>1</sup> 香港貿易發展局，《貿易前哨 - 供應鏈競爭優勢：中國與亞洲新興產地》(2010 年 6 月)

然而，中國佔美國貿易赤的比例持續上升，主要是由於內地的製造業處於區內生產供應鏈的末端。中國的生產商許多從事產品裝嵌，因而需要大量輸入來自東南亞國家的原材料及日韓等國的半製成品，即這些向中國出口的國家，在當中所賺取的貿易盈餘實屬中美貿易順差的一部分，這方面的發展製造一種錯覺，以為中國龐大的出口是導致美國出現龐大貿易赤的主因。

事實上，有跡象顯示中國的整體貿易順差正在下降。由於 2009 年內需持續暢旺但外需不振，中國的貨物貿易順差在年內回落 34.2%。而在 2010 年首 8 個月，中國的貿易順差進一步按年萎縮 14.7%，惟美國總體貿易赤字在這段時間飆升 33.9%，這令中國出口是主要引致全球貿易失衡之說難以成立，更提醒我們在分析全球貿易失衡這問題上，應考慮中國整體的貿易狀況，而非單單計算中美之間的雙邊貿易數據。由於中國未來將進一步減少對出口業的依賴，而轉向刺激內需，因此貿易順差下降之勢應會持續。人民銀行副行長易綱最近表示，未來 3 至 5 年經常帳盈餘佔中國經濟生產總值比例，將會由 2009 年的 6% 減至 4% 以下。

與此同時，在中共中央有關「十二五」規劃(2011-2015 年)的建議中，其中一個目標是將最終消費佔中國經濟生產總值的比重由 2009 年的 48.6% 提升至 2015 年的 55% 左右。要鼓勵國民消費，可以通過人民幣升值降低進口貨品的價格。另一個方法是加快工資上升，通過提高最低工資以及其他政策如打破行業壟斷可以刺激職位增長。近月地方政府提高最低工資由 10% 至 30% 不等，亦有個別報道指沿海城市的工資出現顯著上升。

加快工資上升的弊端是引發通脹壓力，相反，貨幣升值則會降低進口通脹。然而貨幣升值卻導致進口貨品較本地消費服務更具成本優勢，對後者發展構成壓力。由於工資增長同時會增加對進口貨品及本地服務的需求，這對帶動本土就業方面效果較為理想，因而更能刺激內需。此外，工資增長更可加快收窄貧富差距。

中國勞工成本上漲會削弱其成本優勢及增加進口。從這方面看，在應對貿易失衡的問題上，工資增長會帶來與貨幣升值類同的效果。因此，對中國整體利益而言，工資增長較人民幣升值帶來更大好處。事實上，在「十二五」規劃建議中亦提到調高居民收入在國民收入中的比重，意味着未來工資將會有較快增長，這因素將會限制人民幣長遠的升值幅度。

## 中國務求在貨幣改革上維持獨立自主

金融海嘯爆發後，中國意識到需要在國際金融領域上扮演更主動的角色，以捍衛國家利益。例如，中國積極推廣以人民幣作為雙邊貿易結算的貨幣，從而淡化美元獨大的角色。同時，中國強調其匯率改革正朝向一籃子貨幣政策發展，人民幣兌美元匯價水平不會是唯一的考慮因素。這跟美國政客的期望存在相當的落差，相信在未來一段長時間這議題仍然成為兩國爭拗的焦點。

此外，在現時全球低息的環境下，人民幣升值將吸引資金流入中國，中央政府務必謹慎處理人民幣升值的步伐，以免熱錢大量湧入資產市場。總括而言，我們相信人民幣長遠來說仍處於升值的軌道。然而，升值的步伐將更多受到中國內部的因素決定，而其調整的幅度亦會是循序漸進。