

# 中國利率與匯率變動趨勢

童振源

國立政治大學 國際關係研究中心 助理研究員

## 一、前言

2004 年第一季 GDP 同比增長 9.8%，但是居民消費價格（CPI）同比僅上漲 2.8%。在這樣的情況下，中國政府何以會產生經濟過熱的憂慮？甚至在 4 月以後堅決地採取經濟降溫政策？

當時經濟過熱的憂慮主要來自投資增長過快。2001 年的投資率（資本形成占 GDP 比例）是 38.0%，2002 年是 38.4%，2003 年是 39%，已經接近 1992-1993 年中國經濟過熱的比例，但 2004 年投資率仍持續在上升。2004 年第一季的投資增長率高達 43%，遠比 2001 年的 12.1%、2002 年的 16.1%、及 2003 年的 26.7% 要快很多，幾乎是過去 25 年平均投資增長率 15% 左右的三倍。2004 年前二個月，在製造業 30 個行業中，投資增幅逾 100% 的竟有 16 個行業。特別是，鋼鐵工業投資增加 172.6%、建材行業增長 137.4%、水泥業增加 133%。

2004 年 4 月以後，中國政府採取以行政手段為主的宏觀調控政策。然而，中國第一季到第三季的經濟成長率分別為 9.8%、9.7%、與 9.1%，而且物價持續上漲與投資增長速度仍然相當快速。很顯然的，中國政府並沒有達成預期的宏觀調控措施目標。

在公布上述數據一個星期之後，中國人民銀行決定從 10 月 29 日起上調金融機構存貸款基準利率 0.27%，中長期上調幅度大於短期，並放寬貸款利率浮動區間和允許存款利率下浮。面對當前的宏觀經濟情勢，中國會不會繼續調升利息呢？甚至會不會調整匯率？

## 二、物價

首先讓我們看看這幾個月物價的走勢。從 6 月到 9 月 CPI 超過 5%，9 月份仍維持在 5.2%，使實質貸款利率趨近於零。雖然食品價格增長率仍是構成通貨膨脹的主因，但是已經逐漸從 7 月的最高點 14.6% 下降為 9 月的 13.0%；相對的，非食品價格增長率的因素仍在持續增加，從去年 9 月的 0.1% 增加到今

年7月的0.8%，再繼續增加為9月的1.3%。10月CPI同比上漲4.3%，漲幅比9月回落0.9%。這主要是因為食品價格回落到同比上漲10.0%，但非食品價格仍上漲1.3%。可見通貨膨脹並沒有因為食品價格增長速度放緩而得到大幅度緩解，非食品價格可能是未來價格上漲的主要動力。（見表一）

表一、通貨膨脹率：2003-2004年

單位：%

時間	通貨膨脹率	食品價格增長率	非食品價格增長率
2003.9	1.1	3.2	0.1
2003.10	1.8	5.1	0.2
2003.11	3.0	8.1	0.4
2004.1	3.2	8.0	0.7
2004.2	2.1	5.6	0.3
2004.2	2.1	5.6	0.3
2004.3	3.0	7.9	0.5
2004.4	3.8	10.2	0.5
2004.5	4.4	11.8	0.6
2004.6	5.0	14.0	0.6
2004.7	5.3	14.6	0.8
2004.8	5.3	13.9	1.0
2004.9	5.2	13.0	1.3
2004.10	4.3	10.0	1.3

資料來源：中國國家統計局（<http://www.stats.gov.cn>）。

特別是，幾項重要的物價指標至今仍不見緩和的趨勢。與去年同月相比，9月工業品出廠價格上漲7.9%、生產資料出廠價格上漲10.2%，漲幅比8月分別增加1.1%與1.5%。10月的工業品出廠價格同比上漲8.4%，原材料、燃料、動力購進價格上漲14.2%，漲幅均比8月增加0.5%。根據中國人民銀行的監測，9月企業商品價格較同比上升9.6%，較上月上升0.6%；10月企業商品價格同比上升8.2%，較上月上升0.2%。前三季，名義GDP增長率為16.3%，實際GDP增長率為9.5%，兩者差距達到6.8%，大大高於2003年全年2.2%的水平。顯然，通貨膨脹的壓力仍然相當大。

此外，今年1至8月，中國原油對外依存度高達41.8%，受國際油價漲勢的影響，原油出廠價格同比上漲20.4%。今年前三季的國際原油平均價格同比增長25.1%，目前每桶油價維持在50美元左右，最高達到55美元，比年初上升了60%。根據中國人民銀行的估計，中國汽油、柴油、液化石油氣的價格上

漲幅度均超過 20%，影響 CPI 上漲 0.3% 左右。<sup>1</sup> 根據亞洲開發銀行的估計，如果油價持續維持每桶 50 美元到明年初，中國 CPI 將上漲 0.6%，如果持續到明年底，CPI 將上漲 0.9%。<sup>2</sup>

再者，房地產市場價格仍持續快速上漲。根據中國官方對三十五個大中城市房地產市場調查，第三季房屋銷售價格同比上漲 9.9%，比第二季上漲 1.9%，比第一季上漲 2.2%。分地區看，9 個城市房屋銷售價格同比漲幅超過 10%。<sup>3</sup> 房地產持續過熱是帶動房地產投資與其他相關產業投資的主要原因，包括鋼鐵、水泥、及電解鋁等產業，而這些投資擴張則是造成經濟過熱很重要的原因。

### 三、固定資產投資

在 4 月開始實施宏觀調控政策之後，5-6 月固定資產投資增長速度下降快速，但 7 月以後固定資產投資增長速度下降相當緩慢，顯示宏觀調控政策後繼乏力。1-9 月全社會固定資產投資同比增長 27.7%，增幅僅比上半年降低 0.9%，但仍高於 2001 年的 12.1%、2002 年的 16.1%、與 2003 年的 26.7%。從 6 月以後，城鎮固定資產累計投資同比增長速度便一直維持在 29-31%，減緩的速度非常慢。1-10 月城鎮固定資產投資同比增長 29.5%，增幅僅比上半年回落 1.5%。

特別是，製造業與房地產投資占全部固定資產投資的一半以上，製造業固定資產累計投資同比增長速度都維持在 40-42%，房地產固定資產累計投資同比增長速度一直維持在 28-29%。其中，鋼鐵、水泥、電解鋁等行業投資去年大幅成長 92.6%、121.9% 與 86.6%，但今年以來又分別成長 107.2%、101.4%、與 39.9%，鋼鐵投資的漲幅還高於去年。<sup>4</sup>（見表二）

表二、固定資產投資增長速度：2004 年

單位：%

時間	1-2 月	1-3 月	1-4 月	1-5 月	1-6 月	1-7 月	1-8 月	1-9 月	1-10 月
城鎮固定資產投資	53.0 (100)	47.8 (100)	42.8 (100)	34.8 (100)	31.0 (100)	31.1 (100)	30.3 (100)	29.9 (100)	29.5 (100)
製造業	98.2	75.8	65.1	51.3	42.0	41.7	40.7	41.9	40.4

<sup>1</sup> 中國人民銀行貨幣政策分析小組，《中國貨幣政策執行報告：2004 年第 3 季度》，2004 年 11 月 16 日，頁 35。

<sup>2</sup> 彭志平，「亞銀經濟學者湯敏：大陸經濟發展不容太樂觀」，《工商時報》，2004 年 11 月 1 日。

<sup>3</sup> 「三季度 35 個大中城市房屋銷售價格持續上漲」，人民網，2004 年 10 月 27 日。

<sup>4</sup> 王茂臻，「大陸宏觀調控不鬆手 點名水泥鋼鐵仍過熱」，《經濟日報》，2004 年 10 月 27 日，版 A1。

固定資產投資	(26.0)	(27.2)	(26.8)	(26.3)	(26.5)	(25.9)	(25.9)	(26.2)	(25.8)
房地產固定資產投資	43.6	38.4	33.4	30.2	28.0	28.9	28.7	28.7	28.8
	(30.6)	(28.0)	(26.4)	(26.1)	(24.8)	(24.3)	(24.6)	(24.7)	(24.2)

資料來源：中國國家統計局 (<http://www.stats.gov.cn>)。

註：括弧內的數字為該項投資占全部固定資產投資的比重。

再者，雖然地方政府主導的固定資產投資已經從今年前二個月的同比增長 64.9% 下降到 1-10 月的 35.2%，同時期，新建項目已經從同比增長 68.3% 下降到 37.7%，但是增長速度仍然相當快速。根據發改委的調查，停建、取消立項的項目投資金額僅僅占全部固定資產清理項目投資總規模的 1%，目前各地擴大投資的可能性仍然很高。<sup>5</sup>可見，以行政手段為主的宏觀調控措施繼續壓制製造業與房地產投資的空間非常有限，因此中國政府轉而以升息 0.27% 的方式降低經濟過熱。

不過，中國不願意大幅度升息，因為銀行存款與貸款期限結構的錯配隱藏較大金融風險，升息將會增加銀行的不良貸款、甚至造成流通性風險。此外，很多企業（特別是國有企業）的金融體質仍相當脆弱，升息將造成他們的營運困難。最後，升息將會引進更多熱錢流入中國，擴大人民幣匯率調整的壓力，以下將進一步說明。

#### 四、人民幣匯率

在 11 月底的亞太經濟合作會議的高峰會議上，中國國家主席胡錦濤首次宣示將推動人民幣匯率浮動，但前提是先確保經濟不受到重大衝擊。這是人民幣匯率即將調整的先兆嗎？還是中國在國際壓力下的場面話？

首先，根據經濟學家 Frank R. Gunter 的估計，1994-2001 年期間，中國的資本外逃金額高達每年 690 億美元，在 1997-2001 年期間更高達每年 1,000 億美元。<sup>6</sup>可見，中國資本管制存在很大的漏洞，我們不能再將中國定位為封閉經濟體，必須充分考量中國內外經濟情勢的聯繫。

2002 年 1 月初到 2004 年 1 月初，美元對歐元貶值大約 40%、對日圓貶值大約 25%、對台幣、新加坡幣、與韓元貶值大約 5-12%。今年初到 11 月 24 日，

<sup>5</sup> 中國人民銀行貨幣政策分析小組，《中國貨幣政策執行報告：2004 年第 3 季度》，2004 年 11 月 16 日，頁 36-37。

<sup>6</sup> Frank R. Gunter, "Capital Flight from China: 1984-2001," *China Economic Review*, no. 15, pp. 63-85.

美元繼續對這些貨幣貶值 3.5-11%，美元匯率趨勢持續看貶。由於人民幣兌美元的匯率維持固定，因此人民幣的名目匯率便對上述貨幣貶值相同幅度。從 2002 年初到 2004 年夏季末，人民幣貿易權重的實質匯率貶值 8%。<sup>7</sup>這是造成人民幣匯率失衡的很重要因素。

為了維持實質固定匯率，從 2003 年以來，中國人民銀行被迫每個月收購一百億美元以上的外匯，這嚴重干擾中國貨幣政策的自主性。2004 年第三季，中國人民銀行每個月平均收購 146 億美元，9 月收購的外匯金額甚至高達 184 億美元。中國升息 0.27% 恐怕很難解決目前經濟持續過熱的問題，反而會進一步增加人民幣升值的壓力。(見表三)

表三、中國外匯儲備增加量：2003-2004 年

單位：每月/億美元

時間	2003 年 第一季	2003 年 第二季	2003 年 第三季	2003 年 第四季	2004 年 第一季	2004 年 第二季	2004 年 第三季
外匯儲備 增加量	102	99	125	215	122	103	146

資料來源：中國經濟信息網 (<http://www1.cei.gov.cn/cedb/>)。

事實上，2003-2004 年貨幣供給之所以激增而造成內部經濟失衡與過熱，主要是外匯存底激增所造成。2003 年基礎貨幣增加 7,484 億元，全年外匯佔款增加 6,850 億元(經過公開市場的沖銷之後)，外匯佔款對基礎貨幣增加的貢獻度高達 91.5%。<sup>8</sup>2004 年前三季基礎貨幣增加 6,700 億元，全年外匯佔款增加 5,535 億元(經過公開市場的沖銷之後)，外匯佔款對基礎貨幣增加的貢獻度仍高達 82.6%。<sup>9</sup>

此外，美中貿易逆差不斷擴大，美國政府多次對中國施加很大的壓力，要求人民幣匯率進行適當調整。根據美國官方的統計資料，截至 9 月底，美中貿易逆差暴增至 1,144 億美元，占美國全部貿易逆差的 24.4%，同比增加 27.5%。美國財政部長多次要求中國推動更具彈性匯率制度，市場對人民幣升值的預期也隨之增加，造成熱錢持續湧入中國。

隨著中國經濟持續過熱與美元持續走弱，國際市場對人民幣升值的預期再度增強。例如，一年期無本金交割人民幣遠期匯率(NDF)折讓幅度再次升高，在

<sup>7</sup> Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy, "What Kind of Landing for the Chinese Economy," Institute for International Economics, Policy Briefs, no. PB04-7, November 2004, p. 9.

<sup>8</sup> 「2003 年中國貨幣政策執行報告」，中國人民銀行，2004 年 2 月 26 日，頁 3、4、7。

<sup>9</sup> 中國人民銀行貨幣政策分析小組，《中國貨幣政策執行報告：2004 年第 3 季度》，2004 年 11 月 16 日，頁 6。

11月6日達到3,750點，代表市場預估人民幣在一年後將升值4.6%；11月25日，一年期NDF繼續升高到4,400點，預估人民幣在一年後將升值6%。

國際投資機構也普遍預期人民幣將在近期升值。花旗集團預期，最快明年春天，人民幣兌美元匯價將升值3-5%；美林證券預測，年底前人民幣將升值10%，一次升足的幅度高達20%；摩根大通預測明年上半年人民幣可望升值3%，明年底上看7%；雷曼兄弟預測未來幾季人民幣可能升值5%。

基於人民幣升值的預期，國際熱錢將持續大量湧入中國，不斷增加人民幣升值的壓力，直到人民幣充分升值為止。這是一種自我實現的預言，是國際金融市場的巨大力量。人民幣匯率失衡已經將近三年，造成中國經濟嚴重失衡與過熱。如果中國政府不能有效遏制國際熱錢湧入中國，人民幣匯率調整可能在未來幾個月發生。

## 五、結論

根據上述物價、固定資產投資、及人民幣匯率的分析，我們對於未來利率與匯率變動趨勢可以得到三個結論：

- 1、中國政府的宏觀調控措施不會在短期內結束，而且宏觀調控的手段會逐漸由貨幣政策與財政政策取代原有的行政措施。
- 2、中國利率仍有調升的空間，但單純利率調升無法解決目前經濟過熱的問題，人民幣匯率必須進行適當調整。
- 3、如果中國政府不能有效遏制大量國際熱錢湧入中國，人民幣匯率調整可能在未來幾個月發生。