人民幣升值的衝擊與後續評估

童振源

《歐亞研究通訊》，第 8 卷第 9 期，頁 5-8。

中國人民銀行 7 月 21 日晚上 7 點宣布即日起人民幣兌美元從 8.28 元人民幣兌 1 美元升值 2%，至 8.11 元人民幣兌 1 美元，惟人民幣兌美元交易價仍維持現行千分之三波動幅度，同時也將參考一籃子貨幣進行調節。人民幣匯率體制放棄實行十一年的實質釘住美元的政策，改採所謂「有管理的浮動匯率制度」，新的匯率體制將參考一籃子（中國主要貿易伙伴）貨幣作為中國人民銀行介入外匯市場操作的參考。

一般而言，人民幣匯率的初步調整會強化日圓、歐元及許多東亞貨幣的匯率。其次，中國從各國進口的產品將會增加，中國的勞力密集出口產品（例如電子與紡織品）將會減少。第三，東亞各國也將因為他們自己貨幣升值的結果而影響出口。第四，生產勞力密集產品的發展中國家將會獲利。第五，出口到中國的跨國公司與以中國內銷市場為主的外商將獲利。第六，以外銷為主的中國外商出口將受到衝擊。

人民幣匯率變動對台灣與台商的影響主要為三個方面：首先，台幣很可能會持續隨著人民幣升值而面對緩步升值的壓力，而且湧入台灣投機套利的熱錢可能也會不少。其次，台灣對中國的出口可能會增加，但是對其他國家的出口可能會略有負面影響。第三，對兩頭在外（原材料與半成品從外進口，以及成品以出口為主）的中國台商影響不大，對當地取得原材料與出口為主的台商將造成最負面的影響，對其他類型台商的影響應該視他們進口的原材料來源與市場取向而定。

然而，人民幣升值 2%恐怕只是長期逐漸升值的第一步。人民幣持續升值的經濟壓力來自於外匯存底的大量積累，其中很大部分為國際投機熱錢，進而嚴重衝擊中國的貨幣政策。2002 年初至 2005 年上半年，中國外匯存底增加將近五千億美元，累計達到 7,110 億美元。中國官方估計，2004 年進入中國的國際熱錢至少有一千億美元，很多熱錢湧入房地產進行投機套利。即使透過大規模的外匯沖銷之後，中國外匯積累仍是半數以上新增基礎貨幣的根源，嚴重干擾中國的貨幣政策自主性。

不過，國際政治的壓力可能是逼使中國政府在 7 月 21 日調整人民幣匯率的

關鍵因素。2004 年美國對中國的貿易逆差高達 1,620 億美元。美國行政部門、國會、與勞工團體普遍指責，人民幣匯率被嚴重低估，造成雙邊貿易不公平，以致形成嚴重的貿易逆差。因此，今年 4 月 7 日美國參議院通過一項決議，要求人民幣在半年內升值，否則中國出口到美國的全部商品將可能面臨 27.5％的懲罰性關稅。緊接著，布希總統、財政部長都直接挑明，「現在」是中國讓人民幣匯率更加彈性、升值的時候。

中國政府一貫強調，中國經濟情勢是決定人民幣匯率的首要考量，不會在國際壓力下升值人民幣。但是到了四月下旬，中國人民銀行行長周小川卻改口說：「改革人民幣匯率既要考慮內部改革的壓力，也要顧及國際壓力。如果外在壓力增強，會迫使我們加快改革步調。」這顯示，中國政府逐步調整態度，願意正面回應國際政治的壓力。

展望未來，從國際經濟的角度而言，人民幣微幅升值 2％無法解決中國國際收支的鉅額失衡。中國經常帳盈餘占國內生產毛額（GDP）的比例在 2003 年為 3％，2004 年為 4％。2005 年上半年貿易順差已經超過 2004 年的總額，預計今年經常帳盈餘可能高達 GDP 的 6％。過去兩年，每年外匯存底增加量占 GDP 的比例為 11-12％，今年很可能高達 16％。再者，今年上半年，外匯存底增加造成基礎貨幣投放增加量幾乎是去年的兩倍，可見對中國貨幣政策的壓力更大。

其次，7 月 21 日人民幣升值 2％以後，幾乎所有的外匯銀行分析報告都一致認為人民幣升值仍處於起步階段，到今年底人民幣升值的幅度從 5-11％都有可能，平均估計的升值幅度為 6％，達到 7.65 人民幣兌 1 美元。在此預期之下，國際熱錢持續湧入中國的態勢至今仍未有改變的跡象，仍將造成人民幣繼續升值的龐大經濟壓力。

在國際政治方面，過去中國政府不斷聲明絕對不會屈服於國際政治的壓力，但是此次人民幣升值已經讓這樣的說法不可信，所以美國行政部門與國會一定會加強對中國政府施壓人民幣升值。美國參議員舒瑪（Charles Schumer）和葛拉漢（Lindsey Graham）在七月底已經重申，若中國不進一步調整人民幣匯率，他們將如期在十月提出法案，向中國所有進口貨品徵收 27.5％的懲罰性關稅。

中國政府的多項訊息似乎也印證人民幣匯率可能繼續升值與匯率浮動區間放寬的可能性。7 月 28 日，中國人民銀行（人行）副行長吳曉靈指出，今後人民幣匯率將由「市場供需機制」決定，不要指望人行會控制匯率的漲跌。8 月 4 日，在第二季「中國貨幣政策執行報告」中，人行表示將根據市場狀況和經濟金融情勢，「適時調整匯率浮動空間」。8 月 15 日，中國發展與改革委員會建議，中國應適時放寬人民幣匯率浮動空間，如將匯率浮動控制在 2％內。同一天，中

國官方的新華社大力鼓吹人民幣升值的好處，並且營造支持人民幣升值的群眾基礎。

伴隨中國在國際經濟與戰略地位的竄升，使得人民幣匯率變動摻雜很多國際經濟與政治的考量。在未來很長一段時間，人民幣匯率問題恐怕會持續困擾中國政府，而且也會是非常熱門的國際經濟與政治話題。