

人民幣維持強勢的能力、原因及可能走勢

范錦明

(中華經濟研究院第一研究所副研究員)

自從一九九七年五月，泰國貨幣貶值，引發東亞金融風暴之後，已造成馬來西亞、印尼、新加坡、菲律賓、台灣、南韓及日本等國貨幣對美元的匯率大幅下滑。祇有大陸與香港，仍然堅持不貶值以因應金融風暴的威脅。

爲什麼大陸可以連同香港以不變應萬變？這種趨勢可能維持多久？深受產業界與學術界的關注。

本文的目的在探討大陸維持人民幣強勢的能力與原因，並根據其能力與原因歸納出決定人民幣走勢的政治經濟因素，然後從客觀的政治情勢發展，研判人民幣可能的走勢。

一個國家或地區的貨幣，能否長期維持強勢，與其經濟的創新發明及技術進步，關係密切。一個國家或地區，如果能夠不斷創新發明，使其維持高度生產力，商品在國際市場競爭，具有優勢，才有能力長期維持貨幣的強勢。

從大陸進出口貿易資料來看，一九九六年呈現貿易順差的商品，包括活動物、動物產品、食品、飲料、煙酒、生皮、皮革、旅行用品、手提包、木及木製品、紡織原料及紡織製品、鞋、帽、傘、陶瓷製品、珠寶及首飾、光學及精密儀器。這些商品，除光學及精密儀器之外，均屬於勞動密集類型，其所以能夠在國際市場具有競爭優勢，不是由於創新發明與技術進步，而是憑著豐富勞動力以壓低工資成本。這種競爭型式，並不足以長期維持人民幣的強勢，因爲，其他國家可以藉貶值的方式，提升競爭力。不像創新發明，替代性較低，不容易競爭。

既然大陸尚未具備長期維持人民幣強勢的能力，一年來爲何其黨政領導人一再對外宣示人民幣不會貶值？其主要原因，可以歸納爲下列幾方面：

(1)大陸國際收支連年出現盈餘

從一九九四年到一九九七年，大陸貿易經常項目的順差累計爲 851 億美元，資本項目的順差累計爲 1,495 億美元。而且到一九九七年年底，大陸的外匯準備數額達到 1,399 億美元，使人民幣處於強勢狀態。

(2)人民幣保持強勢，有利大陸經濟發展

大陸金融和經濟界人士認爲，保持人民幣的強勢地位，有助於降低銀行不良資產風險，降低國外高新技術和設備的進口成本，以及減少物價膨脹壓力和外債償還成本，



對今後幾年大陸經濟的發展具有重要意義。

(3) 展現「大國」的風範

大陸政府認為，如果人民幣貶值，必將引發亞洲國家再度發生貨幣貶值競爭，影響亞洲乃至世界金融形勢的穩定，所以大陸政府藉此機會展現其「大國」負責風範，各高層領導人一再宣布，為了避免引發新一輪亞洲經濟危機，人民幣不會貶值。

(4) 維持香港的聯繫匯率制度

由於大陸政府仍然管制其國民將人民幣兌換其他外匯，所以並不擔心會發生人民爭相要求換匯以保值的風暴，並且，其外匯黑市的規模不大，尤其在嚴刑峻罰之下更難有所作為。但是，對於國際金融中心的香港人民和外商則不然。大陸政府瞭解一九九七年七月一日以來，香港的人民和外商，已經把香港聯繫匯率制度的穩定和人民幣的穩定聯想在一起，認為大陸人民幣如果貶值，港幣也會跟著貶值。所以人民幣萬一真的發生貶值，會使香港人民和外商對港幣貶值產生「理性預期」，在極短的時間內，不僅把手中港幣換成美元等其他外匯以保值，並且也會停止在香港金融市場進行交易，使香港經濟遭受非常大的打擊。由於大陸政府瞭解香港人民與外商看到人民幣貶值立即可能產生港幣也會貶值的預期心理，因而引發香港經濟大幅動蕩，在香港經濟受到上次金融風暴衝擊仍未回復穩定成長之前，暫時祇好一再宣布人民幣不會貶值，以穩定香港人民與外商對香港聯繫匯率制的信心。

去年十月二十三日，香港首次遭受金融風暴的衝擊時，大陸並未預測到東亞金融風暴將會持續下去，以為很快即可結束。如果調整人民幣匯率，可能引發更多的問題。所以，採取「以不變應萬變」的戰略。

由於大陸政府尚未完全開放其外匯市場，人民幣的匯率，仍然受其中央銀行的限價管制。中央銀行在決定人民幣的匯率時，不僅考慮大陸內外經濟因素，並顧慮國內外的政治環境。所以，影響人民幣今後的走勢，主要必須考慮三方面的政治與經濟情勢變化，包括：

(1) 美國與日本是否能夠穩住日圓不再大幅向下貶值？

(2) 大陸從今年第二季以來所推動的一連串促進內需的政策是否能夠產生預期效果？

(3) 東亞其他國家是否能夠大幅增加公共支出，彌補出口衰退所造成的需求減少，以振興經濟？

如果上述三項政經情勢的發展，都對大陸有利，則大陸的人民幣將繼續維持這種以不變應萬變的戰略。

如果上述三項政經情勢的發展，對大陸的經濟不利，而且惡化情況和速度，超出大陸政府的預期範圍，則今年第四季大陸必須認真考慮如何利用明年年初的時機宣布貶值。

總言之，人民幣的匯率，已經不是單純由大陸外匯市場的供需所決定。大陸中央銀行在考慮國內外的政經情勢之後，暫時作出以不變應萬變的戰略。但是，東亞金融風暴尚未結束，大陸本身缺乏維持強勢貨幣的能力。所以，內外政經情勢的發展，隨時都可以影響人民幣的穩定。人民幣是平或貶，今年第四季將比較明朗化。

