

人民幣即將升值？升值多少？

童振源

國立政治大學國際關係研究中心助理研究員

Will the Renminbi Appreciate Soon?

How Much Will It Appreciate?

Tung, Chen-yuan

Assistant Research Fellow

Institute of International Relations

National Chengchi University

Given increasing imbalance of internal and external economic situation, Chinese present exchange rate policy is to improve the Renminbi (RMB) exchange rate mechanism, changing from a de-facto fixed US dollar peg to a new mechanism linking the RMB to a basket of currencies. In addition, a change in the floating bands of the RMB exchange rate should also be expected. In general, the RMB might appreciate by around 7-8% in 2004.

However, if the RMB does not fully appreciate by 15-25%, the expectation of RMB appreciation in the market will continue; meanwhile, a slow appreciation will intensify the expectation of RMB appreciation in the future, leading to an increase of hot money and foreign exchange reserves, and further raising the pressure of appreciation. In this case, China will face further increasing imbalance of internal economic situation, and, in particular, serious risks in the financial system.

今年初，中國人民銀行行長周小川表示，人民幣升值的壓力已大大減輕，因為美國經濟復甦，中國對大型國有銀行進行改造及中美貿易失衡改善。但是，目前市場、媒體、與相關研究卻認為人民幣將在今年內升值。人民幣可能升值的傳聞已經半年多，到底中國政府會不會在今年讓人民幣適當升值？升值的幅度又將多大？

中國作為一個國際經濟與政治大國，中國商務部長呂福源講的沒有錯，「中國自身經濟情勢是中國決定人民幣匯率的首要考量，其他國家的建議與關心只是次要的。」中國政府確實有足夠的政治實力抵擋國際政治的壓力，但是內部與外部經濟失衡持續擴大是中國政府不得不考慮適度讓人民幣升值的唯一因素。

自去年9月以來，中國政府已經採取一些經常帳與資本帳的開放措施，但並沒有緩和內外經濟的失衡。2003年中國外匯儲備增加1,619億美元，比2002年底快速增加57%，其中投

機熱錢可能高達500億美元以上。特別是，去年中國短期外債共占新增外債的93%；如果這個趨勢持續下去，將造成嚴重的貨幣風險。

2003年1月到6月，中國外匯儲備平均每個月增加100億美元。6月以後，中國政府一再對外表示人民幣匯率將維持穩定，但是7到9月的外匯儲備卻平均每個月增加125億美元。9月以後，中國已經擴大開放經常帳與放寬部分資本帳的措施，但是國際熱錢湧入，與外匯積累似乎還沒有緩和的跡象。10到12月中國的外匯儲備（包括注入國有銀行的450億美元）平均每個月增加215 億美元。

為維持固定匯率，中國政府必須收購剩餘外匯，造成貨幣供給與貸款激增。去年5-11月的廣義貨幣供應量M2餘額與貸款增加速度都在20%以上。12月底，M2餘額為22.1萬億元，比上年末增長19.6%；全部金融機構本外幣各項貸款餘額為17萬億元，比上年末增長21.4%，全年貸款增加3萬億元，比上年多增1.1萬億元。

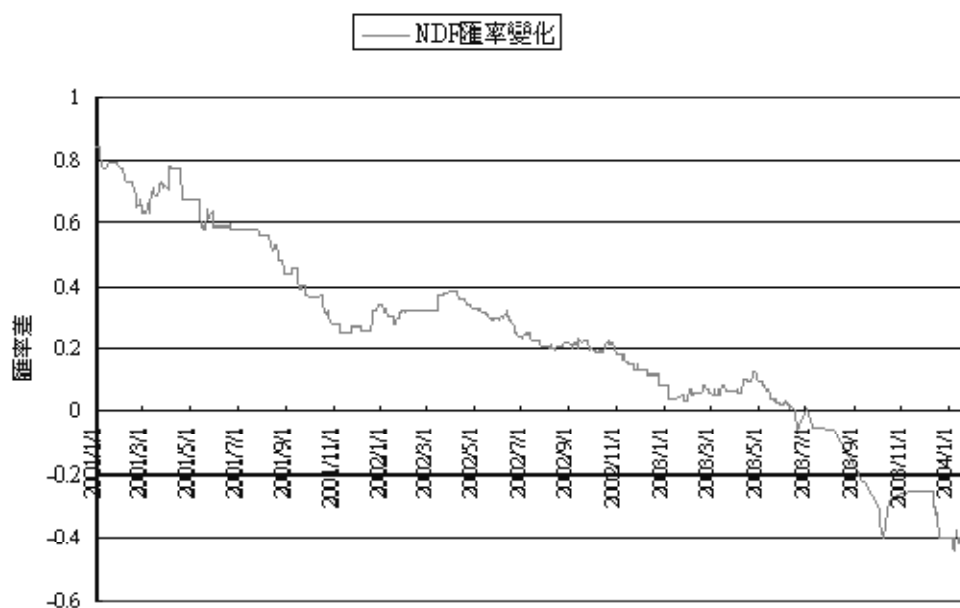
信貸激增之後，物價逐漸從2002年4月的下降1.3%上升到2003年12月的上揚3.2%。不到2年期間，中國從擔憂通貨緊縮惡化，轉變成現在擔心經濟是否過熱。然而，問題更加複雜。物價上揚是由生產資料與食品價格所帶動，但是90%的工業產品仍處於供過於求的局面。如今，信貸激增正加速某些產業過熱、生產過剩，正將中國推向經濟泡沫的邊緣，進而形成嚴重的金融與通貨緊縮的問題。

為降低信貸增長速度，去年9月中國提高銀行存款準備率1%，但也造成短期利率飆高及預期利率將持續上揚，導致國債銷售遇到很大困難。中國在去年第四季發行的國債比預期少將近300億元，並且縮短債券到期期限，以及12月的承銷價格降到一年來的最低點。2002年，中國共發行5,929億人民幣國債；2003年，中國發行6,283億人民幣；2004年，中國預計發行超過7,000億人民幣，以填補預算赤字。預期利率上揚將造成中國推行積極財政政策的很大困難。

中國政府不希望提高利率，以免影響全盤經濟發展速度；中國政府試圖透過行政命令與勸導的方式，阻止經濟結構失衡擴大與減緩部分產業過熱的風險。同時，提高利率勢必吸引更多投機熱錢，造成匯率升值與經濟失衡的更大壓力；這是中國政府不希望看到的。然而，透過行政命令與勸導的方式至今並沒有解決問題。例如，2003年上海市平均房價飆漲達20%左右；相對之下，2002年上海市平均房價只增加8.2%。2004年2月初，中國政府重申要制止鋼鐵、電解鋁、水泥行業過度投資，但成效如何仍待觀察。

2003年6月以來，中國政府便不斷重申人民幣匯率將保持穩定，然而，國際投資者對於人民幣升值的預期不僅沒有減少，反而投機心理持續擴大，這可以從人民幣無本金交割遠期外匯（Non-Delivery Forward, NDF）的匯率趨勢得知。在2003年6月以前，一年期人民幣兌美元的NDF匯率差為正值，表示市場預期人民幣會貶值。在2003年6月以後，一年期人民幣

兌美元的NDF匯率差變成負值，表示市場預期人民幣在一年內會升值。2003年6到10月，NDF的匯率差從0急遽降為負0.4，表示在一年內人民幣兌美元的匯率會升值到7.88，預期升值幅度大約5%。（見圖一）



圖一、人民幣一年期NDF匯率變化：2001-2004

資料來源：Bloomberg。

2003年9月中旬以後，儘管中國政府堅定表示人民幣不會升值，而且採取某些經常帳與資本帳的開放措施，以解決國際收支的龐大順差，但是市場預期人民幣升值的心理仍然強烈。2003年10月到2004年1月，NDF的匯率差便維持在負0.2到負0.4區間。2004年1月7日，NDF的匯率差甚至跌到負0.445，表示在一年內人民幣兌美元的匯率會升值到7.84，預期升值幅度大約5.4%。（見圖一）

由於中國內部經濟失衡的壓力正逐漸擴大，而且熱錢與外匯儲備積累仍不斷增加，從最近的中國人民銀行官員言論判斷，中國政府目前的匯率政策應該是希望改變人民幣的匯率制度，將人民幣匯率從釘住美元的匯率制度，改為釘住一籃子貨幣的匯率制度。如果以中國前十大貿易伙伴貨幣為一籃子，人民幣的名目匯率將會升值5%左右；此外，人民幣匯率的浮動空間應該也會有所調整，例如調整成上下波幅2.5%。整體而言，2004年中國政府對於人民幣名目匯率的升值空間應該在7到8%左右。

不過，如果人民幣沒有充分升值（15-25%），市場對人民幣升值的預期將會持續存在；而且，緩慢升值的方式，反而會增加升值的預期，使熱錢與外匯儲備不斷增加，更加大升值的壓力。總而言之，如果中國沒有採取一步到位的升值方式，人民幣在未來幾年恐怕會持續面對愈來愈強大的升值壓力，而造成中國內部經濟更加失衡，特別是會造成嚴重的金融體系風險。

- 1 張運祥，「周小川：人民幣升值壓力大減」，《經濟日報》，2004年1月14日，版11。
- 2 王茂臻，「中共商務部長呂福源：人民幣續維持穩定」，《經濟日報》，2003年7月25日。
- 3 張運祥，「大陸去年流入熱錢4000億人民幣將招安監督」，《經濟日報》，2004年1月13日，版11。
- 4 「2003年國債發行情況表」，中國國債協會，2004年12月26日，
<http://www.ndac.org.cn/ndac/xchange/2003guozhaifaxing.htm>。
- 5 「中國今年可能發行7,000億國債彌補財政赤字」，《華爾街日報》（中文版），2004年2月5日。
- 6 李國彥，「上海房價去年平均漲兩成」，《經濟日報》，2004年1月29日，版11。
- 7 「中共嚴控投資鋼鐵水泥」，《經濟日報》，2004年2月5日，版10。
- 8 "Chinese Central Bank Governor on Exchange Rate of RMB," Xinhua General News Service, October 19, 2003.
白德華，「人民幣將與十國貨幣掛鉤」，《工商時報》，2003年12月23日。周野，「人民幣升值中共內部浮共識」，《中國時報》，2004年2月8日，版A13。
- 9 根據多項計量經濟分析的估計，截至2003年9月底，人民幣匯率被低估大約15-25%左右。